

صورة الآتى خدأ

براد سيتسر
Brad Setser

قانون نيويورك وتسهيلات الإقراض الجدية لصندوق النقد الدولي والتي كان الغرض منها مساعدة البلدان التي تواجه أزمات ناشئة من التأرجح المفاجئ في التدفقات الرأسمالية.

وفى الوقت نفسه، كان النظام المالى العالمى الذى بزغ من الأزمة الأخيرة يختلف بشكل أساسى عن النظام المالى الذى كان موجوداً قبل الأزمة. وفى عالم يساعد فيه نمو غير مسبوق فى الأصول الأجنبية لدى البنوك المركزية فى الاقتصادات الناشئة، فى تمويل العجز الضخم فى الحساب الجارى للولايات المتحدة بأسعار فائدة منخفضة لا يماثل عالمياً يقوم فيه مستثمرو القطاع الخاص فى الولايات المتحدة بتمويل حالات العجز فى عالم الاقتصادات الناشئة. وبينما لم يتغير صندوق النقد الدولي أو مجموعة السبعة بهذا القدر، فإن العالم من حولهما فعل ذلك.

قرارات، قرارات

إن أهم الدروس المستفادة من الماضى هى أن النظام المالى الدولى تحدده بدرجة أكبر قرارات البلدان الرئيسية التى تتخذها فى أثناء وفيما بعد أى أزمة أكثر مما تحدده لغة البلاغات المنمقة والتى يتم اختيارها بعناية. و «البنيان» المطلوب للتصدى لأزمات «الحساب الرأسمالى» كانت نتيجة لقرار الولايات المتحدة بإقراض مبالغ ضخمة إلى المكسيك عندما ما لم يتمكن من إعادة تمويل سندات المصدرة بالدولار فى عام ١٩٥٥، وقرار صندوق النقد الدولي اللاحق بتولى زمام القيادة فى تقديم تمويل على نطاق واسع فى الأزمة الآسيوية والشروط التى فرضها صندوق النقد الدولي على قروضه التى يقدمها إلى آسيا. ولم يحدد بلاغ كولون المشترك لمجموعة السبعة - الذى حاول بوضوح أن يرسى رؤية مجموعة السبعة للبنيان المالى - النظام العالمى لسعر الصرف. وقد نشأ هذا من انهيار مجلس النقد فى الأرجنتين، ونجاح البرازيل فى التقويم الموجه لسعر الصرف، واستمرار مجالس النقد فى كثير من اقتصادات أوروبا الشرقية، واستمرار دول الخليج فى ربط عملاتها بالدولار - وفوق كل ذلك - قرار الصين بالمحافظة على الارتباط بالدولار حتى

بعد الأزمة المالية الآسيوية، بذلت الاقتصادات الرئيسية القائمة فى العالم جهوداً ضخمة، لإعادة صنع النظام المالى الدولى. وبعد عشر سنوات، قررت أن تقوم بذلك مرة أخرى. رجاء الجهد المبذول فى عام ١٩٩٨ لمراجعة «البنيان المالى» العالمى فى أعقاب أزمة أصلها فى انتشار حالات العجز الخارجى فى عالم الاقتصادات الناشئة - وهى حالات العجز التى كان يتم تمويلها طوعاً فى خلال فترة ما من جانب البنوك والمستثمرين من القطاع الخاص فى الاقتصادات الثرية بالعالم. أما الجهد الثانى فسيأتى عقب أزمة للنظام المالى بدأت فى الولايات المتحدة، وامتدت إلى البنوك الأوروبية التى كانت قد اقترضت الدولارات لشراء الأوراق المالية للولايات المتحدة، ثم انتقلت العدوى إلى معظم الاقتصاد العالمى.

وكان انهيار أسعار المساكن فى الولايات المتحدة الذى أدى إلى خسائر ضخمة فى البنوك الكبرى وشركات السمسرة قد أطلق عنان الأزمة الحالية. ولكن العجز المالى العائلى فى الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وكثير من اقتصادات منطقة اليورو كان لا يمكن تحويله لأجل طويل كهذا وبأسعار فائدة منخفضة كهذه. بدون حدوث زيادة غير مسبوق فى أصول البنوك المركزية والصناديق السيادية فى عالم الاقتصادات الناشئة. ولم يكن مستثمرو القطاع الخاص مطلقاً حريصين على هذا النحو على تمويل حالات العجز الضخمة فى الولايات المتحدة بطيئة النمو، ولكنهم كانوا يرغبون فى تمويل الاقتصادات سريعة النمو فى العالم الناشئ؛ ولم يساء الجهد المبذول فى عام ١٩٩٨ - ١٩٩٩ مطلقاً الاسم الذى أطلق عليه: فالبنيان يشير إلى بناء مؤسسات جديدة أو أن يعيد على الأقل نمذجة المؤسسات القائمة لتحقيق التعاون المالى والاقتصادى الدولى. ومن الواضح أن هذا لم يحدث. أما ما اثبتق بدلا منه فهو حشد من المقترحات الرامية لمساعدة الاقتصادات الناشئة على تخفيض تعرضها لمخاطر التأرجحات المفاجئة فى التدفقات الرأسمالية - جنباً إلى جنب مع أحكام جديدة «لإعادة الهيكلة» فى السندات السيادية الدولية التى يحكمها

إن القرارات الوطنية،
وليست القمم
الدولية هى التى
ستعيد صنع النظام
المالى العالمى



صفوف المودعين خارج أحد بنوك المملكة المتحدة الذي تقدم بطلب للحصول على تمويل طارئ من البنك المركزي.

مقومة بعملاتها الخاصة بدرجة أعلى مما توقعه كثيرون قبل ١٠ سنوات مضت - ساعدها على ذلك الشعور المتنامي بأن معظم عملات الأسواق الناشئة كانت مقومة بأقل من قيمتها. ولا ينبغي الشك في مدى ضخامة حجم هذا التغيير. فعالم تدخل فيه الحكومة الروسية مرحلة كساد عام ولديها ١٠ مليار دولار بالعملة الأجنبية في شكل احتياطات و ١٤٠ مليار دولار في شكل ديون بعملة أجنبية، يختلف تماما عن عالم تدخل فيه الحكومة الروسية مرحلة كساد ولديها ٦٠٠ مليار دولار في شكل احتياطات، و ٣٥ مليار دولار فقط في شكل ديون مقومة بالعملة الأجنبية. وأوجه تعرض روسيا حاليا للمخاطر حقيقته كلها لا تظهر في الميزانية الخارجية للحكومة. كما أن الميزانيات الحكومية لاقتصادات ناشئة أخرى - كالبرازيل مثلا - لا تشبه في شيء ما كانت عليه في عام ١٩٩٨.

وفي مجالات أخرى، أثبت التوافق الحقيقي في الرأي أنه مرواغ. المجموعة السليمة من مجمع البلدان حول المائدة نادراً ما كان هو المشكلة الرئيسية. بل كانت الصعوبة الكبرى تتمثل في عدم اتفاق البلدان الرئيسية - التي لم تكن ترى حاجة للوصول إلى اتفاق طالما لم تكن هناك ضغوط من أزمة قائمة. فعلى سبيل المثال، فإن مجموعة السبعة، على نحو يقبل الجدل هي المجموعة الصحيحة لبحث متى ينبغي لصندوق النقد الدولي إقراض مبالغ ضخمة للاقتصادات الناشئة. ومع ذلك، فإن مجموعة السبعة، لم تكن ترغب في التخلي عن خيار إمداد البلدان التي تواجه تهاافتا على عملاتها - أو البلدان العاجزة عن تأجيل استحقاقات ديونها الخارجية - بمبالغ ضخمة من التمويل الذي يتركز في أول الفترة، كما لم تكن ترغب في الاعتراف بالحدود القديمة للحصول على تمويل صندوق النقد الدولي لم تعد هي المعيار للاقتصادات الناشئة الرئيسية. وقد تم إخفاء الخلافات الحقيقية حول استصواب استمرار السماح للاقتصادات الناشئة باقتراض مبالغ ضخمة من الاحتياطات لمساعدتها في إدارة التآرجح الكبير في التدفقات الرأسمالية؛ كما تركت القرارات الصعبة للأزمة القادمة.

وقد بذلت مجموعة السبعة جهداً لتوسيع بحث نظم سعر الصرف كي تتضمن بلدان العالم الناشئة؛ وحتى في أثناء التسعينيات، كان من الواضح أن الاقتصاد العالمي لم يمكن اختزاله في الولايات المتحدة، وأوروبا الغربية واليابان فحسب. ولكن توسيع نطاق الحوار ليشمل بلدان العالم الناشئة - من خلال مننديات مثل مجموعة الدول الاثنتين والعشرين، ثم مجموعة العشرين - لم يحقق التماسك في النظم العالمية لسعر الصرف. وتم تعويم الدولار مقابل اليورو - وفي معظم الأحيان مقابل الين. وتم تعويم الجنيه الاسترليني والدولار الكندي مقابل عملات البلدان الأكبر المجاورة. إلا أن التسارع الهائل في نمو احتياطات الأسواق الناشئة ابتداء من عام ٢٠٠٢ فصاعدا كذب أي فكرة تقول بأن النظام المالي النقدي يجري تحديده بواسطة بنوك مركزية مستقلة تستهدف التضخم، تدع عملاتها لتقوم مقابل بعضها بعضا للمحافظة على استقلالها النقدي الذاتي. لا تتجاهل المشاكل الصعبة... كان أحد مصادر الضغط الأساسية على احتياطات النقد الأجنبي في الاقتصادات الناشئة الرئيسية في أزمة ١٩٩٧ -

بعد أن بدأت قيمة الدولار في الانخفاض في ٢٠٠٢. وتم تحديد النظام التنظيمي من خلال القرار بعدم التوجيه في النظام المالي لسعر الصرف المحاسبي - المؤسسات غير الخاضعة للتنظيم لحد كبير أو المنظمة برفق أو التي أصبحت تلعب تقريبا نفس دور البنوك في الاقتصاد مثلا عن طريق عمل منندى التثبيت المالي. وهناك ثلاثة دروس إضافية مستفادة من الجدل بشأن بنبان ١٩٩٨ - والمناقشات التي أعقبته بشأن الإطار العالمي لمنع إدارة الأزمات المالية الدولية - جديرة بتذكرها.

جمع المجموعة السليمة من البلدان حول المائدة لا يضمن النتائج. حدث التغيير الحقيقي عندما كان هناك توافق واسع في الرأي بين البلدان المعنية على طبيعة الإصلاحات المطلوبة. وأوضح الأمثلة على ذلك هو اتفاق الاقتصادات المتقدمة والناشئة على أن الاقتصادات الناشئة يمكنها أن تخفض من مدى تعرضها لخطر الأزمات من خلال الاحتفاظ باحتياطات أكبر، وإحلال ديون مقومة بالعملة المحلية محل الديون المقومة بالعملة الأجنبية. وقد أثبتت حكومات معظم الاقتصادات الناشئة قدرة أكبر كثيرا على تمويل نفسها بديون



تزامم المستهلكين على شراء الأغذية في جاكارتا، إندونيسيا. في أثناء الأزمة المالية الآسيوية.

تحديات إعادة هيكلة الأوراق المالية المضمونة بالرهون- أو الرهون المقومة بعملة للاقتصادات الناشئة، بينما تم تجاهل مخاطر الإفراط في التأمين الذاتي. ومن المؤكد أيضا عدم بحث الكيفية التي ينبغي على الاقتصادات المتقدمة اتباعها في إدارة المخاطر المرتبطة بازدياد الطلب على الاستدانة منها من جانب الاقتصادات الناشئة التي تتطلع إلى زيادة رصيدها من الأصول الاحتياطية بما في ذلك المخاطر المتمثلة في أن رغبة الاقتصادات الناشئة في الحصول على الاحتياطيات قد تشوه الأسواق المالية في الاقتصادات المتقدمة وتخفي آثار حالات العجز في الموازنة العامة وفي القطاع العائلي.

علامات مبشرة بالأمل

هل ستنتج الجهود المبذولة حاليا لإعادة تشكيل النظام المالي الدولي؟

ما زالت هذه الأزمة في مراحلها المبكرة. وتوحى التجارب السابقة بأن القرارات الوطنية، والتي غالبا ما يتم اتخاذها تحت وطأة محنة شديدة، ستؤثرا كثيرا في تحديد شكل النظام المالي العالمي في المستقبل بدرجة أكبر مما تقوم به مؤتمرات القمم الدولية.

ولكن ما يزال من المهم محاولة صياغة توافق عالمي في الرأي بشأن أنواع التغييرات المطلوبة في النظام المالي العالمي. وهناك بعض العلامات المشجعة. فقد دعيت الاقتصادات الناشئة الرئيسية بطريقة جديدة إلى مائدة الحوار. إن مجموعة السبعة ما زالت مستمرة- إلا أن قمة قادة مجموعة العشرين G 20 السنوية يحتمل أن تكون أكثر جذبا للاهتمام من الاجتماع السنوي الذي يعقد في المنتجعات الصيفية لمجموعة السبعة.

لقد أعادت الأزمة نفسها فعلا تشكيل البنين لكل من النظم المالية في الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وأوروبا- مع قيام الحكومات بلعب أدوار أكبر كثيرا مما سبق في الوساطة المالية. وهو ما ينبئ بالتأكيد أيضا عن أحداث تغييرات ضخمة في الهيكل التنظيمي.

وما لم يتم تقسيم المؤسسات الضخمة بصورة تهددها بالقوة، يكون من الخطأ الاعتماد على أسواق الائتمان في تنظيمها وضبطها. يتعين أن يتم في الأجل القصير إعطاء أولوية لاحتواء الأزمة الحالية قبل محاولة تجنب الأزمة التالية- وفي الوقت الحالي يؤدي إلزام المؤسسات بالاحتفاظ بقدر أكبر من رأس المال إلى أن تلحق الهزيمة بنفسها. وقد أخلت الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية الطريق سريعا أمام إلغاء هذه الاستدانة. ومع ذلك، فإنه بمرور الوقت، تحتاج المؤسسات الضخمة إلى الاحتفاظ بمواقع أكبر للصدمات من رأس المال والسيولة. وهذا عمل يتعين على الاقتصادات العالمية الناضجة أن تقوم به بنفسها. ولكن

١٩٩٨ هو انخفاض الإقراض المصرفي عبر الحدود. وفي أزمة الأرجنتين وحدها كانت المدفوعات لسداد قيمة السندات السيادية الدولية مصدراً رئيسياً للاستنزاف في ميزان مدفوعات البلاد- وحتى في الأرجنتين، كان التهافت المحلي لاستيراد الودائع من البنوك، مصدراً أكبر لتدفق رأس المال إلى الخارج. ومع هذا، فقد ركزت المناقشات المفعمة بالحيوية بدرجة أكبر التي نتجت عن هذه الأزمات على إزالة العوائق القانونية المفروضة على إعادة هيكلة السندات السيادية الدولية. ولم يحظ الحد من التدفقات إلى الخارج والمصحوبة بالائتمان المصرفي قصير الأجل- أو بالنسبة لهذا الموضوع، مراقبة المخاطر المصحوبة بارتفاع كبير في إقراض البنوك لاقتصادات العالم الناشئة- باهتمام مماثل.

ولكن كان ينبغي لها ذلك. فقد افترض صناع السياسات أن الاقتصادات الناشئة ستحول نفسها من خلال بيع السندات القابلة للتداول، بدلا من الاقتراض مباشرة من البنوك العالمية. ولكن بحلول نهاية الربع الثاني من عام ٢٠٠٨، بلغ إجمالي الإقراض المصرفي عبر الحدود المقدم إلى اقتصادات العالم الناشئة (وكان معظمه مقدا إلى بنوك ومنشآت القطاع الخاص) ١,٢ تريليون دولار، وهو مبلغ يتجاوز بسهولة الرصيد القائم للسندات السيادية الدولية. وسيثبت أن المباراة الفاصلة في تعرض البنوك للمخاطر عبر الحدود مصدرا أكثر ضخامة للضغط على الاقتصادات الناشئة في الأزمة الحالية بدرجة تتفوق على استحقاق دفع السندات السيادية الدولية. وتجاهل المشكلة الصعبة لا يعني بالضرورة أنها ستختفي... لكن عليك أيضا أن تتحدى افتراضاتك. دائما إبراز عودة ظهور الأوجه القديمة للتعرض للمخاطر، عن تخيل المخاطر الجديدة. ومن المدهش أن الجدل حول «البنات» قد تركن، بصفة تكاد أن تكون كاملة على خطر انتقال الأزمة المالية في اقتصاد سوقى ناشئ واحد إلى الاقتصادات الناشئة الأخرى ومنها إلى الاقتصاد العالمي- ولم يبحث بجدية مطلقا أن الاضطراب المالي في اقتصاد متقدم قد يثبت إنه أكثر زعزعة للاستقرار بعالم الاقتصادات الناشئة عن الاضطراب المالي الذي يحدث في اقتصاد ناشئ آخر.

وقد مارست مجموعة السبعة، الضغط على صندوق النقد الدولي لكي يدرس عن كثب أكثر، الميزانية العمومية، ليس فقط من ناحية المالية العامة. ولكن أيضا من ناحية التعرضات للمخاطر في الاقتصادات الصاعدة. ولم يتم القيام بضغط مماثل بشأن تقييم ما إذا كانت القطاعات المالية الأمريكية والأوروبية معرضة أيضا لأخطار القطاع العائلي. ومع ذلك فإن شكاوى الاقتصادات الناشئة بشأن أوجه عدم الإنصاف الإجرائية في إشراف صندوق النقد الدولي تغفل نقطة أكثر أهمية: وهي أنه ليس هناك سوى دليل ضئيل على أن الإشراف الأكثر كثافة من جانب صندوق النقد الدولي، فقد أحدث فرقا. ففي عام ٢٠٠٧، أفرط صندوق النقد الدولي في الثناء على دور المالية للولايات المتحدة «المبتكر بدرجة عالية» في «دعم التدفقات الرأسمالية»، وحاج بأن تفوق الولايات المتحدة في خلق منتجات مالية مركبة قد ساعد على اجتذاب الأحوال المطلوبة لاستدامة العجز الخارجي الضخم للولايات المتحدة. وذكر الصندوق في تقريره الذي يصدره بموجب المادة الرابعة من ميثاقه أن «البنوك التجارية الاستثمارية الرئيسية تتمتع بمراكز مالية سليمة، إن المخاطر النظامية لا تزال منخفضة». وذلك على الرغم من تسليمه بأن «الابتكارات المالية قد عقدت تقدير المخاطر في الوقت الذي ازداد فيه الإقبال على تحمل مخاطر أعلى وتدهورت فيه معايير الإقراض في بعض القطاعات». كلنا نخطئ، ولكن هذا لم يكن بالضبط تحذيراً أجوف بشأن تراكم المخاطر.

واستفادة من النظر إلى الخلف، فإنه مما يثير الدهشة عدد القضايا الرئيسية الخاصة بالسنوات القليلة الماضية التي تركت خارج جدول أعمال «البنين». وقد تم بحث الطرق الخاصة بمساعدة الاقتصادات الناشئة في إدارة تذبذبات التدفقات الرأسمالية، ولكن لم يتم بحث الطرق الخاصة بمساعدتها لإدارة تذبذبه أسعار السلع. كما تم بحث طرائق إعادة هيكلة السندات السيادية، ولكن لم يتم بحث

على الاقتصادات الناشئة أن تصر على قيامها بهذا العمل أيضا. إن مصلحة الاقتصادات الناشئة في العالم في قيام مؤسسات جيدة التنظيم في قلب النظام المالي العالمي مصلحة واضحة: فقد أثار انهيار بنك ليمان أزمة تمويل أكبر كثيرا بالنسبة لعدد كبير من الاقتصادات الناشئة بخلاف إعسار روسيا.

علامات أقل مدعاة للأمل

إن التنظيم الأفضل ليس هو كل المطلوب للمساعدة في إنشاء قاعدة أقوى للنمو العالمي. وهناك ثلاثة قضايا إضافية تبرز للصدارة:

- تنسيق حوافز الاقتصاد الكلى.
- تطوير نظام سعر الصرف العالمي.
- تقوية المؤسسات العالمية للإقراض في الأزمات.

وفي كل مجال من هذه المجالات، ليس من الواضح بعد ما إذا كان هناك حقيقي في الرأي بشأن التغيير.

ففي قمة الازدهار - العقارى للمساكن في الولايات المتحدة وأوروبا، كانت حالات العجز المالي العائلي الكبيرة في بعض الاقتصادات الناشئة تلغى الفوائض في عالم الاقتصادات الناشئة. إلا أن الازدهار لم يكن مستمر إلا باستمرار القطاع العائلي النقل بالديون فعلا بمزيد من الاستدانة. وعندما أصيبت الأسر بالإجهاد. كان على الحكومات أن تتدخل بحزمات من الحوافز الضخمة. ولكن - وكما أوضح مارتين وولف من جريدة الفاينانشيال تايمز بدون كلل ولا ملل - كانت هناك مخاطرة بأن اتصال الأسر بالديون قد يؤدي مباشرة إلى اتصال الحكومات بالديون.

والاستنتاج الواضح هو أن البلدان ذات الأحجام الضخمة من الديون والعجز لا ينبغي أن تتحمل العبء الثقيل لدعم النمو العالمي. فالبلدان ذات الفائض الكبير ينبغي أن تقوم أيضا بدورها - ولا تعتمد على مجرد الاعتماد على ما ينسكب من هذه الحوافز الضخمة. وبدون ذلك فإن الأزمة النظامية التالية، يمكن بسهولة أن تأتي من فقدان الثقة في ميزانية القطاع العام في اقتصاد متقدم يعانى عجزا خارجيا كبيرا.

وهناك قضية ثانية - خاصة بأسعار سعر الصرف - لم يرد لها أى ذكر في البلاغ المشترك الذى صدر بعد الاجتماع الأول لقادة دول مجموعة العشرين. ولا يعتبر هذا أمرا مشجعا، إذ أنه يوحى بعدم الرغبة في بحث القضايا الرئيسية التى تواجه الاقتصاد العالمي. وكان من الممكن أن يؤدي قرار بنك الاحتياطى الفيدرالى بتخفيض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، بعد أزمة الانترنت، إلى إضعاف الدولار وازدهار الصادرات، لا إلى ازدهار الاستثمار في المساكن، ولكن البلدان الرئيسية تبعت ما حدث في تخفيض في الدولار. مما حد من التخفيض الشامل في قيمة الدولار، وكانت النتيجة النهائية للتخفيض المتقاربة للدولار - والرينمى في مقابل اليورو هي تحقيق الصين لفائض ضخم وزيادة التمويل الصينى للولايات المتحدة - وليس تناقص العجز التجارى للولايات المتحدة. وقد أشاحت هيئات التنظيم في الولايات المتحدة بأنظارها عندما كانت الأسر تتحمل مبالغ ضخمة من الديون - وظلت المؤسسات المالية الرئيسية تحقق أرباحا مرتفعة مع هبوط الهوامش عن طريق زيادة الاستدانة لزيادة الفاعلية الحالية (أى من خلال الاقتراض لشراء المزيد من الأصول). ولكن من الصعب رؤية كيف تم السماح للتعرض للمخاطر في القطاع العائلي بالولايات المتحدة بأن يتراكم لفترة طويلة بدون التدفقات الضخمة من البنوك المركزية العالمية.

تكامل الأسواق الناشئة الضخمة في الاقتصاد العالمي قمين بأن يكون أمرا معقدا إذا اختلفت نظم الصرف الأجنبى اختلافا كبيرا عن نظم الصرف الأجنبى في الاقتصادات الضخمة الأخرى في العالم، وخاصة إذا ما كانت عملات البلدان الأخرى ذات الفوائض الخارجية الكبيرة مرتبطة بعملة الدولة التى تعانى من

أصخم عجز خارجى. وقد خلص صندوق النقد الدولى إلى أن تخفيض الإختلالات العالمية في التوازن يحتمل أن يعنى ضمنا تخفيض قمة عملة الدولة ذات العجز - وليس من الواضح ما إذا كانت عملات البلدان ذات الفوائض الكبيرة ينبغي أن تنخفض هي أيضا. كما أنه ليس من الواضح ما إذا كان ينبغي لمعظم الدول المصدرة للنفط أن تستمر في ربط عملاتها بالدولار. فكتيرا ما انخفض الدولار عندما كانت أسعار النفط ترتفع، أو كان الدولار يرتفع عندما كانت أسعار النفط تنخفض.

وأخيرا، فإن صندوق النقد الدولى تنقصه المواد الكافية لدعم استقرار النظام المالي العالمي - أو تقديم مجمع كبير بقدر كافٍ من الاحتياطات المشتركة، لتوفير بديل حقيقى للتأمين الوطنى الذاتى (أو حدود المقايضات الثنائية الضخمة). ومن المحتمل أن يخلص كثير من الاقتصادات الناشئة إلى أن المحافظة على استقرارها المالي الخاص في مواجهة التآرجح الضخم في الصادرات، وأسعار السلع، والتدفقات الرأسمالية، تتطلب احتياطات ضخمة لا يمكن تخيلها تقريبا. والاقتصادات الناشئة التى يبلغ الناتج المحلى الإجمالى فيها تريليون دولار - ولديها الآن احتياطات تبلغ ٢٠٠ مليار دولار ليست متأكدة أن ما لدى صندوق النقد الدولى والذي يبلغ ٢٠٠ مليار دولار (-، ٣٥٠ مليار دولار تمثل إجمالى حدود التسهيلات الائتمانية للصندوق وتشمل الحد الجديد من التسهيلات المقدم من اليابان) كافيا. وقد بدأت روسيا الأزمة ولديها ما يقرب من ٦٠٠ مليار دولار - وهذا لن يكون كافيا إذا ما استمرت احتياطاتها تنخفض بنحو ١٠٠ مليار دولار كل ربع سنة. وكان التآرجح مؤخرا في تدفقات رأس المال العالمية شديد التطرف - مع تحول الرقم القياسى في التدفقات الخاصة الداخلة (سويا) إلى عالم الاقتصادات الناشئة، إلى تدفقات خارجية صافية ضخمة في نطاق زمنى لا يتجاوز ربع سنة فقط. ولم تكن التآرجحات في أسعار السلع، وما يصاحبها من إيرادات الصادرات أقل تطرفا. والتمويل الذى يبلغ ٢٠٠ مليار دولار أصغر من أن يلائم أى اقتصاد رئيسى ناشئ.

عالم النقد

إن الأزمة اليوم تضرب كافة أجزاء الاقتصاد العالمى بقسوة. وتعانى البلدان التى اعتمدت على التدفقات الرأسمالية الخاصة الوافدة لتغطية العجز الخارجى من توقف مفاجئ للتدفقات الرأسمالية مماثل التوقف المفاجئ الذى كان علامة مميزة لأزمة ١٩٩٧-١٩٩٨. كما أن البلدان ذات الفوائض في حساباتها الجارية والتي لم تعتمد على التدفقات الرأسمالية المستمرة ليست أفضل حالا: إذ يتصارع مستوردو السلع جنبا إلى جنب مع مصدرى السلع في خضم انكماش غير عادى في التجارة العالمية. ومن الواضح أن خطأ ما قد حدث. ولا ينبغي أن يكون هناك شك في مدى الحاجة إلى نظام مالى أكثر قوة - نظام أقل تعرضا لحالات العجز المالى المفرط في الاقتصادات الناشئة على حد سواء، كما يكون أيضا أقل تعرضا للانقلاب المفاجئ والأزمات الحادة.

والتنبؤ بالمخاطر القادمة في المستقبل صعب، إلا أن التجارب المؤلمة في الشهور الماضية لا بد أن تدفع كافة البلدان لبذل جهد أكبر - والتفكير بعناية بشأن نوع الاقتصاد العالمى الذى تريد أن تراه بازغاً من الأزمة الحالية. وهناك اقتراح عدم الاعتماد على أوجه العجز الضخمة في الولايات المتحدة لتحريك الطلب على المستوى العالمى، أو الاعتماد فقط على أوجه العجز لدى الولايات المتحدة لإمداد العالم بكميات ضخمة من الأصول الاحتياطية. لأن هذا لم يجد نفعاً. ■

براد سيتسر زميل في الاقتصاد الجغرافى في مجلس العلاقات الخارجية.