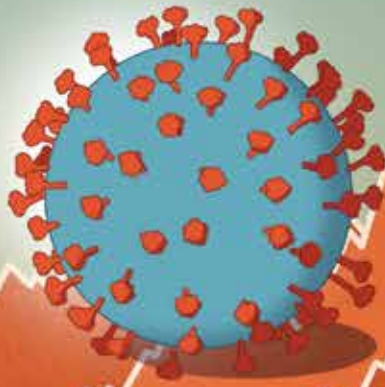


# الطريق لا يزال طويلا

على الأسواق الصاعدة أن توازن بين التغلب على الجائحة والعودة  
إلى سياسات شبه طبيعية وإعادة بناء اقتصاداتها  
روبا دوتاغوبتا وسيلا بازارباسيوغلو



مع

بداية العام الثاني لجائحة كوفيد-١٩، تزايد المخاوف بشأن كفاءة الأداء في الأسواق الصاعدة التي نجحت حتى الآن في الاستجابة بشكل سريع للتداعيات الاقتصادية الناجمة عن الجائحة من خلال تنفيذ حزم من إجراءات الإنقاذ غير المسبوقة التي استهدفت القطاعات والأسر الأكثر تضررا. فعقب فترة قصيرة من الضغط المالي في مارس ٢٠٢٠، تمكنت معظم الأسواق الصاعدة من العودة إلى الأسواق المالية العالمية وإصدار سندات دين جديدة لتلبية احتياجاتها التمويلية. ولكن في ظل تسارع وتيرة التعافي العالمي في بعض البلدان مقارنة بغيرها وعدم اليقين الكبير بشأن الجائحة، ستزداد التقلبات السوقية على الأرجح، مما سيفرض ضغوطا على قدرة صناع السياسات في الأسواق الصاعدة على اجتياز هذه التحولات وإدارة مختلف المفاضلات على مستوى السياسات وتحقيق تعاف دائم.

ويتسم عالم الأسواق الصاعدة بالتنوع، وتتفاوت الأوضاع والظروف بين بلدانه. ورغم عدم وجود تعريف رسمي للسوق الصاعدة، فإنها تُعرف عادة ببعض الخصائص مثل استمرارية النفاذ إلى الأسواق، والتقدم نحو بلوغ مستوى الدخل المتوسط، والأهمية المتزايدة في الاقتصاد العالمي (راجع الإطار). وبالرغم من ذلك، تختلف هذه الاقتصادات عن بعضها البعض، ولا توجد فروق واضحة بينها وبين البلدان النامية الأخرى.

وقد أحرزت الأسواق الصاعدة تقدما ملحوظا في تعزيز سياساتها الاقتصادية الكلية منذ بداية القرن الحالي، مما ساعدها في زيادة نصيب الفرد من الدخل بأكثر من الضعف في المتوسط. وتطبق ٦٥٪ من البلدان التي تعتبر ضمن مجموعة الأسواق الصاعدة سياسات نقدية استشرافية تقوم على استهداف التضخم، فضلا عن تراجع واستقرار معدلات التضخم في معظمها. ويدير عدد من هذه البلدان موارده العامة وفق مجموعة من القواعد المالية. وفي أعقاب الأزمات المالية التي شهدتها التسعينات، نفذ العديد منها إصلاحات كبيرة في القطاع المصرفي. وتراجع التقدم المحرز نتيجة الأزمة المالية العالمية خلال ٢٠٠٨-٢٠٠٩ دون أن ينحرف عن مساره.

### سجل أداء اقتصادي جيد

ساعد سجل الأداء الاقتصادي صناع السياسات في الأسواق الصاعدة على اتخاذ تدابير جريئة أثناء الجائحة دون زعزعة ثقة الأسواق. وتضمنت التدابير الاقتصادية التخفيفية زيادة الإنفاق الحكومي، ودعم السيولة في الشركات والبنوك، والإفراج عن رؤوس الأموال الوقائية لدى البنوك لدعم الإقراض، وبرامج شراء الأصول التي أطلقتها البنوك المركزية للحفاظ على استقرار الأسواق المحلية. كذلك أتاح انخفاض معدلات التضخم المحلية وتيسير السياسات النقدية في الاقتصادات المتقدمة الفرصة للبنوك



وقد تزداد الصعوبات إلى حد ما خلال المرحلة القادمة. ففي ظل التهديدات الناجمة عن السلالات الجديدة من فيروس كوفيد-١٩، سيكون على البلدان النظر في العديد من المفاضلات بين مواصلة الجهود الهادفة إلى الحد من انتشار الفيروس — وهو ما سيتطلب على الأرجح استمرار الدعم الاقتصادي الموجه إلى الأسر والشركات — وعودة السياسات إلى طبيعتها واستعادة صلابة الاقتصاد. ويعد توفير لقاحات كافية مجرد خطوة أولى على الطريق. ويتعين إدارة تقلبات الأسواق المالية بمهارة في ظل ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية طويلة الأجل، لا سيما في البلدان التي تحتاج إلى تمويل كبير من الخارج. ويتطلب تنفيذ الإصلاحات الهيكلية تأييداً سياسياً واجتماعياً. ويتعين اتخاذ مجموعة من الإجراءات على صعيد السياسات في عدد من المجالات، وإن كانت الأولويات تختلف من بلد لآخر.

**توجيه الدعم إلى قطاع الشركات:** بمجرد إحكام السيطرة على الأزمة الصحية، يتعين أن تبدأ البلدان في التحول من تدابير الدعم الطارئ التي تستهدف القطاع ككل إلى تقديم دعم موجه للشركات التي تتوافر لها مقومات الاستمرار، مع إفساح المجال للقطاع الخاص لقيادة النمو في نهاية المطاف. وستتوقف وتيرة هذا التحول على الرابط بين النمو والتوظيف في قطاع الشركات وقدرة كل بلد على دعم الشركات التي تتوافر لها مقومات الاستمرار لفترة كافية للسماح لها بمعالجة التعثر الناجم عن الجائحة. ويعتمد نجاح هذه المساعي على قوة مؤسسات سوق العمل وشبكات الأمان والرقابة على الجهاز المصرفي وإجراءات الإعسار لضمان إعادة توزيع الموارد بسهولة ويسر. ووفقاً لعدد إبريل ٢٠٢١ من تقرير الاستقرار المالي العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي، لن يكون من السهل التمييز بين سيولة الشركات وملاءتها. فعندما بدأت الأزمة، كانت بعض شركات الأسواق الصاعدة تعاني بالفعل من زيادة أعباء الدين، وينبغي تقييم انعكاسات تعثر الشركات على الاقتصاد ككل على نحو أكثر دقة.

وبينما تواجه الاقتصادات المتقدمة تحديات مماثلة، ستكون المفاضلات أكثر صعوبة بالنسبة للأسواق الصاعدة على الأرجح نظراً لأنها عادة ما تواجه قيوداً أشد على ميزانياتها. وعادة ما تكون أطر التعامل مع حالات إفلاس الشركات أقل كفاءة في الأسواق الصاعدة أيضاً. لذلك يتعين تصميم تدخلات السياسات على نحو يحد من خطر حالات التصفية العديدة التي تسبب في موجة من حالات الإفلاس وخطر ظهور شركات جوفاء «زومبي» تحتاج إلى دعم انتمائي مفرط لمواصلة نشاطها دون أن تكون قادرة على الاستثمار في أنشطة جديدة (راجع دراسة Pazarbasioglu and Garcia Mora 2020). وكما يتضح من التجارب السابقة (مثل بولندا عام ١٩٩٢، والمكسيك عام ١٩٩٤، والعديد من بلدان جنوب شرق آسيا خلال الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨، وتركيا عام ٢٠٠١)، تتضمن الاستراتيجيات الناجحة

المركزية في الأسواق الصاعدة لإجراء تخفيضات كبيرة في أسعار الفائدة الأساسية المحلية. وازدادت مدخرات الأسر في معظم الأسواق الصاعدة عقب بداية الجائحة. وتم توجيه جزء كبير من المدخرات المحلية نحو تمويل الحكومة والحد من احتياجات الاقتراض الأجنبي، مما ساهم إلى جانب تراجع الاستثمارات الخاصة في السيطرة على عجز الحساب الجاري.

غير أن بعض التدابير — كالتمويل النقدي المباشر لعجز الميزانية أو التعليق المؤقت لسداد القروض — تنشأ عنها مخاطر جديدة. وقد أيد صناع السياسات تلك التدابير باعتبارها أدوات مؤقتة للتخفيف من الضغوط الهائلة التي أثرت على الاقتصاد ككل. وأدى ارتفاع العجز المالي أيضاً إلى تفاقم مستويات الدين السيادي المرتفعة بالفعل في بعض البلدان. وفي بلدان أخرى، تنشأ عن ارتفاع ديون قطاع الشركات، بما في ذلك الشركات المملوكة للدولة، وانكشافات الشركات غير المغطاة بالعملة الأجنبية مخاطر مالية محتملة في حالة تعثر الشركات. كذلك تساهم زيادة حيازات الدين الحكومي لدى البنوك المحلية في تقوية الرابط بين سلامة القطاع الحكومي وسلامة الجهاز المصرفي.

والجائحة أبعد ما تكون عن الانتهاء، لذلك لا يزال من المبكر للغاية تحديد التدابير التي أثبتت فعاليتها. فقد شهد النشاط الاقتصادي انكماشاً حاداً في معظم الأسواق الصاعدة خلال عام ٢٠٢٠. غير أن التقديرات الواردة في عدد إبريل ٢٠٢١ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي تشير إلى أن انكماش إجمالي الناتج المحلي العالمي كان من الممكن أن يتجاوز مستواه بثلاثة أضعاف لولا تدابير السياسات المتخذة في مختلف أنحاء العالم — بما في ذلك في الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة.

## تباعد مسارات الاستجابة

تعكس مسارات التعافي المتباعدة في الأسواق الصاعدة الاختلافات في المراكز الاقتصادية واستجابات السياسات من بلد لآخر. فالبلدان التي تمكنت من احتواء الفيروس أو توفير اللقاحات لسكانها (كالصين والإمارات العربية المتحدة) تتعافى قبل غيرها. وفي البلدان التي تتاح لديها هوامش أمان مالي وفيرة أو فرصة النفاذ إلى الأسواق أو كليهما، أمكن تقديم دعم أكبر من خلال المالية العامة (كالفلبين وبولندا). كذلك تمكنت بعض البلدان بفضل مصداقية بنوكها المركزية من إجراء تخفيضات غير مسبوقة في أسعار الفائدة الأساسية وتطبيق سياسات نقدية غير تقليدية دون أن يؤدي ذلك إلى فرض ضغوط حادة على أسعار الصرف (راجع دراسة Fratto and others 2021). أما الأسواق الصاعدة التي تعاني من اختلالات اقتصادية كلية أو تفاقم أعباء الديون فلا تزال تواجه مفاضلات صعبة بين دعم التعافي والحد من الاختلالات (كالأرجنتين ومصر وتركيا وغيرها).





- ٠,٤٠ × إجمالي الناتج المحلي الاسمي +
- ٠,١٥ × عدد السكان +
- ٠,١٥ × نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي +
- ٠,١٥ × النصيب من التجارة العالمية +
- ٠,١٥ × النصيب من الدين الخارجي العالمي

وإذا كان البلد ضمن أكبر ٢٠ اقتصادا خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠٢٠، فإنه يحصل على واحد، وصفر فيما عدا ذلك. وتحسب الدرجة النهائية كحاصل جمع مرجح للدرجات الفردية. وفيما يلي بلدان مجموعة الأسواق الصاعدة التي تم تحديدها باستخدام هذا المنهج مرتبة حسب الترتيب الأبجدي: الأرجنتين والإمارات العربية المتحدة وإندونيسيا وإيران والبرازيل وبولندا وتايوان وتركيا وجنوب إفريقيا وروسيا وشيلي والصين والفلبين وكولومبيا وماليزيا ومصر والمكسيك والمملكة العربية السعودية وهنغاريا والهند. وتم استبعاد بلدين، وهما نيجيريا بسبب تصنيفها ضمن البلدان منخفضة الدخل (المؤهلة للاستفادة من التمويل المقدم من الصندوق الاستثماري للنمو والحد من الفقر) خلال الفترة التي تغطيها العينة (٢٠١٠-٢٠٢٠) وقطر نظرا لأن عدد سكانها أقل من ٥ ملايين نسمة.

وتمثل بلدان الأسواق الصاعدة العشرين المذكورة ٣٤٪ من إجمالي الناتج المحلي الاسمي العالمي بالدولار الأمريكي و٤٦٪ على أساس تعادل القوى الشرائية، وهي مدرجة أيضا على مؤشرات الأسواق الصاعدة شائعة الاستخدام، مثل مؤشر جي بي مورغان، ومؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال، ومؤشر بلومبرغ.

فرانيسيسكو أريزالا اقتصادي ودي يانغ محلل بحثي بإدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة بصندوق النقد الدولي.

## ما المقصود بالسوق الصاعدة؟

لا يوجد تعريف رسمي للسوق الصاعدة. ويصنف تقرير آفاق الاقتصاد العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي ٣٩ اقتصادا ضمن مجموعة «الاقتصادات المتقدمة» بناء على عوامل مثل ارتفاع نصيب الفرد من الدخل، وتنوع الصادرات السلعية والخدمية، وزيادة الاندماج في النظام المالي العالمي. وتصنف باقي البلدان ضمن مجموعة اقتصادات «الأسواق الصاعدة والنامية». ويعتبر ٤٠ منها «أسواقا صاعدة متوسطة الدخل» وفق تقرير الرائد المالي الصادر عن صندوق النقد الدولي نظرا لارتفاع نصيب الفرد من الدخل.

غير أن الدخل ليس هو السمة الوحيدة للأسواق الصاعدة. فمعظمها اقتصادات تنعم بنمو قوي واستقرار دائم، ويمكنها إنتاج سلع ذات قيمة مضافة أعلى مقارنة بغيرها، وهي أقرب في طبيعتها إلى الاقتصادات المتقدمة، ليس فقط من حيث مستوى الدخل، ولكن من حيث المشاركة في التجارة العالمية والاندماج في الأسواق المالية أيضا. وقد استندنا إلى العوامل التالية في تحديد الأسواق الصاعدة:

- الأهمية النظامية: حجم الاقتصاد القطري (إجمالي الناتج المحلي الاسمي) وعدد السكان ونصيب الصادرات من التجارة العالمية
- النفاذ إلى الأسواق: الدين الخارجي للبلد كنسبة من الدين الخارجي العالمي، وما إذا كان مدرجا على المؤشرات العالمية التي تستخدمها كبرى المؤسسات الاستثمارية الدولية، وتواتر إصدار السندات الدولية وقيمتها
- مستوى الدخل: نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي بالقيمة الاسمية للدولار الأمريكي

وتحسب درجة لكل اقتصاد بخلاف الاقتصادات المتقدمة باستخدام خمسة متغيرات مرجحة:

**تحقيق نمو متوازن ومستدام وغني بالوظائف:** بمجرد تحقيق التعافي، ينبغي زيادة الإنتاجية والحد من الندوب الناجمة عن الأزمة التي أثرت على الاستثمار والتوظيف ورأس المال البشري (بسبب الانتكاسات التي أصابت التعلم) وقوة النظام المالي، وهي خطوات مهمة لضمان سلامة الاقتصاد على المدى الطويل. وقد تنشأ عن الإصلاحات الهيكلية مكاسب كبيرة في مستويات النمو على المدى الطويل إذا ما تم تصميمها بعناية وتنفيذها على نحو تدريجي ملائم (راجع دراسة Duval and Furceri 2019). وفيما يلي بعض الأولويات:

- تنفيذ إصلاحات سوقية، بما في ذلك على مستوى الشركات المملوكة للدولة (على غرار الصين والهند والمكسيك)؛
- وتعزيز شبكات الأمان الاجتماعي (في شيلي والصين على سبيل المثال)؛
- وسد فجوات البنية التحتية (في إندونيسيا والفلبين على سبيل المثال)؛
- وإصلاح نظم معاشات التقاعد وأسواق المنتجات وأسواق العمل والحوكمة في العديد من البلدان.

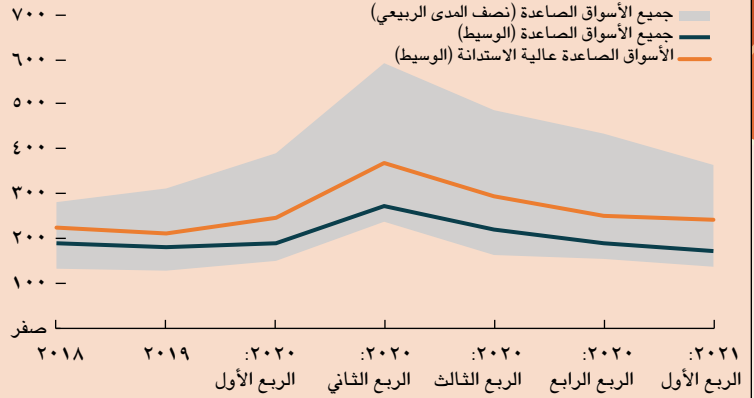
مراجعة جودة الأصول في الوقت الملائم، ومزيجا من الإجراءات يشمل توفير أوضاع الشركات المتعثرة وتخفيف أعباء ديونها والتصرف في الأصول المتعثرة (راجع دراسة Araujo and others التي تصدر قريبا).

ونظرا لأن التمويل المصرفي أكثر شيوعا مقارنة بالتمويل السوقي في الأسواق الصاعدة، قد يؤثر تعثر الشركات على الاستقرار المالي إذا ما اضطرت البنوك إلى قيد الخسائر الائتمانية الإضافية عقب الجائحة. وقد يلزم في بعض الحالات مراجعة جودة الأصول المصرفية من أجل مزيد من الشفافية — لا سيما وأن التدابير التنظيمية قد تم إرخاؤها خلال الأزمة. كذلك فإن «تمويل الظل» أو التمويل غير المصرفي لقطاعي الشركات والأسر في بعض الأسواق الصاعدة تنشأ عنه مخاطر أيضا نظرا لأن القطاع غير المصرفي لا يخضع معظمه لأي قواعد تنظيمية. لذلك تتمثل إحدى الأولويات على المدى الطويل في تصميم نظم أكثر كفاءة لتسوية الديون وإدارة حالات الإعسار وتطوير ما يسمى بالأدوات المالية الكلية لمراقبة ما ينشأ عن القطاع المالي غير المصرفي من مخاطر على الاقتصاد ككل.

## فروق العائد على مؤشر سندات الأسواق الصاعدة

عادة ما توجد تفرقة بين ديون الأسواق الصاعدة من جانب المستثمرين.

(بنقاط الأساس)



المصدر: مؤسسة Bloomberg Finance L.P.

ملحوظة: تستبعد من العينة إيران وتايلاند بسبب نقص البيانات. ولا توجد بيانات متاحة عن مؤشر سندات الأسواق الصاعدة بالنسبة للإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية خلال عام ٢٠١٨. ويقصد بالأسواق الصاعدة عالية الاستدانة الاقتصادات التي يتجاوز إجمالي ديونها الحكومية الوسيط.

في البلدان التي تعاني من ضعف النظم الصحية وشبكات الأمان الاجتماعي، كما تسببت في خسائر اقتصادية أكثر حدة في القطاعات الخدمية وبين العاملين من الشباب والإناث وغير ذوي المهارات. ولضمان تحقيق تعاف مستمر شامل للجميع، يتعين احتواء مستويات عدم المساواة والفقر المتزايدة. وسيسمح تقليص حجم القطاع غير الرسمي، الذي يمثل ربع إلى ثلث الاقتصاد في معظم الأسواق الصاعدة (راجع دراسة Medina and Schneider 2019)، باستفادة عدد أكبر من المواطنين من تحسن الأجور وتدبير إعادة التوزيع. وتغتنم بعض البلدان الفرص الراهنة: ففي آسيا، تسهم الرقمنة في إحداث تحول في كفاءة الإنتاج والاتصالات وشمول العمليات الحكومية (راجع دراسة Gaspar and Rhee 2018). وتواجه إندونيسيا التهديدات الناجمة عن إزالة الغابات من خلال برنامج يستهدف الاستخدام المستدام للأراضي. ويعكف عدد من الأسواق الصاعدة، مثل ماليزيا، على تعزيز الإطار التنظيمي المالي لتحسين آليات مراقبة وإدارة المخاطر الناجمة عن التحول نحو الحد من البصمة الكربونية للاقتصاد.

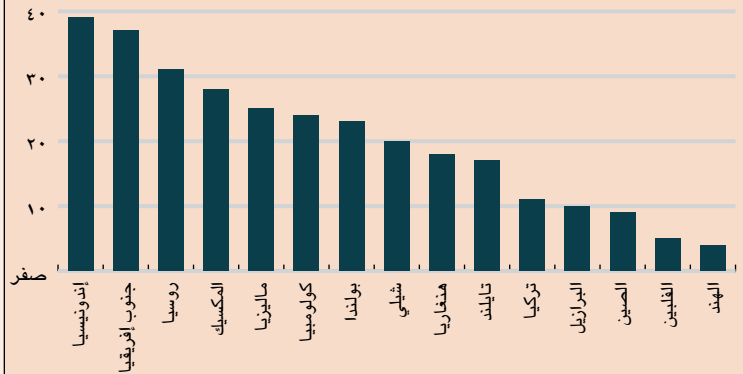
**استعادة صلابة الاقتصاد الكلي:** كانت الأزمة بمثابة تذكرة مؤلمة بأهمية بناء سلامة الاقتصاد في أوقات الرخاء. وستحتاج الأسواق الصاعدة عما قريب إلى البدء في إعادة بناء هوامش الأمان المالية والخارجية والمالية الكلية استعدادا للأزمة القادمة. ويتطلب ذلك إعادة فرض قواعد المالية العامة والمعايير التنظيمية المالية التي تم تعليق العمل بها خلال الجائحة، وإعادة بناء الاحتياطيات الخارجية في حالة تراجعها. وستتفاوت الأولويات من بلد لآخر، وسيتمثل تلبيتها دون التأثير على توقعات النمو — من خلال تعزيز الطاقة الضريبية من أجل الإنفاق على الخدمات العامة في حالة ضعف شبكات الأمان، واتخاذ الخطوات اللازمة لتخفيض مستويات الدين والحد من تراكم الديون (الضبط المالي) في حالة زيادة أعباء الدين السيادي، وتشديد قيود السياسات الاحترازية الكلية على المؤسسات المالية التي تمثل خطرا كبيرا على الاستقرار المالي.

وسيتعين على الحكومات في العديد من الأسواق الصاعدة الموازنة بين أهداف مختلفة، كزيادة الإنفاق على الاستثمارات العامة والأمان الاجتماعي مع استئناف جهود الضبط المالي لضمان استمرار تراجع الدين العام بخطى ثابتة. وقد ارتفعت مستويات الدين العام والدين الخارجي ارتفاعا ملحوظا في وسائط اقتصادات الأسواق الصاعدة لتبلغ ٥٩٪ و ٤٤٪ من إجمالي الناتج المحلي على الترتيب عام ٢٠٢٠، ويتوقع أن يتجاوز إجمالي الاحتياجات التمويلية ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي خلال ٢٠٢٠-٢٠٢١. وبينما ساهم تدني أسعار الفائدة العالمية في إدارة تكلفة خدمة الدين بسهولة، ينبغي ألا يتوقع استمرار انخفاض تكلفة الاقتراض الخارجي لأجل غير مسمى. فعادة ما توجد تفرقة بين ديون الأسواق الصاعدة من جانب المستثمرين (انظر الرسم البياني ١). وحتى في حالة

## من يملك الدين؟

حيازة الأجنبي لنسبة كبيرة من الدين المحلي تجعل السوق المالية المحلية عنصرا مهما في انتقال الصدمات المالية الخارجية.

(حيازات غير المقيمين من الدين المحلي كنسبة مئوية من مجموع الدين المحلي، ٢٠١٩)



المصدر: ورقة عمل بعنوان "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt." IMF Working paper 14/29 Arslanalp, S., and T. Tsuda. 2014.

ومن الضروري أيضا الإفصاح بوضوح عن أهداف السياسات واتخاذ التدابير الهادفة إلى حماية الفئات الضعيفة لكسب التأييد الاجتماعي اللازم لتنفيذ الإصلاحات الصعبة.

وكان الوقت أيضا لقيام الأسواق الصاعدة ببناء اقتصادات أكثر قوة مما كانت عليه قبل الجائحة — من خلال اتخاذ خطوات نحو تحسين فرص الحصول على خدمات الرعاية الصحية والتعليم وزيادة المساواة في الاستفادة من هذه الخدمات، وتعزيز البنية التحتية العامة، وإعادة تدريب العاملين الذين تم الاستغناء عنهم بسبب الجائحة. ومن الضروري أيضا بناء الصلابة في مواجهة تغير المناخ وإدارة التحول الرقمي لصالح النمو الشامل. وقد أدت جائحة كوفيد-١٩ إلى المزيد من الخسائر البشرية



وتجارة والاستثمارات والموارد المالية على مستوى العالم يتطلبان جهداً عالمياً مشتركاً.

أولاً، يجب أن تستعيد الأسواق الصاعدة قوتها الاقتصادية الكلية التي حققتها بشق الأنفس، كما فعلت في أعقاب الأزمات المالية التي وقعت خلال التسعينات وأوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين والأزمة المالية العالمية التي بدأت عام ٢٠٠٨. ونظراً لتباين وتيرة التعافي من الجائحة عبر البلدان، يتعين أيضاً أن تتعلم الأسواق الصاعدة من بعضها البعض كيفية إدارة المخاطر والحفاظ على الصلابة على النحو الأمثل. ولن يقتصر التأثير على الأسواق الصاعدة فحسب. ففي ظل تزايد أهميتها النظامية في الاقتصاد العالمي، سيسهم تعزيز الأسواق الصاعدة في تحقيق الاستقرار العالمي أيضاً.

وثانياً، يجب أن تقوم الاقتصادات المتقدمة الكبرى بدورها: بالتعاون متعدد الأطراف في مجالات التجارة الحرة وتوفير اللقاحات والضرائب، والالتزام بتوفير سيولة بالدولار الأمريكي في حالة تجدد الضغوط المالية، والعمل المشترك لمواجهة تغير المناخ جميعها تدابير ضرورية لا غنى عنها. وستحتاج بعض الأسواق الصاعدة إلى دعم تمويلي للاستثمار في إعادة بناء اقتصادات أكثر قوة دون التسبب في تصاعد حدة التغيرات المناخية.

وثالثاً، يتعين وجود تكامل بين جهود المؤسسات الإنمائية والمالية العالمية: وبالنسبة لصندوق النقد الدولي، يعني ذلك القيام بمهامه ومسؤولياته الأساسية — الحوار والمشورة على مستوى السياسات، والدعم المالي، بما في ذلك من خلال الخطوط الوقائية، وبناء القدرات — وإتاحة منصة مشتركة للتعليم بين البلدان، والاستفادة من خبرات المؤسسات الدولية الأخرى لمساعدة بلدانه الأعضاء الأكثر ديناميكية على استعادة مركزها في عالم ما بعد الجائحة. **FD**

**روبا دوتاغوبتا** رئيس قسم بإدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة في صندوق النقد الدولي، حيث تشغل **سيلا بازارباسيوغلو** منصب مساعد المدير.

### المراجع:

Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese, and Y. Weijia. Forthcoming. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

Duval, R., and D. Furceri. 2019. "How to Reignite Growth in Emerging Market and Developing Economies." IMF Blog, October 9.

Fratto, C., B. Harnois Vannier, B. Mircheva, D. de Padua, and H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper 21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.

Gaspar, V., and C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia." IMF Blog, September 26.

Medina, L., and F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.

Pazarbasoglu C., and A. Garcia Mora. 2020. "Strengthen Insolvency Frameworks to Save Firms and Boost Economic Recovery." World Bank Blog, May 18.

تحمل الديون بالعملة المحلية، فإن حيازة الأجنبي لنسبة كبيرة من الدين المحلي تجعل السوق المالية المحلية عنصراً مهماً في انتقال الصدمات المالية الخارجية (انظر الرسم البياني ٢). ومع استمرار ارتفاع الدين وإجمالي الاحتياجات التمويلية، ستكون المفاضلة بين السياسات أكثر صعوبة على الأرجح وستتأثر الأسواق الصاعدة بالانحرافات الحادة في مزاج المستثمرين تجاه تحمل المخاطر.

وكما يشير عدد إبريل ٢٠٢١ من تقرير الرائد المالي الصادر عن صندوق النقد الدولي، فإن توليد المزيد من الإيرادات الضريبية سيتيح لصناع السياسات تحسين جودة الخدمات العامة دون زيادة أعباء الدين. وتقل الإيرادات الضريبية في الأسواق الصاعدة بالفعل عن مستوى ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط مقابل أكثر من ٢٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في الاقتصادات المتقدمة. وعادة ما تنفق حكومات الأسواق الصاعدة نسبة أكبر من إيراداتها على سداد مدفوعات الفائدة.

وقد تقلص الحيز المتاح من خلال السياسات في عالم ما بعد الجائحة. وفي ظل ارتفاع عجز المالية العامة والديون، وزيادة الاحتياجات التمويلية، وضيق المجال المتاح لتخفيض أسعار الفائدة المحلية، يتعين أن تتكامل السياسات بشكل أكبر لتحقيق أفضل النتائج الممكنة على جانب النمو والاستقرار، مع الحفاظ على استقلالية السلطات المالية والنقدية والتنظيمية. فحيثما تنحسر الضغوط التضخمية على سبيل المثال، يمكن أن تواصل السياسة النقدية دعم الطلب المحلي حتى مع سحب الدعم المتاح من خلال المالية العامة.

ويجب كذلك إدارة المفاضلات الأخرى على مستوى السياسات في ظل الضغوط السوقية الناتجة عن التعافي متعدد السرعات. ورغم أن مرونة سعر الصرف عادة ما تكون أحد عوامل امتصاص الصدمات الخارجية، قد تنشأ عنها آثار عكسية في بعض الأحيان. فعلى سبيل المثال، يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة العملة المحلية إلى زيادة رصيد الخصوم المقومة بالعملة الأجنبية، ومن ثم تفاقم الضغوط السوقية. وقد تنشأ عن تأثير هذا الانخفاض ضغوط تضخمية في حالة عدم مصداقية السياسات النقدية بشكل كاف. وتعد كيفية إدارة التقلبات المالية من أهم المخاوف التي تشغل بال العديد من صناع السياسات في الأسواق الصاعدة، وتشكل جزءاً كبيراً من عمل صندوق النقد الدولي بشأن «إطار السياسات المتكامل».

### إعادة بناء الصلابة

يتضح من الأزمات السابقة أن صناع السياسات في الأسواق الصاعدة بمقدورهم التغلب على الصدمات المعاكسة وإعادة بناء صلابة اقتصاداتهم. كذلك تشير التوقعات إلى أن النمو سيظل قوياً على المدى المتوسط في معظم الأسواق الصاعدة. غير أن تحقيق إمكانات النمو في الأسواق الصاعدة وتوليد الديناميكية اللازمة في الأنشطة