

الاعتماد على الدولار

انتهت عملية الابتعاد عن استخدام الدولار
محليا في معظم الأسواق الصاعدة بعد الأزمة
العالمية، ولكن ليس في بيرو

لويس كاتاو وماركو تيرونيس



مشاة يعبرون من أمام مقر الحكومة في بلازا دي أرماس، ليما، بيرو.

انتشرت

الدولة، أي الاستعاضة جزئيا أو كليا عن العملة المحلية للبلد بعملة أجنبية، بشكل كبير في سبعينات القرن الماضي في أمريكا اللاتينية، عندما سلب التضخم المرتفع والمفرط من تلك العملات المحلية أدوارها التقليدية كوسيط مستقر لتبادل القيمة وتخزينها. وقد بدأت الأسر والشركات في هذه البلدان باستخدام العملات الأجنبية — الدولار عادة — للاذخار وشراء وبيع الأشياء الكبيرة مثل العقارات.

وانتشرت الظاهرة في نهاية المطاف فيما يتجاوز أمريكا اللاتينية بكثير لتصبح سمة عمومية للقطاعات المالية في العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة. وفي أوائل تسعينات القرن الماضي، بدأت كميات كبيرة من الأصول والالتزامات المقومة بالدولار تتراكم بشكل معتاد لدى النظم المصرفية في تركيا والعديد من الاقتصادات في إفريقيا وآسيا وأوروبا الشرقية. وشكل احتمال أن تتجاوز الالتزامات المقومة بالدولار للبنوك بكثير أصولها المقومة بالدولار خطرا كبيرا على النظم المالية في حالة تخفيض قيمة العملة أو انخفاضها بشكل مفاجئ. وشعر المنظمون وصناع السياسات بالقلق، وكانوا على حق كما اتضح، نظرا لأن الدولارات ستكون أعلى بكثير بعد تخفيض قيمة العملة أو انخفاضها، وقد يؤدي الاختلال بين الأصول المقومة بالدولار إلى خسائر كبيرة ويسبب عدم الاستقرار المالي النظامي. وكان عدم التوافق هذا بين الأصول والالتزامات هو السبب في عدد من أخطر الأزمات المالية في اقتصادات الأسواق الصاعدة خلال منتصف التسعينات وأوائل الألفينات، بما في ذلك في تركيا في عام ١٩٩٤ والأرجنتين في عام ١٩٩٥ وروسيا في عام ١٩٩٨ ومرة أخرى في الأرجنتين في عام ٢٠٠١.

وقد بدأت الدولة تزول في السنوات الأولى من هذا القرن مع تحسن الظروف الاقتصادية في العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة. وقد ساعد تحسن معدلات التبادل التجاري، وأسعار الصرف الأكثر مرونة، والسياسات الاقتصادية الأفضل، بما في ذلك استهداف التضخم والمزيد من الانضباط المالي، على إبقاء التضخم منخفضا والحد من مخاطر التخفيضات المفاجئة في أسعار عملات العديد من هذه الاقتصادات. غير أنه في السنوات الأخيرة، أدت الانخفاضات الكبيرة في أسعار العملات المصحوبة بتوقعات تضخمية غير ركيحة ثابتة وزيادة الديون المقومة بالدولار على الشركات إلى تقليل احتمال الاستمرار في الابتعاد عن الدولار، وهو ما يحدث الآن فيما يبدو. وتبين النظرة الواسعة على البيانات الدولية منذ الأزمة المالية العالمية أن التخلي عن الدولة توقف بل ربما يكون قد انعكس في العديد من بلدان الأسواق الصاعدة. ولكن هناك استثناءات ملحوظة ظهرت وبالتحديد في محل ميلاد الدولة المالية المعاصرة، أي في أمريكا اللاتينية التي استمر فيها الابتعاد عن الدولار. ونتناول تجربة بيرو بالتفصيل ونستخلص بعض الدروس الرئيسية بشأن السياسات التي قد تكون ذات صلة للعديد من البلدان الأخرى.

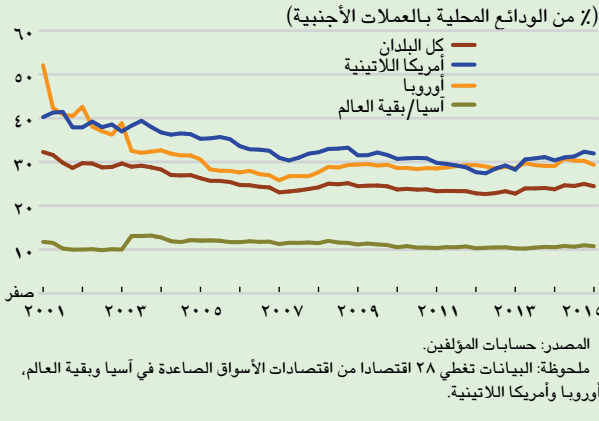
نظرة عالمية

خلص بحث تناول ٢٨ اقتصادا من اقتصادات الأسواق الصاعدة خلال آخر ١٥ عاما إلى وجود اتجاه كبير إلى حد ما في الدولة المالية في أوروبا وأمريكا اللاتينية ولكن كان الاتجاه بسيطا نسبيا في آسيا وبقية العالم (راجع الرسم البياني ١). وهناك اتجاهان مشتركان ومتباينان. الاتجاه الأول هو التراجع المستمر للدولة (الودائع المصرفية بالدولار أو اليورو كنسبة مئوية من إجمالي الودائع) منذ بداية القرن حتى ما قبل الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٧؛ والاتجاه الثاني هو زيادة الدولة في بلدان أوروبا الصاعدة والتراجع عن التخلي عن الدولة في أمريكا اللاتينية بدءا من عام ٢٠١٢.

الرسم البياني ١

وداع طويل

منذ بداية القرن الحالي وحتى الأزمة المالية العالمية، ابتعدت النظم المالية في اقتصادات الأسواق الصاعدة بعيدا عن استخدام العملات الأجنبية بدلا من العملات المحلية - وهي ظاهرة انتهت ولكنها لم تنعكس تماما.

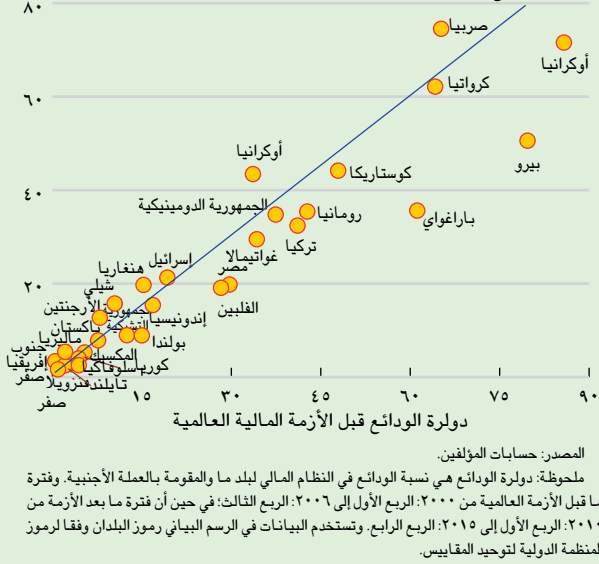


الرسم البياني ٢

مواصلة التقدم

الابتعاد عن العملات الأجنبية الذي كان سائدا في السنوات السابقة للأزمة في اقتصادات الأسواق الصاعدة يتجاوز انعكاس الاتجاه الذي حدث بعد وقوع الأزمة.

(دولة الودائع بعد الأزمة المالية العالمية، %)



ومع ذلك، فإن المتوسطات الإقليمية تحجب التباينات الكبيرة بين البلدان. وللكشف عن بعض هذه الاختلافات، نعرض في الرسم البياني ٢ توزيعا للبلدان قبل الأزمة المالية العالمية وبعدها. وتظهر البلدان التي شهدت زيادة في الدولة المالية فوق الخط ٤٥ درجة؛ فيما تظهر البلدان التي شهدت انخفاضا تحت هذا الخط. وتظهر معظم البلدان تحت الخط، مما يعني أن التخلي عن الدولة الذي حدث بعد الأزمة مباشرة لا يزال يتجاوز أي انعكاس حدث بعد عام ٢٠١٢.

وبالإضافة إلى ذلك، فعلى الرغم من وجود تغير طفيف في مستوى التخلي عن الدولة أو انتشاره في أوروبا وآسيا وبقية العالم في السنوات

السبع السابقة لعام ٢٠٠٧ والفترة التي تلت الأزمة المالية — من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٥ — فإن هذا الأمر لا ينطبق على أمريكا اللاتينية. فقد استمر التخلي عن الدولار فيها في السنوات اللاحقة للأزمة المالية العالمية، ويرجع ذلك أساساً إلى التخلي عن الدولار المستمر والكبير في باراغواي وبيرو وأوروغواي. وكان لدى هذه البلدان الثلاثة مستويات عالية من الدولار قبل الألفينيات وشهدت عمليات ملحوظة من التخلي عن الدولار في الفترة السابقة للأزمة المالية. وستتناول بالدراسة تجربة بيرو، حيث كانت وتيرة التخلي عن الدولار المالية جديرة بالملاحظة.

كبح إدمان بيرو للدولار

كانت مستويات الدولار مرتفعة في بيرو في تسعينيات القرن الماضي، ولم تتجاوزها إلا مستويات الدولار في بلدان مثل إكوادور والسلفادور اللتان استعاضتا رسمياً عن عملتهما المحلية بالدولار. وكما هو مبين في الرسم البياني ٣، كان نحو ٨٥٪ من الودائع المصرفية و٨٠٪ من القروض المصرفية في بيرو بحلول أواخر التسعينيات بالدولار. وعلى

بحلول عام ٢٠١٢، انخفضت الودائع المصرفية المقومة بالدولار إلى دون ٥٠٪ والقروض المقومة بالدولار إلى دون ٤٥٪.

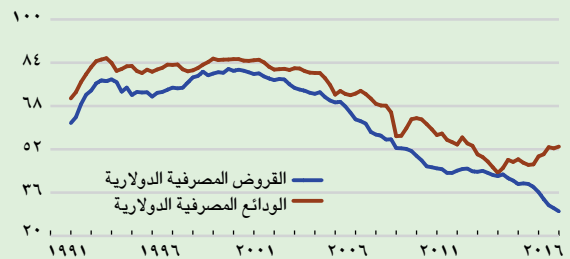
الرغم من أن الودائع المصرفية الدولارية كانت دائماً أعلى من القروض المصرفية، فقد أظهر هذان النوعان من الدولار اتجاهات مماثلة حتى عام ٢٠٠٠ تقريباً. وبعدها، سارت عملية التخلي عن الدولار بسرعة مذهلة. وبحلول عام ٢٠١٢، انخفضت الودائع المصرفية الدولارية إلى دون ٥٠٪ والقروض المقومة بالدولار إلى دون ٤٥٪. واستمرت دولة القروض في الانخفاض ووصلت إلى ٣٠٪ بحلول نهاية عام ٢٠١٥، على الرغم من أن الودائع الدولارية زادت إلى حد ما. والسؤال المهم المطروح أمام صناع السياسات المعنيين بوضع خطة للحد من الاعتماد على الدولار في بلدانهم هو كيفية تحقيق ذلك. ففي حالة بيرو، التي يمكن استخدامها كدليل، خلصنا إلى أن

الرسم البياني ٣

انخفاض المعاملات الدولارية

في أواخر التسعينيات، كان نحو ٨٥٪ من الودائع المصرفية و٨٠٪ من القروض المصرفية في بيرو بالدولار. والآن تقل القروض الدولارية عن ٣٠٪. وزادت الودائع المقومة بالدولار زيادة بسيطة منذ عام ٢٠١٢ وتبلغ الآن ٥٠٪ تقريباً.

(٪ المقومة بالدولار)



المصدر: حسابات المؤلفين.

هناك أربعة عوامل رئيسية مشمولة في عملية التخلي عن الدولار: بدء استهداف التضخم، وتنفيذ قواعد تنظيمية تجعل إدارة الودائع الدولارية ومنح قروض دولارية أكثر تكلفة بالنسبة للبنوك، والارتفاع المستمر في سعر الصرف الحقيقي، والظروف الخارجية المواتية، مثل ارتفاع أسعار السلع الأولية عالمياً والانخفاض العالمي في العزوف عن المخاطر (دراسة Catão and Terrones, 2016).

وقد بدأت بيرو استهداف التضخم في أوائل عام ٢٠٠٢ في محاولة للسيطرة على التضخم المحلي عندما كان جزء كبير من المجملات النقدية للبلد مقوماً بالدولار. وتمثل النهج في استهداف التضخم من خلال تحديد سعر فائدة أساسي قصير الأجل للعملة المحلية (السول) بينما كان استخدام أدوات غير تقليدية لضبط الدين الكلي (الذي كان جزء كبير منه مقوماً بالدولار) وكبح التقلبات في سعر الصرف، التي يمكن أن تخلخل الاستقرار بشكل كبير في الاقتصادات ذات المستويات العالية من الدولار، مثل بيرو. وكانت سياسات الضرائب والإنفاق (المالية العامة) متسقة مع تنفيذ هذه السياسات. وقد حقق استهداف التضخم الكثير في الحد من دولة القروض في بيرو لأنه ساعد على خفض التضخم واستقراره. وبلغ التضخم نحو ٣٪ في المتوسط خلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٥ مقارنة بنسبة ٥٥٪ في الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠٠١. ومن خلال استخدام القروض ذات أسعار الفائدة القابلة للتعديل، زادت إمكانية التنبؤ بسداد الدين بالعملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية، لأن استهداف التضخم يكون موجهاً إلى التضخم المحلي وليس إلى التضخم بالدولار. وبالمثل، بقدر ما يسمح استهداف التضخم بمزيد من التقلبات في أسعار الصرف فيما يتعلق بالتغيرات في معدلات التضخم، فإنه يثبط الاقتراض الخارجي من جانب الشركات التي لا تكون إيراداتها مقومة أساساً بالدولار.

زيادة الاحتياطي الإلزامي

يتمثل العنصر الثاني المهم في عملية التخلي عن الدولار في التنظيم. فيمكن تثبيت الدولار المالية عن طريق فرض ضرائب على الإقراض الدولي وعلى الودائع الدولارية. ومن بين أساليب تحقيق ذلك التمييز بين الودائع الدولارية والودائع المقومة بالسول وزيادة حجم المبالغ التي يتعين أن تحتفظ بها البنوك لدى البنك المركزي (الاحتياطي الإلزامي) بالنسبة للودائع الدولارية. ونظراً إلى أن الفائدة على الاحتياطيات لدى البنك المركزي تكون أقل من الفائدة المتاحة في السوق، فإن إلزام البنوك بالاحتفاظ بها يعادل فرض ضريبة على هذه المؤسسات مساوية للفائدة الضائعة. وعلى جانب الإقراض، يمكن أن تقتضي القواعد التنظيمية أيضاً على أن تحتفظ البنوك بمزيد من الاحتياطيات لتعويض الخسائر الناجمة عن القروض الدولارية مقارنة بتلك الممنوحة بالعملة المحلية. ومن شأن زيادة الاحتياطيات لتعويض خسائر القروض أن ترفع التكاليف الحدية للقروض الدولارية وتخفض الإقراض الجديد بالدولار.

ويشير تحليل اقتصادي للفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠١٤ إلى أن ارتفاع الاحتياطي المرتبط بالقروض الدولارية في بيرو كان فعالاً بشكل خاص في الحد من دولة الودائع والقروض؛ وفي المقابل، أدت الاحتياطيات الإلزامية الحدية على الودائع الدولارية دوراً أصغر، وإن كان لا يزال كبيراً. وفي عام ٢٠١٥، واصل البنك المركزي البيروفي برنامجاً طموحاً للتخلي عن دولة القروض، لم يتضمن زيادة إضافية في الاحتياطي الإلزامي الحدي على الودائع الدولارية فقط، ولكنه تضمن أيضاً قيوداً على قروض السيارات والعقارات المقومة بالدولار. وتساعد هذه القيود على تفسير الانخفاض المستمر في القروض الدولارية مقارنة بالودائع الدولارية الذي بدأ في عام ٢٠١٥.



متحف البنك المركزي في ليما، بيرو

غير أن هناك قوى خارجية أخرى تعمل ضد التخلي عن الدولار. فعلى سبيل المثال، تميل فترات العزوف عن المخاطر في الأسواق الرأسمالية العالمية وارتفاع أسعار الفائدة الخارجية إلى أن تكون مرتبطة بزيادة الدولار المالية. فالزيادة في الدولار الناجمة عن زيادة العزوف عن المخاطر متوقعة وتعمل ضد الثقة الناشئة عن ارتفاع أسعار تصدير السلع الأولية. وبقدر ما تكون العوامل العالمية التي تفسر التخلي عن الدولار في بيرو في الألفينات قائمة في بلدان أخرى، فإنها ستساعد على تسليط الضوء على الاتجاه المشترك الذي تشهده الأسواق الصاعدة منذ عام ٢٠٠٠ والتباطؤ العالمي في التخلي عن الدولار بعد الأزمة المالية العالمية.

غير أن التأثير الإيجابي الكبير لأسعار الفائدة العالمية على الدولار يؤثر حيرة كبيرة. ففي حالة خفض تكلفة الاقتراض بالدولار، يمكن أن نتوقع أن تؤدي البيئة الحالية التي تتسم بانخفاض أسعار الفائدة إلى زيادة المعروض من القروض الدولارية في الأسواق المحلية. ولكن، قد يشجع انخفاض أسعار الفائدة في الخارج الشركات التي تشتري وتبيع سلعاً تجارية إلى الاقتراض من الخارج بدلاً من الداخل، مما يقلل الطلب على الاقتراض الداخلي بالدولار ويحد من الدولار. ومن الناحية النظرية، فإن التأثير الصافي لارتفاع أسعار الفائدة العالمية على دولة الودائع والقروض غير واضح. ويعتمد على مدى ارتفاع الدولار في البداية وعلى التكاليف الحدية لإدارة حسابات العملات بالدولار وبالعلة المحلية (دراسة Catão and Terrones, 2000). وفي بلد مثل بيرو، حيث كانت الدولار مرتفعة في البداية، يمكن توقع انعكاس اتجاه هذه الظاهرة مع انخفاض أسعار الفائدة العالمية. ويشير تحليلنا الاقتصادي إلى أن هذا التأثير كان هو السائد في السنوات الأخيرة. وتسلط التجربة البيروفية الضوء على أهمية أربعة عوامل في التخلي عن الدولار — استهداف التضخم، والاحتياطي الإلزامي الذي يزيد على البنوك تكلفة تلقي الودائع الدولارية ومنح القروض الدولارية، والارتفاع المستمر في سعر الصرف الحقيقي، والعوامل الخارجية المواتية، مثل ارتفاع الأسعار العالمية للسلع الأولية وانخفاض العزوف عن المخاطر عالمياً. وفي حين أن بعض العوامل تخص بيرو بالتحديد، فإن هناك عوامل ذات صلة أكبر فيما يبدو (دراسة Garcia-Escribano and Sosa, 2011؛ و Mecagni and others, 2015). وينبغي أن تكون هذه الأدلة ذات قيمة عند تصميم السياسات الرامية إلى الحد من الاعتماد على العملات الأجنبية في القطاع المالي لأي بلد. ■

لويس كاتاو اقتصادي أول وماركو تيرونيس نائب رئيس قسم، وكلاهما من إدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Catão, Luis A.V., and Marco E. Terrones, 2000, "Determinants of Dollarization: The Banking Side," IMF Working Paper 00/146 (Washington: International Monetary Fund).

—, 2016, "Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience," IMF Working Paper 16/97 (Washington: International Monetary Fund).

Garcia-Escribano, Mercedes, and Sebastián Sosa, 2011, "What Is Driving Financial De-Dollarization in Latin America?" IMF Working Paper 11/10 (Washington: International Monetary Fund).

Mecagni, Mauro, and others, 2015, "Dollarization in Sub-Saharan Africa: Experience and Lessons," IMF Departmental Paper (Washington: International Monetary Fund).

وثالثاً، يبدو أن السماح بارتفاع سعر الصرف الحقيقي يمثل خطوة مهمة في الحد من الاعتماد على الدولار، وخاصة عندما تبرره الأساسيات الاقتصادية. وللتأكيد، قد يكون الانخفاض في الدولار نتيجة ارتفاع قيمة العملة المحلية انخفاضاً حسابياً فقط: تميل نسبة الدولارات إلى الودائع الإجمالية إلى التقلص عندما يرتفع سعر صرف العملة المحلية. ولكن من الأرجح أن تكون هناك بعض العوامل الاقتصادية التي تؤثر أيضاً. فعندما يرتفع سعر الصرف الحقيقي، تنخفض أسعار السلع القابلة للتداول دولياً مقارنة بأسعار السلع غير القابلة للتداول. وبما أن السلع الغير قابلة للتداول تحقق إيرادات بالعملة المحلية، فإن موردي هذه السلع عادة ما يفضلون الاقتراض بالعملة المحلية. وهذا ليس هو الحال دائماً، ففي اقتصادات الأسواق الصاعدة، حيثما يمكن أن تؤدي الزيادة في السعر النسبي للسلع غير القابلة للتداول إلى مزيد من القروض الدولارية للقطاعات غير التجارية، مثل قطاع العقارات. ولكن عندما يؤدي استهداف التضخم إلى استقرار التضخم المحلي، سيكون ربط هذه القروض بالدولار أقل جاذبية للبنوك.

وخلصنا إلى أن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي طويل الأجل عزز بعض عمليات التخلي عن الدولار في بيرو في الألفينات. ويرجع الاتجاه العكسي لدولة الودائع الملحوظ منذ نهاية عام ٢٠١٤ في جزء منه إلى انخفاض قيمة العملة البيروفية والتوقعات بحدوث انخفاض كبير في قيمة العملة البيروفية توقعاً لاستعداد السياسات النقدية في الولايات المتحدة.

القوى الخارجية

تتعلق المجموعة الرابعة من العوامل المهمة في عملية التخلي عن الدولار في بيرو بالقوى الخارجية، مثل ارتفاع أسعار السلع الأولية، والتي تشجع التحول إلى القروض والودائع بالعملة المحلية لأسباب مختلفة. ومن بين هذه الأسباب الزخم الذي أعطاه ارتفاع أسعار السلع الأولية للنمو الاقتصادي. فقد حفز هذا الزخم الطلب على القروض من قطاع السلع غير القابلة للتداول، حيث يسعى إلى توسيع نطاق العمليات ويزيد أيضاً الثقة في السياسات المحلية. وبإيجاز، تشعر الشركات المحلية والمستهلكون المحليون بمزيد من الثقة بشأن حيازة العملة المحلية.