

التمويل والتنمية

www.imf.org/fandd

يونيه ٢٠١٠ ٨ دولارات

آسيا تقود الطريق

ليندايويه تتحدث عن مستقبل الصين
محمد العريان يتحدث عن صناديق الثروة السيادية
جانغ هاسونغ: كوريا تقود حملة إصلاح في قطاع الأعمال

التمويل والتنمية

تحقيقات

تأثير آسيا المتنامي



٨

- ٤ آسيا تقود الطريق
آسيا تواصل التحرك نحو دور قيادي فى الاقتصاد العالمى
أنوب سينغ
٨ الصين يمكن أن تخرج من الأزمة أقوى من ذي قبل إذا قامت
بزيادة الطلب المحلى وتشجيع الاندماج العالمى
ليندا يويه
١٢ مين جو يتحدث عن الاقتصاد الآسيوى وأمور أخرى
المستشار الخاص لمدير عام صندوق النقد الدولى يتحدث عن وضع آسيا فى الاقتصاد العالمى،
والأزمة المالية العالمية، وصندوق النقد الدولى فى آسيا
١٤ أسواق أعمق تساوى رأس مال أقل تكلفة
إصلاحات القطاع المالى يمكن أن تساعد على خفض تكلفة رأس المال وحفز الاستثمار ودعم
إعادة التوازن فى آسيا
سانجاي كالرا
١٦ خدمة النمو
النهوض بقطاع الخدمات فى آسيا هو سبيل آخر لاستعادة التوازن وإعطاء دفعة للنمو
أولاف أونتيروبيردورستر
١٨ شخصيات اقتصادية: الثورى غير المتوقع
هيون - سونغ كانغ يلقى الضوء على حياة الناشط القيايدى الكورى، جانغ هاسونغ

فى هذا العدد أيضا

- ٢٢ بعد السقوط
مع احتدام النقاش حول أفضل السبل لإدارة السياسة النقدية، تزداد ضبابية الفرق بين
الاقتصادات المتقدمة والصاعدة بعد أن كان هذا الفرق صارخا فى يوم ما
إسوار براساد
٢٦ إعادة تعريف البنوك المركزية
البنوك المركزية يجب أن تستخلص دروسا من الأزمة العالمية وتقوم بإصلاحات ملموسة
دوفورى سوياروا
٢٨ مبادئ للإصلاح
عند تصميم سياسات جديدة للقطاع المالى، ينبغى أن يتذكر
صناع السياسات أهمية الأفكار القديمة
الديون والديمقراطية
٣٠ تستغل البلدان الديمقراطية الإيرادات غير المتوقعة المستحقة
خلال فترات رواج أسعار السلع فى خفض الدين الخارجى.
بينما تنزع الدول الأتوقراطية لإنفاق تلك الإيرادات
رباح أريزكى وماركس بروكينز
٣٣ قنابل المحليات
بعض الحكومات المحلية على جانبى الأطلنطى وجدته نفسها
فى خضم فوضى مالية عقب الدخول فى معاملات لتداول
المشتقات
راندال دود
٣٦ خفض الدين العام
سبق للعديد من البلدان إحداث خفض كبير فى نسب الدين العام، الأمر الذى تحقق فى الغالب
بفضل الأوضاع الاقتصادية الكلية المواتية. لكن هذه البلدان قد لا يحالفها الحظ ثانية فى
المستقبل
هارالد فينغرو عظيم ساديكوف



٣١

رئيس التحرير

جيريمى كليفت

مدير التحرير

مارينا بريموراك

محررون أوائل

كاميلا أندرسون

يون - سونغ كانغ

جيمس روى

سيمون ويلسون

محررون مساعدون

مورين بوركى

جاكلين ديلوربيه

ناتالى راميريز - جومينا

مدير الإبداع

لويزا منجفرا

المحرر الفني

لاي أوي لوي

مساعدون لرئيس التحرير

ليجون لي

نيكول بريانن كيماي

حارس قرشى

مستشارو رئيس التحرير

باس بيكر

هيلج برغر

تيم كاللن

أدريان تشيستى

آنا كورباتشا

ألفريدو كوفاس

مارسيلو ايستفاو

دومنيكو فانيزا

جيمس جورديون

توماس هيلبلينج

بول هيلبرز

بالو ماورو

جيان ماريا ميليسي - فيريتي

بول ميلز

أوما راماكريشان

رودنى رامتشاران

خدمات الاشتراك وتغيير العناوين

والاستفسار عن الإعلانات

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

مدير مكتب البريد : يرجى إرسال

تغيير العناوين إلى :
Finance & Development,
International Monetary Fund, Washington,
DC, 20431 USA.

© ٢٠١٠ حقوق النشر لصندوق النقد الدولي. كافة
الحقوق محفوظة. ينبغى 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
وسيتم تحصيل رسوم اسمية مقابل هذه الخدمة.

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

تقود

آسيا مسيرة الخروج من الركود العالمي، في تحرك يبدو إيجابيا بالتحول عن الماضي. وتأتي الصين والهند في صدارة الزمرة، لكنهما ليستا وحدهما اللتين حققنا أداء قوي، والأهمية الاقتصادية لآسيا لا يمكن إنكارها ولا مراء فيها. وفي مقالنا الرئيسي في هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية، يقول أنوب سينغ، مدير إدارة آسيا والمحيط الهادئ في صندوق النقد الدولي استنادا للاتجاهات المتوقعة إن اقتصاد آسيا سيزيد خلال خمس سنوات بنحو ٥٠٪ عما هو عليه حاليا (بتعادل القوى الشرائية) وسيمثل ما يربو على ثلث الناتج العالمي، وسيكون مماثلا في الحجم لاقتصادي الولايات المتحدة وأوروبا. وبحلول عام ٢٠٣٠، سيتجاوز إجمالي الناتج المحلي لآسيا ناتج مجموعة البلدان الصناعية السبعة.

ويمثل استرداد آسيا عافيتها نقلة من الماضي من عدة أوجه. أولا، على الرغم من أن إسهام آسيا في حالات التعافي الاقتصادي العالمي السابقة كان أقل من إسهامات مناطق أخرى، فإن هذه المنطقة تقود حاليا مسيرة استرداد الاقتصاد العالمي لعافيتها. وثانيا، كانت الصادرات بصفة عامة هي التي تحرك استرداد آسيا لعافيتها في حالات سابقة، لكن عودة آسيا إلى سابق عهدها هذه المرة مدعومة بالطلب المحلي، ولا يقتصر الأمر على التنشيط الحكومي فحسب، وإنما يتضمن أيضا استهلاك قطاع الأسر. وأخيرا، ففي حالات التعافي السابقة، كان رأس المال يعود إلى آسيا ببطء، ولكن هذه المرة شهدت المنطقة طفرة في صافي تدفقات رأس المال الوافدة انعكاسا لارتفاع مستويات السيولة العالمية وتحسن صمود آسيا وإطارها الاقتصادي.

إذن كان من الطبيعي أن يتزايد تأثير صوت آسيا في الخطاب الاقتصادي والمالي العالمي. وبالفعل، فإن ستة من مجموعة الاقتصادات العشرين الكبرى تقع في منطقة آسيا والمحيط الهادئ. ويبلغ نصيب آسيا (بما فيها أستراليا ونيوزيلندا) ما يربو على ٢٠٪ من الأسهم المانحة لحقوق التصويت في صندوق النقد الدولي، والمؤكد أن هذا الوزن سيزداد مع انتعاج صندوق النقد الدولي لإصلاحات من شأنها أن تجعل الأسهم التي تمنح البلدان حقوق التصويت متسقة بصورة أوثق مع دورها في الاقتصاد العالمي. والمرجح أنه مع انتعاج السياسات السليمة، سيتواصل هذا النجاح الاقتصادي ويعزز جهود تحسين مستويات معيشة شعوب آسيا- فلا يزال كثير منها يعاني فقرا مدقعا- مما يغير سبل كسب الرزق لنحو نصف سكان العالم.

ونتناول في هذا العدد أيضا مجموعة متنوعة من الموضوعات في أعقاب الأزمة العالمية، ومنها دور البنوك المركزية، وكيفية إدارة السياسة النقدية، وإعادة صياغة السياسات من أجل القطاع المالي، وكيفية تخفيض الدين العام، كما ننظر في مسألة خفض الدعم على الطاقة، والفرص الجديدة لصناديق الثروة السيادية، والسعي إلى تحقيق الاستقرار في أوروبا الشرقية. ويرسم باب «شخصيات اقتصادية» صورة لجانغ هاسونغ منظم حملة دعم حوكمة الشركات في كوريا.

جيري مي كليفت
رئيس التحرير

استعراضات الكتب

- ٥٢ *Building Social Business: The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs*, Muhammad Yunus
- Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Raghuram G. Rajan
- On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Henry M. Paulson, Jr.
- 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Simon Johnson and James Kwak
- From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Andrew Sheng

بيانات تحت المجهر

٥٧ الائتمان المقدم للقطاع الخاص لا يزال ضعيفا
لا يزال الائتمان المصرفي في تراجع مستمر رغم تعافي الاقتصاد العالمي
هوزيه كارتاس ومارتين ماكوناغا

الرسوم التوضيحية: Cover, Michael Gibbs; p. 22, Kelly Barrett; p. 30, Michael Gibbs; p. 33, Jim Dandy/Getty Images.

الصور الفوتوغرافية: p. 2, Issouf Sanogo/AFP/Getty Images, Jim Rosenberg/CGAP, Frederic J. Brown/AFP/Getty Images; pp. 4-5, Stephen Jaffe/IMF; pp. 8-9, David Shen/epa; p. 12, Michael Spilotro/IMF; pp. 14-15, How Hwee Young/Corbis; p. 16, Ryan Pyle/Corbis; p. 18, Ahn Joo-Young; p. 36, Guido Cozzi/Atlantide Phototravel/Corbis; p. 39, Kaveh Kazemi/Corbis; p. 42, Rungroj Yongrit/epa/Corbis; p. 43, John Warburton-Lee/JAI/Corbis; p. 44, Scott Peterson/Getty Images; p. 50, Andrej Rybczynski/epa/Corbis; pp. 52-55, Michael Spilotro/IMF.

خفض التكاليف المذهلة للطاقة الرخيصة

٣٩ إلغاء الدعم على منتجات الطاقة المحلية مسألة شائكة، لكن البلدان المصدرة للنفط بنى ثمارا واضحة أن أقدمت على تلك الخطوة

دومينيك غيبوم ورومان زاييتك

٤٤ صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد

مع انحسار الأزمة المالية العالمية، أصبحت شركات الاستثمار المملوكة للدولة مهيأة للاستفادة من مجموعة فرص جديدة والتنقل عبر المخاطر المتغيرة

محمد العريان

٥٠ البحث عن الاستقرار

شهدت أوروبا الشرقية رواجادام عقدا كاملا ثم انتهى بركود خطير، وعليها الآن أن تفكر في استئناف النمو على مسار أكثر توازنا

باس باكرك، وآن ماري غولد

أبواب

٢ باختصار

قروض مضمونة
الصيرفة للجميع
الطاقة من أشعة الشمس

٤٢ تأمل معي

دعم النفط: مكلف ومتزايد

تخفيض الدعم العالمي على الطاقة يمكن أن يحقق منافع بيئية كبيرة ويتيح الحيز المالي المطلوب بشدة لتغطية النفقات الحكومية الضرورية

بينديكت كليمنتس، ودييد كودي، وجون بيوتروفسكي

٤٨ عودة إلى الأسس

العرض والطلب
إيرينا أسموندسون

قروض مضمونة

ثمة نظام أوروبي للائتمان الزراعي عمره ٢٠٠ سنة يمكن أن يساعد في وقت قريب مزيدا من مزارعي غرب إفريقيا في الحصول على قروض مصرفية وأسعار أفضل لمنتجاتهم. وتعتمد منظمة الأغذية والزراعة نشر مفهوم الضمان الزراعي في بوركينا فاسو ومالي والسنغال بعد أن أدي مشروع تجريبي إلى زيادة الدخل الزراعية وغلة المحاصيل في النيجر.

و بموجب الضمان يستطيع المزارعون الاستفادة من مخزون منتجاتهم في الحصول على ائتمان في المقابل. فبدلا من بيع منتجاتهم فور حصادها- عندما تكون الأسعار في أدنى مستوياتها- للحصول على تمويل من أجل الموسم الزراعي التالي، يستطيع المزارعون

تخزين محصولهم واستخدامه كضمان للائتمان المصرفي. ويتم تخزين المنتجات في مستودعات مغلقة توفرها المصارف، التي تقدم عندئذ الائتمان استنادا إلى قيمة المحصول المخزن.

ويستطيع المزارعون استخدام التمويل المصرفي المدفوع في بداية الفترة لشراء المدخلات من أجل الموسم الزراعي التالي، وفي الوقت نفسه يخزنون محصولهم لفترة طويلة بعد الموسم عندما تؤدي ندرة المنتج إلى ارتفاع الأسعار. وعندما يجري تسويق المنتجات المخزنة بأسعار خارج الموسم، يستطيع المزارعون استخدام المتحصلات لسداد مستحقات البنوك والاحتفاظ بأي إيرادات باقية كأرباح.



أسواق الغذاء في مارادي، النيجر.

الطاقة من أشعة الشمس

أعلن بنك التنمية الآسيوي عن مبادرة آسيوية معنية بالطاقة الشمسية لتوليد نحو ثلاثة آلاف ميغا واط من الطاقة الشمسية خلال السنوات الثلاثة القادمة.

وفي هذا الصدد، قال السيد راجات ناغ مدير عام البنك أثناء تدشين المشروع في مدينة طشقند بأوزبكستان: «بينما تشير التوقعات إلى ارتفاع الطلب على الطاقة بمقدار الضعف تقريبا في منطقة آسيا والمحيط الهادئ بحلول عام ٢٠٣٠، أصبحت هناك حاجة ملحة للتوصل إلى طرق مبتكرة لتوليد الطاقة وتقليل انبعاثات الغازات المسببة للاحتباس الحراري في الوقت نفسه».

ويعتزم البنك تقديم ٢,٢٥ مليار دولار لتمويل المبادرة التي يتوقع أن تستحث استثمارات إضافية قدرها ٦,٧٥ مليار دولار في الطاقة الشمسية خلال الفترة نفسها. وقد أشار السيد ناغ إلى المغزى من إطلاق المبادرة في آسيا الوسطى، وهي منطقة تعتمد بصفة خاصة على مصادر الطاقة كثيفة الكربون لكنها ملائمة تماما لتطوير الطاقة الشمسية.



صحراء تاكلامكان في آسيا الوسطى.

الصيرفة للجميع

نصف سكان العالم «لا يحصلون على خدمات مصرفية»، مما يعني أن ٢,٩ مليار من السكان الراشدين لا تتوافر لهم الفرصة للادخار، أو الحصول على قروض، أو تدبر أمورهم المالية من أجل المستقبل.

ولا تزال هناك قلة فقط من السكان الراشدين الذين تتوافر لهم فرص فتح حساب مصرفي في كثير من اقتصادات مجلس التعاون الاقتصادي لآسيا والمحيط الهادئ، وتقل المعدلات في إندونيسيا وباكستان وغينيا الجديدة وبيرو والفلبين وفييت نام عن ٤٠٪. والنتيجة أن شرائح كبيرة من المجتمع لا تستطيع الادخار أو الحصول على ائتمان، أو تضطر إلى الحصول على ائتمان بأسعار متضخمة من أسواق غير رسمية - على سبيل المثال من خلال المرابين - الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى دوامات من الديون لا مفر منها.

وفي منتدى عقده مؤخرا مجلس التعاون الاقتصادي لآسيا والمحيط الهادئ في مدينة سابورو باليابان، تم استكشاف الحلول الممكنة لهذه المشكلة، مثل توسيع نطاق العمل المصرفي من خلال الهاتف المحمول وزيادة استخدام نظام وكلاء المصارف، وهو نظام تعمل في ظله منافذ التجزئة المصرفية مثل المحال ومكاتب البريد كوكلاء للمصارف.



سوق للسماك في جزيرة بوهول، الفلبين.

فعاليات في عام ٢٠١٠

٢٦ - ٢٧ يونيو، تورنتو، كندا

قمة قادة مجموعة الثمانية ومجموعة العشرين

١٢ - ١٣ يوليو، دايجون، جمهورية كوريا

المؤتمر الدولي رفيع المستوى في كوريا بالتعاون مع صندوق النقد الدولي

٩-١١ أكتوبر، واشنطن العاصمة

الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي

١٤-١٥ أكتوبر، تشنغدو، جمهورية الصين الشعبية

اجتماع القادة الاقتصاديين لمجلس التعاون الاقتصادي لآسيا والمحيط الهادئ

٤-٥ نوفمبر، واشنطن العاصمة

مؤتمر جاك بولاك السنوي الحادي عشر للبحوث في صندوق النقد الدولي

١١-١٢ نوفمبر، سول، جمهورية كوريا

قمة مجموعة العشرين

١٦-١٨ نوفمبر، روما، إيطاليا

منتدى التجارة العالمي لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي



ASIA 21

LEADING THE WAY
FORWARD

KOREA/IMF HIGH-LEVEL CONFERENCE

Follow the debate: www.asia21.org

Daejeon, Korea • July 12-13, 2010

Recognizing Asia's role as the most dynamic region of the world, the International Monetary Fund (IMF) is partnering with the Government of the Republic of Korea on a high-level international conference, which will be held in Daejeon, Korea on July 12 & 13, 2010. The conference is open for full media coverage.

The conference will bring together senior policy-makers, prominent business leaders, financial market experts, academics, civil society, and media leaders from Asia and around the world.

Online media registration is compulsory:
www.asia21.org



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE



آسيا تقود الطريق

آسيا تواصل التحرك نحو دور قيادي في الاقتصاد العالمي

أنوب سينغ
Anoop Singh

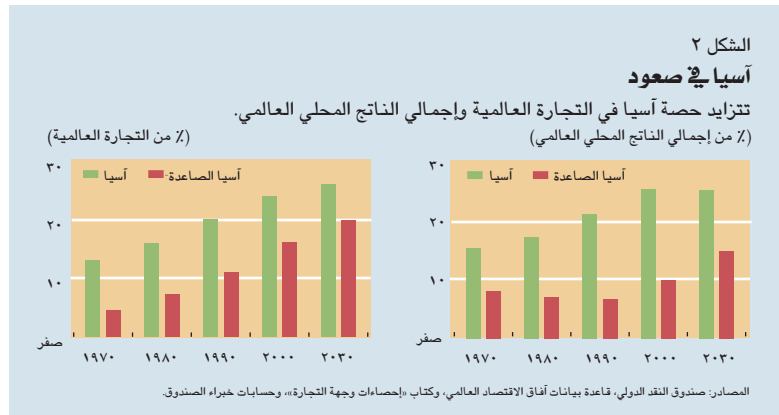
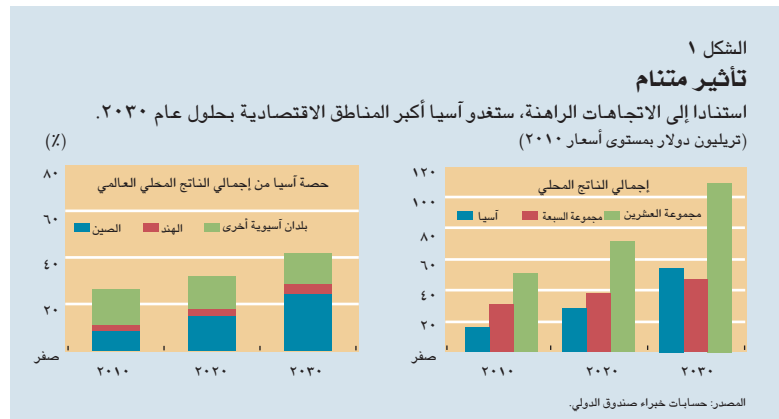
أبرزت الأزمة الأخيرة بزوغ دور آسيا كقاطرة للاقتصاد العالمي؛ فهناك عدة اقتصادات ديناميكية في المنطقة تحقق نتائج في مجال النمو تبدو واضحة على النطاق العالمي وتساعد على انتشار الاقتصاد العالمي من وهدة الركود. وتقود الصين والهند الطريق، بيد أن هذه الظاهرة لا تقتصر بأي حال من الأحوال على هذين البلدين. فأهمية آسيا لا يمكن إنكارها ولا مرأى فيها. واستنادا إلى الاتجاهات المتوقعة، فإن اقتصاد آسيا (بما في ذلك أستراليا ونيوزيلندا) سيزيد خلال خمس سنوات بنحو ٥٠٪ عما هو عليه حاليا (بمقاييس تعادل القوة الشرائية) وسيمثل ما يربو على ثلث الناتج العالمي، وسيصبح مماثلا في الحجم لاقتصادي الولايات المتحدة وأوروبا. وبحلول عام ٢٠٣٠، سيتجاوز إجمالي الناتج المحلي لآسيا ناتج مجموعة الاقتصادات الصناعية السبعة الكبرى (راجع الرسمين البيانيين ١ و٢).



عمليات تعافي الاقتصاد العالمي أقوى مما تقدمه أي منطقة أخرى. وثانيا، إن عملية التعافي في كثير من البلدان الآسيوية، على النقيض أيضا مما حدث في السابق، مدفوعة حاليا بمحركين هما الصادرات والطلب المحلي القوي. ويعكس الطلب المحلي القوي جزئيا التنشيط المقدم من السياسات، لكن الطلب الخاص المرن هو أيضا عامل مهم. ويخلق هذا كله انطبعا بأن آسيا تتغير بطرق أساسية، وأن لهذه التغيرات تداعيات على باقي العالم.

وعلى الرغم من أنه لا تزال هناك بعض المخاطر قريبة الأجل في الأفق، فإن آسيا أخذت بطرق عديدة في النهوض من الركود مع ترسيخ مركزها في العالم. وتتضمن المخاطر تعرض آسيا (ومناطق أخرى) لخدمات سلبية متجددة تنتاب النمو العالمي والأسواق المالية. ومع ذلك، فإن احتمال أن تغدو آسيا أكبر منطقة اقتصادية في العالم بحلول عام ٢٠٣٠ ليس رجما بالغيب. ويبدو هذا الاحتمال جد مقنع، استنادا إلى ما أنجزته آسيا بالفعل في العقود الأخيرة، فقد تضاعفت حصة آسيا الصاعدة في التجارة العالمية وزادت حصتها في إجمالي الناتج المحلي العالمي ثلاثة أضعاف في العقدين المنصرمين فقط. وهذا بالإضافة إلى أن أطر السياسات والمؤسسات المعززة التي طورتها آسيا، خاصة خلال العقد الماضي، ظلت صامدة أثناء فترة الركود وتوفر أساسا قويا للمستقبل. وعلاوة على ذلك، فإن السكان في كثير من بلدان المنطقة من الفئات الشابة نسبيا وسيسهون في تشكيل قوى عمل متنامية.

لكن النمو السريع في المنطقة لن يستمر بصورة تلقائية بأي حال. وسوف يتعين أن تعتمد آسيا على ركيزتها الخاصة من السياسات القوية بإجراء إصلاحات للتصدي للتحديات التي لا تزال تواجه المنطقة في الأجلين القريب والبعيد. ففي أرباع السنة الأخيرة مثلا، اجتذبت آسيا مرة أخرى موجة من تدفقات رأس المال، إذ تجاوب المستثمرون في العالم مع آفاق النمو الأقوى في المنطقة. وسوف يتعين إدارة تلك الموجة من تدفقات رأس المال الوافدة بحرص لتفادي إصابة بعض الاقتصادات بنشاط محموم وتجنب زيادة احتمالات تعرض تلك البلدان لمخاطر دورات الانتماء وأسعار الأصول وتقلبات الاقتصاد الكلي. بيد أن المنطقة قد

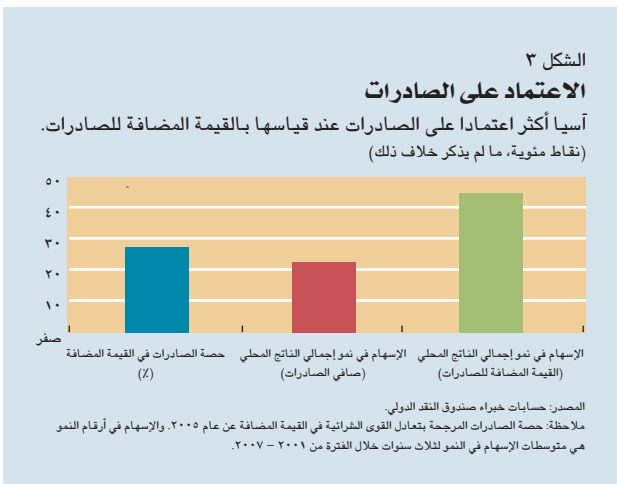


إذن، فمن الطبيعي أن يتزايد تأثير صوت آسيا في الخطاب الاقتصادي والمالي العالمي. وبالفعل، فإن ستة من اقتصادات مجموعة العشرين الكبرى تقع في منطقة آسيا والمحيط الهادئ. وتبلغ حصة آسيا ما يربو على ٢٠٪ من الأسهم المانحة لحقوق التصويت في صندوق النقد الدولي، والمؤكد أن هذا الوزن سيزداد مع انتعاج الصندوق لإصلاحات من شأنها أن تجعل الأسهم المانحة لحقوق التصويت الخاصة بالبلدان متسقة بصورة أوثق مع دورها في الاقتصاد العالمي. وبناتجاه السياسات السليمة، من المرجح أن يستمر هذا النجاح الاقتصادي ويعزز تحسين مستويات معيشة شعوب آسيا، بما يغير أسباب الرزق لنحو نصف سكان العالم.

ولا يزال تعزيز التعافي يمثل التحدي الرئيسي أمام الاقتصاد العالمي. وعلى الرغم من أن آسيا لم تتعرض بشدة لأنواع الأوراق المالية المسمومة التي أثارت مشكلات في أماكن أخرى، تُعد المنطقة مشاركا مهما في التجارة العالمية، لذا فقد تضررت صادراتها من جراء انهيار الطلب من الاقتصادات المتقدمة. وقد خف تأثير الصدمة الخارجية بالنسبة للبلدان التي توجد فيها قواعد كبيرة للطلب المحلي، مثل الصين والهند وإندونيسيا، وبعض البلدان المنتجة للسلع الأولية مثل أستراليا، لكن الاقتصادات الأكثر توجها نحو التصدير عانت هبوطا اقتصاديا حادا جدا. بيد أن الاقتصادات في المنطقة تعافت بقوة، وبحلول نهاية عام ٢٠٠٩ عاد الناتج والصادرات إلى مستوياتها قبل الأزمة في معظم أنحاء آسيا، بما في ذلك الاقتصادات الأشد تضررا.

آفاق جديدة للنمو

هناك سمتان بارزتان على الأقل تميزان تعافي الاقتصاد العالمي من منظور آسيا. فأولا، بخلاف حالات الركود العالمية السابقة، فإن ما تقدمه آسيا من إسهام في



تتعرض أيضا للضرر لو حدثت صدمات في الأسواق المالية العالمية، إذ كانت هذه الصدمات في الماضي تؤثر على الأسواق الصاعدة في كل أرجاء العالم.

وعلى المدى المتوسط، هناك تحدٍ رئيسي يواجهه السياسات في كثير من البلدان في آسيا ألا وهو الاعتماد على الطلب المحلي، وزيادة أهميته كمحرك للنمو، والإقلال من الاعتماد على الصادرات (راجع المقال بعنوان «أسواق أعمق تساوي رأسمال أقل تكلفة» في هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية). وذلك من شأنه أيضا أن يساعد في معالجة الاختلالات العالمية. والأهم من ذلك بالنسبة لبلدان كثيرة، هو أن الركود العالمي ألقى الضوء على عدم إمكانية الاستمرار في ربط النمو بالصادرات بصورة مبالغ فيها، إذ أن هذه الصادرات تمثل في المتوسط ما يربو على ٤٠٪ من النمو في آسيا (راجع الشكل ٣). ومع احتمال تباطؤ الاقتصادات المتقدمة في التعافي بالمعايير التاريخية، واحتمال استمرار الطلب فيها دون مستوياته قبل الأزمة لبعض الوقت، فإن الأمر سيقتضي من آسيا أن تستعاض عن القصور في الطلب الخارجي بمصدر محلٍ ثانٍ للطلب إذا أرادت المحافظة على قوة النمو. وقد أسهم الطلب المحلي الخاص إسهاما جيدا في التعافي الاقتصادي حتى الآن، ولكنه لكي يستمر في ذلك يتعين أن تتعهد السياسات بالرعاية، وستباین تدابير السياسات، فبعض البلدان سوف تضطر إلى زيادة الاستهلاك، وبعضها سوف يضطر إلى مواصلة الاستثمار أو زيادته، خاصة في البنية التحتية: في حين سيتعين على بلدان أخرى أن تعزز الإنتاجية في قطاع الخدمات - وكل ذلك في إطار زيادة الاندماج التجاري في المنطقة (راجع «خدمة النمو» في هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية). وتتخذ بلدان كثيرة بالفعل خطوات لتحسين الخدمات الاجتماعية والتوسع في توفيرها، إضافة إلى تطوير قطاعاتها المالية مما سيساعد على تعزيز الطلب المحلي. وتتوافق زيادة مرونة سعر الصرف مع هذه المجموعة من السياسات إذ أنها تساعد على زيادة الاستهلاك الخاص وإعادة توجيه الاستثمار صوب الإنتاج من أجل خدمة الاقتصاد المحلي.

تدببات السبسات

بصورة أعم، لا يزال أمام العولمة وجدول أعمال الإصلاح شوط طويل لانضمام جميع البلدان والسكان إلى الركب. ولقد حققت آسيا تقدما غير مسبوق في الحد من الفقر خلال العقود الأخيرة، حيث نجحت الصين وحدها في انتشال عدة مئات الملايين من سكانها من ربة الفقر منذ إطلاق إصلاحاتها في عام ١٩٧٨ (راجع «صين أقوى» في هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية). ومع ذلك، لا تزال نسبة

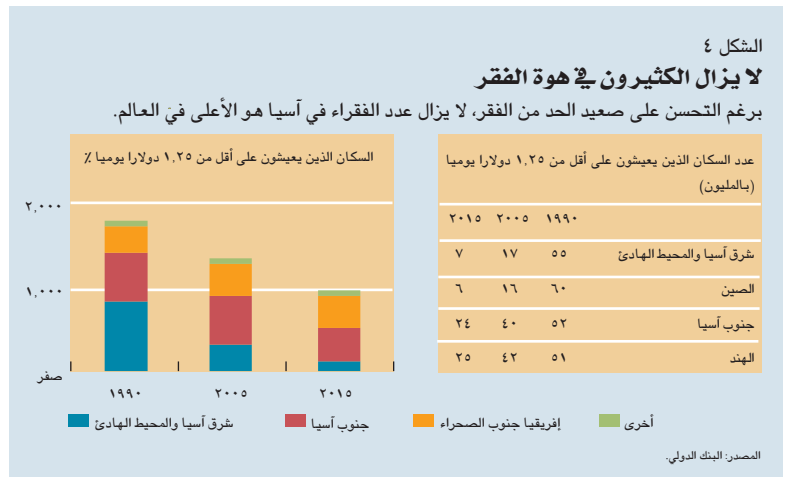
مرتفعة من فقراء العالم تعيش في آسيا، ويعيش ١٧٪ من السكان في بلدان شرق آسيا والمحيط الهادئ - منهم ٤٠٪ في جنوب آسيا - يعيشون على أقل من ١,٢٥ دولارا في اليوم (راجع الشكل ٤). وإضافة لذلك، فإن الأزمة المالية أبطأت عملية الحد من الفقر في المنطقة. وتشير تقديرات البنك الدولي إلى أن عدد من سيعانون من الفقر في آسيا سيزيد بمقدار ١٤ مليون نسمة في عام ٢٠١٠ نتيجة للأزمة. ومن ثم فقد زادت أهمية وضع وتنفيذ إستراتيجيات لتخفيف الفقر المزمن في المنطقة، أكثر من أي وقت مضى، بما في ذلك إجراء إصلاحات لتعزيز النمو وتقوية شبكات الأمان. ويجب أن يشتمل جزء من هذه الاستراتيجيات بالنسبة للبلدان منخفضة الدخل، على طرق للتحويل من الزراعة إلى الصناعة التحويلية كأساس للنمو طويل الأجل. وسيقتضي هذا الأمر تطوير البنية التحتية الوطنية والإقليمية لتقليل تكاليف النقل، وتعزيز اندماج هذه البلدان ضمن سلاسل العرض الإقليمية.

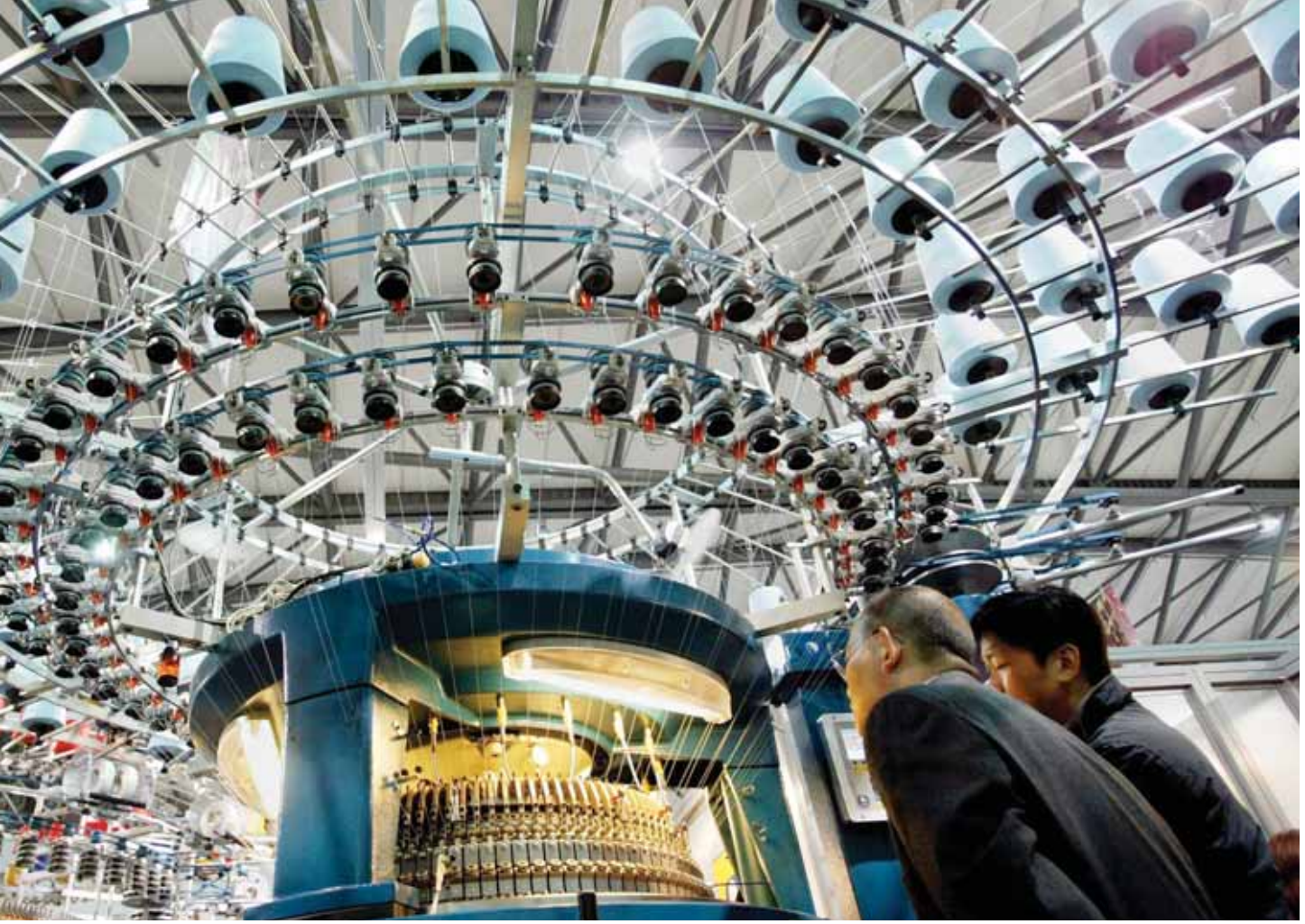
لقد آن أوان آسيا. ودورها في الاقتصاد العالمي أخذ في النمو - في التجارة والتمويل العالميين والحوكمة الاقتصادية... وسيزداد نموا.

وبطبيعة الحال فإن البلدان عبر المنطقة تدرك جيدا التحديات التي تواجهها وتتخذ الإجراءات اللازمة على عدة أصعدة. وكان محور تركيز الإصلاحات هو الأطر المعززة للسياسات النقدية والمالية، والجهود المبذولة لتعزيز الطلب المحلي، وتعميق الروابط التجارية والمالية مع الاقتصادات الأخرى. ويمضي تطوير البنية التحتية لتعزيز إمكانات نمو الاقتصادات في كثير من البلدان بسرعة، بمساعدة آليات مبتكرة مثل الشراكات بين القطاعين العام والخاص. كما تلغى الحواجز التي تعترض التجارة، بما في ذلك الحواجز داخل المنطقة، بطرق تتيح لمزيد من الناس التمتع بالمكاسب المتحققة من التجارة الدولية، بما في ذلك توفير أسواق جديدة وعملاء جدد للمصدرين من بلدان أصغر. وتضمني آسيا قدما بسرعة لتعزيز التكامل الإقليمي على نحو أوسع، بما في ذلك ما يتم من خلال المجموعات داخل المنطقة مثل رابطة أمم جنوب شرق آسيا (الآسيان) والآسيان + ٣ (وتضم الصين واليابان وكوريا) وعبر المناطق، مثلما يجري من خلال مجلس التعاون الاقتصادي لآسيا والمحيط الهادئ، مع التركيز على «التوجه الإقليمي المفتوح».

لقد آن أوان آسيا. ودورها في الاقتصاد العالمي أخذ في النمو - في التجارة والتمويل العالميين والحوكمة الاقتصادية عن طريق مؤسسات مثل صندوق النقد الدولي - وسيزداد نموا. وفي الوقت نفسه، تهتم البلدان في أنحاء العالم كافة بنجاح آسيا في التنمية وإدارة العولمة. وتوفر اقتصادات المنطقة طائفة عريضة من التجارب المستمدة من بلدان تمر بمراحل مختلفة من التنمية وتواجه مجموعات متباينة من التحديات، ويستطيع الاقتصاد العالمي الأوسع أن يستخلص منها مجموعة ثرية من الدروس. ■

أنوب سينغ مدير إدارة آسيا والمحيط الهادئ في صندوق النقد الدولي.





مركز المعارض الدولي الجديد بشنغهاي.

صين أقوى

ليندا يويه
Linda Yueh

**الصين يمكن أن تخرج
من الأزمة أقوى من
ذي قبل إذا قامت
بزيادة الطلب المحلي
وتشجيع الاندماج
العالمي**

تواجه

في الولايات المتحدة في عام ٢٠٠٧. ولكن نظرا لأن القطاع المالي في الصين لم يكن يتعامل في المشتقات بصورة واسعة، فقد نجا من الدمار الذي عانته الولايات المتحدة والاقتصادات المتقدمة في أوروبا. ولم تتعرض الصين لضائقة ائتمانية ولم تضطر إلى التصدي لما يسمى بالأوراق المالية المسمومة التي دمرت الميزانيات العمومية للبنوك في الاقتصادات المتقدمة. وقد كان بعض أكبر بنوك الصين المملوكة للدولة دائما للمؤسسة الاستثمارية ليمان براذرز في وول ستريت، التي سبب انهيارها في سبتمبر ٢٠٠٨ ما يشبه الذعر المالي. وتعرضت هذه البنوك المملوكة للدولة لخسائر قدرت بمليارات الدولارات، لكنها تفادت الخسائر الجارية التي كان من شأنها أن تصيب الميزانيات العمومية، والتي كانت ستصبح أشد ضررا بكثير.

ومع ذلك، فقد تأثرت الصين بالمرحلة الثانية من الأزمة أي الركود العالمي وأول انكماش في التجارة العالمية خلال ٣٠ سنة. وفي أواخر عام ٢٠٠٨ انهارت صادرات الصين -

البلدان في الغرب توابع ركود وأزمة مالية عميقين. والنمو الاقتصادي في أحسن أحواله ضعيف في الاقتصادات المتقدمة التي يعاني معظمها من مستويات كبيرة من الديون الوطنية. ويتعرض اليورو للضغط بينما يمضي النمو في الصين قدما. فهل ما يبدو من صمود الصين في مواجهة الركود أمر حقيقي؟ والصين أحسن حالا من معظم البلدان، فقد تفادت الركود، وأربكت التوقعات بتجاوز معدل النمو المستهدف الذي كان يبلغ ٨٪ في ٢٠٠٩. ولو استطاعت الصين أن تتكيف مع اقتصاد عالمي لا يرجح أن يحركه طلب استهلاكي من الغرب خلال السنوات القليلة القادمة، لتمكنت من الخروج من الأزمة العالمية أقوى من أي وقت مضى.

النجاة من الأزمة

لم يكن أي بلد منيعا على الأزمة المالية العالمية التي بدأت



التي تمثل ما يربو على ٣٠٪ من ناتجها المحلي الإجمالي ونحو ثلث نموها الاقتصادي السنوي. وأدى انهيار التجارة إلى خفض معدل النمو بنحو ٣ نقاط مئوية في عام ٢٠٠٩ ونحو نقطة مئوية واحدة في الربع الأول من هذا العام. وكان لضخ الأموال من الاقتصادات الكبرى أعضاء مجموعة العشرين لدعم تمويل التجارة دور مساعد، لكن لا يزال يتعين أن تستأنف الصادرات دورها كمحرك قوي للنمو.

الاستجابة بإعطاء دفعة تنشيطية

نتيجة للأزمة وما تلاها من هبوط في حجم التجارة، تعيد الصين النظر في أهمية الطلب كمحرك لاقتصادها، بدلا من الاعتماد على الصادرات الأكثر تقلبا. ولذلك تصدت الصين للأزمة في ربيع عام ٢٠٠٩ بمجموعة من التدابير التنشيطية بلغت ٥٨٦ مليار دولار (٤ تريليون يوان). وواصلت الحكومة صرف الدفعة التنشيطية في عام ٢٠١٠ في مواجهة استمرار ضعف الطلب العالمي. وتصرف البنك المركزي في الصين مبكرا، وبدأ في خفض سعر الفائدة الأساسي في أغسطس ٢٠٠٨ عندما كان يبلغ ٧,٤٧٪. ونتيجة لأحدث تخفيض أجراه بلغ السعر ٥,٣١٪ في ديسمبر ٢٠٠٨. إذ استمر على هذا المستوى حتى يونيو ٢٠١٠. وساعدت هذه التوليفة من التدابير التنشيطية وأسعار الفائدة المنخفضة في إطلاق شرارة انتعاش النمو بحلول الربع الثاني من عام ٢٠٠٩. وقد تقلب هذا النمو (بالنسبة للصين) في حدود ٦٪ تقريبا في الأشهر الثلاثة الأخيرة من عام ٢٠٠٨ والأشهر الثلاثة الأولى من عام ٢٠٠٩. وعاد النمو إلى ٨,٧٪ في عام ٢٠٠٩ ككل وسجل في الربع الأخير منها نموا هائلا بلغ ١٠,٧٪ على أساس سنوي مقارن. وخلال الربع الأول من عام ٢٠١٠ حقق معدل النمو طفرة إذ بلغ ١١,٩٪ على أساس سنوي مقارن.

وسيتوقف استمرار النمو في الصين على نجاح التنشيط المالي الضخم، الذي يركز بقدر كبير على البنية التحتية. فالإنفاق على البنية التحتية يركز على مشروع للنقل واسع النطاق في إطار الخطة الخمسية الحادية عشرة التي بدأت في عام ٢٠٠٦. وقد سمحت الخطة الحالية بتنفيذ الإنفاق بسرعة، ووفرت وظائف في مجال الطرق والسكك الحديدية لبعض من ملايين العمال الذين تم تسريحهم من المصانع الموجهة نحو التصدير. والواقع أنه يبدو أن هناك إنشاء للوظائف بالفعل مما يثبت صحة إنفاق الدفعة التنشيطية في الصين (دراسة Orlik and Rozelle, 2009).

لكن الجزء الاجتماعي من الدفعة التنشيطية، الذي يمثل أقل من ٥٪ من التدابير، يعد غير كاف لتحفيز الاستهلاك الخاص، ولم يتصد للمستوى المرتفع من ادخار قطاع الأسر في الصين - وهو أحد الأسباب الرئيسية لانخفاض الطلب المحلي. ولإنشاء السكان عن الادخار الاحترازي، أضافت الصين ١٢٥ مليار دولار للإنفاق على الرعاية الصحية في أواخر عام ٢٠٠٩ - بما يغطي ٢٠٠ مليون مواطن لا يغطيهم التأمين كخطوة صوب تحقيق التغطية الشاملة بحلول عام ٢٠٢٠ - كما أضافت نحو ٤٠٠ مليون دولار إلى المعاشات لصالح العمال الريفيين.

وعلى الرغم من ذلك، ظل الاستهلاك كحصة من إجمالي الناتج المحلي ثابتا في عام ٢٠٠٩. وقد حدثت زيادة قدرها ١٠,٥٪ في الدخل في المناطق الحضرية ساعدت على حفز الإنفاق الاستهلاكي، لكن الزيادة حدثت انطلاقا من أساس منخفض. ولا يمثل الاستهلاك سوى ٣٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في الصين، مقابل ٥٠٪ أو أكثر في معظم اقتصادات السوق. ولا يزال معظم سكان المناطق الريفية فقراء. ونتيجة لذلك، ورغم زيادة مبيعات التجزئة بنسبة ١٦٪، لم يسهم الاستهلاك إلا بنحو ٤ نقاط مئوية من نمو الصين في ٢٠٠٩.

نمو الائتمان

طبقت الصين، شأنها شأن غيرها من الاقتصادات الكبرى، سياسة مالية جريئة وسياسة نقدية تيسيرية لمحاربة الركود. ولكن على خلاف تلك البلدان، فإن الحكومة المركزية لم تمول سوى نحو ربع الدفعة التنشيطية. وتكفلت المصارف المملوكة للدولة بالباقي. ونتيجة لذلك، نما الائتمان سريعا. ففي عام ٢٠٠٩، تم منح قروض بنحو ١,٤٦ تريليون دولار (٩,٩٥ تريليون يوان)، على أن يتم إصدار ١,٠٩ تريليون دولار أخرى (٧,٥ تريليون يوان) كائتمان في عام ٢٠١٠. واستجابة لهذا الأمر، نما عرض النقود بنحو ٣٠٪. ومع ذلك، لم تبدأ أسعار السلع الاستهلاكية في الارتفاع إلا في نهاية عام ٢٠٠٩ - بعد تسعة أشهر من الانكماش - مما يوحي بأن السيولة كانت موجهة نحو الأصول. وهذا النمو الائتماني في اقتصاد يطبق ضوابط على خروج تدفقات رأس المال يعني أن الاستثمار سيكون محليا إلى حد كبير، مما يزيد احتمال حدوث فقاعات في أسعار الأصول في سوق الأوراق المالية والإسكان ويثير المخاوف من حدوث أزمة مصرفية.

وقد اشترى صندوق الثروة السيادية في الصين، وهي مؤسسة الاستثمار الصينية، مؤخرا حصصا في البنوك «الأربعة الكبرى» المملوكة للدولة، بما في ذلك نصف بنك الصين الزراعي. ويمكن اعتبار ذلك محاولة لتحقيق استقرار أسعار الأسهم - في ضوء المخاوف بشأن القروض المتعثرة، وهي ليست بمشكلة جديدة في الجهاز المصرفي الذي تسيطر عليه الدولة في الصين - ولتعزيز نسبة كفاية رأس المال في هذه البنوك. وإضافة إلى ذلك، أصدرت المصارف الأربعة الكبرى استحقاقات إضافية قيمتها ١١ مليار دولار في عام ٢٠١٠ لتعزيز قاعدة رأسمالها.

وهكذا، تباطأت وتيرة إنشاء الائتمان في الربع الأول من عام ٢٠١٠. ورفع البنك المركزي الصيني الاحتياطي الإلزامي للبنوك. ولكن لكي تحقق الصين معدل النمو الذي تستهدفه وهو ٨٪ في وقت لا يرجح أن تعود فيه الصادرات لمستوياتها السابقة، سيتعين عليها أن تواصل الاستعاضة عن التجارة بالاستثمار الحكومي، الأمر الذي سيؤدي إلى الاستمرار في تزويد الاقتصاد بكميات هائلة من السيولة. وسيكون من الصعب تحقق التوليفة المكونة من سياسة المالية العامة التيسيرية والسياسة النقدية الأكثر تشددا على النحو المطلوب للسيطرة على فقاعات أسعار الأصول مع الاستمرار في تنشيط الاقتصاد. وإضافة لذلك، فإن الجهاز المصرفي المحلي ليس هو المصدر الوحيد للنقد.

وتلقت الصين ما يربو على ٢٠٠ مليار دولار من تدفقات رأس المال الوافدة في عام ٢٠٠٩. يُعتقد أن مبلغا جما منها كان من «رؤوس الأموال الجواله»، أو استثمارات لمضاربين. وتتعزز قدرة الصين على جذب المستثمرين بفضل تخفيض قيمة اليوان، الذي تم ربطه بالدولار الأمريكي منذ بداية الأزمة. وقد نمت احتياطات الصين بواقع ٢٣٪ في عام ٢٠٠٩ مسجلة رقما قياسيا بلغ ٢,٤ تريليون دولار، ثلثاها بالدولار الأمريكي.

ومن ثم، فإن قرار الصين الأخير بتحرير حسابها الرأسمالي عن طريق تشجيع تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج يلقي الترحيب. وستكون الإصلاحات

بطيئة وجزئية وتوجه إلى حد كبير نحو دعم سياسة الصين «التحول إلى الخارج» أو «التحول إلى العالم»، بتشجيع الشركات الصينية على الاستثمار الخارجي. ومع ذلك، فإن هذه التدابير لا بد أن تساعد الصين في إعادة توازن اقتصادها والبدء في التصدي للاختلالات الاقتصادية الكلية في العالم.

نظام عالمي جديد

كان تفاقم الاختلالات العالمية في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين بمثابة خلفية للأزمة المالية. وقد أدى بزوغ نجم الاقتصادات الصاعدة الكبرى - الصين والهند وبلدان أوروبا الشرقية - في أوائل العقد الأخير من القرن العشرين واندماجها المتسارع في الاقتصاد العالمي في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، إلى زيادة الاختلالات العالمية، في حين ضاعف القوى العاملة العالمية إلى ٣ مليار نسمة. وعندما انضمت الصين إلى منظمة التجارة العالمية وانضمت بلدان أوروبا الشرقية للاتحاد الأوروبي، أدى انخفاض تكاليف العمالة في تلك البلدان إلى إطلاق عنان النمو لصادراتها وكان له تأثير انكماش على باقي العالم. لكن ذلك أدى أيضا إلى رفع أسعار السلع الأولية - بما في ذلك النفط - مما أدى إلى زيادة الفوائض في الشرق الأوسط أيضا.

وازدادت الحيازات العالمية من الاحتياطيات إلى أربعة أضعاف منذ عام ١٩٩٨، مما أسفر عن زيادة الطلب على الدولار الأمريكي باعتباره عملة الاحتياطي العالمية. وأدى هذا الانتعاش في السيولة في الولايات المتحدة إلى تعزيز استهلاكها. ولم يضع بنك الاحتياطي الفيدرالي حدا لها لأن التضخم كان منخفضا وهو ما يرجع جزئيا إلى نمو القوى العاملة العالمية (دراسة Yueh، قيد الإصدار).

إن هذه التغيرات الهيكلية في الاقتصاد العالمي تعزز ضرورة رصد التحركات العالمية لرؤوس الأموال، وحاجة البنوك المركزية، بما في ذلك بنك الصين المركزي، إلى تحديد أسعار للفائدة تراعي أسعار الأصول - وليس أسعار السلع الاستهلاكية فحسب. ويتعين على الولايات المتحدة بصفة خاصة أن تنظر في تأثير عملة الاحتياطي، فالطلب على الدولار الأمريكي الذي يتعين الاحتفاظ به ضمن احتياطيات البلدان الأخرى سيولد ضغوطا خافضة على منحني عائد سندات الخزنة الأمريكية. ومن ثم، فإن تكلفة الاقتراض لن تتأثر بالأوضاع الاقتصادية المحلية فحسب، بل أيضا بالأوضاع الاقتصادية الدولية. فعلى سبيل المثال، قد لا يكون من السهل إلى هذه الدرجة تشديد السياسة النقدية بينما الطلب المستمر على الأصول المقيمة بالدولار أدى إلى انخفاض العائدات ورفع أسعار السندات، مما يبقى على تدني تكاليف الاقتراض - تماما مثلما أدت السياسة النقدية التيسيرية إلى تكوين فائض في السيولة عندما ساعدت المدخرات العالمية على زيادة الاقتراض الأمريكي قبل الأزمة. وبالنسبة للبلدان التي لديها فائض مثل الصين، فإن آثار سياسة الولايات المتحدة النقدية التيسيرية يمكن أن تنتقل عبر أسعار الصرف الثابتة، مما يسبب تدفق رؤوس الأموال من الاقتصادات التي ينخفض فيها سعر الفائدة إلى البلدان التي يرتفع فيها هذا السعر. وهكذا، ينبغي أن تقوم الصين بإصلاح سعر الصرف تدريجيا لمنع حدوث فقاعات الأصول المحلية نتيجة لتدفقات السيولة الوافدة. وسيكون من الأهمية بمكان زيادة مرونة سعر صرف اليوان قبل تشديد السياسة النقدية ذلك أن زيادة أسعار الفائدة في الصين مع استمرار سعر الفائدة الأساسي في الولايات المتحدة قريبا من الصفر، لن تزيد تدفقات السيولة الوافدة إلا سوءا، مما يقوض تأثير تدابير التشديد. فضلا على ذلك، فإن تنويع حيازات الصين من الاحتياطي وتخفيضها من شأنه أيضا أن يساعد على الحد من الاختلالات العالمية.

وقد خفت حدة الاختلالات العالمية بالفعل إلى حد ما، مع انخفاض عجز الحساب الجاري للولايات المتحدة من ٦٪ إلى نحو ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي

في عام ٢٠٠٩. وارتفعت المدخرات في البلدان التي أصابها الركود. ويتنبأ صندوق النقد الدولي بأن الاقتصاد العالمي، الذي انكمش بمقدار ١,١٪ في عام ٢٠٠٩، سينمو بمقدار ٤,٢٥٪ في عام ٢٠١٠، وبأكثر من ذلك في ٢٠١١. ويزيد هذا عن متوسط معدل النمو العالمي الذي بلغ ٣,٢٪ من ١٩٨٠ إلى ١٩٩٧، عندما شهدت الصين وغيرها من الاقتصادات الصاعدة الكبرى تطورا سريعا. ففي هذه الفترة، نمت الصين بنسبة ٩٪ سنويا وصار حسابها الجاري أكثر توازنا بقدر كبير مما هو عليه حاليا. وعلى نحو مماثل، كان عجز الحساب الجاري في الولايات المتحدة في الفترة نفسها يبلغ نحو ١,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في البلاد، أو أقل من ٠,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي، في حين يبلغ حاليا ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة، أو نحو ٠,٧٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي. ومن المرجح أن تستمر عملية استعادة التوازن العالمي، خاصة مع ضعف الاستهلاك في الولايات المتحدة من جراء خفض التمويل بالديون، مما يعني ضمنا تراجع فوائض البلدان الأخرى.

ويعني انخفاض الاستهلاك في أسواق التصدير الأساسية للصين في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة أن نمو التجارة سيتباطأ في السنوات القليلة القادمة ما لم تظهر أسواق جديدة عالية الدخل للصادرات الصينية - وهو احتمال غير مرجح، خاصة في ضوء المشكلات التي تتعرض لها منطقة اليورو. وينبغي أن يشكل الطلب المحلي نسبة أكبر من إجمالي الناتج المحلي في الصين لكي تستعيد توازن الحساب الجاري إلى حد كبير، الذي توافر لها في العقد الأخير من القرن العشرين، وتحافظ على معدل نموها.

للمساءلة وجهان

لكي يتسنى للصين الوقوف على أسس أكثر رسوخا عند الخروج إلى الاقتصاد العالمي في فترة ما بعد الأزمة، ينبغي أن تضع إصلاحات تعزيز الطلب المحلي وتدعم التكامل العالمي، بما يسمح لمعدل النمو فيها باللاحق بالركب. ونظرا لضعف الاقتصاد العالمي، فإن الإصلاح ينبغي أن يحول الصين إلى اقتصاد كبير مفتوح ويكفل لها الاستقرار خلال مرحلة التحول الاقتصادي عن طريق حمايتها من الصدمات الخارجية مع زيادة اندماجها في الأسواق العالمية.

وينبغي أن يصبح اقتصاد الصين أكثر شبها باقتصاد الولايات المتحدة - ذلك البلد الكبير الذي يعد قطبا كبيرا من أقطاب التجارة العالمية، لكن نموه مدفوع أساسا بالطلب المحلي. ولوقامت الصين بتدعيم الطلب الداخلي والخارجي على حد سواء، سيقال تعرضها للتقلبات في الاقتصاد العالمي؛ ويمكن للطلب المحلي أن يحرك نموها حتى مع توسع تجارتها بالقيمة المضافة. ونظرا لتأثير الصين على معدلات التبادل التجاري العالمية، فإنها تستطيع أن تعيد تشكيل نفسها كإقتصاد كبير مفتوح يسلم بمنافع الاندماج العالمي، في حين يحتفظ بقاعدة قوية من الطلب المحلي للوقاية من أسوأ الصدمات الخارجية.

الاستهلاك والإنفاق الحكومي

كان الاستهلاك يشكل نحو نصف إجمالي الناتج المحلي إلى أن دفعه ارتفاع معدلات ادخار الأسر والشركات للهبوط إلى مستوى منخفض تاريخيا يربو بالكاد على الثلث. ولكن كان بوسع أن يعود إلى مستوى ٥٠٪ الذي بلغه في مطلع التسعينات من القرن الماضي لو تمت معالجة مسألة حوافز الادخار. وبالنسبة للأسر، يمكن تحقيق ذلك عن طريق زيادة مخصصات الضمان الاجتماعي، وبالنسبة للشركات عن طريق تخفيف القيود المفروضة على الائتمان لتحرير الإقراض، وإلغاء الحاجة للاحتفاظ بالإيرادات من أجل تحقيق النمو.

وهناك مجال رحب لزيادة الإنفاق الحكومي على الضمان الاجتماعي الذي بلغ ١٣٪ كحصة من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٨ وشارف على ٢٠٪

في عام ٢٠٠٩، وذلك فقط بسبب المجموعة الهائلة من تدابير التنشيط المالي. ولا تزال هذه النسبة دون المعدل المتوسط السائد قبل الأزمة بالنسبة لبلدان «منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي» وأقل بكثير من المعدل في معظم البلدان النامية الأخرى.

كذلك يتعين على الحكومة أن تعجل بالتوسع الحضري الذي يمكن أن ينهض بنمو قطاع الخدمات، ويزيد من تنمية العنصر غير القابل للتداول في الاقتصاد ويُنشئ وظائف عند الطرفين الأدنى والأعلى من طائفة المهارات. ويتسق هذا الأمر مع الملامح المميزة للقوى العاملة الصينية - الحضرية والمهاجرة. ومن شأن زيادة الدخل الناجمة عن توطين جزء من سكان الريف في الحضر أن يعزز الاستهلاك.

مدخرات الشركات والتحرير المالي

من الضروري إجراء سلسلة من الإصلاحات حتى يتسنى خفض مدخرات الشركات. بل إن مدخرات الشركات - المملوكة للدولة وغيرها - أعلى حتى من مدخرات الأسر. وقد تجلّى ذلك عندما تجاوز فائض الحساب الجاري للصين ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي بعد عام ٢٠٠٤. وحافظ الاستثمار على حصته من إجمالي الناتج المحلي، حتى على الرغم من أن الاستثمار كان يتقلص عادة عندما كانت الفوائض تتراكم بقدر كبير في الحسابات الجارية للبلدان المعنية.

ونتيجة لتشوه النظام المالي في الصين تضطر الشركات الخاصة إلى الادخار - من خلال الأرباح المحتجزة بصفة أساسية - بغية تحقيق النمو لأنها تواجه مصاعب في الحصول على الائتمان. لكن حتى المشروعات المملوكة للدولة، التي تحصل على الائتمان بسهولة، تلجأ للادخار - نظرا لفرض ضرائب بسيطة جدا على أرباحها. وينبغي للمشروعات المملوكة للدولة أن تدفع ضرائب وتوزع أرباحا أعلى.

ومن شأن التحرير الكامل لأسعار الفائدة أن يحسن تخصيص الائتمان للشركات الخاصة ويقلل بدرجة أكبر الحافز على الادخار على حد سواء. وبرغم التحرير الجزئي لأسعار الفائدة في عام ٢٠٠٤، عندما تم إلغاء الحد الأقصى لأسعار الفائدة على الإقراض بين البنوك، لا تزال هناك قيود على الحد الأدنى لهذه الأسعار، وكذلك حد أقصى على أسعار الإيداع، مما يشوه قرارات الاستثمار. ولو تم تحرير أسعار الفائدة، لأدى ذلك إلى خفض تكاليف التمويل بالنسبة للشركات ومن ثم الحاجة للادخار.

ومن شأن التحرير التدريجي لحساب رأس المال، خاصة سياسة «التحول إلى الخارج»، أن يساهم في تقليل المدخرات لو تمكنت الشركات من العمل في أسواق عالمية وسمح لها بالحصول على تمويل من أسواق الائتمان الخارجية الأكثر تطورا. وبعبارة أخرى، تستطيع الشركات أن تجمع الأموال من أسواق المال وألا تعتمد فقط على الجهاز المصرفي الصيني بما يفرضه من ضوابط على الائتمان. ولن يقلل هذا الأمر من تحفيز الشركات على الادخار فحسب بل سيخفض أيضا نسبة فائض الحساب الجاري الذي يأتي تمويله من خلال شراء الأوراق المالية الصادرة عن الخزنة الأمريكية، بالسماح بتدفقات رأس المال للخارج في شكل استثمارات بدلا من تراكمها كاحتياطي بالعملة الأجنبية.

ولا تقف المنافع الخارجية عند هذا الحد، وإنما تحرير الحساب الرأسمالي سيسفر أيضا عن زيادة في مرونة سعر الصرف بسبب زيادة الطلب على الريمينيبي. ومع توافر تدفقات كافية من رأس المال إلى الخارج، ربما خفت الضغوط الرافعة لسعر صرف العملة. ولا بد للتوليفة المكونة من إصلاحات سعر الصرف وسعر الفائدة أن تتمخض عن توازن أفضل بين مركز الصين الداخلي (المدخرات - الاستثمار) ومركزها الخارجي (ميزان المدفوعات). وستكون الحصيلة هي قيام اقتصاد صيني أكثر توازنا يساعد أيضا في تقليل تراكم السيولة الناجم من الاختلالات العالمية، وهو ما يليق باقتصاد مفتوح كبير.

ومن المهم أيضا تحسين الإشراف التنظيمي. وينبغي أن يقترن التحرير بمزيد من الإصلاحات المؤسسية المحلية والدولية لتعميق الأسواق المالية. فعلى سبيل المثال، من شأن المشاركة الفعالة في المؤسسة التنظيمية العالمية، وهي مجلس الاستقرار المالي، أن تزيد الاستقرار لو خضعت أسواق رأس المال على نحو متزايد لقواعد وقوانين تتسم بالشفافية وتحقق مزيدا من اليقين والعمق. وسيكون لهذا الأمر انعكاسات إيجابية على سلوك الأسر والشركات.

نظرا لأن الصين تؤثر على معدلات التبادل التجاري العالمية، يمكنها أن تعيد تشكيل نفسها كالاقتصاد كبير مفتوح يعترف بمنافع الاندماج العالمي في حين يحافظ على أساس قوي للطلب المحلي للوقاية من أسوأ الصدمات الخارجية.

ونظرا لأن الصين من الاقتصادات الكبرى، فمن صالحتها أن تدرك ما لها من تأثير وأن تساعد في تشكيل حوكمة الأسواق العالمية والمتكاملة لأن قراراتها تتأثر بالأوضاع الدولية وستؤثر بدورها على السياق العالمي الأشمل. وتعد الصين، على سبيل المثال، محركا للنمو في آسيا، ولنمو مصدري السلع الأولية في جميع أنحاء العالم، كما يؤثر سعر صرف عملتها على الأسعار العالمية، في حين تتأثر أوضاعها النقدية بالأسواق المالية العالمية.

التحول إلى اقتصاد كبير مفتوح

تمتلك الصين القدرة على التحول إلى اقتصاد كبير مفتوح سريع النمو عن طريق تشجيع الطلب المحلي وتنمية شركات قادرة على المنافسة على النطاق العالمي. ونظرا لمستوى التنمية الذي لا يزال منخفضا في الصين بصفة خاصة، فإن الاندماج في الاقتصاد العالمي سيفيد الصين وباقي العالم على حد سواء. ويمكن أن يتحقق ذلك بتنفيذ إصلاحات اقتصادية كلية تضع الصين في موضع استراتيجي في اقتصاد عالمي متغير يكتنفه الغموض. وبذلك تستطيع الصين أن تخرج من الأزمة المالية العالمية أقوى مما كانت. إنها فرصة جيدة لا ينبغي تفويتها. ■

ليندا يويه مدير مركز نمو الصين وزميلة في الاقتصاد، سانت آدموند هول، جامعة أوكسفورد.

المراجع:

- Bergsten, C. Fred, 2009, "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis," Foreign Affairs (November/December).
- Orlik, Tom, and Scott Rozelle, 2009, "How Many Unemployed Migrant Workers Are There?" Far Eastern Economic Review.
- Victor, David G., and Linda Yueh, 2010, "New Global Energy Order," Foreign Affairs, January/February.
- Yueh, Linda, 2009, The Law and Economics of Globalisation (London: Routledge).
- , forthcoming, "U.S., China and Global Imbalances," China Economic Journal.

مين جويتحدث عن الاقتصاد الآسيوي

مين جو هو المستشار الخاص لمدير عام صندوق النقد الدولي. وقد عمل حتى عهد قريب جدا نائبا لمحافظ بنك الصين المركزي، وقبل ذلك كانت له خبرة لأكثر من عقد في الأعمال المصرفية التجارية كمسؤول تنفيذي أول في بنك الصين. وقد عقد لقاء معه ده-تشه ما، من إدارة العلاقات الخارجية في صندوق النقد الدولي، مباشرة بعد استلامه لمهام عمله في الصندوق، للحديث حول وضع آسيا في النظام العالمي الجديد، وحول قضايا اقتصادية عالمية، وعلاقات صندوق النقد الدولي مع المنطقة التي تحظى بالكفاءة اللازمة لقيادة العالم في الخروج من الأزمة.



وضع آسيا في الاقتصاد العالمي

التمويل والتنمية: كيف ترى مستقبل آسيا في الاقتصاد العالمي؟

جو: من الواضح أن آسيا تزداد أهمية أكثر فأكثر في الاقتصاد العالمي. وفي عام ٢٠٠٩، كان معدل نمو إجمالي الناتج المحلي في الولايات المتحدة -٢,٤٪، وفي أوروبا -٤,٨٪، ولكن النمو كان في الهند ٧,٣٪ وفي الصين ٨,٧٪. ويتحرك مركز النمو من الغرب إلى آسيا، خاصة آسيا الصاعدة. وأظن أن هذا النمط سيستمر على الأقل على مدى السنوات الخمس القادمة، مما سيغير الهيكل الاقتصادي العالمي برمته.

وثمة تغيير مهم آخر بالنسبة لآسيا هو دورها في التجارة العالمية. ولأن الأزمة بدأت في الاقتصادات المتقدمة، فإن تدفقات التجارة من آسيا للاقتصادات المتقدمة انخفضت بشكل حاد. وكرد فعل لذلك، زادت المنطقة من تدعيم تدفقات التجارة البينية. وإذا نظرنا للمستقبل، فإنني أعتقد أننا سنشهد تدفقات التجارة وهي تنمو بشكل حاد بين البلدان النامية والاقتصادات الصاعدة، وستصبح آسيا الصاعدة محورا للنمو تجاري عالمي جديد كامل.

ولأن آسيا الصاعدة تنمو نموا قويا، في حين تشهد الاقتصادات المتقدمة نموا ضعيفا بعض الشيء، فنحن نشهد تعافيا على مستويات متعددة وبسرعات متفاوتة. وعلاوة على ذلك، كانت الأوضاع المالية في آسيا الصاعدة أسلم، بينما تعاني الاقتصادات المتقدمة من صعوبات تتعلق بالمالية العامة. لذلك لنا أن نتوقع انتقال الأصول العالمية، مع استمرار آسيا في اجتذاب مزيد من رؤوس الأموال.

وعندما تجتمع هذه العناصر، سوف يتزايد اقتراب آسيا لتصبح محور الاقتصاد العالمي مستقبلا.

التمويل والتنمية: يبدو هذا تقييما متفائلا من جانبك. هل هناك أي تحديات كبيرة من حيث صنع السياسات الاقتصادية في المنطقة؟

جو: أنا متفائل إزاء مستقبل آسيا وآفاق نموها. ولكن هذا لا يعني أن كل شيء على ما يرام بالنسبة لآسيا. الحقيقة أن آسيا تواجه الكثير من التحديات. فنتبنا الأزمة الأخيرة بأن آسيا ليست معزولة، لكنها في الواقع جزء من الاقتصاد والمال العالميين. أنت ترى كيف انكمشت التجارة في الربع الأول من عام ٢٠٠٩، وكما من رؤوس أموال هربت في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨. وهذا الأمر يبين لآسيا أن أمامها أشياء كثيرة عليها أن تقوم بها.

أولا، تحتاج آسيا إلى إعادة التفكير في نموذج نموها، فهي لا تزال تتبنى نمودجا للنمو يحركه التصدير إلى حد كبير. ولكننا نحتاج إلى التقدم إلى الأمام نحو نموذج يحركه الاستهلاك المحلي مما يجعل النمو أكثر توازنا وقدرة على الاستمرار.

والمسألة الثانية هي إصلاح القطاع المالي. لقد علمتنا الأزمة أن قطاعا ماليا قويا - وهو الأمر الذي لا تزال آسيا تفتقر إليه - يكون له دور بالغ الأهمية في إدارة الاقتصاد الكلي. فعلى سبيل المثال، لا تمتلك آسيا سوق سندات عميقة، وهو أمر مهم قطعاً من أجل التمويل طويل الأجل. وقد ظلت آسيا تعمل من أجل ذلك على مدى سنوات طويلة، ولكن لا يزال أمامها مهام أكثر ينبغي القيام بها.

ثالثا، تحتاج آسيا إلى التعامل مع تدفقات رأس المال العالمية. إذ يمثل فرط اندفاع تدفقات رأس المال نحو آسيا الصاعدة تحديات كبيرة أمام المنطقة، خاصة في عام ٢٠١٠، وعلى مدى السنوات القليلة القادمة. إن الاقتصادات الآسيوية تحتاج للتعامل مع هذه القضية بحرص شديد وأن ترسم سياسات مناسبة للوصول إلى حلول دائمة.

إذن، فمن ناحية أنا متفائل فيما يخص آفاق النمو في آسيا، ولكنني من ناحية أخرى، أرى أن آسيا تواجه العديد من التحديات.

وي وأمور أخرى

وجهات نظر حول الأزمة

التمويل والتنمية: لا بد وأن خبرتك في القطاع الخاص وكذلك كأحد صناع السياسات، قد منحك منظورا متميزا للأزمة المالية العالمية. فما أبرز سماتها من وجهة نظرك؟

جو: من خبرتي في القطاع الخاص أستطيع أن أؤكد لك أن حوكمة الشركات السليمة أمر بالغ الأهمية. فأى شركة، خاصة لو كانت شركة مالية، يجب أن يكون لديها شفافية. ويجب أن تكون لديها أنظمة جيدة لإدارة المخاطر. وبشكل خاص، يجب أن تكون لديها أهداف طويلة الأجل وليست قصيرة الأجل لاغتنام الأرباح. وبصفة خاصة في القطاع المالي، إذا كنت تقدم خدمات مالية، فإنك في الحقيقة تتحمل المسؤولية تجاه المجتمع برمته.

ومن وجهة نظر صانع السياسات، عليك أن تحافظ على التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والقطاع المالي. إن ما شهدناه في نهاية عام ٢٠٠٧، هو أن القطاع المالي كان أكبر مما يجب، وكان يخدم ذاته وليس الاقتصاد الحقيقي، وهو ما كان في الحقيقة السبب في الأزمة المالية.

وإذا نظرنا إلى المستوى الكلي، أقول إن الإدارة التحوطية للاقتصاد الكلي صارت مسألة مهمة لكل الحكومات. ففي كل الأزمات تجد سيولة مفرطة. والدرس الكبير الذي يجب أن نتعلمه هو أنك تحتاج إلى إدارة تحوطية مضادة للاتجاهات الدورية على مستوى الاقتصاد الكلي لانتفاء هذا النوع من الأزمات في المستقبل.

تصحيح الاختلالات

التمويل والتنمية: كيف ينبغي أن تعمل البلدان معا لمعالجة مسألة الاختلالات العالمية؟ جو: هذه قضية محفوفة بالمصاعب. لقد ظلت الاختلالات تقلق الاقتصاد العالمي فترة من الزمن حتى الآن. وهناك أشكال كثيرة من الاختلال: على سبيل المثال هناك اختلال الحساب الجاري بين آسيا الصاعدة والاقتصادات المتقدمة،

وبين البلدان المصدرة للنفط والاقتصادات المتقدمة. وتنشأ المشكلة الحقيقية عندما تصبح هذه الاختلالات كبيرة ومركزة ومستمرة. لقد شاهدنا على مدى السنوات الخمس الماضية بضع بلدان لديها فائض بشكل دائم، وبلدان أخرى لديها عجز بشكل دائم. فمئذ عشرين سنة مضت كانت البلدان الخمسة الكبرى مسؤولة عن ٢٢٪ من العجز في التجارة العالمية. أما اليوم فإن البلدان الخمسة الرئيسية مسؤولة عن ٧٦٪ من العجز الذي أصبح مركزا بصورة بالغة، وهو من بواعث القلق الحقيقية.

المشكلة الحقيقية عندما تصبح الاختلالات كبيرة ومركزة ومستمرة.

ومن الواضح أننا في حاجة إلى تعاون عالمي في هذه القضايا. وهناك عدة أشياء يجب القيام بها. فالبلدان التي لديها عجز تحتاج إلى خفض استهلاكها وزيادة ادخارها حتى تستطيع أن تخفض من استيرادها، كما ينبغي أن تعزز من صادراتها. والبلدان التي لديها فائض يجب أن تزيد من استهلاكها، وتقلل من صادراتها، وتزيد من استيرادها حتى تحقق التوازن.

ولكن إذا نظرت إلى الصورة الشاملة للاختلالات، فإن عليك أن تفكر في قضايا التكامل. إن العالم اليوم ليس متكافئا في التنمية، فكل بلد في مرحلة مختلفة، وله نقاط قوة مختلفة، وعمليات مختلفة، ومراحل مختلفة من الإنتاج. على سبيل المثال، أنت ترى أن معظم الاقتصادات المتقدمة تتجه نحو الخدمات، والاقتصادات الصاعدة تتجه نحو الصناعات التحويلية، مما يعكس جزئيا تقسيم العمل. ونحن نرى ذلك في الاختلال المستمر والمركز الذي يعد قضية الاقتصاد العالمي. وكلا الجانبين، تصحيح الاختلالات والتكامل من شأنهما أن يجعل العالم أكثر إنتاجية وأكثر قدرة على الاستمرار، ويجب أن يقوم صندوق النقد الدولي بدور محوري في هذه العملية. ■

صندوق النقد الدولي في آسيا

التمويل والتنمية: ما هو رأيك في دور صندوق النقد الدولي في آسيا؟ جو: إن لآسيا دورا مهما في صندوق النقد الدولي، كما أن لصندوق النقد الدولي أيضا دورا مهما في آسيا. وأنا أظن أن الجانبين يعملان بشكل وثيق وجيد جدا. لصندوق النقد الدولي دور في آسيا من خلال ثلاث قنوات:

● الرقابة: من خلال مشاورات المادة الرابعة مع البلدان الأعضاء، ومن خلال برنامج تقييم القطاع المالي. فمن خلال الرقابة نحاول تقييم الأوضاع المالية والاقتصادية المحلية، وإسداء المشورة للحكومات المحلية والمساعدة في بناء القدرة على النمو، ونوفر أيضا السيولة لعدد قليل من البلدان بوصفنا الملاذ الأخير للإقراض.

● بناء القدرات: تتسم آسيا بالتنوع، واحتياجات بلدانها مختلفة جدا. ويقدم صندوق النقد الدولي مساعدة فنية - حول الإدارة الاحترازية للاقتصاد الكلي، ونماذج النمو، وهيكلة استعادة التوازن، والسياسة الضريبية، وذلك لمساعدة الحكومات على التعامل مع التحديات الصعبة التي تواجهها.

● التدريب والمعرفة: لدى صندوق النقد الدولي مراكز تدريب في الصين والهند وماليزيا وسنغافورة، وهو يقدم دورات تدريب عديدة لصناع السياسات في المنطقة، لمساعدة البلدان على تعزيز قدراتها.

ويمتلك صندوق النقد الدولي معرفة ثرية بالوضع الاقتصادي والقطاع المالي

على مستوى العالم. كما يصدر تقارير «آفاق الاقتصاد العالمي» و«تقرير الاستقرار المالي العالمي» و«آفاق الاقتصاد الإقليمي: آسيا والمحيط الهادئ» وأبحاثا أخرى كثيرة. وتساعد هذه التقارير الاقتصادية في المنطقة على فهم بقية العالم وعلى أن تصبح جزءا من عملية صنع السياسات. وهناك المزيد مما يمكن لصندوق النقد الدولي أن يقوم به في المنطقة. لذلك فهو في حاجة إلى التوسع في دراسة آسيا بدرجة أكبر لتعزيز علاقاته بالمنطقة.

التمويل والتنمية: كيف ينبغي من وجهة نظرك أن ينعكس الدور الأكبر لآسيا والصين في الاقتصاد العالمي على صندوق النقد الدولي؟ جو: إن الإجابة الأولى لأغلب الناس ستكون هي إصلاح نظام الحصص والتصويت وهو ما يجري حاليا لكي يعكس الدور المتنامي لآسيا والصين. ومن الملائم إعطاء آسيا والصين وزنا أكبر داخل المؤسسة. ولكن الأهم من ذلك هو أن يفهم صندوق النقد الدولي آسيا والصين بشكل أفضل وأن ينقل تجربتهما إلى بقية العالم.

فلماذا حققت آسيا كل هذا النجاح؟ إن لآسيا تجارب وقصصا خاصة بها. وهناك دور يجب أن يضطلع به صندوق النقد الدولي لنقل هذه التجربة إلى اقتصادات صاعدة أخرى، وربما إلى اقتصادات متقدمة أخرى أيضا. كما أنه يستطيع، بل ينبغي أن ينقل آسيا والصين إلى الساحة العالمية وأن يطلب إليهما المشاركة في عملية صنع السياسات العالمية.



Singapore financial district.

أسواق أعمق تساوي رأس مال أقل تكلفة

إصلاحات القطاع المالي يمكن أن تساعد على خفض تكلفة
رأس المال وحفز الاستثمار ودعم إعادة التوازن في آسيا

سانجاي كالرا
Sanjay Kalra

فرصة للتوسع

لا تزال الأنظمة المالية في عدد من الاقتصادات الآسيوية تخضع لهيمنة البنوك، وليس لديها سوى أسواق صغيرة للسندات بالعملة المحلية يقل فيها إصدار سندات الشركات. كما أن رسملة سوق الأوراق المالية متدنية نسبيا في كثير من البلدان مقارنة بالاقتصادات المتقدمة في آسيا وخارجها، فضلا على محدودية المشاركة الأجنبية في أسواق الأسهم والسندات. وبالفعل فإن التحركات الكبيرة في أسعار الأوراق المالية التي تولدها النوبات الدورية لتدفقات رؤوس الأموال الوافدة تشير جزئيا إلى محدودية عمق سوق الأوراق المالية ومدى اتساعها. وإجمالا، فهناك عدد من الأنظمة المالية للبلدان الآسيوية التي تحتاج إلى النمو والتنوع. وتنتقي الشركات الآسيوية من بين خيارات تمويل القروض المتاحة، كما أنها تنشط في البحث عن بدائل للتمويل المصرفي لو كانت أسواق رأس المال أعمق وأكثر سيولة. فعلى سبيل المثال، كان هناك فورة كبيرة مفاجئة - لكنها مؤقتة - في إصدار الأوراق المالية للشركات في أسواق سندات الدين بالعملة المحلية في خضم الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨. وكان يمكن في ذلك الوقت القول بأن احتياجات تلك الشركات إلى التمويل كانت محدودة، وكان إصدار الأوراق المالية للشركات يعكس تحولا من التمويل المصرفي إلى أسواق السندات للاستفادة من انخفاض فروق أسعار الفائدة (دراسة Kalra and Oner, 2010).

تكلفة الأعمال

إن المجال متاح أمام الأنظمة المالية الآسيوية لتخفيض التكلفة وزيادة الكفاءة في تخصيص رؤوس الأموال. إذ يمكن إجراء مزيد من التخفيض في تكلفة رأس المال في بعض الاقتصادات، منها الهند وإندونيسيا وماليزيا وتايلند، لكي تصل إلى مستويات الأجهزة المصرفية الأخرى في المنطقة (في أستراليا وكوريا ونيوزيلندا وسنغافورة). ويمكن تخفيض تكلفة الأعمال المصرفية بإجراء إصلاحات في القطاع المالي لتقوية الميزانيات العمومية في البنوك، وتقليل القروض المتعثرة، وتحسين معلومات الائتمان. وبالإضافة إلى ذلك، ففي بلدان مثل إندونيسيا، قد يساعد الإصلاح الهيكلي الذي يقلل مخاطر الائتمان في تخفيض أسعار الفائدة على القروض - وذلك على سبيل المثال، من خلال إجراءات أوضح بخصوص الضمانات وإجراءات إشهار الإفلاس.

وتنعكس مقاييس التكلفة للأجهزة المصرفية للاقتصادات في التكلفة الكلية لرأس المال التي تتحملها الشركات. والمقاييس البسيطة لتكلفة رأس المال توضح الأمر بإيجاز: ترتفع تكلفة رأس المال بوجه عام في البلدان ذات التكاليف المصرفية الأعلى (راجع الرسم البياني).

أدى

الجدل العالمي الدائر حول الاختلالات إلى وضع مسألة المدخرات «الزائدة» في آسيا قيد الفحص الدولي الدقيق. وعلى الرغم من أن الجدل كان يتركز في أغلبه على دور الصين، فإن التوازنات بين الادخار والاستثمار في بلدان أخرى، خاصة بلدان رابطة أمم جنوب شرق آسيا (آسيان)، بما في ذلك إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند، صارت هي الأخرى تجذب الانتباه.

فهل تدخر آسيا أكثر مما يجب أم تستثمر أقل مما يجب؟ إن الإجابة تختلف بين الاقتصادات، فبعضها يحتاج لتقليل المدخرات، في حين يحتاج البعض الآخر إلى زيادة الاستثمار. ولكن ما يمكن فعله لتصحيح الاختلالات هو أمر مهم لأغلب الاقتصادات. ويوضح البحث الذي أجري أخيرا (دراسة Kalra, 2010; Oura, 2008) أن الاستثمار في بعض الاقتصادات الآسيوية - وبالتحديد، إنفاق الشركات على استثمار رأس المال - سيكون أعلى لو تمكنت إصلاحات القطاع المالي من تقليل تكلفة رأس المال وزيادة الكفاءة في تخصيص رؤوس الأموال. فذلك من شأنه أن يخفف من الاختلالات.

أنظمة أكثر قوة

تجاوزت الاقتصادات الآسيوية حتى الآن هجمة الركود العالمي أخيرا ببسر أكبر مما حدث في الأزمات السابقة. فقد تحسنت موارد الشركات الآسيوية بدرجة ملحوظة منذ أزمة عام ١٩٩٧. وتراجع تمويل الشركات عن طريق الديون وارتفعت الربحية والسيولة. كما تحسنت بشكل كبير مؤشرات التعرض للمخاطر، وانخفضت احتمالات تعثر قطاع الشركات في الوفاء بالتزاماته عما كان منذ عقد مضى. وباختصار، هناك شواهد على أن الممارسات المالية للشركات أكثر سلامة وقوة في عدد من البلدان الآسيوية التي ضربتها الأزمة. كما ازدادت الأنظمة المالية في الإقليم قوة. وعلى وجه الخصوص، تحسنت المؤشرات المالية للأجهزة المصرفية على مدى العقد الماضي. لذلك فإن الاقتصادات الآسيوية تستطيع الآن زيادة الإنفاق على الاستثمار لتلبية الطلب المتزايد في بلدانها عندما تستعيد توازنها بالاتجاه نحو مصادر محلية للنمو وتستفيد بأقصى قدر ممكن من الانتعاش العالمي.

وستتوقف كيفية استفادة البلدان الآسيوية من هذه الفرص، جزئيا، على مدى نجاح أنظمتها المالية في تخصيص الأموال القابلة للاستثمار بين المشروعات الاستثمارية المختلفة، وذلك عن طريق تقليل تكلفة رأس المال وتوجيه الأموال إلى المجالات الأشد احتياجا إليها. وتستطيع إصلاحات القطاع المالي أن تساعد في كلا الأمرين.



خاصة عند مقارنتها بأسواق أكثر تقدماً مثل الولايات المتحدة، حتى أن القيود التي تعوق استعادة التوازن تختلف على الأرجح بين الاقتصادات. كما أن هناك اختلافات بين قطاعات النظام المالي الواحد.

وفيما يتعلق ببعض الاقتصادات، مثل الهند وتايلند، توجد شواهد على وجود عيوب في القطاع المالي ككل، ووجود قيود على تمويل الشركات. أما في بلدان أخرى، فالشواهد أكثر ضعفاً على العيوب المالية. ففي كوريا وماليزيا ومقاطعة تايوان الصينية - التي لديها قطاعات غير مصرفية أعمق - يبدو أن الأنظمة المالية تخصص رؤوس الأموال بكفاءة أكثر. ويبدو أن أسواق الأسهم وسندات القروض بشكل خاص أنجح من الجهاز المصرفي في تخصيص التمويل بين القطاعات والشركات.

ولكن هذا الأمر لا ينطبق إلا على الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية والتي لديها فرصة الحصول على التمويل الخارجي. إلا أن كثيراً من الشركات في بلدان عديدة - وأغلبها مؤسسات صغيرة ومتوسطة الحجم وليست مدرجة في أسواق الأوراق المالية - لا يستطيع الحصول على تمويل خارجي من خلال أسواق مالية منظمة. ولا تزال قيود التمويل شديدة على هذه الشركات، وهي تعتمد بشكل كبير على المصادر الداخلية لتمويل نموها. ويمكن توقع أن تؤدي إصلاحات القطاع المالي إلى تخفيف القيود بالنسبة للشركات غير المدرجة في أسواق الأوراق المالية.

تدابير الإصلاح

هناك بالفعل مبادرات جارية في بلدان آسيوية - على المستويين الوطني والدولي - من أجل توسيع الأنظمة المالية وإصلاحها. فعلى سبيل المثال، قامت تايلند بوضع المخطط الشامل الثاني للقطاع المالي والمخطط الشامل لتطوير أسواق رأس المال. واتخذت ماليزيا مؤخراً تدابير لزيادة تحرير قطاعها المالي وتنمية التمويل الإسلامي في كل من قطاع البنوك وأسواق رأس المال. وعلى المستوى الدولي، هناك مبادرة أسواق السندات الآسيوية وهي مبادرة لرابطة أمم جنوب شرق آسيا والصين واليابان وكوريا (آسيان + 3) والتي بدأت في عام 2003. وتهدف هذه المبادرة إلى تكوين أسواق سندات تتوافر لها السيولة وتتسم بالكفاءة، مما ييسر استخدام المدخرات الآسيوية في الاستثمارات الآسيوية. وقد قطعت هذه المبادرة شوطاً بعيداً في تعزيز أسواق السندات بالعملة المحلية. ويتم الربط بين الأسواق المالية على مستوى آسيا ككل لتحسين تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود في منطقة آسيان.

وستزيد هذه الإصلاحات أسواق آسيا المالية عمقا وكفاءة، الأمر الذي سيساعد بدوره في خفض تكلفة رأس المال ويحفز الاستثمار ويعزز استعادة التوازن في آسيا. ■

سانجاي كالرا نائب رئيس قسم في إدارة آسيا والمحيط الهادئ في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," Asian Economic Journal, Vol. 21, No. 2, pp. 207-38.

Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).

—, and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).

Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" IMF Working Paper 08/79 (Washington: International Monetary Fund).

ونظراً لأن أسواق الأسهم وسندات الشركات صغيرة نسبياً في عدد من البلدان الآسيوية، فإن تكلفة الانتماء من البنوك هي التي تحدد تكلفة رأس المال. ووضعت دراسة Karla 2010، على منوال دراسة Ameer 2007، مقاييس لتكلفة رأس المال تشمل تكلفة الأسهم ورأس المال المقترض، وهي مقاييس شاملة لتكلفة رأس المال التي تشمل نسب الأسعار إلى الأسهم، وآفاق النمو، وسعر الفائدة على القروض وفئات الضرائب على دخل الشركات في البلدان المعنية.

ومن الأرجح أن تؤدي المقاييس التي تقلل تكلفة رأس المال إلى تحفيز الاستثمار. وتشير التحليلات التجريبية للإنفاق الرأسمالي على مستوى الشركات إلى أن تكلفة التمويل تعد عاملاً رئيسياً يحدد الإنفاق الرأسمالي: حيث إن انخفاض تكلفة رأس المال يرتبط بارتفاع الإنفاق الرأسمالي للشركات.

ويصدق ذلك على طائفة من الاقتصادات في آسيا - في الهند وإندونيسيا وكوريا وماليزيا ومقاطعة تايوان الصينية وتايلند - وعلى المصادر البديلة للتمويل الخارجي للإنفاق الرأسمالي: أي القروض والأسهم. كما أن الإنفاق الرأسمالي أكثر حساسية لتكلفة القروض في بعض الاقتصادات (كوريا وماليزيا ومقاطعة تايوان الصينية)، وقد يرجع ذلك إلى ارتفاع مستوى رسملة سوق الأوراق المالية وحجم وأسواق الأسهم الأكبر بكثير مقارنة بإجمالي الناتج المحلي.

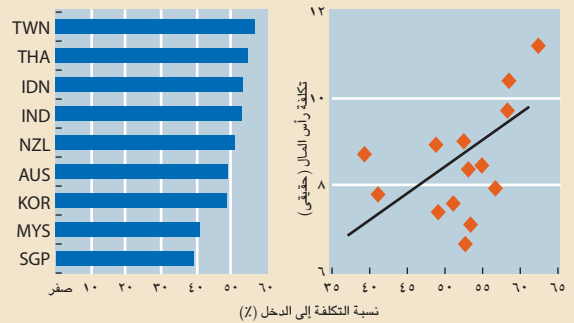
كفاءة التخصيص

هل هناك عيوب في الأسواق المالية الآسيوية يمكن تسويتها عن طريق الإصلاحات - أي أن تكون تكاليف المعاملات مرتفعة أو تجعل من الصعب على الشركات أن تقتصر؟ قد تنشأ العيوب نتيجة لطائفة متنوعة من الأسباب، مثل الهيكل المؤسسي، وحجم السوق المالية، والثغرات في المعلومات. وهناك شواهد على أن مثل هذه العيوب تعوق كفاءة تخصيص رؤوس الأموال بين القطاعات والشركات في آسيا.

ومن الطبيعي أن العيوب وقيود التمويل تتباين فيما بين القطاعات والبلدان

تكاليف البنوك

عمدت بعض البنوك الآسيوية إلى تخفيض تكاليف مزاولتها للأعمال؛ وفي استطاعة هذه البنوك التي تقوم بذلك أن توفر رأس المال بتكلفة أقل.



المصادر: قواعد بيانات Bankscope و Worldscope، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
TWN = مقاطعة تايوان الصينية، THA = تايلند، IND = إندونيسيا، IDN = الهند، NZL = نيوزيلندا، AUS = أستراليا، KOR = كوريا، MYS = ماليزيا، SGP = سنغافورة



خدمة النمو

النهوض بقطاع الخدمات في آسيا هو سبيل آخر لاستعادة التوازن وإعطاء دفعة للنمو

أولاف أونتيروبيردورستر
Olaf Unteroberdoerster

الصناعة في الصين في إجمالي الناتج المحلي التي تبلغ ٥٠٪ تساوي تقريباً ضعف متوسطها في «منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي» وتزيد بأكثر من عشر نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي على المتوسط العالمي للبلدان منخفضة ومتوسطة الدخل. كما أن الاعتماد المفرط على الصناعة يميز أيضاً اقتصادات آسيوية صاعدة أخرى مثل رابطة أمم جنوب شرق آسيا (آسيان) - ٤ وكذلك اقتصادات متقدمة مثل اليابان وكوريا (راجع الشكل ١). وفي كل هذه الحالات، فإن مساهمة الصناعة في إجمالي الناتج المحلي مرتفعة، وتصل في الغالب بين ٥ و ١٠ نقاط مئوية فوق مستوى البلدان المتخذة أساساً للمقارنة. وقد تزايد الاعتماد على القطاع الصناعي على مدار العقد الماضي، وتؤكد دراسات اقتصادية عالمية أن حصة الصناعة في إجمالي الناتج المحلي أعلى من النمط المعتاد، خاصة في الصين واقتصادات آسيان - ٤.

الخدمة تصبحها ابتسامة

نظراً لاعتماد آسيا على التصدير، ليس من المستغرب أن تكون حصة الخدمات في إجمالي الناتج المحلي منخفضة وفقاً للمقاييس الدولية. فعلى سبيل المثال، كانت حصة قطاع الخدمات في إجمالي الناتج المحلي في الصين عام ٢٠٠٨ أقل بما يناهز ١٣ نقطة مئوية من المتوسط في البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل. وينسحب الأمر نفسه حتى على سنغافورة، التي يعتمد اقتصادها على الخدمات نظراً لكونها مركزاً مالياً. وتؤكد أنماط توظيف العمالة - أي توزيع القوى العاملة بين الزراعة والصناعة وقطاع الخدمات - أن الاقتصادات الآسيوية تنقسم بانكشاف مفرط أمام الصناعة وانكشاف متدن أمام الخدمات. وكانت هيمنة الصناعة عاملاً مهماً في قوة أداء النمو في الاقتصادات الآسيوية وفي سرعة ارتفاع مستويات المعيشة لديها. لقد سمحت حركة التصنيع السريعة لمئات الملايين من العمال بالانتقال من الوظائف منخفضة الأجر، خاصة في الزراعة، حيث ظلت مستويات الإنتاج الآسيوية متدنية جداً (راجع الرسم البياني ٢). لكن النمو في المستقبل سيعتمد على قطاع الخدمات. فبينما تنتقل الاقتصادات الآسيوية إلى عالم ما بعد الصناعة، بدءاً باليابان وكوريا، فإن قطاع الخدمات لا بد من أن يُنشئ وظائف وأن يلحق بمستويات الإنتاجية في الاقتصادات المتقدمة. وحتى الآن ظل نمو الإنتاجية في قطاع الخدمات الآسيوي راكداً بالمقارنة بنظيره في الولايات المتحدة في السنوات الأخيرة.

كيف إذن يمكن لقطاع الخدمات مساعدة الاقتصادات الآسيوية على تحقيق نمو أعظم وأكثر توازناً؟

ربما كانت الإجابة لدى الهند. فقد ظل قطاع الخدمات واحداً من أكثر الأجزاء ديناميكية في اقتصادها؛ إذ ظل يقود نمو إجمالي الناتج المحلي على مدى

أرثشانا نانان تشيرلا نجاح الهند الاقتصادي إلى ميل مواطنيها الفطري للعمل الشاق. إذ تصرح قائلة: «إننا نعمل بجد أكثر من غيرنا... إنها شقيقة من شيم الهنود». لكن ربما كانت المسألة هي أن نانان تشيرلا ذاتها وآخرين مثلها - من المتعلمين، والعاملين في قطاع الخدمات، ودخلهم المتاح أخذ في التنامي - هم السر الحقيقي وراء نمو الهند النابع من الداخل. لقد عُينت نانان تشيرلا مباشرة بمجرد تخرجها من الجامعة لدى «خدمات تاتا الاستشارية»، وهي أكبر شركة في الهند لخدمات تعهيد تكنولوجيا المعلومات وأنشطة الأعمال. وهي تشغل الآن وظيفة مديرة مشروع ومسؤولة عما يناهز ١٢٠ موظفاً ويصل راتبها إلى نحو خمسة آلاف دولار في الشهر. ويقدم أسلوب حياة نانان تشيرلا دروساً قيمة للاقتصادات الآسيوية الأخرى التي تحاول الحفاظ على زخم نموها.

الحفاظ على نمو آسيا

تختلف الهند عن كثير من الاقتصادات الآسيوية التي اعتمدت على الصادرات المصنعة لدفع قاطرة نموها. وقد تجلّى ذلك أثناء الركود العالمي في الفترة ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩، عندما أثر انهيار الطلب من جانب الولايات المتحدة وأوروبا على المنطقة بشكل شديد وغير متناسب (راجع المقال بعنوان «آسيا تقود الطريق» في هذا العدد من المجلة). ومن التحديات الرئيسية التي ستواجه آسيا في المدى المتوسط تقليل هذا الاعتماد على الصادرات وتقوية مصادر النمو المحلية - وهو النمط الذي وضعته الهند بالفعل.

ويلقي كثير من المراقبين باللائمة على ضعف الاستهلاك الخاص - الذي غالباً ما يشار إليه بعبارة «تخمة الادخار» الآسيوية - أو الاستثمار باعتباره سبب نمو آسيا غير المتوازن. أما على جانب العرض، فقد تؤدي زيادة الإنتاج بتطوير قطاع الخدمات في آسيا إلى استعادة ذلك التوازن وتعزيز النمو. وقد يكون الاستهلاك أو الاستثمار في بعض الاقتصادات الآسيوية شديد الانخفاض؛ بيد أنه لا يمكن وصفها كلها بالضعيفة. وتباين نسب الاستهلاك والاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي تبايناً واسعاً فيما بين مختلف أرجاء المنطقة. فإذا أخذنا في الحسبان عوامل الاختلاف القطرية والأنماط التاريخية طويلة الأجل فإننا نضيف مستوى آخر من الفوارق الدقيقة. وهناك أدلة تجريبية مختلفة على اختلافات جانب الطلب المحلي.

إلا أنه من السهل إغفال الطرف المقابل على جانب العرض الذي يعتمد بدرجة كبيرة على الصادرات. فقد أدى اعتماد آسيا على الخارج إلى نشأة هيكل إنتاج غير متوازن مع الاعتماد المفرط على السلع القابلة للتداول أو المصنعة التي ترتبط عامة بالقطاع الصناعي (صندوق النقد الدولي، ٢٠١٠). على سبيل المثال، فإن مساهمة

العقدين الماضيين. وعلى خلاف الاقتصادات الآسيوية الأخرى، كان نمو إنتاجية قطاع الخدمات في الهند يميل إلى الزيادة عن نموها في الصناعة، ويرجع الفضل في ذلك إلى:

- التقدم في تكنولوجيا الاتصالات مما أتاح الفرصة أمام عدد وفير من العمالة الهندية المدربة والمتحدثة بالإنجليزية للدخول في الأسواق المحلية والعالمية المتنامية؛
- النجاح في تحرير قطاع الخدمات؛
- الخصخصة؛
- الاستثمار الأجنبي المباشر؛
- إصلاحات القطاع المالي.

إطلاق إمكانات النمو

تشير الدراسات التجريبية الموسعة إلى أن التحرر من القيود والتعرض للمنافسة الأجنبية يمكن أن يطلق إمكانات نمو قطاع الخدمات؛ إذ أن تحسين فرص الحصول على الخدمات المالية - خاصة بالنسبة للشركات الأصغر حجماً التي تسيطر في كثير من الأحيان على مجالات رئيسية في قطاع الخدمات مثل تجارة التجزئة من شأنه أن يساعد على تخفيف قيود الموارد على النمو. ففي كوريا، على سبيل المثال، تبلغ حصة المشروعات صغيرة ومتوسطة الحجم ٨٠٪ من ناتج قطاع الخدمات.

وفي بعض الحالات، يمكن أن يساعد رفع سعر الصرف على نقل الموارد إلى قطاع السلع غير القابلة للتداول بالسماح بارتفاع سعرها النسبي. وقد يؤدي ذلك بدوره إلى تخفيض هوامش الربح في قطاع السلع القابلة للتداول، ويزيد من هوامش الربح في قطاع السلع غير القابلة للتداول. وبالمثل، فإن إصلاحات سوق العمل الهادفة إلى تيسير تعيين العمال وفصلهم، وكذلك حوافز إعادة التدريب

من شأنها أن تساعد على تيسير عملية إعادة تخصيص الموارد. وفي كثير من الاقتصادات الآسيوية، صارت السياسات تهدف بالفعل إلى زيادة المنافسة في الخدمات المتعلقة بالبنية التحتية، مما يفتح قطاعات التجزئة والقطاعات المالية ويرفع القيود عن دخول مقدمي الخدمات الأجانب في قطاع الخدمات الاجتماعية، مثل الصحة والتعليم.

وهذه الإصلاحات من شأنها أن تفيد قطاع الخدمات، ولكنها ستقوي أيضاً الطلب المحلي. ومنذ الأزمة الآسيوية، أصبح الاستثمار على مستوى الشركات في اقتصادات أمة الآسيان أكثر حساسية لتوافر التمويل الداخلي. وتجد الشركات صعوبة في الحصول على قروض مصرفية وأموال خارجية أخرى لتمويل الاستثمار. وتتسم هذه المشكلة بأنها حادة بشكل خاص بالنسبة للشركات الصغيرة ذات التوجه المحلي والتي تعمل في قطاع الخدمات.

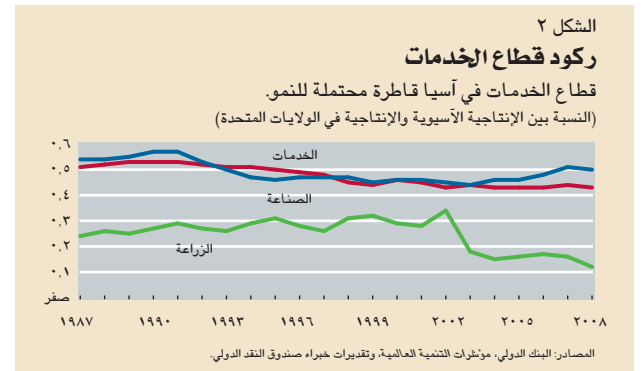
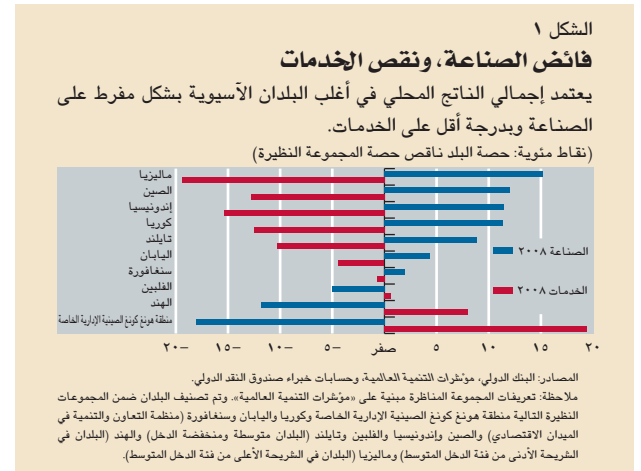
تهيئة مناخ موات للاستثمار

يمكن تعزيز فرص الشركات الأصغر والأكثر توجهاً نحو الخدمات في الحصول على التمويل؛ وذلك بالانتقال نحو زيادة الإقراض على أساس شروط المخاطرة، وإصلاح قوانين الضمانات للسماح للشركات بضمان القروض بطائفة من الأصول أوسع من العقارات والأصول الثابتة المماثلة، وتوسيع مجمع تمويل رأس المال المخاطر من خلال تخفيف الضرائب الموجه بدقة، كما فعلت ماليزيا. وقد ساعد تعميق معلومات الائتمان وتوسيع نطاق تغطية سجلات الائتمان (مثلما استحدثته الفلبين) من خلال إنشاء شركة معلومات الائتمان في ٢٠٠٨ في تحسين قدرة البنوك على تقييم مخاطر الائتمان. كما أن تقليل مخاطر الائتمان من خلال إطار مؤسسي حديث لإعادة الهيكلة للمشروعات الصغيرة ومتوسطة الحجم من شأنه أيضاً أن يعزز فرص الحصول على التمويل.

ونجحت شركة إدارة الأصول الكورية، على سبيل المثال، في إنشاء سوق لسندات ديون الشركات الكورية المعسرة بشراء الديون المتعثرة من البنوك وإعادة تغليفها وبيعها لمستثمرين. وتستطيع شركات مماثلة أن تتخصص في إعادة هيكلة ديون الشركات الصغيرة المتعثرة.

وستؤدي التحسينات في المناخ العام للاستثمار أو أنشطة الأعمال إلى تمهيد الطريق صوب مزيد من النمو المبني على قطاع الخدمات في آسيا. إلا أنه حتى لو كانت الإصلاحات الهيكلية التي تم تنفيذها منذ الأزمة الآسيوية قد أحدثت تغييراً جوهرياً، فإن التصورات لم تواكب الواقع الجديد بعد. فعلى سبيل المثال، لا تزال المؤشرات المبنية على تصورات المستثمر مثل الحوكمة - التي ساءت أثناء الأزمة المالية الآسيوية - تميل إلى التخلف عن ركب المؤشرات في الاقتصادات المتقدمة، وتشكل عائقاً أمام نشاط الاستثمار. وتحتاج الاقتصادات الآسيوية إلى الاستمرار في زيادة القدرة التنافسية لمنتجاتها وأسواق عملها، كما فعلت منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة باعتماد قانون للمنافسة، وتحقيق تكافؤ الفرص أمام المستثمرين الأجانب كما فعلت ماليزيا أخيراً عندما قللت من القيود على الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات، وضمان إنفاذ العقود وتقليل الاختناقات الإدارية - وهي خطوة اتخذتها إندونيسيا وماليزيا باتباع نظام نافذة الخدمات الموحدة للمستثمرين الأجانب. ولن تستطيع آسيا أن تطلق العنان لإمكانية نموها بالكامل إلا باتخاذ مثل هذه التدابير - وعندئذ سيستطيع الآسيويون أمثال نانان تشيرلا أن يضعوا ثقتهم فيما هو أكثر من قدرة شعبهم على العمل الشاق. ■

أولاف أونتيرويردورستر اقتصادي أول في إدارة آسيا والمحيط الهادئ في صندوق النقد الدولي. وهذا المقال مبني على دراسة أجراها المؤلف في ٢٠١٠ بالاشتراك مع عادل محمد ويابا نداي: "Does Asia Need Rebalancing?" «هل تحتاج آسيا لإعادة التوازن» الفصل الثالث، آفاق الاقتصاد الإقليمي: آسيا والمحيط الهادئ (أبريل).



الثوري غير المتوقع

كادت حملة جانغ هاسونغ ضد الممارسات المحاسبية المبهمة في شركات الأعمال الكورية الكبرى تخرج عن المسار المحدد لها في مهدها بسبب محام شاب خائر العزم. وفي عام ١٩٩٨ أقام جانغ ومؤيدوه دعوى قضائية جماعية ضد شركة سامسونغ للإلكترونيات وهي قاطرة الصناعة الكورية- متهمين إياها بتقديم تبرعات سياسية غير قانونية وإعانات غير مشروعة لشركة فاشلة تابعة لها. وقد اضطر جانغ، نظرا لمحدودية موارده، إلى الاستعانة بخدمات زميل ناشط- هو محام شاب حديث التخرج- للدفاع عن قضيته. وقامت سامسونغ من جانبها بتكليف أفضل محام- كان يطلق عليه في الدوائر القانونية المحلية لقب «ملك التقاضي». وفي ظل ثقافة كونفوشية قوية حيث يضفي كبر السن تلقائيا على صاحبه مزيدا من القوة، واجه المحامي الشاب للمدعي عائقين هما صغر السن وانعدام الخبرة.

هيون-سونغ كانغ
Hyun-Sung Khang
يلقي الضوء على حياة الناشط
القيادي الكوري
جانغ هاسونغ
Jang Hasung

وبعد أول جلسة، أقبل المحامي الشاب على جانغ في يأس قائلا: «هذه مباراة مستحيلة. إن القضاة والمحامين الآخرين يعاملونني كأنني طفل». ضحك جانغ، الذي أصبح الآن عميد كلية إدارة الأعمال في واحدة من أكثر المؤسسات التعليمية المرموقة في البلاد وهي جامعة كوريا، وهو يتذكر الواقعة قائلا: «يا له من اختلال هائل!»، ثم فجأة عادت إليه حديثه. وفي مواجهة الانهزامية حتى قبل أن يبدأ سماع القضية قال للمحامي الشاب «انظر! أنت تفعل ذلك من أجل قضية تؤمن بها - قضية العدالة. أما هو فيفعل ذلك من أجل المال. وشتان الفارق الهائل بينهما. أنت لديك التزام أخلاقي. أما هو فله مجرد حافز. لذلك لا تقلق.»

وواصل جانغ ومحاميه مساعيها حتى كسب القضية، وكانت واحدة من أولى القضايا على الإطلاق التي تُرفع نيابة عن أقلية من المساهمين ضد أعضاء مجلس إدارة الشركة الصناعية العملاقة الكورية. وكان الحكم بمثابة علامة فارقة في التاريخ القانوني للشركات الكورية. فماذا حدث للمحامي الشاب؟ «لقد صار علما في كتب القانون الآن»، كما يقول جانغ.

إن روح الإيمان الراسخ والتفاؤل التي أداها جانغ في عام ١٩٩٨ ظلت تسنده وتوازره على مدى أكثر من عقد قضاه في تنظيم الحملات من أجل حقوق المساهمين ومن أجل حوكمة أفضل في الشركات وواجه تهديدات لأمنه الشخصي وفقدان أصدقائه الذين نأوا عنه بسبب دوره كناشط قيادي وواجه اتهامات بالخيانة لصالح الأجانب.

الطريق إلى العمل كناشط قيادي

لم يكن يُتوقع أن يغدو جانغ، البالغ من العمر ٥٦ عاما، ناشطا ثوريا، وكان يمكن أن تتخذ حياته مسارا مختلفا تماما. فبعد حصوله على درجة الدكتوراه في المالية العامة من كلية وارتون لإدارة الأعمال بجامعة بنسلفانيا، كان من الممكن أن يختفي في غياهب العمل الأكاديمي أو يحصل على وظيفة مضمونة مدى الحياة في واحدة من المجموعات الصناعية الكبرى في كوريا - والتي صارت هدفا لعمله كناشط فيما بعد. ولكن عند عودته من الولايات المتحدة اكتشف درسا كبيرا كان قد تعلمه من خلال دراساته - وهو أن الهدف الأساسي للشركات هو زيادة قيمة الاستثمارات لصالح مساهميها - لم يكن من وجهة نظره، يصق في حالة الشركات الصناعية العملاقة التي تسيطر على اقتصاد كوريا. وبدلا من ذلك، كانت هذه «الشركات العملاقة» (chaebol) (راجع الإطار) تدار كإقطاعيات خاصة بواسطة مؤسسي الشركة، دون شفافية أو مساءلة.

ويقول جانغ: «كل شيء كان يدور في فلك شخص حاكم بأمره، كانوا يدعونه رئيس مجلس الإدارة؛ وأحيانا أخرى يسمونه «المالك». لكن لو نظرنا إلى هيكل الملكية لوجدنا أنه ليس المالك. إنه مجرد مساهم صغير من الأقلية الصغيرة للمساهمين، وهذا ينطبق على أغلب الشركات العملاقة التشايبول. ثم يتذكر قائلا «من أين إذن تأتي هذه السلطة التي لا ينازع فيها أحد؟ ولماذا كان يسيء استخدام هذه الصلاحيات المسيطرة من أجل منفعة الخاصة؟ ثم يتذكر قائلا [حينذاك] لم يكن هناك من يثير المسألة.»

وهكذا شن جانغ حملة للمطالبة بمزيد من المساءلة والشفافية في هذه الشركات العملاقة التي تديرها أسر، والتي لا تزال تسيطر على جانب كبير من اقتصاد كوريا. ثم أقام هذه الدعوى القضائية تحت رعاية مجموعة مدنية شعبية عامة ساعد جانغ على تأسيسها - وهي جماعة «تضامن الشعب من أجل ديمقراطية المشاركة» (PSPD) - وهي الآن إحدى المنظمات غير الحكومية القيادية في المجتمع. وكان سلاحها المختار هو رفع دعوى قضائية جماعية نيابة عن أقلية من المساهمين. وقامت هذه المجموعة بالضغط من أجل تعيين أعضاء مجلس إدارة من الخارج، وسلطت الضوء على الممارسات المحاسبية المبهمة، وطالبت بالنظر في مصالح المساهمين.

وفي بداية عمله كناشط قيادي، يصف جانغ نفسه كذباية الماشية التي تقف على جسد الشركات العملاقة التشايبول الذي يشبه جسد الفيل. حينذاك، لم يكن لفكرة حقوق المساهمين وجود يذكر في كوريا، كما لم تكن هناك ترجمة مناسبة لمصطلح «حوكمة الشركات». وكان القانون - الذي كان يشترط حينئذ أن يمتلك المساهمون ٥٪ من أسهم الشركة قبل أن يتقدموا باقتراح في اجتماع المساهمين - يشكل عقبة ضخمة أمام تحدى سطوة الشركات العملاقة التشايبول. وقد رفضت الشركات محاولاته الأولى لمساءلتها. وتجمدت معركته مع كوريا فرست بنك (بنك كوريا الأول) عندما رفض البنك إطلاعه على محاضر اجتماعات مجلس الإدارة ووثائق الشركة وسجلات المساهمين. وعندما لم يتمكن جانغ ومؤيدوه من التعرف على صفار المساهمين خرجوا إلى الشارع، وشكلوا مسيرات أمام مكاتب السمسة مسلحين بلافتات تدعو المساهمين للاتصال بهم.

وقد أربكت حملة جانغ كثيرا من أصدقائه وأقاربه وأقرانه. ففي مجتمع كوريا التماسك، كان كثير من هؤلاء يعملون في الشركات ذاتها التي كان يتحداها وكانوا يضغطون عليه للتوقف عن تحريض الدهماء - ووصفوه بالعداء لقطاع الأعمال، والعداء لكوريا بل حتى بالشيعية - وهو اتهام كان حريا بأن يجعله موضع شك وازدراء.

مؤمن باقتصاد السوق

يؤمن جانغ، البعيد كل البعد عن الشيوعية، إيمانا مطلقا باقتصاد السوق، ويقرنه برغبته في تعزيز الصالح العام. ويقول في هذا الصدد: «أنا أحب جني المال». «ليس هناك عيب في جني المال في ظل نظام السوق. ولو اشترك الجميع في جني المال - المساهمون والموظفون والمجتمع - وجعلنا الشركة أفضل والمجتمع أفضل، لحققت هذه المباراة الكسب لجميع الأطراف.»

وربما كان تعزيز الصالح العام دافعا أساسيا لدى جانغ، لكنه كان مجردا من أية لغة أخلاقية أو معنوية. بل إن سخطه كان يرجع إلى اعتقاده بأن الفساد في الشركات الكورية يمنع قوي السوق من العمل بشكل سليم. ويصف جون لي، زميل جانغ، هذا الناشط القيادي بأنه «رأسمالي على النمط الغربي». ويقول «لي» عن صديقه: «وجهة نظره هي أن المال قوة دافعة للتغيير. والقضية ليست قضية عدالة. إنها اعتقاد بأن الشركات ينبغي أن تكسب وأن رئيس مجلس الإدارة ينبغي أن يكسب أموالا لصالح الشركة.»

وقد استفاد جانغ أيضا من كونه الشخص المناسب في المكان المناسب في الوقت المناسب. ومن المؤكد أن الأزمة المالية الآسيوية خلال ١٩٩٧ - ١٩٩٨ جاءت في الوقت المناسب لحملة جانغ. فبينما كان جانغ يستهل نشاطه الحقوقي، ألقت الأزمة ضوءا غير مسبوق على الممارسات المحاسبية والإدارية للشركات العملاقة التشايبول في البلاد ودورها في التعجيل بوقوع أسوأ هبوط اقتصادي في تاريخ كوريا الحديث. وركزت الانتباه على الشبكة العنكبوتية المعقدة من الحيازات المتداخلة بين الشركات العملاقة التشايبول الأم والشركات التابعة لها والمستخدمه لإخفاء عدم إمكانية استمرار الشركات التابعة وحمايتها من الاستحواذ عليها من أطراف معادية. وتسببت هذه الإعانات المالية والحيازات المتداخلة غير الواضحة أيضا في ديون لا يمكن الاستمرار في تحملها وأفضت إلى تضارب في المصالح.

وفي خضم أوضاع الركود الآسيوي، استهدف جانغ خطة لشركة سامسونغ للإلكترونيات ترمي إلى تقديم ضمانات لديون شركة صناعة السيارات التابعة لها والمتعثرة. وكان ذلك أحد الموضوعات الكثيرة التي أراد هو وأتباعه إثارتها في الاجتماع السنوي للشركة في ١٩٩٨ - وهي حادثة اكتسبت وضعاً شبه رمزي بين النشطاء المدنيين الكوريين المهتمين بحوكمة الشركات. في ذلك اليوم، استمر

تاريخ من الكفاح

نظرا لخلفية جانغ، ربما لم يكن مستغربا أن يمتلك في داخله شعلة متقدة من الحماس. فترجع أصول عائلته إلى مدينة كوانجو الجنوبية التي تشتهر في كوريا بتاريخها في الاحتجاج. وتوفي أحد أفراد أسرته الأقربين في مظاهرات شعبية نظمت في بلدته الأصلية ضد الدكتاتورية العسكرية آنذاك، وكانت هذه حادثة فارقة حينذاك في عام ١٩٨٠. ويفخر هذا الأستاذ الأكاديمي بأصوله العريقة. فأتثناء الاستعمار الياباني حارب جده من أجل استقلال كوريا، بينما شارك شقيق جده في الحملة العسكرية ضد الحكم الياباني. وإلى جانب كونه سليل أسرة ثرية متعلمة تعليما جيدا- فيقول أحد الأصدقاء مازحا إن «كل أفراد أسرته حاصلين على درجة الدكتوراه»- كما أن الخدمة العامة تجري في دماء الأسرة أيضا. وكان أحد أعمامه وشقيقته يشغلان وظائف حكومية رفيعة المستوى، وهو يضطلع بالمسؤولية التي تمنحها الثقافة الكونفوشية للابن الأكبر.

وبإعلان جانغ عن معركته الخاصة من أجل الصالح العام تحول من محتج على الهامش إلى شخصية عامة تحظى بالاحترام. ولكن هذا الاحترام المتنامي تلقى ضربة موجعة من جديد عندما سحب مدافعه بعيدا عن التشايبول وجهها نحو الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم. ويرجع جانغ الفضل في تحول محور اهتمامه إلى حديث دار بينه وبين أحد خبراء المال الأوروبيين تحدث معه بلغة يفهمها كلاهما - وهي لغة السوق. وقال الخبير المالي الذي لا يريد جانغ ذكر اسمه لصديقه الكوري: «يبدو أن لديك استراتيجية للاستفادة من الأصول المقدرة بأقل من قيمتها. من الواضح أنه توجد أصول [في كوريا] أسىء تسعيرها وقدرت

جانغ ومناصروه على مدى أكثر من ١٣ ساعة في استجواب وتضييق الخناق على أعضاء مجلس إدارة الشركة الذين كانوا أكثر اعتيادا على اجتماعات المساهمين التي كانت بمثابة منبر للتصديق الروتيني على ما يقررونه. لم يتمكن النشطاء من حل مشكلة شركة سيارات سامسونغ في هذا الاجتماع، ولكن إجراءات جانغ الأوسع وكذلك أعمال منظمة «تضامن الشعب من أجل ديمقراطية المشاركة» كان إيذانا ببدء التحرك من جانب بعض الشركات الكورية العملاقة التشايبول التي تديرها الأسر مثل مجموعة «إس كيه» و «إل جي» لتبدأ فصل شركاتها القابضة عن وحداتها العاملة.

وكان لا بد من مواجهة نكسات كهزيمة في المحاكم، وعدم فهم من الجمهور، واتهامات بأن النشطاء يقوضون الثقة في الاقتصاد الكوري. ولكن مكاسب جانغ ومناصريه كانت تُقاس بتغيير قواعد الشركات وتثقيف الجمهور بقدر ما كانت انتصارات وهزائم قانونية. وقد أسهمت الأزمة الآسيوية أيضا في تعجيل التغيير في الرأي العام - فكثير ممن كانوا ينظرون إلى جانغ بارتياح أدركوا ببطء أن نظام التشايبول يجب أن يتغير أو يُجبر على التغيير. وقد تبنت إدارة كيم داي-جونغ الليبرالية التي انتخبت في أوائل أيام الأزمة، مجموعة من إصلاحات الشركات التي استمرت في ظل إدارة ثانية من يسار الوسط. وقد شملت تلك الإصلاحات تخفيض الحد المطلوب لتقديم اقتراح من جانب المساهمين إلى ١٪ من المساهمين ثم إلى ٠.١٪، كما أقرت شرطا بتعيين ربع أعضاء مجلس الإدارة من خارج الشركة، ووضعت قانونا جديدا للأوراق المالية لصالح أقلية المساهمين، وقواعد أكثر إحكاما للإفصاح والمساءلة واختيار أعضاء مجلس الإدارة.

جمهورية الشركات العملاقة «التشايبول» (Chaebol)

يستطيع أي كوري أن يقضي يوما بأكمله وهو يعيش في عالم سامسونغ. ففي الصباح قد يترك شقته التي بنتها شركة سامسونغ، ويذهب إلى مكتبه في سيارته الرينو التي صنعتها سامسونغ، بينما يتحدث في هاتفه الخليوي من نوع سامسونغ. ويستطيع أن يشتري غداء من متجر متعدد الأقسام تملكه سامسونغ، ويأكل طعاما أنتجته ووزعته سامسونغ (تشيل جيدانغ)، ويسخنه في ميكروويف من إنتاج سامسونغ، بينما يشاهد تلفزيونا من نوع سامسونغ.

إلى هذه الدرجة بلغ تغلغل التشايبول في كوريا حتى أن قليلا من جوانب الحياة في هذا البلد الواقع في شمال شرق آسيا هي التي لم يمسسها النفوذ الممتد لشركات كوريا العملاقة التي أسستها عائلات. ومجموعة سامسونغ هي بالضبط أكبرها وأكثرها قوة، وتبلغ حصتها نحو ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي لكوريا، مما يكسبها لقب «جمهورية سامسونغ».

والشركات العملاقة التشايبول هي قناة كوريا للتنمية الاقتصادية السريعة. ففي ظل حكم بارك تشونغ - هي العسكري الدكتاتوري في السبعينات والثمانينات، قدمت الحكومة مخطط التوسع الصناعي ونفذته الشركات العملاقة التشايبول. وفي ظل هذا النظام الرأسمالي الموجه، اختارت الحكومة شركات لتقوم بالمشروعات الصناعية، تحفزها القروض منخفضة الفائدة من البنوك التي تسيطر عليها الدولة. وقد امتد نطاق التشايبول ليشمل طائفة واسعة من الشركات الصناعية والخدمية المحمية من المنافسة الأجنبية وكانت تتمتع بضمانات ومشاركة ضمنية في المخاطر من جانب الحكومة. وانتهى الأمر بالأنشطة المربحة اقتصاديا إلى الوقوع في أيدي عدد محدود من الشركات العملاقة.

وكانت نظم الإدارة الاستبدادية شديدة المركزية تقوم على رؤساء مجالس إدارة مؤسسين أقوياء وأفراد عائلاتهم الأقربين. وكان مصير أسر التشايبول هذه- وهي أقرب ما يكون في كوريا للأسر الملكية- مصدر افتتان لا نهائي للجمهور.

ويجري الآن في حالات كثيرة توريث منصب رئيس مجلس الإدارة للجيل الثالث. وتحفظ عائلة الرئيس المؤسس في العادة بالسيطرة على المؤسسة من خلال الملكية المتبادلة للأسهم حتى لو كانت حصتها الاقتصادية في شركات المجموعة الكبرى قد تضاعفت مع الزمن إلى أقل من ١٠٪ في حالات كثيرة.

وبحلول أواخر الثمانينات من القرن الماضي، كانت التشايبول تسيطر على القطاع الصناعي في كوريا، وكانت تهيم بشكل خاص على الصناعات التحويلية والتجارة والصناعة الثقيلة. وكانت قد بدأت في اتخاذ خطوات للدخول إلى الأسواق العالمية، بتمويل من الائتمان الحكومي الميسر واعتمادا على الرفع المالي المفرط. وفي عام ١٩٩٧، عشية الأزمة المالية الآسيوية، كانت نسبة الدين إلى الأسهم في الشركات العملاقة التشايبول الثلاثين الكبرى تزيد على ٥٣٠٪، وكانت في الأغلب ديون قصيرة الأجل.

ولكن تبين أن مستوى الدين كان أكثر مما يستطيع تحمله الكثير منهم. وكانت الأزمة نذيرا بتوقف نشاط نحو نصف الشركات العملاقة الثلاثين الكبرى. وقام من نجا منها بتخفيض تمويل ديونها قصيرة الأجل وطويلة الأجل كثيرا، ولم يعد يُسمح بتقديم ضمانات جديدة فيما بين الشركات العملاقة الثلاثين الكبرى. كما تم إلغاء الضمانات التي كانت موجودة من قبل.

والكوريون لديهم شعور عميق يجمع بين النقيضين، فيما يتعلق بقاطرات النمو محلية الصنع. ففطرة المساواة بين البشر لدى الكوريين تعني أن لديهم شكا عميقا حول تراكم الثروة لدى الأسر المهيمنة، ولكنهم أيضا يفخرون بنجاح الشركات العملاقة التشايبول على المستوى العالمي، ويدركون أن مصير اقتصاد البلاد القائم على التصدير يتوقف على مصير الشركات الاقتصادية العملاقة - لدرجة أن التهديدات بكبح نفوذها وسلطتها تُقابل بشكل منظم بتحذيرات من العواقب الوخيمة على الاقتصاد.

بأقل من قيمتها ولم ترسمل أبداً. وأحد هذه الأصول التي قدّرت بأقل من قيمتها هي أنت». وتحدى الخبير المالي جانغ بأن يفعل ما يقول وأن يدخل في القطاع الخاص. وقال لجانغ الأكاديمي: «في هذه السوق الرأسمالية، ما لم تكسب المال وتثبت نتائج، فلن تكون قادراً على الإقناع».

لقد زُرعت البذرة، ولكن جانغ استفاد مرة أخرى من المصادفة السعيدة لمقابلة الرجل المناسب في الزمان والمكان المناسبين. فبينما كان جانغ يقوم بمسيرات خارج مكاتب السمسرة ويناشد صغار المساهمين بالانضمام إليه، لفت انتباه «لي»، الذي كان في ذلك الوقت يعمل مدير أصول في الولايات المتحدة. وقد أثار جانغ فضول «لي» فأتصل به، ومن ثم نشأت الصداقة بينهما. وقد دعم «لي» حملة جانغ بتفويضه حقوقه في التصويت في سامسونغ لإعطاء صاحب الحملة صوتاً في اجتماعات المساهمين.

تعويض الخصم

بعد مضي عقد أو ما نحوه ساعد «لي»، الذي كان حينذاك يعمل مع «شركة لازارد لإدارة الأصول»، في إطلاق صندوق الشركة وهو «الصندوق الكوري لحوكمة الشركات» (KCGF) برأسمال مبدئي يناهز ٣٥ مليون دولار، حسب قول جانغ الذي عين مستشاراً خاصاً للصندوق. ويقول إن رأسماله قد ارتفع الآن إلى ٢٥٠ مليون دولار. وقد تعاطف الاعتراف بطابعه المميز لدرجة أن الصندوق يعرف محلياً بصندوق جانغ هاسونغ. ويتمثل التفويض الممنوح لهذا الصندوق في تحرير قيمة الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم بتحسين نوعية حوكمتها وعكس المسار التقليدي لتقييم الأوراق المالية الكورية بأقل من قيمتها والذي يوصف عادة بعبارة «الخصم الكوري».

وهناك اعتقاد واسع النطاق بأن الأوراق المالية الكورية متداولة بأقل من قيمتها الحقيقية بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في الدخول إلى سوق الأوراق المالية للبلاد. وكثيراً ما يدلّ على ذلك بتدني النسبة بين أسعار الأوراق المالية الكورية وأرباحها بالمقارنة بالنسبة الموجودة في أسواق أخرى. ويُعزى هذا الخصم إلى عوامل تتراوح بين المخاطر التي تمثلها جارتها النووية كوريا الشمالية، واعتماد الشركات المفرط على التمويل بالديون، وانعدام الكفاءة في السوق. ويرى جانغ أن ضعف حوكمة الشركات مسؤول بدرجة كبيرة عن ذلك. فيسترسل قائلاً «حسن حوكمة الشركة، واستغن عن الخصم، ستجني منافع من زيادة قيمة الشركة».

كان أول استثمارات الصندوق الكوري لحوكمة الشركات هو شراء حصة مقدارها ٥,١٪ في شركة صغيرة للنسيج هي دايهان سنثتيك فايبير. وسرعان ما جاءت المطالبة بأن تقوم الشركة بتعيين أعضاء مجلس إدارة من الخارج، وأن تبيع الأصول المعطلة وأن تفصح عن المعاملات مع المؤسسات المنتسبة. وطلب الصندوق ست مرات إطلاعه على سجل المساهمين ورفض طلبه في المرات الست وأخيراً أذعنت الشركة بأمر من المحكمة.

ومما يدعو إلى السخرية أن جانغ، الذي وسم في وقت ما بأنه معاد لأنشطة الأعمال، اضطر بسبب مشاركته في الصندوق الكوري لحوكمة الشركات إلى إنكار الاتهام الموجه له بالتربح. ويحتج جانغ على ذلك قائلاً إنه ملتزم بزيادة قيمة الشركات على المدى الطويل، حتى رغم أن سعر أسهم أية شركة قد يتصاعد بسبب مجرد إعلان بسيط بأن الصندوق الكوري لحوكمة الشركات قد اشترى حصة فيها. وبعد دقائق من إذاعة أخبار شراء حصص ملكية في شركة دايهان، وصلت أسعار أسهم شركتها الأم، وهي تاكوانغ الصناعية، إلى السقف المسموح لها به يومياً، بينما تضاعفت أسعار أسهم دايهان في ظرف خمسة أيام. ويعزي جانغ هذا الارتفاع إلى سلوك القطيع. «ما التغيرات التي تظن أننا نستطيع إجراؤها في

غضون دقائق معدودة؟ لم يتغير شيء من جانب الشركة. وكل ما قلناه هو «حسناً سنعمل مع الشركة». إنها الشركة نفسها – بالأمس واليوم – قد يستغرق الأمر أياماً أو شهوراً أو حتى أعواماً حتى يمكن إجراء تغيير ولو طفيف.

وفي التاريخ القصير للصندوق الكوري لحوكمة الشركات، تضمن التغيير بالفعل قدراً كبيراً من التقاضي وكذا اتهامات بالتورط العدائي والعدواني في عمليات الشركات التي يشتري الصندوق أسهماً فيها. وعلى الرغم من ذلك التورط، فليس هناك ضمان للنجاح. فبعد شراء أسهم في شركة محلية لمواد البناء هي بيوكسان، خسر الصندوق الكوري لحوكمة الشركات صوتاً مساهماً، وعلى عكس ما كان يأمل، شهد إعادة تعيين الرئيس ومدقق الحسابات. وقد باع الصندوق فيما بعد حيازاته من الشركة، فيقول جانغ «لقد استسلمنا». «هناك شركات نرغب في إجراء تغييرات فيها ونستخدم كل الأدوات المتاحة، بما في ذلك الدعاوى الجنائية أو المدنية أو أي طريقة في وسعنا ويسمح لنا بها القانون. ولكن ذلك من شأنه أحياناً أن يدمر قيمتها».

جانغ ملتزم بزيادة قيمة الشركات على المدى الطويل.

وكثيراً ما اتهمت الشركات العملاقة التشايبول ومؤسسة الأعمال الكورية جانغ بأنه وسيط للناهبين الأجانب من منتهزي الفرص الذين لا يهمهم سوى تحقيق الربح السريع أكثر من اهتمامهم بإصلاح الشركات. فنسبة ٩٥٪ من المستثمرين في الصندوق الكوري لحوكمة الشركات وافدون من وراء البحار، ولكن جانغ يقول إنه يتجنب عن عمد تسويق الصندوق لمؤسسات محلية: لأن أفق استثمارهم من القصر بحيث لا يسمح له بتحقيق أهداف الصندوق. وفي حين أن المستثمرين في الغرب غالباً ما يسعون إلى اكتساب القيمة على مدى السنين، فإن متوسط زمن الحيازة بالنسبة لمؤسسة استثمارية في كوريا هو أشهر معدودات. ويقول في هذا الصدد: «إنهم يتصلون بي كل أسبوع وكل شهر ليسألوا عن الأرباح». ورسالة جانغ للمستثمرين المحليين هي: «إذا لم تكن صبوراً بما يكفي فلا تتبعني؛ لأن لا شيء سيتغير على المدى القصير. فالأمر سيستغرق أياماً أو شهوراً أو ربما أعواماً».

والصبر صفة اضطر جانغ لاكتسابها طوال حياته كناشط قيادي. فالدعاوى القضائية التي أقامها جانغ ومؤيدوه ظلت تتداول في المحاكم من خلال عمليات الاستئناف والطعون المضادة لسنوات طويلة ممتدة. ولم يتم البت في الدعوى الجماعية الأصلية التي أقامها جانغ ومحاميه الشاب منظمة «تضامن الشعب من أجل ديمقراطية المشاركة» عام ١٩٩٨ نيابة عن أقلية من المساهمين ضد شركة سامسونغ للإلكترونيات سوى في عام ٢٠٠١ بواسطة محكمة محلية قضت بتعويضهم عن الأضرار بأكثر من ٧٢ مليون دولار. وبعد مرور عامين، صادقت محكمة الاستئناف على رأي المحكمة الأدنى درجة، ولكنها خفضت التعويض إلى ١٦ مليون دولار. وقد استأنف الحكم كل من منظمة «تضامن الشعب من أجل ديمقراطية المشاركة» وشركة سامسونغ وأحيلت الدعوى إلى المحكمة العليا. وقد أيدت أعلى محكمة في البلاد الحكم الأصلي وحكمت لصالح جانغ وحلفائه. وقد صدر حكم المحكمة العليا في عام ٢٠٠٥ أي بعد سبع سنوات من رفع الدعوى الأصلية. وفي هذه الحالة على الأقل، آتت روح إيمان جانغ وتفاؤله ثمارها. ■

هيون- سونغ كانغ محرر أول في مجلة «التمويل والتنمية»



بعد السقوط

مع احتدام النقاش حول أفضل السبل
لإدارة السياسة النقدية، تزداد
ضبابية الفرق بين الاقتصادات
المتقدمة والصاعدة بعد أن كان هذا
الفرق صارخا في يوم ما



إسوار براساد
Eswar Prasad

بينما

الاقتصاد العالمي يتأمل الدروس المستفادة من الأزمة العالمية الآخذة في الانحسار، احتدم الجدال حول مفاهيم عمليات البنوك المركزية التي كان يعتقد أنها ظلت راسخة منذ مدة طويلة، (دراسة 2007 Goodfriend)، وأصبح دور البنوك المركزية وصلاحياتها الملائمة موضع تمحيص في أنحاء العالم. وصارت الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة على السواء أكثر عرضة للصدمات الخارجية نتيجة للعولمة، إذ أوجد تزايد انفتاحها أمام التدفقات التجارية والمالية قنوات أوسع لانتقال تداعيات الصدمات عبر البلدان. وقد ألفت تلك القوى أيضا عبئا أكبر على السياسة النقدية، وصار من الأصعب على البنك المركزي الآن استخدام أدوات مثل تغيير سعر الفائدة لتحقيق أهداف محلية؛ فحركة رأس المال حول العالم يمكن أن تُنشئ صعوبات في إدارة السياسة النقدية خاصة في الاقتصادات ذات الأنظمة المالية الضحلة. ومع ذلك، تكتسب السياسات النقدية أهمية متزايدة بصفتها خط الدفاع الأول ضد الصدمات الخارجية وانهيار النظام

المالي لأنها يمكن أن تكون أكثر نشاطا بكثير من الأدوات الأخرى لسياسات الاقتصاد الكلي. وقد أثار هذا الأمر جدلا ثريا حول الإطار السليم للسياسة النقدية، وحول نطاق أهداف البنك المركزي والدرجة المثلى لاستقلاليتها. وحتى مع تناقص الوضوح بشأن الأطر النقدية المثلى، كان من النتائج الملموسة للأزمة المالية تقارب طبيعة الجدال الدائر حول عمليات البنك المركزي في اقتصادات تمر بمراحل تطور اقتصادي ومؤسسي مختلفة. وكانت البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة تعتبر متأخرة عن نظيراتها في الاقتصادات المتقدمة من حيث دقة أطرها التشغيلية ومدى تطورها وشفافيتها. لكن البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة خرجت من الأزمة المالية في وضع أفضل بكثير من نظيراتها في الاقتصادات المتقدمة، فقد ثبتت ميزة انخفاض درجة تطور الأسواق المالية وتزايد مستوى الحيلة والحد التنظيميين. ونتيجة لذلك، اتخذ الجدال الدائر حول السياسات النقدية والتنظيمية المناسبة للأسواق الصاعدة بعض المنعطقات المثيرة للاهتمام (دراسة Gill،

البنك
المركزي

(kanbur, and Prasad, 2009). وبداية يجدر بنا أن نستعرض بعض المبادئ العامة المتعلقة بكل أنواع الاقتصاد.

استهداف التضخم موضع انتقاد

أصبح استهداف التضخم -سواء بصورة صريحة أو ضمنية- هو إطار السياسات النقدية المفضل لدى أكثر الدول تقدماً على مدى العقدين الماضيين. فقد تبني عدد من البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة أيضاً أطراً تعطي الأولوية للحفاظ على مستوى مستهدف من التضخم أو في إطار نطاق محدد، بينما كانت هناك بنوك أخرى كثيرة تتحول إلى هذا النظام. ولاستهداف التضخم سجل أداء جيد في تحقيق استقرار الأسعار وتثبيت توقعات التضخم، الأمر الذي ثبتت قيمته في الأسواق الصاعدة، حيث يتسبب ارتفاع التضخم في وقوع ضرر بصفة خاصة لأنه يصيب الفقراء بأضرار بالغة غير متناسبة.

لكن استهداف التضخم تعرض لهجوم شديد عقب الأزمة المالية العالمية، وأصبح مسؤولو البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة الآن موضع سخرية لتركيزهم أكثر مما ينبغي على استقرار الأسعار وإغفالهم فقاعات أسواق الأصول وعدم تمكنهم من منع وقوع أسوأ أزمة يشهدها هذا الجيل.

وفي نفس الوقت، برغم اجتياز كثير من الأسواق الصاعدة للأزمة بصورة جيدة نسبياً، إلا أن البنوك المركزية ضمن هذه المجموعة التي تستهدف التضخم تواجه أيضاً ضغطاً للتخلي عن هذا الإطار. ويذهب منتقدو هذا الإطار إلى أن استهداف التضخم قد يصيب هذه الاقتصادات بالضرر لو كان هذا الاستهداف يعني إغفال التقلبات الحادة في سعر الصرف ودورات الرواج والكساد في أسواق الأوراق المالية والعقارات السكنية.

وبالفعل، فالحجة الكاسحة التي يسوقها مسؤولو البنوك المركزية في بعض الأسواق الصاعدة مفادها أن انخفاض التضخم ليس ضرورياً ولا كافياً لتحقيق الاستقرار المالي. والأمر الذي يحدونا إلى أخذ وجهة النظر المطروحة مأخذ الجد هو تراكم الضغوط الهائلة في الأسواق المالية في كثير من الاقتصادات المتقدمة إبان انخفاض معدلات التضخم واستقرار النمو.

فقاعات سوق الأصول

قد يكون لفقاعات الأسعار في سوق العقارات السكنية والأسهم آثار مدمرة على الأسواق المالية والاقتصاد عند انفجارها في نهاية المطاف. ويبدو أن هذه الحقيقة تضيف شرعية على الحجة القائلة بأن البنوك المركزية لا يمكنها تجاهل فقاعات أسعار الأصول وأن أي إطار ضيق يضع قيوداً على البنوك المركزية في اتخاذ إجراءات وقائية ضد الفقاعات مآله إلى الفشل. لكن هناك مشكلة كبرى - فمن الصعب اكتشاف هذه الفقاعات في الوقت الحقيقي، كما أنه من غير الواضح ما إذا كانت السياسة النقدية هي الوسيلة السليمة لوخز هذه الفقاعات قبل تفاقمها.

وفقاً للنظرة الصافية تجاه السياسة النقدية، ينبغي دمج فقاعات الأصول ضمن إطار استهداف التضخم ما دام قد توافر لدى مسؤولو البنوك المركزية النموذج الاقتصادي الكلي الصحيح للتضخم. ويؤدي رواج الأصول إلى زيادة الثروات المالية للأسر المعيشية والشركات، مما يجعلها تشعر بأنها صارت أغنى وبالتالي تنفق أكثر. ويترجم هذا الأمر إلى ارتفاع الطلب الكلي الذي يؤدي إلى ارتفاع التضخم الذي يستحث بدوره التحرك على مستوى السياسات. وبعبارة أخرى، ستسعى البنوك المركزية تلقائياً إلى منع فقاعات الأصول من خلال اتخاذ إجراءات على صعيد السياسة النقدية لمواجهة تأثيرها التضخمي. ومع ذلك، حتى

وإن كانت البنوك المركزية لديها النموذج الصحيح، فقد تنتعش أسعار الأصول بسرعة مما يؤدي إلى حالات كساد مدمرة قبل أن تظهر انعكاساتها على الطلب الكلي.

والحل الوسط هو أن الفقاعات التي تغذيها السياسة النقدية التيسيرية - التي ربما كانت على سبيل المثال انتعاش سوق الإسكان في الولايات المتحدة - ينبغي معالجتها من خلال السياسة النقدية، في حين أن فقاعات أخرى - مثل انتعاش أسعار أسهم القطاع التكنولوجي في بداية الألفينات - ينبغي التعامل معها باستخدام سياسات تنظيمية أو تركها لتأخذ مسارها الطبيعي. ويواجه هذا المنهج مجموعة خاصة من المشكلات نظراً لصعوبة اكتشاف الفقاعات ومنع وقوعها، ناهيك عن التكهن بأسبابها. لكن تظل حتى الآن هناك مسألة موضع جدل وهي ما إذا كان السبب المباشر لرواج سوق الإسكان وما تلاه من كساد في الولايات المتحدة هو تراخي السياسة النقدية أو ضعف التنظيم.

وأياً كانت النتيجة التي توصل إليها هذا الجدل، ففي أعقاب الأزمة سيكون من الصعب على البنوك المركزية تجاهل أسعار الأصول حتى وإن لم تستهدفها بأية طريقة رسمية. وبالفعل، فإن أي تفويض صريح بتحقيق الاستقرار المالي سوف يقتضي إدارة البنوك المركزية لأسعار الأصول. وعلى أي حال، فإن انخفاض أسعار العقارات السكنية في الولايات المتحدة خلال الأزمة الأخيرة أدى في النهاية إلى استسلام النظام المالي برمته. ويزعم بعض مسؤولي البنوك المركزية أن الحفاظ على الاستقرار المالي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالأهداف المعيارية للسياسة النقدية إلى درجة يتعذر معها الفصل بين الوظيفتين (دراسة Blinder, 2010).

وقد يؤدي هذا الجانب من «تجاوز نطاق الاختصاص» الممنوح للبنوك المركزية إلى مزيد من التعقيدات. ولنتأمل فكرة استخدام الأدوات التنظيمية في التعامل مع فقاعات الأصول وضمان الاستقرار المالي، وفي نفس الوقت استخدام سياسة سعر الفائدة في التعامل مع التضخم، فقد يخلق ذلك توتراً عندما يتأثر الوضع المالي الجيد للمؤسسات المالية الواقعة تحت مسؤولية البنك المركزي بسياسة سعر الفائدة. على سبيل المثال، فتدني أسعار الفائدة الأساسية من الأمور المواتية لأرباح البنوك لأنه يتيح لها الحصول على أموال بأسعار فائدة منخفضة، بينما قد تؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى ارتفاع التوقعات التضخمية وتغذية فقاعات أسعار الأصول.

وينطوي هذا الجانب الخاص بتجاوز نطاق الاختصاص على مخاطر أكبر. فبرغم أن إدراج وضع أسعار الأصول ضمن إطار السياسة النقدية أمر مغري، فمن الخطر أن يُطلب إلى البنوك المركزية إدارة نتائج أسعار الأصول دون معايير واضحة، ودون معرفة طبيعة تأثير إجراءات السياسة النقدية على أسعار الأصول. وتلك مجالات مجهولة، لكن من الواضح أنه لا يمكن إيقاف ممارسة البنوك المركزية لأعمالها ريثما يتم التوصل إلى حلول نظرية لهذه القضايا.

الأهداف والأدوات

يتعين في خضم الأزمة انتهاج سياسة نقدية عملية، والاستفادة من كل الوسائل المتاحة. وبالفعل، فما قامت به البنوك المركزية حول العالم من تدخلات حاسمة وضخمة بضخ السيولة كان له دور مهم في حماية النظم المالية من الانهيار الداخلي أثناء الأزمة الأخيرة. ولذلك لا يزال هناك سؤال مطروح حول طبيعة إطار السياسة النقدية الصحيح في الأوقات العادية، وما هو الإطار الذي سيسهم في

هل الاستقلالية مهمة؟

تتعرض استقلالية البنك المركزي لهجوم في شتى أنحاء العالم. ففي الولايات المتحدة، يهدد الكونغرس بوضع مجلس الاحتياطي الفيدرالي تحت رقابة أشد إحصاءاً حتى مع منحه تفويضاً أوسع في إدارة المؤسسات المالية الكبيرة والمؤثرة في النظام. وفي بلدان أخرى، استُخدمت الأزمة المالية كستار لمحاولة السياسيين كبح البنوك المركزية، وأقدم رئيس الأرجنتين على فصل رئيس البنك المركزي لعدم موافقته على استخدام احتياطي النقد الأجنبي في سداد جزء من التزامات ديون البلاد.

وتحدث هذه التطورات رغم الفكرة السائدة بأن استقلالية البنوك المركزية هي فضيلة خالصة لا تشوبها شائبة؛ لأنها تسمح بالتركيز على ما يجيد البنك فعله دون النظر إلى أي قيود سياسية أو غيرها ويساعد على بناء مصداقية البنك المركزي في السيطرة على التوقعات التضخمية. وتتوافر هذه المصداقية في الأوقات الصعبة فتفسح للبنك المركزي مجالا لاتخاذ تدابير استثنائية دون أن تخرج توقعات التضخم عن السيطرة. وأحد الأمثلة على ذلك هي توقعات حدوث تضخم متواضع نسبياً في الولايات المتحدة، رغم ضخامة حجم السيولة التي ضخها بنك الاحتياطي الفيدرالي خلال عامي ٢٠٠٨-٢٠٠٩ والزيادة السريعة في الدين العام. وتبدو الأسواق - على الأقل حتى الآن - مقتنعة بقدرة الاحتياطي الفيدرالي على السيطرة على التضخم.

بيد أن مفهوم استقلالية البنك المركزي يتسم بالتعقيد، فالفكرة التقليدية هي أن البنك المركزي المستقل، إذ كان له هدف محدد لكنه واضح المعالم مثل الحفاظ على معدل التضخم عند مستوى منخفض ومستقر، لتوافرت لديه أفضل فرصة للعمل بفعالية وشفافية، مما يجعله أقل عرضة للتدخل السياسي. وحتى البنوك المركزية التي تضع أمامها هدفاً واحداً واضحاً وهو استهداف التضخم، فإنها تتمتع فقط باستقلال تشغيلي لتحقيق ذلك الهدف. والحكومة ذاتها هي التي تحدد الهدف، وعواقب عدم تحقيقه. وبالفعل، لو لم تتدخل الحكومة في وضع الهدف لافتقد شرعيته الأوسع أمام الجمهور.

وقد يصعب تحقيق هدف ضيق لو اتبعت الحكومة سياسة مالية مسرفة تؤدي إلى تراكم عجوزات ضخمة في الموازنة. بالإضافة إلى ذلك، إذا أوكلت للبنوك المركزية مسؤولية تحقيق استقرار الأسواق المالية وتفاذي فقايعات أسعار الأصول، يجب تزويدها بوسائل أخرى إضافة إلى سعر الفائدة الأساسي (أو الاحتياطي الإلزامي في بعض الحالات). إلا أن هناك تعارضاً كبيراً بين اضطلاع البنوك المركزية بأهداف متعددة - حتى وإن توافر لها عدد مقابل من الأدوات - والاستقلال التشغيلي اللازم لتحقيق هدف التضخم. وفي كل الأحوال، فإن تحديد عدد أكبر من الأهداف يعني زيادة التدخل السياسي وتراجع المصداقية في الحفاظ على معدل تضخم منخفض.

وتتزايد هذه التعقيدات حدة في الأسواق الصاعدة حيث تكون البنوك المركزية في كثير منها من المؤسسات العامة الموثوق فيها والتي تتمتع بإدارة جيدة، مما يغري بتحميلها مزيداً من المسؤوليات. إلا أن الاضطلاع بمسؤوليات أخرى قد يجعلها أقل فعالية في تحقيق الهدف التي أثبتت قدرتها على إحرازه وهو السيطرة على التضخم.

ويمكن اللغز الحقيقي في أن تضيق مجموعة الأهداف قد يهدد أيضاً استقلالية البنك المركزي، حتى لو بدا أنه غير مختص بأهداف أخرى مثل النمو وتوظيف العمالة. ويذهب مسؤولو البنوك المركزية في بعض الأسواق الصاعدة

تحقيق الاستقرار المالي واستقرار الاقتصاد الكلي والحد من تقلبات دورة الأعمال، وإيجاد حيز للسياسة النقدية لكي تصدى بقوة للصدمات الخارجية المعاكسة؟ تذهب وجهة النظر التقليدية التي تستند إلى العمل الأكاديمي والخبرة العملية إلى أن للسياسة النقدية فعلياً أداة واحدة، وهي عادة ما تكون سياسة سعر الفائدة الأساسي، ويمكن استخدامها على الأكثر في تحقيق هدف واحد مثل الحد من التضخم والحفاظ على استقراره. لكن هناك وجهة نظر أكثر دقة، وهي أن البنوك المركزية لديها وسيلتان وهما أداة السياسة النقدية والسلطة التنظيمية. ويجب استخدام السياسة النقدية لإدارة التضخم، واستخدام السلطة التنظيمية في منع تراكم الاختلالات في النظام المالي. لكن حتى هذه المجموعة المحدودة من الأهداف تؤدي إلى نشأة توترات. فمثلاً كما سبق أن أشرنا أن ما يصلح للنظام المالي في أوقات الضغوط - حيث انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة - قد لا يصلح دائماً لإدارة نتائج التضخم.

وتتصاعد هذه التوترات في الأسواق الصاعدة حيث ظلت البنوك المركزية عادة مسؤولة عن طائفة واسعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، بالإضافة إلى استقرار الأسعار والأوضاع المالية. وعلى سبيل المثال، فإن وصفة السياسة النقدية المستقرة والشفافة التي تركز على هدف واحد بصفة أساسية وهي الأفضل على المدى الطويل تتعارض مع الواقع العملي القاسي الذي يشير إلى أن طفرة التدفقات الرأسمالية الداخلة، وما ينجم عنها من ارتفاع في سعر الصرف، قد تسفر عن عواقب ضارة دائمة على حصص سوق التصدير وتضر بشريعية البنك المركزي. ونتيجة لذلك، فإن الأهداف الفرعية مثل إدارة سعر الصرف تؤدي بالفعل إلى تعقيد إدارة السياسة النقدية في هذه الاقتصادات. وتنطوي بعض الوسائل مثل ضوابط رأس المال على فعالية محدودة كما أن لها أيضاً مشكلاتها.

وثمة منظور مختلف يفيد بانتهاء الأمر إلى تكليف البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة بالمسؤولية عن مجموعة كبيرة من الأهداف. وتشمل الخيارات المطروحة محاولة الجمع بين كل هذه الأهداف، بكل ما تستتبعه من مخاطر؛ لأن البديل هو أن يلقي عليها باللائمة في حالة حدوث خلل ما في أي من تلك الأهداف. ومن ناحية أخرى يمكن الذهاب بنفس القدر إلى قول إن مواجهة أهداف متعددة يستلزم من البنك المركزي بدرجة أكبر وضع وتعريف مجموعة أكثر تحديداً من الغايات التي قد يأمل في تحقيقها بفعالية.

ولو اضطلع البنك المركزي بصلاحيات متعددة لتولدت توقعات غير واقعية بشأن ما يمكنه وما لا يمكنه فعله باستخدام ما تحت تصرفه من أدوات. والواقع أن هناك ما يغري بإضفاء القوة الشاملة على السياسة النقدية، وهي صفة تُفرض تلقائياً على بعض مسؤولي البنوك المركزية في الاقتصادات الصاعدة. لكن هذا العبء قد يكون أكبر من أن يحتمل ومقدر له الفشل في النهاية، خاصة في الاقتصادات ذات الهياكل المؤسسية الضعيفة والقدرة التنظيمية المحدودة والمعدلات المرتفعة للعجز المالي والدين العام. وحتى في غياب هذه القيود، لا يمكن للسياسة النقدية وحدها التأثير على إمكانات نمو الاقتصاد على المدى الطويل أو تحول معدل البطالة على مدى فترة ممتدة.

وهناك وجهة نظر أكثر تحديداً تقول بأن السياسة النقدية يمكنها أن تسهم على نحو أفضل في استقرار الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي من خلال الحفاظ على التضخم عند مستوى منخفض ومستقر. ويمكن لهذا الإطار - إذا سار في الاتجاه الصحيح - رسم حدود السياسة النقدية ووضع معيار واضح للمساءلة. وتصب التوترات بين وجهات النظر المتباينة في الجدل الدائر حول استقلالية البنك المركزي.

من الناحية التحليلية، إلا أنهم لم يطرحوا أطرا تقترب من التعامل مع التحديات العملية المعقدة التي يواجهها مسؤولو البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة.

إبقاء الأمور على طبيعتها

أثبت مسؤولو البنوك المركزية قدرتهم على التصدي للأزمات بفعالية، لكن القضية الأساسية ليست هي التصدي للأزمات، وإنما هي بالأحرى قضية إطار السياسة النقدية الذي يقلل من احتمال حدوث الأزمات في المقام الأول. وهنا تكون الإجابات أقل وضوحا. ومن المثير للاهتمام أن كل اقتصاد تقريبا كان لديه قبل وقوع الأزمة نظام يستهدف التضخم سواء صراحة أو ضمنا، أشار بشكل ما إلى عزمه إلى الالتزام بهذا الإطار ربما لسجله الجيد في تحقيق ثبات الأسعار.

ولا يزال هناك عدد من الأسئلة المطروحة عن كيفية تطويع استهداف التضخم ليتوافق مع عالم ما بعد الأزمة. ولكن هناك مسألة أكثر أهمية وهي إذا كان هذا المنهج يطرح إطارا أساسيا يمكن تطويعه حسب ظروف بلدان معينة.

وهل استهداف التضخم يوفر إطارا يحرر البنوك المركزية حتى تغل ما في وسعها بفعالية وتضع توقعات واقعية حول ما تستطيع السياسة النقدية إنجازه؟ أم أنه قيد يكبلها ويدفعها إلى تجاهل تطورات السوق المالية والاقتصاد الكلي التي يمكن أن تشكل في النهاية مخاطر كبيرة؟

يمثل المنهج العملي قاعدة ممتازة للعمل في الأوقات العصيبة، لكنه لا يقدم إطارا لتحقيق الاستقرار في الأوقات العادية. ومن شأن العمل دون إطار أن يوفر المرونة والقدرة على التكيف، لكن على حساب إضعاف ركائز التوقعات التضخمية. ومن ثم تنشأ مخاطر من تقييد قدرة البنوك المركزية على بناء المصادقية التي كان من الممكن أن تتاح بسهولة في أوقات الضغوط الاقتصادية الكلية والمالية. ومع هذا، يبدو أن استهداف التضخم هو أكثر إطار يمكن الدفاع عنه، وتحمله مسؤولية الإخفاقات التنظيمية التي أفضت إلى ما يقرب من الانهيار المالي، قد يؤدي إلى التخلص من العملية برمتها، ما صلح منها وما بطل. ولن يكون تحقيق التوازن بين المنظورين أمرا هينا، وأمام المسؤولين عن البنوك المركزية، والأكاديميين على حد سواء، بعض الأفكار العويصة التي ينبغي لهم أن يتفكروا فيها. ■

إسوار براساد هو أستاذ أول يشغل منصب كرسي ناندال تولاني للسياسة التجارية في جامعة كورنيل ويشغل منصب كرسي نيو سينشري في علم الاقتصاد الدولي في مؤسسة «بروكينغز» وباحث مشارك في المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية.

المراجع:

Anand, Rahul, and Eswar Prasad, forthcoming, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets," National Bureau of Economic Research working paper.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy," IMF Staff Position Note 10/03 (Washington: International Monetary Fund).

Blinder, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?" Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, pp. 123–33.

Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).

Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy," Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, pp. 47–68.

ضمنا إلى أن ما يتمتعون به بالفعل من قدر ضئيل من الاستقلالية إنما هو معلق بخطط رفيع، قد يقطع مثلا لو لم تتخذ هذه البنوك أي إجراء في مواجهة سرعة ارتفاع سعر الصرف الذي يسبب أضرارا للمصدرين أو حيال فقاعات الأصول التي قد تسبب ألاما مبرحة عند انفجارها.

والرد الحاسم التقليدي هو أن أفضل ما يمكن للبنك المركزي المساهمة به في الوصول إلى معدل نمو مرتفع وتحقيق الاستقرار المالي هو توفير مناخ مستقر للاقتصاد الكلي عن طريق استقرار الأسعار. وفي ضوء التطورات أثناء الأزمة الأخيرة، بدا أن هذه الحجة صارت جامدة ولا يمكن الدفاع عنها. والحقيقة أن ذلك أحد المجالات التي يبدو فيها تباعد متزايد بين نظرية عمليات البنوك المركزية وممارساتها.

بدائل كثيرة

على الرغم من الأهمية المتزايدة لاستهداف التضخم، لا تزال هناك طائفة واسعة من البدائل لعمليات البنوك المركزية. فمن ناحية، هناك البنوك المركزية التي تستهدف التضخم رسميا مثل بنوك كندا ونيوزيلندا وتايلاند. كما أن بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يتمتع بتفويض رسمي مزدوج، وهو تعزيز النمو وتحقيق استقرار الأسعار، لكن هناك تصور واسع النطاق بأنه يضع استهداف التضخم على رأس أولياته. ومن ناحية أخرى، هناك بنك الاحتياطي الهندي، الذي يصفه محافظه دوفوري سوبارو صراحة بأنه بنك مركزي يقدم خدمات متكاملة وله أهداف متعددة—بينما لا يعطي الأولوية القصوى بالضرورة للحفاظ على انخفاض التضخم واستقراره. وهناك عدد من البنوك المركزية بما فيها بنك الصين المركزي، التي تستهدف سعر الصرف بطريقة أو بأخرى، وتستورد سياستها النقدية بشكل فعال من الخارج.

ونطاق النماذج النظرية أضيق: فقد ركزت نماذج أطر استهداف التضخم على سبيل المثال بشكل كبير على الاستهداف الصارم أو بشكل مرن يعطي بموجبه البنك المركزي وزنا لفجوة الناتج التي تقيس درجة الركود في الاقتصاد. وهناك عدد قليل من الأبحاث التي تشير إلى وجود روابط واضحة بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي أو إلى كيفية دمج أسعار الأصول ضمن إطار نقدي أوسع.

وحتى ضمن سياق ضيق، بدأت الأبحاث الأكاديمية لتوها تعالج التحديات الخاصة التي تواجه الأسواق الصاعدة. على سبيل المثال، فإن مسألة اختيار مؤشر الأسعار الذي ينبغي أن يتبعه البنك المركزي الذي يستهدف التضخم اكتسبت صبغة مختلفة في الاقتصادات منخفضة ومتوسطة الدخل. ففي تلك الاقتصادات تمثل نفقات الغذاء تقريبا نصف نفقات الأسر المعيشية، وتعمل نسبة كبيرة من السكان في إطار اقتصاد نقدي لا يستخدم النظام المالي الرسمي إلا قليلا (دراسة Anand and Prasad، قيد الإصدار). ولا تجد البنوك المركزية في هذه الاقتصادات ما يبرر دفاعها عن استهداف التضخم الأساسي فحسب الذي يستبعد تقلبات أسعار الغذاء والطاقة، برغم ما توحى به بعض النماذج النظرية التقليدية من أن التضخم الأساسي هو الهدف الصحيح. ولم يتم التوصل بعد إلى حل للمسائل الأوسع حول مستوى التضخم الصحيح الذي ينبغي استهدافه في الأسواق الصاعدة أو المفاضلات بين مستوى التضخم الأكثر ارتفاعا وأسعار الصرف الأكثر قوة (دراسة Blanchard, Dell'Ariccia, and Mauro, 2010).

وتفيد النتيجة النهائية بأنه حتى وإن كان الأكاديميون (ومن ضمنهم كاتب هذه السطور) يدعون إلى أطر أقوى للسياسة النقدية ترتكز على أساسيات أقوى



إعادة تعريف البنوك المركزية

البنوك المركزية يجب أن تستخلص دروساً من الأزمة العالمية وتقوم بإصلاحات ملموسة

دوفوري سوبارو
Duvvuri Subbarao

عليها أن تواجه السيولة الإضافية وضغوط التضخم المحتملة. ولو قامت بتعقيم (امتصاص) السيولة الناتجة، لتعرضت لخطر رفع أسعار الفائدة، الذي من شأنه إلحاق الضرر بأفاق النمو. ومن شأن تقلب تدفقات رأس المال أيضاً أن يصيب الاستقرار المالي بالوهن. وسوف تؤثر كيفية إدارة اقتصادات الأسواق الصاعدة للثالث المستحيل - المتمثل في حساب رأسمالي مفتوح وسعر صرف ثابت وسياسة نقدية مستقلة - على آفاق نموها واستقرار الأسعار والاستقرار المالي.

إعادة تعريف صلاحيات البنوك المركزية

لقد أثارت الأزمة جدلاً حاداً واسع النطاق حول دور البنوك المركزية ومسؤولياتها، كما تطرح ثلاثة أسئلة مهمة على النحو التالي:

هل ينبغي للبنوك المركزية مواصلة استهداف التضخم؟ شهدت السنوات التي سبقت الأزمة توافقاً فكرياً قوياً في الآراء على ضرورة استهداف التضخم - أي وضع السياسة النقدية على أساس تحقيق معدل تضخم مستهدف - والذي عادة ما يتمثل في أسعار السلع الاستهلاكية. وحتى في الحالات التي لم تستهدف فيها

الجهود التي تبذلها البنوك المركزية للسيطرة على فقاعات أسعار الأصول تتطلب توافر القدرة التحليلية والتقدير الناضج لطبيعة المخاطرة.

البنوك المركزية معدل تضخم دقيق، كانت تسترشد في تحديد أهداف سياستها باستقرار الأسعار - إن لم تخضع له. وبدا هذا المنهج ناجحاً. فقد جاءت فترة ممتدة من استقرار الأسعار ترافقت مع ثبات النمو وانخفاض معدلات البطالة. وفي عالم ما قبل الأزمة، كان مسؤولو البنوك المركزية هم المجموعة المنتصرة. وقد أدى تفكك «الاعتدال الكبير» - إلى إضعاف إجماع الآراء بشأن الاقتصاد على استهداف التضخم وحده، إن لم يكن قد أتى عليه. وتمثلت وجهة النظر السائدة قبل الأزمة في أن استقرار الأسعار والاستقرار المالي يعززان بعضهما. وقد أثبتت الأزمة خطأ هذا الطرح، فاستقرار الأسعار لا يضمن بالضرورة الاستقرار المالي. كما أعطت الأزمة «فرضية البيئة الجديدة» زخماً متجدداً ومفادها أن الاستهداف المحض للتضخم، أمر غير مستحسن وإنما يتعين مد حدود صلاحيات البنوك المركزية إلى ما هو أبعد من ضمان استقرار الأسعار ليشمل التنظيم والرقابة المصرفيين والاستقرار المالي والحيلولة دون حدوث فقاعات أسعار الأصول.

البنوك المركزية في قلب الأزمة المالية العالمية. وقد ألقى عليها **كانت** باللائمة بسبب سياساتها وإجراءاتها التي قادت العالم إلى هذه الأزمة، ولكنها أيضاً نالت التقريظ لقيادتها العالم للخروج منها. وقد أنصف التقييمان حيث كانت البنوك المركزية جزءاً من المشكلة وأيضاً جزءاً من الحل. ومع تراجع حدة الأزمة وترسخ التعافي، تواجه البنوك المركزية عدداً من القضايا سأتناول خمسة منها في هذا المقال.

السياسة النقدية في بيئة تسعى إلى العوالة

أظهرت الأزمة الصعوبات التي تواجه إدارة الاقتصاد الكلي في عالم يسعى إلى العوالة. وحتى مع ما أبدته الحكومات والبنوك المركزية من قوة غير مألوفة للسياسات، فقد عجزت عن السيطرة على الوضع بسبب الترابط بين النظام المالي وآثار التطورات الخارجية - سواء الإيجابية أو السلبية - على إجراءات السياسة الداخلية. ولعل الأمر الأكثر أهمية هو اكتشافها لعلاقة الارتباط الالاف للنظر بين المشاعر والثقة عبر البلدان.

وتتفاعل التطورات الخارجية مع الاقتصاد المحلي بطرق تتسم بالتعقيد والغموض وحتى التقلب. وينبغي للبنوك المركزية تعميق فهمها لهذه التفاعلات. والواقع أن بعض القنوات التي يجري من خلالها انتقال الآثار عبر الحدود مألوفة تماماً - وهي الأسعار العالمية، بما في ذلك تحركات أسعار السلع الأولية، وتزامن دورات النشاط الاقتصادي، وتدفقات رؤوس الأموال، وقوة التغير المشترك لأسعار الأصول: وأسعار صرف العملات الدولية الرئيسية، وسياسات أسعار الفائدة في كبرى البنوك المركزية. وهناك بعض قنوات انتقال الآثار غير مألوفة بالقدر نفسه. فعلى سبيل المثال، أظهرت الأزمة أنه يمكن حتى للاختلافات في القواعد التنظيمية أن تدفع إلى اتخاذ إجراء على أساس المراجعة وإضعاف كفاءة السياسات المحلية.

وفيما يخص إدارة تدفقات رؤوس الأموال، فقد تعرضت اقتصادات الأسواق الصاعدة لتوقف مفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال الوافدة خلال الأزمة وأيضاً في تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج - نتيجة لخفض التمويل بالدين على مستوى العالم. أما اليوم، فقد انقلب الوضع وعاد كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة إلى اجتذاب تدفقات وافدة صافية. وتمثل إدارة هذه التدفقات اختباراً لفعالية سياسات البنوك المركزية في اقتصادات الأسواق الصاعدة شبه المفتوحة، خاصة لو كانت متقلبة. فالبلد الذي لا يتدخل بنكه المركزي في سوق الصرف الأجنبي سيتحمل تكلفة ارتفاع سعر صرف العملة غير المتعلق بالأساسيات الاقتصادية. ولو تدخلت البنوك المركزية لمنع ارتفاع سعر صرف العملات، لوجب

إدارة تكلفة التنظيم ومنافعه

لجأ بنك الاحتياطي الهندي إلى استخدام مجموعة من التدابير الاحترازية للمحافظة على الاستقرار المالي شملت تحديد معايير الانكشاف والتشديد الوقائي لأوزان المخاطر المربوطة بالأصول وشروط تجنب مخصصات الخسائر. إلا أن هذه التدابير غالبا ما تنطوي على أعباء. فعلى سبيل المثال، قد يثور الجدل حول ما إذا كان تشديد أوزان المخاطر قد يخفف من تدفق الائتمان إلى قطاعات بعينها، إلا أن التشديد على نحو مفرط وسابق لأوانه ودون داع قد يضعف معدل النمو. وبالمثل، توفر معايير الانكشاف حماية ضد مخاطر تركيز الأنشطة التجارية، ومع هذا، فقد تحد هذه القيود من توافر الائتمان لقطاعات النمو المهمة. وبالتالي، وكما هو الحال في حالة استقرار الأسعار، تواجه البنوك المركزية تحديا يتمثل في إدارة المفاضلة بين الاستقرار المالي والنمو.

وعقب وقوع أزمة، وبفضل استقراء الأحداث الماضية، تبدو جميع السياسات المحافظة آمنة. بيد أن الإفراط في المحافظة قد يعيق النمو ويكبت الابتكار. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هو ما الثمن الذي نحن على استعداد لدفعه، أو بالعكس، ما المنافع المحتملة التي نحن مستعدون للتنازل عنها، لمواجهة أحداث لا يمكن توقعها، كأن نواجه بجة سوداء؟ وتوضح التجربة أن تحقيق التوازن بين تكاليف التنظيم ومنافعه مسألة تتعلق بالتقدير السليم أكثر مما تتعلق بالمهارة التحليلية. فالبنوك المركزية، خاصة في البلدان النامية مثل الهند، بحاجة إلى شحذ مهاراتها في التقدير عند سعيها لتحقيق النمو والاستقرار المالي.

الاستقلالية مقابل المساءلة

لقد نسقت الحكومات والبنوك المركزية جهودها خلال الأزمة لإطلاق سياسات مالية عامة ونقدية توسعية غير مسبوق. وبينما تنظر البلدان مليا في الخروج من هذه السياسات التوسعية، تعود التوترات المعتادة بين السياسات النقدية والمالية إلى الظهور. ومن شأن احتمال عودة هيمنة المالية العامة أن يقوض استقلال البنوك المركزية.

ومن ثم، يجب أن تكون المسؤولية عن الاستقرار المالي مشتركة بين الحكومة والبنك المركزي وغيرهما من الجهات التنظيمية. وعلى الرغم من أن هذه المسؤولية المشتركة ليست مشكلة في حد ذاتها، فهناك مصدران للقلق متصلان بها يتمثل أولهما في أن إنقاذ المؤسسات المالية إجراء سياسي بطبيعته، وقد تؤدي المشاركة في مثل هذه القرارات إلى الإضرار بالمصداقية التكنوقراطية للبنوك المركزية في هذا المجال. أما مصدر القلق الثاني فيتمثل في المخاطرة بأن يتجاوز التنسيق مع الحكومة بغرض تحقيق الاستقرار المالي حدوده وينتشر إلى مجالات أخرى تقع ضمن اختصاصات البنوك المركزية مقوضا بذلك استقلاليتها.

وتتعرض مبررات استقلالية البنوك المركزية لهجوم متزايد بسبب التطورات التي أفرزتها الأزمة. وبالتالي، يجب على البنوك المركزية المطالبة بالاستقلالية ليس بالحجج القوية وإنما ببذل جهود أقوى وطوعية لكي تكتسب سمات الشفافية والتجاوب والمساءلة.

ومما لا شك فيه أن قائمة القضايا التي استعرضناها هنا ليست شاملة بأي حال، كما لم نناقش كل الاختلافات البسيطة. إلا أن البنوك المركزية لا بد أن تتوصل إلى فهم أفضل لكيفية بدء معالجة هذه القضايا وتستند إلى هذا الأساس لتكييف أسلوب عملها وتغييره على النحو المطلوب. ■

دوفوري سوباراو هو محافظ بنك الاحتياطي الهندي.

ما هو دور البنوك المركزية في منع فقاعات أسعار الأصول؟ تتمثل وجهة النظر الناشئة في أن منع التصاعد في أسعار الأصول يجب أن يكون ضمن اختصاص البنك المركزي. ومع هذا، ينقسم الرأي بشأن ما إذا كان يتعين على البنوك المركزية منع فقاعات الأصول عن طريق إجراء خاص بالسياسة النقدية أم من خلال إجراء تنظيمي. وعلى الرغم من هذا، فإن الأمر الذي لا خلاف عليه هو أن الجهود التي تبذلها البنوك المركزية للسيطرة على فقاعات أسعار الأصول تتطلب توافر القدرة التحليلية والتقدير الناضج لطبيعة المخاطرة.

هل يجب أيضا على البنوك المركزية المشاركة في التنظيم والرقابة المصرفيين؟ في كثير من النماذج التنظيمية، لا يعدو البنك المركزي كونه سلطة نقدية، بينما تُسند أعمال التنظيم والرقابة المصرفية إلى سلطة أخرى. وتتمثل وجهة النظر الناشئة في أن الأزمة قد حدثت - ولو في جزء منها على الأقل - بسبب الافتقار إلى التنسيق والاتصال بين البنوك المركزية والجهات الرقابية، وأن الوضع الأمثل - من أجل الاستقرار المالي - أن يعهد بمسألتي التنظيم والرقابة المصرفيين إلى البنوك المركزية. وباعتراuf الجميع، هذه مسألة لم تحسم بعد. فليس هناك إجابة تناسب جميع الأحوال كما يتضح من تنوع النماذج التنظيمية حولنا. وسيتعين على كل بلد وكل بنك مركزي أن يجد حلا لهذه المسألة وفقا لظروفه الخاصة.

البنوك المركزية والاستقرار المالي

بينما يوجد اتفاق واسع على أن الاستقرار المالي ليس تلقائيا أو حتميا، فهناك اتفاق أقل على ما إذا كان ينبغي إدراجه صراحة ضمن صلاحيات البنوك المركزية أم لا. ومن الحجج المطروحة أن إدراجه صراحة لن يضيف جديدا: لأن الاستقرار المالي شرط ضروري - وإن كان غير كاف - لتحقيق أهداف البنك المركزي التقليدية المتعلقة بالتضخم والناتج وتوظيف العمالة. ومن ناحية أخرى، هناك وجهة نظر أخذة في التنامي مفادها أنه ما لم يدرج الاستقرار المالي صراحة ضمن صلاحيات البنوك المركزية، فيُحتمل إغفاله.

ونظرا لتعدد الأمور، فقد صار من الصعب الآن تعريف الاستقرار المالي على نحو دقيق وشامل وقابل للقياس. ومع هذا، نحن نعرف الآن أن هناك صفتين مميزتين لانعدام الاستقرار المالي، وهما:

- التقلب المفرط في المتغيرات الكلية مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف التي لها أثر مباشر على الاقتصاد الحقيقي؛

- المؤسسات والأسواق المالية المهددة بنقص السيولة إلى الحد الذي يعرض الاستقرار النظامي للخطر.

فهل تمتلك البنوك المركزية الأدوات اللازمة للاضطلاع بصلاحيات الحفاظ على الاستقرار المالي؟ وفي هذا السياق، فإن وظيفة مقرض الملاذ الأخير هي إحدى الأدوات الواضحة للحفاظ على الاستقرار المالي. فأتثناء الأزمة المالية، قامت البنوك المركزية بخض كميات هائلة من السيولة لوقف تجمد النظام، وذلك عن طريق نوافذ مقرض الملاذ الأخير. وبينما وفر ذلك السيولة للمؤسسات الفردية، ظلت السوق تعاني من نقص السيولة، مما كشف عن حدود أداة النافذة في مكافحة نقص السيولة. فالبنك المركزي يمكنه ضخ السيولة ولكن من الصعب ضمان عدم استخدام الأموال الوفيرة الرخيصة المتاحة في شراء أصول تتآكل قيمتها بسرعة. وقد يصبح الخيار الوحيد هو أن يقوم البنك المركزي بشراء الأصول، مما يعني ألا يقتصر دور البنك المركزي على الإقراض، بل أيضا يصبح صانع سوق الملاذ الأخير. ولا تزال هذه المسائل في حاجة إلى تعريف واضح، ناهيك عن حلها. لكن لا بد من حلها قريبا.



مبادئ للإصلاح

عند تصميم سياسات جديدة للقطاع المالي، ينبغي أن يتذكر
صناع السياسات أهمية الأفكار القديمة

ويليام بول
William Poole

استقرار مستوى الأسعار

ينبغي أن يكون أهم أهداف أي بنك مركزي هو الحفاظ على حد معقول من استقرار المستوى العام للأسعار في الاقتصاد. فاستقرار مستوى الأسعار يعين على التنمية الاقتصادية ويساعد أيضا في الحفاظ على الثقة المحلية والدولية في الاقتصاد. فالأسواق المحلية - خاصة أسواق رأس المال - تعمل بكفاءة أكبر عندما تستقر الأسعار.

وإذا نجح البنك المركزي في الحفاظ على استقرار الأسعار فإنه يصبح ذا نفوذ وتأثير. علاوة على هذا، هناك نقطة غالبا ما لا يلتفت إليها، ألا وهي أنه عندما يحافظ البنك المركزي على استقرار الأسعار، يصبح في وضع يمكنه من انتهاز سياسة نقدية معاكسة للاتجاهات الدورية من شأنها المساعدة على تحقيق استقرار العملة على مستوى عال.

المدفوعات ذات أهمية فائقة

لا يمكن لأي اقتصاد أن يعمل دون آلية موثوقة لأداء المدفوعات وتلقيها. ويمثل إهمال الوظائف النقدية القديمة للبنوك وصلة كفيلة بالتسبب في وقوع كارثة. فالبنك التجاري هو شركة مالية في الوقت ذاته، إن يقبل الودائع ويقوم بتحويلها، كما أنه شركة ائتمان تقدم القروض وتديرها. وعندما تؤدي أنشطة الائتمان في البنوك إلى احتمال حدوث إعسار، تصاب وظائفها النقدية بأضرار خطيرة.

وهناك سبيلتان لدرد مخاطر تعرض البنوك للإعسار. تتمثل وسيلة الدفاع الأولى والأهم، في شرط احتفاظ البنوك التجارية برأسمال وقائي كبير لتخفيف الصدمات في مقابل منافع في بنود النظام الأساسي للبنك. ويتبين من الأزمة المالية الأخيرة أن المعايير التقليدية لرؤوس أموال البنوك لم تكن كافية. ولهذا، ينبغي إلزام البنوك بالاحتفاظ بحد أدنى من رأس مال المساهمين يبلغ ١٠٪ كأصول. بالإضافة إلى هذا، يتعين أن تكون نسبة ١٠٪ من إجمالي الخصوم في شكل دين ثانوي طويل الأجل يجوز للبنك تحويله إلى حقوق ملكية عند الاستحقاق (والذي يطلق عليه أحيانا «رأس مال طارئ»).

ووضع شرط صارم خاص برأس المال يخدم أغراضا عدة، فيحافظ على ثقة السوق في ملاءة الجهاز المصرفي ويفرض انضباطا كبيرا في السوق على أنشطة البنوك، كما يوفر هامش أمان كبير لحماية دافعي الضرائب من مخاطر دعوتهم إلى إنقاذ البنوك المتعثرة.

أما وسيلة الدفاع الثانية ضد إعسار البنوك فهي الإشراف التنظيمي. فالأجهزة المصرفية بوجه عام تتمتع بنظام تأمين الودائع الذي توفره الحكومة.

أدت الأزمة المالية إلى إعادة تقييم واسعة النطاق للسياسة العامة تجاه كل من القطاع المالي والتنظيم المالي. وعلى الرغم من اقتراح كثير من خطط الإصلاح، لم يتحقق منها إلا النزر اليسير. وتعرض الهيئات التشريعية في كثير من البلدان حول العالم لضغط سياسي هائل مما يندد بصدام بين القدرة على الضغط من جانب المتخصصين للتأثير على القرار والمفاهيم الشائعة، بما في ذلك المفاهيم المغلوطة عن طبيعة الإصلاحات المطلوبة. وقد تبدو قضايا الإصلاح التي تواجه الاقتصادات النامية مختلفة عن تلك القضايا التي تواجه الاقتصادات المتقدمة، إلا أنها هي نفسها من حيث الأساس. فلا بد أن يكون صانعو السياسات في البلدان النامية رؤىة للقطاع المالي الذي يرغبون في تعزيزه ليتجنبوا اليوم السياسات التي قد تجعل تحقيق تلك الرؤىة أمرا عسيرا. وغالبا ما كانت السياسات التي كانت ينظر إليها على أنها وسائل قصيرة الأجل توجد مصالح مكتسبة يصعب إلغاؤها. وتصبح المسألة خطيرة على وجه الخصوص عندما يتعلق الأمر بالقيود التنظيمية التي تشكل بنيان صناعات الخدمات المالية وتشوهه. فبينما تكافح الشرائح التي تحظى بالحماية من أجل الحفاظ على مزاياها، تناضل الهيئات التنظيمية للإبقاء على نفوذها. وبوجه عام، هناك سجل طويل من إنشاء الهيئات الحكومية، إلا أن سجل إلغائها قصير بشكل يدعو للرتاء.

كما أنه من الضروري أن تكون هناك رؤىة للبنيان المالي في المستقبل لأن التمويل تنافسي بطبيعته في جميع أنحاء العالم، مما يجعل منع الشركات المحلية غير المالية من الحصول على خدمات مالية من الخارج أمرا صعبا ومكلفا. ولهذا، فإن تنمية صناعة محلية للخدمات المالية يقتضي الاهتمام بالمنافسة الدولية، مما يعني الاهتمام بالسمات المميزة لأكثر أنواع الخدمات المالية تطورا. وتواجه الصناعات المالية وغير المالية القضايا نفسها. فأى اقتصاد نام يهدف إلى الانضمام إلى نادي الاقتصادات المتقدمة لا بد له من الانفتاح على الممارسات والتقنيات التي تزيد الإنتاجية وترفع الدخل.

وتدل الأزمة المالية في الولايات المتحدة وأوروبا على خلل النظام المالي وعلى أنه لا يمكن أن يشكل أساسا للرؤىة المالية للاقتصادات النامية. وفيما يلي رؤيتي الخاصة للمبادئ الأساسية التي يجب الاسترشاد بها عند التفكير في كيفية توجيه السياسات العامة المعنية بصناعات الخدمات المالية في جميع أنواع الاقتصادات. وسأتحدث بشكل فضفاض عن صلاحيات البنك المركزي وصلاحيات الجهات التنظيمية على أساس فهم أن الترتيبات المؤسسية تختلف من بلد لآخر.

ولا بد من الإشراف لحماية صندوق تأمين الودائع. وينبغي أن تكلف السلطات المصرفية بوظيفة وحيدة وهي الحفاظ على أمان البنوك وسلامة أوضاعها. كما لا ينبغي استخدام البنوك في تمويل عملية التنمية التي توجهها الحكومة. فالبنوك القوية تقوم بدور محوري في عملية التنمية، إلا أن أنشطتها الائتمانية ينبغي أن تكون مدفوعة باعتبارات السوق الخاصة.

وهناك مخاطر تنبع من استخدام البنوك كهيئات تنموية، أحدها هو تعرض البنوك لضغوط لتقديم قروض غير آمنة. أما الخطر الثاني فهو عدم إدراج أنشطة الائتمان المصرفي التي توجهها الحكومة في الموازنة. فالحكومة التي ترغب في تشجيع الإقراض من أجل التنمية يتعين عليها القيام بهذا الأمر متوخية الشفافية عن طريق هيئات الائتمان الحكومية التي تقدم مواردها عبر العملية الشرعية المعتادة. وعوضا عن ذلك، قد تختار الحكومات تقديم الدعم لشركات التنمية الخاصة. ونظرا للأهمية البالغة للاستقرار المصرفي، ينبغي ألا تصبح البنوك جزءا خاضعا للتوجيه في عملية تمويل التنمية.

سموم الإفراط في التمويل بالقروض

كان الإفراط في التمويل بالقروض، خاصة في الجهاز المصرفي، هو السبب الرئيسي للأزمة المالية الحالية. وفي سياق التجربة الأمريكية على مدار العقد الماضي، من الطريف أن تعقد مقارنة بين انهيار بورصة الدوت - كوم في أوائل العقد وانهيار القروض العقارية عالية المخاطر الذي بدأ في عام ٢٠٠٧. وقد اتسمت النوبتان بهوس امتلاك أصول خطيرة انتهى إلى ما تكبده المستثمرون من خسائر فادحة. ومع هذا، فإن انهيار القروض العقارية عالية المخاطر وحده هو الذي أسفر عن وقوع أزمة مالية. وكانت الأسهم العادية محفوظة إلى حد كبير في حسابات غير ممولة بقروض ضمن حوافز فريدة وحفاظ صناديق استثمار مشترك. وكانت القروض العقارية عالية المخاطر والأوراق المالية الصادرة مقابلها محفوظة في حسابات ممولة بشكل مرتفع بقروض لدى البنوك التجارية والاستثمارية وبعض صناديق التحوط.

وعلى الرغم مما ينطوي عليه الإفراط في التمويل بالقروض من سموم، فإن أنظمة الضرائب تدعم الديون بوجه عام عن طريق اعتبار الفائدة مصروفات أعمال قابلة للخصم وليس توزيعات أرباح على الأسهم. أما السياسات العامة التي تقدم الدعم للتمويل بالقروض فليس لها معنى. وينبغي لأنظمة الضرائب على دخل الأفراد والشركات أن تلغي قابلية الفائدة للخصم على مراحل وتخفف معدلات الضرائب كتعويض حتى يكون الإصلاح محايدا تجاه الإيرادات.

الاستنساب التنظيمي

تعتقد معظم الهيئات التنظيمية في معظم الأحيان أن في استطاعتها أن تؤدي وظيفتها بشكل أكثر كفاءة إذا ما كانت لديها صلاحيات أوسع. ويتعين تفنيد هذا الرأي.

فكل مسؤول في مجتمع ديمقراطي يعمل في ظل قيود سياسية. فمحافظ البنك المركزي - على سبيل المثال - يعرف أن منصبه لا يخوله صلاحيات مطلقة، أيا كان حجم سلطته القانونية. وينشأ دوما خلاف حول الإجراءات التي يمكن اتباعها في البيئة السياسية الحالية. وبنفس القدر من الأهمية، فإن التفكير الواضح بشأن البنين المالي يتطلب النظر في الصلاحيات التي يتوقع ألا يرغب البنك المركزي في ممارستها، ولكن قد يشعر أنه مضطر إلى استخدامها إذا كانت هذه الصلاحيات واردة في التشريع الذي يحكمه.

على سبيل المثال، هل ينبغي أن يشتري البنك المركزي التزامات الشركات الخاصة والحكومات المحلية؟ إن كانت الإجابة - كما ينبغي أن تكون في

اعتقادي - أنه يتعين على البنك المركزي ألا يقدم مثل هذه القروض، فينبغي ألا يمتلك الصلاحية للقيام بهذا الأمر. فمنح القروض لكيانات غير مصرفية ينبغي أن يكون مسؤولية الحكومة المنتخبة. ويتعين منح سلطات الطوارئ بصورة دقيقة، ربما بشكل يتطلب موافقة رسمية من رئيس الوزراء أو الرئيس لضمان عدم إساءة استخدام موارد البنوك المركزية. وليست المسألة هي أن البنوك المركزية ستسيء بانتظام استخدام صلاحياتها لمنح القروض ولكن السلطات السياسية سوف تسيء استخدام صلاحيات البنك المركزي. إن اشتراط الحصول على الموافقة السياسية من شأنه أن يزيد من شفافية إقراض البنك المركزي للمؤسسات غير المصرفية ويلقي بالمسؤولية عن هذه القروض على كاهل السلطات السياسية المعنية التي تدخل في اختصاصها.

وتعتمد عملية الإقراض من البنوك المركزية في نهاية الأمر على صلاحية خلق النقود، ومن الضروري ممارسة هذه الصلاحية بحكمة للحفاظ على القوة الشرائية للعملة. وتمثل استقلالية البنك المركزي عن الرقابة السياسية اليومية أفضل حماية من التمويل التضخمي. ولهذا، من الضروري وضع تعريف ضيق لصلاحيات البنك المركزي ومسؤولياته.

ومن المفيد أن نضع مسبقا تصورا للصلاحيات التي تحتاجها الهيئات المعنية وينبغي أن نأخذ بها. وأخشى أن تكون المطالبة بصلاحيات واسعة النطاق وغير واضحة إلى أبعد حد باسم المرونة، نتيجة لعدم التفكير مليا في هذه القضايا بوضوح. فكل عالم يعرف ما لتجربة التعليم من قيمة في شحذ الأفكار. وينبغي لكل مسؤول تنظيمي طرح أسئلة مثل: إذا حدث كذا، فما الذي ينبغي لهيئتي عمله؟ وما هي الصلاحيات المطلوبة؟ وإذا ما حدث كذا، فهل ستصبح هذه الصلاحيات نفسها عرضة لإساءة الاستعمال من خلال العملية السياسية؟

وبمرور الوقت، تتغير القيادة العليا في كل هيئة. فإلى أي حد يمكننا الثقة في أن القيادات المستقبلية ستتحدى بالحكمة في ممارسة السلطة واسعة النطاق؟ وعند التأمل في التغييرات التشريعية، هناك قاعدة جيدة هي افتراض أن قادة المستقبل لن يكون لديهم الكفاءة والدوافع نفسها التي لديهم اليوم. ومن ثم، ينبغي للتشريع أن يقيد قادة المستقبل لا أن يمكنهم، ولعل هذا هو السبيل الوحيد لإعطاء الأسواق ضمانا معقولا بانتهاج سياسات سليمة.

أفكار قديمة لكنها مهمة

تظهر الأزمة المالية ما لبعض الأفكار القديمة من أهمية مستمرة. ولأن وقوع أزمة مصرفية يتسبب في أزمة اقتصادية عامة، يجب على القوانين واللوائح التي تحكم القطاع المالي أن تحافظ قبل كل شيء على الاستقرار في قطاع البنوك التجارية. كما يجب أن تركز البنوك على الإقراض منخفض المخاطر نسبيا والاحتفاظ برأس مال كبير. ومن ثم، لا بد من تحديد صلاحيات الهيئات التنظيمية بدقة، فالصلاحيات المفرطة تدعو لسوء الاستغلال السياسي وتحدث حالة من عدم اليقين في السوق بشأن الإجراءات التي تتخذها السلطات المعنية.

ويجب بذل قدر أكبر بكثير من الجهد لتغيير الحوافز المتوافرة للشركات المالية. إن تغيير قوانين الضرائب - بغية تشجيع الحد من اللجوء إلى التمويل بالقروض ووضع شروط أعلى لرأس المال التنظيمي في البنوك - من شأنه أن يؤدي إلى زيادة استقرار النظام المالي. وعلى الرغم من أن الأزمات المالية ظلت على مدى قرون عنصرا رئيسيا في اقتصادات السوق، ها نحن اليوم نعرف ما يكفي عن أسبابها بما يمكننا من وضع سياسات تجعل حالات عدم الاستقرار أقل انتشارا بكثير في المستقبل. ■

وليام بول - الرئيس السابق لبنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت لويس - وهو زميل أقدم في معهد كاتو وباحث مرموق مقيم في جامعة ديلاوير.



الديون والديمقراطية

رباح أريزكي وماركس بروكنر
Rabah Arezki and Markus Brückner

التي هبطت عليه فجأة، أو حتى يستخدم فترة الانتعاش في تراكم المزيد من الديون قد يجد نفسه في خضم مزيد من المصاعب؛ ذلك لأن الدين سوف يمثل جزءاً أكبر من موارده المالية المتناقصة عقب فترة الرواج، وسيصبح سداً أكثر صعوبة. ويزداد الموقف تعقداً، كما هو الحال في أغلب الأحيان لو كان الدين مقوماً بعملة أجنبية مثل الدولار الأمريكي. وإذا لم تستغل الإيرادات غير المتوقعة المتحققة خلال فترات رواج أسعار السلع في خفض الدين الخارجي فقد يلي ذلك التوقف عن سداد الدين الخارجي، (الذي يعرف عموماً هنا على أنه يشمل إعادة هيكلة الدين حتى وإن لم يكن هناك توقف رسمي عن السداد). ويذهب بعض الباحثين إلى أن حالات الرواج في أسعار السلع الأولية خلال السبعينيات من القرن العشرين قد أفرزت ديوناً خارجية مفرطة في عدد من البلدان المصدرة للسلع الأولية مثل فنزويلا ونيجيريا مما أدى إلى وقوع أزمة الديون في الثمانينيات من القرن الماضي (دراسات؛ Deaton, 1996; Krueger, 1997; Sachs, 1989a).

ويذهب الرأي السائد في الدراسات التي تتناول التمويل الدولي إلى أن ارتفاع مستويات الدين الخارجي يقوض الأداء الاقتصادي؛ لأن ذلك بمثابة ضريبة على مشروعات الاستثمار في المستقبل، ويقيد تمويل تلك المشروعات. (دراسات؛ Krugman, 1988; Sachs, 1989b). وبالنظر إلى التقلبات الكبيرة في أسعار السلع الأولية خلال السنوات

ما تواجه البلدان المصدرة للسلع الأولية صدمات سعرية كبيرة في هذه السلع تطرح تحديات خطيرة أمام استقرار اقتصادها الكلي، فعلى سبيل المثال، قد يؤدي التدفق المفاجئ للإيرادات الخارجية الناتج عن طفرة في الأسعار العالمية للسلع الأولية إلى زيادة سعر الصرف الحقيقي للبلد المعني (سعر الصرف الاسمي المعدل لمراعاة التضخم) مما يحد من القدرة التنافسية لصادراتها غير السلعية. لقد درس خبراء الاقتصاد على نطاق واسع تأثير تغيرات الأسعار المفاجئة على القدرة التنافسية للبلدان المصدرة للسلع الأولية. وتقع تداعيات أخرى كبيرة، وإن لم تحظ بالقدر نفسه من الدراسة، على البلدان المصدرة للسلع الأولية بسبب صدمات الأسعار، التي تزيد كلا من احتياطات النقد الأجنبي وإيرادات الحكومة. لكن الطريقة التي تستخدم بها الحكومة الإيرادات المتحققة من الطفرة في أسعار السلع الأولية يكون لها تأثير مباشر على أداء اقتصاد البلد الكلي، قد يكون إما مفيداً وإما ضاراً.

وعندما ترتفع الأسعار، فإن الزيادة المفاجئة في الإيرادات تسهل أكثر على البلدان المصدرة للسلع الأولية تسديد ديونها الخارجية. لكن حالات الرواج لا تدوم. فالاستخدام الحكيم لتلك الإيرادات التي تتحقق في أوقات الانتعاش يتمثل في خفض القروض الخارجية استعداداً لسنوات عجاف. والبلد الذي لا يستفيد بحكمة من الإيرادات

تستغل البلدان
الديمقراطية
الإيرادات
غير المتوقعة
المستحقة خلال
فترات رواج أسعار
السلع في خفض
الدين الخارجي،
بينما تنزع الدول
الأتوقراطية لإنفاق
تلك الإيرادات

الأخيرة وأزمة الدين في دبي ٢٠٠٩ ، يجب أن يفهم صانعو السياسات العلاقة بين الديون الخارجية للبلدان المصدرة للسلع الأولية والتحركات في الأسعار الدولية للسلع الأولية. وقد قمنا ببحث هذه العلاقة من خلال دراسة حالة ٩٣ بلدا في الفترة من عام ١٩٧٠ حتى ٢٠٠٧ وخلصنا إلى أن هناك اختلافا بارزا بين الطريقة التي عالجت بها النظم الديمقراطية والأوتوقراطية الرواج الاقتصادي. وقد ركزنا على سلوك الحكومات تجاه الديون الخارجية الكلية كما هو شائع في الدراسات الاقتصادية. ومن الضروري أن نتذكر مع ذلك تراكم الأصول المالية في بعض البلدان مثل الاحتياطيات الدولية مما يخفف صافي مركزها الكلي مع سائر بلدان العالم.

ماذا تجلب الإيرادات المفاجئة؟

في البلدان الديمقراطية (راجع الإطار ١) حيث يخضع القادة السياسيون لدرجة من مساءلة المؤسسات السياسية، ترتبط الصدمات الإيجابية في أسعار السلع الأولية بقدر أقل بكثير من الدين الخارجي وخطر التوقف عن سداده. أما في البلدان ذات النظم الأوتوقراطية العميقة، حيث لا يتعرض القادة السياسيون إلا لقدر قليل من المساءلة، أو لا يتعرضون لها أبداً، لم تستغل الإيرادات المفاجئة الناتجة عن حالات الرواج في أسعار السلع الأولية الدولية بصورة منهجية في خفض الدين الخارجي، وازدادت مخاطر التوقف عن السداد بعد توقف الإيرادات المفاجئة الناتجة عن حالات الرواج في أسعار هذه السلع.

لماذا؟ لأن هذه الأنظمة أنفقت جانباً كبيراً من تلك الإيرادات المفاجئة على الاستهلاك الحكومي. والزيادة في الإنفاق الاستهلاكي الحكومي ليست بالضرورة ضارة. وفي واقع الأمر، من منطلق الرفاه الاجتماعي فإن الثروة المفاجئة إذا ما استخدمت في تقديم خدمات عامة مثل التعليم والرعاية الصحية، فقد يكون للإنفاق منفعة.

لكن الزيادات في الإنفاق الاستهلاكي الحكومي في البلدان الأوتوقراطية كانت في معظمها غير منتجة، وإنما كانت إلى حد كبير تفيد النخب القوية. ففي البلدان المصدرة للنفط مثلاً، كانت منتجات الوقود غالباً ما تغطي بالدعم الحكومي مما أدى إلى إلقاء أعباء كبيرة على المالية العامة والإفراط في الاستهلاك الأمر الذي ساعد بصورة غير متناسبة الأثرياء الذين يستهلكون كميات من الطاقة أكثر من الفقراء. (راجع «خفض التكاليف المذهلة للطاقة الرخيصة في هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية». ولأن الإنفاق فيما يسمى بالبلدان ذات المؤسسات السياسية الداعمة لمغتصبي المال العام (دراسة Mehlum, Moene, and Trovik, 2006) يهدر الأموال العامة ويزاحم النشاط الإنتاجي، لا تحدث أية زيادة في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، الذي يعتبر مقياساً شائعاً، وإن كان ناقصاً، للرفاه الاجتماعي أثناء فترات انتعاش أسعار السلع الأولية.

أما في البلدان الديمقراطية، من جهة أخرى، فلم نجد ارتفاعاً كبيراً وبارزاً في الإنفاق الاستهلاكي الحكومي أثناء فترات انتعاش أسعار السلع الأولية. كما أن الإيرادات المفاجئة أدت إلى زيادة ملاحظة في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

وتوصلنا أيضاً إلى أن انتعاش أسعار السلع الأولية الدولية في البلدان الديمقراطية كان غالباً مصحوباً بتحسين ملاحظ في سيادة القانون (راجع الإطار ٢). وقد تؤدي الزيادات في الأسعار الدولية للسلع الأولية المصدرة إلى زيادة العائد على الاستثمار المحلي، خاصة في قطاع الموارد، لكن لو خشي المستثمرون من قيام الحكومة بمصادرة ملكية جزء كبير من أرباحهم، فقد لا تزيد استثمارات القطاع الخاص كثيراً رغم ارتفاع العائد على رأس المال المحلي، وقد تحركت بلدان ديمقراطية كثيرة لمواجهة مخاوف المستثمرين من خلال التأكيد للمستثمرين المحتملين على احترام حقوقهم في الملكية. وعلى النقيض من ذلك في البلدان الأوتوقراطية كانت سيادة القانون ضعيفة بالفعل، ولم يطرأ عليها أي

تحسن، بل إنها حتى تدهورت أثناء فترات الأرباح المفاجئة من انتعاش أسعار السلع الأولية الدولية.

ما هو الدرس المستفاد؟

إن زيادة التحفظ في إدارة الإيرادات المفاجئة في بلدان ذات مؤسسات أكثر ديمقراطية من شأنه أن يحقق منفعة واضحة هي خفض الدين الخارجي. وهذا يعني تخفيف عبء الضرائب على المشروعات الاستثمارية المستقبلية، لذا يفضل أغلب المواطنين السياسات التي تخفض حجم الدين الخارجي، خاصة في ظل وجود خطر إهدار الحكومة للإيرادات المفاجئة الناتجة عن انتعاش أسعار السلع الأولية الدولية في مشروعات ذات عائد متدن. ولأن القادة السياسيين المنتخبين انتخاباً على أساس ديمقراطي مسؤولون أمام الجمهور، فيبدو أن لديهم رغبة أكبر من نظرائهم الأوتوقراطيين لتشجيع خفض الدين الخارجي (أو قبوله).

التاريخ يعيد نفسه

نتيجة لما حدث خلال التسعينات من القرن الماضي من إلغاء القيود التنظيمية المالية الدولية وما اقترن به من تدفق في رؤوس الأموال من الاقتصادات الصناعية إلى الاقتصادات النامية عانت بلدان كثيرة من مديونيات مفرطة؛ مما أدى إلى فرط أعباء الديون في التسعينات من القرن الماضي (ارتفاع حجم الديون القائمة بما يكفي لإثناء الاستثمار). ومنحت الأطراف الدائنة الثنائية والمتعددة للاقتصادات الأشد فقراً تخفيفاً منتظماً لأعباء الديون، كان من بينها عدة بلدان منخفضة الدخل لكنها غنية بالسلع الأولية. إلا أنه عندما عاودت أسعار السلع الأولية الانتعاش بعد عام ٢٠٠٠ بدأ بعض من هذه البلدان الغنية بالسلع الأولية خاصة بلدان إفريقيا جنوب الصحراء تقترض بشدة من الصين وبلدان دائنة

الإطار ١

ديمقراطية أم أوتوقراطية

قمنا بتقسيم بلدان يبلغ عددها ٩٣ بلداً في دراستنا إلى بلدان ديمقراطية وأوتوقراطية على أساس معايير وضعت في قاعدة بيانات Polity IV. (دراسة Marshall and Jaggers, 2009) ويستخدم التصنيف مقياساً من ١٠ نقاط يصنف أربع خصائص للنظم السياسية: تنافسية المشاركة السياسية، والتنافسية في الاختيار للمناصب التنفيذية، والانفتاح في اختيار شاغلي المناصب التنفيذية، والقيود على كبير التنفيذيين.

وعند أحد طرفي المقياس، تكون درجة + ١٠ للبلدان الديمقراطية الأكثر تنافسية وانفتاحاً من الناحية السياسية. وعن الطرف الآخر، تكون درجة - ١٠ للبلدان الأوتوقراطية الأقل انفتاحاً وتنافسية واعتبرنا أي بلد - أوتوقراطياً إذا كان متوسط الدرجات على مدى الفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٧ أقل من صفر، واعتبرناه أوتوقراطياً شديداً إذا قلت درجته عن - ٦. والبلدان الديمقراطية هي التي تحصل على درجة أعلى من صفر والبلدان ذات الديمقراطية القوية هي التي تحصل على درجات أعلى من + ٦ ومن بين البلدان البالغ عددها ٩٣ بلداً، كانت هناك ٥٢ أوتوقراطية، و١٣ أوتوقراطية بشدة، و٤١ ديمقراطية، منها ١٤ ذات ديمقراطية قوية.

الإطار ٢

سيادة القانون

هناك شكلان من سيادة القانون (International Country Risk Guide, 2009). ويعني المكون القانوني بقوة النظام القانوني وحياده. ويتضمن سيادة القانون أيضاً مفهوم «النظام»، أي مدى كفاءة الانضباط للقانون. فبلد ما قد يحظى بتصنيف عالٍ لنظامه القضائي، ولكن قد يعاني من تصنيف كلي منخفض إذا ما كان لديه معدل عالٍ جداً من الجريمة أو أن مواطنيه يتجاهلون القوانين بشكل اعتيادي بدون قصاص.

المراجع:

Deaton, Angus, and Ron Miller, 1996, "International Commodity Prices, Macroeconomic Performance, and Politics in Sub-Saharan Africa," *Journal of African Economies*, Vol. 5, No. 3, pp. 99–91.

International Country Risk Guide, 2009, PRS Group (Syracuse, New York).

Krueger, Anne O., 1987, "Origins of the Developing Countries' Debt Crisis, 1970 to 1982," *Journal of Development Economics*, Vol. 27, No. 1–2, pp. 165–87.

Krugman, Paul, 1988, "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang," *Journal of Development Economics*, Vol. 29, No. 3, pp. 253–68.

Marshall, Monty G., and Keith Jagers, 2009, *Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2007—Dataset Users' Manual* (Arlington, Virginia: Polity IV Project).

Mehlum, Halvor, Karl Moene, and Ragnar Torvik, 2006, "Institutions and the Resource Curse," *Economic Journal*, Vol. 1, No. 508, pp. 1–20.

Sachs, Jeffrey D., 1989a, "Introduction to 'Developing Country Debt and Economic Performance,'" in *Developing Country Debt and Economic Performance*, Volume 1: The International Financial System (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), pp. 1–36.

———, 1989b, "The Debt Overhang of Developing Countries," in *Debt Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro*, ed. by Guillermo Calvo and others (Cambridge, Massachusetts, and Oxford: Blackwell), pp. 80–102.

أخرى. جديدة. وهذه العملية الجديدة للاقتراض تثير تساؤلات حول مدى قدرة الموارد العامة للبلدان الغنية بالسلع الأولية على الاستمرار. واحتمالات الدخول في دائرة مفرغة جديدة من المديونية وتراكم الديون المفرطة.

وللحد من تلك المخاطر، ينبغي للبلدان الغنية بالسلع الأولية التي لها سجل سيء في الانضباط المالي، خاصة البلدان الأوتوقراطية، أن تنظر في تنفيذ قواعد موازنة الحكومة عند بدء انتعاش أسعار السلع الأولية. وقواعد المالية العامة إنما هي أهداف رقمية لمجملات الموازنة مثل العجز الهيكلي (الفرق بين نفقات الحكومة وإيراداتها معدلا حسب وضع الدورة الاقتصادية) والإنفاق والدين. ومن الناحية النظرية تعتبر قواعد المالية العامة منطقية لأنها تهدف إلى منع البلدان الغنية بالسلع الأولية من الإفراط في الاقتراض. أما على مستوى الممارسة العملية، فإن قواعد المالية العامة لا تكون دائما فعالة. والحقيقة أن المحاسبة التحليلية والضغط السياسي، وسوء استغلال المناصب العامة لأغراض شخصية قد تؤثر في التزام الحكومة بتنفيذ القواعد المالية العامة. ويصح ذلك خاصة في العالم الاستبدادي للبلدان الأوتوقراطية. ومن الصعوبات التي تواجه تطبيق قواعد المالية العامة تصميم نظام مناسب للرقابة والموازنة وإستراتيجية للتواصل الجماهيري. وهذه الصعوبات علامة على الحاجة إلى مزيد من البحث والنقاش بشأن تصميم السياسات في بيئات تسودها حوكمة ضعيفة. ■

رباح أريزكي اقتصادي في معهد صندوق النقد الدولي، وماركس بروكنر باحث دكتوراه من جامعة بومبو فابرا.

يستند المقال إلى ورقة عمل لصندوق النقد الدولي: IMF Working Paper 10/53, "International Commodity Price Shocks, Democracy, and External Debt."



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2011–2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

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

قنابل المحليات



راندال دود
Randall Dodd

**بعض الحكومات
المحلية على جانبي
الأطلنطي وجدت
نفسها في خضم
فوضى مالية عقب
الدخول في معاملات
لتداول المشتقات**

ونتيجة لذلك، لا تتوافر أرقام شاملة رغم ما تكبدته القارتان من خسائر فادحة.

وقد واجهت بعض الحكومات المحلية مشكلات وهي تحاول ببساطة الحد من تكلفة إصدار قروض لأغراض المسؤوليات الشائعة للحكومة المحلية كإجراء تحسينات في المدارس أو مرافق معالجة المياه. وكانت هناك حكومات محلية أخرى تحاول استخدام المشتقات المالية في تغطية ديونها أو عجز موازنتها. وبمجرد أن وقعت في مشكلات صارت معرضة لأخطار أكبر وهي تتعامل في مشتقات مالية أكثر تعقيدا أو غرابة وأكثر خطورة لتعويض خسائرها.

المراجعة حسب الأصول

كانت الحكومات في معظم الأحيان تدخل في نوع شائع من معاملات المشتقات المالية تسمى عقد مبادلة لخفض تكاليف الاقتراض المتوقعة. وتنطوي المبادلة العادية على تبادل تيار دخل ثابت مقابل تيار دخل مُعَوَّم. وقد وقعت الحكومات المحلية في مشكلات عندما قامت بدلا من ذلك بإصدار سندات بأسعار فائدة متغيرة أو معومة ثم دخلت في معاملات مبادلة أسعار الفائدة (عن طريق وسيط عادة ما يكون بنكا تجاريا أو استثماريا) لتحويل سعر الفائدة المتغير إلى سعر ثابت- ويُطلق على هذه العملية «دين مُخَلَّق بسعر فائدة ثابت». ومن المفترض أن يكون هذا السعر الثابت أقل مما كانت الحكومة المحلية ستدفعه لو أصدرت سندا عاديا بسعر فائدة ثابت. ويرغم أن القصد كان تحويل

النظر عن بعض الأسماء المشتركة -

بصرف

واشتهار أحدها من خلال فيلم باريس تكساس- يبدو أن الروابط بين المدن الأوروبية والأمريكية قليلة. لكن التمويل الحديث قد غير هذه الروابط القليلة. فعلى جانبي الأطلنطي، أدت معاملات تداول المشتقات المصرفية، المتشابهة، وإن كانت معقدة، إلى وقوع خسائر مالية عجزت أمامها الحكومات المحلية.

ويرجع إخفاق الصفقات جزئيا إلى الأزمة المالية العالمية، التي أثبتت خطورة كثير من المعاملات، التي كان يفترض أنها سليمة، أكثر مما كانت المحليات تعتقد. وكانت هذه الصفقات عادة ما تتضمن حكومات محلية يعوزها التطور، وتتعقد صفقات باستخدام مشتقات مالية متداولة خارج البورصة (راجع الإطار)، وليس في سوق منظمة أو من خلال مقاصة مركزية للطرف المقابل.

وقد أعلنت فرنسا عن عدم سداد مبالغ افتراضية لمشتقات مالية قيمتها ١١ مليار يورو، تتضمن ألف مدينة (المبلغ الافتراضي مماثل للقيمة الاسمية للسند). وفي إيطاليا أبلغت ٤٦٧ مدينة عن عدم سداد مبالغ قدرها ٢.٥ مليار يورو. ولا تتوافر بيانات شاملة عن ألمانيا، لكن كانت هناك خمسون مدينة على الأقل أجرت معاملات في المشتقات المالية مع البنك الألماني وحده. وفي الولايات المتحدة، حيث أصدرت أربعون ولاية قوانين تخول السلطات المحلية بالمتاجرة في المشتقات المالية، تراوح إجمالي القيمة الافتراضية التقديرية لهذه المعاملات بين ٢٥٠ و٥٠٠ مليار دولار. وكما حدث في أوروبا، خرجت الكوارث المالية المرتبطة بتداول تلك الأدوات إلى النور من خلال قضايا المحاكم. وأُعلن في الولايات المتحدة عن خسائر كبيرة في مدن ومقاطعات في ولايات ألاباما وكاليفورنيا وأوهايو وبنسلفانيا. وكما فعلت المحليات الأوروبية، لم يعلن كثير من الحكومات المحلية في الولايات المتحدة عن إخفاق صفقاته ربما تجنباً للحرع والعواقب السياسية.

ما هي المشتقات؟

المشتقات عبارة عن عقود مالية تُحسب قيمتها على أساس بند مرجعي أساسي كسهم أو سند أو عملة أو سعر فائدة، أو تُشتق منها- ومن هنا سُميت مشتقات. ومن أكثر أنواع المشتقات الشائعة العقود المستقبلية وعقود الخيار والمبادلات. ويجري تداول بعض المشتقات في البورصة وتداول البعض الآخر خارجها، وغالبا ما تُستخدم في التحوط ضد المخاطر.

سعر متغير إلى سعر ثابت، إلا أن ذلك قد تم على أساس المقاصة بين عمليتي دفع متغيرتين - أي بين السعر المعموم الذي دفعته الحكومة المحلية على السندات والسعر المعموم التي تقاضته في عملية المبادلة. وتشير التقديرات إلى أن الفرق المتوقع بين سعري الفائدة المعمومين سيوفر للحكومة المحلية ما بين ٠,٥ نقطة مئوية و ١,٥ نقطة مئوية من ديونها.

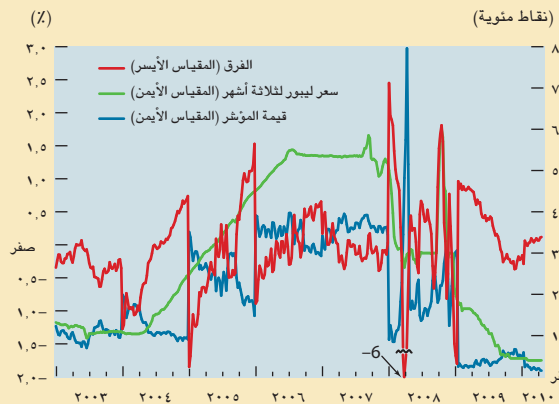
وهذه استراتيجية قياسية للمشتقات المالية طالما استخدمتها الشركات غير المالية ولكنها تسبب في مشكلات للحكومات المحلية عندما لم يكن السعر المعموم على السندات المحلية التي أصدرتها يتحرك بالتزامن مع سعر الفائدة المعياري الذي تحددت على أساسه الدفعات المقبوضة من وسطاء المبادلة. وقد تتعقب أسعار الفائدة المشار إليها بعضها بعضا عن كثب في ظل ظروف السوق العادية، لكنها تتباعد بحدة في أوقات الأزمات، عندما تؤثر فيها ضغوط السوق بصور مختلفة. وعندما توقفت أسعار الفائدة عن التحرك على نحو مترادف، لم تعد عملية المقاصة بين سعري الفائدة المتغيرين تحقق هدف السعر الثابت، وتوقفت الحكومات المحلية عن تحقيق وفر في مدفوعات الفائدة. ويُطلق على النتيجة المحتملة لهذا التطور العكسي مخاطرة «أساس». وغالبا ما كان وفر الحكومات المحلية في أسعار الفائدة يتحول إلى خسائر عندما تباعدت مسارات أسعار الفائدة.

وخلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى نهاية ٢٠٠٧، كان هناك فرق يعتمد عليه يسمى فروق أو أساس بين سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور)، وهو مؤشر مرجعي شائع الاستخدام لإصدارات الأسهم المحلية، ومؤشر اتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال (سيفما)، الذي غالبا ما يستخدم في تحديد سعر فائدة المبادلات على مستوى الحكومات المحلية. إلا أن هذا الفرق أخذ في التذبذب بصورة مكثفة في الفترة بين ٢٠٠٨ ومارس ٢٠٠٩ (راجع الرسم البياني)، وتوقفت الحكومات المحلية عامة عن دفع فوائد أعلى - وغالبا ما كانت أعلى كثيرا - مما كان متوقعا.

وازداد الموقف تعقيدا عندما كانت أسعار الفائدة التي تدفعها الحكومات

الرسم البياني

كان الفرق بين سعر ليبور وسعر مؤشر اتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال (سيفما) مستقرا في الفترة من عام ٢٠٠٦ إلى ٢٠٠٨ ولكنه أصبح متقلبا بعد ذلك مما كان له تأثير عكسي على أسعار الفائدة على الأوراق المالية للحكومات المحلية المستندة إلى هذا الفرق، وجعل الحكومات المحلية تتحمل مزيدا من التكاليف.



المصدر: مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي واتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال. سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) هو سعر الفائدة الذي تفرضه البنوك على الاقتراض فيما بينها لفترات قصيرة. وغالبا ما يُستخدم كمقياس مرجعي للدين بأسعار فائدة معومة، بما في ذلك كثير من الالتزامات الصادرة عن حكومات محلية. مؤشر اتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال (سيفما) غالبا ما يُستخدم كمقياس مرجعي لسعر الفائدة المتغير الذي يدفعه الوسطاء للحكومات المحلية في معاملات مبادلة أسعار الفائدة.

المحلية على سندات طويلة الأجل ذات السعر المتغير غير مربوطة بسعر فائدة معياري، وكانت تحد مباشرة من خلال السوق في المزايدات الأسبوعية أو الشهرية المنتظمة. وبالإضافة إلى وجود تفاوت بين أسعار فائدة عمليات التمويل المنفردة القائمة على السوق وأسعار الفائدة المعيارية، فغالبا ما كانت المزايدات تواجه فشلا في فترة الأزمة المالية العالمية نظرا لعدم التقدم بعروض لشراء السندات، ولا حتى من السماسرة/ التجار الوسطاء الذين سبق لهم ضمان الاكتتاب في الأوراق المالية. وكان العائق أمام هؤلاء السماسرة/ التجار الوسطاء نقص رؤوس أموالهم والمصاعب التي واجهتهم في التمويل. وعندما فشلت المزايدات، ارتفعت أسعار الفائدة على الأوراق المالية ارتفاعا صاروخيا بسبب بنود في العقود تفرض أسعار فائدة جزائية مرتفعة في حالة حدوث فشل على هذا النحو.

وقد صممت استراتيجية لتحقيق وفر في تكاليف الفائدة، لكنها لم تعالج مخاطر الأساس بشكل مناسب - أي احتمال اتساع الفروق. وجاءت المعاملات عقب فترة اتسمت بانخفاض تقلبات الفروق بين أسعار الفائدة مما يدل على تراجع احتمال حدوث مشكلات في المستقبل. ومن الواضح الآن أن الماضي لم يكن دليلا مرشدا جيدا للمستقبل، وأن الوفورات المتوقعة لم تعد كافية متى أخذ في الحسبان مقياس دقيق للمخاطر.

الحصول على الأموال مقدما

استخدمت الحكومات المحلية أيضا معاملات مبادلة أسعار الفائدة التي وفرت لها مدفوعات في بداية الفترة استطاعت أن تستخدمها في تخفيض ديونها أو تغطية مصروفاتها الجارية، مقابل سداد أكثر مما كان عليها أن تدفعه لولا ذلك على امتداد فترة المبادلة. وعادة ما يتم تسعير مبادلات أسعار الفائدة على أساس سعر التعادل، وهو ما يعني أن القيمة السوقية العادلة لكل جانب (أو "الساق" بلغة المبادلة) تكون هي ذاتها عند بداية الصفقة. ورغم ذلك، لو تعاقدت إحدى الحكومات المحلية على دفع جانب (أو ساق) لسعر فائدة ثابت يكون أعلى من السعر السائد في السوق، يقوم الوسيط بسداد قيمة هذه المدفوعات الآجلة الأعلى للحكومة المحلية عند بداية الصفقة. ووفقا للنظم المحاسبية للحكومات المحلية المبنية على أساس نقدي وليس على أساس الاستحقاق، لا تُقَيَّد هذه المعاملة عادة كدين حكومي، حتى ولو كانت الحكومة المحلية قد اقترضت بالفعل. وذلك من شأنه أن يشوه البيانات المبلغة عن أوضاع المالية العامة للحكومة المحلية.

صفقات غريبة

تضمنت الحالة الثالثة، وأحيانا الأكثر إضرارا، مشتقات مالية أكثر تعقيدا أو غريبة. فالحكومات المحلية التي كانت تسعى إلى تعويض خسائرها الناجمة عن معاملات في مشتقات مالية أخرى، أو حتى لمجرد تحسين العائدات على أصولها النقدية خلال إحدى فترات انخفاض أسعار الفائدة، دخلت في معاملات لمشتقات مالية مثل المبادلات ذات أجل الاستحقاق الثابت (CMS)، وعقود المبادلة الخيارية، والمبادلات المتزايدة وتُسمى كرة الثلج. وحيث إن هذه المبادلات كانت أكثر تعقيدا وإبهاما، كان من الصعب تسعيرها وكانت مخاطرها أقل وضوحا. علاوة على ذلك، لم يكن غرضها الأساسي عادة هو التحوط ضد المخاطر، وإنما كان تحقيق دخل أعلى عن طريق تحمل مزيد من المخاطر. وهناك سؤال رئيسي حول ما إذا كان تسعيرها عادلا.

والمبادلة ذات أجل الاستحقاق الثابت هي مبادلة بين أسعار الفائدة يعتمد فيها ما يدفعه أحد الجانبين على سعر فائدة معياري قصير الأجل مثل سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) لثلاثة أشهر زائدا الفرق، ويدفع الجانب الآخر مثلا سعر الفائدة على المبادلة لمدة عشر سنوات الساري عند تاريخ كل دفعة على امتداد فترة المبادلة، وهي في الأساس عملية رهان على انحدار منحني

العائد الذي يرسم العلاقة بين الدخل الذي يدره استثمار معين وموعد استحقاقه. وفي الأوقات العادية تقل العائدات كلما قصرت مدة الاستحقاق، ويصعد المنحني إلى أعلى (بسبب مزيج من عوامل المخاطر التي تتزايد مع الزمن). وكانت نقطة الجذب الرئيسية لهذه المعاملات هي اقتراب صافي المدفوعات بين الجانبين إلى الصفر عند ارتفاع سعر الفائدة المعياري. فإذا خفض البنك المركزي أسعار الفائدة قصيرة الأجل، من المحتمل أن يزداد منحني العائد انحداراً لأن أسعار الفائدة طويلة الأجل لن تهبط بهذه القدر. ومن شأن المبادلة أن تولد تدفقاً نقدياً للحكومة المحلية إلا أن ما حدث خلال الأزمة المالية هو هبوط أسعار الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل، فاستوى انحدار منحني العائد. ويُذكر أن سبعة وعشرين من المناطق التعليمية في بنسلفانيا وحدها خسرت أموالاً في هذه الأنواع من العقود منذ عام ٢٠٠٦.

الخسائر الناجمة عن كثير من هذه المعاملات في المشتقات المالية تسببت في مشكلات كبيرة للحكومات المحلية

وأحد الأنواع المختلفة المركبة للمبادلات ذات آجال الاستحقاق الثابتة مشتقات مالية غريبة متزايدة يُطلق عليها «كرة الثلج». وقد أفضت الاستثمارات من هذا النوع إلى خسائر تكديتها مدن مثل سانت إيتيان في فرنسا، وفورزهايم في ألمانيا. (تكبدت مدينة سانت إيتيان أيضاً خسائر ضخمة في مبادلات للعملة تضمنت الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري). وشأنها شأن المبادلات ذات آجال الاستحقاق الثابتة، اشتقت مبادلات كرة الثلج هذه قيمتها من الفرق بين سعري الفائدة طويل الأجل والأقصر أجلاً، ولكنها تضمنت آلية إضافية تشترط ألا تقل دفعة كل فترة عن دفعة الفترة السابقة لها. وهكذا، فإن أي تحرك غير موات في أسعار الفائدة، حتى ولو كان مؤقتاً، من شأنه أن يحدث زيادة مستمرة في الدفعات على امتداد فترة العقد - وقد امتدت آجال الاستحقاق أحياناً إلى عقود. ويعتبر هذا عملاً ناجحاً للطرف في الجانب الرابع من المعاملة، ولم يكن هذا الطرف في أغلب الأحيان هو الحكومة المحلية.

مثال لكل المشكلات الثلاث

في الولايات المتحدة، وقعت مقاطعة جيفرسون بولاية ألاباما في ورطة السيناريوهات الثلاثة كلها - أي محاولة خفض تكاليف الفائدة، وتوليد مدفوعات في بداية الفترة، وحصد دخل إضافي. فالمقاطعة - التي تضم أقل من سبعمائة ألف نسمة، دخلت في ١٧ مبادلة قيمتها الافتراضية غير المسددة مجمعة ٥,٨ مليار دولار بآجال استحقاق امتدت لما يصل إلى ٣٩ عاماً. ولم تقتصر خسائر المقاطعة على مبلغ ٢٧٧ مليون دولار في معاملات المشتقات المالية، وإنما توجد مؤشرات على دفع عموالات إضافية بلغت نحو ١٠٠ مليون دولار تقترن بتلك المعاملات.

ويتضح من أحد عقود المبادلة التي أبرمتها مقاطعة جيفرسون كيف يمكن للتعقيد أن يفرز معرفة غير متكافئة عن التسعير - وذلك عندما يعرف أحد الطرفين عن المعاملة أكثر مما يعرفه الطرف الآخر، الأمر الذي يؤدي إلى الإجحاف في تسعير المنتج. وقد صممت المبادلة التي نتحدث عنها لتوليد دفعة في بداية الفترة بمبلغ ٢٥ مليون دولار ودخل إضافي للمقاطعة التي تحملت مخاطرة إضافية على أسعار الفائدة من أجل الحصول على أعلى دخل. وكانت دفعات المبادلة، على أساس أصل المبلغ الافتراضي وهو ١,٨٨ مليار دولار، عبارة عن صافي

الفرق بين سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) لشهر واحد الذي تدفعه المقاطعة مضروباً في ٠,٦٧٪. والسعر ذاته الذي تقبضه المقاطعة مضروباً في ٠,٥٦٪ زائداً ٠,٤٩٪ عن أصل المبلغ. والمعادلة تساوي سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن الذي تدفعه المقاطعة مضروباً في ٠,١١٪ (٠,٦٧٪ ناقصاً ٠,٥٦٪) وتتقاضى دفعة ثابتة بنسبة ٠,٤٩٪.

وشروط الاتفاق مقومة كنسب من أسعار الفائدة، الأمر الذي يزيد من صعوبة فهم المعاملة. ولننظر في الهندسة المالية العكسية التالية التي تفترض أن أجل الاستحقاق يبلغ عشر سنوات؛ لأن تفاصيل الاستحقاق غير معلنة. فالشروط متطابقة - والمعاملة أسهل في فهمها - عندما تزداد أسعار الفائدة عشر مرات، وينخفض أصل المبلغ بنفس القدر. ويمكن التعبير عن شروط السداد بأن المقاطعة تدفع فرقاً بمقدار ١,١ مرة من سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن مضروباً في ١٨٨ مليون دولار هي أصل المبلغ الافتراضي ناقصاً ٤,٩٪. فإذا طبق سعر الفائدة الثابت المعياري لمدة ١٠ سنوات على مبادلة بسعر الفائدة السائد بين بنوك لندن في يونيو ٢٠٠٤، عندما أبرمت الصفقة، لسمح ذلك للمقاطعة بأن تدفع سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن العادي؛ وتحصل على ٥,٢٣٪ من أصل المبلغ. وبناء على سعر الفائدة على المبادلة السائد آنذاك، فإن سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن مضروباً في ١,١ مرة والذي دفعته المقاطعة كان من الممكن مبادلته مقابل ٥,٧٥٪ - أي أعلى بمقدار ٠,٨٥ نقطة مئوية من النسبة التي حصلت عليها وهي ٤,٩٪.

ومن جهة أخرى فقد حصل الوسيط في المبادلة على هذه المبالغ الأعلى. فبعد سداد ٤,٩٪ للمقاطعة تبقى له عائد خال فعلياً من المخاطر بنسبة ٠,٨٥٪ من أصل المبلغ وقدره ١٨٨ مليون دولار. والقيمة الحالية لهذا العائد في يونيو ٢٠٠٤ كانت ستصبح ١٢٥ مليون دولار - وكانت ستسمح للوسيط بأن يدفع ٢٥ مليون دولار كدفعة في بداية الفترة إلى مقاطعة جيفرسون، وأن يحقق ربحاً قدره ١٠٠ مليون دولار. وكانت المخاطرة الوحيدة بالنسبة للوسيط هي المخاطرة «الائتمانية» من توقف مقاطعة جيفرسون أو الطرف المقابل عن السداد في المبادلة الأخرى. ومن جهة أخرى تحملت المقاطعة قدراً كبيراً من مخاطرة سعر الفائدة وذلك بمعدل عائد أدنى من معدل السوق.

وتوضح هذه المعاملة كيف استخدمت الأدوات المعقدة وغير الشفافة التي تم تداولها خارج إطار السوق الرسمية في معاملات المشتقات المالية مع حكومات محلية غير متمرسية. كما تبين أيضاً كيف يمكن أن تحرر العقود بطرق تحجب وتعتم على ما يكمن تحتها من جوانب اقتصادية.

وأدت الخسائر الناجمة عن كثير من هذه المعاملات في المشتقات المالية إلى وقوع مشكلات كبيرة للحكومات المحلية. فمدن مثل سانت إيتيان وفورزهايم وكذلك مقاطعة جيفرسون في ولاية ألاباما كان عليها أن تخفض إنفاقها بمبالغ كبيرة - وبذلك تقلل من خدماتها الجارية وتؤخر أو تكبح الاستثمار العام في البنية التحتية، الأمر الذي أدى إلى تضائل النشاط الاقتصادي الحقيقي.

ولمساعدة الحكومات المحلية في تجنب معاملات غير مفهومة، ينبغي إلزامها بالاستعانة بطرف ثالث من مستشارين مستقلين حقا يمكنهم تحليل المخاطر، واقتراح تسعير مستقل. وينبغي أن تدفع الحكومات المحلية لهؤلاء المستشارين أتعاباً محددة وليس نسبة مئوية من المعاملة. وعلى الوسيط في المشتقات المالية أن يتصرفوا على أساس مسؤوليتهم كأمناء استثمار، ويشترط عليهم إثبات مدى ملاءمة المعاملات للحكومة المحلية وضمان شفافيتها. إضافة إلى ذلك، ينبغي تحديث القواعد المحاسبية الحكومية بحيث تعالج استخدام المشتقات المالية في تمويل الحكومات المحلية. ■

راندال دود خبير مالي أول سابق في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.



عمليات بناء في بيروت.

سبق للعديد من البلدان إحداث خفض كبير في نسب الدين العام، الأمر الذي تحقق في الغالب بفضل الأوضاع الاقتصادية الكلية المواتية. لكن هذه البلدان قد لا يحالفها الحظ ثانية في المستقبل

هارالد فينغر وعظيم ساديكوف
Harald Finger and Azim Sadikov

كيف تمكن لبنان من تحقيق ذلك؟ تبدأ القصة باسترداد الاقتصاد عافيته بقوة. ففي عام ٢٠٠٦، دُك اقتصاد لبنان جراء الصراع المسلح مع إسرائيل، وأدى ما تلاه من جمود سياسي استمر طويلاً إلى ترك البلاد دون برلمان عامل لأكثر من عام (وبلغت التوترات السياسية ذروتها بانتقال الصراع إلى الشوارع في ربيع عام ٢٠٠٨). إلا أن الاقتصاد اللبناني بدأ في استعادة قوته في عام ٢٠٠٧، في انفصال مذهل عن المناخ السياسي المتوتر. وقد بدأت الثقة – ومن ثم النشاط الاقتصادي – في التعافي معززين بجدول أعمال جديد وطموح للإصلاح المالي ودعم مالي (محدود) من المانحين في المنطقة ومن الغرب.

وقد يسر اتفاق المصالحة السياسية الذي تم التوصل إليه في الدوحة في عام ٢٠٠٨ بين الفصائل اللبنانية المتنافسة حدوث نهضة قوية في قطاعي السياحة والبناء. وتلا ذلك دخول تدفقات كبيرة إلى الجهاز المصرفي – وهي إشارة على استعادة الثقة – تعززت حتى أثناء الأزمة المالية العالمية. ومن ثم سجل إجمالي الناتج المحلي الحقيقي نمواً بمعدل سنوي بلغ في المتوسط ٨,٥٪ خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٩. وعلى الرغم من أن جدول أعمال لبنان المالي الطموح لم ينفذ بالكامل مطلقاً، فقد سمح النمو القوي، وانضباط المالية العامة، ودعم بعض المانحين بتوافر فوائض مالية أولية – بنسبة تراوحت بين ١,٥٪ و ٣٪ إلى إجمالي الناتج المحلي خلال هذه الفترة – بعد استبعاد مدفوعات الفوائد، مما خفض نسبة دينه بصورة كبيرة (على الرغم من أن الدين الحكومي لا يزال مرتفعاً ويبلغ نحو ١٥٠٪ من إجمالي الناتج المحلي).

قد يكون الكساد العالمي الذي شهده العام الماضي قد أفسح الطريق أمام تعاف عالمي، إلا أن ما خلفه من آثار لا يزال باقياً في جانب واحد منه على الأقل. ففي كثير من البلدان، ارتفع الدين العام كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي بشكل سريع منذ بداية الأزمة العالمية ومن المرجح أن يزداد ارتفاعاً خلال السنوات القادمة لأن خفض العجز في الموازنات الحكومية عن مستوياته المرتفعة الحالية سوف يستغرق وقتاً. وبمجرد أن يترسخ التعافي ويتوقف اعتماده على ما يقدمه التنشيط المالي الضخم من دعم لاستمراره، لا بد أن يتحول التركيز إلى خفض الدين. وتثبت التجربة السابقة إمكانية تحقيق هذا الأمر في الواقع، إلا أنه من المحتمل أن يغدو المضي قدماً في هذه المهمة مثيراً لتحديات أكبر.

قصة من الشرق الأوسط

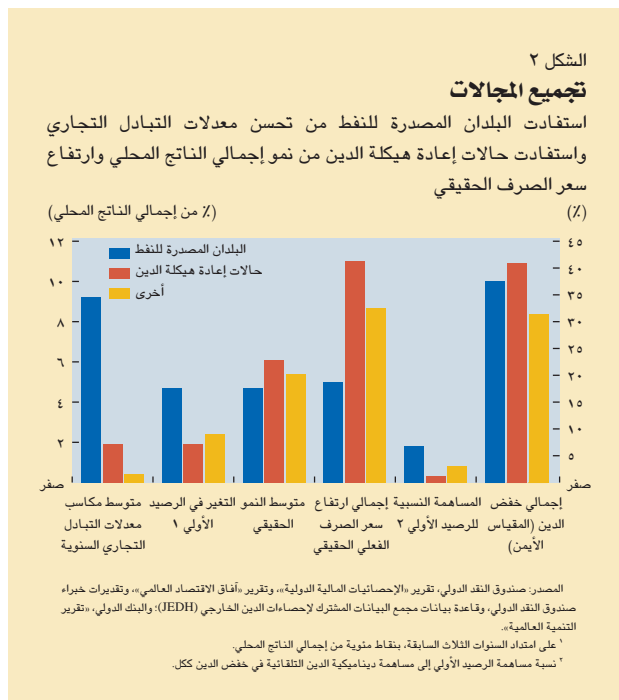
لبنان مثال لبلد تمكن من تحقيق خفض كبير في نسبة الدين الحكومي إلى إجمالي الناتج المحلي. فمرت سنوات من ارتفاع العجز في المالية العامة خلال التسعينات وتتابعت الصدمات في أوائل العقد الأول من الألفية الثالثة حتى منتصفه مما أدى إلى ارتفاع الدين الحكومي إلى ١٨٠٪ من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام ٢٠٠٦، مما يعد من بين أعلى نسب الدين في العالم. بيد أن لبنان استطاع على مدى السنوات الثلاثة التالية أن يخفض هذه النسبة بنحو ٣٠ نقطة مئوية، مما يعد تحسناً كبيراً وسريعاً لم يكن كثيرون يتوقعونه في عام ٢٠٠٦.

وفرة السوابق

ليس لبنان هو المثال الوحيد. فمما يدعو للدهشة أن كثيرا من البلدان قد تمكن من خفض نسب الدين إلى إجمالي الناتج المحلي بشكل كبير. فمنذ عام ١٩٨٠، شهدت ٨٤ حالة من بين الاقتصادات المتقدمة ومتوسطة الدخل تراجعاً في نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي بما يزيد على ٢٠ نقطة مئوية على مدى عامين على الأقل. وبلغ المعدل الوسيط لخفض الدين ٣٤٪ من إجمالي الناتج المحلي واستمر خمس سنوات ونصف مع تحقيق فائض أولي في المالية العامة بلغ في المتوسط ٢٠٧٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. وحدث تباين كبير في حجم انخفاض الدين الإجمالي ومتوسط الرصيد الأولي (راجع الرسم البياني ١).

وتنقسم حالات خفض الدين الكبيرة بوجه عام إلى ثلاث مجموعات:

- البلدان المصدرة للنفط التي استفادت من تطورات الأسعار المواتية أو التوسع في الطاقة الاستخراجية؛
- حالات إعادة هيكلة الدين التي تلقت دعماً من الدائنين وغالبا ما كان يساعدها التعافي الاقتصادي السريع عقب وقوع أزمة؛
- حالات أخرى حققت خفضاً للدين عن طريق توليفة جمعت بين تصحيح الأوضاع المالية العامة محليا وديناميكية «تلقائية» مواتية للدين. وعادة ما كانت هذه الديناميكية تتضمن توليفة تجمع بين قوة النمو الاقتصادي وانخفاض أسعار الفائدة نسبيا - فيما يتعلق بالبلدان المقوم دينها بعملات أجنبية - بالإضافة إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي.



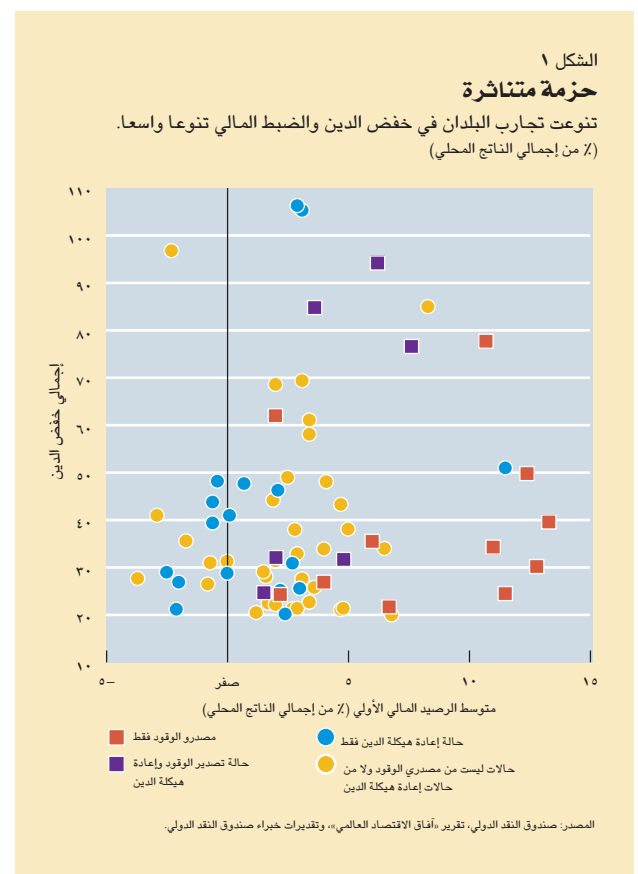
البلدان المصدرة للنفط ومرحلة الامتلاء

لم يكن من المثير للدهشة أن تحقق البلدان المصدرة للنفط زيادة في رصيد المالية العامة الأولى أعلى من البلدان الأخرى أثناء فترات خفض الدين لأن أسعار النفط الأخذ في الارتفاع و/أو الزيادة في الإنتاج أدت إلى تحقيق إيرادات مالية أعلى (راجع الرسم البياني ٢). وقد سجل تحسن معدلات التبادل التجاري في البلدان المصدرة للنفط في المتوسط أضعاف ما سجلته بلدان أخرى. إلا أن البلدان المصدرة للنفط شددت نفقاتها الأولية بمعدل أقل إلى حد ما، ربما لأن الإيرادات النفطية غير المتوقعة قللت من الضرورة الملحة لخفض الإنفاق. ومع هذا، فإن البلدان المصدرة للنفط هي المجموعة الوحيدة التي أسهم رصيدها الأولي في خفض نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي بقدر أكبر مما حققته ديناميكية الدين التلقائية الناتجة عن التطورات المواتية في النمو وأسعار الفائدة وسعر الصرف.

معاودة تنشيط حالات إعادة هيكلة الدين

وعلى النقيض من ذلك، ففي الحالات التي تضمنت إعادة هيكلة الدين - سواء مع الجهات الدائنة الخاصة أو نادي باريس - جاءت مساهمة الرصيد الأولي في خفض الدين ككل أقل مما كانت عليه في المجموعات الأخرى. ومن المؤكد أنه خلال العام الأول من فترة إعادة هيكلة الدين، كان تصحيح أوضاع رصيد المالية العامة الأولى في المتوسط أعلى قليلاً في حالات إعادة هيكلة الدين من الحالات الأخرى (مع استبعاد البلدان المصدرة للنفط)، لكن الصورة تختلف على امتداد فترة إعادة هيكلة الدين بأكملها. وفيما يتعلق بحالات إعادة هيكلة الدين - على الرغم من تشديد الرصيد الأولي بما يقارب ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي خلال تلك الفترات - لم تتجاوز الأرصدة الأولية ٠,٧٪ فقط في المتوسط من إجمالي الناتج المحلي، وهي نسبة أقل كثيراً مما حققته البلدان المصدرة للنفط (٦,٤٪) وغيرها من الحالات (٢,٨٪).

وقد يبدو هذا الأمر محيراً، فقد يتوقع المرء أن يطلب الدائنون فوائض أولية أعلى في مقابل تخفيف أعباء الدين. بيد أن الحاجة إلى تشديد رصيد المالية العامة



عجز أولي أثناء عمليات خفض الدين (بمتوسط بلغ ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي). وبالتالي، اعتمدت هذه البلدان أكثر من نظرائها في مناطق أخرى على ديناميكية الدين المواتية في تخفيض نسب ديونها (فكلما بعد بلد ما إلى الجنوب الشرقي من الخط الممتد ٤٥ درجة في الرسم البياني ٣، زاد اعتماده على ديناميكية الدين التلقائية مقارنة بمساهمة رصيد المالية العامة الأولى). وفي المقابل، كانت الاقتصادات المتقدمة تميل إلى الاعتماد على الفوائض الأساسية إلى حد ما بصورة أكبر من اعتمادها على ديناميكية الدين التلقائية.

لقد كان الميل إلى الاعتماد على ديناميكية الدين التلقائية وليس على الفوائض الأولية واضحا بشكل خاص بين الحالات ذات مستويات الديون الأولية الأعلى، ربما لأن البلدان التي عجزت عن منع التراكم الكبير للديون كانت أيضا أقل قدرة على ضبط مواردها خلال فترات خفض الدين. ومن ثم، وجب عليها الاعتماد بصورة أكبر على أوضاع الاقتصاد الكلي المواتية. وفي المقابل، كانت فترات خفض الدين التي اعتمدت على الفوائض الأولية أكثر من اعتمادها على ديناميكية الدين التلقائية تميل إلى مزيد من الاستمرار. كما كانت هذه الأنواع من الفترات أكثر تركزا في الاقتصادات المتقدمة من الاقتصادات متوسطة الدخل. وقد تجد بعض البلدان ما يغريها باللجوء إلى التضخم للتخلص من الدين. فمن حيث المبدأ، فإن أي بلد يتمكن من إحداث تضخم بطريقة لا تنعكس بصورة كاملة في أسعار الفائدة يمكنه إيجاد ديناميكية ملائمة للدين دون تصحيح كبير في سياسة المالية العامة. إلا أن اللجوء إلى معدل تضخم كبير قد يعني فقداننا سريعا للمصداقية. علاوة على ذلك، وبالنظر إلى الديون الكبيرة المستحقة على كثير من البلدان بعملات أجنبية، قد تخفق جهود إحداث التضخم بسبب ما يترتب عليها من انخفاض في سعر صرف العملة. وفي واقع الأمر، سجلت بضعة بلدان معدلا مرتفعا من التضخم خلال فترات خفض ديونها (إذ سجلت ثلاث حالات فقط متوسط تضخم تجاوز ٢٠٪). وعلى الرغم من أنه قد يُتوقع لجوء البلدان التي عليها ديون أقل بعملات أجنبية إلى تسجيل معدل تضخم أعلى من البلدان التي عليها ديون أكبر بعملات أجنبية، فما من دليل على ارتفاع التضخم بصورة منهجية في بلدان تنخفض فيها حصة الديون بعملات أجنبية.

وبإيجاز، كانت البلدان متوسطة الدخل بخلاف البلدان المصدرة للنفط تميل إلى الاعتماد على ديناميكية الدين التلقائية التي تواجدها بفضل أوضاع الاقتصاد الكلي المواتية أكثر من اعتمادها على الفوائض الأولية خلال فترات خفض الدين. إلا أنه كانت هناك حاجة لتصحيح رصيد المالية العامة الأولى بقدر كبير لتفعيل خفض الدين، كما ارتبط ارتفاع الفوائض الأولية بفترات أكثر استمرارية لخفض الدين. ويؤكد هذا الأمر أهمية ضبط أوضاع المالية العامة، ليس فقط كعنصر مباشر يساهم في ديناميكية الدين، ولكن أيضا لتحفيز ظروف الاقتصاد الكلي المواتية التي من شأنها خفض نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي. وفي الاقتصادات المتقدمة، كان لديناميكية الدين التلقائية دور أقل - ربما بسبب ميل هذه الاقتصادات إلى أن تكون أقل ديناميكية - وكان لزاما عليها الاعتماد بشكل أكبر على الجهود المالية المستمرة لتحقيق خفض الدين.

وفي ظل احتمال ارتفاع أسعار الفائدة العالمية والتوقعات بأن يكون التعافي بطيئا نسبيا في كثير من البلدان التي تخرج من الأزمة العالمية، قد يكون من الضروري ضبط أوضاع المالية العامة بقدر أكبر مما كان في الماضي لتقليص حجم الدين. وفيما يخص لبنان، فإن تخفيض الدين مرة أخرى سوف يتطلب تحقيق فوائض أولية كافية تدعمها إصلاحات هيكلية تهدف إلى الحفاظ على زخم النمو. ■

هارالد فينغن: اقتصادي أول، وعظيم ساديكوف اقتصادي، وكلاهما من إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في صندوق النقد الدولي.

الأولي أثناء فترات تخفيض الدين قد تقلصت فعليا بفضل ديناميكية الدين المواتية المدفوعة بشروط خدمة الدين الأكثر سخاء وكذلك سرعة تعافي الاقتصاد وارتفاع سعر الصرف الحقيقي في أعقاب وقوع أزمة، في حالات كثيرة. وفي واقع الأمر، حققت حالات إعادة هيكلة الدين في المتوسط أكبر معدلات تخفيض الدين (٤١٪ من إجمالي الناتج المحلي مقابل ٣٨٪ بين البلدان المصدرة للنفط و٣١٪ بين الحالات الأخرى) على الرغم من أنها سجلت أدنى فوائض أولية بين المجموعات الثلاث. وبخلاف التخفيف المباشر لأعباء الدين من شروط إعادة الهيكلة، فإن ارتفاع نمو إجمالي الناتج المحلي (٦٪) والارتفاع الكبير في سعر الصرف الحقيقي (١١٪) على امتداد الفترة قد دعما أيضا حالات إعادة هيكلة الدين.

ورغم أن حل مشكلات الدين عن طريق إعادة الهيكلة يبدو مغريا، فإن الروابط المالية المتبادلة المتنامية تجعل هذا المسار مكلفا للغاية لكل من البلد الذي يمر بمرحلة إعادة هيكلة والمجتمع الدولي الذي يرتبط به.

النمو خروجاً من الدين

كانت هناك نزعة بين البلدان الثلاثة والأربعين التي ليست من البلدان المصدرة للنفط ولا من المستفيدة من إعادة هيكلة الدين - خاصة الحالات في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى (راجع الرسم البياني ٣) - إلى الاعتماد على ديناميكية الدين التلقائية بصورة أكبر من الاعتماد على الفوائض الأولية في خفض نسبة الدين. ويختلف مقدار خفض الدين بشكل كبير، إلا أن معظم البلدان حققت فوائض أولية تراوحت بين ٢٪ و٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. ولضبط رصيد المالية العامة الأولى، اعتمدت البلدان متوسطة الدخل بنفس القدر على تدابير العائد والإنفاق، في حين كانت الاقتصادات المتقدمة تميل إلى الاعتماد بشكل أقوى على خفض الإنفاق، ربما لأنها كان لديها بالفعل نسب عائد مرتفعة نسبيا قبل فترات خفض الدين.

ومع هذا، واجهت معظم بلدان الشرق الأوسط وآسيا الوسطى بالفعل حالات



خفض التكاليف المذهلة للطاقة الرخيصة

المنشأة النفطية في جزيرة خرج، جمهورية إيران الإسلامية.

دومينيك غيوم ورومان زيتك
Dominique Guillaume and Roman Zytke

إلغاء الدعم على منتجات الطاقة المحلية مسألة شائكة، لكن البلدان المصدرة للنفط تجني ثمارا واضحة إن أقدمت على تلك الخطوة

أسعار الطاقة واستهلاكها

عندما كانت الأسعار الدولية للطاقة منخفضة خلال الفترة الممتدة من ١٩٤٠ إلى ١٩٦٠ ثم في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي، كان توفير البنزين والديزل والغاز الطبيعي بدون مقابل للمستخدمين المحليين على ما يبدو طريقة بسيطة تتبعها البلدان المصدرة للنفط لتوزيع بعض من ثروتها الوطنية من النفط والغاز. بالإضافة إلى ذلك، أدى إغراء وفرة مصادر الطاقة الرخيصة إلى إيجاد الاستثمارات ومن ثم الوظائف التي كان الحاجة إليها ماسة. ولم يكن لمسألة الدعم أهمية تذكر ما دامت الأسعار المحلية تغطي تكاليف إنتاج الطاقة.

وتغيرت الأوضاع كثيرا في العقد الماضي. فعلى جانب العرض، استمر انخفاض استثمارات استكشاف النفط والغاز واستخراجهما في ظل الأسعار المتدنية والطاقة المفرطة خلال ثمانينات وتسعينات القرن الماضي. أما على جانب الطلب، أدى انخفاض الأسعار إلى حفز الطلب العالمي. وارتفع الطلب إلى مستويات أعلى مدفوعا بالنمو الاقتصادي السريع في كثير من الأسواق الصاعدة ذات الكثافة السكانية العالية—مثل الصين والهند—مع نمو الطبقة المتوسطة على مستوى العالم بما لها من طموحات تجعلها كثيفة الاستهلاك للطاقة.

ومع تجاوز نمو الطلب الزيادات في العرض، ارتفعت أسعار النفط من نحو ١٧ دولارا للبرميل في ١٩٩٨ إلى ٩٧

مع ارتفاع أسعار النفط خلال السنوات الأخيرة، واجهت حكومات البلدان المصدرة للنفط خيارا صعبا وهو ما إذا كان ينبغي لها السماح بزيادة الدعم المحلي للإبقاء على الوقود في متناول مواطنيها أو تخفيض الدعم أو حتى إلغاؤه وإفساح المجال لقوى السوق. وقد أخذت بالفعل بعض البلدان المنتجة للنفط—مثل جمهورية إيران الإسلامية—خطوات نحو إلغاء الدعم المحلي.

وإذا وقع الاختيار على السماح بارتفاع أسعار الطاقة المحلية إلى مستواها الدولي، قد يتمكن صناع القرار في البلدان المنتجة للنفط من الحد من الإسراف في استهلاك الطاقة وتحقيق عائدات إضافية من صادرات النفط والغاز المربحة. ومن ثم، يمكن للحكومة إعادة توزيع معظم العائدات الإضافية المتحصلة من زيادة الأسعار عن طريق العوائد النفطية مما يحقق تأييد المواطنين لزيادة السعر.

ومع هذا، ولكي يكتب النجاح لهذه الخطوة، يجب أن يفتقرن أي إصلاح من هذا النوع بسياسات اقتصادية جزئية واقتصادية كلية داعمة. وفي غياب هذه السياسات، فما أسهل أن يؤدي الارتفاع الكبير المفاجئ في الأسعار إلى إطلاق شرارة أعمال الشغب في الشوارع (كما حدث في كثير من البلدان) ويؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم ويسبب مزيدا من الخسائر الاقتصادية والمعاناة الاجتماعية.

تكاليف الطاقة الرخيصة

تثور تساؤلات متزايدة حول فكرة أن الطاقة الرخيصة لا تحقق المنفعة إلا لمستخدميها. فالتنافس قد يكون خطرا في المدن الواقعة في البلدان المنتجة للنفط. كما أن السير في حركة المرور المتكدسة في القاهرة أو كاراكاس أو جاكارتا أو كوالا لامبور أو لاغوس أو طهران مكلف من حيث الوقت والجهد وإهدار الإنتاجية والدخل.

وبالمثل، فإن الإدعاءات بأن الطاقة الرخيصة تعزز التنمية الاقتصادية مشكوك في صحتها. وهناك أدلة واضحة على تزايد كفاءة استخدام الطاقة (التي تقاس باستخدام الطاقة لكل وحدة ناتج) مع تقديم الدعم على الطاقة (راجع الرسم البياني ٣). فتوافر الطاقة بأسعار رخيصة لا يشجع على الاقتصاد في استهلاكها، كما أنه يعوق البلدان التي تنتجها في الغالب لتلبية الاحتياجات المحلية عن إنتاج سلع تتسم بالكفاءة في استخدام الطاقة - مثل السيارات - التي يُرجح أن تشتريها من الأسواق الدولية. ويقف هذا العجز عن المنافسة على المستوى الدولي عائقاً أمام التخصص كما يبطئ وتيرة النمو الاقتصادي وتوفير الوظائف. ونتيجة لذلك، لا يكتب لمحاولات تنويع النشاط الاقتصادي النجاح وتظل البلدان المنتجة للنفط أكثر عرضة لتقلبات أسواق الطاقة الدولية.

وأخيراً، من الصعب تأييد انخفاض أسعار الطاقة على أساس أنه يحقق العدالة الاجتماعية لأن هذا الانخفاض في نهاية المطاف يحقق المنفعة لكبار مستخدمي الطاقة الذين غالباً ما يكونوا الأغنى والأكثر قدرة على امتلاك سيارات فارهة وأجهزة شرهة لاستهلاك الطاقة.

ولزيادة سرعة النمو الاقتصادي في القطاع غير النفطي وإيجاد فرص عمل، بدأ صناع السياسات في البلدان المصدرة للنفط يدركون أنه يتعين عليهم تنفيذ إصلاحات تهدف إلى زيادة الكفاءة والقدرة التنافسية الاقتصادية. وقد سببت هذه الإصلاحات تأييد المجتمع الدولي. ففي قمة مجموعة العشرين التي انعقدت في مدينة بيتسبرغ في عام ٢٠٠٩، أشار المشاركون إلى «اعتزامهم ترشيد الدعم غير الكفء على الوقود الأحفوري، الذي يشجع على الاستهلاك المسرف، وإلغائه بالتدريج على المدى المتوسط» وطلبوا من المؤسسات المالية الدولية «مساعدة البلدان المعنية بهذه العملية». وتدرس العديد من البلدان المصدرة للنفط حالياً إلغاء الدعم على الطاقة.

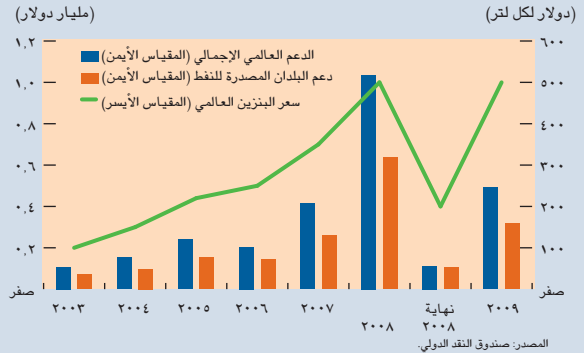
والواقع أن إلغاء الدعم على الطاقة المحلية أمر محفوف بالمخاطر، كما تبين

دولارا للبرميل في المتوسط في عام ٢٠٠٨. وبارتفاع سعر النفط أدركت حكومات البلدان المصدرة للنفط أنها كانت تخسر مليارات الدولارات كعائدات محتملة نتيجة للانخفاض المفرط في أسعار المنتجات النفطية في أسواقها المحلية. وكان يتعين على صناع السياسات في تلك البلدان أن يتساءلوا عما إذا كان يمكنهم عمل ما هو أفضل من منح سلعة بدون مقابل كان يمكنها عملياً تحقيق ثروة طائلة إذا بيعت في السوق الدولية.

وعلى المستوى العالمي، بينما ارتفع سعر النفط من متوسط بلغ ٢٩ دولارا للبرميل في عام ٢٠٠٣ إلى ما يقارب ١٤٥ دولارا للبرميل في يوليو ٢٠٠٨، ارتفع دعم النفط من ٥٤ مليار دولار في عام ٢٠٠٣ إلى أعلى مستوياته على أساس سنوي فبلغ ٥١٨ مليار دولار في منتصف عام ٢٠٠٨، ثلثيه في بلدان مصدرة للنفط (راجع الرسم البياني ١). وفي الوقت ذاته، شهدت السنوات القليلة الماضية ارتفاع معدلات الطلب على المنتجات النفطية في البلدان المصدرة للنفط إلى مستوى الرقمين وبوتيرة أسرع حتى مما سجلته الهند والصين. وفي المقابل، سجلت الولايات المتحدة - حيث تعكس الأسعار تحركات السوق - ارتفاعاً في أسعار البنزين بما يقارب ثلاثة أضعاف خلال المدة نفسها، من ١٠.٦٤ دولارا في المتوسط للغالون في عام ٢٠٠٣ إلى ٣٠.٢١ دولارا في المتوسط للغالون في عام ٢٠٠٨ مما أدى إلى تضائل الطلب (راجع الرسم البياني ٢).

الشكل ١
تصاعد الغاز

مع ارتفاع سعر الغاز في السنوات الأخيرة، ازداد دعم الطاقة خاصة في البلدان المصدرة للنفط.

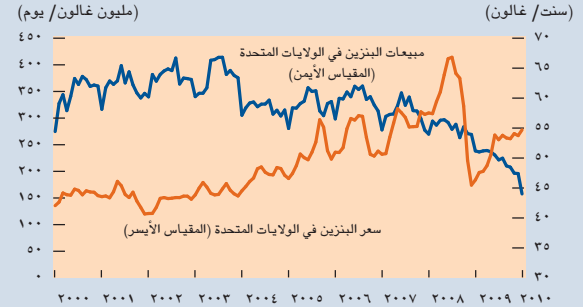


المصدر: صندوق النقد الدولي.

الشكل ٢

الأسعار في ارتفاع والاستهلاك في انخفاض

تراجع استهلاك البنزين في الولايات المتحدة حتى على الرغم من استمرار ارتفاعه بوتيرة سريعة في البلدان التي تقدم الدعم على الطاقة.



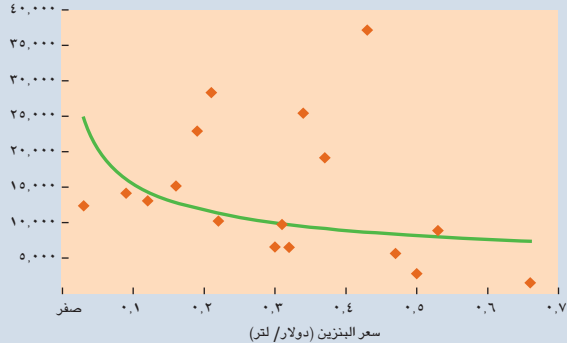
المصدر: إدارة معلومات الطاقة (وزارة الطاقة الأمريكية).

الشكل ٣

استخدام الطاقة في البلدان التي تدعم الطاقة

رخص سعر البنزين يثبط الحفاظ على الطاقة وإنتاج منتجات كفاء في استخدام الطاقة

(آلاف الوحدات الحرارية البريطانية/ دولار، مستوى أسعار عام ٢٠٠٠)



المصدر: إدارة معلومات الطاقة (وزارة الطاقة الأمريكية) والبنك الدولي، تقرير «مؤشرات التنمية العالمية».

سياسات الاقتصاد الكلي

بخلاف اعتبارات الاقتصاد الجزئي، يجب أن يحظى إصلاح أسعار الطاقة بدعم من سياسات اقتصادية كلية سليمة ومنسقة. ومن ثم تنشأ الحاجة إلى توافر الشفافية والتنسيق في السياسات المالية والنقدية وسياسات سعر الصرف للحد من تقلب الأسعار بمرور الوقت والتشوهات المتعلقة بالسوق.

وعلى وجه التحديد، فبالإضافة إلى إعادة توزيع العائدات الناشئة عن زيادة الأسعار على الأسر والمشروعات، يجب أن تهدف السياسات المالية الحكومية إلى تجنب احتياطات لتقديم الدعم المؤقت للمؤسسات ذات الأهمية الاجتماعية مثل المدارس ومنشآت الرعاية الصحية، أو للفئات الأضعف مثل الأشخاص الذين يتم تسريحهم من العمل جراء إغلاق المشروعات الكبرى والمتعثرة في قطاعات تقل فيها بدائل التوظيف. ففي غياب الاحتياطات المالية، من المحتمل أن يلجأ صناع السياسات، في رد فعل للضغوط السياسية، للتمويل شبه المالي عبر الجهاز المصرفي أو الضوابط الإدارية مثل توفير الطاقة بنظام الحصص أو تخفيضات مؤقتة للأسعار لمستخدمين يقع عليهم الاختيار. وسيتسبب الإجراءان في تشوه الاقتصاد وتقويض الإصلاح.

وتفرض سياسة سعر الصرف تحدياً آخر، خاصة في ظل استمرار العمل بنظم أسعار الصرف الثابتة أو الخاضعة للتوجيه الشديد في كثير من البلدان المنتجة للنفط ذات الدعم الكبير. وإذا ظل سعر الصرف دون تغيير بالقيمة الاسمية، ستراجع القدرة التنافسية وتزداد الضغوط السياسية لزيادة سبل الحماية الجمركية وغير الجمركية التشويهية - خاصة في البلدان حيث كانت أسعار الطاقة قبل الإصلاح تمثل نسبة بسيطة من مستواها الدولي. وقد يؤدي تخفيض سعر الصرف أو تعويمه دون وجود سياسات مالية ونقدية داعمة إلى تقويض الثقة في العملة الوطنية نظراً لتزايد الضغوط التضخمية وانتشار الدولار. ومن شأن تشديد السياسة النقدية الحد من الآثار الثانوية لارتفاع الأسعار على مستوى الأسعار ككل، إلا أن تطبيق السياسة النقدية خلال عملية الإصلاح يمثل تحدياً خاصة في البلدان التي تحتاج بشدة إلى تصحيح الأسعار. وعلى أي حال، فالهدف من الإصلاح هو تغيير البنيان الاقتصادي برمته. ■

دومينيك غيوم نائب رئيس قسم، ورومان زايك اقتصادي أول، وكلاهما من إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Zytek, Roman, "Subsidies in the Islamic Republic of Iran," IMF Selected Issues Paper, June 2008.

D. Guillaume and R. Zytek, "The Economics of Energy Price Reform in the Islamic Republic of Iran," IMF Selected Issues Paper, January 2010.

من خلال القلائل التي شهدتها بعض البلدان التي حاولت اتخاذ هذه الخطوة. فغالبية المواطنين يقدرون حصولهم على طاقة رخيصة، حتى وإن كانوا على دراية أن هذا ليس هو الأسلوب الأمثل للارتفاع بثروتهم الوطنية. وقد يؤدي إلغاء الدعم أيضاً إلى تعميق عدم الثقة في الحكومة. بيد أن تجربة بلدان أوروبا الشرقية في تسعينات القرن الماضي دليل على إمكانية النجاح في إصلاح أسعار الطاقة إذا ما أُخذ في الحسبان عدد من قضايا الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي خلال مرحلة وضع خطط الإصلاح وتنفيذها (دراسة Guillaume and Zytek، ٢٠١٠).

تبرير الإصلاح وتنفيذه

ينبغي أن تحظى الإصلاحات بقبول واسع لدى الجمهور. ومن السهل تنفيذ وفهم برنامج بسيط للتحويلات النقدية يعوض جميع الأسر عن زيادة الأسعار. فمن شأن هذا البرنامج أن يواصل بفعالية توزيع ثروة الطاقة الوطنية على جميع المواطنين مع ترشيد استخدام الطاقة في الوقت ذاته. وبدلاً من ذلك، يمكن أن تحاول الحكومة تقديم تحويلات نقدية موجهة بدقة لمستحقيها. ومع هذا، فإن أي برنامج يستهدف منفعة بعض المجموعات (الفقراء) في حين يستبعد مجموعات أخرى (الطبقة الوسطى) سيسفر عن إقصاء بعض أهم الأطراف المعنية بالإصلاح. ويمثل أحد العناصر المهمة في إصلاح أسعار الطاقة - وإن كان أقل وضوحاً - في تصحيح أوضاع قطاع الشركات. فسوف يتعين تنفيذ عملية إعادة هيكلة كبيرة لقطاع الإنتاج عند تنفيذ زيادة كبيرة في أسعار الطاقة في البلدان التي انتفعت فيها الشركات من الرخص الشديد لسعر الطاقة على مدى عقود. فالتحول من الاستخدام الكثيف للطاقة إلى الاستخدام المنخفض لها قد يستغرق مدة طويلة ويسبب الاضطراب إذ لا يمكن أن تتخلى الشركات عن آلاتها ومنتجاتها وتستعيض عنها بمعدات وتكنولوجيا حديثة تتسم بالكفاءة في استخدام الطاقة. ومع هذا، تشير الأدلة إلى أن البلدان التي تحركت بسرعة لإعادة هيكلة الشركات - وانتهجت أسلوباً يتسم بالمصادقية ولا رجعة فيه عقب تحرير أسعار الطاقة - تمكنت من تحقيق أكبر مكاسب في كفاءة استخدام الطاقة. وعلى العكس من ذلك، كان الأداء الاقتصادي قاصراً في البلدان التي عانت فيها عملية إعادة هيكلة المشروعات من الإحجام والتأخير، مما أدى إلى بطء النمو وارتفاع معدل التضخم.

ولن يشعر قطاع الشركات بمصادقية ارتفاع أسعار الطاقة إلا إذا سمح لشركات توريد الطاقة بالتوقف عن تزويد المستخدمين الذين تتراكم عليهم مدفوعات متأخرة. وفي الوقت نفسه، يجب أن يتمكن مستخدمو الطاقة من ضبط خطوط إنتاجهم وأسعارهم ليتمكنوا من سداد قيمة استهلاكهم الطاقة من خلال عائداتهم بدلاً من طلب مزيد من القروض المصرفي أو الدعم الحكومي. وعلى الرغم من أن إلغاء دعم الطاقة سيتسبب في زيادة التكاليف والأسعار، بما في ذلك أسعار كثير من السلع الأساسية - لا بد أن يتمتع صناع السياسات عن فرض قيود سعرية للحد من انتقال آثار ارتفاع أسعار الطاقة. فالقيود السعرية لن تؤدي إلا إلى تحويل الخسائر من منتجي الطاقة إلى المستخدمين التجاريين. وبدلاً من هذا، يمكن أن تساعد الإجراءات الداعمة - مثل الخصومات الضريبية أو الدعم النقدي الموجه بدقة لإعادة هيكلة الشركات - على ضمان الربحية في حين تحفز الشركات على إدخال تكنولوجيا تتسم بالكفاءة في استخدام الطاقة.

بالإضافة إلى ذلك، يتعين تعزيز عمليات توزيع ومراقبة الائتمان المصرفي بغية ضمان عدم الضغط على البنوك لإنقاذ المشروعات المتعثرة بمنحها قروضا ميسرة. فينبغي أن تحرص البنوك على التحفظ في علاقتها مع المؤسسات والإبقاء على علاقة المدين والدائن بصورة محددة حتى يقلص الأثر السلبي الذي يُحتمل أن يحدثه الإصلاح في ميزانيات البنوك إلى أدنى حد.

مكتبة صندوق النقد الدولي

مكتبة صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت

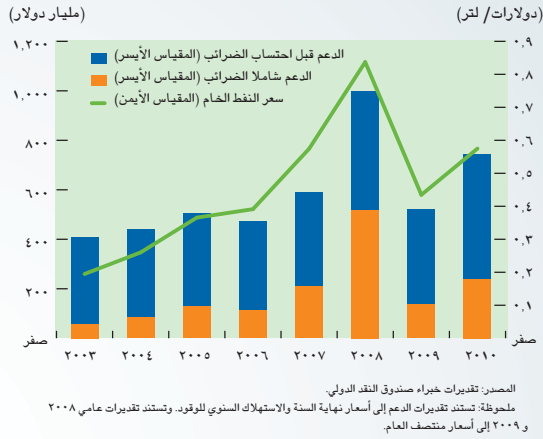
زوروا مكتبة صندوق النقد الدولي
الإلكترونية الجديدة:

www.imfbookstore.org

دعم النفط: مكلف

تخفيض الدعم العالمي على الطاقة يمكن أن يحقق منافع بيئية كبيرة ويتيح الحيز المالي المطلوب بشدة لتغطية النفقات الحكومية الضرورية

دعم المنتجات النفطية آخذ في التزايد مجدداً مع ارتداد أسعار النفط الدولية.



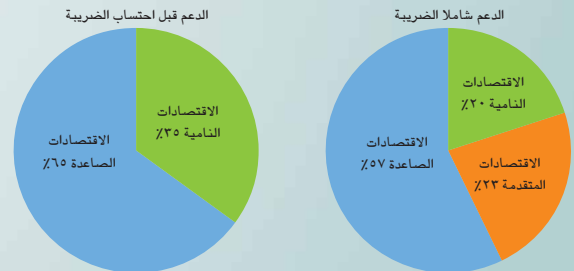
سجلت السنوات الأخيرة ارتفاعاً في دعم المنتجات النفطية. ففي عام ٢٠٠٣، بلغ إجمالي دعم الاستهلاك العالمي للمنتجات النفطية نحو ٦٠ مليار دولار. وبحلول منتصف عام ٢٠٠٨، كان الدعم قد زاد بأكثر من ثمانية أضعاف فبلغ ٥٢٠ مليار دولار. ومع طفرة أسعار الوقود الدولية خلال هذه الفترة، ارتأت حكومات كثيرة أن تمنع انتقال تأثير هذه الزيادات بالكامل إلى أسعار التجزئة المحلية، مما أدى إلى ارتفاع الدعم. وعلى الرغم من انخفاض الدعم بصورة حادة في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ مع هبوط أسعار النفط، فقد زاد مرة ثانية طوال عام ٢٠٠٩ مع ارتداد الأسعار، ومن المتوقع أن يصل إلى حوالي ٢٥٠ مليار دولار بنهاية عام ٢٠١٠. ولكن الدعم الاقتصادي الحقيقي أكثر ارتفاعاً من ذلك. فمن حيث المبدأ، ينبغي أن تتضمن أسعار المنتجات النفطية ضرائب تُستخدم في تلبية متطلبات الإيرادات الحكومية والتصدي للأضرار البيئية المحلية والعالمية على حد سواء. فإذا كانت الضرائب شديدة الانخفاض، لكانت النتيجة هي تقديم «دعم ضريبي» للمستهلك. واستناداً إلى ضريبة معيارية تبلغ ٠.٣ دولاراً على اللتر وتأخذ هذه الاعتبارات في الحسبان، فإن دعم المستهلك «شاملاً الضريبة» على مستوى العالم يتوقع أن يصل إلى ٧٤٠ مليار دولار بحلول نهاية عام ٢٠١٠، بما يعادل ١٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي.

من يقدم الدعم؟

بينما يقتصر تقديم الدعم قبل احتساب الضريبة على الاقتصادات الصاعدة والنامية، فللاقتصادات المتقدمة حصة ضئيلة في تقديم الدعم شاملاً الضريبة. وتشير التوقعات إلى بلوغ إجمالي الدعم قبل احتساب الضريبة ٢٥٠ مليار دولار في عام ٢٠١٠، تمثل الاقتصادات الصاعدة فيها ٦٥٪، وتمثل الاقتصادات النامية النسبة الباقية وهي ٣٥٪. ومن إجمالي الدعم شاملاً الضريبة المتوقع بلوغه ٧٤٠ مليار دولار في عام ٢٠١٠، تبلغ حصة الاقتصادات الصاعدة ٥٧٪، والاقتصادات النامية ٢٠٪، وحصة الاقتصادات المتقدمة النسبة الباقية وهي ٢٣٪.

تقدم الاقتصادات الصاعدة والنامية كل الدعم قبل احتساب الضريبة، في حين تبلغ حصة الاقتصادات المتقدمة ٢٣٪ من الدعم شاملاً الضريبة.

(دعم المنتجات النفطية حسب المجموعات القطرية ٪، ٢٠١٠)

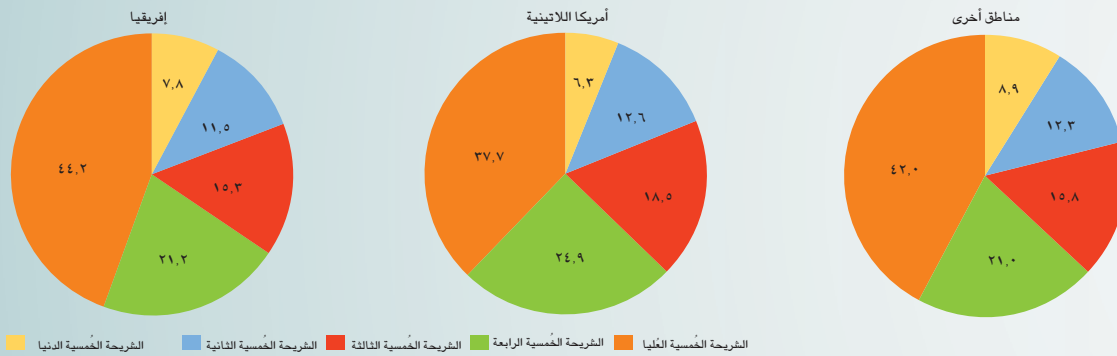


ومتزايد

من المستفيد؟

رغم الاعتقاد الشائع بأن الدعم يساعد أشد الناس فقرا، فإن معظم النفع يؤول فعليا إلى الأسر الأعلى دخلا، التي تستهلك قدرا أكبر من المنتجات النفطية. ففي إفريقيا مثلا، تحصل أغنى ٤٠٪ من الأسر على ٦٥٪ من مجموع الدعم المقدم على الوقود. ولكن توزيع الدعم يختلف أيضا اختلافا كبيرا على مستوى منتجات الوقود. وتعد منافع دعم البنزين هي الأكثر تراجعا، حيث تحصل أغنى ٤٠٪ من الأسر على أكثر من ٨٠٪ من المنافع الإجمالية.

أغنى الأسر تحصل على معظم المنافع الناتجة عن الدعم (دعم المنتجات النفطية حسب مجموعة الدخل)



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي استنادا إلى متوسطات التقديرات القطرية المتاحة باستخدام المسوح القطرية لقطاع الأسر المعيشية عبر سنوات مختلفة.

تشجيع خيارات أفضل

كثير من البلدان التي قدمت دعما ماليا للتخفيف من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية أصبح الآن يواجه عجزا ماليا متزايدا. ومن شأن تخفيض الدعم المشتمل على الضريبة بمقدار النصف أن يقلل متوسط العجز المالي المتوقع في البلدان التي تقدم الدعم بمقدار ١٪ من إجمالي الناتج المحلي. وإضافة لذلك، فإن فرض حد على الدعم من شأنه أن يحقق منافع بيئية جمة: ذلك أن تخفيض الدعم بمقدار النصف قد يعني تحقيق خفض يقرب من ١٠٪ في انبعاثات الغازات المسببة للاحتباس الحراري بحلول عام ٢٠٥٠.

بيد أن حتى إلغاء الدعم الموجه على نحو غير دقيق يمكن أن يلحق ضررا بالغا بالأسر الفقيرة. وقد تكون التحويلات الموجهة إلى من هم أشد احتياجا بديلا عمليا مجديا. فعلى سبيل المثال، يمكن للبلدان إلغاء دعم البنزين مع الإبقاء على دعم الكيروسين الأكثر أهمية في ميزانيات الأسر الفقيرة. وإضافة لذلك، من الممكن إعادة توجيه بعض الوفورات في الموازنة من تخفيض الدعم إلى برامج قائمة تساعد الفقراء على نحو أفضل، بما في ذلك تقديم الوجبات المدرسية، وتخفيض رسوم التعليم والرعاية الصحية، والتحويلات النقدية. كما أن تحسين تصميم برامج شبكات الأمان الاجتماعي بمرور الوقت من شأنه أن يخفف الضغوط من أجل دعم الوقود.

ويتعين أن تركز الحملات الإعلامية العامة على بيان أن دعم الوقود غير كفاء، وغير منصف، ومكلف. وقد يؤدي توخي الشفافية في تسجيل الدعم في الحسابات الحكومية إلى دعم الإصلاح حيث يجعل دعم الوقود منافسا للاستخدامات ذات الأولوية الأعلى للأموال العامة. ورغم أنه من الأفضل انتهاز منهج حر يركز على السوق لتسعير النفط، فيمكن للبلدان أن تتبنى آلية للتسعير التلقائي (نظام لضبط الأسعار بانتظام استجابة للتغيرات في الأسعار الدولية) في الوقت الذي تستحدث فيه نظاما تنافسياا للعرض وسيلة فعالة للتنظيم. ومن شأن آليات التسعير جيدة التصميم أن تحول دون حدوث زيادات حادة في أسعار التجزئة في الأجل القصير مع إدماج التغيرات في الأسعار الدولية على المدى المتوسط والتصدي للتقلبات المالية العامة. ■

إعداد بينيديكت كليمنتس، وديفيد كودي، وجون بيوتروفسكي. ويستند النص والرسوم البيانية إلى مذكرة الرأي التحليلية الصادرة عن صندوق النقد الدولي ٢٠١٠ بعنوان: *Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and Rising*. ويمكن الاطلاع عليها في الموقع الإلكتروني التالي: www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1005.pdf

صناديق الثروة السيادية وفق المعتقد الجديد

معمل نفط في الجبيل، المملكة العربية السعودية.

محمد العريان
Mohamed A. El-Erian

عند نشوب الأزمة

هناك عوامل ثلاثة حددت موقع الصناديق السيادية كمجموعة إبان مقدمات المرحلة الأكثر حدة من الأزمة المالية العالمية الأخيرة والاضطرابات الاقتصادية والاجتماعية-السياسية العالمية التي أعقبتها، وهذه العوامل هي:

- اتساقا مع ما تنقسم به من خصائص «رأس المال المتأني» وتوجهاتها طويلة الأجل، أخذت صناديق الثروة السيادية تتبنى تدريجيا منهجا استثماريا أشد جرأة شمل تعرضا أكبر بكثير لمخاطر السيولة والأسهم.
- أبدت الصناديق وعيا وإدراكا أكبر للحساسية السائدة في بعض البلدان الصناعية تجاه تملك الأجانب لأصول عينية محلية. ومن مظاهر هذا الوعي الاتفاق المشترك على مجموعة طوعية من المبادئ (تُعرف بمبادئ سانتياغو) تركز على هياكل الحوكمة السليمة والمتسمة بالشفافية، ومتطلبات التنظيم والإفصاح الملائمة، ومناهج الاستثمار وإدارة المخاطر القائمة على أسس تجارية.

الثروة السيادية هي في الأساس

صناديق

شركات استثمار مملوكة للدولة ذات آفاق زمنية طويلة، وهي من هياكل الاستثمار المجهزة على نحو أفضل للتنقل عبر الأسواق المالية بعد الأزمة العالمية. ومع ذلك، فهي أيضا تواجه تحديات محتملة في توجيه مسارها عبر ما يرجح أن يكون عملية شاقة وممتدة لعدة سنوات لإعادة تشكيل الاقتصاد العالمي.

وطريقة مواجهة صناديق الثروة السيادية لهذه التحديات ستمثل انعكاسا مباشرا لمدى فعاليتها في استثمار الثروة الوطنية لصالح الأجيال الحالية والقادمة، كما ستؤثر على إسهاماتها في تحقيق الاستقرار لاقتصاد عالمي متقلب سيواجه تغيرات تمتد لعدة سنوات في المحركات النظامية لتحقيق النمو والتوظيف والثروة والرفاهية.

ويتناول هذا المقال ثلاثة موضوعات أساسية هي: أين وصلت صناديق الثروة السيادية عشية الأزمة المالية العالمية، وأين تقف اليوم، والانعكاسات المستقبلية.

مع انحسار الأزمة المالية العالمية، أصبحت شركات الاستثمار المملوكة للدولة مهياة للاستفادة من مجموعة فرص جديدة والتنقل عبر المخاطر المتغيرة

● عملت هذه الصناديق في ظل مناخ داخلي داعم لها بصورة كبيرة يذكره نمو اقتصادي محلي مزدهر، وتراكم كبير مستمر في الاحتياطيات الدولية، وسهولة توافر الائتمان.

وقد اعتُبر أن كلا من هذه العوامل يتسق مع تحقيق عوائد أعلى معدلة حسب المخاطر بمرور الوقت. كما أنها تمثل انعكاسا لوجهة النظر السائدة حينذاك عن «الاعتدال الكبير» الدوري وطويل الأجل في عالمي الاقتصاد والسياسات - والتي تبناها القطاعان الخاص والعام على حد سواء. وقد أصبحت عبارة «الاقتصاد المعتدل» (غولديلوكس) (أي «ليس حارا أكثر مما ينبغي وليس باردا أكثر مما ينبغي») هي الشعار المتداول في هذه الفترة.

وأخذت صناديق الثروة السيادية ككل على غرة بما حدث من انقطاع في السيولة والتمويل في العالم والذي أعقب الانهيار المفاجئ لبنك ليمان براذرز للاستثمار في وول ستريت في سبتمبر ٢٠٠٨، شأنها في ذلك شأن جميع قطاعات عالمي المال والسياسات تقريبا. وبين عشية وضحاها، ومع إصابة عدد متعاقب من الأسواق بالشلل المفاجئ، تضرر المستثمرون في شتى أنحاء العالم من جراء عملية إعادة التسعير الحادة لكل العوامل التي تنطوي على مخاطر - خاصة السيولة. ونتيجة لذلك، تعرضت الأسواق في جميع أرجاء العالم للتوقف المفاجئ بدرجات متباينة - وإن كانت ملحوظة.

ومع وجود قطاع الخدمات المالية العالمي في قلب العاصفة، تعرضت الحيازات المباشرة لصناديق الثروات السيادية في الشركات المالية لضغط حاد للغاية - لاسيما مع اتجاه بعض الصناديق في وقت سابق إلى ضخ رؤوس أموال في بنوك غربية كبرى. وفي غضون ذلك، وبدلا من الاستمرار في تلقي تدفقات وافدة جديدة كبيرة، وجدت بعض صناديق الثروة السيادية نفسها معرضة لضغوط دعم كيانات وطنية أخرى (وإقليمية في بعض الحالات) كانت تواجه احتياجات نقدية مفاجئة وحادة.

تبدد عائدات الاستثمار

نتيجة لذلك، مرت صناديق الثروة السيادية بمرحلة تغير كبير خلال فترة الأشهر الستة التي انتهت في مارس عام ٢٠٠٩، فصارت عائدات الاستثمار سالبة بشكل حاد؛ وأصبحت إدارة النقد والضمانات والتعامل مع الأطراف المقابلة على رأس أولويات إدارة المخاطر؛ وبرزت بعض ضغوط السيولة المتفرقة؛ وتأجلت قرارات إستراتيجية رئيسية إلى حين توافر قدر أكبر من الوضوح بشأن النظام المالي العالمي واتجاهه المستقبلي.

وبصفة أعم، فقد تسبب الشلل المفاجئ الذي أصاب الأسواق العالمية في توقف مؤقت للتطور الأطول أجلا لإدارة الأصول والخصوم في الاقتصادات الصاعدة - وهي عملية شهدت تحولا مطردا، في عدد من البلدان والمناطق المؤثرة على النظام، من الإدراك المتأخر لتحسن ظروفها إلى إعادة شراء الديون ثم إلى إدارة أكثر تطورا للأصول. وإلى أن تتمكن الاقتصادات الصاعدة من أن تتبين بجلاء أكبر طبيعة التغيرات في الاقتصاد العالمي، شعر العديد منها بأنه من الأفضل التريث قبل الشروع في المراحل اللاحقة من تطويرها والتي غالبا ما كانت تنطوي على إجراء تغييرات كبرى في كيفية إدارتها لاقتصاداتها (بما في ذلك الابتعاد بشكل واضح عن الضوابط المباشرة والاتجاه نحو زيادة الاعتماد على الأدوات غير المباشرة).

كذلك تغيرت نظرة كثير من البلدان الصناعية إلى صناديق الثروة السيادية تغيرا كبيرا. وأكثر ما يلفت الانتباه هو أن البلدان التي سبق لها تحذير هذه الصناديق من الاستحواذ على حصص مباشرة في شركاتها المحلية، بدأت تسعى

بفعالية وراء استثمارات صناديق الثروة السيادية للتصدي للتأثير المربك بشدة والناجم عن خفض التمويل بالديون في القطاع الخاص (التخلص من الأصول) في الداخل. وانقلبت الموازين، وبدأ التقرب لصناديق الثروة السيادية لكي تساعد في إعادة رسملة الشركات التي تكافح من أجل البقاء - إما من خلال ضخ نقدية جديدة أو عن طريق مبادلة استحقاقات من الشريحة الممتازة الأعلى على تلك الشركات مقابل أدوات أدنى درجة ضمن الهيكل الرأسمالي للشركات.

صناديق الثروة السيادية اليوم

ما هي القضايا الأساسية التي تواجهها صناديق الثروة السيادية مع انحسار الأزمة المالية العالمية؟ تتطلب الإجابة عن هذا السؤال إلقاء نظرة صريحة على ما وصل إليه الاقتصاد العالمي ومدى احتمال تغيره.

فقد بدأ النظام المالي العالمي يعود لطبيعته في عام ٢٠٠٩، بفضل ما تم ضخه من رؤوس أموال وسيولة ضخمة من القطاع العام، وانتهاج أسلوب بارز لإدارة الأزمة على أساس «بذل قصارى الجهد»، وبصفة أساسية في الاقتصادات المتقدمة. وبدأت الأسواق المالية الرئيسية تعمل بسلاسة مرة ثانية - خاصة في مجال التمويل قصير الأجل وإدارة السيولة؛ واستطاعت الشركات أن تستعيد فرص

تشق عدة صناديق للثروة السيادية طريقها بالفعل نحو صياغة وتنفيذ توزيعات للأصول ذات توجه مستقبلي مع التركيز على البعد العالمي.

الحصول على أموال جديدة من خلال إصدار السندات؛ وعادت الثقة إلى طائفة متنوعة، وإن كانت أقل، من العلاقات مع الأطراف المقابلة.

وتغلب جوهر النظام المالي العالمي على حالة توقف النبض الخطيرة التي تعرض لها بعد ١٥ سبتمبر عام ٢٠٠٨ يوم انهيار بنك ليمان براذرز. وتلك هي الأنباء السارة التي جاءت نتيجة لردود الأفعال الجريئة والمبتكرة على صعيد السياسات.

ومع ذلك، ونظرا لحدة الأزمة المالية العالمية في عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩، فإن ردود الأفعال الجريئة على صعيد السياسات لم تستطع أن توازن تماما الأضرار التي لحقت بأجزاء أخرى من الاقتصاد العالمي. فقد لحق الضرر بالنمو الاقتصادي والتجارة الدولية، وتصاعدت البطالة كثيرا، وتضررت البلدان الصناعية بصورة حادة للغاية على نحو يدل على الاختلاف الشديد عن الأزمات السابقة.

وقد استتبع ردود الأفعال الجريئة على مستوى السياسات أيضا - وبصورة حتمية - التعرض لمخاطر وعواقب غير مقصودة. وبدأت الاعتبارات غير التجارية تؤثر على أداء أسواق مهمة وعلى تقييمها، بما في ذلك الشريحة المضمونة برهون عقارية في الولايات المتحدة. وتضخمت الميزانيات العمومية للبنوك المركزية بأصول من القطاع الخاص. وتساعد الدين العام مع قيام الحكومات بالإنفاق بسخاء وبمبالغ ضخمة لتدعيم الاقتصاد ومع انخفاض الإيرادات الضريبية. وصارت هذه العناصر من الأضرار الجانبية في حد ذاتها محركات مهمة للأسواق والاقتصادات. ويكفي ملاحظة ما حدث في أوروبا، حيث تحولت أزمة الديون إلى اضطرابات إقليمية وتطلبت رد فعل قوي على مستوى السياسات من الاتحاد الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي بمساعدة كبيرة من صندوق النقد الدولي.

وقد أفضت الأزمة المالية العالمية إلى المرحلة التالية من سلسلة الاختلالات في الميزانيات العمومية على مدى سنوات متعددة. وبدلاً من القلق بشأن القطاع الخاص، بدأت مخاوف أكبر بشأن الميزانيات العمومية للقطاع العام في البلدان الصناعية - وكان ذلك الشعور في محله. فالمخاطر السيادية تفعل فعلها؛ والتنظيم في حالة تقلب مستمر؛ وسلامة المؤسسات الرئيسية تتعرض للضغط؛ وارتفاع مستويات البطالة الهيكلية مثار قلق اقتصادي وسياسي واجتماعي.

المعتقد الجديد

تمثل القفزة الهائلة في المديونية العامة، بالقيم المطلقة وكنسبة من إجمالي الناتج المحلي، مكوناً مهماً فيما نسميه نحن في مؤسسة بيمكو (PIMCO) «المعتقد الجديد». وبرغم أنه لا يزال من السابق لأوانه التنبؤ بما سيكون عليه كل مكون من مكونات هذا المعتقد الجديد، فهناك عناصر معينة منها ظاهرة للعيان بالفعل. والمرجح أن تتضمن التغيرات المهمة خلال الفترة المقبلة التي تمتد من ثلاث إلى خمس سنوات ما يلي:

- انخفاض معدل الاتجاه العام للنمو الاقتصادي في الاقتصادات التي تعول بشدة على القطاع المالي؛
- زيادة البطالة بصورة مستمرة في البلدان الصناعية، يعقبها تحول أبطأ نحو ما سيصبح معدلاً معتاداً أعلى للبطالة - في مناخ من شبكات الأمان الأكثر هشاشة.
- التحول الحاد في التركيز من أنشطة السوق غير المقيدة إلى مشاركة حكومية أكبر؛
- التباعد الواضح بين البلدان الرئيسية والبلدان الطرفية، خاصة في منطقة اليورو؛
- التخفيض الكبير للمخاطر بدوافع تنظيمية في أنشطة البنوك وميزانياتها العمومية.

وبوجه عام، جاءت الأزمة المالية العالمية في عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ إيذاناً بنهاية حادة لعصر عظيم من التمويل بالقروض والائتمان واستحقاق الديون - وهو زمن كان الناس فيه يشعرون بأحقيتهم في القيام بمشتريات ضخمة على أساس الدخل المتوقع في المستقبل البعيد وتراوهم الآمال بحدوث ارتفاع كبير في الأسعار. ولم تعد الاقتصادات التي يحركها التمويل ممثلة لمرحلة أعلى وأكثر استقراراً من التنمية. ومع بدء انطلاق عدة اقتصادات صاعدة مؤثرة على النظام على طريق التنمية، يجب على العالم أن يتوصل إلى طرق تفسح المجال أمام إعادة ترتيب المجموعات الاقتصادية على المدى الطويل.

ومن شأن هذا المعتقد الجديد أن يطمس الفروق التقليدية بين الاقتصادات الصناعية والاقتصادات الصاعدة، وقد ينطوي أيضاً على تحول تدريجي في التوصيف التحليلي للولايات المتحدة - من اقتصاد يعمل أساساً بوصفه اقتصاداً كبيراً ومغلقاً إلى اقتصاد أكثر انفتاحاً وأكثر حساسية للتطورات في باقي أنحاء العالم.

كذلك قوضت الأزمة المالية العالمية مكانة ومصادقية النموذج الاقتصادي الأنغلو-ساكسوني الذي يركز على التحرير ورفع القيود التنظيمية والترابط والأسواق غير مقيدة الحركة. وقد كان هذا النموذج بمنزلة عنصر جذب مهم للتقارب العالمي. ونظراً لغياب عنصر جاذب بديل للتقارب، فإن تزايد الضغوط في المعتقد الجديد قد يوقف بعض جوانب العولمة، أو قد يعكس مسارها.

الانعكاسات على مؤسسات الاستثمار الحكومية

تشكل هذه العوامل معا تغيراً مهماً في مشهد عمليات مؤسسات الاستثمار العالمية، بما في ذلك صناديق الثروة السيادية، وتدعو إلى بعض التعديل في

استراتيجيات الاستثمار وإدارة المخاطر، وكذلك استراتيجيات الأعمال والتشغيل الأخرى؛ وستتطلب إجراء عمليات تطويع شاقة للمزيج الأمثل من الموارد البشرية والتكنولوجية والتحليلية، وتواصل أفضل مع الأطراف الاقتصادية والسياسية المعنية (بما في ذلك الجهات السياسية الراعية والمجتمع بصفة عامة).

ولصناديق الثروة السيادية ميزة فيما يتعلق بإدارة الرحلة الشاقة وصولاً إلى المعتقد الجديد: ذلك أن رأس مالها المتأني والمستقر والتوجه طويل الأجل لأهدافها الاستثمارية يجعلها في وضع ممتاز لاتخاذ خطوة أولى. والواقع أن السؤال ينبغي ألا ينصب على ما إذا كان هذا المجمع من رؤوس الأموال المتأنية قادراً على انتهاز استراتيجية المبادر بالتحرك - فهو قادر على ذلك بالفعل، وإنما السؤال هو ما إذا كان راغباً في القيام بذلك. وستمثل المطالبات بعمليات تشغيلية اختباراً لمدى تجاوب هياكل الحوكمة في صناديق الثروة السيادية ومدى قوة عملياتها الاستثمارية، وأيضاً مدى فعالية أنشطة التواصل الداخلي والخارجي بها.

وسيتعين على هياكل الحوكمة الاستجابة لمزيج من التغيرات الدورية والمستمرة، مع التحول المناسب بمرور الوقت من «الدفاع» إلى «الهجوم».

وعلى مستوى أعمق المستويات الأساسية، سوف تحتاج المؤسسات إلى توجيه شامل وواضح من الأجهزة الحاكمة لها حتى يتسنى لمديري صناديق الثروة السيادية تخصيص أصولها على نحو استشرافي طويل الأجل، مستنديين إلى إدارة قوية للنقدية والسيولة ومعاملات الطرف المقابل والضمانات.

وإضافة لذلك، ينبغي أن تكون هناك أطر كلية لإدارة المخاطر لتكتمل التنوع التقليدي لفئات الأصول بإدارة موجهة بدقة وتحقق مردودية التكاليف لمخاطر طرف المنحنى - وهي أحداث نادرة، لكنها تنطوي على عواقب وخيمة.

وسيتعين على الأجهزة الحاكمة لصناديق الثروة السيادية أن تعتمد على مديرين وعاملين ممن لديهم قدرات تحليلية وتكنولوجية رائدة، كما يتعين أن تضطلع بدور أبرز في حماية صناديق الثروة السيادية من الضغوط لدعم أنشطة غير تجارية - محلياً وإقليمياً ودولياً.

ولا يمكن الاستجابة ببناء الهياكل التي تحكم مجالات أساسية في إدارة الاستثمار بين عشية وضحاها، فهي تتطلب جهوداً كبيرة ومستمرة تُكرس لعمليات يمكن أن تطور الأطر اللازمة بطريقة ديناميكية، وتضمن - نتيجة لذلك، إصدار قرارات استثمارية تتسم بدرجة أعلى نسبياً من الإقناع والرسوخ.

إن نجاح الخروج في رحلة شاقة في سبيل الوصول إلى المعتقد الجديد، يتطلب في المقام الأول دفاعاً قوياً في شكل إدارة رشيدة للنقدية والسيولة ومعاملات الطرف المقابل والضمانات. ومتى تحقق هذا الهدف، يستطيع المستثمرون أن يسعوا بثقة أكبر وراء فرص تتسق جيداً مع القدرة الأكبر لصناديق الثروة السيادية على ضمان تغطية عوامل مخاطر السيولة. فعلى سبيل المثال، عندما تنقطع عمليات التقييم بالفعل، سوف ترتفع الأسعار انساقاً مع حقائق المعتقد الجديد، وتصير هناك محفزات قصيرة الأجل واضحة المعالم تصاحب ارتفاع الأسعار، مما يخلق فجوة التقييم بين العوامل الفنية والأساسية.

ومثلاً أثبت دونالد سال (دراسة Sull, ٢٠٠٩) من كلية لندن لإدارة الأعمال على نحو يثير الإعجاب في عمله المفصل، فإن الإعداد لوضع المعتقد الجديد يتطلب أيضاً قدرة المؤسسة على التكيف وسرعة الحركة.

ومن الناحية النظرية، تفوق صناديق الثروة السيادية كثيراً من هيئات الاستثمار الأخرى فيما يتعلق بقدرتها على التكيف وسرعة الحركة. على سبيل المثال، هناك عدة صناديق للثروة السيادية تمضي قدماً بالفعل في صياغة وتنفيذ عمليات رائدة لتخصيص الأصول مع التركيز على البعد العالمي - وليس

لديها شعور بالانحياز للاستثمار المحلي الذي يدفع عددا كبيرا من المستثمرين إلى التعامل في أوراق مالية محلية على نطاق واسع.

وهذه الاعتبارات ينبغي ألا تغفل مطلقا حقيقة ممارسة صناديق الثروة السيادية لأنشطتها في سياق اجتماعي-سياسي معقد، في الداخل والخارج على حد سواء. ومن ثم، يجب أن تحظى بثقة الجهات السياسية الراعية لها والمجتمع بصفة عامة. والواقع أن هذا أمر حاسم بالنسبة للعقد المتضمن في تحديد عملية إدارة الاستثمار في القطاع العام.

ويتزايد الإقرار بأهمية التواصل الحيوية في كسب تأييد الجمهور في أوقات اليسر وأوقات العسر على حد سواء. وقد ألفت الأزمة المالية العالمية الضوء على أهمية إيجاد سياق ملائم لرجال السياسة وغيرهم لتقييم ما يجري في حوافز صناديق الثروة السيادية، الأمر الذي يقتضي توافر درجة من الإفصاح أكبر من المعتاد، وقد كثف العديد من صناديق الثروة السيادية بالفعل جهوده في هذا الصدد.

ويساعد التواصل وتوفير الحماية القانونية على نحو مناسب في الحد من خطر استحواذ مجموعات ذات مصالح خاصة بصورة غير سليمة على صناديق الثروة السيادية. ويكمن الحل في توخي قدر أكبر من الوضوح في نشر المعلومات في الوقت المناسب عن أهداف صناديق الثروة السيادية، واستراتيجياتها الشاملة، ومقاييس تقييمها على المدى المتوسط.

الحاجة إلى إعادة التجهيز

في أعقاب الأزمة المالية العالمية أصبح العالم في خضم اضطرابات دورية كبرى ووسط عمليات مستمرة لإعادة التنظيم. ووعورة الطريق المؤدي إلى المعتاد

الجديد تعني ضرورة إعادة تجهيز كل قطاع تقريبا في الاقتصاد العالمي. وعلى الرغم من أن صناديق الثروة السيادية لم تتمكن من تفادي الأزمة المالية العالمية بالكامل، فقد استردت عافيتها بصورة جيدة، وهي الآن في وضع جيد كمجموعة تخرج في رحلة إلى المعتاد الجديد وتمر عبه. والواقع أن الطبيعة المتأنية لمجمعاتها الكبيرة من رأس المال والطبيعة طويلة الأجل لأهداف وظائفها تمثلان أفضل مجموعة من خصائص الاستثمار لجميع الهيئات الاستثمارية العالمية تقريبا.

وليس من وسيلة للاستفادة من مزاياها على نحو مضمون أو تلقائي، فالنجاح يقتضي استمرار تحسين القدرة المؤسسية لصناديق الثروة السيادية على مواجهة التحديات في مجالات الحوكمة والعمليات الاستثمارية والتواصل. وليس من السهل تحقيق هذه التحسينات لأنها قد تُخرج بعض صناديق الثروة السيادية عن نطاق العمل المريح بالنسبة لها، كما أنها تنطوي على مخاطر. ومع ذلك، ففي ضوء حجم التغيرات الجارية والمرتبقة في الاقتصاد العالمي، فإن بديل استمرار منوال العمل المعتاد ذي المنظور الارتجاعي قد يكون أشد خطرا. ■

محمد العريان المسؤول التنفيذي الأول، ومسؤول استثمار أول مشارك في مؤسسة بيمكو (PIMCO) لإدارة الاستثمارات العالمية. وهذه المقالة تعبر عن آراء المؤلف، ولا تعبر بالضرورة عن آراء مؤسسة بيمكو.

المراجع:

Sull, Donald, 2009, The Upside of Turbulence: Seizin Opportunity in an Uncertain World (London: Harper/Collins Press).

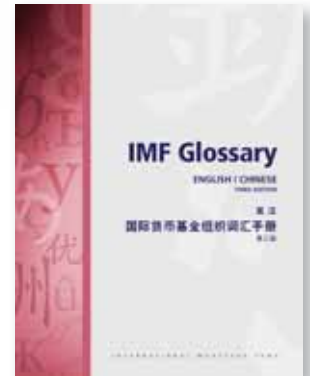
IMF BOOKSTORE

مكتبة صندوق النقد الدولي

معجم مصطلحات صندوق النقد الدولي؛ إنجليزي- صيني، الطبعة الثالثة

إصدار مكتب الخدمات اللغوية في صندوق النقد الدولي

تتضمن معاجم مصطلحات صندوق النقد الدولي أكثر المصطلحات نفعا للمترجمين الذين يتعاملون مع وثائق صندوق النقد الدولي. ويحتوي متن المعجم الأساسي على مصطلحات ووحدات تعبيرية وأسماء وألقاب مؤسسية تغطي عدة مجالات، مثل الاقتصاد الكلي والنقود والصيرفة والمالية العامة والضرائب وميزان المدفوعات والإحصاءات والمحاسبة والتنمية الاقتصادية. ويحتوي متن معاجم الصندوق أيضا على مصطلحات تتعلق بتنظيم الصندوق وعملياته، ومصطلحات من اتفاقية تأسيس الصندوق ونظامه الأساسي، وأنظمتها ولوائحه فضلا على عدد آخر من أهم مطبوعاته.



سعر النسخة العادية: ٣٥ دولارا.

ISBN 978-1-5575-805-7. Stock# GLOCA0011999

لإرسال طلبات الشراء يرجى زيارة الموقع الإلكتروني التالي: www.imfbookstore.org/glossaries

العرض والطلب

التفاعل بين المشتريين والبائعين في السوق يحدد سعر السلعة أو الخدمة



إيرينا أسموندسون
Irena Asmundson

ثلاث

كلمات بسيطة، هي غالبا كل المطلوب ليزداد قلب المرء خفقانا. فكللمات «الحرية والمساواة والإخاء» كانت شعار الثورة الفرنسية. وعبارة «أنا أحبك» أساس كثير من العلاقات الناجحة. وتمثل كلمات «الحياة والحرية والسعادة» جوهر وثيقة استقلال الولايات المتحدة. وبالنسبة لكثير من خبراء الاقتصاد، فتلك الكلمات السحرية الثلاثة هي «العرض والطلب والأسعار».

ففي أي معاملة بين بائع ومشتري في السوق، يتحدد سعر السلعة أو الخدمة وفقا للعرض والطلب في السوق. ويتحدد العرض والطلب بدورهما حسب التقدم التكنولوجي والظروف التي يعمل في ظلها البشر. فمن ناحية، قد يزدحم السوق بعدد كبير متماثل تقريبا من البائعين والمشتريين (كسوق أقلام الحبر الجاف). ومن ناحية أخرى، قد لا يوجد سوى بائع واحد ومشتري واحد (كما في حالة رغبتني في مقايضة طاولتي مقابل لحافك).

المنافسة الكاملة

وضع خبراء الاقتصاد نماذج توضح الأنواع المختلفة من الأسواق، وأعقبقها هو المنافسة الكاملة حيث توجد أعداد كبيرة متماثلة من الموردين والمشتريين لنفس المنتج، ويمكن للبائع والمشتري الالتقاء دون أي تكلفة، ولا توجد حواجز تحول دون دخول موردين جدد إلى السوق. وفي ظل المنافسة الكاملة، لا يملك أحد القدرة على التأثير في الأسعار؛ فيأخذ الجانبان سعر السوق كما هو، وسعر توازن السوق هو ذلك السعر الذي لا توجد فيه زيادة في العرض أو زيادة في الطلب. ويواصل الموردون الإنتاج ما دام في استطاعتهم بيع السلعة بسعر يزيد على تكلفة صناعة سلعة أخرى (التكلفة الحدية للإنتاج). ويواصل المشترون الشراء ما دام رضائهم عن استهلاك السلعة يزيد على الثمن الذي يدفعونه (المنفعة الحدية للاستهلاك). وإذا ارتفعت الأسعار، فإنها تغري المزيد من الموردين بالدخول إلى السوق. ويزيد العرض حتى يتم التوصل إلى سعر توازن السوق مرة أخرى. أما إذا انخفضت الأسعار، فإن الموردين غير القادرين على تغطية نفقاتهم ينسحبون من السوق. وعادة ما يقوم خبراء الاقتصاد عموما بتجميع الكميات التي يرغب الموردون في إنتاجها بكل سعر في شكل معادلة تعرف باسم منحنى العرض. وكلما ارتفع السعر، ازدادت احتمالات إنتاج الموردين للسلعة. وعلى النقيض من ذلك، يتجه المشترون إلى زيادة مشترياتهم من المنتج كلما قل سعره. وتعرف المعادلة التي تعبر عن الكميات التي يقبل المستهلكون على شرائها عند كل سعر بأنها منحنى الطلب.

ويمكن تصوير منحنى العرض ومنحنى الطلب في شكل بياني: حيث الأسعار

على المحور الرأسي والكميات على المحور الأفقي. وعادة ما يعتبر العرض في حالة ميل صعودي لأن ارتفاع السعر يحفز الموردين على زيادة الإنتاج، بينما يعتبر الطلب في حالة ميل هبوطي لأن ارتفاع الأسعار يثبط المستهلكين عن الشراء. والنقطة التي يتقاطع عندها المنحنيان هي سعر توازن السوق – أي السعر الذي يتماثل عنده العرض والطلب (راجع الرسم البياني). وقد تتغير الأسعار لأسباب عديدة (كالتقدم التكنولوجي والخيارات المفضلة للمستهلكين والأحوال الجوية). ويُطلق على العلاقة بين العرض والطلب على السلعة (أو الخدمة) والتغيرات السعرية عبارة المرونة. والسلع التي لا تتمتع بالمرونة لا تتأثر نسبيا بالتغيرات في السعر، بينما تكون السلع المرنة ذات استجابة عالية للتغير في السعر، وتعتبر الطاقة أحد الأمثلة التقليدية على السلعة غير المرنة (على المدى القصير على الأقل). فيحتاج المستهلكون إلى الطاقة في الذهاب إلى العمل والإياب منه ولتدفئة بيوتهم. وقد يكون من الصعب عليهم أو المستحيل على المدى القصير أن يشتروا سيارات أو بيوت أكثر كفاءة في استخدام الطاقة. ومن ناحية أخرى، يتمتع الطلب على كثير من السلع بحساسية شديدة للسعر. خذ مثلا شرائح لحم «الستيك»: فإذا ارتفع سعر لحم «الستيك»، قد يسارع المستهلكون بشراء قطع أرخص من اللحم، أو يتحولون إلى نوع آخر من اللحوم فشرائح لحم الستيك من السلع المرنة.

ومعظم الأسواق بطبيعة الحال غير كاملة؛ فهي لا تتكون من أعداد غير



محددة من المشتريين والبائعين لسلع متماثلة تقريبا ويملكون معرفة كاملة. وعلى الطرف المقابل للمنافسة الكاملة يوجد الاحتكار. ففي ظل الاحتكار، يوجد مورّد واحد لسلعة ليس لها بديل بسيط. ولا يأخذ المورد سعر السوق كأمر مسلّم به وإنما يمكن للمحتكر أن يحدد السعر. (وصنو الاحتكار هو احتكار الشراء، حيث لا يوجد إلا مشتر واحد فقط، هو عادة الحكومة، بالرغم من احتمال وجود كثير من الموردين).

الحواجز أمام المنافسة

في الأوضاع الاحتكارية، عادة ما يوجد هناك حاجز- طبيعي أو قانوني - أمام المنافسين المحتملين. فالمرافق على سبيل المثال غالبا ما تكون محتكرة. فليس من الكفاءة أن تقوم شركتان للمياه بإدارة مستجمعات المياه والتفاوض على حقوق الاستخدام ومد المواسير إلى المنازل. ولكن المستهلكين ليس أمامهم خيار سوى الشراء من المحتكر، وقد لا يكون ذلك في مقدور البعض. ونتيجة لذلك، تقوم الحكومات عادة بتنظيم هذه الاحتكارات لضمان عدم إساءة استخدامها لقوتها السوقية في وضع أسعار مغالى فيها. وفي مقابل السماح للشركة بالعمل كمورد وحيد، قد توجد اشتراطات بالحد الأدنى من الخدمات الواجب تقديمها لكل فرد أو يوجد حد أقصى للأسعار المفروضة. وعادة ما تتيح هذه الحدود القصوى للشركات استرداد التكاليف الثابتة.

ولا يمكن للمحتكرين إغفال الطلب - الذي يختلف تبعا للسعر كما في ظل المنافسة الكاملة. والفرق بينهما هو أن المنتج في ظل المنافسة الكاملة لا يفي إلا بجزء من الطلب الإجمالي، بينما يستفيد المحتكر من منحني الطلب للسوق بأكمله. وهكذا يمكن للمحتكر غير الخاضع لتنظيم أن يقرر إنتاج كمية من السلعة تحقق له الحد الأقصى من الأرباح- وذلك غالبا بسعر أعلى وكمية أقل مقارنة بالإنتاج في ظل سوق المنافسة الكاملة.

وفي ظل المنافسة الكاملة، يمكن لمؤسسة تتحمل تكلفة أقل أن تخفض أسعارها لتزيد ما يكفي من العملاء بما يعوضها عن خسارة الإيرادات من المبيعات القائمة. ولنفترض أن إحدى المؤسسات تربح ٥ سنوات من كل وحدة وتبيع منها ألف وحدة- أو ٥٠ دولارا- في سوق إجمالية تتألف من مائة ألف وحدة، فإذا خفضت سعرها بمقدار سنت واحد وحقت مبيعات إضافية قدرها ألف وحدة، فإن أرباحها ستكون ٨٠ دولارا في المستوى الجديد لمبيعاتها البالغ ألفي وحدة.

بائع واحد فقط

لكن المحتكر يسيطر على كافة المبيعات- وفي هذه الحالة، إذا بيعت مائة ألف وحدة بمكسب قدره خمسة سنوات لكل حصة يكون الربح خمسة آلاف دولار. وقد يؤدي تخفيض السعر إلى زيادة إجمالي المبيعات، لكن ذلك قد لا يكون كافيا لتعويض الإيرادات المفقودة من المبيعات القائمة. ولنفترض أن المحتكر خفض السعر (والربح المترتب عن كل عملية بيع) بمقدار بنس واحد، بما يؤدي إلى زيادة في الطلب قدرها ألف وحدة. فإن ذلك سوف يضيف ٤٠ دولارا إلى الإيرادات. لكن المحتكر سوف يخسر أيضا بنس واحد من الأرباح عن كل مائة ألف وحدة يبيعها- أي ألف دولار.

والمحصلة الرئيسية للاحتكار هي الأسعار والأرباح التي تكون أعلى من مستواها في ظل المنافسة الكاملة والعرض الذي غالبا ما يكون أقل. وتوجد أنماط أخرى من الأسواق يتمتع فيها المشترون والبائعون بنفوذ سوقي أكبر

مقارنة بالمنافسة الكاملة لكنه أقل مقارنة بالاحتكار. وفي تلك الحالات، تكون الأسعار أعلى والإنتاج أقل مقارنة بحالات المنافسة الكاملة.

وقد يتأثر العرض والطلب أيضا بالمنتج نفسه. ففي ظل المنافسة الكاملة، يقوم كل المنتجين بصناعة المنتج نفسه، ويسعى المشترون للحصول على المنتج نفسه- أو على بدائل مقاربة له. أما في ظل الاحتكار، فلا تتوافر للمشتريين بدائل سهلة. إلا أن التنوع يسمح ببدائل للاختيار بين أنماط مختلفة. فمثلا، سوق الطماطم تتضمن أكثر من مجرد المواءمة بين المشتريين والبائعين لطماطم نموذجية، فالمستهلكون قد يرغبون في أنماط مختلفة، ويمكن للمنتجين الاستجابة لهم. ويمكن للداخلين الجدد في السوق المنافسة المباشرة مع المنتجين الموجودين بتطبيق تقنية الإنتاج نفسها، لكنهم قد ينتجون بدلا من ذلك أنواعا جديدة ترضي الأذواق المختلفة (كالطماطم الصغيرة أو الكبيرة الصلبة أو

إن المحصلة الرئيسية للاحتكار هي الأسعار والأرباح التي تكون أعلى من مستواها في ظل المنافسة الكاملة والعرض الذي غالبا ما يكون أقل.

المتوارثة). ونتيجة لذلك، لا يتوافر للمنتجين سوى نفوذ سوقي محدود لتحديد الأسعار في حالة وجود منافسة في الأسواق مع تنوع في المنتجات. ومع ذلك، قد تكون تشكيلات المنتجات بديلا عن بعضها بعضا، ولو بصورة غير كاملة؛ بحيث لا يمكن للأسعار أن ترتفع إلى مستواها في حالة الاحتكارات.

احتكار مؤقت

تنشأ التوقعات عندما يكون وضع الملامح الرئيسية المميزة لمنتج عن غيره من المنتجات أمرا مكلفا، بينما تقلديها قليل التكلفة - مثل الكتب والعقاقير وبرمجيات الحاسوب. وقد يكون تأليف كتاب أمرا صعبا، لكن التكلفة الحدية لطباعة نسخة منه منخفضة. وقد يشتري المستهلكون كتباً كثيرة، لكن عندما يشتهر أحدها قد يجد المنافسون الحافز لتخفيض سعرهم عن سعر الناشر وبيع نسخهم الخاصة. ومن أجل السماح للمؤلف والناشر باسترداد التكلفة الثابتة، غالبا ما تمنح الحكومات احتكارا مؤقتا لهذا الكتاب (حقوق الطبع) لكل من المؤلف والناشر. ويتجاوز السعر التكلفة الحدية للإنتاج، لكن حقوق الطبع تحفز المؤلفين على مواصلة الكتابة والناشرين على مواصلة إصدار الكتب وتسويقها - بما يضمن عرضها مستقبلا.

وهياكل السوق التي نوقشت هنا تمثل عددا قليلا من الطرق التي يمكن أن يختلف بها العرض والطلب طبقا للبيئة المحيطة. وتعتبر تقنيات الإنتاج، والخيارات المفضلة للمستهلكين، وصعوبات التوفيق بين البائعين والمشتريين هي بعض العوامل التي تؤثر في الأسواق، ولكل منها دور في تحديد سعر توازن السوق. ■

إيرينا أسموندسون خبيرة اقتصادية في إدارة الإستراتيجيات والسياسات والمراجعة، صندوق النقد الدولي.

البحث عن الاستقرار

شهدت أوروبا الشرقية زواجا دام عقدا كاملا ثم انتهى بركود خطير، وعليها الآن أن تفكر في استئناف النمو على مسار أكثر توازنا

المدنية القديمة بوارسو، بولندا

باس باكر، وآن ماري غولد
Bas B. Bakker and Anne-Marie Gulde

عن سؤالين مهمين. ما الذي حرك دورة الانتعاش والكساد وكيف يمكن للمنطقة أن تعاود البدء من جديد في تحقيق نمو أكثر استمرارا؟

هل كان مآل الزواج دائما إلى الفضل؟

تتنبأ النظرية الاقتصادية بتدفق رأس المال من البلدان الأكثر ثراء إلى البلدان الأكثر فقرا. وهذا هو ما حدث في أوروبا الشرقية التي كانت مقصدا جاذبا للمستثمرين من الخارج لما تتميز به من تدني الأجور، وانخفاض نسب رأس المال إلى العمالة، ومستوي تعليمي جيد بين سكانها. ومما عزز هذه الجاذبية تدني أسعار الفائدة في أوروبا الغربية. وبدءا من عام ٢٠٠٣، بدأت بنوك أوروبا الغربية الاستثمار بقوة في أسواق أوروبا الشرقية الآخذة في النمو - وفي ظل المنافسة الناشئة عن هذه الاستثمارات تراخت شروط الائتمان وصار النمو غير متوازن. واتجهت تدفقات رأس المال الداخلة بدرجة كبيرة نحو قطاعات مثل العقارات والبناء والبنوك التي لم تنتج سلعا قابلة للتداول - ودعمت بذلك الطلب المحلي بدلا من العرض، الأمر الذي أدى إلى طفرة في الواردات، وإلى عجوزات غير مسبوقة في الحسابات الجارية، وإلى فورة في النشاط الاقتصادي.

علاوة على ذلك، كان قدر كبير من الإقراض يتم بالعملة الأجنبية، مما ولد مخاطر ضخمة في الميزانيات العمومية للمقترضين الذين كانوا يحصلون على دخولهم بالعملة المحلية ويدنون بأموال بعملة أخرى. وفي معظم الحالات، كانت فروع البنوك الأجنبية، الممولة من البنك الأم، هي المصدر الأساسي للنمو الائتماني السريع.

وبحلول عام ٢٠٠٨، سجل عدد من البلدان عجوزات بالغة الارتفاع في الحسابات الجارية (بلغت ذروتها في بلغاريا ولاتفيا بنسبة ٢٥٪ تقريبا من إجمالي الناتج المحلي)، وديونا خارجية مرتفعة، وأجورا سريعة الارتفاع، ومعدلات تضخم متسارعة. كما حدث أيضا انتعاش في أسعار الأصول، خاصة في مجال الإسكان.

ولم يكن النمو غير المتوازن سمة سائدة في كل البلدان. ففي بلدان مثل الجمهورية التشيكية والجمهورية السلوفاكية - اللتان بدأتا مرحلة التحول في وقت مبكر، وكانتا أكثر ثراء، وكان لديها أسعار صرف مرنة - كان نمو الائتمان أكثر تواضعا، كما كان الإقراض بالعملة الأجنبية قليلا، ولم تشهد فورة كبيرة في النشاط الاقتصادي، وكان نمو الأجور مقيدا. وشهدت بولندا اختلالات أقل لأن زواج الائتمان بدأ في وقت متأخر.

وفي خريف ٢٠٠٨، توقفت تدفقات رأس المال الداخلة بشكل مفاجئ. ففي خضم الاضطرابات المالية العالمية التي تلت سقوط بنك ليمان براذرز

شهدت

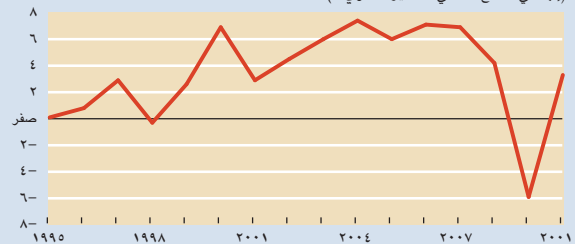
أوروبا الشرقية نموا بسرعة بالغة في العقد ونصف العقد الذي سبق الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية (راجع الرسم البياني). وبينما أكملت المنطقة مرحلة التحول من التخطيط المركزي إلى اقتصادات السوق الناجحة، تمكنت معظم البلدان من تضيق الفجوة في مستويات الدخل بينها وبين أوروبا الغربية بشكل حاد. وكانت هناك صدمات أثناء مرحلة التحول، لكن معظمها عولج بشكل جيد.

وهذا هو الوضع على الأقل حتى الآن. وفي عام ٢٠٠٩ توقف النمو السريع في المنطقة بشكل مفاجئ وغرقت معظم البلدان في ركود عميق. فقد انكمش إجمالي الناتج المحلي للمنطقة بنسبة ٦٪ - بالمقارنة بنمو وصل إلى ٧٪ تقريبا في ٢٠٠٧، وهي آخر سنوات النمو الكامل قبل الأزمة. ولم تكن الضربة قوية بنفس الدرجة بالنسبة لكل البلدان. فلم يحدث ركود في بلدين هما ألبانيا وبولندا، بينما انخفض إجمالي الناتج المحلي في لاتفيا بنسبة ١٨٪، وبلغت نسبة الانخفاض في ليتوانيا وأوكرانيا ١٥٪.

ويبدو أن الركود قارب على الانتهاء. فالصادرات آخذة الارتفاع، والطلب المحلي يبدي علامات على الاستقرار. وستشهد معظم البلدان نموا إيجابيا في إجمالي الناتج المحلي هذا العام. والآن يجب على صانعي السياسات أن يجيبوا

المنطقة في مأزق

بعد مرور عقد من النمو الاقتصادي القوي، دخلت أوروبا المساعدة في ركود عميق في عام ٢٠٠٨، ولكن يبدو أنها تواصل التعافي.
(إجمالي الناتج المحلي، التغيير السنوي ٪)



المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات «آفاق الاقتصاد العالمي».
ملاحظة: أوروبا المساعدة تشمل ألبانيا وبلغاريا وبولندا والجمهورية التشيكية وليتوانيا وهنغاريا ولاتفيا والبرتغال وجمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة ومولدوفا وجمهورية الجبل الأسود وبولندا ورومانيا والاتحاد الروسي وصربيا والجمهورية السلوفاكية وسلوفاكيا وتركيا وأوكرانيا.

الاستثماري، تزايد العزوف العالمي عن المخاطر بصورة حادة، وانهارت أسعار الأوراق المالية بشكل متسارع ونضبت الأسواق فيما بين البنوك. ووقعت البنوك في الاقتصادات المتقدمة تحت ضغوط شديدة في السيولة وأوقفت الإقراض الجديد تقريبا، كما تخلصت من بعض الأصول. واستمرت البنوك الأم في تمديد خطوط الائتمان القائمة لغروها، ولكنها لم توفر أموالا إضافية، وقصرت الائتمان الجديد على ما يمكن تمويله من الزيادات في الإيداعات المحلية. كذلك تراجعت تدفقات رؤوس الأموال الأخرى الداخلة إلى المنطقة، وإن لم يكن ذلك بنفس درجة الحدة. وأدى التراجع في تدفقات رؤوس الأموال الداخلة إلى الانخفاض الحاد في الطلب المحلي. واقترب الائتمان الجديد من التوقف شبه التام في كثير من الحالات. وبلغ انكماش الطلب المحلي أعلى مستوياته في البلدان التي سبق لها أن حققت أكبر زيادات في الطلب المحلي، وأضخم معدلات عجز في الحسابات الجارية، وأعلى ارتفاع في النسب بين الائتمان وإجمالي الناتج المحلي. وكان الطلب المحلي أكثر تماسكا في البلدان التي لم تشهد اختلالات كبيرة. وأدى هبوط الصادرات إلى تفاقم الركود. فقد كان الشركاء التجاريون الرئيسيون لأوروبا الصاعدة هم أيضا في حالة ركود. ومع انكماش الطلب المحلي والصادرات، تجاوز انخفاض إجمالي الناتج المحلي في كثير من البلدان مستواه في أزمات سابقة إلى حد بعيد.

تحقيق الاستقرار

ومع ذلك، فقد أمكن تفادي الانهيار المالي والاقتصادي التام الذي كان يخشى منه البعض. فلم يحدث زعر مصرفي، وعلى خلاف الوضع في عديد من الاقتصادات المتقدمة، لم تضطر الحكومات إلى التدخل لإنقاذ أجهزة مصرفية بأكملها. كما لم يحدث انهيار في أي نظام من أنظمة سعر الصرف الثابت - وهو ما كان يحدث غالبا أثناء الأزمات السابقة في الاقتصادات الصاعدة. ويرجع كثير مما ورد إلى اتخاذ إجراءات حاسمة على صعيد السياسة المحلية، ولكن الدعم الدولي كان له دور مهم في تحقيق الاستقرار. فتدخل صندوق النقد الدولي في بلدان عديدة، وانضم إليه الاتحاد الأوروبي في البلدان الأعضاء في الاتحاد. وشاركت مؤسسات مالية دولية أخرى مثل البنك الدولي والبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير في البرنامج، وفي بعض الحالات التزمت بلدان أوروبية أخرى أيضا بالتمويل. وكان للقطاع الخاص أيضا دور في ذلك. وعُقدت اتفاقيات مع بنوك من أوروبا الغربية تضمن استمرار إقراض بلدان أوروبا الشرقية.

الخطوات المقبلة

تبدو أوروبا الشرقية في وضع يسمح لها بالتعافي. فالصادرات تعاود الارتفاع، وهناك علامات تدل على استقرار الطلب المحلي. وتشير تنبؤات صندوق النقد الدولي إلى أن المنطقة ستسجل نموا يبلغ ٣,٣٪ في عام ٢٠١٠. ومع ذلك، فإن أوروبا الصاعدة لن تستطيع العودة إلى منوال العمل المعتاد. فالنمو في المستقبل - خاصة في البلدان التي تراكمت لديها اختلالات كبيرة أثناء فترة الانتعاش - يجب أن يعتمد بدرجة أكبر على تدفقات رؤوس الأموال إلى قطاع السلع القابلة للتداول، وبدرجة أقل على التدفقات إلى قطاع السلع غير القابلة للتداول. وفي هذه البلدان، تشق الصادرات طريقها نحو التعافي، ولكن الطلب المحلي سيظل على الأرجح ضعيفا نظرا لاستمرار المستهلكين في الحد من الإنفاق لسداد ديونهم.

ويجب على القطاعات الخاصة في البلدان التي شهدت انتعاشا أن تستكشف أسواقا جديدة لصادرات السلع المصنعة والخدمات، الأمر الذي سيتطلب إعادة هيكلة اقتصاداتها. وهذه المهمة صعبة لكنها قابلة للتحقيق. وسوف تتعزز عملية إعادة الهيكلة بفضل إشارات السوق التي ستتغير عندما تنكمش الأرباح في قطاع السلع غير القابلة للتداول، وتبحث الاستثمارات عن قنوات واعدة بشكل

أكبر. لكن العملية قد تكون صعبة. وحتى في قطاع السلع القابلة للتداول، قد تضطر المشروعات الجديدة إلى الكفاح من أجل الحصول على تمويل اشترت ندرته. وستظل التدفقات الداخلة منخفضة في الوقت الذي تكافح فيه البنوك الغربية من أجل بناء ميزانياتها العمومية، بينما تبدو العائدات المعدلة حسب المخاطر في أوروبا الصاعدة أقل جاذبية.

إلا أن السياسات العامة يمكن أن تقوم بدور أيضا في توجيه أوروبا الشرقية نحو مسار إنمائي أكثر استمرارا. ويمكن لسياسات الاقتصاد الكلي الأكثر توازنا وكبح الأجور أن تساعد في منع فورة النشاط الاقتصادي التي تسحب الموارد من قطاع السلع القابلة للتداول إلى قطاع السلع غير القابلة للتداول. وتستطيع سياسة المالية العامة على وجه الخصوص أن تقوم بدور أكثر فعالية بكثير - بادخار النقود عند تزايد الإيرادات بدلا من زيادة الإنفاق ورفع الأجور العامة. وقد يعني ذلك أن فوائض المالية العامة الصغيرة لا تكفي في فترات الانتعاش - فتنشأ الحاجة إلى تحقيق فوائض كبيرة. وقد يفضل صانعو السياسات الإنفاق أثناء فترات الانتعاش، لكن ثمرة الادخار هي توافر احتياطي مالية وقائية تقل في ظلها الحاجة إلى تخفيض الإنفاق بشكل حاد أثناء فترات الركود - مظلما اضطرت بلدان عديدة إلى القيام بذلك أثناء الأزمة.

ومن الضرورة بمكان الحيلولة دون فورة النشاط الاقتصادي لأن القدرة التنافسية للصناعات التحويلية في كثير من اقتصادات أوروبا الصاعدة تدهورت أثناء فترة الانتعاش. فعلى سبيل المثال، طبقا لبيانات الاتحاد الأوروبي، ارتفعت تكلفة وحدة العمل في قطاع الصناعات التحويلية في لاتفيا بمقدار ٩٠٪ مقارنة بشركائها التجاريين فيما بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٨. كذلك سجلت بعض البلدان الأخرى - خاصة بلغاريا وإستونيا ورومانيا - ارتفاعا حادا في سعر صرفها الحقيقي. ومن شأن زيادة تشديد سياسة المالية العامة أن تساعد على اعتدال نمو الأجور. وبمرور الوقت، ستلحق الأجور بالمستويات السائدة في أوروبا الغربية. إلا أنه إذا استمرت عملية اللحاق جنبا إلى جنب مع زيادة إنتاجية الصناعة التحويلية فإنها لن تؤدي بالضرورة إلى إعاقه القدرة التنافسية أو تثبيط المستثمرين.

تحسين الجودة

لكن لا ينبغي لأوروبا الصاعدة أن تنافس على انخفاض الأجور فحسب - فسوف تجد صعوبة في ذلك. وهناك الآن أجور أقل في أسواق صاعدة أخرى، ومع هجرة العمالة إلى أوروبا الغربية سترتفع الأجور في أوروبا الصاعدة. وبدلا من ذلك، يجب على المنطقة أن تهدف إلى إنتاج منتجات متزايدة التطور. وقد يفيد في ذلك أيضا الإصلاحات الهيكلية، بما فيها الداعمة لمناخ الأعمال، وكذلك تحسين مستوى التعليم، فضلا على محاربة الفساد في بعض البلدان. ويمكن لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة القيام بدور مهم أيضا، لو وجهت إلى تعزيز العرض خاصة في القطاع الموجه نحو التجارة الخارجية. ومن شأن هذه الاستثمارات تعزيز النمو، ونقل التكنولوجيا، والإسهام في تحسين مهارات القوى العاملة.

واتبعت بعض بلدان المنطقة هذا النموذج بالفعل. ففي الجمهورية التشيكية والجمهورية السلوفاكية، كان النمو أثناء فترة الانتعاش أكثر توازنا، ونمو الائتمان أكثر تقييدا، ومعدلات عجز الحساب الجاري منخفضة - وكان للصادرات دور مهم. وبرغم ما حققته هذه الاستراتيجية من نمو أضعف مقارنة ببعض البلدان المجاورة قبل الأزمة، كان عمق ركودها أقل بكثير. ونتيجة لذلك، حقق هذان البلدان على امتداد أفق زمني أطول نموا أسرع من البلدان التي سجلت انتعاشا في الطلب المحلي. ■

باس باكر رئيس قسم، وأن ماري غولد مستشارة أولى في الإدارة الأوروبية في صندوق النقد الدولي.

أن تربح أو لا تربح: هل تلك هي المسألة؟

محمد يونس

Muhammad Yunus

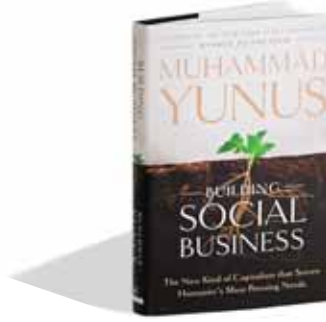
بناء العمل الاجتماعي:

Building Social Business

نوع الرأسمالية الجديد الذي يلبي الحاجات الإنسانية الأكثر إلحاحا

The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs

Public Affairs, New York, 2010, 226 pp., \$25.95 (cloth).



يوضح محمد يونس كيف يمكن مواجهة سوء تغذية الأطفال بإخفاء المغذيات الدقيقة المهمة داخل عبوة من الزبادي مقبول الطعم (غرامين دانون)؛ وكيف يمكن استخدام الأذية التي يقدر على شرائها فقراء الفلاحين (غرامين أديداس) في محاربة الإصابة بالديدان؛ وكيف يمكن توفير الخدمات الصحية مقابل أجر مدفوع مسبقا أو إجراء جراحة لإزالة المياه البيضاء من العين لأولئك الذين شافوا على فقدان بصرهم (غرامين للرعاية الصحية).

وليس هذا الكتاب مجرد مصدر إلهام، إنه يهدف إلى إنشاء وتمييز حركة اجتماعية جديدة تقوم على أسلوب قيادة الأعمال والقدرة على الاستمرار ذاتيا لمواجهة مشكلات الفقراء، وهي تختلف بوضوح عن الأعمال الخيرية أو المسؤولية الاجتماعية للشركات، التي لا يتمتع أي منها بالقدرة على الاستمرار ذاتيا. لكنه أيضا يريد أن يميزها عن الأشكال الرأسمالية شديدة التنوع - ومن هنا يأتي العنوان الفرعي للكتاب. فالهدف ليس مجرد إقامة شركات تعالج مشكلات الفقراء، ولكن إيجاد «شركات اجتماعية» حيث «الهدف من كل شيء هو تحقيق منفعة الآخرين. فهو يقوم على جانب إنكار الذات في الطبيعة البشرية».

يواجهونها ويحقق لهم الاكتفاء الذاتي ماليا. وعلاوة على ذلك، تتضمن هذه الحلول وظائف يمكن للفقراء القيام بها بأنفسهم، وهكذا يصبح الازدهار عملية تحفيز ذاتية:

فالعامل يوجد الثروة التي يمكن توزيعها عندئذ من جانب من يعملون.

وكتاب بناء العمل الاجتماعي يزخر بنماذج من الأفكار في مجال الأعمال للتغلب على الفقر بتعزيز قيمة رغبة الفقراء في العمل وتصميم حلول فعالة قابلة للاستمرار ذاتيا لمشكلاتهم الأكثر إلحاحا. (المؤلف هو مؤسس بنك الفقراء (غرامين) أحد أوائل منظمات التمويل الأصغر، وهو يقدم منذ أواخر السبعينات قروضا صغيرة لأصحاب المشروعات في بعض من أفقر مناطق وطنه بنغلاديش. وقد توسعت أنشطة إقرضه الآن في أنحاء العالم). وفي هذا الكتاب وهو أحدث إصداراته،

الفقراء بمعزل عن العمل المربح

يعيش

وإمكانات الحصول على المياه النظيفة والكهرباء والطرق والنقل والسعرات الحرارية والمغذيات الدقيقة والرعاية الصحية والتعليم والخدمات المصرفية والاتصالات السلكية واللاسلكية والإنترنت والعدالة والأمن. ولا تزال رغبتهم في العمل هي أكثر الموارد المهددة على سطح الأرض.

وإتاحة الفرص للفقراء يمكن أن تتوافر له مقومات البقاء الذاتية. وسيتمكنهم العمل الأكثر إنتاجية من التوصل إلى حلول للتحديات التي

بين الشروح

من

الملامح البارزة للأزمة المالية ذلك العدد الهائل من الأمور التي انحرفت عن مسارها الصحيح والعدد الكبير من الأشخاص والمؤسسات التي ارتكبت أخطاء. (في واشنطن العاصمة، كان ممكنا أن تطرح الجملة السابقة كسؤال: إلى من نوجه اللوم؟) ويجمع راغورام راجان كبير الخبراء الاقتصاديين السابق في صندوق النقد الدولي، والأستاذ في كلية بووث لإدارة الأعمال في جامعة شيكاغو، في كتابه الجديد «شقوق الصدع» العيوب المتنوعة التي أسهمت في الأزمة ويوضحها - وهي «شقوق الصدع» - كما يسميها ويعرضها، التي كشفتها أحداث السنوات العديدة الماضية. وي طرح راجان بعد ذلك توصيات سياسية عامة لمنع حدوث مشكلة مماثلة مستقبلا. وبعض من تلك التوصيات تعتبر من قبيل النصائح التقليدية المألوفة مثل تصحيح الاختلالات العالمية، لكن بعضها الآخر، مثل تحسين شبكة الأمان الاجتماعي، يعتبر مبتكرا في سياق الأزمة.

ويغطي الكتاب مجموعة واسعة من شقوق الصدع تلك - وهو بذلك يعد فعلا رسالة علمية



راغورام راجان

Raghuram G. Rajan

شقوق الصدع

Fault Lines

كيف تشكل الشروح المستترة تهديدا مستمرا للاقتصاد العالمي

How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy
Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2010, 272 pp., \$16.95 (cloth)

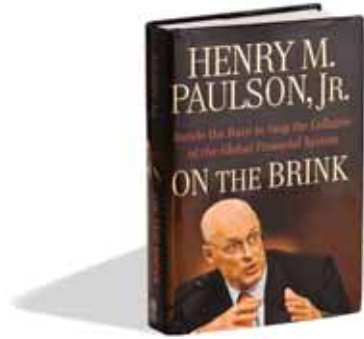
عن القضايا الأخيرة لسياسات الاقتصاد الكلي. وتشمل المشكلات الإفراط في التمويل بالدين وفي استخدام الائتمان من جانب الأمريكيين، والاختلالات بين المدخرات والتدفقات الرأسمالية

العالمية، والسياسات النقدية التيسيرية، والابتكارات المالية التي أدت إلى نقص الشفافية، ومخططات التعويضات الخاطئة، ومعايير الإقراض الهزيلة، وإخفاقات وكالات تصنيف الائتمان، وعدم كفاية الرقابة الحكومية على البنوك - وغير ذلك كثير. ويتمتع راجان بمصادقية خاصة، بالنظر إلى أنه كان في عام ٢٠٠٥ من الأصوات البارزة في التحذير من الأخطار المحتملة للابتكار المالي.

ويضيف راجان عوامل الاقتصاد السياسي إلى قائمة تفسيرات الأزمة. ويرى في انتشار الائتمان وتزايد معدل تمويل قطاع الأسر بالقروض قوة دافعة كرد فعل لانعدام المساواة الأخذة في الانتشار في الولايات المتحدة. والأسر التي لم تكن تتمتع بمهارات عالية كانت تعاني من ركود في دخلها فتعوضه بتحمل قروض تفوق طاقتها.

وأسمت العوامل السياسية أيضا في الإفراط في استخدام التمويل بالدين. ويرى راجان، أن الضعف النسبي لشبكة الأمان في الولايات المتحدة يدفع السياسيين إلى الحرص بصفة خاصة على تجنب ضعف سوق العمل، وهم بذلك يتلاعبون بنار الحوافز المالية والنقدية. وتشمل السياسات المثيرة للمشكلات، طبقا لراجان، كلا من الفترة الممتدة

في سكون



هنري بولسون
Henry M. Paulson, Jr.

على الحافة On the Brink

داخل حلبة التسابق على وقف انهيار النظام المالي العالمي
Inside the Race to Stop the Collapse
of the Global Financial System
Business Plus, New York, 2010
(pp., \$28.99 (cloth 496

فشل بنك ليمان براذرز موجة من
الذعر في النظام المالي العالمي.
وأدى الانخفاض الشديد في
توافر الائتمان إلى هبوط حاد في
الاقتصاد العالمي. وفي الولايات المتحدة، أدى
الهبوط الحاد في النشاط الاقتصادي إلى بلوغ
معدل البطالة ١٠٪، وانخفاض في إجمالي الناتج
المحلي الحقيقي بنسبة ٣.٧٪، وانخفاض في الإنتاج
الصناعي بنسبة ١٥٪. ويتناول كتاب هنري بولسون
عددا من الأسئلة الرئيسية التي أثارها انهيار شركة
الخدمات المالية العالمية: لماذا حدث الانهيار غير
المنظم في بنك ليمان براذرز؟ هل تحسبت السلطات
للمخاطر المحتملة، وإذا كان الأمر كذلك، فهل
كان في مقدورها التدخل؟ ولو كان التدخل المبكر
مستحيلا فهل كان في مقدور السلطات إنقاذ ليمان
ماليا في اللحظة الأخيرة، مثلما فعلت مع بنك
استثمار آخر، هو بير ستيرنز، قبل ذلك بستة أشهر
أو مع عملاق التأمين المجموعة الأمريكية الدولية
للتأمين (AIG) في اليوم التالي؟

وشغل بولسون منصب وزير الخزانة في
الولايات المتحدة في الفترة من يوليو ٢٠٠٦ حتى
يناير ٢٠٠٩: منها عامان في الفترة السابقة على
الأزمة وخلال الأشهر الأربعة من عملية المواجهة
الأولية للأزمة. ويصف هذا الكتاب تلك التجربة.

الكتاب الأول عن الأزمة المالية

يطرح السرد إطارا تعليميا تاريخيا. وتبدأ معالم

من بنك غرامين: لأنها- وبشكل محدد- بعكس
منهج يونس لم تصر على الإقراض الجماعي ولم
تعارض الربح.

إن طراز الأعمال غير الهادفة للربح يجلب
الشهرة. وقد دخل بنك غرامين في شراكة مع شركات
كبرى مثل دانون (للبن الزبادي) وأديداس (للأحذية)
حيث كانت مشاركتهم مع غرامين ملائمة لعلاماتهم
التجارية الخاصة. ومع ذلك، وطبقا للوضع القائم،
فإن تلك الشركات تقتصر على برامج غريبة
طريفة تشرف عليها إدارات المسؤولية الاجتماعية
للشركات. وستغير أسواق مليارات الدولارات الجديدة
شكل حياة الفقراء. فتجذب دافع الربح من شأنه أن
يحد من قدرة تلك الحلول على التصاعد الحقيقي،
وتجاوز حدود دعم التبرعات للأنشطة التي يتعذر
تنظيمها بطريقة قابلة للاستمرار.

وقد يكون هذا الكتاب مصدر إلهام للقراء، لكن
عليهم ألا يأخذوا الحركة الاجتماعية، التي يحاول
يونس أن يسميها ببصمته الخاصة، على علاتها إن
لم يكن ليقبلوا النظر فيها ظاهرا وباطنا.

ريكاردو هوسمان

مدير مركز التنمية الدولية، وأستاذ ممارسة التنمية
الاقتصادية في جامعة هارفارد

أطلق

خلال الفترة بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٣ كمحاولة
للتعويض عن الانهيار في فقاعة أصول التقنية
العالية بخلق فقاعة في السوق العقارية. وقد يتفق
قانون الرعاية الصحية الأخير في الولايات المتحدة
مع ما أوصى به راجان بصورة عامة من توفير
شبكة أمان اجتماعية محسنة. ومع دخول قانون
الرعاية الصحية حيز التنفيذ سيكون من المثير
للاهتمام أن نرى هل يؤثر على شعور الأمريكيين
بالأمان المالي واتجاه السياسات العامة أم لا.

وفي استشرافه لآفاق مستقبلية أبعد، يركز
راجان على تحسين التعليم والتدريب لمعالجة
الأسباب الجذرية لعدم المساواة. فالارتقاء
بالمهارات يعني فرص توظيف أفضل ودخولا
أعلى- وصنع سياسات أقل قلقا لتحسين الأداء
الاقتصادي.

ويلقي كتاب راجان نظرة شاملة على الأسباب
التي قادتنا إلى الأزمة ويقدم لنا منهجا مشجعا
لتجنب حدوث أزمة أخرى.

فيليب سواغل

كلية ماكديونو لإدارة الأعمال

جامعة جورج تاون

ويميز محمد يونس بدقة طرازه الجديد من
الرأسمالية، وعدوه هو دافع الربح الذي يقول عنه
إنه سيقف إن أجلا أو عاجلا في طريق خدمة الفقراء.
وهو يعتقد بضرورة إقصاء ذلك الدافع، وتماثلا
ينبغي للمدخن الذي يريد الإقلاع عن التدخين أن
يتجنب حتى نفث الدخان، أو كالمسلم الصائم في شهر
رمضان الذي ينبغي له الامتناع عن كل أشكال الطعام
مهما صغرت، يجب على الشركات أن تدير ظهرها
للربح. «فالامتناع تماما عن السلوك الهادف للربح
يحدث فارقا ضخما ومهما بالنسبة لرجل الأعمال
الراغب فعلا في الالتزام بالتغيير الاجتماعي».

ويدعي يونس ابتكاره لشكل جديد من التنظيم
الاجتماعي في مجال الشركات غير الهادفة إلى
الربح يرمي إلى حل مشكلات الفقراء، وهو حريص
على تمييزه عن الرأسمالية الهادفة إلى الربح أو
التعاونيات أو الاشتراكية أو الحكومة أو الأعمال
الخيرية أو الشيعية أو المسؤولية الاجتماعية
للشركات. ويطالب بحقوق الملكية الفكرية للقروض
الصغيرة، بالرغم من أن «أكسيون إنترناشيونال» قد
سبقت بنك غرامين في ذلك بأكثر من عقد من الزمان.
فيمزج ذكي بين التبرعات ودافع الربح، أنشأت
أكسيون إنترناشيونال مؤسسات مثل كومبارتاموس،
وميبانكو، وبانكوسول، التي نمت بديناميكية أكثر

التي اتسمت بتدن استثنائي في أسعار الفائدة عقب
التباطؤ الاقتصادي خلال الفترة بين عامي ٢٠٠٠
و ٢٠٠٣ والسياسات الجارية مثل الدعم الحكومي
المستمر لمؤسستي «فاني ماي» و «فريدي ماك» قبل
وضعها تحت وصاية حكومة الولايات المتحدة
في سبتمبر ٢٠٠٨. وقد أسهمت السياسة النقدية
الميسرة والكفالة الضمنية لديون «فاني» و«فريدي»
في الاقتراض المفرط وحدوث الفقاعة العقارية،
ومن ثم فقد أدت إلى هشاشة القطاع المالي وإلى
وقوع الأزمة. ويتناول النصف الثاني من الكتاب
الإصلاحات الرامية إلى منع تلك المشكلات، بما في
ذلك إجراء تغييرات في التنظيم المالي وفي هياكل
السوق مثل الحوافز التعويضية.

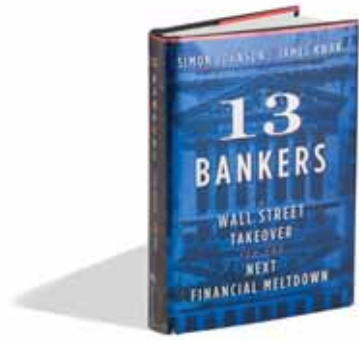
ومن أبرز مقترحات الحلول التي يطرحها
راجان تطوير شبكة أمان اجتماعي أكثر فعالية في
الولايات المتحدة، يمكنها أن تخفف من مخاوف
الركود وتحول دون سياسات الحوافز المفرطة التي
تحدث فقاعات اقتصادية. وإذا أصبح العمال- أي
الناخبون- أقل قلقا إزاء فقدان وظائفهم واختلال
أوضاعهم، فقد يتوافر للساسة هامش أكبر من
الحرية لتجنب السياسات المحفوفة بالمخاطر.
ويقول البعض إن الأزمة نجمت عن سياسات طبقت

المؤسسات الأخرى. ويظل هذا التحليل موضع جدل، لكن رؤية بولسون من قلب الأزمة الضاربة تزودنا بمنظور مهم.

ليف راتنوفسكي

اقتصادي في إدارة البحوث، صندوق النقد الدولي

من يخشى بنوك الأصول الرديئة الكبيرة؟



سايمون جونسون وجيمس كواك

Simon Johnson and James Kwak

١٢ مصرفيا

13 Bankers

الاستحواذ على وول ستريت والانهيار المالي القادم

The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown

Pantheon Books, New York, 2010, 320 pp., \$26.95 (cloth).

«غايتنا هي تغيير الحكمة التقليدية

عن البنوك الضخمة». تلك هي الخلاصة التي توصل إليها المؤلفان

في نهاية كتابهما الممتع في قراءته والمثير في أفكاره. وفي صميم النص تنطق السطور بسؤال محير لصانعي السياسات الاقتصادية: ما هو المطلوب حتى نجعل النظام الاقتصادي أكثر أماناً وأن نبعده عن تكرار التدخل الحكومي الضخم الذي كان ضروريا لمنع انهيار النظام المالي؟ يتصدى المؤلفان للمأزق الذي صنعتته مؤسسات مالية كانت تعتبر أكبر من أن تفشل. فمشكلات المخاطر الأخلاقية معروفة تماما. ويشير جونسون وكواك إلى وجود تيار مستتر ينذر بالشر يفعل فعله - ويبلغ حده فساد الآليات السياسية والمؤسسية التي شكلت تطور النظم المالية العالمية - ومارس الإشراف عليها، ويحابي المؤسسات المالية الكبيرة.

الكبير للقطاع المالي، خاصة سطوة المؤسسات اللتين ترعاها الحكومة وهي «أشرس المقاتلين في دوائر واشنطن». وقد انعكست تلك الملاحظات في الدراسات الأكاديمية مؤخرا التي تربط بين الإسهامات السياسية وأصوات الكونغرس بشأن المسائل الاقتصادية.

ويتعلق الدرس الثالث بتعقيدات التنسيق الدولي في إدارة الأزمة. ومن المتعارف عليه عامة أن تسوية أوضاع البنوك الدولية ربما كان هو أضعف الحلقات في أطر الاستقرار المالي العالمي الحالية. وخير دليل على ذلك هو فشل بنك ليمان براذرز. فقد كان البنك الاستثماري يمارس نشاطا متكاملا على المستوى العالمي، ومع ذلك اضطرت فروعه الدولية إلى التقدم بطلبات لإشهار إفلاسها وفقا لقواعد الولايات القضائية التي تتبعها. ومع إشهار الإفلاس، قام المدير القضائي المكلف بتصفية بنك ليمان في لندن، وهو شركة برايس ووترهاوس كوبرز (Price Waterhouse Coopers)، بتجميد كافة أصول الشركة في المملكة المتحدة، بما في ذلك ضمانات الغير من حسابات العملاء. وقد أدى هذا الإجراء إلى هز ثقة المستثمرين، حتى في مناطق الولاية التي يتم فيها فصل حسابات العملاء الاستثمارية في البنوك وحمايتها في حالة الإفلاس، كما هو الحال في الولايات المتحدة. ويصف بولسون كيف تحولت خاصية متفردة غير متوقعة لقواعد الإفلاس إلى أحد السهام التي أطلقت لتدمير النظام المالي العالمي: وفي هذا الصدد يقول بولسون: «فجأة شعر الكل بحذر متزايد من التعامل مع أي طرف مقابل، بصرف النظر عن عراقلة السمعة أو قوة العلاقة التي تربط بين مؤسسة وأخرى».

وفي وصفه لانهيار بنك ليمان، يكرر بولسون إشاراتة إلى الفجوات الواسعة في الإطار التنظيمي للولايات المتحدة - وهذا هو الدرس الرابع. فإجراءات وقف عمليات البنوك التجارية محددة بوضوح في قانون إنشاء المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع (FDICIA)، إلا أنه لم تكن هناك هيئة مماثلة لبنوك الاستثمار، وشركات التأمين، وصناديق التحوط الكبيرة. وما كان للحكومة أن تتدخل بخصم مزيد من الأموال إذا تعرضت إحداها للفشل، حتى لو كان لذلك تبعات على النظام بأكمله. وكان باستطاعة الاحتياطي الفيدرالي من الناحية النظرية أن يقدم قرضا طارئا لأي من المؤسسات، لكن فقط إذا كان القرض «مأمونا على نحو يرضيه»، بمعنى توافر الحد الأدنى فقط من خسائر الائتمان. لماذا إذن ترك بنك ليمان يواجه الفشل، بينما تم إنقاذ بير ستيرنز والمجموعة الأمريكية الدولية للتأمين (AIG)؟ يزعم بولسون أن الافتقار الحقيقي في بنك ليمان للضمانات التي يمكن رهنها للحكومة في مقابل الإنقاذ هو الذي جعل موقفه يختلف عن

الطريق الرئيسية من بداية الاضطرابات الائتمانية في أغسطس ٢٠٠٧ وانهيار بنك بير ستيرنز في مارس ٢٠٠٨، مروراً بفرض الوصاية (التأمين) على المؤسسات اللتين ترعاها الحكومة، فاني ماي وفريدي ماك، إلى انهيار بنك ليمان براذرز في ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨ وإنقاذ المجموعة الأمريكية الدولية للتأمين (AIG) في اليوم التالي. كذلك يغطي الكتاب رد فعل السياسات، خاصة قانون برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة (TARP) - أي سلطة الخزنة في شراء الأصول الرديئة وضخ الأموال إلى البنوك وإنشاء العديد من تسهيلات الاحتياطي الفيدرالي بهدف توفير السيولة لنظام مالي معسر. ورغم ما لهذا الكتاب الأول من فائدة، فإن إسهامه المتميز ينبع من رأي العليم ببواطن عملية السياسات المحيطة بالأزمة. وتبرز هنا أربع قضايا مهمة - هي دروس للمستقبل حول كيفية زيادة فعالية سياسات تحقيق الاستقرار المالي وتسوية الأزمات.

الدروس المستفادة

يتمثل الدرس الأول في الانعكاسات غير المرغوب فيها لتنظيم مالي مجزأ. وبالرغم من أن الخزنة الأمريكية كانت تتولى المسؤولية الكاملة عن التمويل المحلي، فإنها لم تستطع تجاوز الاستقلال التشغيلي للجهات التنظيمية القطاعية. وقد أدى ذلك إلى تعقيد الرقابة على السلامة الاحترازية الكلية: إذ من المدهش أن أنباء تعرض العملاء الرئيسيين للتأمين - المجموعة الأمريكية الدولية للتأمين (AIG) لأزمة كبيرة وصلت إلى وزير الخزنة قبل أيام فقط من انهياره، الأمر الذي قوض سياسة الاستقرار المالي. ويتذكر بولسون كيف كان المسؤول عن تنظيم المؤسسات اللتين ترعاها الحكومة عازفا عن الاعتراف بتعرضهما للقصور الشديد في الرقابة، وفرض الوصاية عليهما. وعلى المنوال نفسه، يصف كيف أن الجهة التنظيمية المتخصصة المسؤولة عن مؤسسة التوفير والقروض واشنطن ميوتشوال (Washington Mutual) التي كانت تواجه متاعب، رأت أن تعاد رسملتها - مع بقاء سيطرتها على المؤسسة - بدلا من العمل على بيعها لأحد البنوك المستقرة وهو جي بي مورغان (JP Morgan). وبعد ذلك بستة أشهر صارت مؤسسة واشنطن ميوتشوال (Washington Mutual) أحد أكبر البنوك الأمريكية التي انهارت في التاريخ.

ويتعلق الدرس الثاني بأهمية الهيئة التشريعية في تشكيل السياسة المالية. ويصف بولسون كيف كان الكونغرس معرضا عن الاعتراف بتراكم عوامل الضعف المالية في الفترة السابقة على الأزمة، ويرجع ذلك في جانب منه إلى النفوذ السياسي

حجم المؤسسات المالية بحيث لا تتجاوز نسبة مئوية معينة من إجمالي الناتج المحلي. ويقترحان حدوداً أكثر صرامة على حجم المؤسسات الأكثر عرضة للمخاطر، على أن تضاف تلك القيود إلى العديد من المبادرات التنظيمية الأخرى الجاري دراستها (بشأن رأس المال، والسيولة وغيرها). إلا أن الكتاب لا يخوض في التفاصيل بشأن مزايا ومثالب استخدام حدود الحجم بدلا من المقترحات الخاصة بالتعامل مع المؤسسات المؤثرة على النظام المالي، (أو بالإضافة إليها)، عن طريق فرض رسوم على المخاطر النظامية، مع وضع قيود على تداول حقوق الملكية، وتعزيز آليات تسوية أوضاع المؤسسات الكبيرة. ولم يتناول الكتاب كيفية إعداد حدود الحجم المقترحة والجوانب التي ستغطيها. ولو أجري مزيد من التحليل والمناقشة المتعمقين لتلك القضايا لعزز ذلك من القيمة العملية لهذا الكتاب المثير للأفكار ولدعم مبررات إدراج توصياته كجزء من الإصلاحات.

باري جونستون

مدير مساعد

إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، صندوق النقد الدولي

سلط عليه هذا الكتاب الضوء بشأن تنظيم معاملات المشتقات خارج السوق الرسمية. ويشير الكتاب إلى أن هذه القرارات ربما تعكس قدرة المصلحة الذاتية القوية للقلة في التأثير على الأغلبية، إلا أن ذلك قد يكون نتيجة لسوء التقدير والجهل - وهي حكمة ندركها للأسف بعدما سبق السيف العذل.

وهذا هو أفضل توقيت لصدر الكتاب. فصانعو السياسات على مستوى العالم يتناظرون حول أفضل الطرق لإصلاح الإطار التنظيمي للتمويل العالمي، ويجري حاليا إعداد إصلاحات تنظيمية تفصيلية. ويستمد كتاب «١٣ مصرفيا» قيمته من استقلال منظوره. ويتمثل أحد الطروح الرئيسية للكتاب في أن جميع من ينخرطون تقريبا في التنظيم المالي تسيطر عليهم طبيعة العملية ويميلون إلى توجيه زاوية الإصلاح لصالح المؤسسات المالية الكبرى. وهذه الحجة - إن صحت - قد لا تبشر بخير في تحقيق الإصلاح الجوهري الذي يؤدي إلى تحسينات دائمة. والمسألة لم تحسم بعد، وليس ثمة شك في أن المسؤولين عن صياغة الإصلاحات قد يطعنون في آراء المؤلف.

والقسم الأخير من الكتاب، الذي يطرح الحلول، هو أقل الأجزاء إقناعا، وذلك أمر غاية في السوء؛ لأنه هو الجزء الذي يمكنه التأثير على الجدول الدائر حول السياسات. ويحبذ المؤلفان وضع قيود صارمة على

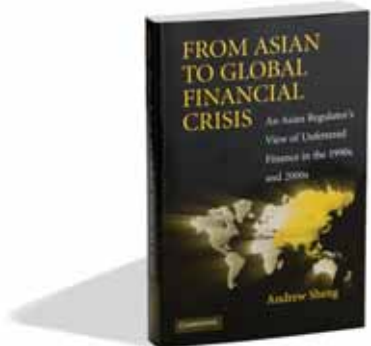
ويقص المؤلفان قصة ذات مغزى، فيها دور للأشرار وللبلبل على مسرح الأحداث هنا أو هناك. وتأتي في مقدمة الأشرار المؤسسات المصرفية الكبرى؛ إذ يصورها الكتاب بأنها النخبة المحتكرة الجديدة، فهم يستغلون سلطة اقتصادية واسعة ونفوذا سياسيا مفرطا، وحصدوا منافع من وضعهم الأكبر من أن يفشل، وكل ذلك وهم يقومون بعمليات مخاطرة مرعبة، متوقعين أن دافع الضرائب سيهب لنجدهم. ومما ساعد على تسيير عجلة الاستغلال عومل منها شعبية التحرير الاقتصادي ودعمه، وثقافة التنقل ذهابا وإيابا التي تدفع بأصحاب النفوذ من القطاع العام إلى المؤسسات المالية الكبرى ثم تعيدهم مرة أخرى إليه، ووجود قلة من الأشخاص في المناصب الرئيسية في وزارة الخزانة الأمريكية وفي الاحتياطي الفيدرالي. ولم يفلت صندوق النقد الدولي من هذا التحليل النقدي.

ومع ذلك، فقد أفلح المؤلفان بإقناعهما بأن كثيرا من الأشرار كان يُنظر إليهم في وقت ما على أنهم أبطال في معالجة أزمات مالية سابقة والمساعدة على تعزيز النمو الاقتصادي القوي. ولا ينكر أحد أنه كانت هناك أخطاء على امتداد الطريق، ولو كان في مقدورنا إعادة عقارب الساعة إلى الوراء وإعادة عجلة التاريخ للخلف، لثم بالتأكيد الرجوع عن بعض القرارات. وخير مثال على ذلك القرار الذي

أزمة جديدة، مشكلات قديمة

صدر

كتاب أندرو شنغ الجديد في الوقت الذي اشتدت فيه حاجة الناس إلى إجابات. فخبرة شنغ في الغرب والشرق، مدعومة بخلفيته كباحث ومسؤول تنظيم مالي في هونغ كونغ، مهدت لهذا التحليل الواسع والعميق للأزمة المالية من خلال عيون آسيوية. وخلافا للعديد من المحللين، يثبت شنغ رأيه بمنظور شخصي يتناول فيه التاريخ المقارن، والاقتصاد الكلي، والاقتصاد الجزئي ويضع الإطار العام للكتاب. ومن خلال تجربتي كصحفي آسيوي، فإنني لم أقرأ من قبل رواية أوضح وأكثر اكتمالا للأزمة المالية الآسيوية في التسعينات من رواية شنغ، ولا قرأت من قبل تحليلا أكثر إقناعا عن الروابط الجوهرية بين تلك الفترة والأزمة العالمية الراهنة. إلا أن بعض القراء قد يرى نجاح شنغ في التعامل مع الأزمة بوصفه مسؤولا تنظيميا أكثر إشارة للاهتمام من شروحاته النظرية.



أندرو شنغ

Andrew Sheng

من الأزمة الآسيوية إلى الأزمة المالية العالمية
From Asian to Global
Financial Crisis

رؤية مسؤول تنظيمي آسيوي للتمويل غير المحكوم في أواخر القرن العشرين وأوائل القرن الحادي والعشرين
An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s
Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2009, 204 pp., \$26.99 (paper).

ويبين شنغ كيف ولماذا أصبحت الأدوات والهياكل المؤسسية الحالية بالية. ومن بين أهم الموضوعات التي يتناولها: العلاقة بين الوسطاء الماليين والجهات التنظيمية أو الحكومات، ويرى أن التمويل بلا قيود هو لب تلك الأزمات.

ولكن الصورة الفعلية أكثر تعقيدا من ذلك بكثير. فالحكومات تميل إلى المغالاة والتساهل في الوقت ذاته في تنظيم القطاع المالي. ويقول المؤلف إن ذلك يصدق بصفة خاصة على آسيا. فالنظام المالي لا يحتاج إلى زيادة في التنظيم بل إلى تحسينه.

ويقول شنغ في هذا الصدد: «يجب أن تشتمل الدورات التنظيمية على مراجعات مستمرة للنتائج مقارنة بالأهداف. ويجب أن تبحث تلك المراجعات في كيفية تنفيذ الإستراتيجية والأولويات والحوافز والمعايير والهياكل والعمليات، والتنفيذ في سياق الأبعاد الصحيحة والسياق السليم». وحجته في هذا الأمر معقولة، لكن كيف نضمن حدوث ذلك؟

في الصين، قد تكون تلك المراجعات مستحيلة

عوامل تخلق أزمات مالية، بما فيها الأزمة الحالية. فآلية الحوافز في القطاع المالي ومشكلة الموكل والوكيل على سبيل المثال، لا تزال قائمة ولم تُعالج في خطة الإنقاذ، إن لم تكن أسوأ حالا. ومع ذلك، فإن شنغ متفائل، حيث يقول: «الأزمات المالية لا تتشابه تماما، لكن هناك عناصر مشتركة سوف تساعدنا، كما أمل، في التعرف على آثار الأزمة القادمة والحد منها».

وتواجه آسيا تحديات خطيرة بوجه خاص، ومن ثم فإن منظور شنغ الآسيوي التنظيمي يلقي ترحيبا في هذا المنعطف من تاريخ السوق. ويلاحظ شنغ «قلة عدد الكتب التي تناولت الأزمة الآسيوية بأقلام مسؤولين آسيويين كبار ممن كانوا في السلطة أثناء الأزمة، فالجانب الآسيوي من القصة، يستحق أن يُروى من أجل الأجيال القادمة».

ويستحق شنغ الإشادة لكونه واعيا بمسؤوليته إزاء التاريخ، لكن أكثر إسهاماته قيمة هي قيامه بتعريف بعض الحواجز الرئيسية أمام نظام مالي سليم وإشارته إلى طريق الحلول مستقبلا. ■

هيو شولي

رئيس تحرير مجلة كايكسن ميديا،

وعميد كلية الإعلام والتصميم في جامعة صن-

يات- سن

يؤدي إلى سيطرة مصنعة على العرض والطلب على الأسهم وتشويه السوق، الأمر الذي يوجد ظروفًا تنمي سعي الشركات المدرجة في البورصة لكسب الربح، فيتحول المستثمرون إلى مضاربين. ويرى شنغ أن «الشفافية ضرورية لكنها غير كافية». وهو تعبير معتدل عن واقع الأمر، فالشفافية في الصين ليست سوى مجرد حلم.

وكما يشير شنغ فإن «المشكلة الهيكلية الرئيسية التي تواجه الاقتصادات الآسيوية هي إرث هيكل للحكومة الذي يأخذ شكل صومعة مغلقة نسبيا من القمة إلى القاعدة في مواجهة سوق عالمية معقدة مفتوحة وسريعة التغير». وهذا أمر صحيح تماما.

ويقول شنغ إنه بعد الأزمة الآسيوية وانهيار فقاعة دوت-كوم أجرى عالم المال أشمل عملية إصلاح منذ الثلاثينات في مجالات شملت المحاسبة وحوكمة الشركات والتنظيم والقطاعات المالية الوطنية. لكن تلك التدابير لم تكن كافية لوقف انتشار الأزمة الأخيرة. والحقيقة أن بعضا من تلك التدابير قد أسهم في حدوث الأزمة. ولا يزال العالم يبحث عن إجابات للأسئلة الحساسة، بما فيها تلك المحيطة بالمشكلة التي تتلخص في عبارته «أكبر من أن تفشل».

ولكن لا يزال هناك أمل في مستقبل الإشراف المالي، بالرغم من أن أحداث الماضي القريب لا تبشر بخير بالنسبة للمستقبل. فمنطق خطة الإنقاذ يعزز

في هذه المرحلة من تطور النظام المالي. فالسيطرة على الهيئات التنظيمية أمر شائع في الصين - بمعنى، أن تؤسس هيئة تنظيمية تابعة للدولة لتعمل من أجل الصالح العام، وتتجه بدلا من ذلك إلى العمل من أجل المصالح التجارية أو الخاصة السائدة في الصناعة أو في القطاع المكلف بتنظيمه.

الجانب الآسيوي من القصة يستحق أن يروى من أجل الأجيال القادمة

والمطلوب الآن هو هيئات تنظيمية تركز على وضع القواعد وتنفيذها، وليس على تقرير خيارات معينة يطرحها السوق. وينبغي لها تحسين نظام التداول، ومراقبة جماعات المصالح الخاصة، والتأكد من كفاية الإفصاح عن المعلومات، ومعاقبة المخالفين، وتثقيف المستثمرين.

لكن الهيئات التنظيمية الصينية لا تبدي اهتماما يُذكر بتلك المهام. وإنما على العكس من ذلك، فبعد استقطاب جماعات المصالح القوية لها، صارت تطبق سياسات ذات صبغة حمائية مفرطة تحت شعار حماية مصالح المستثمرين. وهذا الأمر

IMF Survey

أخبار وتحليلات
عن العولمة
وتأثيرها على
الاقتصادات في
أنحاء العالم

طالع نشرة صندوق النقد الدولي في
الموقع الإلكتروني؛

www.imf.org/imfsurvey



الائتمان المقدم للقطاع الخاص لا يزال ضعيفا

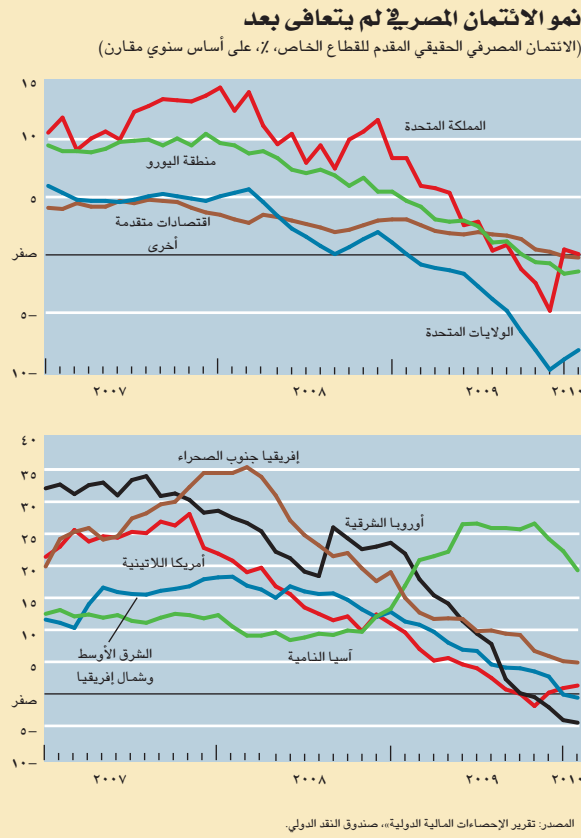
لا يزال الائتمان المصرفي في تراجع مستمر رغم تعافي الاقتصاد العالمي

تميزت الفترة السابقة على الأزمة المالية الدولية في عام ٢٠٠٨ بفائض في السيولة العالمية وتوسع سريع في الائتمان، خاصة المقدم للقطاع الخاص، إلا أنه نتيجة للأزمة العالمية، عمد الجهاز المصرفي إلى تخفيض إقراضه للقطاع الخاص، بينما كانت البنوك تسعى إلى تحسين ميزانياتها العمومية التي تضررت نتيجة تدهور أسعار الأصول، وامتصاص عدد متزايد من القروض المتعثرة، والحد من المخاطر بخفض التمويل بالدين بصفة عامة. وانخفض نمو الائتمان المصرفي انخفاضاً حاداً بالقيمة الحقيقية ويحتمل أن يظل على انخفاضه في معظم الاقتصادات الرئيسية ومجموعات البلدان.

وبرغم الضخ الهائل للأرصدة الحكومية وسياسات تسهيل الائتمان في الاقتصادات المتقدمة، التي كان يقصد بها محاربة الركود ودعم الميزانيات العمومية للبنوك، فإنها لم تترجم إلى زيادة في الائتمان للقطاع الخاص. فبعد أن سجل الائتمان المصرفي نمواً بنحو ٧٪ سنوياً في المتوسط حتى منتصف ٢٠٠٨، تباطأ في الأسواق الناضجة وتحول إلى الجانب السالب في نهاية ٢٠٠٩. وكان أكبر انخفاض لنمو الائتمان المصرفي في ٢٠٠٩ من نصيب المملكة المتحدة - بنحو ٢٠٪. وفي الولايات المتحدة انخفض الائتمان في أوائل ٢٠١٠ بنحو ١٠٪ على أساس سنوي مقارنة. وشهدت منطقة اليورو اتجاهها مماثلاً.

وهناك عدة عوامل تفسر لماذا لم يؤدّ تحسن الأوضاع المالية إلى نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص مجدداً في تلك الاقتصادات. أولاً، مع ضعف الأوضاع الاقتصادية، تراجع الطلب على الائتمان مع قيام المؤسسات بتخفيض إنتاجها، وتخفيض الأسر المعيشية لاستهلاكها مما أدى إلى تناقص حاجتها إلى الائتمان. ثانياً، شددت البنوك معايير الإقراض في مواجهة تزايد أجواء عدم اليقين، وتراجع المراكز الرأسمالية، وارتفاع خسائر القروض. ولا تزال الميزانيات العمومية للبنوك تعاني من الضغوط مع تزايد تشديد أوضاع التمويل. وبحثا عن الاستثمار المأمون، تفضل البنوك السندات الحكومية على القروض للقطاع الخاص. وربما كان عدم اليقين بشأن التنظيم المستقبلي يحد من رغبة البنوك في الإقراض.

وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة والنامية، شهدت منطقة أوروبا الشرقية أشد انخفاضاً في نمو الائتمان، وكانت قد استفادت من التدفق الكبير للأموال الأجنبية والإقراض الخارجي للحدود قبل الأزمة. وعندما وقعت الأزمة



المالية، تدهور نمو الائتمان بصورة حادة ولم يبدأ بعد في التعافي، الأمر الذي يرجع في جانب منه إلى انعكاس مسار التمويل الخارجي لقطاع البنوك. وكان وضع النمو الائتماني مماثلاً تماماً في أمريكا اللاتينية، وإفريقيا جنوب الصحراء، والشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مع تراوح معدلات النمو بين صفر و ٥٪ كما في نهاية ٢٠٠٩.

وعلى العكس من ذلك، يبدو أن الائتمان المقدم للقطاع الخاص في آسيا الصاعدة والنامية لم يتأثر بالأزمة المالية. والحقيقة أن نمو الائتمان المصرفي في هذه البلدان قد ازداد أثناء الأزمة ولم يبدأ في التراجع إلا في الآونة الأخيرة. لكن هذا النمو تعرض بقوة لتأثير الصين، حيث نما الائتمان المصرفي باطراد منذ ٢٠٠٥، ووصل إلى ٣٥٪ في نهاية ٢٠٠٩ بسبب آفاق النمو الاقتصادي القوي وارتفاع أسعار الأصول.

إعداد هوزيه كارتاس، ومارتين مأكوناغا وكلاهما من إدارة الإحصاءات في صندوق النقد الدولي.

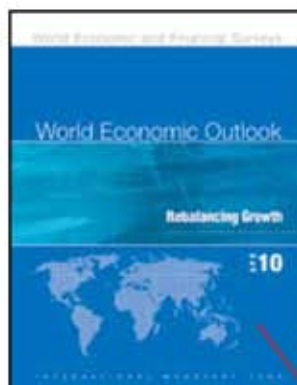
حول قاعدة البيانات

أعدت الأرقام باستخدام البيانات النقدية المبلغة من البلدان الأعضاء إلى إدارة الإحصاءات في صندوق النقد الدولي لنشرها في تقرير «الإحصاءات المالية الدولية». وقد تم احتساب المطالبات الحقيقية للقطاعات المصرفية المحلية على القطاع الخاص عن طريق خفض سلاسل البيانات الاسمية بمؤشر أسعار السلع الاستهلاكية. ومعدلات النمو الإقليمية هي متوسطات مرجحة لمعدلات نمو البلدان المنفردة. وتتبع مجموعات البلدان تصنيفات الصندوق الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. ويمكن الاطلاع على قاعدة البيانات في الموقع الإلكتروني التالي: www.imfststatistics.org/imf

Expand your global expertise. Visit the IMF Bookstore.

World Economic Outlook

The *World Economic Outlook*, packed with country-specific facts, figures, and worldwide projections, presents the outlook for growth, inflation, trade, and other economic developments in a clear, practical format.



Global Financial Stability Report

The GFSR provides a deeper understanding of global capital flows by covering conditions in global financial markets. It highlights current issues that could affect international financial market stability.



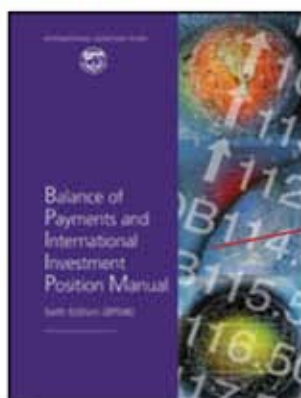
Just Released

Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System

This paper reviews the stability of the overall system of exchange rates by examining macroeconomic performance under alternative exchange rate regimes; exchange rate regime choice; and potential sources of stress to the international monetary system.

Balance of Payments Manual, Sixth Edition

This edition presents revised and updated standards for concepts, definitions, and classifications for international accounts statistics. These standards are used globally to compile comprehensive and comparable data.



Order Now: Visit the IMF Bookstore today and browse to find the latest reports, publications, and data.

IMF BOOKSTORE

www.imfbookstore.org

التنويل والتعليمة. يونيو ٢٠١٠ عربي ٨ دولارات



MFIAA2010002