

التعامل مع

محمد العريان
Mohamed A. El-Erian

أن هناك ثلاثة تغيرات هيكلية رئيسية طفتت تؤثر في الاقتصاد العالمي في الوقت نفسه، ويأتي أكثر هذه التغيرات وضوحاً من صدمة الإنتاجية الإيجابية المصاحبة لتنامي التكامل في أقسام ضخمة من القوى العاملة المقيمة في الاقتصادات النامية. وكانت النتيجة المباشرة هي توسيع مصادر نمو الاقتصاد العالمي. وبالفعل، فإن البلدان النامية تمثل نسبة كبيرة ومتنامية من إجمالي التوسع العالمي. هذا بالإضافة إلى أن ازدياد التكامل في قواها العاملة قلل التكلفة الشاملة للمدخلات لطائفة كبيرة من المنتجات، مما سمح للشركات في البلدان الصناعية بتحقيق احتواء للإنفاق وتعزيز الأرباح على نحو أفضل.

أما التغير الهيكلي الثاني فيتناول الحديث عن إعادة تسعير السلع الأساسية. وتلك هي النتيجة المباشرة لتوسيع النمو العالمي - وهو عملية يلاحظ فيها ارتفاع الطلب على السلع الأساسية من جانب قائمة متزايدة التوسع من البلدان، ولكن باستجابة محدودة فقط من جانب العرض حتى الآن. وقد ساعدت الزيادة الناشئة في أسعار السلع الأساسية مجموعة أضخم من الاقتصادات الناهضة على تحقيق فوائض كبيرة في الحساب الجاري، مع زيادة سريعة متزامنة في حيازاتها من الاحتياطيات الدولية. وبالنسبة لبعض الاقتصادات، فإن هذا التحول لا يقل عن كونه تحولاً كبيراً في النظام: من مركز المدن دولياً إلى مركز الدائن دولياً. وبالفعل، فإن هذه التوليفة من الأسعار الأعلى للسلع الأساسية وزيادة الإنتاجية، جنباً إلى جنب مع الطريقة التي تم بها التصرف في هذه الفوائض، حولت الأسواق الناهضة كمجموعة إلى مصدر رئيسي للتمويل منخفض التكلفة لباقي العالم (وللولايات المتحدة بصفة خاصة).

والتغير الهيكلي الثالث فني بدرجة أكبر. وهو يتصل بنوبة كبيرة وبعيدة المدى من الابتكار المالي أشعلها انتشار الصكوك المستندة إلى المشتقات. وقد كان الأثر الشامل لذلك هو التخفيض المثير في حواجز الدخول إلى عدد كبير من الأسواق. وتخفيض حواجز الدخول شاحن توربيني يحث على إجراء تعديلات مهمة في تخصيص الأصول بين المستثمرين المؤسسيين ومستثمرى التجزئة.

وقد غيرت هذه العوامل الثلاثة معا المحددات الحدية

ما يُنظر إلى الأسواق المالية على أساس أنها عادةً توفر أفضل الرؤى الثاقبة غير المتحيزة بالنسبة للتطورات الاقتصادية في المستقبل. إلا أنه في الأشهر الأخيرة بدا أن هناك أقساماً كبيرة في الأسواق أخذت ترسل إشارات متضاربة، إن لم تكن مثيرة للبلبل كما يلي:

- أنهى كثير من أسواق الأسهم الوطنية عام ٢٠٠٦ على أقصى ارتفاع في الأسعار أو ما يقرب من ذلك في تاريخها، مما دفع المحللين للنظر إلى ذلك باعتباره إشارة إلى الثقة في أن النمو العالمي القوي والتضخم المنحسر سيستمران - وهو ما أصبح يعرف بـ "global Goldilocks" (ليس ساخناً بأكثر مما يجب، وليس بارداً بأكثر مما يلزم). إلا أن أسواق السندات - خاصة في الولايات المتحدة، وإن كان ذلك يتزايد أيضاً في أماكن أخرى - كانت تدعو إلى نظرة أكثر حذراً.

- كانت هناك درجة غير عادية من عدم الاتفاق بين المحللين الرئيسيين في وول ستريت (المراقبون الاتحاديون "Fed watchers") بالنسبة لاتجاه سياسة أسعار الفائدة في الولايات المتحدة. ومع تحديد سعر الاحتياطي الفيدرالي بنسبة ٥,٢٥ في المائة، تنبأ البعض بأنه سينخفض إلى ٤ في المائة بحلول شهر ديسمبر من هذا العام، بينما تنبأ آخرون بارتفاعه إلى ٦ في المائة. فضلاً عن ذلك، خف صوت مقاييس التذبذب في السوق بدرجة غير عادية عملياً في جميع الأسواق الرئيسية (بما في ذلك المصرف الأجنبي، والأسهم والدخل الثابت) على الرغم من الافتقار إلى اقتناع السوق بسياسة الولايات المتحدة تجاه أسعار الفائدة.

والأمر يغرى بالتجاوز عن هذه الإشارات المتضاربة باعتبارها نوعاً من «الضجيج» - أي تحركات سوقية خالية من أي محتوى من المعلومات الجادة. ولكن لا ينصح بذلك، إذ أن هذه الإشارات التي تبدو غير متسقة تحمل معلومات مهمة عن تغير الظروف العالمية التي تواجهه صناع السياسات، والمؤسسات متعددة الأطراف، والمشاركين في الأسواق - وهي ظروف تدعو إلى إجراء تغييرات في طريقة رد فعل هؤلاء المشاركين في التمويل الدولي.

تغيرات كبرى جارية

عند البحث في جذور ما يبدو أنها إشارات متضاربة، يلاحظ

«مع تشكيل القوى الجديدة لأسواق رأس المال العالمية، يُنصح المشاركون في التمويل الدولي بإعادة التفكير في نماذج التشغيل التي يعملون بها»



السيولة العالمية

للولايات المتحدة باعتباره وسيلة كفوّة للتكيف مع التحول في النظام شهدها عديد من الاقتصادات الناهضة. وبالتحديد، فإن الولايات المتحدة إذ تلجأ إلى العجز الضخم، فإنها تستوعب ما أطلق عليه بين برنانك رئيس مجلس إدارة بنك الاحتياطي الاتحادي «تخمة المدخرات» النابعة من الاقتصادات الناهضة. ويذهب البعض إلى أبعد من ذلك ويحاجون استجابة للحدود في نظمها المالية المحلية، أوكلت الاقتصادات الناهضة وظيفة الوساطة المالية للخارج، فأعطتها إلى أسواق رأس المال الأعلى كفاءة في الولايات المتحدة. وينظر إلى كل هذا باعتباره متسقا مع المحافظة على ارتفاع النمو العالمي والاستقرار المالي.

وتختلف رؤية أنصار دورية التغيرات اختلافا شديدا عما تقدم. فبالنسبة لهم، فإن العجز الكبير في الحساب الجاري للولايات المتحدة ليس سوى نتيجة للإفراط في الاستهلاك - وهي ظاهرة قابلة للانعكاس فقدت قوتها في كثير من البلدان في الماضي، واكتسبت من الناحية التاريخية خصائص غير منتظمة عادة. وهي تؤثر في أضخم اقتصادات العالم، التي استطاعت حتى الآن «مواصلة ما لا يمكن مواصلته» بسبب خصائصها الاقتصادية الخاصة (مثل ما حدث من اعتبار الدولار عملة للاحتياطي) وعمق أسواقها المالية. ونزعت المناقشات أيضا إلى الامتداد بفيضها إلى ما يعتبر فعلا جدلا حاميا حول التسعير غير المعتاد لأي علاقة مخاطرة عمليا - وهي ظاهرة أصبحت واضحة في كثير من الأسواق في كل من البلدان الناهضة والصناعية. وبالنسبة

لبعض فإن الاختفاء الفعلي لعلاوات المخاطر إنما هو نتيجة للتقارب الاقتصادي العالمي، وقدرة الأسواق على تفصيل أدوات وتقنيات إدارة المخاطر بشكل أفضل - أي أن العوامل «الأبدية» التي اعتبرت دائمة ومهمة. ويشير أنصار هذا الرأي أيضا إلى «الاعتدال العظيم» للضغوط التضخمية، وإلى الشفافية المعززة للسياسة الكلية في كل أنحاء العالم (وفي الولايات المتحدة بشكل خاص).

ويحاج آخرون بأن علاوات المخاطر قديمة بأن تعود إلى الظهور، عندما تفسح فورة النشاط المؤقتة للمستثمرين المجال لإعادة تسعير أكثر اتساقا مع الأساسيات الاقتصادية الرئيسية. وبالنسبة لهم، فإن الانكماش الدوري في هوامش المخاطر مؤقت وقابل للانقلاب عليه. ويمضون قدما للحاجة بأنه عند رسوخ عملية إعادة التسعير هذه، فإن خصائص «تخفيف المخاطر» في كثير من الصكوك الجديدة المستندة إلى المشتقات ستتولى ديناميات إشاعة عدم الاستقرار، التي تدفع للصدارة «أسلحة الدمار المالي الشامل» التي حذر منها المستثمر وارين بوفيت منذ بضع سنوات خلت عندما علق على ظاهرة المشتقات.

التي تقرر النمو العالمي والتجارة وتكوين الأسعار، وتدفعات رأس المال (الداخلية وعبر الحدود). وفي هذه العملية، نرى بعض التغيرات الملحوظة في محددات عملية التقييم في السوق، والتذبذب، والفعالية المالية (عن طريق الاقتراض) ومدى السرعة، والسيولة.

ولا غرابة في أن تصبح النماذج التقليدية أقل فعالية في تفسير التطورات والتنبؤ بالمستقبل على حد سواء. ولا غرو في أن دوال رد فعل السياسة أصبحت غير حاسمة. كما أنه ليس من المستغرب أن تتبع الأسواق مسارا يتسم بالتردد والتخبط في تسعير الحقائق العالمية الجديدة، التي مازال بعضها يعمل على تطوير مرتكزات قوية له.

هل ما حدث مؤقت أم جاء ليبقى؟

مع نمو الاعتراف بهذه التغيرات الهيكلية فإن المشاركين في التمويل الدولي، يبذلون جهدا جادا للحاق بها. وتجرى إعادة معايرة للنهج التحليلية، ومراجعة الحكمة التقليدية للسياسات، وإعادة تقييم لنماذج القيام بالأعمال، وخلق أدوات جديد للأسواق. كما يتنامى أيضا إدراك الطبيعة المتغيرة للروابط عبر الحدود، مع تداعيات ذلك على المؤسسات متعددة الأطراف (خاصة نواحي نشاطها، وفعاليتها، ومتطلباتها من الموارد، والحوكمة والتمويل فيها).

وعلى الرغم من تزايد وضوح عملية اللحاق بالنسبة لكثيرين، فإنها أيضا شديدة التعقد بصورة متأصلة فيها من حيث التصميم والتنفيذ. وفضلا عن هذا فإن ديناميات العملية ذاتها معرضة لردود أفعال مفرطة. والعملية في الحد الأدنى، تشجع تشتتا مؤقتا، وإن كان ملحوظا في الآراء، وذلك ليس بنتيجة مستغربة على الإطلاق نظرا للتغيرات الهيكلية العميقة الجارية، والتوازن الحساس الذي يقتضى الأمر إقامته بين الاعتبارات الانتقالية والأطول أجلا.

وربما كانت أفضل الطرق للتصوير النابض بالحياة لمدى التعقيدات الجارية هي الإشارة إلى بعض الاختلافات المتطرفة في الآراء التي ظهرت في النقاش عن أبدية التغيرات مقابل دوريتها. ولعل أفضل مكان يمكن البدء منه هو حيث توجد أعلى كافة المناقشات العالمية الحالية صوتا - أي تلك المتعلقة باختلال ميزان المدفوعات، خاصة العجز الضخم المتواصل في الحساب الجاري للولايات المتحدة، والفوائض الضخمة في آسيا والاقتصادات المصدرة للنفط.

وعند مناقشة تداعيات اختلالات ميزان المدفوعات العالمية، فإن أنصار وجهة نظر التغيرات الأبدية يرون أن العجز غير المسبوق في الحساب الجاري

و/أو إعادة هيكلة الديون) وتعزيز إدارة أصولها المالية المتنامية. وفي بعض الحالات، يقتضى الأمر تطويع مؤسساتها لتحسين شفافية العمليات والخضوع للمساءلة، وكذلك تغيير المبادئ التوجيهية. التي تحكم إدارة الاستثمارات والالتزامات. وهناك أيضا سؤال صعب حول ما إذا كان ينبغي لبلدان معينة أن تستغل نوبة التدعيم الاقتصادي والمالي لتحقيق مرونة أكبر في بعض نواحي السياسة الرئيسية مثل تحديد سعر الصرف والاستهلاك المحلي.

وبالنسبة للمستثمرين المؤسسيين، فإن التحديات تعدى كثيرا تحديد أفضل الطرق للرد على مقياس التقييم والتذبذب غير العادية. كما أنهم يواجهون بعض الأسئلة الأساسية عن أفضل طريقة لتعديل تخصيص أصولهم وبناء محافظهم حتى يدخلوا في اعتباراتهم التغيرات الهيكلية الجارية. ونظرا لأن ذلك يتضمن لا محالة هجرة إلى مركز للاستثمار أكثر اتساما بالطابع الدولي، فإنهم يحتاجون إلى تعزيز تقنياتهم لإدارة المخاطر حتى يمكنهم تفادي المخاطرة الكامنة بطريقة أفضل.

أما بالنسبة للمؤسسات متعددة الأطراف، فيتمثل التحدي في المحافظة على أهليتها الائتمانية وعلى فعاليتها ك مقدم مؤتمن للنصح بشأن السياسات التي تشمل التوازن السليم بين الاعتبارات الوطنية والدولية. وفي حالة صندوق النقد الدولي، تم تحديد كثير من الموضوعات في وثائق الاستراتيجية متوسطة الأجل التي أصدرها المدير العام للصندوق في سبتمبر ٢٠٠٥ وأبريل ٢٠٠٦. وكما قال المدير العام، فإن من المحتم [على الصندوق] أن يظل على صلة بالأحداث في عالم متغير. ومن ثم فإن هناك حاجة لاتخاذ إجراءات للتصدى لعدد من التحديات، مثل تعزيز قدرة الصندوق على تقديم الإرشاد للسياسات الوطنية، بما في ذلك تحسين قدرته على أن يكون ناقلا فعالا لأفضل الممارسات عبر الحدود وإضفاء بعد متعدد الأطراف على حوارات السياسات الوطنية، وتحقيق تكامل أفضل لتحليل القطاع المالي في التقييمات الاقتصادية الوطنية والدولية، وتحديث نهج العتيق بالنسبة للحوكمة والتمثيل، وتحديث مجموعة مهارات المؤسسة وخبراتها، والتحول إلى نموذج أكثر قوة وحيوية لتوليد الدخل داخليا.

وخلاصة القول، أن هذا وقت غير عادى للاقتصاد العالمي والأسواق العالمية. وكلاهما يتأثران بالتغيرات الهيكلية المهمة ليس في حد ذاتها فقط، ولكن أيضا الطريقة التي تتفاعل بها. ونتيجة لهذا، يواجه المشاركون في التمويل الدولي كثيرا من القطع المتحركة، والتي يبدو بعضها متناقضا على بعضه البعض. وفي مواجهة هذه الميوعة، يكون لدى المشاركين ميل طبيعي للرغبة في البقاء جانبا في انتظار وضوح أكبر. ولكن هذا أمر لا يُنصح به. فكلما طالت مدة عدم رد الفعل، ازداد حجم المخاطر المصاحبة للنهج القائمة. التي يتزايد قدمها. وبدلا من ذلك، يُنصح المشاركون باختبار وإعادة اختبار سلامة نماذج التشغيل الخاصة بهم بالنسبة لحقائق العالم المتغيرة. وبالعودة إلى المبادئ الأولى، فإن الأمر يقتضى أن يكونوا قادرين وراغبين في النظر في التعديلات الضرورية إذا ثبت أن نهجهم أقل فعالية. ■

محمد العريان يعمل رئيسا ومديرا تنفيذيا رئيسيا لشركة هارفرد للإدارة، ونائب أمين الصندوق لجامعة هارفرد وعضو هيئة التدريس في مدرسة هارفرد للإدارة. وقد عمل ضمن هيئة موظفي صندوق النقد الدولي من أغسطس ١٩٨٣ حتى ديسمبر ١٩٩٧.

كما أن الجدل الخاص بالأبدية مقابل الدورية في التغيرات هو أيضا جذر لبعض الاختلافات الرئيسية بشأن الدور المحتمل للمؤسسات متعددة الأطراف، بما في ذلك صندوق النقد الدولي. ويرى أحد الآراء أن صندوق النقد الدولي قد فقد صلته بالأحداث، مما حدا بالبعض إلى التساؤل عن مدى الفائدة من وجوده ونادى آخرون بإجراء تغييرات رئيسية في المؤسسة (بما في ذلك الخبرة والحوكمة والتمثيل). وفي الحد الأدنى، يتعين على المؤسسة أن تطور مصادر جديدة لتوليد الإيرادات، نظرا لهبوط الدخل في الوقت الحالي بسبب قلة عدد الاقتصادات الناهضة التي تقترض من صندوق النقد الدولي. وتحذر الآراء التي تنادى بالدورية من مثل هذا «التطرف في رد الفعل»، قائلة إن المسألة ليست سوى مسألة وقت قبل أن يعود صندوق النقد الدولي إلى صدارة المسرح الرئيسي بأدواره التقليدية لإدارة الأزمات والحيلولة دونها.

وقد أجبر المشاركون في السوق أيضا على التعبير عن رأى فيما يتعلق بالتوازن بين الأبدى والدورى. وإذا لم يكن هناك شيء آخر، فإن التغيرات الهيكلية التي سبق ذكرها تقوض المصادر التقليدية لعوائد الاستثمار. وهنا يحاج معسكر التغيرات الأبدية مناصرا إجراء التغيرات الأساسية في منهج تخصيص الأصول، وإدارة توقعات العائد على الاستثمار، وتحديد معاملات الارتباط فيما بين الصكوك. ومن ناحية أخرى يحذر معسكر التغيرات الدورية من ردود الفعل تجاه التعديلات المفرطة في الأسواق، ويدعو بدلا من ذلك للالتزام بجدول زمنى. كما يلاحظ أن عوائد الاستثمار الضائعة في الأجل القصير ليست سوى ثمن بسيط يدفع مقابل الحد من الانكشاف لمخاطر التعرض لخسارة محتملة في رأس المال.

أفكار بشأن استراتيجيات المواجهة

والآن كيف ينبغي لمختلف المشاركين في التمويل الدولي تصميم استراتيجيات مواجهة هذا المشهد المالي المانع؟ من الأفضل أن نبدأ بما ينبغي للمشاركين تجنبه بأى ثمن. إذ ينبغي لهم ألا يسمحوا لتعدد القضايا بأن يشل المشاركات واتخاذ الإجراءات الملائمة. وبالفعل، فإن من الأمور الحاسمة، سواء أكانوا يعملون في القطاع العام أو الخاص، أن يكونوا واضحين بشأن مجموعة الافتراضات (الضمنية عادة) الخاصة بالأبدى مقابل الدورى والتي تقوم عليها نهجهم الحالية، وربط هذه بالميوعة الحالية للنظام العالمى. وإعلام كل من المزايا والمثالب المصاحبة للنهج البديلة. وفي هذه العملية، سيكون هناك تحديد للتكاليف والمنافع المرتبطة بالتغيرات المحتملة لنماذج التشغيل، واستراتيجيات الأعمال، ونهج إدارة المخاطر.

بالنسبة للسلطات الوطنية في البلدان الصناعية، يتضمن التحدي البحث عن أفضل الطرق للرد على قلة الرؤى الناقبة المتعلقة بالسياسات الناشئة من مقاييس السوق التقليدية (مثل شكل منحني العائد ومستوى مختلف علاوات المخاطر). كما يقتضى الأمر إدراجها بوضوح في نماذجها لتأثير التدويل الأسرع لقوى العمل الوطنية، وكذلك التغيير الملحوظ في تدفقات رأس المال عبر الحدود (خاصة الأهمية المتنامية للاقتصادات الناهضة كحائز للسندات الحكومية وسندات الشركات في الدول الصناعية).

بالنسبة لعدد من الاقتصادات الناهضة، تتضمن التحديات التكيف مع التغيير المثير في مركز مدفوعاتها الخارجية. ويتضمن هذا في الحد الأدنى اتباع نهج أكثر تطورا في إدارة التزاماتها القائمة (بما في ذلك أفضل الطرق لإعادة الشراء