

التأمين من الكوارث  
اليورو كعملة عالمية  
تكافؤ القوة الشرائية  
أو حكم أسعار السوق؟  
لقاء مع جويلرمو كالفو

# التمويل والتنمية

[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

مارس ٢٠٠٧



وجها  
العولمة  
المالية

Finance & Development, March 2007 - Arabic



MFIAA2007001

لورا والاس  
رئيس التحرير

كاميلا اندرسن  
جيريمي كليفت  
جيمس رويو  
محررون أوائل

إليزا ديبيل  
أينا كوتا  
محررون مساعدون

لويزا منجفار  
مدير الإبداع

لاي أوي لوي  
المحرر الفني

ليجون لي  
كيلي ماكولوم  
مساعد رئيس التحرير

مستشارو رئيس التحرير  
فرانيسكو كارامازا  
إدريان تشيستي  
الفردي كوفاس  
دومنيكو فانيزا  
اندرو فيتشيتين  
جوناثان فيشر  
بول هيلبرز  
عدنان مزارى  
أسوار براساد  
توماس ريتشاردسون  
جيرالد شيف  
ارفند سوبرامنيان  
خدمات الاشتراك وتغيير العناوين  
والاستفسار عن الإعلانات



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

مدير مكتب البريد : يرجى إرسال

تغيير العناوين إلى *Finance & Development*

International Monetary Fund,  
Washington, DC, 20431 USA.  
تدفع أجرة بريد الدرجة الثانية في واشنطن العاصمة، وفي مكاتب الإرسال البريدي الإضافية.

© ٢٠٠٧ حقوق النشر لصندوق النقد الدولي.  
كافة الحقوق محفوظة. ينبغي 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](http://www.copyright.com) وسيتم تحميل رسوم اسمية مقابل هذه الخدمة.

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

## تحقيقات

### وجها العولمة المالية

٨ العولمة المالية: ما وراء لعبة إلقاء اللوم

طريقة جديدة للنظر للعولمة المالية تعيد فحص تكاليفها ومنافعها

١٦ م. إيهان كوزي، اسوار براساد، كنيث روجوف - وشانج جن وي

١٦ مفارقة رأس المال

هل رأس المال الأجنبي مرتبط بالنمو الاقتصادي، وإذا لم يكن كذلك، فلماذا يتدفق «صعدا»؟

٢٠ اسوار براساد، راجرام راجان، وارفند سوبرامنيان وجهة نظر: تحويل نمر

دروس من نهج الهند التدريجي لجعل حساب رأس المال قابلا للتحويل

٢٤ ياجا فانوجوبال ريدي

الإحاطة بشئون التمويل

مع الروابط المحكمة بين الاقتصادات الوطنية والأسواق المالية العالمية، يعد التحليل المالي الأفضل أمرا حاسما للإدارة الاقتصادية الكلية

ليزلى ليبشتر

٢٨ الوجه المتغير للمستثمرين

تداعيات الارتفاع الحاد في تدفقات رأس المال الدولي على الاستقرار المالي

٣٢ سيليا بازار باسيوجلو، مانجال جوسوامي، وچاك ري وجهة نظر - التعامل مع السيولة العالمية

مع ظهور قوى جديدة تشكل أسواق رأس المال العالمية، ينصح المشاركون في التمويل الدولي بإعادة التفكير في نماذج عملياتهم

محمد أ. العريان

### في هذا العدد أيضا

٣٥ من الائتمان للمحاصيل

تبيين البحوث الجديدة أن التنمية المالية الأفضل يمكن أن تزيد الانتعاش بصورة مباشرة

٣٨ ستيجن كلاسينز وإيريك فيجن

عودة للمسار السريع

قد تحتاج بلدان شرق آسيا، باعتبارها أعضاء في نادي البلدان متوسطة الدخل، إلى تحديث استراتيجيتها

النمو لديها

٤٢ اندرميت سي . جيل وهومي خاراس

حان الوقت للسيطرة على الكوارث

يمكن للمبتكرات في مجال التأمين أن تساعد البلدان في إدارة التأثير المالي للكوارث الطبيعية

دافيد هوفمان



## صديق أم عدو؟

**منذ** عام ١٩٩٥، زادت تدفقات رأس المال العالمية ثلاث مرات لتبلغ ٦,٤ تريليون دولار. بما يصل لنحو ١٤,٥ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي - بعد أن ظلت ١٥ سنة في نطاق ضيق نسبيا قدره ١-٤ في المائة. فهل ينبغي أن يكون هذا الجيشان في دوامة رأس المال سببا للابتهاج أم للانزعاج؟ لقد بدا أن الانزعاج قد ساد عقب الأزمة المالية في شرق آسيا في أواخر التسعينيات. ولكن تجرى حاليا عمليات كبيرة لإعادة تقدير تكاليف ومناافع هذه التدفقات، خاصة أن بلدانا نامية كثيرة تجاهد مع مسألة ما إذا كان ينبغي عليها أن تزداد انفتاحا أمام هذه التدفقات أم تقاومها، باستخدام ضوابط رأس المال.

ويتقصى هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية وجهى العولمة المالية، بادئا بدراسة لصندوق النقد الدولي تشير إلى أن «العولمة لا تبدو كرصاصة سحرية لحفز النمو، كما يدعى بعض دعائها، ولا كخطر لا يمكن السيطرة عليه، كما يسعى آخرون لتصويرها». وتتساءل دراسة ثانية لصندوق النقد الدولي عما إذا كان من الرشد (وما إذا كان ذلك قابلا للاستدامة) جعل البلدان الصناعية تتكبد عجزا في الحساب الجاري في حين تصدر الأسواق الناهضة، التي لديها قدر أقل من رأس المال، بعضا من رأس المال ذلك. وتشير هذه الدراسة إلى أن هذه الظاهرة المعاكسة لتدفق رأس المال صعدا قد تنجم عن أن البلدان النامية ليست لديها القدرة على القيام بالوساطة بكفاءة في رأس المال والحيلولة دون حدوث الآثار المعاكسة على قطاع التبادل التجاري.

وتحاول دراسة ثالثة لصندوق النقد الدولي، استنادا إلى مادة واردة في تقرير أبريل ٢٠٠٧ عن الاستقرار المالي العالمي، تحديد من الذي يوفر رأس المال العالمي كله. وتنتهي إلى أنه، مع تكامل الأسواق وانخراط عدد أكبر من المشاركين، زاد أيضا الإقدام على تحمل المخاطر المالية. وتحذر من أنه من السابق لأوانه استنتاج أن توسع قاعدة المستثمرين الدولية وتعمقها، آخذان في الاستقرار، مع مراعاة كافة الأمور. ويفسر مقال رابع لماذا يكتف صندوق النقد الدولي بجهوده ليحلل على نحو أفضل دور القطاعات المالية عندما يقوم بشكل منتظم بمراجعة سلامة أوضاع البلدان المائة والخمسة والثمانين الأعضاء فيه. كما أجرينا حوارا حول الموضوع مع أحد صناع السياسة، وهو ريدي محافظ البنك المركزي في الهند، الذي يستعرض تجربة بلاده في الخمسة عشر عاما الماضية في مجال تحقيق الانفتاح التدريجي والحذر في حساب رأس المال بها. ولعرض وجهة نظر القطاع الخاص، اتجهنا إلى محمد العريان، الذي يدير صندوق وقف جامعة هارفارد البالغ قيمته ٢٩ مليار دولار.

\* \* \* \* \*

وفي باب «عودة للأساسيات»، نعرض للجدل الدائر حول ما إذا كان ينبغي الاعتماد على أسعار صرف السوق أم أسعار تكافؤ القوة الشرائية عند مقارنة الناتج المحلي الإجمالي عبر البلدان. وباستخدام أسعار السوق، فإن الولايات المتحدة تقزم كل البلدان الأخرى من حيث الإسهام في النمو العالمي؛ ولكن باستخدام أسعار تكافؤ القوة الشرائية، مثلما يفعل تقرير صندوق النقد الدولي عن آفاق الاقتصاد العالمي، تحتل الصين المكانة العليا بمدى كبير. وليس من المستغرب أن يغدو هذا الجدل حول أسعار السوق في مقابل أسعار تكافؤ القوة الشرائية على نحو متزايد جدلا سياسيا أيضا. وعند استخدام أسعار تكافؤ القوة الشرائية، فإن للبلدان النامية بصفة عامة اقتصادات أكبر نسبيا، كما تتراءى في مستوى الناتج المحلي الإجمالي. ولذلك، فإن كثيرا منها يستحث صندوق النقد الدولي على استخدام أسعار تكافؤ القوة الشرائية لتحديد الحصص وقوة التصويت. مما يعطى هذه البلدان نفوذا أكبر في هذه المؤسسة.

لورا والاس

رئيس التحرير

٤٦ البوروا: أكثر عالمية على الدوام  
ستشكل عوامل خارج سيطرة صانعي السياسة  
لحد كبير، مستقبل اليورو  
إكسل بيرتوس - صامويلز وبارميشوار راملوجان

## أبواب

٢ رسائل

٣ باختصار

٤ شخصيات اقتصادية

جيمس ل. رو يحاور الخبير الاقتصادي جويلرمو  
أ. كالفو

١٤ صورة عن قرب

تدفقات رأس المال العالمي: تحدى الجاذبية  
مانجال جوسوامي، جاك ري، إينا كوتا

٥٠ عودة للأساسيات

تكافؤ القوة الشرائية مقابل السوق: أي وزن مهم؟  
تيم كالن

٥٢ عروض الكتب

الاقتصاد الأوروبي منذ ١٩٤٥: الرأسمالية  
المنسقة وما وراءها

باري ايشينجرين

الثورة الشمسية: التحول الاقتصادي لصناعة  
الطاقة العالمية

ترافيس برادفورد

النظرية الاقتصادية وبريتون وودز: بناء نظام  
نقدي دولي

فيليبو سيزارانو

٥٥ أضواء على بلد: استراليا

٥٦ حديث صريح

المعونة يمكن أن تفيد

فاعلية المعونة آخذة في التحسن، حتى وإن كان  
من الصعب إثبات ذلك  
فرانسوا بورجوجنون ومارك ساندبرج

الرسوم الإضافية: الغلاف وصفحة ٨ ريتشارد داونز، صفحة ٢٤ مسعود  
اتمادي

الصور الفوتوغرافية: ص ٢ زو يو / كلور تشينا فوتو وروميو جاكاد / ايه  
اف بي، ص ٥، ايوجين سالازار / صندوق النقد الدولي، ص ١٦، زنجي زي  
/ ايماجين تشينا فوتو، ص ٢٣، سوسيتاداس / رويترز / كوريس، ص ٢٨،  
بريان كرسى / يو بي آى نيوزيكتشرز: ص ٣٥، بيترجونسون / كوريس،  
ص ٣٨، دلاس وجون هيوتون، ص ٤٢، ديارو ليستى: كوريس سيجما: ص  
٤٦-٤٧ جون ماكوجال / ايه اف بي، ص ٥٢ و٥٤، وحدة التصوير  
بصندوق النقد الدولي، ص ٥٦، البنك الدولي.



### العجز قد يضر النمو

هناك أمر مهم أغفلته المقالة الشاملة فيما عدا ذلك لآتيش جوش وأوما رامكريشان «هل عجز الحساب الجارى مهم» (ديسمبر ٢٠٠٦): وهو أنها لم تتناول آثار العجز على النمو طويل الأجل. ووجهة النظر التقليدية السائدة هي أن ميزان المدفوعات ليس مهما بالنسبة للنمو طويل الأجل لأن النمو يحدده من جانب العرض، النمو خارجى المنشأ لقوة العمل والتقدم التقنى ولأن ميزان المدفوعات يتوازن بتصحيح الدخل. ولكن يتوافر حاليا قدر كبير من الأدلة التجريبية (انظر مؤلف ج. ماكومبى وأ. ب. ثيرلرول المعنون النمو الاقتصادى وقيود ميزان المدفوعات، ماكميلان، ١٩٩٤؛ ومقالات عن ميزان المدفوعات يحد من النمو، روتلدج، ٢٠٠٣) تبين أن التوازن بين نمو الصادرات ومرونة الدخل بالنسبة للطلب على الواردات مهم بالنسبة للنمو طويل الأجل لأن التغيرات فى أسعار الصرف الحقيقية ليست آلية فعالة لتصحيح ميزان المدفوعات ولأن الدخل هو الذى يتقلص لتصحيح تأثير العجز من خلال مضاعف هارود الدينامى للتجارة الخارجية.



ولذلك، فإن البلدان النامية المنتجة والمصدرة للسلع ذات مرونة الطلب منخفض الدخل، والمستوردة للسلع ذات مرونة الطلب مرتفع الدخل، يمكن أن تكابد عجزا إذا حاولت النمو بمثل سرعة البلدان الأخرى، ولكنه يتعين عليها فى نهاية الأمر أن تحد من النمو لأن العجز يكون غير قابل للاستدامة. وبالطبع، فإن آلية تصحيح الدخل هذه، هى أساس النموذج الشهير للمركز-الأطراف الذى وضعه راؤول بريتش فى الخمسينيات فى نطاق أمريكا اللاتينية، ولكنه ينطبق بالمثل حاليا على كثير من البلدان فى أفريقيا وفى أماكن أخرى.

توني ثيرلرول

أستاذ الاقتصاد التطبيقي

كلية كينز، جامعة كنت، المملكة المتحدة

### العجز التجارى والمفاتيح الضائعة

شكرا لكم على نشر مقال «هل عجز الحساب الجارى مهم». وقد أدهشنى أن المؤلفين استطاعوا شرح أمر بهذا التعقيد بشكل جيد فى مثل هذا المقال القصير. ويبدو أن استنتاجات المقال تنطوى على القول ضمنا بأن العجز التجارى للولايات المتحدة حميد نسبيا. ولكننى أعتقد أن الخطر على الولايات المتحدة سيقع عندما يغدو المستثمرين الأجانب أقل رغبة فى الاستثمار فى تلك البلاد، وعندها سترتفع أسعار الفائدة وتبطى الاقتصاد.

وعلى نحو منفصل، استمعت بقراءة لانت بريتش «استمرار السعى» والمسح الذى قام به لاقتصادات التنمية (مارس ٢٠٠٦). واعتقد أن برنامج البحث الذى يقدمه يعد بالكثير، أيضا. وقد انصب معظم عملى فى الاقتصاد على مجال الأعمال، وليس العمل الأكاديمى، ولكن وصف بريتش لعيوب تحليل الانحدار معروفة تماما فى اقتصاد الأعمال، خاصة التسويق. وهناك إجراء معيارى عند استخدام الانحدار فى التسويق هو تجميع العملاء فى مجموعات متجانسة تماما أولا. وبغير ذلك، فإن وضع انحدار بالنسبة لكل العملاء مجتمعين سينتج عميلا متوسطا قد لا يكون موجودا. وهناك مثال بسيط يستخدم عادة عن بنك ليس لديه

سوى عملاء أثرياء جدا وعملاء فقراء جدا. ومن شأن وضع معادلة واحدة للانحدار أن يرضى العميل المتوسط، الذى لا يتعامل مع هذا البنك. ولكن تجميع العملاء أولا ثم وضع انحدارات لكل مجموعة سيتيح للبنك إرضاء كلتا المجموعتين. وما يقترحه بريتش شبيه بما يفعله محللو التسويق وهو: تجميع البلدان فى مجموعات متجانسة نسبيا. واعتقد أن الأعمال التجريبية ستحقق نجاحا أكبر كثيرا باتباع خطة بريتش.

ويعتبر التحديد هو المشكلة التالية. ويعانى الباحثون من مشكلة المخمور الذى أضعاف مفاتيحه ولم يبحث عنها إلا فيما حول عمود الإنارة لأن هذا المكان الذى يوجد فيه الضوء. وإذا استمر الباحثون فى «حشد المشبوهين المعتادين» لوضع المتغيرات التنبؤية الخاصة بهم، فإنهم لن يحققوا تقدما يذكر. إذ ينبغى أن ينظروا فيما وراء المنطقة التى تريحهم، إلى البحث المؤسسى الذى قام به دوجلاس نورث وآخرون، وكذلك إلى البحث الثقافى للورانس إى. هاريسون وصمويل ب. هنتجتون.

روجر د. ماكنى

بروكن آرو، أوكلاهوما

### أفريقيا والثنائية

مع غزوات الصين الأخيرة فى أفريقيا، احتلت قضية الثنائية بين أفريقيا ودول العالم الكبرى صدارة الأنباء. ويقول مقال ابدولاي بيو - تشانى وبيندكت فيبى كريستنسن فى عدد ديسمبر ٢٠٠٦ من مجلة التمويل والتنمية إن الحكومات الأفريقية «يتعين عليها أن تتوخى الحذر الشديد عند إبرام قروض جديدة غير ميسرة لتحتمى قدرتها على تحمل الديون. كذلك يجب أن تكون واعية بشروط مثل هذا الإقراض - وعلى سبيل المثال، الارتباطات بالتجارة الثنائية أو رهن الصادرات مستقبلا من أجل السداد».

ويتمثل الحظر الكامن فى انفتاح الصين الاقتصادى على أفريقيا فى أنه سيعترنح بسبب المصالح والأخطار المباشرة التى تتهدد مستقبله. فقد ارتفعت واردات الكاميرون من الصين بصورة مطردة منذ عام ٢٠٠١، بينما ركبت صادراتها إلى الصين. ومال الميزان التجارى بين الصين والكاميرون إلى العجز بالنسبة للكاميرون والنفع بالنسبة للصين.

وفى هذا السياق يتعين فهم التحفظات التى أعرب عنها بيو - تشانى وكريستنسن. فإذا لم تحم البلدان الأفريقية مصالحها فى اتفاقيات الشراكة، فقد تكون هى الخاسرة.

ولا أعتقد أن أمام أفريقيا خيارا كبيرا فيما يتعلق بما إذا كان ينبغى عليها أن تدخل فى شراكات مع الدول الكبرى. ولكن أفريقيا التى تقدم أسواقها، وأراضيها، وشعوبها، وثروتها، ينبغى ألا تستمر فى التصرف مثل الشحاذ. وينبغى عليها أن تطالب بحصتها من الأرباح وأن تطالب بالنص عليها بوضوح فى الاتفاقيات حتى تستفيد شعوبها. إن مصالح شعوب قارة بأكملها تواجه الخطر فى هذا العصر من العولمة.

إسرائيل جاكوب باروك ميكول

مدرب بالبنك الدولى، طالب فى كليات القانون والعلوم

الاقتصادية، جامعة ياوندى ٢، سوا، الكاميرون

## صندوق النقد الدولي يخطو «خطوة كبيرة» بشأن المؤشرات المالية الأساسية

وروسيا، وبصفة خاصة في آسيا والتي أظهرت الافتقار إلى بيانات يعول عليها للمحللين لتقييم سلامة قطاعاتهم المصرفية ومقارنتها بقطاعات البلدان الأخرى.

وقد طلب من البلدان أن تضع مؤشرات للسلامة بالنسبة لمؤسسات تلقي الودائع (خاصة البنوك التجارية) التي تقيم كفاية رأس المال، ونوعية الأصول، والإيرادات والربحية، والسيولة، والتعرض لمخاطر السوق. كما تم تشجيعها على وضع مؤشرات توفر معلومات إضافية عن القطاع المصرفي وتغطي المؤسسات المالية غير المصرفية، مثل شركات التأمين وصناديق المعاشات؛ وعملاء القطاع المالي، مثل الشركات والأسر المعيشية؛ وأسواق العقارات والأوراق المالية. انظر <http://www.imf.org/external/np/stal/fsi/eng/ccel/index.htm>.

نشر صندوق النقد الدولي مؤشرات معيارية مستمدة من نحو ٥٠ بلدا تتيح للمحللين تقييم سلامة قطاعاتهم المصرفية ومقارنتها بقطاعات البلدان الأخرى.

وقد وصف روب ادواردز، مدير دائرة الإحصاءات بصندوق النقد الدولي نشر مؤشرات السلامة المالية بأنه «خطوة كبيرة» في جهود الصندوق «لدعم مراقبة النظم المالية للبلدان الأعضاء، وزيادة شفافية البيانات، ودعم البيانات المماثلة عبر البلدان».

وخلال سنة، ستكون ٦٢ بلدا - تعتبر جميعها مهمة بالنسبة للنظام المالي العالمي - قد قدمت بيانات عن السلامة المالية. وهي تشترك في مشروع رائد تم وضعه عقب الأزمات المالية التي وقعت خلال التسعينيات في أمريكا اللاتينية

### ازرع شجرة: تنقذ العالم

كجزء من مشروع لإنقاذ كوكب الأرض من الاحتراق العالمي، يحث برنامج الأمم المتحدة للبيئة المجتمع الدولي على زراعة بليون شجرة في جميع أنحاء العالم هذا العام للمساعدة في إصلاح الأراضي المتدهورة والتشجيع على إعادة زراعة الغابات. فالأشجار يمكن أن تساعد في مواجهة تراكم ثاني أكسيد الكربون في الجو، باعتباره غازا للدفيئة.



عامل صيني يصلح أنبوبا للرعى لتوفير المياه.

### الحد من تأثير الكوارث

تحت الأمم المتحدة الحكومات على أن تعجل بالإجراءات اللازمة لتخفيف آثار الكوارث الطبيعية في ضوء تقرير الأمم المتحدة الذي يذكر أن التغيرات في المناخ، والمحيطات والأنهار الجليدية، والقمم الثلجية تبين بصورة لا لبس فيها أن العالم أخذ في الاحتراق وأنه من المؤكد بنسبة تزيد على ٩٠ في المائة أن البشر هم السبب.

وقد قال سلفانويريسنو، مدير استراتيجية الأمم المتحدة الدولية للحد من الكوارث «إن العمل مطلوب للحد من معاناة الناس من المخاطر المرتبطة بالمناخ». وأضاف في مؤتمر صحفي عقد في جنيف «إننا في حاجة إلى توعية الناس لتقليل المخاطر التي يسببونها، والحفاظ على الغطاء الأرضي لتجنب تأكله، وتعديل

الممارسات الزراعية لتفادي ضياع المحاصيل بسبب الفيضانات أو الجفاف، وحماية سواحلنا. إن تعرض المجتمع للمخاطر أخذ في التزايد نتيجة للحضرة السريعة، والضغط السكاني، وغير ذلك من العوامل الأخرى. إن تغير المناخ سوف... يزيد من خطر الجفاف، والفيضان، والعواصف بالنسبة للملايين من الناس ويأتي بهذه المخاطر لأجزاء من العالم لم تكن تحس بها من قبل».

وقد ذكر تقرير منفصل للأمم المتحدة نشر في نهاية عام ٢٠٠٦ أن المجتمعات في آسيا ومنطقة المحيط الهادئ تعيش بالفعل بما يجاوز مواردها

البيئية. ولمواصل توسعها الاقتصادي الذي تمس الحاجة إليه، فإنه يتعين عليها الأخذ بأنماط فعالة من «النمو الأخضر».

ومن المرجح أن يضاعف سد احتياجات التنمية البشرية على أساس أنماط النمو القائمة على «تحقيق النمو أولا، والتنظيف فيما بعد»، المشاكل البيئية، وفقا لآخر تقرير عن الحالة الإقليمية للبيئة الذي أصدرته اللجنة الاقتصادية والاجتماعية للأمم المتحدة لآسيا والمحيط الهادئ. ويشير التقرير إلى استخدام المياه غير القابل للاستدامة، والاستخدام المرتفع للكيمياويات في الصناعة الزراعية، والتلوث، باعتبارها المشكلات الأساسية في المنطقة.

### أحداث في ٢٠٠٧

- ١٩-٢٣ مارس، كيب تاون، جنوب أفريقيا
- المؤتمر السنوي السابع للشبكة البرلمانية للبنك الدولي
- ٢٤-٢٥ مارس، بريتوريا، جنوب أفريقيا
- اجتماع فريق المندوبين العشرين
- ١٤-١٥ أبريل، واشنطن، العاصمة
- اجتماعات الربيع لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي
- ٢٠-٢١ مايو، قازان، روسيا
- الاجتماع السنوي للبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير
- ٦-٨ يونيو، هيلجندام، ألمانيا
- مؤتمر قمة مجموعة الثمانية
- ١٩-٢١ أكتوبر، واشنطن، العاصمة
- الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

### جافى يتعهد بـ ٥٠٠ مليون دولار للأنظمة الصحية

في محاولة لزيادة تغطية التحصين في العالم، ذكر تحالف جافى (المعروف سابقا بالتحالف العالمي من أجل اللقاحات والتحصين) أنه سوف يستثمر مبلغ



طفل فلبيني يتلقى التطعيم ضد الحصبة

٥٠٠ مليون دولار على مدى خمس سنوات لتدعيم الأنظمة الصحية في البلدان النامية. ويمثل هذا التحالف شراكة عامة - خاصة تركز على زيادة فرص حصول الأطفال على اللقاحات في البلدان الفقيرة. وتعتبر البنية التحتية الضعيفة للرعاية الصحية في الغالب هي العائق الرئيسي في توفير التحصين للأطفال في البلدان النامية، خاصة في المجتمعات الأشد فقرا في المناطق النائية.

لمزيد من المعلومات، انظر [www.gavalliance.org](http://www.gavalliance.org)

## عندما

كان جويلرمو كالفو طالبا شابا فى بيونيس آيرس فى أواخر الخمسينيات من القرن الماضى، كان يشعر باليأس من أن باستطاعته فهم الاقتصاد مطلقا. وكان يدور قدر كبير من الحديث عن الاقتصاد فى البيت لأن والده كان يعمل فى البنك المركزى. ولكنه بقدر ما حاول فهمه، فإنه لم يستطع ذلك، وخلص فى وقت ما إلى أن الاقتصاد يفوق قدراته. ومع ذلك، فقد ثابر، وقال إنه خلال حضوره دورة تمهيدية فى الاقتصاد «بدأ فجأة يفهمه ويدرك كم هو جميل». وفيما بعد، ويتوجه من خوليو أوليفيرا، الذى كان حينذاك رئيسا للبحوث فى البنك المركزى حيث ظفر كالفو بالتعيين من خلال مسابقة، ذهب إلى مكتبة البنك، وأحضر قاموسا انجليزيا بجانبه، وأخذ يقرأ ويقرأ بصورة مكثفة الأبحاث الاقتصادية والرياضية المكتوبة بلغة «أعرفها بالكاد».

بمن فيهم كارمن رينهارت وليوناردو ليدرمان. فقد حاجوا بأن البلدان لم يكن يتدفق عليها التمويل الأجنبى لأنها تتبع سياسات نقدية ومالية سليمة، ولكن لأن عوامل خارجية، مثل المناخ العالمى الحميد وأسعار الفائدة المنخفضة فى الولايات المتحدة، كانت تدفع رأس المال للبحث عن عائد أعلى. وقد افترضوا فى بحث مؤثر للجدل فى عام ١٩٩٣، أنه إذا تغيرت تلك العوامل الخارجية، فإن الاستثمار فى بلدان الأسواق الناهضة - سواء كان معتدلا أو زائدا - يمكن أن يولى الأدبار فجأة.

ولم يمض وقت طويل بعد ذلك حتى تغير المناخ الدولى، وأثبت كالفو وزملاؤه أنهم على حق إلى حد كبير. فبدءا من المكسيك فى ١٩٩٤ وانتهاء بالآرجنتين فى ٢٠٠١، اهتزت سلسلة من بلدان الأسواق الناهضة، كثير منها فى آسيا، من جراء لطمة ما وصف بأنه «توقف مفاجئ». انقطاع كبير،

# أستاذ فى النظرية والتطبيق

جيمس ل. رويحاور خبير الاقتصاد جويلرمو كالف

James L. Rowe interviews economist Guillermo A. Calvo

غير متوقع، وواسع النطاق فى تدفق رؤوس الأموال، لم يكن يرتبط غالبا بالأساسيات الاقتصادية (انظر الإطار، ص ٦). ونتيجة لذلك، تعلم واضعو السياسة فى البلدان النامية درسا مؤلما هو: أنهم سيفشلون بالتأكيد تقريبا فى جذب الاستثمار الأجنبى، إذا اتبعوا سياسات سيئة، ولكن الضمان كان قليلا بأنهم لن يواجهوا المصير نفسه إذا انتهجوا سياسات جيدة. وسرعان ما وصفت النيويورك تايمز كالفو بأنه «نبى الدينونة المالية» لأنه تنبأ بصورة صحيحة بانهيار المكسيك فى ١٩٩٤. وعلى الرغم من أن آخر بحث له يدرس أحوال الاقتصادات «الأخذة فى التعافى»، فإن كالفو، البالغ من العمر ٦٥ عاما، لا يزال يركز كعادته على إمكانية حدوث أزمات فى الأسواق الناهضة.

## الجمع بين العمل الأكاديمى والسياسة

خلال ٣٠ عاما من مسيرته المهنية، تنقل كالفو بين العمل الأكاديمى والمنظمات ذات التوجه للسياسة. وفى نهاية ٢٠٠٦، اختار أن يترك ساحة الشجار السياسى مرة أخرى، مستقيلا بعد ست سنوات من العمل كرئيس للخبراء الاقتصاديين فى بنك التنمية للبلدان الأمريكية، ليعود - مع زوجته سارة، الخبيرة الاقتصادية - إلى جامعة كولومبيا فى نيويورك، حيث بدأ مسيرته المهنية منذ ثلاثة عقود خلت، وكان قد حصل أخيرا على درجة الدكتوراه من جامعة ييل. وعلى مر السنين، عمل أيضا أستاذا فى جامعتي بنسلفانيا وميريلاند، كما شغل فى هذه الفترة مناصب الباحث والأستاذ الزائر. وقد ظل طويلا له تأثيره فى مناقشات السياسة - من صندوق النقد الدولى،

لقد أثمرت مثابرتة. وأصبح كالفو واحدا من أبرز الباحثين فى كل من نظرية الاقتصاد الكلى الحديثة واقتصاد الأسواق الناهضة، خاصة فى أمريكا اللاتينية. وفى حديثه أمام مؤتمر لصندوق النقد الدولى لتكريم كالفو عام ٢٠٠٤. قال اندريه فيلاسكو، الذى كان أستاذا فى هارفارد حينذاك، ووزير مالية شيلي حاليا، إنه إذا كان هناك «شخص (واحد) مسؤول عن جعل الاقتصاد الحديث يؤثر على مشكلات البلدان الواقعة جنوب نهر ريوبرافو، فإن هذا الشخص هو جويلرمو كالفو». وقد كان العمل النظرى المبكر لكالفو فى صميم التطورات الثلاثة التى حددها الاقتصاديان ف. ف. تشارى وبارتريك ج. كيهوى أخيرا باعتبارها مفاتيح للنظرية الاقتصادية الكلية المطورة خلال الثلاثين عاما الماضية: النقد الذى يجسد توقعات الناس بشأن السياسة، والرؤى المتبصرة بشأن عدم الاتساق الزمنى وقضايا المصادقية المرتبطة بذلك، ووضع النماذج الأفضل للاقتصاد لتفسير تشوهات مثل «الأسعار الجامدة».

وقد كانت رسائل كالفو السياسية اللاحقة تنذر بالسوء وتثير عادة خلافات مع كثير من زملائه، خاصة فى فترة الازدهار فى أوائل التسعينيات من القرن الماضى، عندما كان معظم الاقتصاديين - بما فى ذلك من يعملون فى صندوق النقد الدولى: حيث كان يعمل كالفو - يعتقدون أن مدى جودة إدارة بلد ما لسياساته الاقتصادية أمر يحدده مدى جودة معاملته المستثمرين الأجانب. وقد ذكر كالفو أن الحكمة التقليدية السائدة حينذاك كانت هى «إذا أدبت واجبك المنزلى، فإن أسواق رأس المال ستقف إلى جانبك دائما». ولكنه اختلف مع ذلك، هو وكثيرون من زملائه فى صندوق النقد الدولى



النظرية من أجل النظرية في حد ذاتها. فحتى بحث كالفو الأول، وهو مذكرة نظرية لأعلى حد عن استخدام القدرة التي ظهرت في ١٩٧٥ في مجلة أمريكيان إيكونوميك ريفيو، استحدثته الظروف القائمة في كولومبيا، حيث عاش عدة سنوات من قبل.

وفي بعض الأحوال، ربما حفزت قضايا غير اقتصادية العمل التنظيري لكالفو، وقد ذكر كالفو أن لعبة كان يلعبها مع أشقائه الصغار كانت أحد مصادر الإلهام لإسهامه في ١٩٧٨ في الدراسة التي كانت قد ظهرت حديثا حينذاك عن عدم الاتساق الزمني - وهي فكرة تفسر كيف يمكن لصانعي السياسة حسنى النية أن يضعوا سياسات سيئة رغم ذلك. ويتذكر كالفو أنه عندما كان وهو طفل يرى أخاه وأخته صورة له عندما كان أصغر سنا ويسألهم «من هذا؟» كانا يجيبانه «هذا أنت». فيرد «لا، لست أنا» شارحا لهما، أنه الآن شخص مختلف في ظروف مختلفة عما كانت عليه عند التقاط الصورة. «فمن الواضح تماما أنك تستطيع أن تفكر في البشر باعتبارهم سلسلة متعاقبة» من عمليات التجسد، وأن ذلك جعل من السهل عليه فهم كيف يستطيع واضعو السياسة تقويض استراتيجيتهم طويلة الأجل. وسبب ذلك أن المسئول الذي يتخذ القرار اليوم يواجه ظروفًا مختلفة عما كانت عليه عندما قدم الوعد في البداية.

وفي عام ١٩٧٧، بين ادوارد سي . بريسكوت وفين سي . كيدلاند أن الحكومة التي تصوغ خطة سياسية طويلة الأجل (نقدية أو مالية) ربما تغير خطتها فيما بعد، إذا توافرت لها الفرصة، لتعكس تغير الظروف. وبعد ذلك بعام، بين كالفو، وهو يعمل مستقلا عن بريسكوت وكيدلاند (الذين حصلوا في ٢٠٠٤ على جائزة نوبل، جزئيا على عملهما حول

عدم الاتساق الزمني) أنه من المرجح أن تتخذ الحكومة هذه القرارات التقديرية غير المتسقة «حتى على الرغم من أن للحكومة الأفضليات نفسها تماما» مثلما للجمهور.

والنقطة المهمة بالنسبة لكالفو هي أن صانعي السياسة، بمحاولتهم اتخاذ أفضل القرارات التقديرية في أي وقت من الأوقات - «ليعيدوا تحقيق الوضع الأمثل» كما يقول الاقتصاديون - يمكن أن ينقضوا وعودهم السياسية طويلة الأجل، مما يتسبب في فقدان مصداقيتهم. ذلك أنهم بمجرد انحرافهم عن التزامهم، مثلا باستراتيجية لمحاربة التضخم، مهما كانت وجهة مبرراتهم، لا يعود الجمهور يثق بهم. إن توقعات الناس تتغير، وعندئذ يعملون على حماية أنفسهم، بالمطالبة بأسعار فائدة أعلى توقعا لحدوث تضخم أعلى. ويضطر ذلك صانعي السياسة إلى اتخاذ مزيد من الخطوات التي تؤدي للهزيمة الذاتية والتي يمكن أن تقوض السياسة طويلة الأجل التي كانت جيدة من قبل.

وليس عدم الاتساق الزمني - بتأثيره على التوقعات والمصادقية - قضية

وبنك التنمية للبلدان الأمريكية والدوائر الأكاديمية. ومع ذلك، لم يكن لكالفو سوى جولة قصيرة في مجال صنع السياسة، عندما عمل مستشارا لوزارة المالية في الأرجنتين في ١٩٩٦، ولم يدم ذلك سوى شهرين.

وبصفة عامة ينقسم جدول أعمال كالفو في مجال البحوث إلى فصلين. ففي النصف الأول من مسيرته المهنية، كان منظرا يستلهم العالم من حوله، وكان في النصف الثاني خبيرا اقتصاديا ذا توجه نحو السياسة وله نزوع نظري.

وقد وصف بابلو جويدوتي، عميد مدرسة شؤون الحكم في جامعة توركوأتو دي تيللا في بوينس آيرس والزميل السابق له في صندوق النقد الدولي، كالفو بأنه «اقتصادي له عقلية نظرية للغاية، يهوى النماذج البسيطة والدقيقة». وعلى حد قول كالفو نفسه فإن «القاعدة التي اتبعها دائما هي: بسط، بسط، بسط. ففي النهاية، فإننا نصنع النماذج، وليس الواقع».

ومع ذلك، فقد كان الواقع هو مصدر إلهام كالفو على الدوام، حسب تعبير ارنستو تالفي، رئيس معهد سيريس للبحوث في أوروغواي. فهو لم يكن يصيغ

أساسية في الاقتصادات المتقدمة، كما يقول كالفو، ولكن «معظم الاقتصاديين لا بد وأن يتفقوا على أنه أمر ضروري بالنسبة للأسواق الناهضة وأنه في الواقع «يفسر السبب في أن البلدان تعاني من تضخم جامح». ونتيجة للعمل النظري بشأن عدم الاتساق الزمني، قللت بلدان كثيرة قدر حرية التصرف المسموح به لصناع السياسة - مما جعل البنوك المركزية أكثر استقلالاً عن السياسيين وتبني أهدافاً للتضخم وغايات للاستقرار معلنة على الملأ ويصعب الانحراف عنها.

وقد كان التحدي الأساسي التالي الذي واجهه كالفو هو شرح التطورات التي لا تتسجم مع النظرية السائدة عن التوازن العام، التي تستخدم معادلات رياضية لتبين كيف يعمل الاقتصاد بأسره معاً. وقد خفضت الأرجنتين - التي ظلت أزمتها الاقتصادية العديدة باستمرار مصدر إلهام لابنها الأصيل - قيمة البيزو بصورة حادة في عام ١٩٨١. وكان ينبغي أن تتغير الأسعار استجابة لذلك، ولكنها لم تتغير. واتجه كالفو، وهو يحاول فهم السبب إلى النماذج التي استخدمتها زميلاه، في جامعة كولومبيا، ادموند فيليبس وجون تيلور. فقد حاولت نماذجهما، التي كان كالفو قد رفضها من قبل، إدراج ما سمي بالأسعار والأجور الجامدة، التي تقاوم التغيير حتى لو تغيرت الظروف الأساسية. وقد وجد كالفو في البداية أن النماذج «معقدة للغاية» ولكنه فيما بعد «بسّطها بطريقة أصبحت معها لعبة أطفال» لتفسير الأسعار الجامدة في نموذج توازن عام. وكما يقول فقد استغرق بحث ١٩٨٣ وقتاً لترسيخ جذوره، لأن زملاءه ظلوا يحاولون تفسير التطورات باستخدام النموذج المعياري بالأسعار والأجور المرنة. ولكن بحلول التسعينيات من القرن الماضي، كما ذكر روبرتو ريجويون من معهد ماساشوستس للتكنولوجيا أصبح نموذج كالفو هو «حصان الشغل» بالنسبة للاقتصاد الكلي. وربما يمثل مفهوم عدم الاتساق الزمني وإدراج الأسعار الجامدة في نظرية التوازن العام، أبرز إسهامات كالفو في نظرية الاقتصاد الكلي، ولكن اهتماماته كانت واسعة وتحوّل عبر كافة أنحاء المشهد الاقتصادي»، كما قال كارلوس رودريجز، زميله في جامعة كولومبيا في السبعينيات من القرن الماضي ورئيس

### اسم اللعبة

أظهر جويلرمو كالفو وزملاؤه براعة شديدة في صياغة أو ترويح بعض العبارات التي يستخدمها الاقتصاديون وحتى غير المتخصصين، ومنها: التوقف المفاجئ: انهيار كبير، غير متوقع، واسع المدى في تدفقات رأس المال، وغالبا لا يرتبط بالأساسيات الاقتصادية لبلد ما، وعادة يكون مدمرا بدرجة كبيرة. وتختصر هذه الظاهرة أحيانا بـ (3S)، أي التوقف المفاجئ للنظام (Systemic sudden stop) لتأكيد الطبيعة واسعة المدى للمشكلة أثناء الأزمات.

خوف التعويم: تحاشي بلد ما السماح للسوق بتحديد قيمة عملتها (التعويم الحر) لأن كثيرا من الشركات والأفراد لها أصول وخصوم مقومة بالدولارات بحيث يؤدي أي خفض في قيمة العملة إلى الإضرار بشكل خطير بهؤلاء الذين لم يقوموا بتغطية أوضاعهم. وقد نشأ هذا المصطلح في بحث يحمل نفس الاسم كتبه كالفو ورينهارت عام ٢٠٠٢.

معجزة العنقاء: اقتصاد «ينهض من بين رماد» انهيار في الإنتاج بسبب حدوث توقف مفاجئ وبصفة عامة يستعيد الاقتصاد مستوى إنتاجه قبل الانهيار خلال عامين ولكنه لا يعود إلى مسار نموه طويل الأمد. وهذا المصطلح مأخوذ من اسم الطائر الأسطوري الذي التهمته النيران ثم انبعث من جديد من بين الرماد.

جامعة دل سيما في بوينس آيرس حاليا. وقد أنتج كالفو أبحاثا نظرية تدور، ضمن أشياء أخرى، حول استخدام القدرة، والسلم الهرمي في المنظمات، والبطالة الهيكلية، والتجارة الدولية، وأسعار الفائدة الحقيقية وأسعار الصرف الحقيقية، بل واقتصاد العدالة.

### وجود صوته

في عام ١٩٨٦، وبعد ١٣ عاما في كولومبيا، انتقل كالفو على جامعة بنسلفانيا. ولكن ذلك كان تغييرا قصيرا الأمد في المشهد. فقد أغرى جاكوب فرينكل، الذي كان حينذاك مديرا للبحوث بصندوق النقد الدولي، كالفو على الانتقال للصندوق، حيث كتب بين ١٩٨٨ و١٩٩٤، عدة أبحاث عن أسعار الصرف، والأسواق الناهضة، والانتقال فيما بعد العهد السوفيتي في أوروبا الشرقية من الاقتصادات الموجهة إلى الاقتصادات الأكثر توجهها نحو السوق. وفي الصندوق، كان انطلاق اهتمام كالفو بالقضايا السياسية، كما يقول كثيرون من زملائه. ولكنه تردد قليلا، ويذكر «لقد استغرق الأمر مني وقتا طويلا لأجد صوتي الخاص. لقد كنت على الدوام منشغلا بهذه القضايا السياسية، ولكن لم يتوافر لي ما يتطلبه القيام بذلك بنفسى. وقد أتاح لي الصندوق الفرصة للعمل في مناخ تنزع فيه إلى التعاون على نحو أكبر، لأنه مناخ بيروقراطي. إن التعاون أمر أساسي. وقد جنت من دوائر أكاديمية، حيث المنافسة هي الشعار، وحيث تذهب الجوائز للتفرد والأصالة».

وفي الصندوق، تعاون مع عدد من الباحثين الشبان أساسا. من بينهم كارلوس فيغ، وانريك مندرازا، وجويدوتي، وليدرمان، وراينهارت. وعمل مع جويدوتي في قضايا الدين العام، مما أدى إلى عمله اللاحق عن دولة الخصوم. وانجز مع فيغ نموذج السعر الجامد. وعمل مع مندورا في قضايا التجارة. وكما قال تالفى، وهو معاون أحدث له ولم يكن زميلا له في الصندوق فقد كانوا «يعرفون بأنهم أولاد وبنات كالفو».

ولم يكمل أى من أولاد وبنات كالفو مجموعة مهارات أفضل مما فعل راينهارت - وهو حاليا أستاذ في جامعة ماريلاند - الذي يسميه «خبير رائع في الاقتصاد القياسى التطبيقي واقتصادى من الدرجة الأولى». وقد تعاون الاثنان في عدد من المشروعات، بما في ذلك بحث عام ١٩٩٣ الذي كتبه مع ليديرمان والذي فند الاعتقاد السائد بأن بلدان أمريكا اللاتينية كانت تتلقى تدفقات وافدة كبيرة من رأس المال بفضل إصلاحاتها الهيكلية وسياساتها النقدية والمالية السليمة.

«لقد ذهبت إلى أمريكا اللاتينية، وكان الجميع يرددون الشيء نفسه - وهو أن النقود تتدفق إليها لأن (البلدان) تفعل الشيء الصحيح. ولكن بيرو كانت تحصل على قدر كبير من النقود وكان بها [تمرد] الدرب المضىء. وكان لدى بعض البلدان أسعار صرف ثابتة، في حين كانت هذه الأسعار معومة في البعض الآخر. ومن ثم، فقد نظرت حولي وفكرت في أنه يوجد شيء مريب هنا. فالجميع يحصلون على النقود ويفعلون أشياء مختلفة، ولا تقولوا لي أنها ليست جميعها على ما يرام». وعاد كالفو إلى واشنطن وأخبر راينهارت أنه مقتنع بأن هناك عاملا مشتركا وأنه عامل خارجي. وجدنا ليديرمان وبحث ثلاثتهم عن «مبعث الشكوك المعتاد»: أسعار الفائدة في الولايات المتحدة ودورة الأعمال فيها. وكما أوضح كالفو فقد «ظل كل شيء على ما هو عليه».

ولم يكن قيام الصندوق بنشر بحثهم (والبحث اللاحق بنفس الطريقة) دليلا على أن المؤسسة توافق على ما توصلوا إليه. ويقول كالفو إنه في الواقع، تلقى ثلاثتهم «قدرا كبيرا من نيران المدفعية المضادة للطائرات» من زملائهم، ولكن



من المؤكد كثيرا أن أسعار الفائدة في الولايات المتحدة بدأت ترتفع. وفي ديسمبر ١٩٩٤، تفجرت ما تسمى بأزمة التاكيلا في المكسيك بعد أن خفض هذا البلد عملته بصورة حادة. ودفعت الأزمة كالفو إلى إنتاج محموم للأبحاث، وسرعان ما خلص إلى أنه على الرغم من أن مشاكل المكسيك قد أشعلها تخفيض قيمة العملة، فإنها لم تكن تعاني من أزمة عملة بل من أزمة في سوق رأس المال - حيث تجمع الشركات والحكومات أموالا طويلة الأجل. وقد أكد في بحثه التالي بعنوان «تشكيلات من أزمات سوق رأس المال» بصورة جوهرية على أن المكسيك

## «إذا كان الكساد الكبير قد حدث نتيجة لعدم كفاءة البنوك المركزية، كما يعتقد اقتصاديون كثيرون، فإن جذور الأزمات في الأسواق الناهضة تكمن في عجز البنوك المركزية».

ليست ظاهرة منعزلة. وقال إن كثيرا من الأسواق الناهضة معرضة بطرق مختلفة لمخاطر أهواء المستثمرين الدوليين بسبب عدم تطور القطاعات المالية، وتعرض القطاع المصرفي باستمرار لخطر زعر المودعين، وظاهرة «العدوى» - التي لا يميز فيها المستثمرون بين الأسواق الناهضة ولكنهم يسحبون الأموال دون اعتبار للظروف السائدة في البلدان فرادى.

وقد ركزت نظريات كالفو على القطاع المالي باعتباره مصدر عدم الاستقرار. وعند إدخال القطاع المالي في النموذج، تتوافر طرق نظرية كثيرة يمكن بها مهاجمة بلد ما، كما قال ميغيل كيجويل، وهو اقتصادي أرجنتيني كان تلميذا لكالفو في جامعة كولومبيا في مطلع الثمانينيات. وقد تكون البنوك أكثر أهمية «من عجز الميزانية أو عجز الحساب الجاري». وما افترضه كالفو أصبح الآن حكمة شائعة كما يقول ريجوبون، ولكن ذلك كان حينذاك أمرا راديكاليا. وقال «إن ذلك يشبه فيلما لألفريد هتشوك. وقد لا تبدو المؤثرات الخاصة شبيهة بما هي عليه الآن»، ولكنها كانت رائدة لمسيرة عندما ظهرت. وقال إن أبناء المهنة، مثلهم مثل نموذج كالفو في ١٩٨٣، كانوا بطيئين إلى حد ما في تقدير رؤاه المتبصرة التي طرحها في ١٩٩٦. وقد أدى نشوب الأزمات المالية الآسيوية في ١٩٩٧ والأزمات اللاحقة في أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية إلى إقناع كثير من الاقتصاديين بأن الأسواق الناهضة تواجه مجموعة خاصة من المشكلات التي ترسخ جذورها في النظام المالي.

ويعترف كالفو أنه ظل على مدى سنوات على خلاف في التحليل مع صندوق النقد الدولي، ولكنه خلال الوقت الذي أمضاه في المؤسسة توفره الدعم والوقت اللازمان للقيام بأبحاثه. ويقول «تأمل عدد الأبحاث التي كتبتها. إنني لم أتوقف مطلقا عن كتابة الأبحاث». ولا يزال مستمرا في كتابتها بوتيرة مذهلة. وقد قال صديقه وزميله رودريجيز «إنه لا يزال يفكر في الأمور ويعالجها من خلال الأبحاث. فعندما تراوده فكرة، يكتب بحثا. ومعظم الناس يتحدثون عنها أثناء الغداء، في حين يكتب جويلرمو بحثا».

ولذا كان من المناسب في عام ١٩٩٤، عندما كرم الصندوق كالفو، رغم الخلاف المؤسسي طويل الأمد في الماضي، أن قام بدعوة العديد من زملائه للإسهام بأبحاث في ندوة استمرت يومين للاحتفاء بقيادته الفكرية في مجالات تدفقات رأس المال، وأجال استحقاق الديون، وتثبيت التضخم، وذلك من بين

قضايا أخرى. وقد أوضح أوجستين كارستنز، نائب المدير العام حينذاك، ووزير مالية المكسيك حاليا، «أن قدرة جويلرمو على اختزال المشاكل المعقدة إلى عناصرها الأولية علمنا أن النماذج المعقدة هي للعقول الأقل شأنا... فعلى يدى جويلرمو، أفرزت فرضى الواقع دائما نماذج بسيطة ومضيئة».

## ملء الفراغات النظرية

كان المناخ الخارجى هادئا في معظم هذا العقد، وطفقت البلدان النامية تنمو من جديد. ولكن كما يقول كالفو، فإن خطر الأزمة لا يزال قائما، وليس لدى النظرية الاقتصادية الكلية سوى القليل لتقدمه لصناع السياسة إذا عاد التوقف المفاجئ. «إن النظرية الكلية المعيارية التي ندرسها في الكليات حاليا ليست هي النظرية التي أوحى بها الكساد الكبير. لقد أوحى بها الاستقرار الكبير الذي أبدته الولايات المتحدة عبر هذا العدد الكبير من السنين».

وقد وجد كالفو وزميلاه اليخاندرو اركويرودو وتالفي انعكاسات مذهلة للكساد الكبير الذي حدث في الثلاثينيات عند إجراء بحثهم بشأن الورقة التي أعدها في ٢٠٠٦ حول ما وصفوه «معجزة العنقاء» - أي القدرة التي يعتذر مقاومتها على ما يبدو للاقتصادات المتخلفة على «النهوض من بين رماد انهيار مثير في الإنتاج بسبب حدوث توقف مفاجئ. وقد وجدوا أوجه تماثل قوية بين الظروف المحيطة بالأزمات الحديثة في الأسواق الناهضة والكساد الكبير. فقد عادت الاقتصادات المدمرة إلى مستوى إنتاجها قبل الانهيار في بضع سنين، ولكنها لم تعد لمسار النمو الذي كانت عليه قبل الأزمة.

وهناك مشكلة مهمة بالنسبة لاقتصادات الأسواق الناهضة، هي أن بنوكها المركزية عاجزة غالبا عن المساعدة كثيرا. وتجعل التقلبات الكبيرة في أسعار الفائدة التي تصحب الاضطراب عادة الأدوات المعيارية التدريجية للسياسة النقدية غير فعالة. ونظرا لأن الأسواق المالية المتخلفة تضطر الشركات والحكومات إلى الاقتراض بكثافة بالدولار والعملات الأجنبية الأخرى، فإن قدرة البنوك المركزية على إبقاء النظم قادرة على الوفاء بالتزاماتها إبان الأزمات عن طريق تحويلها إلى مقرض الملاذ الأخير، هي قدرة محدودة. كما ينتاب البلدان عادة «خوف جدى من تعويم» عملاتها، لأن تخفيض قيمة العملة بصورة كبيرة يدمر الشركات التي تدين بالدولارات لكنها تحقق مكاسبها بالعملة المحلية. وإذا كان الكساد الكبير قد حدث نتيجة لعدم كفاءة البنوك المركزية، كما يعتقد اقتصاديون كثيرون، فإن جذور الأزمات في الأسواق الناهضة تكمن في عجز البنوك المركزية.

ويأمل كالفو في مساعدة صناع السياسة في الأسواق الناهضة باستغلال الهدوء الحالي لوضع أساس نظري جديد للسياسة النقدية في البلدان التي تكون النظم المالية فيها متخلفة ولا يوجد بها فعليا مقرض للملاذ الأخير. ويقول «إن مجموعة فنية لطيفة ومحيطا هادئا لا يجعلان بنكا مركزيا يحتل مكانة أولى عالميا. فذلك ليس بكاف».

جيمس ل. رو أحد العاملين في هيئة تحرير مجلة التمويل والتنمية.

المراجع:

Chari, V.V., and Patrick J. Kehoe, 2006, "Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy," Journal of Economic Perspectives, Vol. 20 (Fall), pp. 3-28.

Mendoza, Enrique, 2005, "Toward an Economic Theory of Reality: An Interview with Guillermo A. Calvo," Macroeconomic Dynamics, Vol. 9 (February), pp. 123-45.





# العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم

طريقة جديدة للنظر إلى العولمة المالية بإعادة فحص  
تكاليفها ومنافعها

م . ايهان كوزي، إسوار براساد، كنيث روجوف، وشانج - جن وي

M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei

العالمي، مما يؤدي إلى الدعوة لفرض ضوابط على رأس المال وقيود أخرى على التجارة في الأصول الدولية. ويرى آخرون (ومنهم ستانلي فيشر ولورانس سومرز) أن الانفتاح المتزايد أمام تدفقات رأس المال، أثبت عموماً أنه ضروري بالنسبة للبلدان التي تسعى للارتقاء من مستوى البلدان ذات الدخل الأدنى إلى مستوى البلدان ذات الدخل المتوسط، وأنه دعم الاستقرار بين البلدان الصناعية. ولهذا الجدول أهمية كبيرة بالنسبة للسياسة الاقتصادية، خاصة وأن اقتصادات كبيرة مثل الصين والهند اتخذت أخيراً خطوات لفتح حسابات رأس المال بها.

ولتجاوز هذا الجدول، جمعنا معاً إطاراً لتحليل القدر الكبير والمتنامي من الدراسات بشأن تكاليف العولمة المالية ومنافعها. ويقدم الإطار الذي وضعناه منظوراً جديداً عن الآثار الاقتصادية الكلية للتدفقات المالية العالمية، من حيث النمو والتقلب على حد سواء. ونفحص بصورة منهجية مختلف جوانب الأدلة عما إذا كانت البلدان النامية تستطيع أن تستفيد من العولمة المالية، وعما إذا كانت العولمة المالية في حد ذاتها، تؤدي إلى نشوب الأزمات الاقتصادية. وتبين النتائج التي توصلنا إليها أن العولمة المالية ليست كما يبدو رصاصية سحرية تحفز النمو، كما يدعي بعض أنصارها، ولا هي خطيرة لا يمكن السيطرة عليها كما يسعى آخرون لتصويرها.

العولمة المالية - وهي ظاهرة التدفقات المالية المتصاعدة

**تعرض** عبر الحدود - للوم عادة بسبب سلسلة الأزمات الاقتصادية المدمرة التي عصفت بعدد من الأسواق الناهضة في أواخر الثمانينيات في أمريكا اللاتينية، وفي التسعينيات في المكسيك وبضعة من بلدان آسيا. وقد أدى اضطراب أحوال الأسواق وحالات الإفلاس الناجمة عنه إلى سلسلة من الإشارات بأصابع الاتهام من جانب من رأوا أن البلدان النامية ألغت ضوابط رأس المال بصورة متعجلة - وتركت نفسها معرضة لخطر التحكيمات الشديدة لتحركات رأس المال السريعة وأثار حشد السوق. وانتقد البعض علانية المؤسسات الدولية التي اعتبروا أنها تشجع تحرير حساب رأس المال دون أن تشدد على الحاجة لبناء المؤسسات القوية المطلوبة لتوجيه الأسواق خلال الأوقات الصعبة.

وعلى النقيض من توافق الرأي المتنامي بين الاقتصاديين الأكاديميين على أن تحرير التجارة، مفيد بشكل عام، بالنسبة للاقتصادات الصناعية والنامية على حد سواء، يثور الجدول بين الأكاديميين والتطبيقيين بشأن تكاليف العولمة المالية ومنافعها. إذ يعتبر بعض الاقتصاديين (مثل داني رودريك، وجاجديش بهاجواتي وجوزيف ستيجلتز) تدفقات رأس المال طليقة العنان، مدمرة للاستقرار المالي

## أسئلة بغير جواب

وإجمالاً، لم يتم بصورة حاسمة تحديد آثار العولمة المالية. ورغم أن هناك القليل من الأدلة العملية الرسمية لدعم الادعاءات التي يتكرر ذكرها عادة عن أن العولمة المالية سببت الأزمات المالية التي شهدها العالم خلال العقود الثلاثة الماضية، فإن وجود أدلة اقتصادية كلية قوية عن منافع العولمة المالية، أمر مراوغ أيضاً. وفي ضوء أوجه قصور اندحارات النمو عبر البلدان، هل هناك نهج آخر يمكن أن يلقي الضوء على آثار العولمة المالية؟

## لم يخلقوا متساوين؟

يستند منظور بديل عن آثار العولمة المالية على النمو والتقلب إلى التمييز بين مختلف أنواع تدفقات رأس المال. ولذلك الأمر أهميته بوجه خاص لأن تكوين التدفقات المالية الدولية قد تغير بصورة ملحوظة على مر الزمن.

لقد أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر اليوم المصدر السائد لتدفقات رأس المال الخاص إلى اقتصادات الأسواق الناهضة (انظر الشكل ٢)؛ كذلك زادت أهمية تدفقات أسهم رأس المال، في حين انخفضت تدفقات الديون. ومن المفترض أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وأسهم الحوافظ المالية أكثر استقراراً وأقل تعرضاً للانقلابات، ويعتقد أنها تأتي معها بكثير من المنافع غير المباشرة للعولمة المالية، مثل نقل الخبرة الإدارية والتكنولوجية. وعلى النقيض من ذلك، فإنه من المسلم به على نطاق واسع أن تدفقات الديون أكثر خطورة؛ وبصفة خاصة، فإن حقيقة أنها تساهل التقلبات الدورية وتتذبذب بصورة عالية يمكن أن تزيد من التأثير المعاكس للصدمات السلبية على النمو الاقتصادي.

وقد حفزت الأهمية المتزايدة لتدفقات أسهم رأس مال المحافظ المالية إلى الأسواق الناهضة على إجراء عدد من الدراسات التي تبحث آثار تحرير أسواق رأس مال الأسهم على النمو. وتشير هذه البحوث، على نحو موحد، إلى أن عمليات التحرير هذه كان لها تأثير إيجابي كبير على نمو الناتج. وما إذا كانت الآثار المقدرة على النمو يمكن أن تعادل تأثير عوامل أخرى - خاصة الإصلاحات الأخرى التي تميل إلى أن تصحب عمليات التحرير هذه - تظل في رأينا قضية مطروحة للنقاش. ومن ناحية أخرى، فإن قدر الأدلة الاقتصادية الكلية (باستخدام بيانات على مستوى الصناعة والشركة) الذي يدعم الأدلة الكلية لمنافع تحرير أسهم رأس المال، أخذ في التزايد. كما يوثق بعض هذه البحوث، الملاءمة العملية لقنوات نظرية مختلفة

بدأت الموجة الحديثة من العولمة المالية جدياً في منتصف الثمانينيات، وحفزها تحرير الضوابط على رأس المال في بلدان كثيرة توقعاً لتحقيق نتائج أفضل للنمو وزيادة استقرار الاستهلاك الذي تجلبه التدفقات عبر الحدود. وكان من المفترض أن تكون هذه المنافع كبيرة، خاصة بالنسبة للبلدان النامية، التي تميل إلى أن تكون أكثر فقراً في رأس المال وأكثر تقلباً في نمو الدخل من البلدان الأخرى.

ومن الواضح أن اقتصادات السوق الناهضة، وهي مجموعة البلدان النامية التي شاركت بنشاط في العولمة المالية، قد سجلت في المتوسط نتائج نمو أفضل من تلك البلدان التي لم تشارك في ذلك (انظر الشكل ١). ومع ذلك، فقد عجزت غالبية الدراسات التي استخدمت اندحارات النمو عبر البلدان لتحليل العلاقة بين النمو والانفتاح المالي، عن إثبات أن تحرير حساب رأس المال يحقق منافع يمكن قياسها في النمو. ويمكن إرجاع أحد أسباب ذلك إلى صعوبة قياس الانفتاح المالي. فعلى سبيل المثال، تعجز المقاييس المستخدمة على نطاق واسع لضوابط رأس المال (القيود على معاملات حساب رأس المال) عن أن تعكس مدى كفاءة البلدان في تطبيق هذه الضوابط، وهي لا تعكس دوماً الدرجة الفعلية لتكامل اقتصاد ما في أسواق رأس المال الدولية. وفي السنوات الأخيرة، تحقق تقدم كبير في استحداث مقاييس أفضل لضوابط رأس المال، وبيانات أفضل عن تدفقات وأرصدة الأصول والخصوم الدولية. وقد بدأت الدراسات التي تستند إلى هذه المقاييس المحسنة للتكامل المالي تجد أدلة على الآثار الإيجابية للتكامل المالي على النمو. بيد أن هذه الأدلة لا تزال بعيدة عن أن تكون حاسمة.

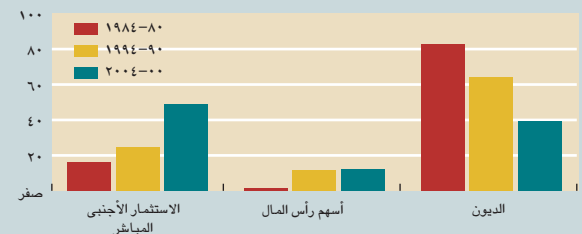
كذلك، لا توجد أدلة منهجية على أن التكامل المالي هو المحدد التقريبي للأزمات المالية. ولم يجد المؤلفون الذين نظروا في مختلف مظاهر مثل هذه الأزمات - بما في ذلك حالات التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال الوافدة، وقلب الحساب الجاري، والأزمات المصرفية - أي أدلة على أن البلدان الأكثر انفتاحاً أمام التدفقات المالية تنزع إلى أن تشهد تواتراً في الأزمات أعلى منه في البلدان الأقل انفتاحاً.

ورغم أن أحداث الأزمات تلقي معظم الاهتمام، فإنها بشكل خاص مجرد مظاهر حادة للظاهرة الأعم لتقلب الاقتصاد الكلي. وفي هذا الصدد، فإن النتائج أقل مواتاة: فالعولمة المالية لم تحقق الفائدة المرجوة لزيادة تقاسم المخاطر الدولية وتقليل تقلب الاستهلاك بالنسبة للبلدان النامية.

شكل ٢

### في صعود

يجتذب الأسواق الناهضة حالياً استثماراً أجنبياً مباشراً أكثر من الأنواع الأخرى من التدفقات (تكوين إجمالي التدفقات للأسواق الناهضة، نسبة مئوية من الإجمالي)



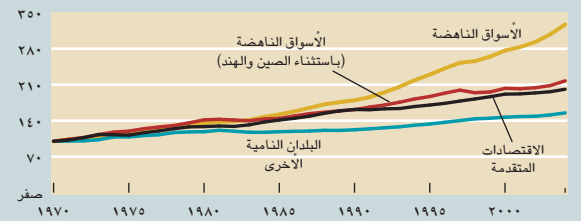
المصدر: قاعدة بيانات الثروة الخارجية للأمم مأخوذة من عمل فيليب د. لين وجيان ماريا ميليس - فيريرتي «المقياس لثروة الأمم الخارجية: تقديرات منقحة ومؤسدة للأصول والخصوم الأجنبية، ١٩٧٠ - ٢٠٠٤»، ورقة عمل رقم ٦٩/٦ لصندوق النقد الدولي (واشنطن: صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٦)

شكل ١

### في مواجهة الصدمات

رغم الأزمات التي نشأت في بعض بلدان الأسواق الناهضة، فقد فاق أداء هذه المجموعة مثيله في المجموعات الأخرى عبر العقود الثلاثة الماضية

(نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مرجحاً بتكافؤ القوة الشرائية، ١٩٧٠ = ١٠٠)



المصدر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية



كشفت منافع العولمة المالية المعززة للإنتاجية في العمل التجريبي، إذا أدرج المرء متغيرات السياسة الهيكلية والمؤسسية والاقتصادية الكلية في الانحدارات عبر القطرية التي تحاول تفسير النمو. ومع ذلك، فإنه من خلال هذه القنوات نفسها يولد التكامل المالي النمو (انظر الشكل ٣).

## « في ضوء الصعوبات التي لقيناها في تفسير أدلة النمو عبر الأقطار، فإن من الأمور المشجعة رؤية تكامل الأسواق المالية يعمل على ما يبدو من خلال بعض القنوات غير المباشرة ».

وبالطبع، ينبغي ألا يبالغ المرء في مسألة أن التكامل المالي يولد منافع إضافية. فمن المعقول بالمثل، مع تساوى كل الأمور الأخرى، أن المزيد من رأس المال الأجنبي يميل إلى التدفق للبلدان ذات الأسواق المالية والمؤسسات الأفضل تطوراً. كذلك، فإننا لا نغفل أهمية القنوات التقليدية. وأن التكامل المالي يمكن أن يزيد الاستثمار بتخفيف القيود التي يفرضها المستوى المنخفض للمدخرات المحلية وتقليل تكاليف رأس المال. ولكن وجهة نظرنا هي أن هذه القنوات التقليدية ربما تعرضت للمبالغة في التوكيد عليها في البحوث السابقة. فهل هناك ميزة عملية لإطار المفاهيم الذي نقدمه؟ ونحول اهتمامنا الآن إلى تنظيم الأدلة بالنسبة لجزء أساسي من المناقشة - وهو أن العولمة المالية لها منافع إضافية كبيرة.

### المنافع غير المباشرة للتكامل المالي

من المرجح أن تكون المنافع غير المباشرة المحتملة للعولمة المالية مهمة في ثلاثة مجالات رئيسية، هي: تنمية القطاع المالي، ونوعية المؤسسات، والسياسات الاقتصادية الكلية.

ويشير قدر كبير من البحوث إلى أن التدفقات المالية الدولية تعمل كعامل حفاز مهم بالنسبة لتنمية السوق المالية المحلية، مثلما ينعكس في كل من المقاييس المباشرة لحجم القطاع المصرفي وأسواق أسهم رأس المال، وفي المفاهيم الأوسع لتنمية الأسواق المالية، بما في ذلك الإشراف والتنظيم.

وتدعم بحوث استندت إلى مجموعة مختلفة من الأساليب، بما في ذلك دراسات الحالات القطرية، فكرة أنه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الأجنبية في بلد ما، تحسنت نوعية الخدمات المالية وزادت كفاءة الوساطة المالية. وفيما يتعلق بأسواق أسهم رأس المال، فإن الفرضية النظرية الغالبة هي أن زيادة دخول الأجانب فيها يزيد الكفاءة، ويبدو أن الأدلة تدعم ذلك. والواقع، أن أسواق الأوراق المالية تميل إلى أن تصبح أكبر وأكثر سيولة بعد عمليات تحرير أسواق أسهم رأس المال.

ترتبط تحرير أسواق أسهم رأس المال بالنمو الاقتصادي، بما في ذلك ما يتم من خلال الزيادات في الاستثمار والنمو الإجمالي لإنتاجية عوامل الإنتاج.

ومن المثير للاهتمام، أنه على الرغم من توافق الرأي العام على أن الاستثمار الأجنبي المباشر من المرجح أن يحقق منافع إيجابية في النمو، فإن كشف هذه المنافع في البيانات الإجمالية أصعب منه في البيانات المرتبطة بتدفقات أسهم رأس المال. ولحسن الحظ، فإن البحوث الحديثة التي تستخدم البيانات الجزئية بدأت تؤكد أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لها تأثيرات فيضية كبيرة على الناتج ونمو الإنتاجية.

ومن الأدلة التي استعرضناها حتى الآن، يبرز موضوع أساسي: هو أن كثيراً من منافع الانفتاح المالي يبدو أنها تختفي في التحليلات عبر القطرية التي تستخدم البيانات الاقتصادية الكلية، ولكنها تغدو أكثر وضوحاً في التحليلات المفصلة التي تستخدم البيانات الجزئية. كذلك، فإن نهجاً يستند للبيانات الجزئية، له فرص أفضل في بيان الآثار السببية وإدراك الأهمية النسبية للقنوات المختلفة التي يؤثر التكامل المالي من خلالها على النمو.

وقد استخدم بعض الاقتصاديين البيانات الجزئية لتقدير تكاليف ضوابط رأس المال. إذ يبدو أن هذه الضوابط تسبب تشوهات في سلوك الشركات (والأفراد)، التي تعدل سلوكها للتهرب من ضوابط رأس المال. كما أن ضوابط رأس المال، بعزلها اقتصاداً ما عن القوى المنافسة، قد تقلل انضباط السوق. ولذلك، فإن وجودها يسفر على ما يبدو عن تكاليف كبيرة للكفاءة على مستوى الشركات أو القطاعات فرادى.

### جعل الأدلة مفهومة

نطرح الآن إطاراً للمفاهيم يجمع بين هذه الخيوط المتباينة من الأدلة بغية إلقاء بعض الضوء على السبب في أن الأدلة العملية على مستويات مختلفة من التفصيل تصل إلى استنتاجات مختلفة.

ويتمثل حجر بناء أساسي للإطار الذي نطرحه في مفهوم أن العولمة المالية الناجحة لا تعزز فرص الحصول على التمويل اللازم للاستثمار المحلي فحسب، بل إن لها منافعها الحفازة وغير المباشرة. فالأمر الأكثر أهمية من الآثار المباشرة لفرص الحصول على مزيد من رأس المال بالنسبة للنمو، هو كيف تولد تدفقات رأس المال ما نسميه بالمنافع الإضافية المحتملة للتكامل المالي (وهي تسمى كذلك لأنها ربما لا تكون الدافع الأول للبلدان للقيام بالتكامل المالي). ويبين عدد متزايد من الدراسات أن الانفتاح المالي يمكن أن ينهض بتنمية القطاع المالي المحلي، ويفرض الانضباط على السياسات الاقتصادية الكلية، ويولد مكاسب في الكفاءة بين الشركات المحلية بتعرضها للمنافسة من قبل الوافدين الأجانب، ويطلق العنان للقوى التي تؤدي إلى حوكمة أفضل للحكومات والشركات. ويمكن لهذه المنافع الإضافية أن تعزز الكفاءة، ومن ثم، نمو إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج.

إن فكرة أن العولمة المالية تؤثر على النمو أساساً من خلال قنوات غير مباشرة، لها تداعيات قوية بالنسبة للتحليل العملي لمنافعها. فبناء المؤسسات، وتعزيز انضباط السوق، وتعميق القطاع المالي، أمور تستغرق وقتاً، مثل تحقيق منافع النمو من مثل هذه القنوات. وقد يفسر ذلك، السبب في أنه، خلال فترات قصيرة نسبياً، يبدو من الأيسر كشف تكاليف العولمة المالية وليس منافعها. والأمر الأساسي بدرجة أكبر هو أنه حتى على المدى الطويل، قد يكون من الصعب

## عنصر معقد: العتبات

تناولت بعض الدراسات ذات الصلة مسألة ما هي الشروط الأولية التي تعد ضرورية إذا كان للانفتاح المالى أن يحقق منافع جيدة فى النمو بالنسبة لبلد ما فى حين يقلل مخاطر وقوع أزمة، فما هى هذه الشروط؟

تعد تنمية القطاع المالى، بصفة خاصة، محددًا مهمًا لمدى المنافع التي يمكن للعملة المالية أن تأتي بها بالنسبة للنمو والاستقرار. فكلما زاد تطور القطاع المالى فى بلد ما، زادت منافع تدفقات رأس المال الوافدة بالنسبة للنمو وقل تعرض البلد لمخاطر الأزمات، من خلال القنوات المباشرة وغير المباشرة على حد سواء.

وهناك نفع آخر لزيادة تنمية القطاع المالى هو تأثيره الإيجابى على الاستقرار الاقتصادى الكلى، وهو بدوره، له تداعيات على حجم وتكوين تدفقات رأس المال. وفى البلدان النامية التي تفتقر إلى قطاعات مالية عميقة، تميل التغيرات المفاجئة فى اتجاه تدفقات رأس المال إلى حفز وزيادة حدة دورات الانتعاش والكساد. وإضافة لذلك، أسهمت عمليات تحرير القطاع المالى المحلى غير الكافية وسيئة الإدارة فى نشوب أزمات كثيرة قد ترتبط بالتكامل المالى.

ويبدو أن نوعية المؤسسات تلعب دورًا مهمًا ليس فقط فى تحديد نتائج التكامل المالى وإنما أيضًا فى تحديد المستوى الفعلى للتكامل. كما يبدو أنها تؤثر بقوة فى تكوين التدفقات الواردة للاقتصادات النامية، وتلك طريقة أخرى تؤثر بها فى النتائج الاقتصادية الكلية. وتساعد نوعية المؤسسات الأفضل فى إمالة هيكل رأس المال فى البلد نحو تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وأسهم رأس مال المحافظ المالية، مما يؤدى إلى تحقيق مزيد من المنافع الإضافية للتكامل المالى.

كذلك يبدو أن نوعية السياسات الاقتصادية الكلية المحلية تؤثر على مستوى التدفقات الوافدة وتكوينها، وكذلك على مدى تعرض البلد لمخاطر الأزمات. إذ تزيد السياسات المالية والنقدية السليمة منافع تحرير حساب رأس المال بالنسبة للنمو، وتساعد على تجنب الأزمات فى البلدان ذات الحسابات المفتوحة لرأس المال. وإضافة لذلك، فإن حسابًا مفتوحًا لرأس المال ونظامًا لسعر الصرف الثابت، لا يمثلان توليفة ملائمة بالنسبة للاقتصادات ضعيفة النظم المالية. ويمكن تقديم حجة مقنعة بأن نظم سعر الصرف الجامدة يمكن أن تجعل البلد أكثر تعرضًا لمخاطر الأزمات عندما يفتح أسواق رأس المال فيه.

ويحسن التكامل التجارى خيار التكاليف والمنافع المرتبط بالتكامل المالى. كما يقلل احتمال وقوع الأزمات المرتبطة بالانفتاح المالى، ويقلل تكاليف مثل هذه الأزمات إذا وقعت. ولذلك، فإن الدراسات الحديثة تدعم الدعوى التي قدمتها أدبيات التتابع القديمة التي تحاج لصالح إعطاء تحرير التجارة أسبقية على تحرير حساب رأس المال.

وتشير هذه المناقشة إلى أن هناك بعض الشروط الداعمة الأساسية، أو العتبات، التي تحدّد أين ينتهى بلد ما على امتداد سلسلة التكاليف والمنافع المحتملة. إن التفاعل بين العملة المالية وهذه المجموعة من الشروط الأولية هو الذى يحدد نتائج النمو والتقلب (انظر الشكل ٤).

وتبرز مقارنة بين الشكلين ٣ و ٤ وجود تضارب أساسى بين تكاليف العملة المالية ومنافعها. وكثير من شروط العتبات الأساسية مماثل للمنافع الإضافية. وبعبارة أخرى، فإن العملة المالية عامل حفاز بالنسبة لعدد من المنافع

وتبين الأدلة العملية أن العملة المالية استحدثت عددا من البلدان على تصحيح هيكل حوكمة الشركات فيها، استجابة للمنافسة الأجنبية ومطالب المستثمرين الدوليين. وإضافة لذلك، ينزع الاستثمار الأجنبى المباشر للقطاع المالى القادم من البلدان المصدرة له ذات الإشراف والتنظيم الجيد إلى دعم التنمية المؤسسية والحوكمة فى اقتصادات السوق الناهضة.

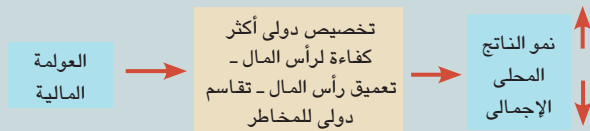
كذلك، لا بد أن يفرض تحرير حساب رأس المال، بزيادته للتكاليف المحتملة المرتبطة بالسياسات السيئة وتعزيز المنافع المرتبطة بالسياسات الجيدة، الانضباط على السياسات الاقتصادية الكلية، وتحديدًا، فإنه نظرا لأن تحرير حساب رأس المال يجعل البلد أكثر تعرضًا لمخاطر التحولات المفاجئة فى مشاعر المستثمرين الدوليين، فإنه يمكن أن يدل على التزام البلد بسياسات اقتصادية كلية أفضل كوسيلة لتخفيف احتمال وقوع مثل هذه التحولات وآثارها المعاكسة. ورغم أن الأدلة العملية بشأن هذه النقطة مليئة بالدلالات، فإنها قليلة ومبعثرة. ويبدو الاحتمال أكبر فى أن تحقق البلدان ذات المستويات الأعلى من الانفتاح المالى نتائج أفضل للسياسة النقدية، من حيث التضخم الأقل، ولكن ليس هناك أدلة على العلاقة المنتظمة بين الانفتاح المالى والسياسات المالية الأفضل.

إن الأدلة التي قمنا بدراستها فى هذا القسم حاسمة بالكاد، وإن كانت تشير على نحو متسق إلى التكامل المالى الدولى باعتباره عاملا حفازًا لمجموعة من المنافع المعززة للإنتاجية. وفى ضوء الصعوبات التي لاقيناها فى تفسير أدلة النمو عبر الأقطار، فإن من الأمور المشجعة رؤية تكامل الأسواق المالية يعمل على ما يبدو من خلال بعض القنوات غير المباشرة.

شكل ٣

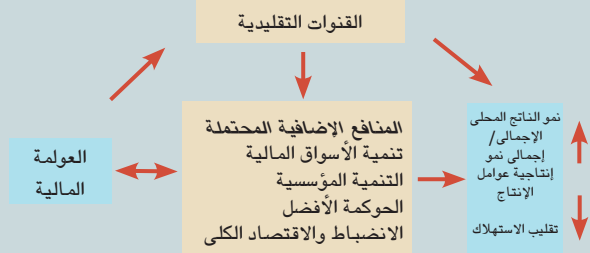
### العملة المالية تحقق منافع إضافية ...

#### وجهة النظر التقليدية



تركز وجهة النظر التقليدية على أهمية القنوات التي يمكن من خلالها لتدفقات رأس المال أن تزيد الناتج المحلى الإجمالى وتقلل تقلبات الاستهلاك

#### منظور مختلف



يسلم منظورنا بأهمية القنوات التقليدية ولكنه يؤكد أن دور العملة المالية كعامل حفاز «لمنافع إضافية» معينة قد يكون أكثر أهمية فى زيادة نمو الناتج المحلى الإجمالى / إجمالى إنتاجية عوامل الإنتاج وتقليل تقلب الاستهلاك.

<sup>1</sup>Total factor productivity.



فهل يعنى ذلك ضمنا أنه ليس أمام البلد الذى يريد الحصول على المنافع الإضافية للعملة المالية، من بديل سوى أن يعرض نفسه لمخاطر كبيرة بوقوع الأزمات؟ أو على نحو بديل، هل يتعين على البلدان النامية أن تبذل قصارى جهدها لتحتمى نفسها من التأثيرات الخارجية وهى تحاول تحسين نوعية سياساتها ومؤسساتها المحلية إلى مستوى مقبول؟ إن وجهة نظرنا هى أنه على الرغم من أن المخاطر لا يمكن تحاشيها بصورة تامة، فإن هناك طرقا لتحسين

## «إن بعض الادعاءات المثيرة للجدل إلى أقصى حد، المطروحة بشأن آثار العولمة المالية على البلدان النامية، المؤيدة والمعارضة على حد سواء، يصعب إثباتها بأكثر مما يرغب أى من الجانبين فى الاعتراف به بصفة عامة».

حساب المنافع والمخاطر المترتبة على العولمة المالية. بيد أنه من المرجح أنه لا يوجد نهج موحد لفتح حساب رأس المال، يعمل بشكل جيد فى كل البلدان. وقد يوفر منظور المنافع الإضافية طريقا للمضى قدما فى تحرير حساب رأس المال الذى يراعى ظروف البلدان فرادى (الشروط الأولية)، وكذلك الأولويات النسبية لمختلف المنافع الإضافية بالنسبة لذلك البلد. وحسب التشوهات الداخلية فى البلد - خاصة تلك المرتبطة بالقطاع المالى المحلى - يمكن للمرء، من حيث المبدأ، أن يضع نهجا لتحرير حساب رأس المال يمكن أن يحقق منافع محددة بينما يقلل المخاطر المصاحبة إلى أدنى حد. ورغم أننا وضعنا إطارا للتفكير بشأن هذه القضايا، فمن الواضح أن هناك حاجة لإجراء مزيد من البحوث فى عدد من المجالات قبل أن يستطيع المرء استخلاص نتائج سياسية قوية عن خصائص مثل هذا النهج.

وفى الوقت نفسه، يتعين علينا الاعتراف بأن بعض الادعاءات المثيرة للجدل إلى أقصى حد المطروحة بشأن آثار العولمة المالية على البلدان النامية، المؤيدة والمعارضة على حد سواء، يصعب إثباتها بأكثر مما يرغب أى من الجانبين فى الاعتراف به بصفة عامة. ■

م . ايهان كوزى، خبير اقتصادى وشانج - جن وي، رئيس شعبة فى دائرة البحوث فى صندوق النقد الدولى. إسوار براساد، أستاذ أقدام لكرسى ناندرال ب . تولانى للسياسة التجارية فى جامعة كورنيل. وكينيث روجوف أستاذ كرسى توماس د . كابوت للسياسة العامة وأستاذ الاقتصاد فى جامعة هارفارد.

يستند هذا المقال إلى ورقة عمل صندوق النقد الدولى رقم ١٨٩/٦، بعنوان «العولمة المالية: إعادة تقييم». انظر هذه الورقة للاطلاع على قائمة تفصيلية بالمراجع بشأن الأدبيات الخاصة بالموضوع، وللإطلاع على المصادر الأولية التى استحدثت منها بعض المواد فى هذا المقال.

الإضافية المهمة، ولكنها يمكن أن تزيد كثيرا نسبة المخاطر إلى المنافع إذا كانت الشروط الأولية فى هذه الأبعاد غير كافية.

وترتبط عتبة مختلفة بمستوى التكامل نفسه. ومن الواضح، أن الاقتصادات الصناعية، وهى أكثر تكاملا إلى حد كبير مع الأسواق المالية العالمية، أفضل أداء من الأسواق الناهضة فى استخدام تدفقات رأس المال الدولية لتخصيص رأس المال بكفاءة، ومن ثم تحقق مكاسب فى الإنتاجية وتقاسم مخاطر الدخل. فهل يعنى ذلك أنه لتحقيق المنافع الإضافية، ليس على البلدان النامية إلا أن تأمل فى بلوغ مستوى من التكامل المالى مماثل للمستوى المناظر فى الاقتصادات الصناعية، وأن المخاطر التى تواجهها على امتداد الطريق لا يمكن تفاديها؟ ومع ذلك، فإنه إذا اتخذت التكاليف قصيرة الأجل شكل الأزمة، فإنه يمكن أن تكون لها آثار سلبية مستمرة تنتقص من منافع النمو طويلة الأجل. وإضافة لذلك، فإن الآثار التوزيعية المرتبطة بهذه العواقب قصيرة الأجل يمكن أن تكون ضارة بصفة خاصة بالنسبة للبلدان منخفضة الدخل.

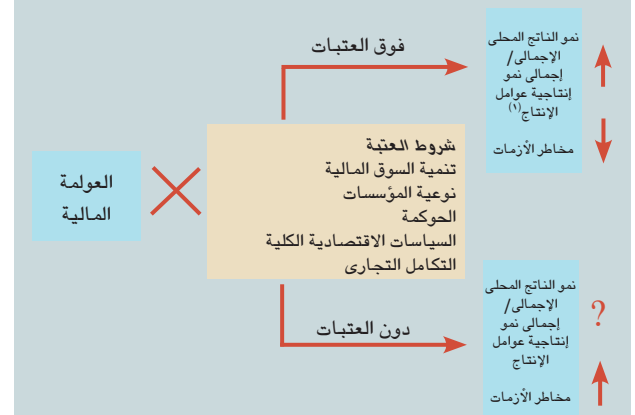
### حساب المخاطر والمنافع

إن التركيبة التى أعدناها من الأدبيات المعنية بالعولمة المالية، وإن كانت إيجابية بشكل حذر بشأن إجمالى منافعها، تشير إلى أنه مع تحول البلدان من كونها أقل تكاملا مع الأسواق المالية العالمية إلى كونها أكثر تكاملا معها، يرجح أن تواجه مضاعفات أساسية. وبالنسبة للبلدان النامية، يبدو أن العولمة المالية لها القدرة على توليد مجموعة من المنافع الإضافية مما قد يساعد فى تعزيز النمو طويل الأجل والرفاهية.

وفى الوقت نفسه، فإنه إذا فتح بلد ما حساب رأس المال فيه دون أن يتوافر له بعض الشروط الداعمة الأساسية، فإن المنافع يمكن تأخيرها وقد يصبح البلد أكثر تعرضا لمخاطر التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال. ويمثل ذلك تعارضا أساسيا بين تكاليف ومنافع العولمة المالية قد يصعب تحاشيه.

شكل ٤

### ... لكن الشروط الأولية، أو العتبات عنصر معقد

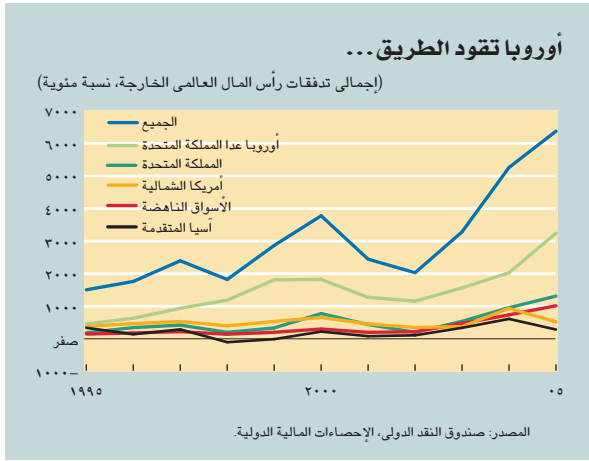


تؤدى العولمة المالية إلى تحقيق نتائج اقتصادية كلية أفضل عندما تتوافر شروط معينة للعتبة. ويولد ذلك تضاربا لأن كثيرا من شروط العتبات مماثلة للمنافع الإضافية.

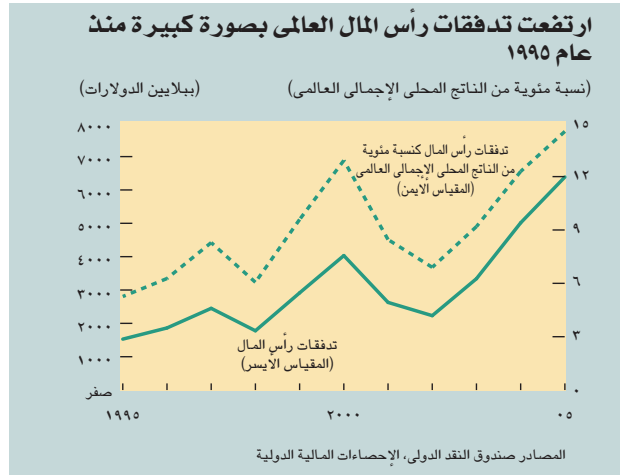
<sup>1</sup>Total factor productivity.

# تدفقات رأس المال العالمي

وقد حظيت أوروبا، وهي قائد المجموعة، بنمو سريع في التدفقات داخل أوروبا، وحفز ذلك الأخذ باليورو كعملة مشتركة.

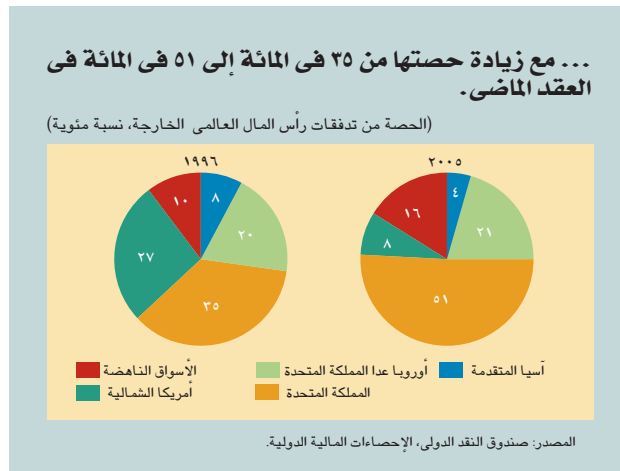
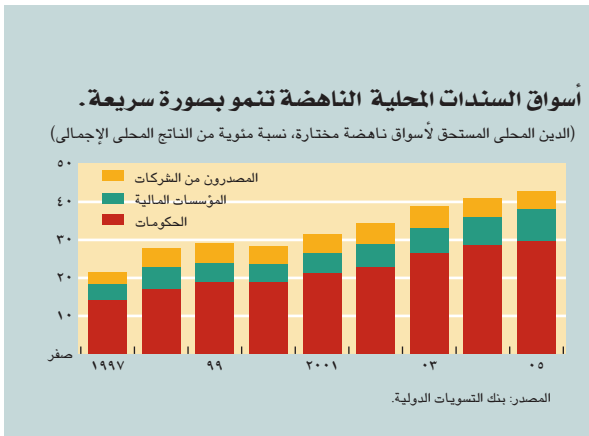


**دعمت** المبتكرات التكنولوجية والتدفقات الأسرع للمعلومات، بمساعدة من الزيادة الحادة في إجمالي المدخرات التي يجري توجيهها نحو الأدوات المالية عبر الحدود، العولمة المثيرة لتدفقات رأس المال - المعرفة بأنها تدفق رأس المال عبر الحدود. وقد تجاوزت هذه التدفقات - بما في ذلك الديون، وأسهم رأس مال المحافظ، والتمويل المستند للاستثمار المباشر ٦ تريليونات دولار في عام ٢٠٠٥.



وقد أخذت البلدان في التحول نحو إصدار ديون بالعملة المحلية، مما عكس توافر أساسيات أفضل، وزيادة شهية المستثمرين الأجانب ونمو القاعدة المؤسسية المحلية للمستثمرين. وقد أتاح لها توافر مناخ عالمي موات، الارتباط بتمويل أطول أجلا وتحسين هياكل الديون.

وقد قدمت البلدان الأوروبية المتقدمة مبالغ مالية كبيرة للبلدان الأوروبية الناهضة التي تعد وافدا جديدا للاتحاد الأوروبي.





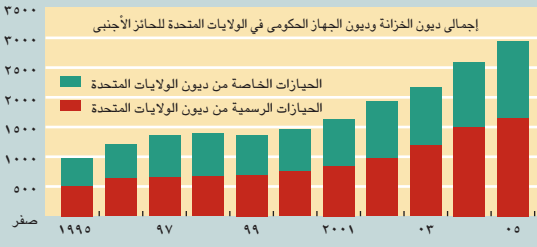
# تتحدى الجاذبية

وقد هيمنت على تدفقات رأس المال من بلدان الأسواق الناهضة إلى الأسواق المتطورة، احتياطات البنوك المركزية وأموال الثروات السيادية، أساسا من آسيا الناهضة ومصدري النفط.

وقد شهدت بلدان الأسواق الناهضة، وإن كانت لا تزال تمثل نسبة صغيرة من إجمالي تدفقات رأس المال، نمو حصتها بصورة كبيرة، بفضل فوائض الحساب الجارى الكبيرة في آسيا، ولدى مصدري النفط أخيرا.

## تتم هذه التدفقات أساسا في شكل تدفقات للاحتياطات الرسمية إلى الولايات المتحدة في أوراق مالية طويلة الأجل.

(مليارات الدولارات)

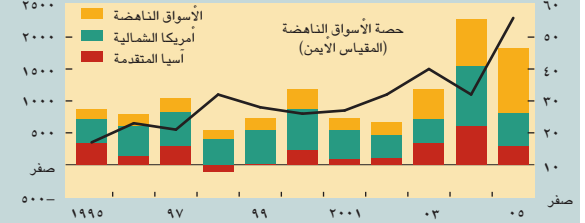


المصدر: بنك الاحتياطي الاتحادى بالولايات المتحدة، بيانات تدفق الأموال.

## من المفارقة أن بلدان الأسواق الناهضة مورد رئيسى لرأس المال للأسواق المتطورة.

(تدفقات رأس المال العالمى، بـبلايين الدولارات)

(نسبة مئوية)



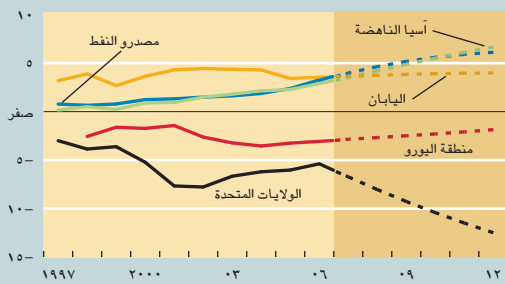
المصدر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية، باستبعاد المملكة المتحدة وأوروبا المتطورة.

وعلى الرغم من عجز الحساب الجارى المرتفع والتدفقات الوافدة القوية لرأس المال، ظلت الخصوم الخارجية الصافية للولايات المتحدة مستقرة في السنوات الأخيرة مع ارتفاع قيمة الأصول الأجنبية للولايات المتحدة مع ضعف الدولار ووجود أسواق أوراق مالية قوية في الخارج. ولكن من المرجح أن ترتفع بصورة حادة، مع استمرار عجز الحساب الجارى المرتفع.

وقد زاد اختلال التوازنات المالية في السنوات الأخيرة، مع حدوث عجز متزايد في الحساب الجارى في الولايات المتحدة وفوائض في غيرها. وقد دعمت جاذبية الأسواق المالية للولايات المتحدة التدفقات الوافدة (بما في ذلك ما يجيء من الأسواق الناهضة) التي مولت عجز الحساب الجارى.

## ... لكن كان التراكم قليلا في صافي الخصوم الأجنبية للولايات المتحدة.

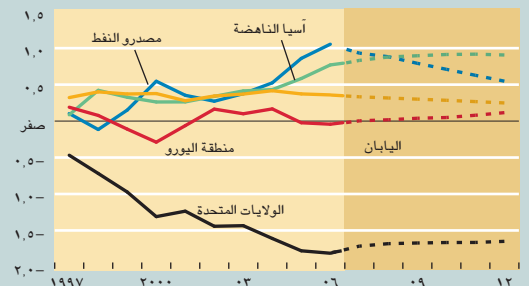
(صافي الأصول الأجنبية، نسبة مئوية من الناتج المحلى الإجمالى العالمى)



المصدر: هافى أناليتكس، صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية وتقديرات العاملين؛ وفيلب لين وجيان ماريا مولي - فيرتي، «ثروة الأمم الخارجية، المقياس: تقديرات منقحة وموسعة»، للأصول والخصوم الأجنبية، ورقة عمل لصندوق النقد الدولي رقم ٦٩/٦ (واشنطن، صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٦)

## عجز الحساب الجارى الضخم في الولايات المتحدة يعكس الفوائض في آسيا ولدى مصدري النفط...

(موازين الحساب الجارى، نسبة مئوية من الناتج المحلى الإجمالى العالمى)



المصدر: تقديرات العاملين في صندوق النقد الدولي، هافى أناليتكس؛ صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية

إعداد مانجال جوسوامى وجاك رى في دائرة أسواق النقد ورأس المال في صندوق النقد الدولي وأيتا كوتا في دائرة العلاقات الخارجية بالصندوق.



عاملة صينية في مصنع باقليم مانهوى يصدر سلعه إلى الاتحاد الأوروبي.

إسوار براساد، وراغورام راجان وأرفيند سوبرامانيان

Eswar Prasad, Raghuram Rajan, and Arvind Subramanian

وفوائض في الحساب الجارى الصينى، جزء كبير من السبب الذى يفسر لماذا يتدفق رأس المال «صعبا». ولكن ذلك لا يفسر القصة كاملة، فكثير من البلدان الصناعية تواجه حاليا عجزا في الحساب الجارى، فى حين أن عددا كبيرا من اقتصادات السوق الناهضة تحقق فوائض. ويوضح الشكل ١ أن التدفقات صعدا ليست ظاهرة جديدة كلية؛ إذ يمكن مشاهدة نمط مماثل فى منتصف الثمانينيات من القرن الماضى.

وتشمل تدفقات رأس المال من البلدان النامية وإليها تدفقات رسمية مثل تدفقات المعونة الأجنبية الوافدة والتدفقات إلى الخارج فى شكل احتياطات دولية متراكمة. وهذه التدفقات يمكن أن تحركها عوامل أخرى غير اعتبارات معدل العائد الأساسى التى سبق مناقشتها. هل تصرف تدفقات رأس المال الخاص على نحو أكبر بما يتفق مع النظرية الاقتصادية. إن الاستثمار الأجنبى المباشر يتدفق من البلدان الغنية إلى البلدان الفقيرة وهو ما يبعث على الراحة. ولكن فى حين أن الاستثمار الأجنبى المباشر تزداد أهميته مع مرور الوقت، فإنه لا يزال يمثل نحو ٤٠ فى المائة فقط من

التدفقات الخاصة إلى البلدان النامية ويمثل نسبة أصغر من إجمالى التدفقات. فضلا عن ذلك، فإن نمط إجمالى التدفقات هو الأمر المهم فى نهاية المطاف من حيث الموارد المتاحة لتمويل الاستثمار فى بلد ما. وتدرس هذه المقالة كيف يخصص رأس المال فى شتى أنحاء العالم. وما إذا كان رأس المال الأجنبى يعزز النمو حقا فى البلدان النامية.

### دراسة المفارقة

لعل مفارقة لوكاس ليست بمفارقة إذا تعمق المرء المسألة. وفى نهاية المطاف فإن الكثير من البلدان النامية تحقق بها طائفة من المشكلات - بيئة أساسية غير كافية، وقوة عاملة تعليمها ضعيف، والفساد، والنزوع إلى التخلف عن سداد الدين الذى تحصل عليه من الخارج، وذلك ضمن عوامل أخرى - مما يقلل من العوائد

النظرية الاقتصادية المعيارية أن رأس المال لا بد له فى نهاية الأمر أن يتدفق من البلدان الأكثر ثراء إلى البلدان الأشد فقرا. وهذا يعنى أنه لا بد أن يتدفق من البلدان التى لديها نصيب

أكبر لكل عامل من رأس المال المادى - ومن ثم تكون العائدات على رأس المال أقل إلى البلدان التى لديها رأس مال أقل نسبيا - ومن ثم تكون لديها فرص أكثر للاستثمار غير مستغلة. ومن حيث المبدأ، لا بد أن يجعل هذا التحرك لرأس المال البلدان الفقيرة أفضل حالا من خلال توفير الفرص لها للحصول على موارد مالية أكثر تستطيع عندئذ أن تستثمرها فى رأس المال المادى مثل المعدات والآلات والبنية الأساسية. ومثل هذا الاستثمار لا بد أن يحسن مستويات العمالة والدخل.

ومن الطبيعى توقع، أنه مع حشد العولمة المالية - التدفقات عبر الحدود لمختلف أشكال رأس المال المالى - قواها، فإن هذه التدفقات من البلدان الصناعية إلى البلدان النامية ستزيد، مما يؤدى إلى تحسين أحوال كل البلدان. وهذا سيناريو ورنى حقا. ولكن ما هو الواقع؟ فى مقالة شهيرة كتبها روبرت لوكاس فى

عام ١٩٩٠

إشارة إلى أن تدفقات رأس المال من البلدان الغنية إلى البلدان الفقيرة كانت متواضعة جدا ولم تكن قريبة بحال من المستويات التى تكهننت بها النظرية. وقد طفرت العولمة المالية، بالطبع، خلال العقد ونصف العقد الماضيين فما الذى أصبحت عليه المفارقة التجريبية التى حددها لوكاس؟ هل أدى ازدياد الاندماج المالى إلى حل هذه المفارقة؟

ومما تجدر ملاحظته أن هذه المفارقة، قبل أى شىء، احتدمت مع مرور الوقت. وكما يوضح الشكل ١ فقد انخفض متوسط الدخل، فى البلدان المصدرة لرأس المال، مقارنة بالولايات المتحدة إلى ما دونه، فى البلدان المستوردة لرأس المال. بعبارة أخرى، طفق رأس المال يتدفق من البلدان الفقيرة إلى البلدان الغنية! إن ما حدث أخيرا من أوجه العجز فى الحساب الجارى فى الولايات المتحدة،



الأجنبي المباشر خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٤. كما تلقت الصين مبالغ كبيرة. وهذا يوحي بأن البلدان سريعة النمو تتوافر لها فرص أفضل للاستثمار. وهذا يفسر السبب في أنها تجتذب استثمارات أجنبية مباشرة أكثر. بيد أنها لا تستخدم رأسمالا أجنبيا أكبر بوجه عام، وأنها تصدر، كما في حالة الصين، رأس المال في نهاية الحساب الختامي.

بل إن هذا الانحراف الظاهر في التمويل الأجنبي الشامل أكثر إثارة عندما يفحص المرء توزيع رأس المال عبر البلدان النامية. وتبدو مفارقة تدفقات رأس المال الدولي أسوأ مما تخيله لوكاس!

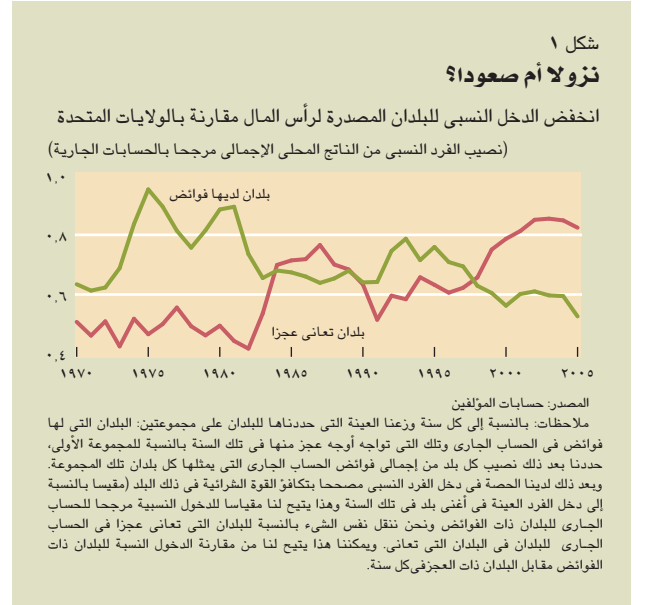
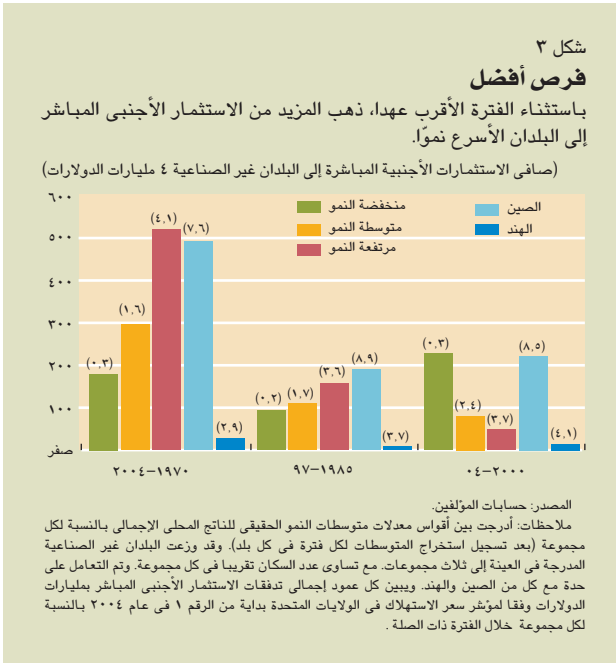
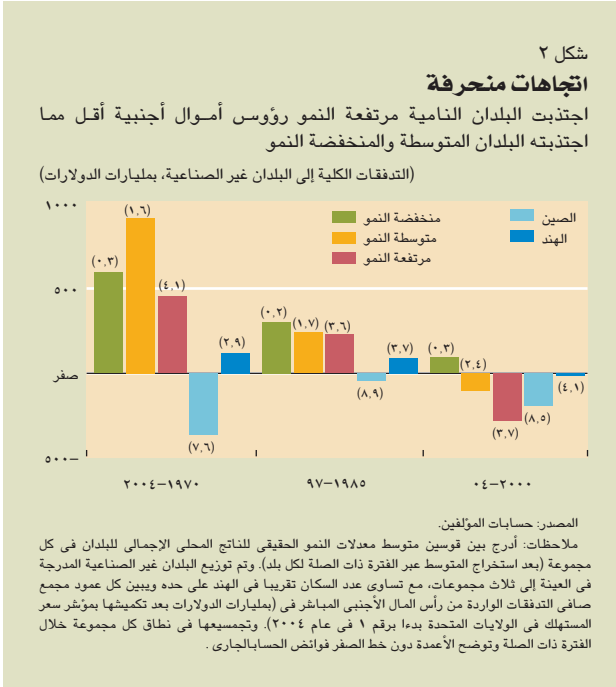
على الاستثمار المصحح لمراعاة المخاطر. وهذه المشكلات يمكن أن تفسر لماذا لا يتدفق رأس المال إلى البلدان النامية بالكميات التي يتوقعها المرء. وقد يكون العائد المصحح لمراعاة المخاطر الذي يمكن للمستثمر الأجنبي الحصول عليه من الاستثمار في هذه البلدان أقل كثيرا من معدل العائد الذي يمكن توقعه على أساس مجرد الذرة النسبية لرأس المال والوفرة النسبية للعمالة.

وعلى أي حال، فإن رأس المال الذي يتدفق إلى بلدان غير صناعية، لا بد أن يتجه على نحو أكثر إلى بلدان تنمو بأسرع معدل، ومن ثم يرجح أن تتوافر لديها أفضل الفرص للاستثمار. ولكن هل يتم ذلك؟

ولكى ندرس هذه القضية، اخترنا ٥٩ بلدا ناميا في نطاق يتراوح بين معدلات منخفضة ومرتفعة لمتوسط النمو خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٤. ثم قمنا بعد ذلك بتقسيمها إلى ثلاث مجموعات متساوية تقريبا في عدد السكان الكلي. وعملت الصين والهند بصورة منفصلة بسبب ضخامة عدد سكانهما، وأضفنا عجز الحساب الجاري لكل مجموعة. وقمنا بتكميش التدفقات المحسوبة بالدولارات من مؤشر أسعار المستهلك الأمريكي لجعلها قابلة للمقارنة مع مرور الوقت. ومن حيث المبدأ، لا بد أن يذهب رأس المال أكثر إلى البلدان الأسرع نموا وأن يذهب رأس المال الأقل إلى المجموعة الأبطأ نموا.

ويوضح الشكل ٢ أنه في خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٤، وكذلك خلال فترات أقصر أخرى، كان صافي مبلغ رأس المال الذي تدفق على البلدان النامية المرتفعة النمو نسبيا أقل مما تدفق على مجموعة البلدان متوسطة ومنخفضة النمو. وخلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٠ انقلب النمط حقا إلى العكس مع قيام الصين والهند، والبلدان المرتفعة والمتوسطة النمو جميعها بتصدير مبالغ كبيرة من رأس المال، في حين كانت البلدان منخفضة النمو تتلقى مبالغ كبيرة. وقد وصفت مسألة أن تدفق رأس المال على البلدان النامية لا يساير النمو، بلغز التخصيص من قبل جورينشاس وجين (٢٠٠٧).

ويزداد هذا اللغز عمقا إذا فحصنا تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (انظر الشكل ٣). وخلال الفترة الأكثر حداثة (٢٠٠٠-٢٠٠٤) فإنه حتى تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصافية لم تساير النمو. بيد أن ذلك يحدث بصفة عامة مع تلقي مجموعة البلدان غير الصناعية الأكثر نموا معظم الاستثمار



## دفع عجلة النمو

لماذا لا يتدفق المزيد من رأس المال الأجنبي على البلدان غير الصناعية التي تنمو على نحو أسرع، ومن ثم تكون الإنتاجية الحدية الظاهرة لرأس المال (وربما الجدارة الائتمانية) مرتفعة حقاً؟ وأهم من ذلك، هل تعوق هذه التدفقات المنحرفة لرأس المال النمو في البلدان غير الصناعية؟

لقد توصل قدر كبير من البحوث إلى نفس الاستنتاج في الأساس: وهو أنه من الصعب، تحديد علاقة سببية قوية بين تدفقات رأس المال الخاص الوافدة والنمو الاقتصادي، باستخدام بيانات الاقتصاد الكلي. فهل يعني ذلك أن رأس المال الأجنبي ليست له أهمية؟

وللتصدى لهذه المسألة بطريقة مختلفة، فحصنا العلاقة طويلة الأمد بين أرصدة الحساب الجاري والنمو. وتعتبر أرصدة الحساب الجاري مقياساً لإجمالي التمويل برأس المال الخارجي المتاح للاستثمار في بلد ما. وهذا المقياس مهم بصفة خاصة لأغراضنا لأنه يمثل الفرق بين المدخرات الوطنية والاستثمار الوطني. وينبغي للبلدان التي تقتصر كثيراً من الخارج أن تكون قادرة على الاستثمار بدرجة كبيرة (لأنها أقل تقيداً بالادخار المحلي)، ومن ثم لا بد أن تنمو على نحو أسرع.

وقد بحثنا الارتباط بين النمو والحسابات الجارية باستخدام بيانات تم استخراج متوسطها عبر فترة طويلة في كل بلد. ومما يثير الدهشة أنه بالنسبة إلى العينة التي عرضناها وتشمل ٥١ بلداً غير صناعي، كان الارتباط إيجابياً (انظر الشكل ٤). بعبارة أخرى، فإن البلدان النامية التي اعتمدت على نحو أقل على التمويل الخارجي حققت نمواً أسرع على المدى الطويل. وهذا لا يعني القول أنه لا توجد وقائع حققت فيها البلدان غير الصناعية نمواً سريعاً وعانت أوجه عجز شديدة في الحساب الجاري - وتعتبر بلدان شرق آسيا فيما قبل الأزمة مثالا واضحا

لذلك. وقد حاولنا النظر فيما وراء فترات الازدهار قصيرة الأمد الممولة خارجياً (وربما فترات الأزمات الاقتصادية) إلى ما إذا كانت البلدان غير الصناعية، التي حققت على المدى المتوسط أو الطويل أسرع معدل للنمو قد اعتمدت أشد الاعتماد على التمويل الأجنبي. ولكنها لم تفعل ذلك.

وقد أجرينا أيضاً تحليلاً إحصائياً أكثر شمولاً لهذه العلاقة، واضعين في الاعتبار مختلف العوامل الأخرى ربما تكون قد حركت النمو، وفحصنا سلامة النتائج، بوسائل عديدة. فعلى سبيل المثال، نظرنا في الارتباط للفترة ١٩٨٥-١٩٩٧ فحسب. وقد كانت هذه الفترة تمثل، إلى حد ما، ذروة التكامل العالمي الحديث، مع ارتفاع تدفقات رأس المال، وظهور فترة من الهدوء النسبي في الأسواق المالية الدولية (فيما عدا أزمة التاكيلا المكسيكية). ولابد أن هذه كانت الفترة التي سطع فيها نجم فوائد تدفقات رأس المال. بيد أنه في معظم هذه الحالات، ظل الارتباط إيجابياً بين أرصدة الحساب الجاري والنمو بالنسبة للبلدان غير الصناعية. (وكان الارتباط صفراً في باقي الحالات). ولم نجد في أي حال العلاقة السلبية التي تنبأت بها النظرية الاقتصادية.

## استغلال المدخرات

كيف نفسر النتيجة القائلة بأنه يوجد ارتباط إيجابي بين فائض الحساب الجاري ومعدل النمو في بلد ما؟ هناك تفسير ممكن هو أن العلاقة، تعكس، وتحركها، المدخرات المحلية التي تحددها إما قوى أعمق أو تتولد من خلال النمو ذاته. وفي نهاية المطاف، فإذا استجابت التدفقات الأجنبية الوافدة إلى حد كبير لفرص الاستثمار، فلا بد أنه توجد علاقة سلبية غامضة بين النمو والحساب الجاري. والواقع أنه يبدو أن الارتباط الإيجابي الذي توصلنا له تحركه إلى حد كبير، المدخرات الوطنية. وهذا يعني أن البلدان غير الصناعية التي تحوز مدخرات أعلى بالنسبة لمستوى معين من الاستثمار تشهد نمواً أعلى. وبالطبع، فإن الاستثمار في البلدان مرتفعة الادخار يمكن أن يكون أكثر ارتفاعاً. ومن ثم فإن المدخرات الوطنية المرتفعة لا تعني ضمناً قلة الاعتماد على المدخرات الأجنبية.

وقد قسمنا في الشكل ٥ عينة البلدان غير الصناعية إلى أربع مجموعات وفقاً لما إذا كانت فوق أو تحت المستويات المتوسطة لنسب الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي والحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي. وكما هو متوقع يبين الشكل أن البلدان التي تتمتع بمستويات مرتفعة من الاستثمار ستحقق نجاحاً أكبر من تلك ذات المستويات المنخفضة. وما يثير الاهتمام هو أن البلدان التي تتمتع بنسب مرتفعة من الاستثمار واعتماد أقل على رأس المال الأجنبي (أوجه عجز أقل في الحساب الجاري) حققت نمواً أسرع - بلغ نحو ١ في المائة في السنة في المتوسط - منه في البلدان مرتفعة الاستثمار التي تعتمد أيضاً بقدر أكبر على رأس المال الأجنبي.

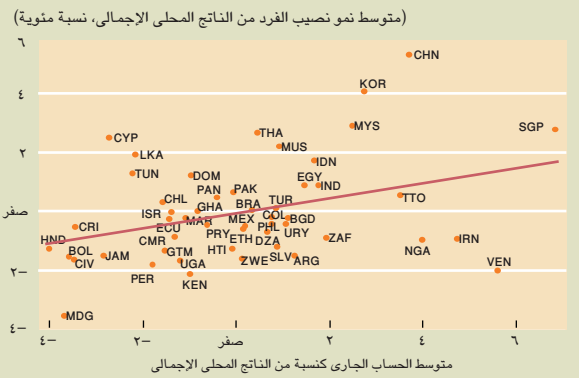
## ماذا يجري؟

يتمثل تفسير الارتباط الإيجابي بين فائض الحساب الجاري ومعدل نمو بلد ما في أن النمو الأعلى يرتبط بـ . ويولد هو نفسه - مدخرات محلية أكبر. وبعبارة أخرى، إن البلدان سريعة النمو قد تحتاج إلى رأس مال أجنبي أقل. والمشكلة في هذا التفسير هي أنه مع نمو البلدان (أي عندما تواجه صدمة إنتاجية إيجابية) فلا بد لها بصورة نمطية من أن ترغب في الاستهلاك بدرجة أكبر (لأنها تصبح أكثر ثراءً) وأن تستثمر أكثر (بسبب فرص الاستثمار). ومن ثم فإن الارتباط لا بد، إذا حدث، أن يكون سلبياً.

شكل ٤

### الاعتماد على النفس

حققت البلدان النامية التي اعتمدت على رأس المال الأجنبي بدرجة أقل نمواً أسرع



المصدر: حسابات المؤلفين.  
ملاحظات: ARG = الأرجنتين، BGD = بنجلاديش، BOL = بوليفيا، CHL = شيلي، CHN = الصين، CV = كوت ديفوار، CAMR = الكمرون، COL = كولومبيا، CBI = كوستاريكا، CYP = قبرص، DOM = الجمهورية الدومينيكية، DZA = الجزائر، ECU = أكوادور، EGY = مصر، ETH = إثيوبيا، GHA = غانا، GTM = جواتيمالا، HND = هندوراس، HTI = هايتي، IND = إندونيسيا، IRN = الهند، IRN = إيران، الجمهورية الإسلامية الإسرائيلية، ISR = إسرائيل، JAM = جامايكا، KEN = كينيا، KOR = جمهورية كوريا، LKA = سريلانكا، MAR = المغرب، MDG = مدغشقر، MEX = المكسيك، MUS = موريشيوس، MYS = ماليزيا، MGA = نيجيريا، PAK = باكستان، PAM = بنما، PEG = بربو، PHL = الفلبين، PRY = باراغواي، SGP = سنغافورة، SLV = سلفادور، THA = تايلاند، TOO = تريبندابوتياغو، TUN = تونس، TUR = تركيا، UEA = أوغندا، URY = أورغواي، VEN = فنزويلا، ZEW = جنوب أفريقيا، زيمبابوي.



لوقائع النمو بأن القطاع الدينامي للصناعة التحويلية يعتبر مفتاحا للنمو طويل الأجل. ومن ثم فإن تقليل الاعتماد على رأس المال الأجنبي - وتجنب الإفراط في التقدير يساعد في تنمية قطاع للصناعة التحويلية يستهدف التصدير.

### الحذر واجب

مما ينطوي عليه تحليلنا من تداعيات أن ما يبدو من تدفقات منحرفة لرأس المال حاليا من البلدان الفقيرة إلى البلدان الغنية لا يعنى بالضرورة وجود أوجه عدم كفاءة في الأسواق المالية العالمية. فقد يدل بالأحرى على وجود عوائق مالية وهيكلية أخرى تحد من قدرة بلد فقير على استيعاب رأس المال الأجنبي.

وتوحى نتائجنا، إذا أخذناها بقيمتها الإسمية، بأن هناك علاقة للنمو ترتبط بانخفاض الاعتماد على التمويل الخارجي - وإن لم يكن لدينا دليل قوى بأن ذلك يمثل علاقة سببية. بيد أن اعتماد البلدان غير الصناعية على المدخرات المحلية فحسب لتمويل الاستثمار، ينطوي على تكلفة. إذ سيكون هناك استثمار واستهلاك أقل مما يحدث لو استطاعت هذه البلدان الاعتماد على رأس مال أجنبي بنفس الشروط التي تتمتع بها البلدان الصناعية.

ماذا يعنى كل ذلك بالنسبة للسياسات المتعلقة بانفتاح حساب رأس المال؟ إن أية مناقشة لمزايا انفتاح الحساب الجارى يرجح أن تكون مسألة متعلقة جدا بخصائص بلد معين. وتوحى نتائجنا بأنه - بقدر ما يكون القطاع المالى المحلى متخلفا وهناك حاجة ماسة لتجنب رفع سعر الصرف الناجم عن التدفقات - قد يكون من الضروري توخى قدر أكبر من الحذر تجاه أشكال معينة من تدفقات رأس المال الأجنبي. وفى الوقت نفسه قد تكون الحاجة ماسة إلى الانفتاح المالى لحفز التنمية المالية المحلية وجنى المنافع التي توفرها التدفقات المالية والفرص الأفضل للنمو.

كيف يمكن حل هذه المعضلة؟ قد يتمثل نهج فى إبداء التزام صارم - والمأمول أن يكون قابلا للتصديق - بادماج الأسواق المالية فى تاريخ محدد فى المستقبل، وبذلك يتاح الوقت اللازم لتطوير النظام المالى المحلى دون حدوث آثار عكسية ممكنة من تدفقات رأس المال، حتى مع توفير حافز للمشاركين للاستعداد للاندماج بإيقاف اشهار سيف المنافسة الأجنبية مستقبلا فوق رؤوسهم. وثمة مثال حديث لذلك وهو النهج الذى اتبعته الصين فى محاولة حفز الإصلاح المصرفى من خلال الالتزام بفتح قطاعها المصرفى أمام المنافسة الأجنبية كجزء من التزاماتها بالانضمام إلى منظمة التجارة العالمية.

ويتطلب الأمر إجراء قدر كبير من البحوث لكى يفهم على نحو أفضل، كيف يمكن زيادة قدرة بلد ما على الاستيعاب، مما يتيح بدوره للبلدان النامية الاستفادة من التمويل الخارجى حتى خلال عملية التنمية. ■

إسوار براساد؛ أستاذ أقدم لكبرى ناندال ب. تولانى للسياسة التجارية بجامعة كورنيل، راغورام راجان؛ أستاذ متميز لكبرى إيريك جليتشير بمدرسة التجارة بجامعة شيكاغو؛ وأرفيند سوبرامانيان، مساعد مدير فى دائرة البحوث بصندوق النقد الدولى.

يستند هذا البحث إلى ورقة عمل تصدر قريبا من صندوق النقد الدولى حررها المؤلفون وتحوى نتائج ومراجع مفصلة.

### المراجع:

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle," IMF Working Paper, forthcoming.

Lucas, Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" American Economic Review, Vol. 80 (May), pp. 92-96.

وهذا هو المجال الذى يمكن فيه للنظام المالى - خاصة إذا كان متخلفا - أن يلعب دورا. فإذا كان القطاع المالى يتسم بالعمق والكفاءة، فإن زيادة مستدامة فى الإنتاج لابد أن تؤدى ليس فقط إلى زيادة الاستثمار (حيث تقتصر الشركات للاستفادة من فرص الاستثمار)، وإنما يؤدى أيضا إلى زيادة الاستهلاك حيث يقتصر المستهلكون للاستهلاك توقعا لزيادة دخلهم. وبالعكس، فإن القطاع المالى الضعيف قد يترجم زيادة مستدامة فى إنتاجية قطاعات معينة، إلى نمو أضعف فى الاستثمار ونمو أكبر فى المدخرات. ويمكن قصر استثمار الشركات على الأموال التى تولدها الشركات داخليا من استثمار سابق فى حين يدخر المستهلكون قدرا كبيرا من الدخل المتولد من زيادة الإنتاجية لأنهم لا يستطيعون الاقتراض توقعا لزيادة الدخل فى المستقبل.

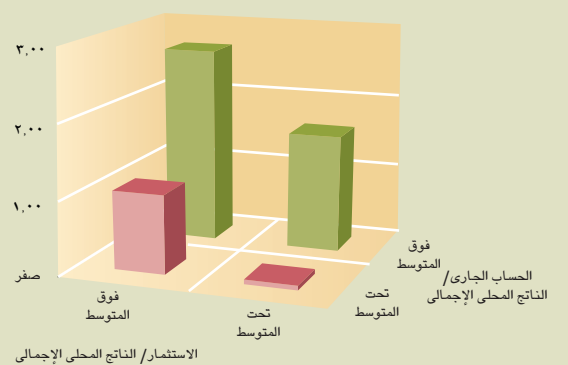
وثمة إمكانية أخرى هى أن الأنظمة المالية الضعيفة قد لا تساعد على نمو كفاء فى الوساطة فى رأس المال الأجنبي. وهذا يمكن أن يسفر أيضا عن الافتقار إلى علاقة إيجابية بين تدفقات رأس المال الأجنبي والنمو المرتفع. ولكن إذا كانت الأنظمة المالية فى البلدان النامية ضعيفة، فمن أين تأتى المكاسب فى الإنتاجية؟ إن حدسنا يقول إن قوى العولمة - خاصة سلاسل العرض المحسنة وازدياد المنافسة الذى يسفر عن زيادة الإنتاج الكفاء - يمكن أن تحقق مكاسب فى الإنتاجية فى البلدان غير الصناعية رغم ضعف النظام المالى.

واتساقا مع وجهات النظر القائلة إن رأس المال الأجنبي قد لا يكون مطلوباً ولا مفيداً بسبب الأنظمة المالية الضعيفة، نرى أن الارتباط الإيجابى بين أرصدة الحساب الجارى والنمو يثبت عندما نفحص مجموعة البلدان ذات الأنظمة المالية الأقل تطورا فحسب. وفيما يتعلق بالبلدان التى تشهد وقائع نمو فإن نطاق فرص الاستثمار المربح، وكذلك مستوى الاستهلاك الخاص قد تعرقلها عوائق القطاع المالى، بمعنى أن الاستثمار سيتعين تمويله من خلال المدخرات المتولدة محليا. والاعتماد المفرط على رأس المال الأجنبي قد تكون له أيضا عواقب ضارة. فهو قد يؤدى إلى رفع قيمة النقد، كما قد يؤدى فى بعض الظروف إلى المغالاة فى التقدير (حيث يكون مستوى سعر الصرف أعلى من المستوى الذى تسوغه الأسس الاقتصادية). وهذا بدوره يمكن، أن يلحق أضرارا بقدرة قطاعات رئيسية مثل الصناعة التحويلية على المنافسة وبصدراتها. وتوحى التحليلات الأخيرة

شكل ٥

### تقليل الاعتماد على رأس المال الأجنبي

نمت البلدان التى تتمتع بنسب عالية من الاستثمار ويعجز أقل من الحساب الجارى على نحو أسرع من البلدان الأكثر على رأس المال الأجنبي (نمو نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى، نسبة مئوية)



المصدر: حسابات المؤلفين

# جعل الحساب الجارى قابلا للتحويل لدى أحد التُمرور

«العسل حلو ولكن النحل يلدغ»

مثل صيني

بالطبع قد تكون هناك مثالب. إذ أن هذه المنافع تعتمد على مدى سرعة تحرير التجارة والخدمات وعلى مدى كفاءة السوق. وقد يؤدي عدم تناسق المعلومات إلى عدم كفاءة الأسواق، والاختيار السيئ، والمخاطر المعنوية، وسلوك القطيع. وفي مثل هذا المناخ، قد يزيد التحرير طليق العنان لحساب رأس المال المخاطر التي تؤدي إلى نشوب أزمات نقدية ومصرفية. هذا، فضلا عن أن العولمة المالية تقلص الرفاهة إذا ما كانت هناك تشوهات في السوق، مثل الحوافز العكسية المتمثلة في شكل حواجز التجارة والضمانات وإعانات الدعم التمييزية.

إلا أنه على الرغم من المزايا النظرية، فقد وجد الاقتصاديون أنه من الصعب بيان أن تحرير حساب رأس المال في حد ذاته ينتج منافع حقيقية. ومنذ بضع سنوات، خلصت دراسة شاملة تشكل أساسا لدراسات لاحقة أجراها صندوق النقد الدولي. وقامت بالتفرقة بين التحرير بحكم الواقع والتحرير بحكم القانون إلى «أنه من الصعب إقامة علاقة سببية قوية بين درجة التكامل المالي وأداء نمو الناتج؛ وأنه ليس هناك سوى أدلة قليلة على أن التكامل المالي قد ساعد البلدان النامية على تثبيت التقلبات في نمو الاستهلاك على نحو أفضل ...، وأن المستويات التي تتراوح بين المنخفضة والمتوسطة من التكامل المالي ربما تعرض بعض البلدان لتذبذبات أكبر في الاستهلاك، (براساد وآخرون، ٢٠٠٣). بيد أن البحث وفر دليلا، على أنه بعد مستوى العتبة، يمكن للتكامل المالي أن يساعد على توفير التنمية للقطاع المالي التي تجعل التذبذبات في الاقتصاد الكلي المحلي معتدلة.

وعلى الرغم من صعوبة تحرير مستوى العتبة، فإنه أصبح الشعار المستخدم لتأكيد الحاجة إلى بناء المؤسسات في البلدان النامية. وفي إعادة تقييم تمت أخيرا للعولمة المالية، قدم نفس المؤلفين بعض الدعم الكفاء لوجهة النظر التي تنادى بأن البلدان النامية يمكن أن تستفيد من العولمة المالية، ولكن مع كثير من الفروق الدقيقة (كوزي وآخرون، ٢٠٠٦). وبالإضافة إلى القنوات التقليدية، تتحقق المنافع أيضا من خلال مجموعة عريضة من «المنافع المصاحبة» - تنمية الأسواق المالية، والمؤسسات والحوكمة أفضل، وانضباط الاقتصاد الكلي (انظر المقال في ص ٨ من هذا العدد).

وقد أكدت الخبرة العملية أيضا الحاجة إلى الحذر. إذ أن معظم البلدان المتقدمة لم تحرر حساب رأس المال فيها إلا حديثا نسبيا وبصورة تدريجية على امتداد عقدين تقريبا من ١٩٧٤ إلى ١٩٩٤. مع استبقاء ضوابط متفرقة أثناء مرحلة التحرير. قد شرع بعض البلدان التي تصنف الآن باعتبارها اقتصادات السوق الناهضة في تحرير حساب رأس المال فيها من أوائل الثمانينيات. ومع أن بعض بلدان الاقتصادات الناهضة الصاعدة واجهت تحدي إدارة التدفقات الوافدة المتزايدة، فإن بعضها الآخر عانى من التوقف المفاجئ ومن التدفقات العكسية مما أدى إلى سلسلة من الأزمات. وردا على ذلك، عكس بعض البلدان سياساته وعاد إلى فرض بعض الضوابط على رأس المال.

الهند في تحرير حساب رأس المال فيها كجزء من الإصلاحات الاقتصادية واسعة النطاق التي استهلتها في أوائل التسعينيات، التي قلبت رأسا على عقب تجربتها التي استمرت أربعين عاما في التنمية المخططة مركزيا. وكانت السمة المميزة لعملية الإصلاح هي الأخذ بنهج تدريجي حريص تم رسم مراحله وتوالياها بعناية فائقة في جميع أرجاء الاقتصاد.

ونتيجة ذلك، قطعت الهند شوطا بعيدا عن نظام الرقابة شديد الصرامة على النقد الأجنبي الذي كان سائدا فيها قبل عام ١٩٩١. ومع التحرير التدريجي لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة، أصبحت الروبية قابلة للتحويل بالنسبة للمستثمرين الأجانب. ومع ذلك، ظل ساريا بدرجات مختلفة بعض الضوابط على كل الشركات، أو الأفراد، سواء أجانب أو محليين، مع مواجهة الشركات المقيمة نظام أكثر تحررا مما يواجهه الأفراد المقيمون.

وعبر العقد ونصف العقد الماضيين أصبح الاقتصاد الهندي مفتحا على نحو متزايد (انظر

الجدول ١)، وتسارع النمو السنوي على نحو ٩ في المائة (انظر الجدول ٢). بينما انخفض التضخم وأصبح مستقرا منذ منتصف التسعينيات. وارتفعت احتياطات النقد الأجنبي بشكل حاد إلى ما يزيد على ١٨٠ مليار دولار. وهو ما يتجاوز بقدر جيد إجمالي الدين الخارجي للبلاد. ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى التدفقات الوافدة من رأس المال بأكثر مما يرجع لفوائض الحساب الجارى، في حين تم تدعيم قوة القطاع المالي، بما في ذلك المناخ التنظيمي، وقد مكن النهج المرحلي للتحرير، البلد من الصمود لعديد من الصدمات الخارجية بما في ذلك الأزمة الآسيوية لعامي ١٩٩٧-١٩٩٨.

ويتناول هذا المقال فحص كيف أدارت الهند عملية جعل حساب رأس المال قابلا للتحويل والنظر في الدروس المستفادة من نهجها التدريجي.

## جعل النظرية مسيطرة للممارسة

في ضوء المزايا الواضحة، لماذا التزمت الهند الحذر في تحرير حساب رأس المال لديها؟ من الناحية النظرية، فإن قابلية الحساب الرأسمالي للتحويل، فكرة جيدة لعدة أسباب فأولا، من المعقول افتراض أن حرية حركة رأس المال ستسمح بالتخصيص الكفاء للمدخرات، وتحول الموارد نحو أكثر الاستخدامات إنتاجية. وهي ثانيا، يمكن أن تشجع التجارة، مما يمكن البلاد من الاستهلاك السلس. وهي ثالثا؛ قد تسهل تنوع المحفظة وتقاسم المخاطر، وتقلل تكاليف المعاملات وتحسن العائد. وهي رابعا؛ قد تعود بمكاسب من خلال التخصص في الخدمات المالية، وتوفير حوافز للابتكار، وتحسين الإنتاجية.

## دروس من المنهج التدريجي الهندي لجعل حساب رأس المال قابلا للتحويل

ياجا فينجوبال ريدي  
محافظة بنك الاحتياطي الهندي



ولتحقيق التقدم في تحرير حساب رأس المال بمقاييس المؤشرات المالية العامة، ومؤشرات التمويل والتضخم. كما قدمت أيضا خارطة طريق لإجراءات محددة تتخذ عبر فترة ثلاث سنوات. وقد توقع الإطار التحليلي الذي قدمته اللجنة بطريقة ما أخطار تحرير قدر حساب رأس المال إذا ظل القطاع المالي ضعيفا. وقد حكم هذا الإطار الأساسي، مقترنا بالحساسيات الاجتماعية السياسية المحلية وكذلك التطورات العالمية، بما في ذلك الدروس المستفادة من الأزمات العديدة في اقتصادات السوق الناهضة، عملية التحرير.

ومع أنه ألقى باللوم على صندوق النقد الدولي بسبب تشجيعه لاقتصادات الأسواق الناهضة على تحرير حسابات رأس المال فيها بسرعة شديدة (انظر الإطار)، فإن الصندوق أيد استراتيجية الهند في اتباع النهج التدريجي منذ البداية. وفي أوائل التسعينيات، أبدى صندوق النقد الدولي تسامحا إزاء القيود الانتقالية على الحساب الجاري، إلا أنه أشار في فبراير ١٩٩٤، إلى أن الأخذ بوضع المادة الثامنة، في مرحلة مبكرة - أي الموافقة على عدم فرض قيود على المدفوعات والتحويلات الخاصة بالمعاملات الدولية - سيكون علامة مهمة على انتقال الهند إلى اقتصاد أكثر انفتاحا. وكانت الهند قد قررت فعلا المضي قدما في هذا الاتجاه.

وأصبحت الحسابات الجارية فيها قابلة للتحويل بعد ذلك في عام ١٩٩٤.

وفيما بعد، اتفق الصندوق في الرأي مع الانفتاح التدريجي أمام الاستثمار

وفي خلال التسعينيات. ألفت الأزمات المالية التي حدثت في كل من البرازيل، وشرق آسيا، والمكسيك، وروسيا الضوء على واحد من أكبر هموم بلدان اقتصادات السوق الناهضة - وهو أن قابلية الحساب الجاري للتحويل تحمل معها احتمالات وقوع أزمات نقدية، وفي سياق الأزمة المالية في شرق آسيا، فإنها عكست على الرغم من اختلاف الظروف القطرية، إلى حد كبير المشاكل الهيكلية الأساسية الموجودة فعلا، ونواحي الضعف في القطاعات المالية، وضعف حوكمة الشركات. وأصبح من الواضح أن السياسات السليمة للاقتصاد الكلي، الإطار المؤسسي الكافي، والتنظيمات التشريعية ومعايير الإشراف الحكيمة القابلة للمقارنة دوليا، ونوعية المعلومات المحسنة والإفصاح عنها، تعتبر كلها من الشروط المسبقة لتخفيف تكرار حدوث تلك الأزمات. كما تم التحقق من أن الإصلاحات الجزئية والمعيبة يمكن أن تجعل النظم المالية أكثر هشاشة وأكثر تعرضا لمخاطر الانعكاس السريع لتدفقات رأس المال. ونتيجة لذلك؛ أصبحت اقتصادات السوق الناهضة، وبخاصة في شرق آسيا، أكثر اهتماما بتحقيق التناسق بين تحرير حساب رأس المال، والسياسات الملازمة للاقتصاد الكلي، وسياسات سعر الصرف، والقطاع المالي.

والنقطة الجوهرية هي إنه في كل من اقتصادات السوق الصاعدة والبلدان المتقدمة، أظهرت الدراسات أن انفتاح حساب رأس المال لا يعنى بالضرورة التحرير طليق العنان لحساب رأس المال، وفي التطبيق، يتسق بعض الضوابط الرأسمالية والتنظيمات الحكيمة المهمة مع قابلية حساب رأس المال للتحويل.

## إرساء الأساس

النهج الذي اتبعته الهند تم النظر فيه بعناية، وتخطيطه خطوة بخطوة. وتم مقدا تقدير كل مرحلة بواسطة سلسلة من اللجان. وجرى وضع الإطار العريض في تقرير اللجنة عالية المستوى لميزان المدفوعات لعام ١٩٩١ التي رأسها الدكتور س. رانجرانجان، المحافظ السابق لبنك الاحتياطي الهندي، والذي يشغل حاليا منصب رئيس المجلس الاقتصادي الاستشاري لرئيس الوزراء. وقد أوصت اللجنة بتحرير معاملات الحساب الجاري مما يجعل الحساب الجاري قابلا للتحويل، وكان هذا تحولاً في تركيب تدفقات رأس المال بعيدا عن التدفقات المنشئة للدين إلى التدفقات غير المنشئة للدين، والتنظيم الصارم للاقتراض التجاري من الخارج، خاصة القروض قصيرة الأجل، لعدم تشجيع عناصر التذبذب للتدفقات القادمة من الهنود غير المقيمين والتحرير التدريجي للتدفقات إلى الخارج، وإلغاء وساطة الحكومة في تدفقات المساعدات الخارجية. كما أوصت اللجنة أيضا بإدخال نظام لسعر الصرف يحدده السوق.

ومنذ عام ١٩٩٧، استرشدت عملية التحرير بتوصيات تقرير لجنة تارابور عن قابلية حساب رأس المال للتحويل: وقد حددت هذه اللجنة عديدا من الشروط المسبقة المتعلقة بالاقتصاد الكلي، والشروط المؤسسية والسوقية اللازمة

الجدول ١

### أكثر انفتاحاً

تظهر المؤشرات الرئيسية للاقتصاد الهندي أثر زيادة التحرير

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)

	٠٦/٢٠٠٥	٠٥/٢٠٠٤	٠٤/٢٠٠٣	٠١/٢٠٠٠	٩٦/١٩٩٥	٩١/١٩٩٠
التجارة	٣٣.٩	٢٩.٣	٢٤.٣	٢٢.٤	٢١.٥	١٤.٦
الصادرات	١٣.٢	١٢.٢	١١.٠	٩.٩	٩.١	٥.٨
الواردات	١٩.٧	١٧.١	١٣.٣	١٢.٥	١٢.٤	٨.٨
التجارة زائد الخدمات	٤٥.٣	٣٩.٥	٣١.٦	٢٩.٩	٢٥.٧	١٧.٢
التدفقات الرأسمالية (لداخل زائد للخارج)	٣٣.٧	٢٤.٣	٢٢.٤	٢١.٦	١٢.٥	١٢.١
تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل	١.٠	٠.٩	٠.٧	٠.٩	٠.٦	٠.٣
رسلة نهاية مارس بوسمة بومباي	٨٥.٦	٥٤.٧	٤٣.٥	٢٧.٤	٤٤.٣	١٦.٠

المصدر: بنك الاحتياطي الهندي Reserve Bank of India

الجدول ٢

### مركز أكثر قوة

مع تطبيق الهند بتنفيذ لبرنامج الإصلاح بها، انتعش اقتصادها، وتمت السيطرة على التضخم، وارتفعت احتياطياتها من النقد الأجنبي

	٠٦/٢٠٠٥	٠٥/٢٠٠٤	٠٤/٢٠٠٣	٠١/٢٠٠٠	٩٦/١٩٩٥	٩١/١٩٩٠
(نسبة مئوية)						
معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	٩.٠	٧.٥	٨.٥	٤.٤	٧.٣	٥.٦
التضخم الرئيسي (نهاية مارس)	٤.١	٥.١	٤.٦	٤.٩	٤.٤	١٢.١
نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي	١.٢-	٠.٤-	٢.٣	٠.٦-	١.٧-	٣.١-
الدين الخارجي/ الناتج المحلي الإجمالي	١٥.٨	١٧.٣	١٧.٨	٢٢.٤	٢٧.٠	٢٨.٧
الدين قصير الأجل وأوراقه المحفظة إلى الاحتياطيات	٤٣.٤	٣٦.٩	٣٥.٢	٥٨.٢	٧٠.٠	١٤٦.٦
(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)						
معدل الإذخار	٣٢.٤	٣١.١	٢٩.٧	٢٣.٤	٢٥.١	٢٣.١
معدل الاستثمار	٣٣.٨	٣١.٥	٢٨.٠	٢٤.٠	٢٦.٩	٢٦.٣
مجموع إجمالي عجز الموازنة للمركز والولايات	٧.٤٥	٧.٥٢	٨.٥٠	٩.٤٨	٦.٥٤	٩.٤٢
(مليار دولار)						
احتياطيات النقد الأجنبي	١٥١.٦	١٤١.٥	١١٣.٠	٤٢.٣	٢١.٧	٥.٨
(شهور)						
تغطية الاحتياطيات للواردات	١١.٦	١٤.٣	١٦.٩	٨.٨	٦.٠	٢.٥

المصدر: بنك الاحتياطي الهندي Reserve Bank of India

فائضة، مع إيلاء الاعتبار الواجب للتمييز بين التدفقات المستقرة لزمن طويل، والتدفقات المؤقتة ومستوى التدفقات الذى يمكن عادة استيعابه فى الاقتصاد المحلى. وتتضمن هذه الإجراءات تحريراً تدريجياً فى إطار السياسة فيما يتعلق بالحساب الجارى وحساب رأس المال، وتوفير المرونة للشركات فى سداد القروض التجارية الخارجية، وتوسيع مرافق حسابات النقد الأجنبى، والسماح للبنوك بحرية الاستثمار الخارجى فى الصكوك مرتفعة النوعية، وتحرير اشتراطات أن يتنازل المصدرون من متحصلاتهم من النقد الأجنبى. وفى سياق إدارة السيولة المحلية، تم إعمال خطة لتثبيتته السوق من أجل تعقيم التدفقات الوافدة الزائدة دون تأثير يذكر على المالية العامة.

### الملاح الميزة للنهج الهندى

كان الدرس المهم الذى تعلمته الهند من أزمات التسعينيات هو إدراك أن السياسة المحلية، خاصة قوة النظام المالى أمر حاسم عندما يكون التكامل المالى مع باقى العالم قيد التنفيذ. ولقد كانت مجموعة التنظيمات الحكيمة هى التى أدت جزئياً إلى منع البنوك الهندية من المخاطرة بميزانياتها، نظراً لأنها تعمل فى نطاق قيود على أصولها العقارية، والنقدية ومن الأوراق المالية. ومن منظور السياسات، فإن الرسالة هى أن نظم الإشراف والتنظيم كانت تحتاج إلى التقوية حتى يمكن للمؤسسات المالية أن تدير المخاطر بما يتطلبه ذلك من حصافة وحذر. كما جعلت

الأجنبى المباشر، وسلامة الموقف الحذر تجاه احتمالات سرعة التذبذب فى تدفقات رأس المال قصير الأجل. وبصفة عامة مع النهج العام الحذر تجاه تدفقات رأس المال الوافدة. بيد أنه بالنسبة لإدارة سعر الصرف، استمر الصندوق، فى تأكيد زيادة المرونة، وحركة سعر الصرف فى الاتجاهين، التى تشجع على تغطية انكشاف العملات وتنمية سوق عميقة للمشتقات. وفى السنوات الأخيرة، اعترف الصندوق بأن سعر الصرف فى الهند أكثر مرونة. وفى رأى، أن التصور السائد بالنسبة للتذبذب والمرونة فى سعر الصرف يعتمد على السياق. فإن ما قد يتصور أنه مرن بالنسبة لبعض الاقتصادات قد يثبت أنه شديد التذبذب بالنسبة لاقتصادات أخرى. ولمستوى تنمية واستعداد الأسواق المالية ومدى قدرتها على المخاطرة، مسألة حاسمة فى هذا السياق.

ومع تخفيف القيود على حساب رأس المال، خاصة بالنسبة للأموال الوافدة إلى البلاد، بدأت تدفقات رأس المال الأجنبى المستمرة إلى الداخل منذ ١٩٩٣/١٩٩٤، وقفزت بشكل حاد بعد ٢٠٠٣/٢٠٠٤ (ابريل ومارس) من ١٦,٧ مليار دولار إلى ٢٣,٤ مليار دولار فى ٢٠٠٥/٢٠٠٦. وكانت هذه التدفقات الوافدة إلى حد كبير من النوع الذى ينشئ ديوناً، ونتيجة لذلك ارتفعت نسبة التدفقات من غير الديون فى إجمالى تدفقات رأس المال بشكل كبير. وبعيداً عن زيادة مرونة سعر الصرف، تم اتخاذ عدد من الخطوات لإدارة فائض التدفقات الرأسمالية. ويحتاج الأمر إلى نظرة دينامية لما يعتبر تدفقات

### تقييم دور صندوق النقد الدولى

فى تقرير أصدره مكتب التقييم المستقل لصندوق النقد الدولى عام ٢٠٠٥، تم توثيق النهج الشامل لصندوق النقد الدولى تجاه تحرير حساب رأس المال. سواء قبل الأزمة الآسيوية أم عقبتها. وكان أحد الأسئلة المهمة المثارة هو ما إذا كان صندوق النقد الدولى يضغط من أجل تحرير حسابات رأس المال. وهو موضوع شديد التعقيد. وقد خلص التقييم إلى أنه على المستوى الثنائى، قام الصندوق بشكل واضح خلال سنوات التسعينيات بتشجيع تحرير حساب رأس المال. إلا أن الجزء الأكبر من العملية كانت تحركه جداول الأعمال الاقتصادية والسياسية للبلدان ذاتها. وفى رأى، فإن هذه النتيجة لا تتمتع بديها بأية جاذبية.

فأولاً، نزع الإشراف متعدد الأطراف فى خلال التسعينيات إلى المنافع التى تحققها البلدان النامية بزيادة فرص حصولها على التدفقات الدولية من رأس المال وإيلاء اهتمام أقل بالمخاطر المحتملة لتذبذبات تدفقات رأس المال. ثانياً، الصندوق تحرك بشكل متواز مع ذلك، مقترباً من الوصول إلى اتفاق فى أواخر عام ١٩٩٧ بشأن مواد الاتفاقية المنشئة له لتتضمن فصلاً جديداً يعطى للصندوق اختصاص الإشراف الكامل على حساب رأس المال، بما يماثل الإشراف على الحساب الجارى، المتاح للصندوق منذ بدايته. وفى غياب ولاية واضحة فيما يتعلق بحساب رأس المال، استطاع الصندوق اختيار نوع من الاقتناع الأدى لتشجيع البلدان على تحرير حساب رأس المال، وخاصة بموجب برامج الصندوق. ويتضح هذا من خطابات النيات لكثير من البلدان التى تضمنت تلك الملاح. وفى رأى أن الصندوق كان شديد الحماس من الناحية الفلسفية، ومال إلى قبول تدفقات رأس المال الحرة، وإن كانت منظمة، باعتبارها هدفاً مرغوباً للمجتمع الدولى، ومضى يضغط للأخذ بالتعديل المقترح فى عامى ١٩٩٧ و١٩٩٨ وقد قال ستانلى فيشر، الذى كان عندئذ يشغل منصب النائب الأول لمدير عام الصندوق. فى ندوة عقدت فى مارس ١٩٩٨. «هناك مبرر

لمشاركة الصندوق فى هذا (حساب رأس المال)... وهو شىء قد ضغطنا من أجله فى إطار برامجنا».

وقد اختلف صندوق النقد الدولى بقوة أيضاً مع الحجج التى ساقها البروفيسور ياجديش باجواتى لرفض معاملة التجارة الحرة تدفقات رأس المال الحرة على قدم المساواة، بحجة أنهما متماثلان من ناحية المنافع الاقتصادية وأن صندوق النقد الدولى ينبغى أن يضغط من أجلهما معا بحرص. ويبدو أن الصندوق تعلم درساً قاسياً، عقب الأزمة الآسيوية.

وبينما رحبت الهند بالتحرك نحو جعل حساب رأس المال قابلاً للتحويل، فإنها تحبذ بقوة تعديل مواد اتفاقية صندوق النقد الدولى، محتجة بأنه «نظر للاختلافات بين الدول فيما يتعلق بالتقدم نحو الإصلاح الهيكلى والتثبيت، فقد لا يكون من الحكمة تكبير كافة أعضاء الصندوق فى نفس سترة المجانبين عندما يفقدون استقلالهم لاتخاذ إجراءات تصحيحية فى أوقات الأزمات». وقد أصرت الهند أيضاً على أن قدرة الصندوق على نجدة أعضائه عند حدوث أزمات فى ميزان المدفوعات، ثم كبها.

وبعد الأزمة الآسيوية، ضعف على ما يبدو التحرك نحو تعديل مواد اتفاقية الصندوق وتم حفظ الموضوع. ويبدو أن الصندوق بصفة عامة قد خفف من موقفه وأصبح بشكل عام يتبع نهجاً انتقائياً ومتكاملاً تجاه تحرير حساب رأس المال، مع تأكيد سلامة التسلسل والمراحل جنباً إلى جنب مع عديد من الإصلاحات المتلازمة.

وبالإضافة إلى هذا، يتعين النظر إلى نهج الصندوق تجاه تحرير حساب رأس المال فى ضوء موقفه بشأن إدارة التدفقات المالية، واستخدام ضوابط رأس المال وإدارة سعر الصرف. وهنا يبدو الصندوق مرناً بشكل عام، ويعترف بالظروف الخاصة لكل بلد.





ممارسة الأوراق المالية في الهند، يراقبون الأسعار في كلكتا.

الإصلاحات. ومنذ التسعينيات، جرت ستة انتخابات للبرلمان الوطني في الهند، وجاء سبعة رؤساء للوزارة بينما كان عدد من الأحزاب السياسية الوطنية والإقليمية يشارك في حكومات ائتلافية. كما واجهت الهند أيضا نزاعات على الحدود وعقوبات.

وعلى الرغم من الوزارات الائتلافية، والانتخابات الدورية، في كل من المركز وعديد من الولايات، فإن النظام السياسي للهند في مجموعه، يتسم باستقرار النظام. ومن الأمور الجديرة بالملاحظة، أنه على الرغم من تنوع الأيديولوجيات السياسية، وتواترت الانتخابات، فإن التقدم في الإصلاحات الاقتصادية الجيدة مازال مبهرا.

وللمضى قدما للأمم، تعتمد الهند الاستمرار في النهج التدريجي، لأنه يهيئ لها تحقيق التجانس مع الإصلاحات الأخرى. ومع ذلك فقد طرحت لجنة أخرى أخيرا خارطة طريق للتحرك نحو جعل حساب رأس المال قابلا للتحويل بصورة كاملة في إطار شفاف عبر السنوات الخمس القادمة. بيد أن خطة إجراء تحرير أكبر، ستتوقف على عدة عوامل محلية، وعلى التطورات الدولية كذلك. ومن بين القضايا التي ينبغي معالجتها التقدم في إصلاح القطاع العيني، وزيادة ضبط أوضاع الموازنة العامة، وتقوية النظام المالي المحلي، وتحقيق معايير معينة مصاحبة للاقتصاد الكلي تتصل بسلامة واستقرار الاقتصاد. ■

ياجا فينوجوبال ريدى هو محافظ بنك الاحتياطي الهندي منذ سبتمبر ٢٠٠٣.

المراجع:

International Monetary Fund, 2005, "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization," Evaluation Report (Washington: IMF Independent Evaluation Office).

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper No. 06/189 (Washington: International Monetary Fund).

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, 2003, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF Occasional Paper No. 220 (Washington: International Monetary Fund).

أزمات التسعينيات صناع السياسات يدركون أنهم يحتاجون إلى وعى أكبر بمصادر العدوى المحتملة وممارسة اليقظة، وتعقب علامات المحنة المحتملة والاستعداد لها بإجراءات السياسات الملائمة.

وبناء على الخبرة المكتسبة خلال العقد ونصف العقد الماضيين، يمكن تلخيص نهج الهند في تحرير حساب رأس المال كما يلي:  
أولا: التعامل مع تحرير حساب رأس المال كعملية مستمرة، وليس باعتباره حدثا منفردا.

ثانيا: من المعترف به أنه قد تكون هناك صلات بين الحساب الجارى وحساب رأس المال، ومن ثم يجب أن تطبق إجراءات لتجنب تدفقات رأس المال تحت ستار معاملات الحساب الجارى.

ثالثا: المحافظة على التناغم بين تحرير حساب رأس المال والإصلاحات الأخرى، وأن يتوالى مدى وتوقيت تحرير حساب رأس المال مع الإصلاحات الأخرى مثل تقوية النظام المصرفى، وضبط أوضاع الموازنة العامة، وتنمية الأسواق وتكاملها، وتحرير التجارة، وتغيير المناخ الاقتصادى المحلى والخارجى.

رابعا: إنشاء تسلسل هرمى لأنواع ومصادر تدفقات رأس المال. وقد أعطيت الأولوية لتحرير التدفقات الوافدة قبل الخارجة، لكن التدفقات الخارجة المرتبطة بالتدفقات الوافدة تم تحريرها كليا. ومن بين أنماط التدفقات الوافدة، فإن الاستثمار الأجنبى المباشر مفضل من أجل تحقيق الاستقرار، فى حين يتم تحاشي الدين الخارجى قصير الأجل المفرط. وتم التمييز بين الشركات والأفراد والبنوك. وبالنسبة للتدفقات الخارجة كان التسلسل الهرمى للتحرير للشركات أولا، وبعدها لمؤسسات الوساطة المالية، ثم الأفراد. وتم تخفيف القيود المفروضة على الشركات التى تسعى للقيام بعمليات الاستثمار واكتساب الممتلكات فى الخارج مما يقوى وجودها العالمى. إلا أن البنوك ومؤسسات الوساطة المالية مصدر للتذبذبات الأكبر. ومن المفهوم على نطاق واسع أن البنوك ومؤسسات الوساطة المالية تتسم بالهشاشة لأن أصولها غير سائلة نسبيا نظرا وأن خصومها من تحت الطلب، كما أنها معرضة أيضا للعدوى وأزمات الثقة الناشئة عن عوامل ذاتية. ولذا، تم ربط التحرير فى هذا القطاع بإصلاحات القطاع المالى. وبالنسبة للأفراد، تختلف معاملة المقيمين عن معاملة غير المقيمين، كما أن الهنود غير المقيمين يتمتعون بوضع متوسط محدد جيدا يقع بين المقيمين وغير المقيمين.

خامسا، إن خطى وتسلسل مراحل التحرير إنما هى استجابة للتطورات المحلية، خاصة فى القطاعات النقدية والمالية وتطور البنيان المالى الدولى. ومع التقدم فى التحرير، تختزل الإجراءات الإدارية، وتزيد الإجراءات القائمة على أساس الأسعار، إلا أن حرية تغيير المزيج وإعادة فرض الضوابط تظل متاحة بشكل ظاهر. وفى هذه العملية، تؤخذ فى الحسبان وجهة متكاملة لحالة التطور فى كافة الأسواق المالية.

سادسا، يعتمد إجراء تحرير كبير للتدفقات إلى الخارج بالنسبة للأفراد والشركات وصناديق الاستثمار على وجود مستوى مريح من احتياطات النقد الأجنبى وعلى حركة أكبر فى الاتجاهين لسعر الصرف. ويتراءى هذا فى ازدياد العمليات العالمية للشركات الهندية بحثا عن التعاون العالمى وعن المعرفة المرتبطة بعملياتها.

كما أن للاقتصاد السياسى تأثيرا كبيرا ويعتبر حاسما بالنسبة لنجاح

# تعلم الدروس المستفادة بشأن التمويل

ليزلى ليبشيتز  
Leslie Lipschitz

البيانات للبحث عن إشارات عن توقعات السوق، والتذبذب، والمخاطر، واحتمالات التوقف عن السداد، واحتمالات الاستفادة من فروق سعر الصرف وما شابه ذلك. أداة مهمة للتشخيص من أجل تقديم المشورة للاقتصاد الكلى ووضع السياسات.

● تحليل القطاع المالى ذاته - أى من ناحية قوته أو هشاشته، وما إذا كان سيعمل على تخفيف وطأة الصدمات أم سيضاعف قوتها، وكيفية تنظيمه والإشراف عليه.

● تقييم أوجه التعرض الأساسية لتعرض الاقتصاد للمخاطر. والأحداث المحتملة التى يمكن أن تتفاعل مع أوجه تلك المخاطر لإطلاق العنان لإشعال أزمة مالية.

وتمتد التحليلات التى نود أن تحدث أقرأ على تلك القضايا عبر نطاق واسع، وليس هناك دليل مبسط «لكتاب الطبخ»، ولكن على مستوى المفاهيم، هناك عمليات توصيف عامة مفيدة: ما نشير إليه باعتباره منهج الميزانية ومنع وقوع أزمات مالية وفى حساب رأس المال. فهذه المصطلحات تعترف بأن الاقتصادات المفتوحة يجب النظر إليها باعتبارها مجموعة من الميزانيات المترابطة عالمياً

المعرضة للانكشاف ومخاطر الطرف المقابل.

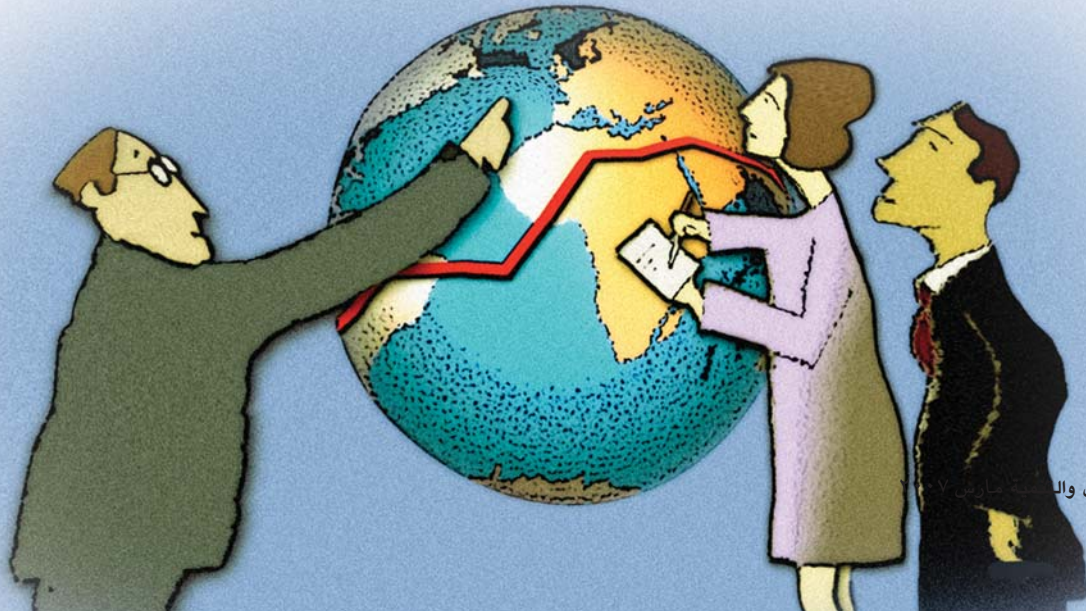
لذا ينبغى على صناع السياسات والسلطات القطرية الانشغال باحتمالات بأن تفيض المشاكل بأثارها على

الرغم من تدويل الأسواق المالية وتنمى الروابط على بين النظم المالية والوطنية، فإن الجزء الأكبر من السياسة القومية مازال يدار على المستوى الوطنى. ومن ثم فإن خلق الأسواق العالمية لرأس المال، قد يجعل تقييم سياسات الاقتصاد الكلى وتشخيصها ووضعها أكثر صعوبة بالنسبة للبلدان. والقول المبتذل بأن الأسواق سرعان ما تعاقب بوحشية الانحرافات عن السياسات الحكيمة هو قول بال لکنه لا يمثل الحقيقة الكاملة. والواقع، أن الأسواق غالباً ما تبدو شديدة التقلب من وجهة النظر المحلية؛ فأحياناً ما تبدى التسامح مع السلوك غير الحكيم لمدة طويلة ممتدة من الزمن، وأحياناً ما يكون رد فعلها يتسم بالمبادرة الهجومية، وعادة ما تحكم ردود أفعالها مجموعة واسعة من الاعتبارات المحلية والدولية.

ولهذا فإن الأمر يقتضى أن تكون النواحي المالية للتحليل الاقتصادى القومى - وما يقوم به صندوق النقد الدولى من مراجعات لسلامة موقف الأعضاء والمعروفة باسم الإشراف - أكثر تشعباً فى ثلاث مجالات ولكنها متصلة.

● رصد التفاعلات بين الأسواق المالية وظروف الاقتصاد الكلى. ويمكن أن يكون التحليل المصقول للبيانات عالية التواتر المستمدة من الأسواق المالية - أى تحليل

مع ازدياد توثق  
الروابط بين  
الاقتصادات القومية  
والأسواق المالية  
العالمية، يصبح  
التحليل المالى الأفضل  
أمراً حاسماً لإدارة  
الاقتصاد الكلى.





## الاحتمالات الخفية للتعرض زانادو وللمخاطر

قد تبدو الميزانيات القطاعية آمنة نسبياً إلا أنها يمكن أن تخضع أخطاراً خفية (بالمليار دولار)

المبالغ المسماة لنقد الأجنبي			
أصول	التزامات	صافي الأصول	
٤٠	١٠	٣٠	المكومية العامة (للأجنبي)
٤٠	٢	٣٨	قصيرة الأجل
٠	٨	٨-	متوسطة وطويلة الأجل
٣٧	٣٧	٠	البنوك التجارية
٣	٢٨	٢٥-	قصيرة الأجل (للأجنبي)
٣٤	٩	٢٥	متوسطة وطويلة الأجل
٣٠	٠	٣٠	المركز المحلي للنقد الأجنبي
١	٧٥	٧٤-	غير البنوك
١	٢٠	١٩-	قصيرة الأجل (للأجنبي)
٠	٥٥	٥٥-	متوسطة وطويلة الأجل
٠	٣٠	٣٠-	المركز المحلي للنقد الأجنبي
٧٨	١٢٢	٤٤-	الإجمالي
٤٤	٥٠	٦-	قصيرة الأجل (للأجنبي)
٤	٤٢	٣٨-	متوسطة وطويلة الأجل (للأجنبي)
٣٠	٣٠	٠	متوسطة وطويلة الأجل (محلياً)

المصرفية عن طريق الاستبعاد الفعلي لتغطية النظام المصرفي للعملة. والقطاع المصرفي ذاته. والواقع، أن صدمات سعر الصرف تحول تعرض البنوك لمخاطر النقد الأجنبي إلى مخاطر ائتمانية.

وفي مثل هذه المواقف، فإن شيئاً من المعرفة بخصوصيات الشركات المنكشفة لمخاطر النقد الأجنبي، يعتبر أمراً حاسماً لتقدير احتمالات التعرض للمخاطر. وقد يصعب الحصول على البيانات الضرورية الخاصة بالشركات غير المصرفية، وتتوقف أهمية الحصول عليها، إلى حد ما، على الهيكل المؤسسي المحلي. ومن المؤكد، أنه إذا كان سعر الصرف لدى بلد ما قليل المرونة (ومن ثم يجرى النظر إلى الحكومة باعتبارها الضامن الأساسي لمخاطر النقد الأجنبي)، ستنشأ مشاكل المخاطر المعنوية، وتزداد احتمالات عدم تغطية الاقتراض بالعملة الأجنبية. ومن ثم فقد يظهر افتراض بأن هناك احتمالات وهو افتراض ينبغي الكشف عنه ومناقشته. ولكن إذا كان للبلد تاريخ طويل من التحركات الواسعة في سعر الصرف، واضطرار الشركات إلى تحمل عبء هذه التقلبات، وحوافز تنظيمية ملائمة للبنوك، وآليات كفاءة للإفلاس تقل احتمالات التعرض لمخاطر العملات كثيراً.

وكما أوضحنا فيما سبق، هناك جانبان منفصلان لتقييم احتمالات وقوع أزمة: هما الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر، والحدث المنشط. وفي هذا المثال، فإن الحدث المنشط هو إعادة تسعير مفاجئة للمخاطر. وقد لا يكون احتمال وقوع هذا كبيراً («حدث تابع»). ربما لأن البلد يتبع سياسات ممتازة ومركز الحساب الجاري قوى والمنطقة كلها سليمة بصفة عامة. وعلى الرغم من أنه من المهم دائماً إدراك الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر، فإن مسألة ما إذا كان الأمر يستحق التركيز على احتمالات وقوع الأزمة أم لا، تقدير حكيم يعتمد على احتمالات وقوع الحدث المنشط. وعلى احتمالات شدة الأزمة. وبالطبع تحليل احتمالات التعرض للآزمات والأحداث المنشطة لها يغدو عادة أكثر صعوبة بسبب عوامل لا يمكن تقدير وزنها بدقة (مثل مدى استمرار الصدمة) وعدم كفاية

قطاعات أخرى، أو الاقتصاد بأسره، والاقتصاد الإقليمي أو العالمي. وهذا هو ما كان ميشيل كامديسيو المدير العام الأسبق لصندوق النقد الدولي (١٩٨٧-٢٠٠٠) يلح عليه، بنفاذ بصيرة استثنائية، عندما أشار إلى الأزمة المكسيكية في منتصف التسعينيات. باعتبارها "الأزمة الأولى للقرن الحادي والعشرين". وقد أجبرتنا هذه الأزمة والآزمات التي تلتها في آسيا وأمريكا اللاتينية ووسط وشرق أوروبا في خلال العقد التالي. على إعادة التفكير في العلاقة بين التمويل والاقتصاد الكلي. ويتقصى هذا المقال محورية التمويل بالنسبة لتحليل الاقتصاد الكلي، بالتركيز إلى حد ما على ثلاث حالات عملية: تتركز الأولى على تعرض الميزانيات للمخاطر، والثانية على تفاعل السياسة النقدية المحلية مع الأسواق المالية العالمية، والثالثة على برنامج التثبيت القومي في سوق لرأس المال شديدة التكامل.

## احتمالات التعرض للمخاطر ومنشطاتها

يقوم كثير من الأعمال التي تتناول تعرض وانكشاف الميزانيات في الوقت الحالي، بالتمييز من ناحية المفاهيم بين الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر أو الانكشاف من ناحية، والأحداث الباعثة على التنشيط أي الأحداث التي يمكن إذا صاحبها الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر. أن تطلق عنان أزمة - من ناحية أخرى.

ولنفترض أن هناك بلداً اسمه زانادو، لا يمكنه الاقتراض من الخارج إلا بعملة أجنبية (انظر الجدول). ويظهر المركز المالي الرسمي أن الأصول الأجنبية السائلة (٤٠) تغطي ٨٠ في المائة من إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل (٥٠)، وهو ما يقل عما هو مثالي ولكنه لا يندر بكارثة. (وبالطبع سيكون من المفيد معرفة شيء عن تدفقات الحساب الجاري، وهيكل آجال الاستحقاق في المراكز المالية متوسطة وطويلة الأجل). ويبدو أن مركز النقد الأجنبي متوازن في الجهاز المصرفي. وأن انكشاف قطاع الشركات غير المصرفية كبير بالنسبة لمخاطر النقد الأجنبي.

كيف يمكننا أن نحدد الاحتمالات الأساسية للتعرض للمخاطر في زانادو؟ يتضح من الأرقام أن البنوك تغطي تعرضها لمخاطر العملة لقطاع الشركات غير المصرفية، والذي يتعرض فضلاً عن ذلك لمخاطر كبيرة بالنسبة للعملة إزاء الأجانب. ومن ثم، فإن الكثير يتوقف على خصائص الشركات غير المصرفية التي عليها التزامات بالنقد الأجنبي. فإذا كانت شركات تصدير تحقق إيرادات بالنقد الأجنبي، فإنها قد تغطي نفسها بصورة طبيعية. وبدلاً من ذلك، تتوافر لها تغطيات راسخة للمشتقات (بافتراض أن هناك أطرافاً مقابلة أجنبية مستعدة لقبول شيء من الانكشاف لمخاطر العملة المحلية)، وقد يبلغ العائد على استثماراتها حداً يجعل الاقتراض الأجنبي مربحاً حتى بعد سداد تكاليف التغطية. وتتفق البيانات مع هذين السيناريوهين الحميين. وإذا ما أخذنا في الاعتبار سبباً لإطلاق الأزمة يتمثل في إعادة تسعير تستحقه أزمة مفاجئة وله تأثير فوري وضخم على سعر الصرف، فإن أسوأ ما يمكن أن يحدث هو نشوب مشكلة للسيولة في القطاع المصرفي يمكن للبلد معالجتها عن طريق احتياطاتها أو من خلال برنامج لصندوق النقد الدولي.

إلا أن البيانات تتوافق أيضاً مع وضع أكثر إثارة للمشاكل: قيام البنوك التجارية باقتراض أموال قصيرة الأجل لإقراضها لأجل أطول بالنقد الأجنبي للشركات المحلية للتنمية العقارية. بدون أي غطاء طبيعي أو بالمشتقات. في هذه الحالة، فإن أي صدمة تلحق بسعر الصرف يمكن أن تشل قطاع الشركات غير

البيانات (مثلا، عن ميزانيات الشركات). وإضافة لذلك، فإنه كقاعدة عامة، فإن الأمر يقتضى إجراء الأحداث الضارة المفترضة - أو «التفكير فيما لا يقبل التفكير» - بقدر كبير من الحذر.

ولا يوجد هنا ما يعنى ضمنا أنه ينبغي تجنب كافة احتمالات التعرض للمخاطر: فإذا كان بلد ما يحتاج إلى تمويل خارجي لتحقيق إمكانات النمو، واستطاع اقتراض مبلغ ضئيل بعملة محلية، فمن المؤكد تقريبا أن يتعرض لقدرة ما من مخاطر النقد الأجنبي. والبنوك التي تقوم بعملها الطبيعي في تحويل تواريخ الاستحقاق تتعرض على نحو شبه مؤكد لمخاطر سعر الفائدة. واحتمالات التعرض للمخاطر جانب طبيعي للقيام بالأعمال، ولا يمكن إلغاؤه بدون زيادة مفرطة في تكاليف الوساطة المالية. وعلى أفضل تقدير، فستحملها المؤسسات الأكثر قوة بالنسبة للمخاطر التي تترتب عليها.

### الاختيارات الصعبة للسياسة النقدية

وفي حالتنا الثانية: فإن انفتاح حساب رأس المال وتكامل الأسواق المالية يجعلان إدارة السياسة المالية أمرا أكثر تعقيدا، خاصة إذا كان البلد (مثل كثير من اقتصادات الأسواق الناهضة) يشهد تغيرات أساسية حقيقية (هيكلية) مهمة. وتحبذ الحكمة التقليدية نظام استهداف التضخم بسعر صرف معوم، والذي يتمتع حقا بمزايا هي: إعفاء السلطات النقدية من المسؤولية الرسمية عن النمو والبطالة. وعدم وجود ضمانه لسعر صرف ضمني يشجع على التعرض غير الحكيم لمخاطر العملات الأجنبية. ونتيجة لهذا، يقل احتمال ظهور شرك «الخوف من التعميم» (عند تراكم التعرض لمخاطر النقد الأجنبي في ظل نظام سعر صرف ثابت أو شبه ثابت تقاوم فيه السلطات إجراء تخفيض في قيمة العملة). والبدل هو اتباع نظام ربط جامد مع استراتيجية للخروج تحظى بثقة تامة - مثل الربط باليورو بسعر موثوق به مثل السعر النهائي لدخول منطقة اليورو. ومع ذلك، استمر بعض البلدان في اختيار استراتيجيات مخصصة للتدخل بوجهها مزيد من العوامل، بما في ذلك المتطلبات المتنافسة للأهداف التجارية المركنتالية والرغبة في الحد من عرض النقود.

وتمثل الصعوبة مع أي من هذه الاستراتيجيات في أنها لا تذكر شيئا عن مشكلة ضخمة محتملة: وهي أن التعديلات في المحفظة الدولية يمكن أن تولد تحولات هائلة في حساب رأس المال قد تقوض الأهداف المحلية. ومن المفيد أن نبدأ بتعميمين:

● من غير المحتمل أن تصطبغ التغيرات في أسعار الفائدة لأغراض تحقيق التثبيت المحلي في نفس الوقت بتغيرات في علاوات المخاطر أو توقعات سعر الصرف؛ ومن ثم فإنها قد تحت على القيام بتعديلات فعلية أو أولية ضخمة في المحفظة يمكن أن تغرق سياسة التثبيت المحلية.

● غالبا ما يبدو سلوك علاوات المخاطر وتوقعات سعر الصرف هوائيا بصورة كلية وغير قابل للتنبؤ به من جانب السلطات النقدية المحلية. ولهاتان النقطتان تداعيات على السياسات في كثير من البلدان - انظر مثلا، مقال «مأزق توسوفسكي» (التمويل والتنمية سبتمبر ٢٠٠٢). الذي حل مشاكل السياسة النقدية في البلدان الأكثر تقدما التي تمر بمرحلة انتقال وسط أوروبا وشرقها. إلا أن حالة أيسلندا في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٦ تقدم تصويرا مفحما عن كيف يمكن للتفاعل بين التطورات الدورية المحلية، والسياسة النقدية، والأسواق المالية العالمية أن تمارس تأثيرا مزعزا للاستقرار (انظر الإطار).

وكما تبين، فقد استتارت الزيادة المعقولة تماما في أسعار الفائدة المحلية

في سياق أسواق رأس المال السائلة العالية والسياق النهم لاقتناص العوائد الأعلى - تدفقات رأسمالية حاشدة على الداخل، وتوسعا مثير في الائتمان المصرفي، وانقلابا في حساب رأس المال في نهاية المطاف. وحتى عندما تكون هذه العلاقات مفهومة جيدا من الناحية القطرية، فإن من الصعب إدارة سياسات عندما تزيد تدفقات ضخمة من رأس المال إمكانية حدوث تقلبات ضخمة في أسعار الصرف و/أو أسعار الفائدة. ولحسن الحظ، ففي أيسلندا، جعل السلوك الساعي إلى التغطية والميزانيات السليمة بصفة عامة النظام المالي قويا نسبيا في مواجهة الصدمات.

إلا أن المشكلة تصبح حادة بالنسبة للسياسة النقدية في مثل هذه الحالات. فإذا افترضنا أن السلطة النقدية المحلية تريد أن تهدئ من تضخم الاقتصاد - أي رفع أسعار الفائدة بما يتسق مع نظام استهداف التضخم. وإنها تقرر، على أساس مجموعة وافية من الأدلة التجريبية، ضرورة زيادة سعر الفائدة بنسبة ١

### أيسلندا تتحمل عصبية الأسواق

في بداية عام ٢٠٠٣، طفت المشروعات الاستثمارية الضخمة في أيسلندا التي قامت على أساس وفرة الطاقة الرخيصة، تضيق أسواق العمل، وتسهم في تقوية الطلب العام، وتوسيع فجوة العجز في الحساب الجاري - على الرغم من أنه كان من المتوقع منها أن تولد النمو وتحديث بعض الزيادة في قيمة العملة. ومع التشدد في السياسة استجابة للطلب القوي، ارتفعت أسعار الفائدة وحدث قدر كبير من الارتفاع المرجح بالتجارة في الكرونا الأيسلندية.

واستغلت البنوك الأيسلندية الفرق في سعر الفائدة بالاقتراض باليورو، وتغطية انكشافها، والاقتراض بالكرونا. كذلك اجتذب هذا المزيج من ارتفاع قيمة العملة، وأسعار الفائدة المرتفعة، وجودة التصنيف الائتماني - صنف الائتمان السيادي بالمرتبة أ ثلاثية - مستثمري المحافظ الأجانب، الذين قاموا بتمويل مراكزهم طويلة الأجل المقومة بالكرونا، عن طريق الاقتراض بالعملة ذات العائد الأقل - «تجارة الترحيل». (وقد تفاقم ذلك من جراء المبتكرات المالية - أي إصدار سندات اليورو المقومة بالكرونا في الخارج - «سندات جبال الجليد») من قبل المؤسسات الأجنبية التي قاومت التزاماتها المقومة بالكرونا بالتزامات البنوك الأيسلندية المقومة باليورو. وبلغت فروق العائد بما فيها تسويات سعر الصرف نحو ٩,٢٥ في المائة في عام ١٩٧٣، و٧,٥ في المائة في عام ٢٠٠٤، و١٨ في المائة في عام ٢٠٠٥.

ومع التدفق القوي للأموال للبنوك التجارية وبحثها عن سبل جديدة للاقتراض، شجعت تغييرات السياسة البنوك في منتصف ٢٠٠٤ على البدء في التنافس المباشر مع صندوق تمويل الإسكان الذي تديره الحكومة على حقوق الرهن الأولى. وتمكنت البنوك من تقديم شروط أفضل مما يقدمه صندوق الإسكان، ونما إقراضها إلى الأسر المعيشية بنسبة ٩٨ في المائة في عام ٢٠٠٤، مما أشعل الارتفاع السريع في أسعار الإسكان وما صاحبه من انسحاب أسهم رأس مال الإسكان من خلال عمليات إعادة التمويل. ودعم هذا ارتفاعا سريعا في الاستهلاك المحلي، مما زاد اتساع عجز الحساب الجاري. لقد كانت التغيرات المالية ضخمة في أيسلندا، وارتفع الدين الخارجي بشدة. وبلغ اقتراض القطاع الخاص بثلاثة أمثال ما كان عليه بين ٢٠٠٣ و٢٠٠٦، مع زيادات ضخمة في ديون كل من القطاع العائلي وقطاع الشركات. وارتفعت أسعار العقارات والأسهم بسرعة، مع ارتفاع تقييمات سوق الأوراق المالية بنحو أربعة أمثالها فيما بين منتصف عام ٢٠٠٣ ونهاية عام ٢٠٠٥. وقد أدى ذلك كله، في نهاية الأمر، إلى عصبية شديدة في الأسواق، وإلى ضغوط على العملة وأسعار الأسهم في ربيع وصيف عام ٢٠٠٦.



أما في أوضاع أسعار الصرف المعومة مع استهداف التضخم، فإن تفسير هوية الميزانية تغدو أكثر تعقيدا إلى حد ما - حتى مع التكامل المحدود لسوق رأس المال - فعلى سبيل المثال، فإنه إذا استخدمت السلطات التدخل بالعملة الأجنبية للحد (على نحو يفترض أن يكون مؤقتا) من تخفيض قيمة العملة في بدايته (خوفا من الآثار التضخمية)، فإن الحد الأدنى لصافي الأصول الأجنبية سيحد من نطاق التدخل، كما يحد سقف صافي الأصول المحلية من نطاق تعقيم آثاره النقدية. والمؤكد، أنه ربما يكون من المعقول التدخل لمقاومة ضغوط التخفيض قصيرة الأجل للعملة، وتعقيم هذا التدخل. ولكن إذا ما ثبت أن قوى تخفيض سعر العملة تبقى وقتا طويلا، تظهر نقطة تتعرض عندها استراتيجية التدخل - التعقيم للتساؤل - ويمكن لقيود الهوية البسيطة للبرمجة المالية أن تساعد في تحديد هذه النقطة وطرح الأسئلة الملائمة على العن.

ولكن يجب أن يؤخذ في الاعتبار مدى زيادة تعقد إطار البرمجة المالية في حالة التكامل التام مع الأسواق المالية العالمية. إذ سيصبح من الصعب لأقصى حد التنبؤ بصافي الأصول الأجنبية و/أو أسعار الصرف، مع التقلبات التي تسيطر عليها ظروف سوق رأس المال. وإذا كان صافي الأصول الأجنبية مثبتا بدرجة أو أخرى بالهدف الحريص لتغطية الالتزامات قصيرة الأجل بالنقد الأجنبي، فإن قفزة في علاوة المخاطر على العملة، ستسفر عن توليفة ما من عملة مخفضة القيمة وأسعار أعلى للفوائد. ويؤثر هذا على مركز السيولة في النظام المالي إذا كان منخرطا في تحويل آجال الاستحقاقات بالعملة الأجنبية، ويؤثر على الملاءة المالية للنظام المالي إذا كانت لديه قروض بالعملة الأجنبية تم تقديمها دون تغطية إلى مقترضين محليين، ويؤثر على استدامة مركز الدين الحكومي، واستدامة مراكز الدين للشركات غير المصرفية والقطاع العائلي. وكل هذه الآثار أو بعضها يمكنها أن تستحث اللجوء إلى البنك المركزي - للحصول على النقد الأجنبي أو من أجل التوسع الائتماني الإضافي - وتقوض نزاهة السياسة النقدية.

وفي الوقت الذي يظهر فيه أي من هذه الآثار في حسابات البنك المركزي، سيكون الضرر قد وقع، وربما يصبح غير قابل للإصلاح. وهكذا، فإننا ننقل من عالم بسيط به حساب رأسمالي مغلق إلى عالم معقد مليء باحتمالات التعرض للمخاطر، والحوادث المنشئة - أي إلى عالم من الحالة الأولى التي سبق الحديث عنها. وفي هذا العالم، فإن الأمر يتطلب أن تكون البيانات أكثر دقة وانضباطا، ويكفي أن تكون هناك نماذج من التحليلات واسعة الخيال تستشرف المستقبل. وسيكون هذا عالما نحتاج فيه إلى تحديد احتمالات التعرض للمخاطر وتقدير احتمالات وقوع الأزمات وتقييم احتمالات وقوع الأزمات من خلال تحليل كافة السيناريوهات التي يحتمل أن تتضمن أحداثا منشطة لاحتمالات غير مؤكدة.

### وباختصار ...

إن الحالات الثلاث التي تم وصفها في هذا المقال معقدة وتظهر أنه ليست هناك إجابات سهلة. إلا أنها تشير إلى الطريق نحو تحليل أفضل للاقتصاد الكلي في هذا العالم من النظم المالية العالمية وأسواق رأس المال الذي ترتفع فيه درجة عدم القدرة على التنبؤ. وهذا هو العالم الذي يحتاج فيه ممارسو الاقتصاد الكلي إلى التفكير السباق العميق عن الأحداث التي يمكن حدوثها في المستقبل. ومن ثم يتعين عليهم أن يكونوا على وعى باحتمالات التعرض للمخاطر والأحداث القادرة على إشعال الأزمات، والسياق العالمي الذي يجب على السياسة النقدية المحلية أن تعمل فيه، والكيفية التي تؤثر بها التحولات تقديرات المخاطر، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، على المركز المالي للحكومات والبنوك وغيرها من أطراف القطاع الخاص. ■

ليزلي ليبشيزن مدير معهد صندوق النقد الدولي.

في المائة. ولكن بالنسبة للنظام المرن لسعر الصرف، فإن الأثر الانكماشى لهذا التحول في سعر الفائدة سيعتمد بشكل حاسم على التغيير في سعر الصرف الذي يستحقه - أن زيادة قدرها نقطة مئوية واحدة دون تغير في سعر الصرف تختلف اختلافا شديدا عن تلك التي يصبحها ارتفاع بنسبة ١٠ في المائة في قيمة العملة. فضلا عن هذا، فإنه بقدر ما تعتمد آثار ذلك على المحفظة، على القرارات التي يتم اتخاذها في نيويورك أو لندن أو فرانكفورت وتستند علاوات العملات الأخرى وتعرضها لمخاطرها، لا تتوافر للسلطات النقدية المحلية وسيلة للتنبؤ بالنتائج. وأفضل مسار للعمل يمكن للبلد اتخاذه في هذه الظروف الصعبة - على الرغم من أن ذلك لن يبدو مثل روثة للسياسة - هو المضي ببطء، مراقبة الأسواق باستمرار، والبقاء على وعى تام باحتمالات المخاطر الأساسية.

### اقتفاء أثر برامج التثبيت

وأخيرا، لننظر في برامج التثبيت الخاصة بالبلدان ذات الأسواق المالية المتكاملة عالميا. ففي رصد هذه البرامج - التي تذكر تفصيلا السياسات التي تطبقها البلدان للتثبيت الاقتصادي الكلي - يستخدم كل من صندوق النقد الدولي وكثير من السلطات القومية غالبا ضربا ما من إطارات البرمجة المالية يقوم على أساس ميزانية البنك المركزي أو الميزانية الموحدة للجهاز المصرفي. وتبدو ميزانية البنك المركزي كما يلي:

الأصول	الالتزامات
صافي الأصول الأجنبية	القاعدة النقدية
صافي الأصول المحلية	
الائتمان الخاص	
صافي الائتمان الحكومي	
صافي البنود الأخرى	

والهوية المحاسبية المستمدة من ميزانية البنك المركزي وسيلة تنظيمية مفيدة، واختيار للاتساق. ويعرف صافي الأصول المحلية بأنه مجموع الائتمان الخاص والائتمان الحكومي وصافي البنود الأخرى؛ بينما تعرف القاعدة النقدية بأنها إجمالي صافي الأصول المحلية وصافي الأصول الأجنبية. وعادة ما يوفر إطار البرمجة المالية حدا أدنى لصافي الأصول الأجنبية وحدا أعلى لصافي الأصول المحلية.

وفي الأيام الخوالي لأسعار الصرف الثابتة، والحسابات المغلقة تقريبا لرأس المال، كانت هذه الوسيلة التنظيمية بسيطة بشكل رائع. فقد كانت لدينا فكرة ما عن رصيد صافي الأصول الأجنبية الذي كان متسقا مع السياسة الحكيمة والتنبؤ المعقول بتدفقات الحساب الجاري، ولهذا، ففي ضوء تقدير الطلب على النقود من تدرجاتنا للقياس الاقتصادي يمكن أيضا أن نحصل على تقدير معقول للمعدل الملائم من التوسع الائتماني، وتخصيصه بين الحكومة والقطاع الخاص، يتسق مع تحقيق معدلات معقولة والتضخم. وبالطبع، فإننا قد نخطئ في وضع معادلة الطلب على النقود - أي وضع تقديرات أعلى أو أقل لمعدل التوسع في عرض النقود تتسق مع أهدافنا المحددة للدخل والتضخم - لكن ربما يمكننا إصلاح ذلك باستعراض البرنامج. وإذا كان التضخم والدخل في المسار السليم تقريبا، ولكن كان التوسع الائتماني أكثر سرعة بدرجة ملحوظة عما هو مستهدف، وكان مركز صافي الأصول الأجنبية أكثر قوة مما كان مستهدفا، فإن هذا سيمثل دليلا بديهيا على وجود طلب أقوى مما هو مقدر على النقود، ويمكننا أن نقوم بتعديل الحد الأعلى لصافي الأصول المحلية.

# الوجه المتغير للمستثمرين

تداعيات الارتفاع  
الحاد لتدفقات رأس  
المال على الاستقرار  
المالي

أحد الموظفين يصرخ في بورصة شيكاغو التجارية.

سيليا بازارباشيوجلو، مانجال جوسوامي، وجاك رى  
Ceyla Pazarbaşıođlu, Mangal Goswami, and Jack Ree

وقد أسهم احتشاد هذه العوامل، وما صاحبه من نمو سريع في الأصول الخاضعة للإدارة يفوق الأصول المحلية المتاحة، في ارتفاع التدفقات عبر الحدود. وشجع انخفاض علاوات المخاطر على أصول المستثمرين على أن يغامروا في مجالات أدنى على منحنى الائتمان للبحث عن عوائد أفضل. كما صاحب هذه التطورات توفير فعالية المالية بالاقتراض وتحمل ارتفاع المخاطر.

ويعتبر تحليل التغيرات في القاعدة الدولية للمستثمرين وسلوكياتهم في تخصيص الاستثمار أمرا أساسيا لفهم تراكم مواطن القوة والضعف في الأسواق المالية الدولية. ولا تؤثر القرارات التي يتخذها المستثمرون بشأن المكان الذي

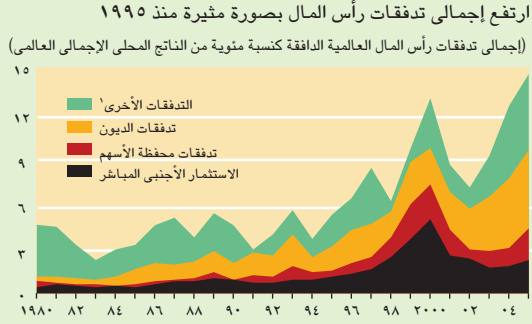
خلال العقد الماضى، ارتفع تراكم الأصول عبر الحدود بصورة مثيرة. وبعد فترة اتسمت بالتقلبات المحدودة نسبيا في خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩٥، ارتفعت التدفقات العالمية عبر الحدود إلى ثلاثة أمثال ما كانت عليه لتبلغ ٦,٤ تريليون دولار، وهو ما يناهز ١٤,٥ في المائة من الناتج المحلى الإجمالى للعالم فى عام ٢٠٠٥ (انظر الشكل ١). ويعزى قدر كبير من هذا التحرك إلى عدد من الاتجاهات. إذ يزداد تنوع الاستثمارات عبر الحدود، كما أن أسواق رأس المال العالمية تغدو أكثر تكاملا نتيجة للتحرير والتقدم التكنولوجى، ويوفر المناخ الاقتصادى الحالى كثيرا من فرص النمو حول العالم.

فى



شكل ١

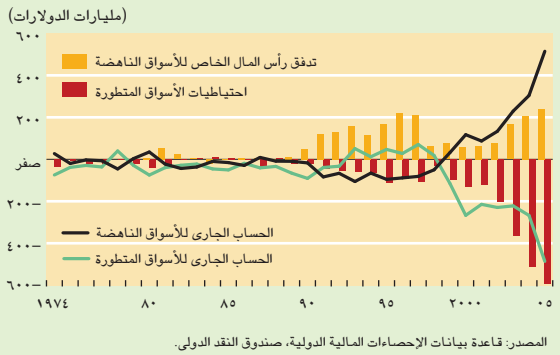
### ذرى جديدة



شكل ٢

### صورة المرآة

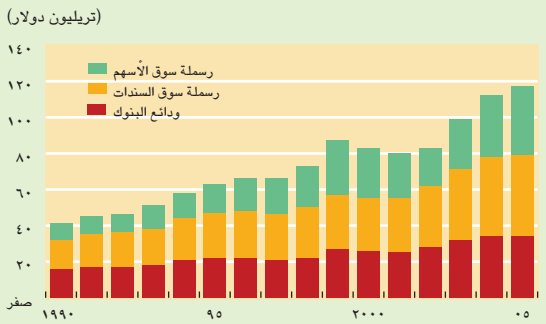
يتدفق رأس المال الخاص من الأسواق المتطورة إلى الأسواق الناهضة بينما يتدفق رأس المال الرسمي في الاتجاه العكسي.



شكل ٣

### الأسواق الآخذة في التوسع

شهدت أسواق السندات والأسهم نمواً غير مسبوق في خلال السنوات الخمس عشرة الماضية



يخصصون أصولهم له على أسعار الأصول المالية فحسب، بل له أيضا تداعيات واسعة المدى على الأداء الاقتصادي والرفاهة في مختلف البلدان. وقد أدى حجم هذه التدفقات عبر الحدود وسرعة خطى الابتكار إلى إثارة القلق بشأن الاستقرار المالي، حيث تتذكر البلدان أن فترات الازدهار الماضية في الاستثمارات المالية تبتعتها الأزمات. وعلى الرغم من الإقرار بصعوبة تفكيك الروابط المعقدة وشبكات المستثمرين حول العالم، فإن هذا المقال يحاول تصوير التغيرات الأساسية الرئيسية في القاعدة العالمية للمستثمرين وتقدير التداعيات على الاستقرار المالي.

### من أين تأتي الأموال؟

ما زالت بلدان الأسواق المتطورة هي المورد المسيطر لإجمالي تدفقات رأس المال، التي تحركها التدفقات فيما بين البلدان الأوروبية عبر الحدود، تليها الولايات المتحدة واليابان. وقد سهل تكامل الاتحاد الأوروبي الألفية المالية داخل القارة، مما زاد في نصيب أوروبا في التدفقات العالمية عبر الحدود من ٥٠ في المائة في ١٩٩٦ إلى نحو ٧٠ في المائة في عام ٢٠٠٥. والواقع، أنه نظراً لأن البلدان الأعضاء في منطقة اليورو تستثمر على نحو غير متكافئ في بعضها بعضاً بالنسبة للثنائيات من البلدان الأخرى، يوجد قدر كبير من الإثبات التجريبي للتحيز لمنطقة اليورو في محافظ السندات (لين، ٢٠٠٦). وقد هبط مركز دول آسيا المتقدمة باعتبارها مورداً رئيسياً لإجمالي تدفقات رأس المال، بعض الشيء، وعلى الرغم من استمرار ضخامة حجم التدفقات اليابانية، فقد أخذت تفقد مكانتها عبر العقد المنصرم. ومع ذلك، فإن إسهام آسيا في التدفقات عبر الحدود - من الاقتصادات الناهضة، والاقتصادات حديثة التصنيع (هونغ كونج، وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية) والبلدان المنتجة للبتترول - ارتفع بشكل كبير منذ عام ٢٠٠٠.

ويكشف فحص الاتجاهات في صافي تدفقات رأس المال، عن تحول ملحوظ في تركيب الميزانية العالمية، ويلقى ضوءاً مركزاً على اختلال موازين المدفوعات العالمية. والأكثر وضوحاً هو أن بلدان الأسواق الناهضة كجماعة، أصبحت مصدراً صافياً لرأس المال، وتمثل طبقة مهمة من المستثمرين في الأسواق المتطورة، خلال السنوات الخمس الماضية (انظر الشكل ٢). وتنعكس التدفقات الخارجية منها فجوة التمويل الخارجي للولايات المتحدة. بيد أن هذا التحرك لرأس المال من الأسواق الناهضة إلى الأسواق المتطورة يمر أساساً من خلال قنوات احتياطيات البنوك المركزية الآسيوية، ومن خلال صناديق الثروة السيادية، وخاصة بالنسبة للبلدان المصدرة للبتترول (مثل تلك التي تديرها هيئة أبو ظبي للاستثمار، وهيئة الاستثمار الكويتية، وغيرهما). إلا أن رأس المال الخاص يتدفق أيضاً من الأسواق المتطورة إلى الأسواق الناهضة نظراً لأن مؤسسات الاستثمار والبنوك والشركات تخصص على نحو متزايد أصولها المالية المتنامية للاستثمار عبر الحدود لتنويع العوائد المصححة لمراعاة المخاطر وتعزيزها.

وقد أدت الظفرة في أموال المؤسسات إلى ازدهار تدفقات رأس المال خلال العقد الماضي. وحدث معظم أكبر نمو في تدفقات المحفظة، وبصفة رئيسية الديون، وفي العمليات المصرفية عبر الحدود. وأدت هذه التدفقات الوافدة، التي اقتربت بارتفاع في قيمة أسعار الأصول ويسرتها المبتكرات المالية في أسواق المشتقات، إلى نمو غير مسبوق في الأسواق المالية وتعميقها. وأصبح حجم الأسواق العالمية للأسهم والسندات الآن ضعف المستوى العالمي للناتج المحلي الإجمالي، بحيث بلغت رسملة الأسواق العالمية للأسهم ٣٨ تريليون دولار في عام ٢٠٠٥ مقابل ٤٥ تريليون دولار لأسواق السندات (انظر الشكل ٣).

الثراء الكبير. وعلى الرغم من صغر حجم الأصول التي تديرها صناعة صناديق التغطية عن تلك التي تديرها مؤسسات الاستثمار الأخرى، فقد نمت من ٣٠ مليار دولار في ١٩٩٠ إلى ما يزيد على ١,٤ تريليون دولار في ٢٠٠٥. ويدار معظم هذه الصناديق من الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة التي تمثل معظم حصة أوروبا (انظر الشكل ٥). فعلى سبيل المثال، زاد صندوق معاشات المملكة المتحدة بشكل ملحوظ مخصصاته لصناديق التغطية في ٢٠٠٤ (يو بي اس، ٢٠٠٥).

وفي الأسواق الناهضة، أصبحت البنوك المركزية وصناديق الثروة السيادية قوى فاعلة رئيسية في تخصيص رأس المال عبر الحدود، مع وجود تركيز رئيسي لذلك في أسواق الولايات المتحدة. وقد زاد حجم سندات الخزنة في الولايات المتحدة المملوكة للأجانب على ثلاثة أمثال ما كان عليه خلال العقد الماضي، وقد أسهمت عمليات الشراء التي قامت بها مؤسسات أجنبية رسمية في هذا التراكم بشكل ملحوظ. وسجلت الصين أضخم المكاسب، إذ زادت من حيازتها بنسبة ٥٠ في المائة خلال بضع السنوات الماضية لتصبح ثالث أضخم مستثمر. وبنهاية عام ٢٠٠٥، قدر أن المؤسسات الأجنبية الرسمية تحوز أكثر من ٥٠ في المائة من كافة ما يملكه الأجانب من الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل.

### التطلع إلى الخارج

اصطحبت الزيادة في الأصول التي تديرها مؤسسات الاستثمار في الأسواق المتطورة بزيادة في تخصيص الأصول عبر الحدود، واتجاه هبوطي في التحيز للوطن. ويبرز التحيز الوطني من ملاحظة أن الأوزان في المحافظ الدولية تتجه نحو التحيز للوطن الأم. (فرنش وبوتيربا، ١٩٩١ أيلول، ٢٠٠٦).

وقد زادت محفظة الأصول العابرة للحدود كحصة من إجمالي الأصول التي تديرها بلدان الأسواق المتطورة بشكل حاد في خلال السنوات الخمس الماضية أو ما إلى ذلك، وهيمنت عليها مؤسسات الاستثمار. وفي خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٥، حدثت زيادة تراكمية في أصول المحفظة العابرة للحدود بما يربو على ١٠٠ في المائة، وبلغت ما يناهز ١٩ تريليون دولار. كما نمت أصول المحفظة العابرة للحدود من الولايات المتحدة من ٢,٣ تريليون دولار إلى ٤,٦ تريليون دولار في خلال الفترة نفسها، أما تلك الآتية من اليابان فقد ارتفعت بمبلغ ٠,٦ تريليون دولار لتبلغ ٢,١ تريليون دولار في عام ٢٠٠٥. وشهدت أوروبا أكبر

وبعيدا عن أموال المؤسسات وتمويل البنوك، انتعش الاستثمار الأجنبي المباشر التابع من بلدان الاقتصادات المتطورة جزئيا منذ انفجار فقاعة الاتصالات الإلكترونية، وأخذت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الأسواق الناهضة تتزايد، إلا أنها ظلت مركزة إلى حد كبير، وتمثل الصين ما يناهز ٥٠ في المائة من تدفقات الأسواق الناهضة منذ عام ٢٠٠٢. ومن بين الأسواق الناهضة تعد بلدان آسيا - والمحيط الهادئ والدول الأوروبية الناهضة المتلقى الرئيسي للاستثمار الأجنبي المباشر، بينما هبطت التدفقات الوافدة إلى أمريكا اللاتينية، التي تسيطر عليها البرازيل، منذ عام ٢٠٠٠.

### كيف تتغير قاعدة المستثمرين؟

اصطحب النمو السريع في التدفقات عبر الحدود بتغيرات في قاعدة المستثمرين أشعلتها اتجاهات ثلاثة رئيسية: النمو الاستثنائي في الأصول الخاضعة لإدارة مؤسسات الاستثمار، والنمو السريع في صناديق التغطية، وصعود البنوك المركزية للأسواق الناهضة وصناديق الثروة الحكومية باعتبارها قوى فاعلة أساسية.

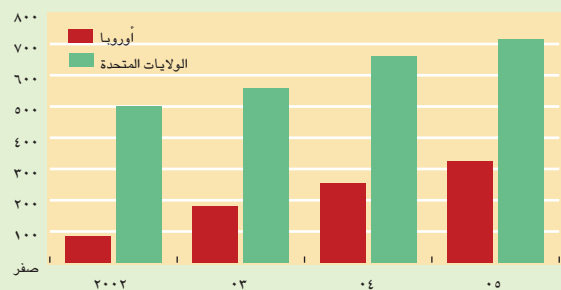
وقد حدثت زيادة حادة في الأصول الموجودة تحت إدارة مؤسسات الاستثمار التقليدية في الأسواق المتطورة (صناديق المعاشات، وشركات التأمين وصناديق الاستثمار). وقد نمت الأصول الموجودة لدى هؤلاء المستثمرين من نحو ٢١ تريليون دولار في عام ١٩٩٥ إلى نحو ٥٣ تريليون دولار في عام ٢٠٠٥، بما في ذلك الولايات المتحدة التي تمثل نحو النصف، والاتحاد الأوروبي الذي يمثل أكثر من ربع هذا الحجم (انظر الشكل ٤). وتمثل صناديق المعاشات في الولايات المتحدة شريحة كبيرة من قاعدة الأصول - في حين أنه باستثناء أيرلندا وهولندا والمملكة المتحدة - فإن الحصة التي تملكها أوروبا صغيرة نسبيا. بيد أن صناديق الاستثمار المشترك وشركات التأمين تشكل حصة رئيسية من الأصول المؤسسية سواء في الولايات المتحدة أو في أوروبا.

وتمثل اتجاه رئيسي آخر في النمو السريع لصناديق التغطية. فقد تضاعف عدد صناديق التغطية (باستثناء الصناديق التابعة) من ٥٣٠ صندوقا في ١٩٩٠ إلى أكثر من ٦٧٠٠ صندوق في ٢٠٠٥. وكانت التدفقات الداخلة إلى صناديق التغطية قوية جدا منذ ٢٠٠٢، وكان المحرك لها هو التوسع المتزايد في قاعدة المستثمرين لاجتذاب مؤسسات الاستثمار جنبا على جنب مع الأفراد من ذوي

### شكل ٥ الأصول المتنامية

طففت صناديق التغطية تغدو أكثر شعبية لدى مجموعة أوسع نطاقاً من المستثمرين

(الأصول المدارة، مليارات الدولارات)

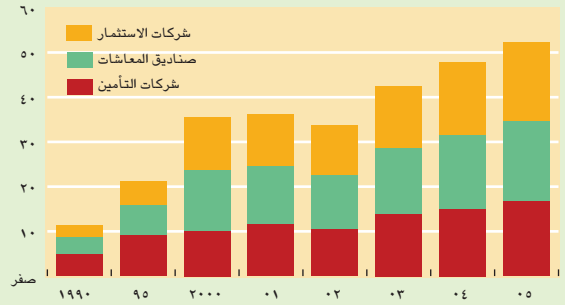


المصدر: Eurohedge, Hennessee Group LLC.

### شكل ٤ حقائب النقود

ارتفعت الأصول التي تديرها مؤسسات الاستثمار في البلدان الصناعية بشكل حاد

(أصول مؤسسات الاستثمار في الأسواق المتطورة، تريليون دولار)



المصدر: الخدمات المالية الدولية، لندن؛ منظمة التعاون والتنمية في المجال الاقتصادي؛ وتقديرات هيئة موظفي صندوق النقد الدولي.





إلى أعلى، مع قيام مؤسسات الاستثمار مثل صناديق معاشات الولايات المتحدة بإضافة سوق الدين الخارجي لمقياس تخصيص المحفظة فيها.

وقد استندت نظرة المستثمرين لمدى تطور طبقات الأصول في الأسواق الناهضة إلى الأسس الائتمانية المحسنة، وزيادة مرونة نظم أسعار الصرف، وارتفاع تغطية الاحتياطيات، والتعزيز الهيكلي الناشئ من اقتراب الدول الأوروبية الناهضة إلى مستويات الاتحاد الأوروبي، وشفافية المعلومات الآتية من بلدان الأسواق الناهضة (بيو واوزوان، ٢٠٠٦). وقد أسفرت التغييرات عن تدفق استراتيجي وافر أعلى لهذه الطبقة من الأصول. والواقع، أن الأصول التي كانت تحت إدارة صناديق الأسواق الناهضة مقيسة بالنسبة بمؤشرات سوق السندات في الأسواق الناهضة، زادت من ٢٧ مليار دولار في أواخر عام ٢٠٠٠ إلى نحو ٢٣٠ مليار دولار في منتصف عام ٢٠٠٦. وينزع هؤلاء المستثمرون الاستراتيجيون إلى الشراء والحيازة وفعاليتهم المالية منخفضة أو غير قائمة لأنهم يهدفون إلى حد كبير إلى تنسيق آجال التزاماتهم الأطول أجلا.

وقد ازداد تذبذب صافي وإجمالي تدفقات رأس المال بدرجة كبيرة خلال العقد الماضي، سواء في الأسواق المتطورة أو في بعض الأسواق الناهضة، على الرغم من تحسن قدرة صمود معظم بلدان الأسواق الناهضة على مواجهة الصدمات. والواقع أن زيادة تذبذب تدفقات رأس المال عبر الحدود إلى معظم بلدان الأسواق الناهضة، عندما يتم تصحيحه لمراعاة الزيادة في الاحتياطيات من العملة الأجنبية، تظهر هبوطا ملموسا من ١٩٩٦ وحتى ٢٠٠٥.

وقد شهد تذبذب أسعار الأصول انخفاضا طويلا في جميع طبقات الأصول بالنسبة للسندات والأسهم والنقد الأجنبي. واعتدل كل من التذبذبات المدركة والضمنية بصورة كبيرة في عدد من الأصول في الأسواق المتطورة. كما اتبعت أصول الأسواق الناهضة هذا الاتجاه نفسه. وعلى الرغم من أن مثل هذه الظاهرة يمكن، وفقا لما ذكره بين برنانك رئيس مجلس بنك الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة، أن تعزى إلى «الاعتدال العظيم»، إلا أن الأمر مازال يتطلب اختبار مدى قابليتها للاستمرار في بيئة أقل اعتدالا.

سيليا بازارباشيوجلو تعمل رئيسة شعبة، كما يعمل مانجال جوسوامي خبيرا اقتصاديا، ويعمل جاك رى اقتصاديا أقدم في دائرة الأسواق المالية والنقدية بصندوق النقد الدولي.

اعتمد هذا المقال إلى حد كبير على تقرير الاستقرار المالي العالمي الذي سيصدره صندوق النقد الدولي (في أبريل ٢٠٠٧)، والذي يتضمن فصلا يحلل نمو تدفقات رأس المال الدولية، وتوسع قاعدة المستثمرين، وتداعيات ذلك على الاستقرار المالي.

المراجع:

Aurélio, Marcela Meirelles, 2006, "Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad," Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, Third Quarter, pp. 5-32.

Byun, Jennie, and William Oswald, 2006, "Emerging Markets External Debt as an Asset Class" (New York: JPMorgan).

French, Kenneth, and James Poterba, 1991, "Investor Diversification and International Equity Markets," American Economic Review, Vol. 81 (May), pp. 222-26.

Lane, Philip, 2006, "Global Bond Portfolios and EMU," International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), pp. 1-23.

UBS, 2005, Pension Fund Indicators (New York).

هبوطا ملحوظ في التحيز للوطن عندما ازدادت أصول المحفظة العابرة للحدود بمبلغ ٦,١ تريليون دولار في خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٥. بيد أن حصة ضخمة من هذا الهبوط حدثت في نطاق أوروبا المتقدمة، نظرا لأن قاعدة المستثمرين بها فضلت الاستثمار في نطاق القارة الأوروبية والمملكة المتحدة. كما استمر تزايد تدفقات المحفظة عبر الحدود من العائلات اليابانية منذ عام ٢٠٠٠، من خلال قنوات صناديق الاستثمار المشترك اليابانية. وطفقت مؤسسات الاستثمار مثل صناديق الاستثمار المشترك وصناديق المعاشات من دول الأسواق المتطورة، تزيد استثماراتها في الأسواق الناهضة.

## «إن فترة التذبذب المنخفض وعلاوات الائتمان القليلة قد تخفي انكشافا جديدا للأخطار ومخاطر جديدة، مثل ازدياد النشاط في أصول بديلة أقل سيولة نسبيا، وهو ما يزيد من دواعي القلق بشأن الاستقرار المالي»

وقد كان الدافع وراء الانخفاض في التحيز للوطن نتيجة لعوامل هيكلية إلى جانب عوامل دورية. كما كان التنوع الحاز الغالب لمعظم مؤسسات الاستثمار. كذلك أسهمت التغييرات التنظيمية والمحاسبية في صناديق المعاشات في التحول الذي حدث في قرارات المستثمرين بشأن تخصيص الأصول. وعلى وجه الخصوص، كان هؤلاء المستثمرون يسعون ليس فقط إلى تنوع استراتيجيات الاستثمار التي لا تساير بدرجة أكبر التزاماتهم بل كانوا يسعون أيضا لتحقيق أكبر عائد مصحح لمراعاة المخاطر.

### التداعيات على الاستقرار العالمي

إن لتدفقات رأس المال عبر الحدود والتغير في قاعدة المستثمرين تداعيات مهمة على الاستقرار المالي، إلا أن هناك إيجابيات وسلبيات. إذ أن أكثر تنوعا على النطاق العالمي من المستثمرين يمثلون أنواعا مختلفة من المؤسسات وبلداننا مختلفة، يقل احتمال معاناتها من صدمات متماثلة، ومتزامنة وضخمة، ومن ثم قد تكون أكثر قدرة على إدارة المخاطر، وامتصاص الصدمات في خلال فترة الكساد. ومن ناحية أخرى، فإن فترة من التذبذب المنخفض وعلاوات الائتمان القليلة قد تخفي وراءها انكشافا جديدا للأخطار ومخاطر جديدة مثل ازدياد النشاط في أصول بديلة أقل سيولة نسبيا، وهو ما يزيد من دواعي القلق بشأن الاستقرار المالي. ويتفاقم هذا القلق من خلال زيادة الفاعلية المالية للمشاركين في السوق وكيفية تنفيذ خطط مواجهة مثل هذه الأوضاع في ظل الإكراه بالتهديد.

وقد ساعدت الطفرة الكبيرة في تدفقات رأس المال عبر الحدود من الأسواق المتطورة في توسيع قاعدة المستثمرين بالنسبة للسوق الناهضة للحصول على الدين الخارجي الحكومي، وهو ما أدى إلى الاستقرار وانخفاض التذبذب في هذه الطبقة من الأصول في خلال السنوات الخمس الأخيرة وهو ما تعكسه العلاوات العالمية لمؤشر السندات في الأسواق الصاعدة لبنك جي بي مورجان تشينز للأسواق الناهضة. وقد شهدت أسعار الفائدة في الأسواق الصاعدة تحولا هيكليا

# 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

للوليايات المتحدة باعتباره وسيلة كفوّة للتكيف مع التحول فى 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 فى نظمها المالية المحلية، أوكلت الاقتصادات الناهضة وظيفة الوساطة المالية للخارج، فأعطتها إلى أسواق رأس المال الأعلى كفاءة فى الولايات المتحدة. وينظر إلى كل هذا باعتباره متسقا مع المحافظة على ارتفاع النمو العالمي والاستقرار المالي.

وتختلف رؤية أنصار دورية التغييرات اختلافا شديدا عما تقدم. فبالنسبة لهم، فإن العجز الكبير فى الحساب الجارى للولايات المتحدة ليس سوى نتيجة للإفراط فى الاستهلاك - وهى ظاهرة قابلة للانعكاس فقدت قوتها فى كثير من البلدان فى الماضى، واكتسبت من الناحية التاريخية خصائص غير منتظمة عادة. وهى تؤثر فى أضخم اقتصادات العالم، التى 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 لأى علاقة مخاطرة عمليا - وهى ظاهرة أصبحت واضحة فى كثير من الأسواق فى كل من البلدان الناهضة والصناعية. وبالنسبة

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

ويحاج آخرون بأن علاوات المخاطر قميئة بأن تعود إلى الظهور، عندما تفسح فورة النشاط المؤقتة للمستثمرين المجال لإعادة تسعير أكثر اتساقا مع الأساسيات الاقتصادية الرئيسية. وبالنسبة لهم، فإن الانكماش الدورى فى هوامش المخاطر مؤقت وقابل للانقلاب عليه. ويمضون قدما للحاجة بأنه عند رسوخ عملية إعادة التسعير هذه، فإن خصائص «تخفيف المخاطر» فى كثير من الصكوك الجديدة المستندة إلى المشتقات ستتولى ديناميات إشاعة عدم الاستقرار، التى تدفع للصدارة «أسلحة الدمار المالى الشامل» التى 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). وفى هذه العملية، نرى بعض التغييرات الملحوظة فى محددات عملية التقييم فى السوق، والتذبذب، والفعالية المالية (عن طريق الاقتراض) ومدى السرعة، والسيولة.

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

## هل ما حدث مؤقت أم جاء ليبقى؟

مع نمو الاعتراف بهذه التغييرات الهيكلية فإن المشاركين فى التمويل الدولى، 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 فى الحد الأدنى، تشجع تشتتا مؤقتا، وإن كان ملحوظا فى الآراء، وذلك ليس بنتيجة مستغربة على الإطلاق نظرا للتغيرات الهيكلية العميقة الجارية، والتوازن الحساس الذى يقتضى الأمر إقامته بين الاعتبارات الانتقالية والأطول أجلا.

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

وعند مناقشة تداعيات اختلالات ميزان المدفوعات العالمية، فإن أنصار وجهة نظر التغييرات الأبدية يرون أن العجز غير المسبوق فى الحساب الجارى

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 كقدم 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 فعلا لأفضل الممارسات عبر الحدود وإضفاء بعد متعدد الأطراف على حوارات السياسات الوطنية، وتحقق 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 ورغبين 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. وإذالم 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 لتعقد القضايا بأن يشل المشاركون 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

# من الائتمان إلى المحاصيل

حصادة - دراسة تعمل في حصاد حقول بالقرب من جوبا، كورنتيس، الأرجنتين

## تشير البحوث الجديدة إلى أن التنمية الأفضل يمكننا أن تعزز التغذية بصورة مباشرة.

ستيغن كلاسينس وإيريك فيجن  
Stijn Claessens and Erik Feijen

الأمر كذلك، كيف؟ هل هذا لمجرد أن البلدان الأكثر تقدما تميل إلى أن يكون لديها نظم مالية أفضل وتقدمنا ونقص أقل في التغذية بها في الوقت نفسه؟ أو لأن تنمية القطاع المالي تشجع التنمية الاقتصادية، مما يقلل الفقر في الدخول، ويسمح لأشخاص أكثر بأن يأكلوا بشكل أفضل؟ أو لأن هناك قنوات محددة تقدم من خلالها خدمات مالية أفضل تحسن نقص التغذية بصورة مباشرة؟ والإجابات عن هذه الأسئلة لها أهميتها بالقدر الذي يمكنها فيه أن تساعد على توجيه التدخلات السياسية التي تهدف إلى تنمية أكبر للقطاع المالي. وقد اضطلعنا أخيرا بدراسة (كلاسينس ومنجن، ٢٠٠٦) لاستكشاف هذه الأسئلة. وتوحي النتائج التي توصلنا لها بأن ازدياد الإنتاجية الزراعية والاستثمارات في المعدات الزراعية يملكان المفتاح لذلك.

### الروابط بين التمويل والفقر والجوع

من المفهوم جيدا لماذا تساعد التنمية المالية على تخفيف عبء الفقر. فإذا ما أُتيح للفقراء الحصول على الخدمات المالية، فإنه يمكنهم الحصول على الأموال التي يستثمرونها في الأصول التي تعزز الإنتاجية، مثل آلة نسيج صغيرة. ويمكنهم أن يقتربوا لشراء محل أو أن يعثروا على رأس مال لبدء منشأة صغيرة. ومن خلال تراكم الأصول المالية والاستفادة من نظم التأمين يمكن للأسر المعيشية أن تخفض من أثر الأحداث المشؤومة مثل الجفاف أو المرض أو الوفاة والتي تمثل جزءا من الحياة اليومية في كثير من البلدان النامية. وإذا توافرت للأسر فرص أفضل للحصول على التمويل، فإن المصائب لن تضطرها إلى بيع أصولها

على الرغم من أن معظم البلدان شهدت نموا صحيا في معدلات النمو بالنسبة للفرد في القرن العشرين، فإن الفقر المدقع ونقص وسوء التغذية مازالا منتشرين على نطاق واسع. ففي عام ٢٠٠١ بلغ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، في المتوسط، نحو ٢١ دولارا يوميا، إلا أن أكثر من نصف سكان العالم يعيشون على أقل من دولارين يوميا ويعيش أكثر من مليار نسمة على أقل من دولار واحد يوميا. وفي أواخر التسعينيات كان نحو ٢٠ في المائة في المتوسط من سكان العالم يعانون من نقص التغذية - تتراوح أعدادهم بين نسبة مرتفعة تبلغ ٧٠,٥ في المائة في إريتريا والصفر فعليا في معظم البلدان المتقدمة. وبالنسبة للمجتمع الدولي، فإن لكل من مقياس التنمية أو نقصها أهمية حاسمة. وهما يشكلان الهدف رقم واحد من أهداف الألفية الإنمائية لعام ٢٠١٥: تخفيض الفقر في الدخول إلى النصف وتخفيض الجوع إلى النصف من مستواهما في التسعينيات من القرن الماضي، بل ويمكن للمرء أن يحتاج بأن تخفيض نقص التغذية ينبغي أن تكون له الأولوية، نظرا لأن نقص تغذية الفرد - أي عدم تمكنه من الحصول على ما يكفي من الطعام للوفاء بمتطلبات الطاقة الغذائية باستمرار - يحدد فرصه في الحياة. وقد ظل الاقتصاديون زمتا طويلا، يعرفون أن ارتفاع النمو وانخفاض عدم المساواة يقللان من الفقر والجوع. كما كانوا يعرفون أن القطاع المالي الأفضل يساعد على النمو ويقلل من عدم المساواة. وفي السنوات الأخيرة، ربطت الدراسات بين هذين معا، مظهرة أن التنمية المالية تقلل الفقر. ولكن هل تقلل التنمية المالية الجوع أيضا. وإذا كان

الإنتاجية مثل البقرة أو الجرار الزراعي، ومنع الوضع السيئ من أن يتدهور بصورة مثيرة، وبدلاً من ذلك، فإنها تستطيع الادخار لمواجهة أعباء التقدم في العمر. ما هو القدر الذي تقلل به التنمية المالية الفقر؟ توحى البحوث الحديثة بأن الأثر كبير وله طبيعة سببية. وقد وجدت إحدى الدراسات أن زيادة قدرها ١٠ نقاط مئوية في الائتمان الخاص كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، وهو مقياس شائع للتنمية المالية، يخفض معدلات الفقر بنسب تتراوح بين ٢,٥-٣ نقاط مئوية (هونوهان، ٢٠٠٣). وتبين دراسة أخرى أن التنمية المالية تعجل فعلاً بتخفيف الفقر (بنك، ديميرجولش - كونت، وليفين، ٢٠٠٥) فعلى سبيل

## «إن زيادة بنسبة ١ في المائة في نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي تخفض انتشار سوء التغذية بما يتراوح بين ٠,٢٢ في المائة و ٢,٤٥ في المائة».

المثال، لو كانت بيرو حسنت فيما بين ١٩٨٥ و ٢٠٠٠ الائتمان الخاص بها من ١٣ في المائة إلى ٥٤ في المائة، وهو المستوى السائد في شيلي، لكان ٢ في المائة فقط من سكان بيرو سيعيشون في فقر في ٢٠٠٠، بدلاً من المعدل الفعلي الحالي الذي بلغ ١٥ في المائة.

ونظراً للعلاقة القوية بين فقر الدخل والجوع، ونظراً لأن التنمية المالية تؤدي إلى تخفيف الفقر في الدخل، فإنه يمكن توقع أن تقلل التنمية المالية نسبة كبيرة من الجوع من خلال تقليل الفقر، وهناك دلائل قطرية كثيرة توضح أن فقر الدخل هو السبب الرئيسي لنقص التغذية. فعلى سبيل المثال، أدى ارتفاع مستويات الدخل في إندونيسيا خلال الفترة ١٩٨٤-١٩٨٧، إلى تخفيض سوء التغذية، وتخفيف عدد الناس الذين يعيشون على أقل من ١٤٠٠ سعر حراري يومياً بنسبة ٢٦ في المائة.

ما الذي يمكن أن يشكل قنوات محددة تؤثر من خلالها التنمية المالية على الجوع؟ من ناحية الآثار غير المباشرة، فإن تنمية القطاع المالي تخفض فقر

الدخل، وهو ما يسمح للأشخاص بإشباع احتياجاتهم الغذائية بشكل أفضل. كما أن تنمية القطاع المالي ستجعل من السهل أيضاً للأسر المعيشية ترتيب وتسيير استهلاكها. مما يقلل آثار الصدمات المعاكسة في الدخل على نقص التغذية. ومن ناحية الآثار المباشرة، يمكن للمرء أن يتوقع أن تيسر التنمية المالية زيادة نصيب كل عامل زراعي من ارتفاع القيمة المضافة. ومع إمكان الحصول بشكل أفضل على الائتمان، يستطيع المزارعون الحصول على المدخلات والمعدات، مثل الأسمدة والجرارات وغيرها من معدات الزراعة، والحيوانات - مما يجعلهم أكثر إنتاجية ويعزز الإنتاجية الزراعية الشاملة. ويعمل هذا بدوره على زيادة الناتج من الطعام، وتحسين دخول الأسر المعيشية، وتخفيف أسعار المواد الغذائية - مما يقلل نقص التغذية.

وقد حاولت دراستنا، التي غطت أكثر من ٥٠ بلداً فيما بين ١٩٨٠ و ٢٠٠٣ (باستخدام بيانات البنك الدولي ٢٠٠٥). أن تجد أدلة على وجود هذه القنوات، وقمنا بتحليل ثلاث علاقات: بين التنمية المالية والإنتاجية

الزراعية الشاملة، وبين الإنتاجية الزراعية والتغذية، والأكثر أهمية بين تنمية القطاع المالي والاستثمار في المعدات الزراعية. وكجزء من الجولة الثانية من الاختبارات، قمنا بالربط بين تنمية القطاع المالي والمقاييس الأخرى للإنتاجية، مثل إنتاج المحاصيل، والإنتاج الحيواني، ومحاصيل الغلال، وأجرينا مراجعة لما إذا كان محصول الغلال، وهو مقياس محدد للإنتاجية، يرتبط بصورة إيجابية بنقص التغذية، واضطلعنا باستكشاف ما إذا كانت تنمية القطاع المالي ترتبط باستخدام اثنين من المدخرات يعززان الإنتاجية - وهما الأسمدة واستخدام الجرارات (انظر الشمل ١).

وعلى غرار الدراسات الأخرى للعلاقة بين تنمية القطاع المالي والفقر، فقد استعصنا عن تنمية القطاع المالي بالائتمان الخاص، وهو قيمة الائتمان المقدم من مؤسسات الوساطة المالية إلى القطاع الخاص كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. واستخدمنا عدة متغيرات للمقارنة على المستوى القطري يحتمل أن تؤثر على هذه العلاقات. وقمنا بالتحديد، بمقارنة المستوى الابتدائي لنقص التغذية، والإنفاق الحكومي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، والتنمية الاقتصادية، وفقر الدخل الابتدائي، والتضخم، وشريحة القسم من السكان يعيش في المناطق الريفية، والقسم من السكان العاملين في القطاع الزراعي، وانفتاح البلد (قيمة التجارة، الصادرات مضافاً إليها الواردات، كجزء من الناتج المحلي الإجمالي). وفي بعض الحالات، أخذنا في الحسبان أيضاً، إنتاج الطعام والتجارة فيه.

### على جبهة الجوع

تبين النتائج التي توصلنا إليها أن زيادة قدرها ١ في المائة في نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي تقلل انتشار نقل التغذية بما بين ٠,٢٢ في المائة و ٢,٤٥ في المائة. وبالمقارنة فإن زيادة قدرها ١ في المائة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تقلل انتشار نقص التغذية بنحو ٠,٨٥ في المائة. وتأثير تنمية القطاع المالي على نقص التغذية كبير - إذ يبلغ على الأقل ربع تأثير التنمية العامة - مما يعني ضمناً أن هناك مكاسب كبيرة من تنمية القطاع المالي، خاصة بسبب الاحتمالات الكبيرة لزيادة هذا الأثر. وعلى سبيل المثال تبلغ نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي في البلدان منخفضة الدخل نحو ١٦ في المائة، وهو ما يقلل كثيراً من مستوى النسبة التي تبلغ ٨٨ في المائة في البلدان مرتفعة الدخل.

شكل ١

### من البنك إلى المعدة

هذه هي الروابط في السلسلة التي تنتج تغذية أفضل من تحسين القطاع المالي

التنمية المالية



- نصيب العامل الزراعي القيمة المضافة الشاملة
- الدوافع المهمة
- غلة الحبوب
- الإنتاج الحيواني
- إنتاجية المحاصيل
- استخدام الأسمدة في كل هكتار
- الجرارات لكل عامل زراعي

والأمر لا يقتصر على بقاء هذه العلاقة غير المباشرة بين التنمية المالية ونقص التغذية قوية من الناحية الإحصائية بعد أن تأخذ في الحسبان العوامل الأخرى التي يعرف عنها التأثير على الفقر والجوع، ذلك أن كل التحليلات تجدى حتى عندما تأخذ في حسابها إمكان أن تمضى العلاقة بين الجوع والتنمية المالية في الاتجاه الآخر: فالتنمية المالية تحدث لأن الناس الأفضل تغذية أنشط اقتصاديا وطلبهم أعلى على الخدمات المالية. وعلى الرغم من أنه لا شك في وجود علاقة سببية عكسية، فإن أهمية تنمية القطاع المالي بالنسبة لتقليل الجوع، أكثر كثيرا من أهمية أثر انخفاض انحسار نقص التغذية في حث الطلب على الخدمات المالية. وحتى لو اتخذنا الخطوة الزائدة عن الحاجة لإدراج الفقر ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، فإن آثار تنمية القطاع المالي على نقص التغذية تظل على أهميتها عند مستوى ١٠ في المائة.

### تعزيز التنمية المالية

نظرا لأن التنمية المالية تلعب دورا كبيرا ليس فقط في فقر الدخل ولكن أيضا في تخفيض نقص التغذية، بل يمكن أن تسهم بقدر كبير في تحقيق الهدف الأول من أهداف الألفية الإنمائية. (كلاسنزوفيجن، ٢٠٠٧). وهناك كثير من السياسات التي يمكنها أن تعزز تنمية القطاع المالي، بما في ذلك ضمان مناخ اقتصادي كلى مستقر، وتعزيز التنظيم والإشراف على القطاع المالي، وخلق بنية أساسية مؤسسية ملائمة للمعلومات وإنقاذ حقوق الملكية.

ببدا أنه لا يزال هناك كثير غير معروف عن أفضل الطرق لتعزيز فرص حصول الفقراء ومن يعانون نقص التغذية على الخدمات المالية. ذلك أنه لا يمكن للنظام المالي الرسمي سوى توفير الحد الأدنى من العلاقة مع الفقراء المدقعين في كثير من البلدان النامية. كما أن لمؤسسات التمويل متناهي الصغر وجود صغير في معظم البلدان. ومع ذلك، فقد شرعت البنوك التجارية السائدة الرئيسية في خدمة الشريحة الأدنى من السوق في بعض البلدان النامية، وأخذت تظهر قصص نجاح أخرى، بما في ذلك تنمية مؤسسات التمويل متناهي الصغر المستدامة، مثل بنك جرامين في بنغلاديش، الذي حصل مؤسسه محمد يونس على جائزة نوبل للسلام في العام الماضي. كما يبدو فإن التكنولوجيا تعد بالكثير. وإذا ما كانت التجارب الأولى مباشرة في التعامل مع البنوك عن طريق التليفون المحمول، والبطاقات الذكية، وتديم الائتمان على أساس نماذج بسيطة للحساب والتسجيل، فإن هذه التطورات يمكن أن تسهل توصيل الخدمات المالية إلى أعداد أكبر من السكان بتكلفة منخفضة. ■

ستيجي كلاسنز يعمل مديرا مساعدا في دائرة البحوث بصندوق النقد الدولي، وإيريك فيجين يعمل خبيرا اقتصاديا ماليا في مكتب نائب رئيس البنك الدولي للتنمية المالية وتنمية القطاع الخاص، حيث كان كلاسنز يعمل استشاريا أقدم حتى يناير ٢٠٠٧.

#### المراجع:

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2005, "Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence," NBER Working Paper No. 10979 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Claessens, Stijn, and Erik Feijen, 2006, "Finance and Hunger: Empirical Evidence of the Agricultural Productivity Channel," World Bank Research Working Paper No. 4080 (Washington).

—, —, 2007, "Financial Sector Development and the Millennium Development Goals," World Bank Working Paper No. 89 (Washington).

Honohan, Patrick, 2003, "Financial Development, Growth and Poverty: How Close Are the Links?" World Bank Policy Research Working Paper No. 3203 (Washington).

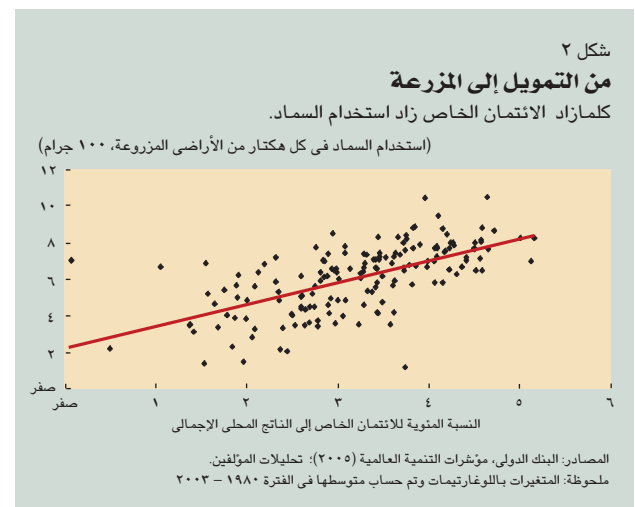
World Bank, 2005, World Development Indicators (Washington).

ماذا عن الروابط المباشرة؟ أولا: وجدنا دليلا يدعم علاقة سببية بين الائتمان الخاص والإنتاجية. إن تحليلنا يعني ضمنا أن زيادة قدرها ١ في المائة في نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي تعزز نصيب العامل من القيمة المضافة بنسبة تتراوح بين ١ في المائة و١,٧ في المائة. وجدنا أيضا دليلا محددًا على وجود زيادات في غلة المحاصيل، خاصة الغلال، والإنتاج الحيواني من جراء زيادة تنمية القطاع المالي. وفي كلتا الحالتين، استمرت العلاقة الإيجابية بعد مراعاة أثر العوامل المتعددة الأخرى التي يمكن أن تحرك الروابط.

ثانيا، وجدنا علاقة سببية بين نصيب العامل الزراعي من القيمة المضافة ونقص التغذية. فعلى سبيل المثال، فإن زيادة قدرها ١ في المائة في نصيب العامل الزراعي من القيمة المضافة تقلل انتشار نقص التغذية بنسبة تتراوح بين ٠,٤ في المائة و١ في المائة. كما وجدنا أيضا دليلا على أنه عندما يصبح المزارعون أكثر إنتاجية، تفيد زيادة عرض المواد الغذائية. وانخفاض الأسعار المجتمع بأسره، بما في ذلك الأشخاص غير القادرين على الحصول على الخدمات المالية بأنفسهم ولكنهم يستطيعون تحمل تكلفة تغذية أفضل بسبب انخفاض أسعار المواد الغذائية.

ثالثا، وجدنا دليلا يدعم وجود علاقة سببية مهمة بين القطاع المالي والاستثمار في المعدات الزراعية، والنتائج التي حصلنا عليها تعني ضمنا أن الائتمان الخاص يرتبط إلى حد كبير بنصيب العامل الزراعي من استخدام الأسمدة والجرارات، وحتى بعد مراعاة المستوى الابتدائي لاستخدام الأسمدة والجرارات

شكل ٢  
من التمويل إلى المزرعة  
كلما زاد الائتمان الخاص زاد استخدام السماد.





جاوه، جاكرتا، نشاط صاحب في الليل

## «باعتبارها أعضاء في ناد البلدان متوسطة الدخل، قد تحتاج بلدان شرق آسيا إلى تحديث استراتيجيات النمو بها»

اندرميت س. جيل وهومي خاراس  
Indermit S. Gill and  
Homi Kharas

عام ١٩٩٧-١٩٩٨، أدت أزمة الدول متوسطة الدخل في شرق آسيا إلى ركوع ثلاث دول على ركبها وهي إندونيسيا وكوريا وتايلند. كما أثرت على ماليزيا والفلبين، اللتين عانتا من صعوبات مواصلة النمو. وقد تنبأ كثيرون بأن نقاط الضعف الهيكلية التي أدت الأزمة إلى تعريضها - الفساد ومحاباة الأصدقاء والمحسوبيات - ستحكم على المنطقة بالركود، كما فعلت في أمريكا اللاتينية بعد أزمة الديون بها في منتصف الثمانينيات. وكان من المتوقع أن تضيق على آسيا الناهضة سنوات عدة من النمو. إلا أنه بدلا من ذلك، شهد سجل النمو بها منذ عام ١٩٩٨ تقدما ملحوظا: فقد تضاعف الناتج المحلي الإجمالي تقريبا، نظرا لنموه بأكثر من ٩ في المائة سنويا، حتى بلغ ٤ تريليونات دولار، بأسعار الدولار الجارية بحلول عام ٢٠٠٥. وعلى الرغم من نكسة التسعينيات، فقد كان النمو متواصلا خلال السنوات الأربعين الماضية (انظر الجدول).

والآن، أي بعد ما يقرب من عقد كامل، أصبحت كوريا بلدا مرتفع الدخل، وتنمو البلدان الأربع الأخرى بسرعة. وانضمت الصين إلى نادي البلدان متوسطة الدخل. وبمجرد أن تحقق فيتنام وضع البلد متوسط الدخل، ربما في وقت قريب يصل إلى ٢٠١٠، عندئذ يصبح ٩٢ في المائة من مواطني آسيا يعيشون في بلدان متوسطة الدخل. هل ينبغي أن نتوقع أن تواصل شرق آسيا هذه المعدلات

المرتفعة للنمو؟ الواقع أن البلدان متوسطة الدخل (تلك التي يتراوح دخل الفرد فيها بين ٨٢٦ دولارات - ١٠٦٦٥ دولارا) قد حققت النمو بسرعة أقل من كل من البلدان الغنية أو الفقيرة. فقد ارتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في البلدان مرتفعة الدخل بنحو ٥٠ في المائة فيما بين ١٩٨٠ و٢٠٠٠، أما في البلدان منخفضة الدخل فقد ارتفع بنسبة تجاوزت ١٥٠ في المائة، وأصبحت نسبة الدخل بين البلدان مرتفعة ومنخفضة الدخل نصف ما كانت عليه. وعلى النقيض من ذلك، نما متوسط دخل الفرد الحقيقي في البلدان متوسطة الدخل بأقل من ٢٠ في المائة في خلال تلك الفترة، مما وسع الفجوة بينها وبين البلدان مرتفعة الدخل بنحو ٢٠ في المائة، وأصبحت البلدان متوسطة الدخل، كما يقال، مضغوطة بين المنافسين ذوي الأجور المنخفضة في البلدان الفقيرة الذين يسيطرون على الصناعات المتطورة، وبين المبتكرين في البلدان الغنية الذين يسيطرون على الصناعات التي تمر بتغيرات تكنولوجية سريعة.

ويوحى مجرى التفكير هذا بأنه لا بد لبلدان شرق آسيا متوسطة الدخل من أن تحدث استراتيجياتها. إن ما يسمح للبلدان بسرعة النمو من دخل للفرد يبلغ ١٠٠٠ دولار إلى ١٠٠٠٠ دولار - وهو التحدي الحالي بالنسبة لمعظم بلدان شرق آسيا - مختلف وأكثر صعوبة عما ساعدها في النمو من دخل للفرد يبلغ ١٠٠ دولار إلى ١٠٠٠ دولار - وهو التحدي واجهته بنجاح في الماضي.



## أداء متسق

حققت منطقة شرق آسيا نمواً سريعاً على الرغم من أزمة ٩٧ - ١٩٩٨ (نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ١٩٦٦ - ٢٠٠٤، نسبة مئوية)

المنطقة/ الدولة	النمو	عدد السنوات التي كان فيه المعدل	
		صفر - ٢ في المائة	أعلى من ٢ في المائة
منطقة شرق آسيا والمحيط الهادئ	٥,٨	٢	٣٤
الصين	٧,٠	٣	٣٣
إندونيسيا	٤,٠	٤	٣٢
تايلاند	٤,٨	٣	٣١
الفلبين	١,٣	٦	١٢
ماليزيا	٤,٠	٥	٣١
منطقة أمريكا اللاتينية والكاريبي	١,٥	١٠	١٤
منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا <sup>(١)</sup>	١,٢	٨	٩
جنوب آسيا	٢,٦	١	٢٦
أفريقيا جنوب الصحراء	٠,٢	١٤	٥
منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	٢,٥	٠	٢١

المصدر: البنك الدولي، مؤشرات التنمية الدولية وقواعد البيانات المركزية لتمويل التنمية العالمية (١) البيانات من ١٩٧٥ حتى ٢٠٠٤

المال المادي والبشرى، وتحسين كفاءة الإنتاج، واستخدام أحدث التكنولوجيا ستمر في تضيق الفجوات في الدخل بين البلدان المتقدمة والبلدان النامية. وكان التداعي الأساسي لها هو أنه عند السعي إلى أعلى عائد ممكن، لابد أن يتحرك رأس المال المادي والبشرى من الأماكن التي تشهد وفرة فيهما إلى الأماكن التي فيها يندران، جالبين معها أحدث وأفضل المنتجات والعمليات والتكنولوجيات.

ولكن هذا لم يحدث. ومع بضعة استثناءات. أساساً في دول شرق آسيا قوية الأداء. اتسعت الفجوات في الدخل. وهذا لا يعني أن السوق لم تعمل على الإطلاق: فقد أصبح معظم البلدان أكثر ثراءً وقل الفقر. ولكن فيما بين البلدان وفي داخلها، يتحرك وأن رأس المال البشري والمادي كما يبدو من الأماكن التي يندران فيها إلى أماكن وفرتها. وهذا أمر منطقي في عالم وفورات الحجم الذي تتجه فيه عوامل الإنتاج إلى الاحتشاد في المدن.

والأفكار هي المحرك الأساسي لوفورات الحجم في النظرية الحديثة للنمو. وعلى نقيض السلع وعوامل الإنتاج، فإن الأفكار يمكن تكرار استخدامها، وبواسطة كثيرين من الناس في الوقت نفسه - أي أنها «لا تؤدي للمزاحمة». والفكرة يمكن استخدامها بمجرد تشكيلها، كنقطة بداية لأفكار جديدة. بيد أن الأمر يتطلب مجهوداً للإتيان بأفكار مفيدة. ويمكن منع الناس من استخدام الأفكار لتحسين منتجاتهم أو عملياتهم الإنتاجية عن طريق السرية أو إنفاذ قانون حقوق الملكية الفكرية، ولو مؤقتاً. وبسبب هذا «الامتياز الحصري» فإن المعرفة تضيء على خالقها شيئاً من القوة الاحتكارية وتولد ما يطلق عليه الاقتصاديون «الريع الاقتصادي».

وبإدخال المعرفة في صياغات النمو الاقتصادي، يمكن للاقتصاديين إدراك محورية الأفكار والعوائد المتزايدة، إلا أنهم يجب عليهم أيضاً أن يدركوا أن الأفكار لا تزدهر دائماً في ظل المنافسة الكاملة. إذ أن قدرنا من المنافسة يوفر للمنشآت حافزاً على الابتكار، وقدرنا أكبر مما يلزم فيها قد يخفض قيمة ما تحصل عليه المنشآت من كل فكرة، ومن ثم يقلص من جهودها في خلق أفكار جديدة. وفي أواخر الثمانينيات، ناقشت تفسيرات التجارة الدولية بصورة روتينية المنافسة غير الكاملة كي تفهم سر ارتفاع التجارة فيما بين الصناعات. وبحلول أوائل التسعينيات، قبل منظرو النمو الحاجة إلى إدراج وفورات الحجم في الصياغات

ويوحى البحث الاقتصادي بأن القوتين المتعاكستين تفاعلن فعلهما. فمن ناحية، فإنه عندما تصبح البلدان أكثر غنى تطلب تشكيلة أكثر تنوعاً من السلع، وكثير منها يمكن إنتاجه محلياً. ويخلق هذا قوة تدفع نحو التنوع القطاعي، ومن ناحية أخرى، فإن البلدان لا تصبح أكثر غنى إلا إذا تخصصت في أفضل ما يمكنها عمله. أما ما هو الاتجاه الذي سيتغلب فهو سؤال تحدده التجربة. وقد وجد الباحثون أن التحول إلى التخصص يحدث في أثناء الدخل المتوسط ويعتمد إلى حد حاسم على مدى وفورات الحجم في الإنتاج (انظر الإطار).

ما الذي فعله القادة الآسيويون في الموجة الأولى للتحول بنجاح في خلال مراحل الدخل المتوسط للتنمية؟ وما الذي يمكن أن تفعله البلدان متوسطة الدخل في شرق آسيا في هذه الأيام لضمان عدم معاناتها من نفس المصير الذي عانت منه البلدان متوسطة الدخل في أمريكا اللاتينية، التي جاهدت دون نجاح لكي تنمو لتصبح بلداناً غنية؟ يستكشف هذا المقال التحديات التي تواجه البلدان متوسطة الدخل في آسيا اليوم.

## الاعتراف بوفورات الحجم

عند التصدي لهذه التساؤلات، يمكن لصناع السياسات في المنطقة أن يتعلموا من نواحي التقدم الحديثة في التفكير بشأن النمو الاقتصادي، والتنظيم الصناعي، والتجارة الدولية، والجغرافيا الاقتصادية.

لقد كان ما أثار تجدد الاهتمام بالنمو الاقتصادي منذ أواخر الثمانينيات هو ملاحظة أن مستويات الدخل عبر البلدان لم تكن تتلاقى وفقاً للنظرية الاقتصادية التقليدية. وكانت هذه النظرية قد تنبأت بأن الجهود المبذولة لتحقيق تراكم رأس

## كيف تصبح أكثر ثراءً؟

على الرغم من أن التنمية الاقتصادية تتطلب التعلم والتكيف باستمرار، فإن النتائج الحديثة توحى بأن البلدان التي يتراوح فيها دخل الفرد ما بين ١٠٠٠ دولار و١٠٠٠٠ دولار ينبغي أن تجرى عدة تغييرات رئيسية في استراتيجياتها. من التنوع إلى التخصص. بصفة عامة، تلجأ البلدان إلى التنوع ابتداءً وهي تنمو، إلا أن هذا الاتجاه ينعكس عندما يبلغ دخل الفرد ما يناهز ٥٠٠٠ دولار وحتى ٨٠٠٠ دولار، وتبدأ البلدان بعد ذلك في التخصص. أما عند أي مرحلة تصل البلدان إلى نقطة الإمالة هذه، فأمر يعتمد على حجمها وتوجهها للتصدير، ولكنه يعني ضمناً، أنه بالإضافة إلى القلق بشأن المناخ العام للاستثمار، فإن صناعات السياسات قد يحتاجون أيضاً إلى وضع استراتيجيات محددة لكل قطاع.

● من الاستثمار إلى الابتكار. عندما تقترب المنشآت في بلد ما من الحدود التكنولوجية، فإن السياسات التنظيمية التي وقفت إلى جانب قيام المنشآت القائمة بالاستثمار، ينبغي أن تخلى الطريق للتنظيمات التي تشجع دخول منشآت جديدة وخروج تلك التي أصبحت منتجاتها أو تكنولوجياتها عتيقة. ويجب أن يكون التوقيت سليماً عند إجراء هذا التحول، كما أن تنفيذه صعباً بسبب المصالح المكتسبة.

● من التعليم الأساسي إلى التعليم العالي. مع استغلال البلدان لوفورات الحجم، سترتفع علاوات المهارات بسرعة ويتعين على صناعات السياسات أن يخططوا لتوفير عرض كافٍ من الخريجين الجدد لتخفيف الزيادة في عدم المساواة في الدخل. وفي هذه الاقتصادات، تتضح أهمية فيض آثار المعرفة ويستحق التعليم العالي الدعم.

المصدر: Imbs and Wacziarg (2003), Aghion and Howitt (2005), (and Romer (1994).

الإجمالية للاقتصاد. وفي منتصف التسعينيات أوضح المنظرون كيف أن هذه المفاهيم يمكن استخدامها أيضا لفهم أين يصبح النشاط الاقتصادي مركزا.

### رؤى ثاقبة بالنسبة للبلدان متوسطة الدخل

كيف يمكن أن تساعد اقتصاديات النمو الحديثة البلدان متوسطة الدخل؟ مع المخاطرة بالإفراط في التبسيط، فإننا نصنف هذه الرؤى الثاقبة في مجموعتين: دور المنشأة الخاصة في استغلال وفورات الحجم، ودور الحكومات في ضمان عدالة توزيع الدخل. وكلاهما ضروريان لاستدامة النمو السريع.

إن الاعتراف الرسمي بوفورات الحجم، الذي يقرب النظرية الاقتصادية بدرجة أكبر من عالم صناع السياسات، له ثلاثة تداعيات على البلدان متوسطة الدخل:

● إن التجارة يمكن أن تتم بين كافة أنواع الاقتصادات. وتشهد تلك التي تتمتع بهبات مختلفة من عوامل الإنتاج تجارة أكبر فيما بين الصناعات، وتستطيع تلك التي لديها نفس الهبات من عوامل الإنتاج أن تنخرط في تجارة مركبة فيما بين الصناعات. وكل من التكامل الإقليمي والعالمي مهمان في هذا الصدد.

● قد يتناقض استثمار السوق في خلق أو تطوير أو تبني الأفكار الجديدة. والتداعي الذي ينشأ عن هذا، هو أن الحكومة ينبغي عليها، نظريا، أن تدعم التعليم العالي الذي يكفل استمرار البلاد في اكتساب مزايا تنافسية في بعض نواحي النشاط.

● توفر المدن الكبرى البيئة المثلى لنواحي النشاط التي توفر عوائد متزايدة. ومن ثم فإنه مع تطور الاقتصادات، تزداد أهمية السياسات التي تحافظ على بقاء المدن ملائمة للعيش فيها وصديقة لمنشآت الأعمال.

كما أن إدراك تداعيات النمو الاقتصادي على التوزيع له أيضا ثلاثة تداعيات على البلدان متوسطة الدخل:

● نظرا لأن المدن محورية بالنسبة للنمو، يتعين على البلدان متوسطة الدخل أن تنظر إلى الحضرة باعتبارها عاملا لتشجيع التنمية وتقوية الروابط بين أسواق عوامل الإنتاج والمنتجات في الريف والحضر.

● في البلدان التي تعمل بإقدام في استغلال وفورات الحجم، يتزايد الطلب على العمالة الماهرة كما تزداد علاوات المهارة. والمرجح أن يزيد عدم المساواة، سواء في داخل المناطق الحضرية، وبين المدن والريف، وقد لا تتسم النتائج بالمساواة. إلا أن صناع السياسات ينبغي عليهم على الأقل أن يحاولوا توفير فرص متساوية للحصول على التعليم وغيره من الخدمات الاجتماعية.

● تتنبأ نظرية النمو الحديثة بأنه ستكون هناك ربيع اقتصادية، وتعتبر كيفية توزيعها حيوية بالنسبة للنمو. فإذا أعيد استثمار هذه الربوع الاقتصادية في البنية الأساسية العامة وفي الخدمات الاجتماعية فسيتقوى أسس النمو الاقتصادي. وإذا ما تبذرت في مدن عديمة الكفاءة، وفي الفساد، أو النزاع الاجتماعي، فإنها قد تؤدي حتى إلى إبطاء النمو. ومن ثم، يتعين على الحكومات أن تفرض ضرائب على الربيع الاقتصادي بطرق تمثل أقل ضرر للمصالح الخاصة وأن تنفق حصيلة هذه الضرائب بالطرق التي تنهض بالمصالح العامة على خير وجه.

ويشمل النمو المرتكز على وفورات الحجم كلا من التخصص والابتكار، اللذين يسهلها التكامل. وقد حافظت بلدان شرق آسيا على ارتباطاتها وصلاتها العالمية التجارية والتكنولوجية والمالية إلى جانب تعميق روابطها الإقليمية لاستغلال وفورات الحجم غير المستفيدة. إلا أن التخصص والابتكار قد أديا - من خلال زيادة أهمية شبكات الإنتاج الإقليمي ونمو المدن - اتساع التفاوت المكاني والاجتماعي في داخل البلدان. وإذا ما ترك هذا التباين دون علاج، فإنه يمكن أن يبطئ النمو مع مواجهة المنشآت لارتفاع التكلفة، وستزيد النزاعات الاجتماعية مع اتساع التفاوتات الاقتصادية وتستطيع الحكومات الأمانة، والمطلعة والفعالة التي قد تعمل بما يحقق المصلحة العامة لتسهيل التكتل المستدام (نمو المدن) والاستثمار في المهارات، أن تضمن استمرار وفورات الحجم واستغلالها بشكل مثمر.

### تقدم التكامل الدولي

تكاملت منطقة شرق آسيا أولا مع أسواق التجارة العالمية، ونجاحها في التكامل العالمي أخذ في التزايد. وقد زادت منطقة شرق آسيا الناهضة (فيما عدا اليابان) حصتها في أسواق التصدير إلى ٢٠ في المائة، أي ضعف حصتها من الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغ إجمالي تجارتها في السلع نفس حجم الناتج المحلي الإجمالي. وتعزى هذه الإنجازات في جزء كبير منها إلى سياسات الانفتاح التجاري.

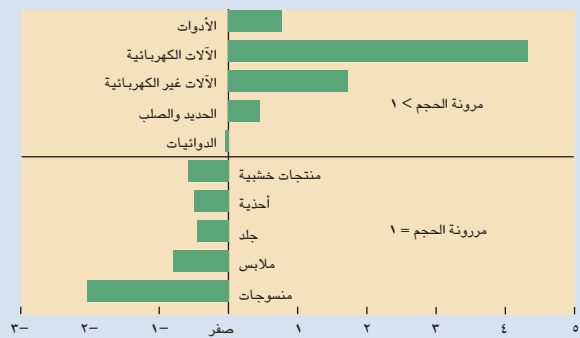
كذلك حقق التكامل الإقليمي في شرق آسيا تقدما جيدا في شرق آسيا، كما ازدادت سرعته منذ انضمام الصين إلى منظمة التجارة العالمية في ٢٠٠١. وعلى الرغم من أزمة ٩٧-١٩٩٨، نمت التجارة الإقليمية بنحو ١٠ في المائة سنويا خلال العقد الماضي. ويأتي أكثر من نصف واردات شرق آسيا من داخل المنطقة، مما يسفر عن زيادة كفاءة شبكات الإنتاج الإقليمية. وهذه التجارة - التي تكمل التجارة العالمية ولا تحل محلها - تسيطر عليها الواردات الوسيطة من الأجزاء المكونة. وفي خارج المنطقة تسيطر السلع النهائية على التجارة. وكلاهما تمضيان جنبا إلى جنب: فالتجارة فيما بين المنطقة توفر سلسلة عرض قليلة التكلفة وجيدة النوعية، والتجارة بين الأقاليم توفر سوقا ضخمة يمكن فيها استغلال وفورات الحجم. وقد طفقت صادرات شرق آسيا تنمو على نحو أسرع في القطاعات التي تعتمد على وفورات الحجم (الشكل ١).

وتجرى معظم التجارة فيما بين المدن، ففي شرق آسيا، يقدر أن المدن تولد نحو ثلاثة أرباع الإنتاج سنويا، وبين نصف وثلاثي الصادرات. وغالبا ما تركز الإنتاج في مدينة واحدة بعينها: فبانكوك تنتج ٤٠ في المائة من الناتج المحلي

شكل ١

### أداء ممتاز

حققت صادرات شرق آسيا أكبر نمو في القطاعات التي تحظى بوفورات الحجم (التغير في حصة الصادرات، ١٩٩٤ - ٢٠٠٤؛ نسبة مئوية)



المصادر: Antweiler and Treffer (2002)، Gill and Kharas (2007). ملحوظة: مرورئة الحجم التي تزيد على واحد صحيح تعني ضمنا ارتفاع العوائد بالنسبة للحجم، وتقل تكلفة الوحدة من الإنتاج أو الخدمات كلما ازداد الإنتاج، و مرورئة للحجم تساوي ١ تعني ضمنا استمرار العوائد على الحجم

الإجمالي، وتنتج ما بين ٣٠ في المائة من الناتج في الفلبين، وفي فيت نام، تمثل مدينة هوشي منه ٢٠ في المائة من الإنتاج وتمثل شنغهاي في الصين ١١ في المائة منه.

### ... ولكن التقدم المحلي مازال متعترا

على الرغم من التكامل العالمي الناجح وازدياد التكامل الإقليمي. فإن كثيرا من دول شرق آسيا مازالت متخلفة للوراء في مجال التكامل المحلي.

وعكس هذا الوضع يجب أن يبدأ بالمدن، حيث يحدث معظم النشاط الاقتصادي. وقد تسبب النمو الاقتصادي السريع في أن تشهد منطقة شرق آسيا تحولاً من أكبر التحولات السكانية في التاريخ من الريف إلى الحضر. ففي كل شهر يتوقع أن يبلغ عدد سكان الحضر الجدد مليونين، في خلال السنوات العشرين القادمة. وهذه الحركة الضخمة ستضغط على المدن الكبرى في المنطقة، التي تضم أكثر من ١٠ ملايين نسمة من المقيمين بها، خاصة قدرتها على توفير هواء نظيف ومياه نظيفة، ومساحات خضراء، وانتقالات سهلة من العمل وإليه ومعدلات جريمة منخفضة.

إلا أن الكتلة الأساسية من النمو السكاني في الحضر ستحدث في المدن التي يقل تعدادها عن ٥٠٠٠٠٠ نسمة، والتي تكون الإدارة فيها أقل تطوراً في العادة، حسبما ذكرته أحدث المسوح عن مناخ الاستثمار. إذ أن سوء مناخ بيئة القيام بالأعمال يترجم إلى قاعدة ضريبية صغيرة. وتنفق هذه المدن الأصغر مبالغ أقل بالنسبة للفرد في مجال الخدمات الاجتماعية الرئيسية وعلى النظافة البيئية، مما يجعلها أماكن أقل جاذبية بالنسبة للاستثمار.

وترتبط الفجوة بين مستويات الدخل في المدن الأصغر ومدن الداخل، والمدن الساحلية الكبيرة أيضاً بضعف البنية الأساسية المحلية التي تربط معظم المدن بالموانئ الرئيسية. وعلى الرغم من أن لدى منطقة شرق آسيا بعضاً من أكفأ الموانئ البحرية وتسهيلات النقل الجوي، فإن التسهيلات اللوجيستية الداخلية مازالت غير كافية في داخل البلدان.

كما يضغط تزايد عدم المساواة على تلاحم شرق آسيا الاجتماعي. فقد ارتفعت مستويات عدم المساواة في الدخل، والتعليم، وفرص الحصول على الخدمات الأساسية في معظم أرجاء المنطقة. (انظر الشكل ٢) وتتخلف المناطق الأفقر الريفية كثيراً عن نظيراتها في الحضر، ولا تشارك الأقليات العرقية في النمو. ويوجد أكثر من ثلاثة أرباع حالات عدم المساواة في مستويات المعيشة في داخل البلاد.

ويجب على الحكومات أن تجد حلولاً لمشاكل التوزيع والإدارة المحلية وتوصيل الخدمات. إلا أنها كانت موضع حساب حاد من جماعات المجتمع المدني بسبب التصور السائد عن انتشار الفساد مركزياً في بعض البلدان. وتحاول بلدان مثل كوريا وماليزيا أن تنضم إلى هونغ كونغ واليابان وسنغافورة باعتبارها من الأماكن التي تعاقب الفساد بقسوة، وتكبح فيها حكومات تعمل على أساس القواعد جماع الفساد. كما أطلقت الصين وإندونيسيا وفيت نام برامج وطنية مقدامة لمكافحة الفساد، وتحركت لملاحقة كبار الموظفين.

وقدر كبير من المشكلة ماثراً حالياً على المستوى المحلي. وقامت شرق آسيا بتحقيق لامركزية المصروفات العامة على الخدمات الاجتماعية، والذي لا بد أن يؤدي في الأجل الطويل، إلى شفافية ومساءلة أكبر للمسؤولين العموميين المحليين. إلا أنه في حين تنضج نظم التدقيق والموازنة المؤسسية، فإن اللامركزية قد تقوض مكافحة الفساد، مما يهدد الكفاءة الاقتصادية، ويقاوم التوترات الاجتماعية، ويزيد سوء فجوات الأداء الاقتصادي على المستوى دون الوطني. وقد تفسر هذه التغيرات سبب التدهور في مؤشرات مكافحة الفساد المستندة إلى التصورات السائدة، وهو ما يوحي بأن دول شرق آسيا تتعثر في جهودها لمكافحة الفساد. وقد تكون هذه إشارة إلى أنه من الضروري أن يتم تركيز أكبر لضمان وجود حكومات أمينة بينما تجاهد الاقتصادات مواجهة تحدي بلوغ التنمية متوسطة الدخل.

### دفعه كبيرة على الجبهة الداخلية

وهكذا، فإن المهمة الماثلة أمام شرق آسيا هي استكمال التكامل العالمي والإقليمي بالتكامل المحلي. ويتطلب هذا ضمان وجود مدن نابضة بالحياة مرتبطة بالعالم الخارجي بصورة جيدة على أن تظل مترابطة محلياً، وتقوية التلاحم الاجتماعي، حتى تظل المجتمعات قوية باعتبارها اقتصادات، توفر الحكومات الأمينة التي تقوم بكفاءة بإعادة استثمار العوائد الاقتصادية المصاحبة للنمو السريع. وتوفر التدفقات التجارية والتكنولوجية العالمية والشبكات الإقليمية التي توفر أسباب القوة لنمو شرق آسيا، موارد كافية لمواجهة التحدي الخاص بالتكامل المحلي. وإذا نجح صناع السياسات في شرق آسيا النامية في جعل هذا الثالث ناجحاً على غرار ما حدث للتكاملين الأولين، فإنه سيتمكنهم أن يقضوا على الفقر خلال جيل واحد، وأن يقودوا بلدانهم إلى مراتب الدول الثرية والمتقدمة في العالم. ويعملهم هذا، سيقدمون دروساً قيمة للبلدان متوسطة الدخل في شتى أنحاء العالم. ■

إندرميت س . جيل يعمل مستشاراً اقتصادياً في المكتب الإقليمي لشرق آسيا والمحيط الهادئ في البنك الدولي، أما هومي خاراس فهو زميل زائر بمركز ولفنسون للتنمية بمؤسسة بروكنجز، وكان يعمل سابقاً كإقتصادي أول لمنطقة شرق آسيا والمحيط الهادئ في البنك الدولي.

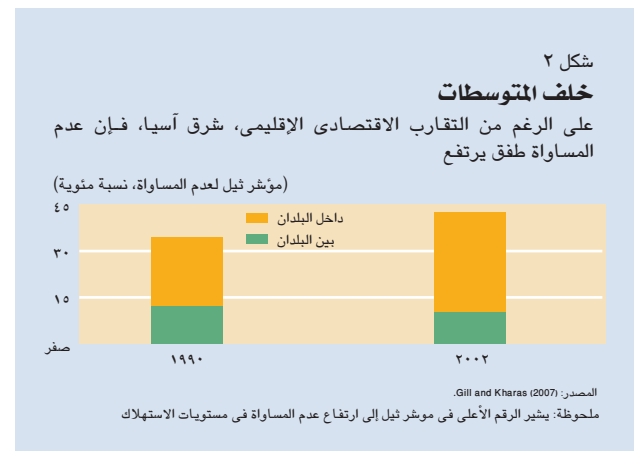
المراجع:

Aghion, Philippe, and Peter Howitt, 2005, "Growth with Quality-Improving Innovations: An Integrated Framework," in Handbook of Economic Growth, Volume 1A, ed. by Philippe Aghion and Steven Durlauf (Amsterdam; Boston: Elsevier; North-Holland), pp. 67-110.

Antweiler, Werner, and Daniel Trefter, 2002, "Increasing Returns and All That: A View from Trade," American Economic Review, Vol. 92 (March), pp. 93-119.

Imbs, Jean, and Romain Wacziarg, 2003, "Stages of Diversification," American Economic Review, Vol. 93 (March), pp. 63-86.

Romer, Paul, 1994, "The Origins of Endogenous Growth," The Journal of Economic Perspectives, Vol. 8 (Winter), pp. 3-22.





تسببت العاصفة جورج في تدمير الجمهورية الدومينيكية في عام ١٩٩٨.

# حان الوقت للسيطرة على النكبة

متزايد فرصا لتحويل مثل هذه المخاطر. وحتى الآن لم تبدأ البلدان النامية في استغلال هذه الفرص إلا بصورة فاترة. ويتناول هذا المقال بحث طرائق التأمين المتاحة، ويضع مبادرات حديثة في البلدان النامية وبلدان الأسواق الناهضة، إلى جانب بعض التحديات الرئيسية بالنسبة لمجتمع التأمين، والمانحين والمؤسسات المالية الدولية.

## هل هناك استعداد أم لا؟

طفقت تكلفة النكبات الطبيعية تزداد كثيرا بمرور الوقت (انظر الإطار ١). وعقب كل نكبة، تواجه الحكومات تقليديا قاعدة إيرادات منهكة واحتياجات أكبر للإنفاق. وهذه الضغوط قد تأتي من عمليات الإنقاذ قصيرة الأجل أو الحاجة إلى إصلاح البنية الأساسية العامة الرئيسية أو تقديم دعم مالي للقطاع الخاص. فعلى سبيل المثال؛ تكون الحكومات عادة مدعوة لإصلاح المساكن التالفة أو المدمرة. أو حتى يلزمها القانون بذلك.

ولمواجهة تلك الاحتياجات العاجلة للإنفاق، تعتمد البلدان النامية المعرضة للنكبات غالبا على التمويل الذي يأتي عقب النكبة من المنح والقروض من مانحين خارجيين. بيد أن اعتمادها على هذه التدفقات له مثالب كبيرة. أولها، أنه يقتضى مرور وقت طويل قبل التزام المانحين بتقديم الموارد، بل ومرور وقت أطول قبل إتاحة هذه الأموال فعلا. وثانيها، قد ينشب تنافس على موارد المانحين من قبل بلدان أخرى تحتاج إلى الإغاثة في الوقت نفسه.

مع اقتراب موسم عواصف الأطلنطي لعام ٢٠٠٧ في شهر يونيو، سراقب من يعيشون حول حوض الكاريبي، التنبؤات الجوية عن كثب. ومن المأمول أن يتكرر هدوء المناخ الذي حدث في العام الماضي. إلا أن الخسائر الضخمة نتيجة للعواصف في عام ٢٠٠٤ (شارلي وإيفان من بين أخريات)، وفي عام ٢٠٠٥ (كاترينا وويلما) مازالت حية في أذهان الناس. فضلا عن هذا، فإن الدراسات العلمية توحى باتجاه تصاعدي في تواتر وشدة العواصف (وبيستر وآخرون، ٢٠٠٥).

والنكبات الطبيعية (مثل العواصف التي تمثل كوارث) يمكن أن تكون لها آثار سلبية بعيدة المدى على ظروف الاقتصاد الكلي في البلدان المتأثرة، بما في ذلك مالياتها العامة (راسموين، ٢٠٠٦). ولا يحدث هذا في أي مكان أكثر منه في البلدان النامية والصغرى. وغالبا تعجز البلدان النامية عن حشد الموارد الكبيرة اللازمة عقب وقوع نكبة كبيرة. والبلدان الصغرى (مثل دول الجزر في الكاريبي وجنوب المحيط الهادئ) غير قادرة بصورة نموذجية على تحقيق إعادة التوزيع الجغرافي للمخاطر على نحو ما هو متاح للبلدان الكبرى التي يمكنها دعم التكاليف المصاحبة للأحداث والكوارث باستخدام الإيرادات المحصلة من المناطق غير المتضررة بالكارثة. ولذا فإنه في مثل هذه البلدان، يمكن للتكاليف المصاحبة للنكبات الطبيعية أن تسحق قدرة القطاع العام على الاستجابة الفعالة. بيد أن أسواق التأمين ضد الكوارث، توفر على نحو

«يمكن للمبتكرات التأمينية في مجال التأمين، أن تساعد البلدان على إدارة الآثار المالية الناجمة عن النكبات الطبيعية».

دافيد هوفمان  
David Hofman

## ارتفاع تكاليف النكبات الطبيعية

على الرغم من أن النكبات الطبيعية قد تقاضت إتاوتها على مدى التاريخ، فإن هناك مؤشرات قوية على أنها قد أصبحت أكثر تكرارا وأشد قسوة في العقود الأخيرة، وأن هذا الاتجاه التصاعدي ظهر ليستمر. ويمكن تفسير هذا الاتجاه جزئيا بأنه نتيجة للحضنة المتباينة مما أدى إلى زيادة تركيز السكان في المناطق المعرضة للمخاطر. (انظر فريمان وكين وماني ٢٠٠٣). وهو يعكس أيضا التغيرات في أنماط الطقس، خاصة تلك المرتبطة بالارتفاع في درجة حرارة سطح الأرض - التي يبدو أنها زادت تكرارا وشدة الأحداث العكسية الجوية، مثل العواصف، والفيضانات، والجفاف (انظر IPCC, 2007): ومع تكرار وشدة النكبات الطبيعية التي تؤثر على المناطق كثيفة السكان، ارتفعت تكاليفها بشدة مع مرور الوقت (انظر أدناه).

عدد الأحداث	٥٩-١٩٥٠	٦٩-١٩٦٠	٧٩-١٩٧٠	٨٩-١٩٨٠	٩٩-١٩٩٠	٢٠٠٥-١٩٩٦
مليار دولار بالأسعار الثابتة لعام ٢٠٠٥	٢١	٢٧	٤٧	٦٣	٩١	٥٧
إجمالي الخسائر	٤٨,١	٨٧,٥	١٥١,٧	٢٤٧,٠	٧٢٨,٨	٥٧٥,٢
متوسط الخسائر	٢,٣	٣,٢	٣,٢	٣,٩	٨,٠	١٠,١

المصدر: ميونج ري وتقديرات حسابات موظفي صندوق النقد الدولي.

بالحافز على تخصيص احتياطات في الموازنة العامة ووضع سياسات هيكلية وقائية.

## تخفيف بوليصة التأمين

ينبغي للحكومات التي تسعى إلى وقاية مالياتها العامة من آثار النكبات الطبيعية عن طريق عمل تأمين، أن تقرر الدرجة التي يتم بها تحويل المخاطر وأن تختار الهيئة التي ستتحمل المخاطر في النهاية. وتختلف الطرائق اختلافا حاسما في حجم مجمع رأس مال المخاطر الذي توزع بينه المخاطر (انظر الشكل ١).

التجميع: في إحدى نهايتي الطيف، يمكن للبلدان أن تجمع مخاطر نكبتها مع البلدان الأخرى - وبذلك تخلق شكلا من التأمين التعاوني. ومثل هذه الآلية يمكن أن تكون فعالة عندما يكون عدد البلدان التي تتقاسم المخاطر كبيرا بدرجة كافية. وأن يكون معامل الارتباط للمخاطر منخفضا بين البلدان المشاركة.

التأمين وإعادة التأمين التجاري: بيد أن شركات التأمين، قد تكون في مركز أفضل لاستيعاب المخاطر نظرا لأنها عادة ما يكون لديها محفظة جيدة التنوع من المخاطر. هذا بالإضافة إلى أن شريحة ثانية للتأمين متوافرة من خلال شركات إعادة التأمين، التي تعمل كشركات تأمين للمؤمنين، مما يسمح لهم بتحويل المخاطر التي تتجاوز قدراتهم، على الاستيعاب. والواقع، أنه بسبب توزيعها الفريد للخسائر - انخفاض المدفوعات في معظم السنوات، ولكن مع ارتفاعات مفاجئة في سنوات النكبات - ينتهي جزء ضخم من المخاطر والكوارث إلى أيدي القائمين بإعادة التأمين. بيد أن جهات إعادة التأمين أيضا تمر بأوقات صعبة عند مواجهة ذرى المطالبات بالتأمين، وتنعكس هذه الصعوبات في أقساط إعادة التأمين عالية التذبذب.

أسواق رأس المال: توفر أسواق رأس المال بصورة متزايدة لرأس مال المخاطر الذي يمكن لكل من جهات إعادة التأمين والبلدان ذاتها أن يستفيدوا منه من خلال استخدام الأوراق المالية المرتبطة بالتأمين. وقد حققت سوق سندات الكوارث (أو ما يطلق عليها) (انظر الإطار ٢).

بصفة خاصة - نموا سريعا في السنوات الأخيرة (انظر الشكل ٢). ومن خلال

إلا أنه إذا ما قامت البلدان بتأمين نفسها ضد النكبات، فقد تضمن على الأقل حصولها على بعض الموارد التي تحتاج إليها مقدما. وهذا التأمين ليس توقعنا نظريا بعيدا. فقد أظهرت تجارب البلدان مرتفعة الدخل، وبخاصة الولايات المتحدة واليابان، أن كثيرا من المخاطر الطبيعية قابل للتأمين عليها، وأن أسواق التأمين على مخاطر النكبات راسخة الأقدام هناك.

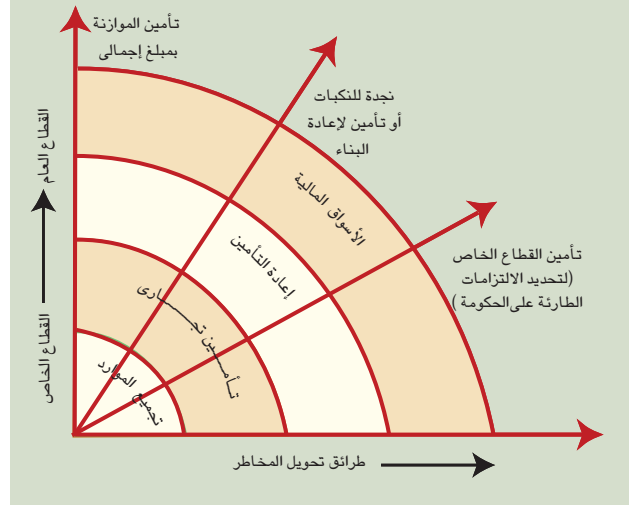
ونظرا للاتجاهات السائدة في تسعير التأمين ضد الكوارث والموارد المتاحة في البلدان المعرضة للنكبات، فربما يقتضى الأمر أن تتلقى هذه البلدان مساهمات من المانحين مقدما لدفع أقساط التأمين. إلا أن التحول في تمويل المانحين من تمويل عقب النكبة إلى تمويل قبلها تظل له مزايا مهمة لكلا الطرفين. فهو بالنسبة للبلدان المتلقية، يجعل ظروف التمويل عقب النكبة أكثر قابلية للتنبؤ بها، نظرا لأن مبلغ تمويل التأمين المتاح سيكون معروفا مقدما. وبالنسبة للمانحين سيساعد على انتظام التدفق النقدي من خلال تحويل المخصصات المعلقة «إذا ومتى»

إلى أقساط للتأمين يمكن التنبؤ بها. كما أنه قد يعطى للمانحين قدرة أكبر للتأثير على السياسات الوقائية (مثل قوانين البناء). وأخيرا، وليس آخرا، فإن ذلك يقلل الحوافز السلبية التي تواجهها البلدان المتلقية في اعتمادها على التمويل القادم من المانحين عقب النكبة. وبالفعل، فإن حافز البلدان المعرضة حاليا للمخاطر غالبا لتجنب وفورات من الموازنة العامة أو اتخاذ إجراءات وقائية بالنسبة للنكبات الطبيعية، حافز قليل، نظرا لأن هذا الاستعداد قد يقلل الدعم الذي يقدمه المانحون عقب أي حدث معاكس (وهو ما يطلق عليه معضلة السامري). ومع المدفوعات الخاصة بالتأمين التي يمكن التنبؤ بها تحتفظ البلدان

شكل ١

## قائمة التأمينات

يمكن تنظيم خيارات التأمين وفقا لبعدين رئيسيين هما: رابطة بين التمويل العام والتغطية التأمينية، طرائق تحويل المخاطر



تخصيص المخاطر- والخسائر المحتملة. بكفاءة على مجمع ضخ من المستثمرين، يوفر التأمين من خلال الأسواق المالية إمكانات واعدة لتخفيض تقلب الأقساط المصاحب لإعادة التأمين التقليدية.

وهناك اختيار رئيسي ثان للحكومات هو تحديد من ينبغي أن يتولى التأمين، وما الذي ينبغي تأمينه. وعدم قدرة القطاع الخاص على مواجهة النكبة هو غالبا مصدر رئيسي للضغط على الموازنة عقب النكبة. ومن ثم، تتضمن استراتيجية نافعة لتشجيع أو تسهيل أو دعم شراء أطراف القطاع الخاص للتأمين (مثل التأمين على الممتلكات لأصحاب البيوت، أو التأمين على المحاصيل بالنسبة للزراع)

للحد من التزامات الحكومة الطارئة. وبدلا من ذلك، أو كاستراتيجية مكملة، يمكن للحكومة أيضا أن تسعى للتأمين على نفسها مباشرة ضد المخصصات المتعلقة بالنكبات أو الضغوط على الموازنة العامة بشكل أوسع، من خلال مدفوعات قطاعية محددة مقدما.

### قيادة المسيرة

في السنوات الأخيرة، قامت مبادرات عديدة واعدة في البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل. ويمكن تقسيمها إلى ثلاث فئات عريضة:

خطط مصممة للحد من الالتزامات الطارئة للحكومة. تستهدف هذه الخطط القطاع الخاص، لتقليل الحاجة إلى الدعم الحكومي عقب النكبات. والمثال الجيد لذلك هو المجمع التركي للتأمين ضد الكوارث، الذي يدعمه البنك الدولي ويجمع المخاطر ويعيد التأمين عليها من خطة التأمين الإلزامية ضد الزلازل المخصصة لأصحاب المساكن الخاصة.

خطط لتوفير موارد للإغاثة من الكوارث وإعادة البناء. بهذه الخطط تسعى الحكومة لضمان موارد تغطي عمليات الإغاثة في حالة وقوع الكوارث. وهناك مثال حديث لذلك هو مشروع برنامج الغذاء العالمي في إثيوبيا، الذي يستخدم أحد المشتقات المتعلقة بالطقس لضمان الموارد في حالة وقوع جفاف يمثل كارثة. وفي هذه الحالة، تهدف أموال التأمين التي تنقصها الحكومة وبرنامج الغذاء العالمي للتخفيف من محنة المزارعين المتضررين، في حين يسهم المانحون في أقساط التأمين. وهناك مثال آخر هو صندوق فوندين في المكسيك. وقد بدأ هذا الصندوق كوسيلة لتخصيص موارد للإغاثة عند حدوث نكبات في المستقبل، على أن تقوم الحكومات المحلية بإنفاق هذه الموارد على أساس الحاجة. ومؤخرا، حصل الصندوق على تمويل أكثر ثباتا عندما أصبحت المكسيك أول بلد متوسط الدخل يصدر سندات كوارث لضمان توافر الأموال في حال وقوع أي زلزال يتجاوز حجما معينا، مقيسا بالمعايير الموضوعية والقابلة للتحقق منها.

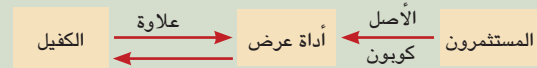
خطط توفر دعما قطاعيا للموازنة الحكومية. بدلا من شراء تأمين ضد مصروفات بعينها، يمكن للحكومات أن تسعى للحصول على دعم عام قطاعي يكون مشروطا بوقوع نكبة معينة. ويمكن عندئذ إنفاق هذه الأموال وفقا لتقديرات الحكومة. والخطط من هذا النوع أقل شيوعا. بيد أن البنك الدولي سينفذ خطة وفق هذه الأسس في منطقة الكاريبي في عام ٢٠٠٧. ووفقا للخطط الحالية، فإن هذه

الإطار ٢

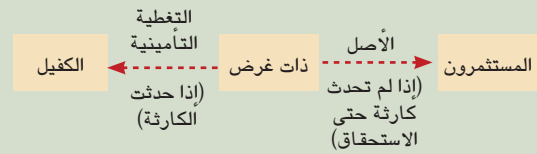
### كيف تعمل سندات الكوارث؟

تحول سندات الكوارث مجموعة من المخاطر من الكفيل إلى المستثمرين. يتضمن الإصدار النموذجي لسند الكوارث قيام الكفيل (الذي عادة ما يكون إحدى شركات التأمين، ولكن يتصور أن يكون أي جهة أخرى) بإنشاء أداة ذات غرض خاص. ومهمة هذه الأداة هي إصدار السندات واستثمار رأس المال في أوراق مالية منخفضة المخاطر (مثل سندات الخزنة). ويدفع العائد على هذه السندات لحائزي السندات، إلى جانب علاوة تدفع إلى الكفيل (انظر اللوحة أ أدناه). وإذا ما استحقت هذه السندات بدون وقوع الحدث السابق تحديده، يعاد الأصل إلى المستثمرين، مثلما يحدث في السندات العادية (اللوحة ب). بيد أنه في حالة وقوع الكارثة السابق تحديدها في أثناء فترة سريان السند، يوافق المستثمرون على التنازل عن جزء من استحقاقاتهم أو التنازل عنها كلها وتدفع الأداة ذات الغرض الخاص إلى الكفيل بدلا من ذلك. وبذلك يتم تحويل مخاطر الكارثة إلى المستثمرين.

#### (أ) المعاملة



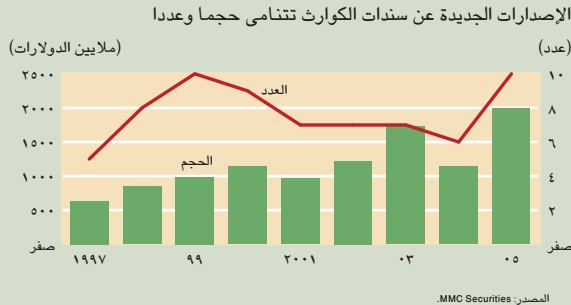
#### (ب) المراكز النهائية المحتملة



ونظرا لأن الأصول والالتزامات المتصلة بإصدار السند مخصصة للأدوات ذات الأغراض الخاصة، فإن سندات الكوارث تعمل باعتبارها محض ترتيب تأميني للكفيل، ولا تخلق دينًا. والميزة الرئيسية لسندات الكوارث هي أنها تسمح بتقسيم وتحويل المخاطر إلى مجموعة ضخمة من المستثمرين في حالات قد لا يتوافر فيها التأمين لدى طرف واحد منفرد، أو يكون أكثر تكلفة. ومن منظور المستثمر، فإن سندات الكوارث تدر عائدا أعلى من أسعار السوق (بسبب العلاوة التي تدفع فوق العائد قليل المخاطر / بدون مخاطر) في حين توفر فرصة فريدة لتنويع المحفظة نظرا لأن مخاطر الكوارث تتجه إلى عدم الارتباط بالاتجاهات في أسواق الأسهم أو السندات.

شكل ٢

### أداة جديدة واعدة



يكون من حسن الحظ أن سندات الكوارث - وهي تماثل إلى حد كبير الديون السيادية للأسواق الناهضة - استفادت من هذه الظروف. وما زال الأمر يتطلب معرفة ما إذا كان مثل هذا المناخ سيسود عندما تنكمش ظروف السيولة.

وإذا ما تركنا هذه القضايا جانبا، فإن القدرة على تحمل تكاليف سندات التأمين ضد الكوارث قد تظل مصدر قلق بالنسبة للبلدان النامية، حتى في

## «إن لنقل المخاطر إلى أسواق رأس المال الدولية مزايا كبيرة لأنه يوسع بدرجة كبيرة مجمع رأس مال التأمين المتاح للبلدان النامية».

السيناريوهات الأكثر مواتاة، والواقع أنه في ضوء الارتفاع المتكرر لتكلفة أقساط التأمين والتذبذب فيها، فإن قدرة آليات التأمين من الكوارث بالنسبة للبلدان النامية، خاصة البلدان منخفضة الدخل، قد تعتمد بشكل حاسم على إسهامات المانحين. ومن ثم، فإن حشد دعم المانحين لخطط تأمين النكبات تعتبر تحديا آخر. وعلى الرغم من أن مشاركة المانحين مشجعة حتى الآن، فإن من غير الواضح ما إذا كان المانحون سيرحبون بزيادة مشاركتهم في ترتيبات الدعم الهيكلية على حساب الإغاثة عقب وقوع النكبات. والأخيرة قد توفر منافع أعظم من ناحية القبول العام واستيفاء الرغبة في إظهار الدعم بعد وقوع الكارثة. ومن ثم، فإن وضع نموذج مستدام للتعاون فيما بين المانحين والمتلقين في خطط تأمين النكبات، سيكون أمرا رئيسيا.

إن المنافع المحتملة للتغيير من تمويل التأمين عقب الكوارث إلى تمويل التأمين قبلها، هائلة. وعلى الرغم من احتمال استمرار النكبات الطبيعية كإحدى حقائق الحياة المؤلمة، فإن هذا التحول سيساعد على الأقل في تقليل الجولة الثانية من الآثار المالية، وبذلك يحد من الاضطراب الاقتصادي وتشجع التعافى السريع بينما يوفر حوافز أفضل للبلدان لاتباع سياسات وقائية. ■

دافيد هوفمان يعمل اقتصاديا في دائرة تطوير ومراجعة السياسات، بصندوق النقد الدولي.

الخطة ستتضمن عناصر من كل من تجميع المخاطر وتحويلها إلى إعادة التأمين أو الأسواق المالية مع إسهامات مالية من المانحين.

ومن بين هذه المبادرات الواعدة، فإن المجال الرئيسي الذي لم يبدأ استكشافه سوى الآن، هو تحويل المخاطر إلى الأسواق المالية. وحتى الآن، فإن المكسيك هي الوحيدة التي استفادت مباشرة من السوق العالمية لرأس المال بعملية إصدار ناجحة لسندات الكوارث. كما حققت خطة برنامج الغذاء العالمي تقدما في إثيوبيا، في تجميع مخاطر الزراعة الإثيوبيين في أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية - ورغم أنه تم بيعها جملة إلى إحدى شركات إعادة التأمين. وتمثل الخطتان المكسيكية والإثيوبية المشكلة الأكثر فاعلية لحل مواجهة مخاطر النكبات استنادا للتأمين في البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل حاليا.

### عواصف تغير الطقس تلوح في الأفق

إن لتحويل المخاطر إلى أسواق المال الدولية مزايا كبيرة لأنه يوسع كثيرا مجمع رأس المال المتاح للتأمين للبلدان النامية، بدرجة كبيرة. ومع هذا، فإن هناك عددا من أوجه عدم اليقين تحتفظ بالتأمين ضد مخاطر النكبات الطبيعية. بل إنه على الرغم من وجود أسواق راسخة لتأمين مخاطر كوارث معينة، فإنه لا يمكن اعتباره أمرا مسلما، إن كافة مخاطر النكبات الطبيعية يمكن التأمين عليها في الأسواق بتكلفة يمكن تحملها. وعلى وجه التحديد، فإن سوق التأمين على الكوارث تواجه مصدرين لعدم اليقين:

الأول هو الاحترار العالمي وآثاره المحتملة على تكرار الكوارث الطبيعية وشدها. وعلى الرغم من أن صناعة التأمين قد نهضت بمهمتها حتى الآن، فقد أثار خسائر التأمين في العاميين الأخيرين، بما في ذلك الخسائر التي حطمت كافة الأرقام القياسية والناشئة من إعصار كاترينا التي بلغت ٤٥ مليار دولار، الشكوك حول المسار في المستقبل. والواقع فإن صناعة التأمين تولي اهتماما متزايدا إلى التغييرات في الطقس وتداعياتها على وضع نماذج المخاطر وإدارتها. وقد يجعل ازدياد مخاطر النكبات الطبيعية، أو عدم اليقين المستمر بالنسبة لتأثير تغير المناخ، الحصول على تأمين الكوارث أكثر صعوبة وأعلى تكلفة.

ويكمن مصدر ثان لعدم اليقين في الشهية لتحمل المخاطر والكوارث في الأسواق المالية الدولية، وحتى الآن، لا يواجه مصدر السندات سوى وضع مشاكل قليلة نسبيا في بيع سندات الكوارث المبتكرة والخطيرة نسبيا إلى المستثمرين الدوليين الذين يسعون إلى تنويع المخاطر. ولكن نجاح هذه الصكوك الجديدة (وحدات الحجم المنخفض نسبيا) تزامن مع ظروف سيولة عالمية مواتية وسعي وراء العائد من جانب المستثمرين، وهو ما أدى إلى هبوط علاوات المخاطر. وقد

المراجع:

Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), 2007, Climate Change 2007: The Physical Science Basis (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press for IPCC).

Lloyd's, 2006, "Climate Change: Adapt or Bust," 360 Risk Project Paper No. 1 (London).

Munich Re, 2005, "Weather Catastrophes and Climate Change—Is There Still Hope for Us?" Knowledge Series (Munich).

Rasmussen, Tobias, 2006, "Natural Disasters and Their Macroeconomic Implications," in The Caribbean—From Vulnerability to Sustained Growth, ed. by Ratna Sahay and others (Washington: International Monetary Fund).

Webster, P.J., G.J. Holland, J.A. Curry, and H.R. Chang, 2005, "Changes in Tropical Cyclone Number, Duration, and Intensity in a Warming Environment," Science, Vol. 309 (September), pp. 1844–46.

Brukoff, Patricia, and David Hofman, 2006, "Insuring Public Finances Against Natural Disasters—A Survey of Options and Recent Initiatives," IMF Working Paper No. 06/199 (Washington: International Monetary Fund).

Chacko, George, Peter Hecht, Vincent Dessain, and Anders Sjöman, 2004, "Catastrophe Bonds at Swiss Re" (unpublished; Cambridge, Massachusetts: Harvard Business School).

Freeman, Paul, Michael Keen, and Muthukumara Mani, 2003, "Dealing with Increased Risk of Disasters: Challenges and Options," IMF Working Paper No. 03/197 (Washington: International Monetary Fund).

Heller, Peter, and Muthukumara Mani, 2002, "Adapting to Climate Change," Finance and Development, Vol. 39 (March), pp. 29–31.



برج اليورو في فرانكفورت، بالمانيا

# اليورو: الأكثر عالمية دائماً

إن مستقبل استخدام اليورو ستشكله عوامل تخرج إلى حد كبير عن سيطرة صناع السياسات.

أكسل بيرتوش - سامويلس وبارميشوار راملوغان  
Axel Bertuch-Samuels and  
Parmeshwar Ramlogan

تعرضا لمخاطر تقلب تدفقات رأس المال التي يمكن أن تسفر عن عدم استقرار مالي واقتصادي كلي والحد من خيارات السياسة. وفي الوقت نفسه، يصبح تحديد الأهداف النقدية أكثر صعوبة نظراً لأن جزءاً من العملة محتفظ به في الخارج، مما يعقد إدارة السياسة النقدية.

## كيف يستخدم اليورو حالياً

لم يكن التقدم الذي حققه اليورو كعملة متكافئاً. فمن منظور وظيفي، حقق أكبر تقدم في المعاملات المالية الدولية - خاصة باعتباره عملة تسمى بها الأوراق المالية للديون الدولية - وحقق أقل تقدم في معاملات التجارة الدولية. ومن منظور جغرافي، لا يزال دور اليورو كعملة دولية مقصوراً إلى حد كبير على البلدان التي لها ارتباطات إقليمية وسياسية بمنطقة اليورو بما في ذلك أعضاء الاتحاد الأوروبي التي لم تعتمد اليورو، والبلدان المنضمة إلى الاتحاد الأوروبي، ودول منطقة الفرنك المالي الأفريقي في أفريقيا. وقد يحاج البعض بأن الدور الجغرافي المحدود لليورو يعني أنه لم يبلغ بعد مرتبة الدولار.

ومن ثم كيف يمكن المقارنة بين استخدام اليورو حالياً كعملة دولية وبين استخدام الدولار؛ من ناحية الاستخدام الرسمي، فإن نحو ثلث البلدان التي تربط عملاتها بشكل أو بعملة أخرى، تستخدم اليورو كعملة تثبيت. وتشمل هذه في الغالب بلداناً غير أعضاء في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي، والبلدان المنضمة أو التي يحتمل انضمامها إلى الاتحاد الأوروبي، والبلدان الأفريقية المتحدثة بالفرنسية. ويستخدم معظم بلدان الثلاثين الباقية - في آسيا، وأفريقيا والشرق الأوسط وأمريكا اللاتينية - الدولار كعملة تثبيت. وبمراجعة هذا في نهاية سبتمبر ٢٠٠٦، نجد أن احتياطات النقد الأجنبي المقومة بالدولار تضم نحو ثلث إجمالي حيازة العالم من الاحتياطات الرسمية بالنقد الأجنبي المعرف تكوين عملاتها (انظر الشكل ١). وقد شكلت الاحتياطات المقومة باليورو ربع الإجمالي،

أكثر من ثمانى سنوات مضت، تم طرح اليورو وسط آمال وتوقعات منذ ضخمة بشأن دوره الدولي في المستقبل. بل إن البعض راهن أنه في يوم ما سيحل محل الدولار الأمريكي باعتباره أكثر العملات الدولية أهمية. وليس هناك شك في أن بدء استخدامه كان نجاحاً تقنياً باتاً. ورسخ اليورو بسرعة وحزم وضعه باعتباره ثانياً أهم عملة دولية في العالم. واليوم أصبح برونزه الدولي لا يتجاوز تراث العملات الأوروبية التي حل اليورو محلها فحسب، ولكن يتجاوز مركز الجنيه الاسترليني والين الياباني، والعملات الدولية الرئيسية الأخرى. وعلى الرغم من أن البنك المركزي الأوروبي لا يسعى بنشاط للترويج لليورو في الخارج، فإن دوره مستمر في النمو.

والعملة الدولية هي تلك العملة التي يستخدمها المقيمون داخل وخارج بلد الإصدار. وعلى النقيض من ذلك، فإن العملة المحلية تستخدم فقط في داخل بلد الإصدار. وفي حالة اليورو، فإن الاستخدام الدولي يعني استخدام المقيمين له خارج البلدان التي تضمها منطقة اليورو. وعلى الجانب الإيجابي، فإن حيازة عملة قوية دولياً، يخلع مزايا سياسية واقتصادية على بلد أو مجموعة بلدان الإصدار. فمن الناحية السياسية، تتعزز المكانة الدولية للبلد أو مجموعة البلدان. ويتسع نفوذها العالمي. وتتضمن المزايا الاقتصادية انخفاض تكلفة المعاملات وأسعار الفائدة وارتفاع ربحية المؤسسات المالية، الناشئ من ازدياد النشاط والكفاءة في أسواق رأس المال المحلية؛ والقدرة على تمويل عجز الحساب الجاري بنفس عملة البلد، وتجنب الحاجة إلى تراكم الاحتياطيات الأجنبية، وإيرادات سك العملة الناشئة من إصدار البلد لاستحقاقات لا تحمل فوائد، على نفسها في مقابل السلع والخدمات.

إلا أن تدويل العملة يجلب معه أيضاً مخاطر ومسئوليات. ولذا فإن السياسات السليمة للاقتصاد الكلي بغرض المحافظة على استقرار الأسعار وسعر الصرف أمور حاسمة. إلا أنه حتى مع توافر السياسات السليمة، فإن البلد يصبح أكثر





اليورو حاليا ثانياً أوسع عملة في التداول بعد الدولار، وكثيراً ما يتم تداول الدولار واليورو معاً، وهو ما يوحي بأن اليورو أداة نقدية مهمة في معاملات المصرف الأجنبي. وتشير البيانات المحدودة المتاحة من إصدار فواتير البنك المركزي الأوروبي إلى أن اليورو هو أهم عملة في إصدار فواتير التجارة بين منطقة اليورو والبلدان غير المنضمة إلى منطقة اليورو في أوروبا، ولكنه نادراً ما يستخدم في معاملات التجارة الدولية خارج منطقة اليورو (انظر الشكل ٣) وقد يعكس هذا جزئياً، حقيقة هي أن التجارة في السلع الأساسية تحرر فواتيرها بالدولار تقليدياً.

وفي كثير من البلدان المحيطة بمنطقة اليورو، يستخدم اليورو جنباً إلى جنب مع العملة المحلية أو يحل محلها. وهو ما يطلق عليه إحلال اليورو (اليورو). ويظهر هذا الاتجاه المتنامي بوضوح بالنسبة لجميع وظائف النقود: كوسيلة دفع (نقدا وإئتمانياً)، كمخزن للقيمة (ودائع مصرفية)، وكوحدة حسابية (عقود القروض). وليس من المستغرب حدوث ذلك، إذ أن كثيراً من البلدان في شرق وجنوب شرق أوروبا تسعى إلى عضوية الاتحاد الأوروبي (والذي يقتضى اعتماد اليورو بمجرد استيفاء معايير معينة)، كما أن القروض باليورو غالباً ما تكون محملة بأسعار فائدة أقل. إلا أن الاقتراض والإقراض باليورو غير المغطى إلى حد كبير جعل هذه الدول أكثر تعرضاً لمخاطر التآرجح في مشاعر المستثمرين، على الأقل لأن ذلك يعرض المقيمين لمخاطر النقد الأجنبي.

### العوامل المؤثرة على استخدام اليورو

يتشكل دور اليورو كعملة دولية، إلى حد كبير، بالعوامل الأربعة التالية:

**الحجم والانفتاح الاقتصادي.** كلما كبر حجم الاقتصاد وزادت ديناميته، زاد التأثير الاقتصادي العالمي المحتمل الذي يمارسه، جزئياً لأن الحجم والانفتاح الاقتصادي يرتبطان ارتباطاً كبيراً بتدفقات رأس المال والتجارة. إن منطقة اليورو بعدد سكانها الأكبر من عدد سكان الولايات المتحدة، واقتصادها الإجمالي المفتوح نسبياً والذي يكاد يناهز الاقتصاد الأمريكي (أو ربما كان أكبر إذا ما أخذت أوروبا بأسرها في الحسبان) مؤهلة لفرض دور دولي رئيسي لليورو. بيد أن، النمو الاقتصادي في منطقة اليورو تخلف عن مثيله في باقى العالم، ولم يبلغ متوسطه سوى ١,٤ في المائة في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٥ مقابل ٥,٧ في المائة في أى مكان آخر. وسيعزز ارتفاع النمو جاذبية منطقة اليورو كمقصد للاستثمار، إلى جانب الثقة في اقتصادات منطقة اليورو وفي اليورو، ويحتمل أن يؤدي إلى تدفقات وافدة أضخم من رأس المال لها طابع طويل الأجل. كما أن السياسات التي تقوى أسس النمو الاقتصادي وتتضمن تحسيناً مستداماً في ميزانيات القطاع العام والإصلاحات الهيكلية لزيادة الإنتاجية واستخدام العمالة، كلها أمور أيضاً لها أهميتها.

استقرار الأسعار وسعر الصرف. كلما زاد استقرار الأسعار وسعر الصرف في البلد المصدر للعملة، انخفضت تكلفة مخاطر الأسواق المالية، وارتفعت درجة الثقة في

في حين شكلت الاحتياطات المقومة بالين والاسترليني نحو ٧ في المائة فقط. وقد ارتفع نصيب اليورو على حساب الدولار والين. وتحافظ البلدان النامية في حيازتها بحصة من احتياطاتها باليورو أكبر مما تحتفظ به البلدان الصناعية، وهو ما يعكس سيطرة احتياطي اليورو في البلدان المجاورة لمنطقة اليورو وفي أفريقيا المتحدثة بالفرنسية.

وفي الاستخدامات الخاصة، تفوق اليورو على الدولار باعتباره أهم عملة إصدار للسندات والأذون الدولية. (المحددة بأنها إصدارات بالعملات الأجنبية وإصدارات بالعملة المحلية تستهدف غير المقيمين). والواقع، أن صافي الإصدارات باليورو قد ارتفعت بسرعة أكبر من الإصدارات بالعملات الأخرى، وحتى نهاية سبتمبر ٢٠٠٦ كانت إصدارات اليورو تضم نحو نصف الرصيد العالمي القائم من السندات والأذون الدولية (انظر الشكل ٢). وفي وسط أوروبا ودول البلطيق بلغت نسبة السندات المقومة باليورو في نهاية ٢٠٠٥ نحو ٨٣ في المائة في المتوسط من السندات الدولية القائمة، بينما ما زالت الإصدارات باليورو صغيرة جداً في آسيا وأمريكا اللاتينية.

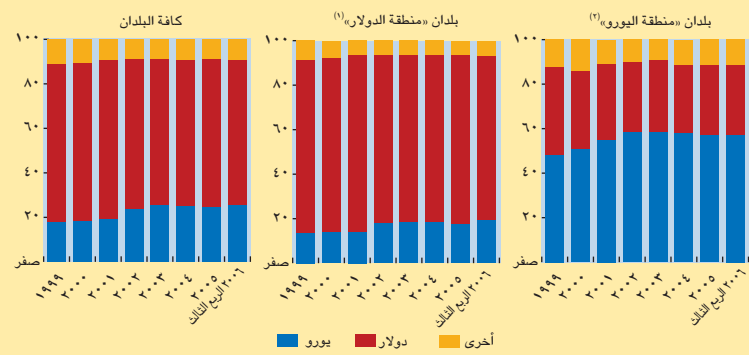
وفي العمليات المصرفية الدولية، كان ٣٩ في المائة من كافة القروض ٢٨ في المائة من كافة الودائع مقوماً باليورو في نهاية يونيو ٢٠٠٦، مقابل ٤١ في المائة ٤٨ في المائة على التوالي مقومة بالدولار. ومرة أخرى، فقد تضمن معظم المعاملات بلداناً في أوروبا من خارج منطقة اليورو؛ ولا يستخدم اليورو كثيراً في العمليات المصرفية خارج أوروبا. وفي أسواق الصرف الأجنبي، أصبح

شكل ١

### ترتيبه الثاني في الاحتياطات

بينما زاد استخدام اليورو في احتياطات النقد الأجنبي في كل مكان في العالم، فإن قدراً كبيراً من الزيادة حدث في بلدان لها الارتباطات مع منطقة اليورو

(النسبة المئوية لإجمالي مخصصات الاحتياطي)



المصادر: صندوق النقد الدولي (٢٠٠٦). آسيا مضافاً إليها نصف الكرة الغربي وبلدان أخرى تربط عملاتها بالدولار لحد كبير. البلدان حول منطقة اليورو مضافاً إليها عدة بلدان في أفريقيا.

خطة عمل الخدمات المالية في مارس ٢٠٠٠. وهدف الخطة هو خلق سوق موحدة للخدمات المالية عن طريق إلغاء الحواجز التنظيمية والسوقية التي تعوق تقديم الخدمات المالية عبر الحدود، ومن ثم تشجيع الحركة الحرة لرأس المال داخل الاتحاد الأوروبي.

وتتبدى التنمية والتكامل الجاريان في الأسواق المالية الأوروبية بطرق عديدة. أولها، أن أسواق سندات الشركات والحكومة في أوروبا توسعت بشكل كبير وأصبحت أكثر سيولة منذ بدء استخدام اليورو. ثانيا، هناك دليل على زيادة تكامل البورصات داخل منطقة اليورو. قد ازدادت التحركات المشتركة في أسعار الأسهم، كما ارتفعت حصة صناديق المقامة على النطاق الأوروبي في إجمالي أسواق الأسهم بدرجة ملموسة، ويولى المشاركون في الأسواق اهتماما أكبر بالعوامل المتعلقة بالصناعات والشركات واهتماما أقل بالعوامل الخاصة بالبلدان عند تقييم الأسهم. ثالثا، انخفضت الفروق في أسعار الفوائد السيادية فيما بين بلدان منطقة اليورو. رابعا، طفق التقدم في الابتكار المالي يتقدم سريعا. كما يجري التحول في البنية الأساسية للأسواق، وازاد نطاق وتعقد الصكوك المالية، وتوسع أحجام التداول.

ومع كل هذا، فإن الأسواق المالية الأوروبية لم تتكامل بصورة تامة بعد، ولا تزال أسواق الأوراق المالية للديون وتمويل التجزئة مفتحة؛ وسوق الأوراق التجارية متخلفة وأسواق الأسهم الوطنية غير متجانسة بالدرجة الكافية. ومازالت قائمة عدة عقبات أمام تحقيق تكامل أكبر للسوق المالية. أولا، أن النظم القانونية التي تحكم إصدار الأوراق ليست موحدة بين جميع البلدان، مما يؤدي إلى اختلاف الأوراق المالية غير القابلة للتبادل فيما بينها بسهولة. ثانيا، أن نظم المقاصة والتسوية للأوراق تختلف من بلد لبلد. ونتيجة لذلك، تختلف الأعراف الخاصة بالمحاسبة وأداء الأعمال الأخرى وترتفع تكاليف المعاملات عبر الحدود نسبيا. ثالثا، مازالت الاختلافات في هياكل الضرائب، وحماية المستهلك والقانون التجارى تحبط الاستثمارات المالية عبر الحدود. رابعا، يعرقل هيكل الإشراف المجزأ إضفاء طابع مثالي على العمليات المصرفية عبر الحدود ولا يحقق مردودية التكاليف.

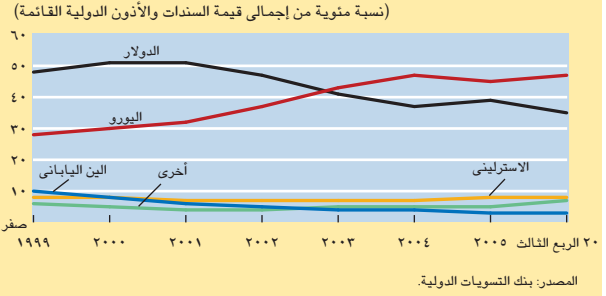
وبمرور الوقت، لا بد أن يساعد التنفيذ الكامل لخطة العمل للخدمات المالية، في إزالة هذه العقبات ويسهم في قيام سوق مالية أكثر كفاءة وتكاملا عبر أوروبا.

العادة والقصور الذاتي. تزيد وفورات الحجم الكفاءة وتقلل تكاليف المعاملات، وتوفر الملاءمة والتوافر على نطاق أوسع لأدوات السوق المالية حوافز قوية للقوى الفاعلة الاقتصادية كي تستمر في استخدام العملة القائمة المسيطرة. فعلى سبيل المثال، استمر الجنيه الاسترليني عملة عالمية أولى في النصف الأول من القرن العشرين، بعد مرور وقت طويل من فقدان بريطانيا لوضعها الذي كانت تتمتع به في القرن التاسع عشر باعتبارها القوة الحربية والعسكرية والاقتصادية الأساسية في العالم. وأخذ الدولار يحل تدريجيا محل الجنيه الاسترليني العملة الأولية الرئيسية ولم يصبح العملة المسيطرة إلا بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية عندما تقوض استقرار الجنيه الاسترليني بشكل خطير وتطورت أسواق نيويورك المالية بدرجة تكفي لمنافسة لندن. ومن هذا المنظور، فإن الأمر يستغرق زمنا طويلا قبل أن يصبح اليورو بديلا للدولار قادرا على البقاء بالفعل.

شكل ٢

## يحتل مكان في إصدار السندات

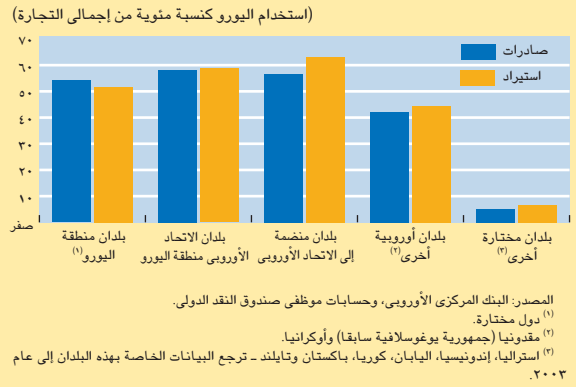
حقق اليورو نموا استثنائيا كعملة إصدار للسندات والأذون الدولية



شكل ٣

## لم يكن ذا أثر كبير على التجارة

ظل استخدام اليورو متواضعا في التجارة خارج منطقة نفوذه



العملة. وقد فوضت معاهدة ماستريخت للبنك المركزي الأوروبي ولاية راسخة واستقلالاً لعملياته للحفاظ على استقرار الأسعار، وكان سجل البنك قويا. واتسم التضخم وتوقعات التضخم بالانخفاض والاستقرار في منطقة اليورو، كما كان التذبذب أيضا في سعر الصرف منخفضا. وقد سهل اليورو ذاته إدارة السياسة النقدية والمحافظة على استقرار الأسعار من خلال تعزيز تنمية سوق النقود.

تنمية وتكامل الأسواق المالية. يعد وجود الأسواق المالية المحلية المتطورة والمتكاملة أمرا حاسما. فهذه الأسواق توفر السيولة، وتكاليف المعاملات الأقل وتقلل المخاطر وعدم التيقن، ومن ثم تكاليف التغطية وتؤدي إلى أسعار فائدة أقل. وهي تعزز أيضا الإنتاجية والنمو الاقتصادي وتقوى الثقة في اليورو. وكل هذه العوامل تؤثر في درجة استخدام اليورو كعملة عالمية للاذخار والاستثمار والاقتراض.

وتقليديا، كانت النظم المالية في منطقة اليورو مستندة إلى البنوك لحد كبير، مع تطور أقل للأسواق المالية في منطقة اليورو وتكامل أقل عن مثيلاتها في الولايات المتحدة. ومع ذلك، طفقت الأسواق المالية الأوروبية تمر بمرحلة تحول مطرد عبر العقد الماضيين. وهي عملية تسارعت مع بدء استخدام اليورو وتبني

## ما الذى قد يخبئه المستقبل؟

لو قدر لليورو أن يصبح عملة عالمية فعلية، فإن الأمر سيتطلب منه أن يمد حدود استخدامه الدولي بما يتعدى الجوار المباشر لمنطقة اليورو. وستعتمد قدرة اليورو على الارتفاع لمستوى هذا التحدى فى الجزء الأكبر منها على مدى التغلب على العوائق الهيكلية وغيرها التى تعترض النمو الاقتصادى وتنمية السوق المالية فى أوروبا. كما أن قدرة أوروبا على الحديث بصوت واحد على الصعيد الدولى، بما فى ذلك الحديث عن القضايا المالية الدولية، له أهميته أيضا.

وإحدى العلامات الواعدة بالنسبة لليورو، هى أن صافى التدفقات الوافدة من رأس المال الأجنبى فى منطقة اليورو قد ارتفع منذ بدء التعامل به، وانعكس ذلك فى زيادة حيازات غير المقيمين من رصيد صافى الأصول الأجنبية إلى أكثر من الضعف فيما بين عام ١٩٩٩ و ٢٠٠٦. وكانت الزيادة سريعة بشكل خاص فى الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٤. عندما نما صافى التدفقات الوافدة إلى منطقة اليورو أسرع من صافى التدفقات الوافدة إلى الولايات المتحدة. وهذه الاتجاهات قد تعكس تطورات سعر الصرف (ارتفعت قيمة اليورو مقابل الدولار فى خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦، فيما عدا فترة قصيرة فى عام ٢٠٠٥). لكنها قد تشير أيضا إلى أن منطقة اليورو لا تزال مقصدا منافسا للاستثمار. وربما جعل إصدار قانون سارابانيس-أوكسلى فى الولايات المتحدة فى عام ٢٠٠٢ - وخاصة القسم ٤٠٤ - الذى يتطلب اعتماد الضوابط الداخلية - الأسواق المالية للولايات المتحدة أقل جاذبية بالنسبة للشركات الأجنبية التى كانت تود قيد أسهمها فى البورصات الأمريكية. ويتمثل الدليل على ذلك فى الزيادة فى أعداد الشركات الأجنبية التى أُلغى قيد أسهمها فى بورصات الولايات المتحدة، وانخفاض فى عدد عمليات الطرح العام الأول فى الولايات المتحدة من قبل الشركات الأجنبية، وحقيقة أن بورصة لندن تفوقت على بورصة نيويورك كمكان مختار لعمليات الطرح العام الأول للشركات الأجنبية. كما حدثت زيادة أيضا فى نشاط الطرح العام الأول فى البورصات فى القارة الأوروبية، خاصة فى البورصات البديلة للشركات الأصغر (وهذه هى الحال أيضا فى المملكة المتحدة). ولو قررت المملكة المتحدة الانضمام إلى منطقة اليورو وتوحيد البورصات الأوروبية، فإن ذلك سيزيد بدرجة أكبر من السيوالة فى أسواق رأس المال الأوروبية. ويلحق الضرر بأسواق رأس المال فى الولايات المتحدة.

وهناك تطوران آخران يمكنهما التأثير على اليورو فى المستقبل. الأول هو المدى الذى سيتم به تصحيح الاختلالات العالمية فى التوازن من خلال إجراء تغييرات فى سعر صرف الدولار والتحول فى تخصيص الأصول العالمية. وهناك قدر كبير من البحوث فى هذا الموضوع. فعلى سبيل المثال، فإن الطبقات الأخيرة من تقرير صندوق النقد الدولى عن آفاق الاقتصاد العالمى وتقرير الاستقرار المالى العالمى تفحص السيناريوهات البديلة للتصحيح التدريجى والمفاجئ لسعر الصرف، والظروف والسياسات التى يحتمل بموجبها تجسيد هذه السيناريوهات (صندوق النقد الدولى ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦). وهناك توافق فى الرأى على أن تصحيح اختلالات التوازن العالمية سيتضمن بذل جهود لإعادة التوازن العالمى إلى المدخرات والاستثمار والاستهلاك على النطاق العالمى وعلى أن هناك طرقا عديدة يمكن بها تحقيق ذلك، ولكن السؤال هو إلى أى مدى سيتم التصحيح وبأى سرعة. و«تفضيلات التخصيص العالمى للأصول» حاسمة فى هذا الجدل. ويعتمد السيناريو التدريجى للتصحيح جزئيا على رغبة الأجانب فى مواصلة شراء أصول

الولايات المتحدة. ذلك أن تحولا مفاجئا فى تفضيلات المحفظة بعيدا عن أصول الولايات المتحدة قد يجعل بتدهور حاد فى الدولار، ويغير الثقة النسبية فى اليورو والدولار ويعزز استخدام اليورو كعملة عالمية على حساب الدولار. إلا أن تصحيحا أكثر تدريجا للاختلالات فى الحساب الجارى يتفادى حدوث انخفاض مفاجئ وكبير فى قيمة الدولار لا يرجح أن يؤثر بدرجة كبيرة فى الدور الدولى لليورو.

وطبقا لبيانات الخزانة الأمريكية، فإن المستثمرين من الدول الآسيوية هم حتى الآن أكثر الأجانب حيازة لسندات الخزانة الأمريكية (٥٧ فى المائة فى نهاية أكتوبر ٢٠٠٦)، ويليهم فى ذلك المستثمرون من الدول الأوروبية (٢١ فى المائة). وتمثل البلدان المصدرة للبتترول حصة صغيرة نسبيا (أقل من ٥ فى المائة). إلا أن المستثمرين من البلدان الأوروبية هم أكبر الحائزين الأجانب لأسهم الولايات المتحدة (٥٣ فى المائة فى يونيو ٢٠٠٥) ويليهم المستثمرون من بلدان نصف الكرة الغربى (٢٦ فى المائة) والبلدان الآسيوية (١٨ فى المائة). وهكذا يبدو أن سلوك المستثمرين فى آسيا وأوروبا عامل رئيسى فى الطلب القوى المستمر للأصول الدولارية. ويعكس هذا الطلب قوة اقتصاد الولايات المتحدة وعمق أسواق رأس المال الأمريكية وسيولتها، والفروق فى سعر الفائدة. وستكون رغبة المستثمرين من القطاع العام والقطاع الخاص هاتين المنطقتين فى الاستثمار فى حيازة الأصول الدولارية إذا اشتد خطر رفع قيمة الدولار بشكل كبير سيكون أمرا حاسما لتحقيق التصحيح العالمى المنظم والدور الدولى لليورو.

والتطور الثانى هو أن الصين والهند واصلتا نموها الاقتصادى السريع، وتراكم الاحتياطيات الأجنبية لدى البلدان الآسيوية. إذ أن صعود هذين الاقتصاديين لابد أن يقلل الأهمية العالمية النسبية لمنطقة اليورو ونفوذها، ويحول المعاملات التجارية والرأسمالية إلى العملات الصينية والهندية. إلا أنه ليس من المؤكد أن الاستخدام الدولى لهاتين العملتين سينمو فى خلال المستقبل المرئى بخطى تساير نمو الاقتصاد الحقيقى. ومن ثم، فإن السؤال المهم هو: ما هو الاتجاه الذى يرجح أن تتخذه مشاركة الصين والهند المتزايدة فى التجارة العالمية والأسواق المالية. ونظرا لأن البلدان الآسيوية تحوز حصة كبيرة من الاحتياطيات الرسمية العالمية، فإن رد فعلها إزاء احتمالات إجراء تخفيض مستمر فى قيمة الدولار ستكون له أهميته الكبيرة. ■

أكسل بيرتوش - سامويلس نائب مدير فى دائرة الأسواق النقدية والمالية فى صندوق النقد الدولى. وبارمشوار راملوغان مساعد أمين صندوق النقد الدولى.

### المراجع:

Bertuch-Samuels, Axel, 2006, "The Role of the Euro as an International Currency," in Conference on, Experience with, and Preparations for the Euro, ed. by Franz Naushnigg and Paul Schmidt (Vienna, Austria: Oesterreichische Nationalbank).

International Monetary Fund, 2005, "How Will Global Imbalances Adjust?" World Economic Outlook, September, Chapter 1, Appendix 1.2 (Washington).

\_\_\_\_\_, 2006, Global Financial Stability Report, September (Washington).

Lim, Ewe-Ghee, 2006, "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data," IMF Working Paper No. 06/153 (Washington: International Monetary Fund).

U.S. Treasury, 2006, Treasury Bulletin, December (Washington).



تيم كالين

Tim Callen

# تكافؤ القوة الشرائية

تصبح التكلفة الفعلية لشطيرة الهامبرجر في لندن تزيد أو تنقص عن مبلغ الأربعة دولارات الذي تباع به في نيويورك) وهذا النوع من المقارنات بين البلدان هو الأساس لما يعرف بمؤشر شطيرة ماكدونالد الكبيرة "Big Mac"، الذي تنشره مجلة الإيكونوميست، ويحسب أسعار صرف تعادل القوة الشرائية على أساس سعر شطيرة ماكدونالد التي تباع في شكل موحد تقريبا في كثير من البلدان في شتى أنحاء العالم.

بالطبع، فإن أي مقارنة ذات مغزى للأسعار بين البلدان يجب أن تأخذ في اعتبارها نطاقا واسعا من السلع والخدمات. وهذه ليست مهمة سهلة، نظرا لعدد البيانات الذي يتعين جمعه وتعقيدات عملية المقارنة. ولتسهيل مقارنة الأسعار بين البلدان أنشأت الأمم المتحدة وجامعة بنسلفانيا في عام ١٩٩٨ برنامج المقارنات الدولية. وتستند تعادلات القوة الشرائية التي يولدها البرنامج إلى مسح عالمي للأسعار. وبالنسبة للجولة الحالية ٢٠٠٣-٢٠٠٦، توفر البلدان المشاركة متوسطا للأسعار الوطنية لألف منتج محدد بدقة.

## أسعار تكافؤ القوة الشرائية مقابل أسعار السوق

إذن، ما هي الطريقة الأفضل؟ تعتمد الطريقة السليمة لتجميع البيانات الاقتصادية عبر البلدان على الموضوع الذي يتم بحثه. وأسعار صرف السوق هي الاختيار المنطقي عندما تكون التدفقات المالية هي موضع الاعتبار. فعلى سبيل المثال، فإن ميزان الحساب الجاري يمثل تدفقا للموارد المالية بين البلدان. ومن الملائم استخدام سعر الصرف في السوق لتحويل هذه التدفقات إلى دولارات لجميع التباين العالمي في الحساب الجاري أو حسابه عبر المناطق. أما بالنسبة لباقي المتغيرات، فإن القرار ليس قاطعا. ولتأخذ نمو الناتج المحلي الإجمالي. إذ تستخدم المؤسسات الدولية نهجا مختلفة. فالبنك الدولي يستخدم الأسعار القائمة المستندة إلى السوق لتحديد الأوزان في إجمالياته للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الإقليمي والعالمي، بينما يستخدم صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي الأوزان المستندة إلى أسعار تكافؤ القوة الشرائية (على الرغم من أن الصندوق ينشر إجمالي النمو العالمي على أساس السوق في تقريره عن آفاق الاقتصاد العالمي). ولكل منتج مزاياه وعيوبه. مزايا سعر تكافؤ القوة الشرائية. هناك مزية أساسية، هي أن أسعار صرف تكافؤ القوة الشرائية مستقرة نسبيا على مر الزمن. وعلى النقيض من ذلك، فإن أسعار صرف السوق أكثر تذبذبا، واستخدامها قد يؤدي إلى تأرجحات واسعة تماما في المقاييس الإجمالية للنمو، حتى عندما تكون معدلات النمو في الدول فرادى مستقرة. وهناك عيب آخر في أسعار الصرف المستندة إلى السوق هو أنها ذات

ما مدى سرعة نمو الاقتصاد العالمي؟ هل تسهم الصين في نمو الاقتصاد العالمي بأكثر مما تسهم الولايات المتحدة؟ هل الشخص العادي أكثر غنى في كندا أم في سويسرا؟ لهذه الأنواع من الأسئلة أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاديين وغيرهم، وللوهلة الأولى يبدو معقولا افتراض أن لكل سؤال جواب قاطعا، ولكن، وكما هو الحال بالنسبة لكثير من الأشياء في الاقتصاد، فإن الحقيقة شيء مختلف.

وللإجابة عن الأسئلة، يتعين على المرء المقارنة بين قيمة الناتج من بلدان مختلفة. إلا أن كل بلد يعلن بياناته بعملته الخاصة، وهو ما يعني أنه لمقارنة البيانات يجب تحويل إحصاءات كل بلد إلى عملة مشتركة. بيد أن هناك طرقا عديدة للقيام بهذا التحويل، وكل منها يمكن أن يعطي إجابة مختلفة بصورة واضحة. ويفسر باب «العودة للأساسيات» الاختلاف بين الطريقتين الرئيسيتين لإجراء المقارنات الدولية بين المتغيرات الاقتصادية.

## «إن اختيار الأوزان يؤدي إلى اختلاف

### كبير في حساب النمو العالمي، ولكنه

### لا يحدث سوى اختلاف صغير

### في تقديرات إجمالي نمو البلدان

### المتقدمة».

## مقياسان مختلفان

تصدر مؤسسات التمويل الدولية نطاقا واسعا من الإحصاءات الإقليمية والدولية. وينشر صندوق النقد الدولي، هو أحد تلك المؤسسات، كثيرا من إحصاءاته - مثل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي، والتضخم وتوازن الحساب الجاري - مرتين سنويا في تقريره عن آفاق الاقتصاد العالمي. وتجمع هذه الإحصاءات أو تحمل النتائج الخاصة

بالبلدان فرادى في شكل متوسطات. وتعتمد أهمية وزن بيانات البلدان فرادى في النتيجة العامة على حجم اقتصادها بالنسبة للبلدان الأخرى التي تتم مقارنتها. ولاستخراج هذه الأوزان، فإن على المرء أن يحول الناتج المحلي الإجمالي للبلد المبين بعملته المحلية إلى عملة مشتركة (عمليا، الدولار الأمريكي).

وتستخدم إحدى طريقتي التحويل أسعار صرف السوق. أي السعر السائد في سوق الصرف الأجنبي - (باستخدام إما السعر في نهاية المدة أو متوسط السعر خلال المدة). وتستخدم الطريقة الأخرى سعر صرف تكافؤ القوة الشرائية - أي السعر الذي يتم به تحويل عملة بلد ما إلى عملة بلد آخر لشراء نفس الكمية من السلع والخدمات في كل بلد.

ولفهم تكافؤ القوة الشرائية. نأخذ مثلا سائغ الاستخدام، وهو سعر شطيرة الهامبرجر. فإذا كان الهامبرجر يباع في لندن بمبلغ جنيهين استرلينيين، وفي نيويورك بمبلغ ٤ دولارات، فإن هذا يعني ضمنا أن سعر صرف تعادل القوة الشرائية للجنيه الاسترليني الواحد يساوي دولارين. وهذا السعر للصرف على أساس تعادل القوة الشرائية قد يختلف عن ذلك السائد في الأسواق المالية (بحيث

# رأئية مقابل السوق

## ما هو الوزن المهم؟

والبرنامج الدولي لمقارنة الأسعار، مشروع إحصائي ضخم، والمقارنات بين الأسعار الجديدة ليست متاحة إلا على فترات غير متواترة. كما أثيرت الأسئلة حول المنهجيات بالنسبة إلى المسوح السابقة. وفيما بين تاريخي عمليات المسح، لابد من تقدير أسعار تكافؤ القوة الشرائية، وهو ما قد ترتب عليه إدخال أوجه من عدم الدقة في القياس كما أن البرنامج الدولي لمقارنة الأسعار لا يغطي كافة البلدان، وهو ما يعنى أنه ينبغى تقدير البيانات الخاصة بالبلدان غير المذكورة.

### هل يحدث هذا فرقا؟

إن الأمر يتوقف على الحالة هناك فجوة ضخمة بين الأسعار المستندة إلى السوق والأسعار المستندة إلى تكافؤ القوة الشرائية في الأسواق الناهضة والبلدان النامية، والتي تتراوح النسبة بين سعر صرف الدولار استنادا إلى السوق أو استنادا إلى تكافؤ القوة الشرائية بين ٢ و ٤ بالنسبة لمعظمها. ولكن بالنسبة للبلدان المتقدمة، فإن أسعار السوق وتعادل القوة الشرائية تتجه إلى أن تكون أكثر تقاربا. ونتيجة لهذا، فإن البلدان النامية تحصل على وزن في الإجماليات التي تستخدم أسعار الصرف على أساس تكافؤ القوة الشرائية أكبر مما تحصل عليه عند استخدام أسعار صرف السوق. إذ يزيد وزن الصين في الاقتصاد العالمي على ١٥ في المائة باستخدام أسعار تكافؤ القوة الشرائية، بينما لا يتعدى ٥ في المائة باستخدام الأوزان المستندة إلى السوق. وبالنسبة للهند كان الرقمان هما ٦ في المائة و ١,٥ في المائة على التوالي.

وهكذا فإن اختيار الأوزان يحدث فرقا كبيرا في حسابات النمو العالمي، ولكن يحدث فروقا صغيرة في تقديرات إجمالي النمو في البلدان المتقدمة. تقل الفجوة في دخل الفرد بين البلدان الأكثر ثراء والبلدان الأكثر فقرا بشكل متواضع في ظل أسعار صرف تكافؤ القوة الشرائية (على الرغم من بقائها ضخمة بشكل غير عادى) وتقفز بعض البلدان إلى أعلى أو إلى أسفل سلم الدخل حسب سعر الصرف المستخدم في التحويلات.

إذن ما هي السرعة التي ينمو بها الاقتصاد العالمي؟ باستخدام سعر تكافؤ القوة الشرائية فإن تقديرات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي هي أن النمو العالمي بلغ ٥,١ في المائة في ٢٠٠٦، ولكنه لم يتعد ٣,٨ في المائة بأسعار السوق.

من يسهم أكثر في النمو العالمي هل الصين أم الولايات المتحدة؟ الصين باستخدام أسعار تعادل القوة الشرائية، والولايات المتحدة بأسعار السوق (انظر الشكل).

ما البلد الأغنى، كندا أم سويسرا؟ حتى بين البلدان المتقدمة، فإن اختيار الأوزان يمكن أن تكون له أهمية. وباستخدام أسعار السوق فإن دخل الفرد في سويسرا يتجاوز مثيله في كندا، أما عند استخدام أسعار الصرف القائمة على أساس تكافؤ القوة الشرائية ينقلب الوضع. ■

تيم كالين. هو رئيس شعبة الدراسات الاقتصادية العالمية في دائرة البحوث بصندوق النقد الدولي.

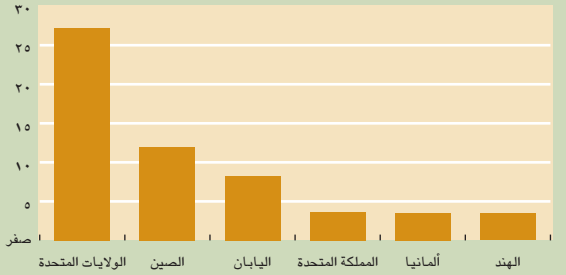
صلة فقط بالنسبة للسلع التي يتم تداولها دوليا. وتنزع أسعار السلع والخدمات غير الداخلة في التداول إلى أن تكون أرخص في البلدان النامية الأفقر. فعملية قص الشعر في نيويورك أكثر تكلفة عما هي عليه في ليمبا؛ وأسعار ركوب التاكسى لنفس المسافة أعلى في باريس عنها في تونس؛ وتتكلف تذكرة لمباراة الكريكت في لندن أكثر مما تتكلفه في لاهور. والواقع أنه نظرا لاتجاه الأجور إلى الانخفاض في الدول الأفقر، وأن الخدمات غالبا كثيفة العمالة نسبيا، فإن سعر قص الشعر في ليمبا يرجح أن يكون أرخص عنه في نيويورك. حتى عند جعل تكلفة عمل السلع الداخلة في التداول كالألات متماثلة في كلا البلدين. وأى تحليل يخفق في إدخال هذه الاختلافات في الأسعار الخاصة بالسلع غير الداخلة في التجارة في الحساب فيما بين البلدان سيخس تقدير القوة الشرائية للمستهلكين في الأسواق الناهضة والبلدان النامية وبالتالي من رفاهيتهم العامة. ولهذا السبب، فإن تكافؤ القوة الشرائية ينظر إليه عادة كمقياس جيد للرفاهة الشاملة.

عيوب سبب تكافؤ القوة الشرائية. أكبر هذه العيوب هو أن قياس سعر تكافؤ القوة الشرائية أكثر صعوبة عنه بالنسبة إلى الأسعار المستندة إلى السوق.

### من يسهم أكثر في النمو العالمي

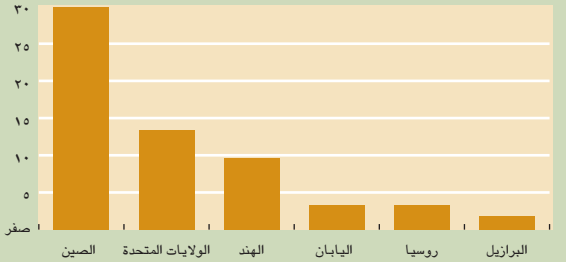
عند استخدام أسعار صرف السوق، فإن الولايات المتحدة هي التي تقوم بهذا...

(النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، ٢٠٠٦)



ولكن الصين تقوم بهذا عند استخدام أسعار تكافؤ القوة الشرائية

(النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، ٢٠٠٦)



المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي (أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٦).

## عصر أوروبا الذهبي

Barry Eichengreen

## The European Economy Since 1945

Coordinated Capitalism and Beyond  
Princeton University Press, Princeton,  
New Jersey, 2006, 504 pp., \$35 (cloth).

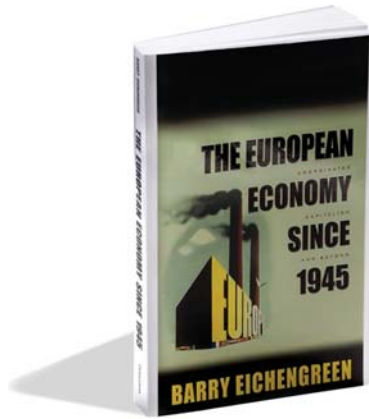
ايشنجرين معروف جيدا في دوائر

صندوق النقد الدولي كواحد من كبار المؤرخين الاقتصاديين

للمنظومة الدولية للنقد وبوصفه أحد الاقتصاديين الذين يقدمون تحليلا قاطعا للبنيان المالي الدولي الحالي. إلا أنه بالنسبة للمؤرخين الاقتصاديين، أكثر شهرة بعمله المؤثر في مشروع مارشال والعصر الذهبي للنمو الأوروبي فيما بعد الحرب.

وفي هذا الموضوع، استحدثت المقولة التي تفيد أن النمو السريع، في البلدان الأكثر نجاحا، التي شملت ألمانيا الغربية، استند إلى التوازن التعاوني بين رأس المال والعمل الذي أدى إلى التحكم في زيادة الأجور في مقابل استثمار أعلى - وهي توليفة سهلت النمو السريع للحاق بالآخرين. والبلدان التي لم تستطع التوصل إلى هذا التوازن مطلقا، مثل المملكة المتحدة، كان أداءها أقل في الاستفادة من فرص العصر الذهبي. وهذا الكتاب في الأساس يمثل عودة إلى ذلك التحليل بتوسع كبير. ولا تظهر التطورات النقدية الدولية فيه كجوة مركزية للاهتمام ولكن بوصفها أحد جوانب الاندماج الأوروبي، ومن ثم ينظر إليها في ضوء تداعياتها على النمو.

وبينما انصب عمل سابق لايشنجرين بقوة على العصر الذهبي، فإنه هنا يمتد بالقصة قدما حتى الوقت الحالي. لذلك انكب على استعراض أداء النمو الأوروبي الأقل إثارة للإعجاب على نحو متميز الذي أعقب العصر الذهبي. وتفسيره الرئيسي لهذا التراجع في النمو هو أن نموذج الشركات الأوروبية الذي كان مناسباً تماما للحاق بالآخرين لقيامه على العلاقات بعيدة المدى التي أبرزت أهمية تراكم عوامل الإنتاج في السنوات الأولى التي أعقبت الحرب، كان أقل ملاءمة للعصر اللاحق الذي بعد أن اكتملت عملية اللحاق لحد كبير وأصبح النمو يتطلب مؤسسات وسياسات موجهة نحو التجديد وإعادة الهيكلة بصورة جذرية. ومن ثم، فإن سمات مثل استناد أسواق رأس المال على البنوك أكثر منها على التمويل بالأسهم



وإن تكوين رأس المال البشري يقوم على التعليم المهني أكثر منه على التعليم المدرسي، قد استنفدت أغراضها وأصبحت نقيصة، ومع ذلك طفقت تقاوم الإصلاح.

وبصفة أعم، يقدم ايشنجرين سيقا تاريخيا متقنا للفكر الأمريكي الشائع لأوروبا الحديثة. ألا وهو وجود ضرائب أكثر مما يلزم، وتنظيمات أكثر مما يلزم، ومنافسة أقل مما يلزم للاستفادة من إمكانية تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على تحقيق النمو. وبالنسبة للمستقبل، يرى أن أوروبا سوف تحتاج إلى التكيف لمواجهة ضغوط العولمة والاستفادة من فرص التغيير التكنولوجي المتصل بالإنتاج المستند إلى العلم.

وهذا تحليل معروض بشكل رائع يساعدنا على إدراك انقلاب خطوة النمو الذي تكابده الولايات المتحدة وأوروبا منذ منتصف التسعينيات. وبالرغم من أن ايشنجرين لا يلح على هذه النقطة، فإن تحليله يقدم أيضا رؤية متبصرة للتراجع الاقتصادي النسبي للمملكة المتحدة في العصر الذهبي وما أعقبه من إحياء. وبالرغم من ذلك، فإن القصة تلمس في سلاسة بعض الأحيان، ويستطيع المتشككون أن يتساءلوا عما إذا كانت الشواهد يمكنها أن تحتل كلية ثقل هذا التفسير. فعلى سبيل المثال، فبالرغم من الإبقاء على المساومات المركزية للأجور باعتبارها إحدى الميزات الحاسمة التي قام عليها العصر الذهبي، فإن دورها لم يتأكد بعمليات التراجع في النمو. والواقع أن بعض البلدان التي كانت ناجحة جدا في السنوات الأولى لفترة ما بعد الحرب، مثل فرنسا، يبدو من الصعب إدراجها في تفسير ايشنجرين، مقارنة بالسويد مثلا، التي يبدو أنها ملائمة لذلك القالب تماما.

إن تفسيرنا ناجحا تماما لكيفية المحافظة

على التوازن التعاوني لابد أن يكون قادرا أيضا على أن يفسر بصورة مرضية أسباب زواله ونهاية العصر الذهبي في السبعينيات. لكن المحاولة الجريئة من قبل جافن كامبيرون وكريس والاس («الأداء الاقتصادي الكلي في عصر بريتون وودز وما بعده»، مجلة أكسفورد للسياسة الاقتصادية، ٢٠٠٢) لمعالجة تلك المسائل بتحويل مقولة ايشنجرين إلى نموذج رسمي لنظرية المباراة قد أوضحت أنه ليس من السهل الحصول على الإجابات. ومن المفهوم أنه في كتاب يبدو أنه أعد بوضوح لجمهور عريض من الدارسين وغير المتخصصين. ألا تحظى المسائل الفنية بحقها من الإبراز، إلا أنه مما يثير القلق أن الأسس التجريبية والنظرية للمخطط الأكبر ربما كانت أقل أمنا مما قد يدركه القارئ العادي.

وكتاب «الاقتصاد الأوروبي» مكتوب بطريقة جذابة وسيحظى بالقراءة على نطاق واسع. فهو يقدم تحليلا قويا، الأمر الذي يجعله جديرا بالنجاح. إلا أنه قد لا يكون القول الفصل حول النمو الأوروبي في النصف الثاني من القرن العشرين.

نيكولاس كرافتس  
أستاذ التاريخ الاقتصادي  
جامعة ووروك

## طاقة الشمس

Travis Bradford

## Solar Revolution

The Economic Transformation of  
the Global Energy Industry  
MIT Press, Cambridge, Massachusetts,  
2006, 248 pp., \$24.95 (cloth).

للكثيرين من الناس، كانت

فكرة أن تصبح الطاقة الشمسية مصدرا مهما

للطاقة أمرا بعيد الاحتمال. ولا يقدم هذا الكتاب فقط تبريرا مقنعا لدحض هذه الفكرة، لكنه يمتد خطوة أخرى بقوله إن تحولا رئيسيا تجاه الطاقة الشمسية أمر حتمي خلال العقود القادمة.

ويحاج برادفورد أن العودة الحالية لظهور مسألة الطاقة على السطح لابد أن يتم النظر إليها في سياق تاريخي. فقد تشكل تطور المجتمعات

## بالنسبة

# استعراضات



منظومات موصلة بالشبكات بالتحول من الحاسب الرئيسي إلى الحواسيب الشخصية خلال العقدين الماضيين.

وتبشر الثورة الشمسية بالتحول الضروري والمرغوب بعيدا عن الوقود الأحفوري، ويتحول في نمط وموقع مصادر الطاقة، وما يضيف جاذبية على الطاقة الشمسية هو وفائها بهذين المعيارين: إنها متجددة وأنه يمكن إنتاجها في الموقع. والمؤكد أن احتياجات العالم من الطاقة سيستمر الوفاء بها من عدة مصادر متنوعة من الطاقة، لكن الطاقة الشمسية سوف تلعب، عبر الزمن، دورا مهيما. ويعتقد برادفورد أن الاتجاه نحو الطاقة الشمسية حتمي، إلا أنه يأمل في مساعدة صناع السياسة لهذه العملية بتحقيق الفرص المتساوية للمناسبة، وبزيادة العقوبات على التلوث، وزيادة الإنفاق على البحث والتطوير.

ويقدم هذا الكتاب الجيد الإعداد، قدرا كبيرا من المعلومات المفيدة والتحليلات المصنعة عن الموقف الحالي للطاقة وعن الاتجاهات المحتملة مستقبلا. وبالرغم من أن توقعاته حول حتمية هيمنة الطاقة الشمسية قد تكون مفرطة في التفاؤل - خاصة فيما يتعلق بقطاع النقل، الذي لا يزال يعتمد بشدة على البنزين وغيره من المنتجات البترولية - فإن برادفورد يعرض مبررا مقنعا لحيوية الطاقة الشمسية في توليد الكهرباء.

حسين سامي

مستشار بدائرة البحوث

بصندوق النقد الدولي

والطاقة الشمسية، على النقيض من ذلك، يتوافر لها العديد من الإمكانيات، كما يتراءى في استخدامها الحالي في اليابان وفي غيرها من الأماكن. وطبقا لدراسات أجرتها وزارة الطاقة الأمريكية، فإن يوما واحدا من ضوء الشمس على الأرض يمكنه إنتاج طاقة تكفي الإجمالي من احتياجات العالم من الطاقة لمدى ٢٧ عاما. وتدفع هذه المعلومة برادفورد إلى الاستنتاج بأن الطاقة الشمسية سوف تصبح مصدرا رئيسيا للطاقة خلال العقود القادمة. وهو يدعم توقعه بحجتين أساسيتين. الأولى، أن المستهلكين المهتمين بمعالجتهم الذاتية سوف يسعون للحصول على الطاقة الشمسية لأنها مردودة التكلفة وليس لأنها سليمة بيئيا. ويمكن أن يشجع التدخل الحكومي تلك العملية لكنه لن يكون حاسما.

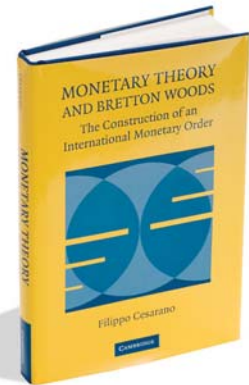
الحجة الثانية هي أن ما يجعل الطاقة الشمسية قابلة للاستمرار هو أن البيوت والمشروعات فردية يمكن أن تكون لها مصادرها الخاصة للإمداد باستخدام الخلايا الكهربائية الضوئية، التي يمكن توصيلها بشبكة لتحقيق إنتاج وتخزين أكثر فعالية. ويرى برادفورد أن ذلك يعد أمرا حاسما. فالرأي القائل بأنه لا يمكن التزويد بالكهرباء بصورة اقتصادية إلا على نطاق جماعي ومن خلال شبكات فحسب، خاطئ، فعلى الرغم من وجود وفورات الحجم في المنظومة الحالية للتوليد المركزي للكهرباء، فإن قدرا كبيرا منه تذهب به تكاليف النقل - والتي تمثل في الولايات المتحدة نحو نصف التكلفة الإجمالية. ويمكن تسببه التحول المستهدف من الإنتاج واسع النطاق على

الإنسانية، في جانب كبير منه، بالبحث المتواصل عن مصادر جديدة للطاقة مع نزوب المصادر السابقة، وهي عملية أسفرت في بعض الأوقات عن نشوب الحرب. إن توقعاتنا لوقود حفري رخيص بعيدة عن أن تبشر بالخير. وقد تناقست اكتشافات النفط التقليدية بمرور الزمن؛ والغاز الطبيعي يصعب نقله؛ ورمال القار الكندية، التي يمكنها من حيث المبدأ، توفير الطاقة لعقود عديدة، لا تلقى ترحيبا من منظور بيئي، لأنها في جانب منها طاقة شديدة التركيز بحيث يتعذر استخدامها على نطاق واسع.

وقد تمثل نتيجة استمرار الاعتماد على الوقود الحفري، إضافة إلى أن تزايد التغير المناخي - الذي قد يكون مؤثرا - في تزايد الصراع بين البلدان حول موارد الطاقة. وبالطبع، يبرز برادفورد، أن البشر عادة ما يتوصلون دائما إلى مصادر بديلة للطاقة. ولكن ما هو الشكل الذي يحتمل أن يتخذه البديل هذه المرة، وما هي العناصر الحفازة المحتملة، ومدى الإجراءات الاستباقية التي ينتظر صدورها عن الحكومات؟

وللإجابة عن تلك الأسئلة، يرى برادفورد أن لمعظم البدائل للوقود الأحفوري مشكلاتها الخاصة. فالكهرباء المولدة من المياه لها تكاليفها البيئية والاجتماعية الخفية - مثلا، إنها عادة ما تؤدي إلى نزوح مجتمعات كبيرة. والطاقة النووية تتضمن مسائل معروفة جيدا عن السلامة والأمن، كما أن الاستخدام واسع النطاق لطاقة الرياح له حدوده، وتتطلب طاقة الكتلة الحيوية الكثير من الماء والتربة، وخلايا الوقود الهيدروجيني مكلفة جدا.

## نماذج الصعود والهبوط النقدي



Filippo Cesarano

**Monetary Theory and Bretton Woods****The Construction of an International Monetary Order**

Cambridge University Press, New York, 2006, 262 pp., \$80 (cloth).

## خلال

التسعينيات، تخطى الكثير من الجامعات عن دراسة تاريخ الفكر الاقتصادي والتاريخ الاقتصادي، لإتاحة الفرصة للمزيد من التدريب على الرياضيات. ويعد كتاب سيزارانو بمثابة مذكرة تستحق الترحيب بأهمية فهم كيف أن تطور النظرية الاقتصادية يتصل بكل من الإطار التاريخي والحقائق السياسية والمؤسسية لصناعة السياسة. وفي إيضاحه لكيفية التخلي تدريجياً عن قاعدة الذهب لصالح منظومة ندية دولية تقوم على النقود الإلزامية، يبين سيزارانو كيف أدت الصدمات الاقتصادية مثل الكساد الذي وقع في فترة ما بين الحربين إلى ثورات في النظرية الاقتصادية. وهو إن يفعل ذلك، يذكرنا أيضاً بصعوبات ترجمة النظرية إلى سياسة.

والمفارقة، أنه بالرغم من أن الكتاب يرى، أنه عبر التاريخ، تأثر شكل المؤسسات النقدية بقوة بالنظرية النقدية السائدة. فإن منظومة بريتون وودز تعد مثالا لنظرية نقدية توفر قاعدة غير كافية للسياسة، تترك المنظومة غير محصنة ضد مخاطر مهيكلة. ففي فترة الأربعينيات، لم يكن لدى صناع السياسة توافق نظري حازم في الرأي يرشدكم. حقيقة، أن تقرير لجنة رادكليف،

في المملكة المتحدة، في ١٩٥٩، أعلن أنه لم يكن هناك إدراك كاف لتأثير السياسة النقدية يسمح باستخدامها بفعالية. وبدلاً من ذلك، كما يوضح سيزارانو، فإن الأولوية الجذابة سياسياً التي أعطاهها كينز للعمالة الكاملة سمح لها بأن تسود على الهدف الأبعد مدى - والأكثر إيلاماً سياسياً - لاستقرار الأسعار وسعر الصرف. وهذا هو التفسير القياسي لنقاط الضعف في منظومة ربط سعر الصرف في الستينيات. ويمضى سيزارانو بذلك خطوة أخرى بالربط بين نقاط ضعف المنظومة في الستينيات وظهور النظرية النقدية من قاعدة الذهب الكلاسيكية في أواخر القرن التاسع عشر وحتى أزمة ما بين الحربين. ولم يكتمل التحول من قاعدة السلعة إلى قاعدة النقود الملزمة إلا عندما انهار اتفاق بريتون وودز القائم على الحل الوسط. في أوائل الستينيات، تم وضع أسس قاعدة النقود الملزمة المستقرة: اتبعت الولايات المتحدة سياسة التضخم المنخفض والثابت. ورحبت الأسواق الخاصة بالاستفادة من وظيفة الدولار كوسيط وكدست أرصدة دولارية سائلة. ولكن مع استمرار رجال البنوك المركزية في التشبث بالنظرية الكلاسيكية لقاعدة الذهب بينما اختار رجال السياسة اتباع إدارة جديدة للطلب بأسلوب كينز، بدأت المنظومة في الانهيار، مما عرقل التحول من قاعدة الصرف بالذهب إلى قاعدة الدولار البحتة. وقد أثار التوسع المالي في الولايات المتحدة اعتباراً من ١٩٦٥ فصاعداً وتراكم احتياطات الذهب في أوروبا، أزمة أزاحت الذهب رسمياً من المنظومة في ١٩٦٨. إلا أنه في ذلك الوقت كانت الفرصة قد ضاعت لإنقاذ منظومة السعر الثابت للصرف.

ويقوم سيزارانو باقتدار بتجميع سلسلة من الآراء في تحليل رائع ومنطقي يسهل استيعابه حتى بالنسبة للقراء الذين لا يملكون فهماً رفيعاً للنظرية النقدية. إن إصراره على اتباع الأسلوب السردى أكثر من وضعه للنماذج الرسمية يعكس النظرية الاقتصادية للقرن التاسع عشر وما بين الحربين التي هي موضوع حديثه. والمأمول أن يضمن ذلك إلى قراءة أوسع نطاقاً للكتاب أكثر من المعتاد بالنسبة للتحليلات الأكثر تقنية.

بيد أن لدى بعض الانتقادات الطفيفة. ويجب أن يعرف القراء أنه لم تتم مناقشة اتفاقيات بريتون وودز إلى ما قبل الفصل الأخير. ونتيجة لذلك، يوجد المزيد من التفاصيل حول النظرية وراء قاعدة الذهب الكلاسيكية والمنظومة النقدية فيما بين الحربين (التي يوجد عنها فعلاً الكثير من الدراسات الثانوية) أكثر منه عن النظرية

## يذكرنا سيزارانو بصعوبات ترجمة النظرية إلى سياسة.

الاقتصادية لمنظومة ما بعد الحرب وفترة الستينيات (التي لا تزال موضوعاً في مراحلها المبكرة). على سبيل المثال، قد يكون من المثير للاهتمام أن نرى تحليل التخطيط فيما بعد الحرب يتجاوز المخططات المعتادة لكل من كينز وهوايت إلى البدائل التي اقترحتها بلدان أخرى.

لكن سيزارانو لا يتأمل المناقشات المكثفة الهادفة إلى إصلاح المنظومة والتي جرت عبر عقد الستينيات. ولا يشرح كيف أن إنشاء حقوق السحب الخاصة، أو الأصول الاحتياطية الدولية لصندوق النقد الدولي، يعكس نظريات للنقد الدولي تم تطويرها في فترة ما بين الحربين. كما لم يوضح أيضاً أسباب إصرار صناع السياسة على مواصلة اتباع تثبيت أسعار الصرف. وهذا الجمود في السياسة ربما كان أكثر إثارة للدهشة في عملية إعادة الربط في المنظومة في ١٩٧١ عقب إعلان الولايات المتحدة وقف عملية تمويل الدولارات إلى ذهب. إلا أنه يجب عدم النظر إلى تلك الانتقادات الطفيفة باعتبارها نقداً لهذا الكتاب أكثر منها دعوة للقيام بأبحاث إضافية.

كاثرين ر . سكك

أستاذ التاريخ الاقتصادي الدولي

جامعة جلاسجو

كاميلا اندرسون هي محرر عرض الكتب.

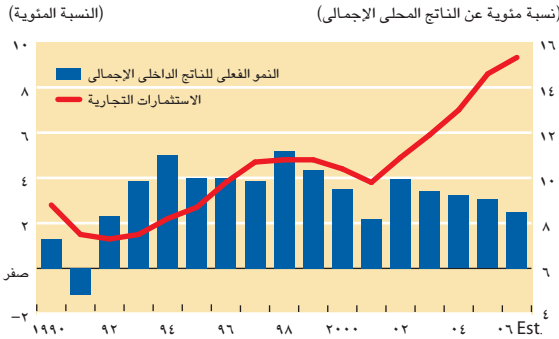




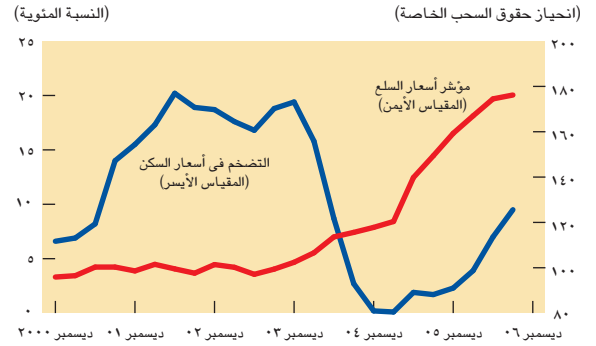
## استراليا

طفقت استراليا، بوصفها واحدة من أكبر مصدري العالم لسلع التعدين الأساسية مثل الفحم وخام الحديد، تعدل سياساتها الاقتصادية القليلة لمواجهة الارتفاع الكبير الذي حدث في أسعار السلع الأساسية الدولية.

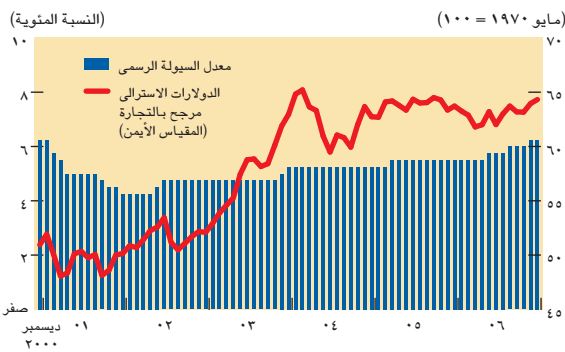
... بتشجيع الاستثمار التجاري القوي، خاصة في مجال التعدين، تدخل  
أستراليا الآن عامها السادس عشر من النمو الاقتصادي المتواصل ...



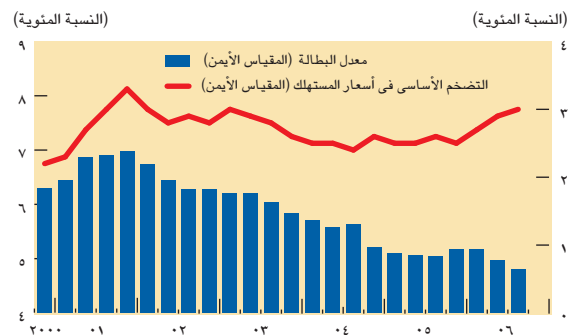
ساعد الارتفاع في أسعار سلع التصدير في الحد من الآثار السلبية  
لتسكين سوق الإسكان الذي لاقى الترحيب في السنوات الأخيرة ...



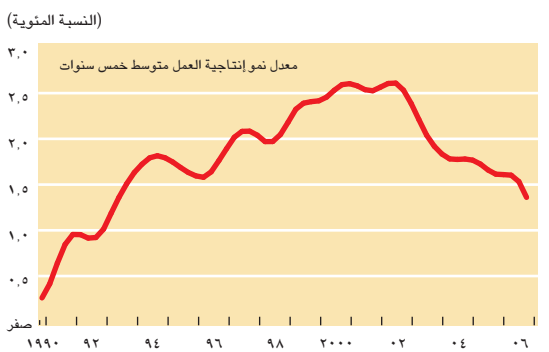
... زاد بنك الاحتياطي الأسترالي أسعار الفائدة، بينما استقر  
سعر الصرف عند مستوى عال نسبياً.



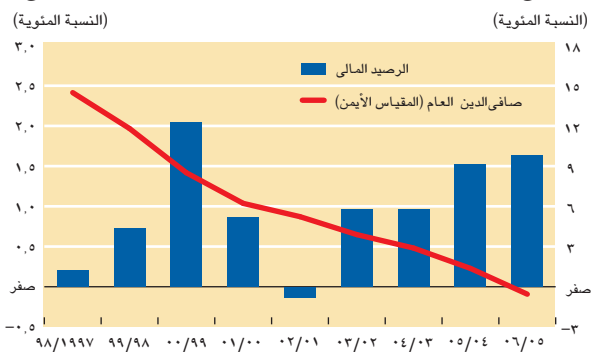
... وانخفضت البطالة إلى أدنى حد لها خلال ثلاثة عقود. وتساعد  
الارتفاع في أسعار السلع الاستهلاكية إلى نحو 2 في المائة ...



ومع تلاشي منافع الإنتاجية للإصلاحات السابقة، تبنت  
استراليا جدول أعمال طموحا للإصلاح لدعم النمو الاقتصادي  
القوي المستدام خلال العقد القادم.



وألقى صافي الدين العام أخيراً، وساعد في ذلك فوائض الميزانية في  
8 من السنوات التسع الماضية. ومنتظر تحقيق المزيد من الفوائض،  
حتى مع السماح على نحو حريص بمراجعة انخفاض في أسعار السلع.



(١) حق السحب الخاص.

المصدر: مكتب الإحصاءات في استراليا، بنك الاحتياطي الأسترالي والخزانة الأسترالية.

# المعونة يمكن أن تثمر

تزداد فعالية المعونة تقدماً، وإن كان من الصعب إثبات ذلك

فرانسوا بورجوينيون ومارك سونديبرج

François Bourguignon and Mark Sundberg



فرانسوا بورجوينيون نائب  
رئيس اقدم لاقتصاديات التنمية  
اقتصادي بارز بالبنك الدولي.



مارك سونديبرج خبير اقتصادي  
مرموق في اقتصاديات التنمية  
بالبنك الدولي.

الدعوة الدولية لزيادة المعونة من أجل

## تفترض

من الفقر المدقع وتوسيع فرص الحصول

على المياه النقية، أن المعونة تدعم التنمية. ويكمن هذا الافتراض وراء المبلغ الذي وصل إلى ١٠٦ مليارات دولار الذي أنفقته الوكالات الدولية. والمانحون الثنائون في عام ٢٠٠٥ على المعونة الرسمية التي وجهت إلى البلدان النامية. ولكن فعالية المعونة تظل قضية تثير الجدل الشديد بين الاقتصاديين وممارسي التنمية الذين تجادلوا حولها دوماً منذ أن ظهرت قضية المعونة لأول مرة كبند للإنفاق في الموازنات الوطنية. وتتوكل عودة الاهتمام بالموضوع مع تصاعد حجم تحويلات الأموال إلى البلدان الفقيرة لمساعدتها في تحقيق أهداف الألفية الإنمائية.

وعلى كلا جانبي نطاق الطيف السياسي، أصبحت الهجمات على فعالية المعونة صناعة للنمو. ويشير بعض النقاد إلى المشروعات السيئة التي تمول بالمعونة، ويشير آخرون إلى المعونة التي تمنح لحكومات سيئة، وهم يلمحون عادة إلى أن ذلك هو القاعدة وليس الاستثناء. وقد استخدم اقتصاديون عديدون نماذج اقتصادية لبيانات عبر البلدان لاختبار ما إذا كانت المعونة تؤدي إلى النمو الاقتصادي، إلا أن النتائج كانت غامضة إلى حد كبير.

وهذا النهج يشبه إلى حد ما صنع دمية من القش لمجرد صرعها وإلقائها أرضاً، ولا شك أن صناعة المعونة توفر للنقاد وقوداً كبيراً للجدل: إذ توجد حالات كثيرة للمعونة التي تمول مشروعات صممت على نحو سيئ وجرى تنفيذها بشكل سيئ، غير قابلة للبقاء (مثلاً مصانع الأسمت تبنى إلى حد كبير من الجص والرمل). والواقع، أن بعض البلدان التي تعاني من سوء الإدارة تلقت ملايين الدولارات خاصة خلال الحرب الباردة حين كانت المعونة تمنح لأغراض جيوبوليتيكية. وكانت وكالات المعونة تتبع أحياناً بدعاً يتضح فيما بعد أنها مضللة (تذكر مشروعات التنمية الشعبية الريفية المتكاملة في السبعينيات من القرن الماضي). وهذا لا يثبت أن كل المعونات كانت، غير فعالة أو أنها لا تزال كذلك.

ولا يثير الدهشة على الإطلاق أن كثيراً من الاقتصاديين وجدوا أن العلاقة ضعيفة بين إجمالي المعونة والنمو. وتشير الدلائل بوجود قدر كبير من التباين في تأثيرات المعونة، وهو ما يأتي على رأس المشكلات الإحصائية النمطية التي تظهر عند تحليل البلدان. وتزيد علامات نجاح التنمية العديدة - نمو الدخل، خفض عدد الفقراء، تعليم القراءة والكتابة، توفير الصرف الصحي، والتطعيم باللقاحات - تعقيد التحليل التجريبي. ولا تحل دراسات الحالات هذه المشكلة بسبب صعوبة التوصل لبراهين: إذ يحاج البعض بأن المعونة لم تمنع زيادة عدد الفقراء في أفريقيا، ويحاج آخرون بأن الأوضاع ستكون أسوأ كثيراً بدون المعونة.

ورغم أن هذه الاستنتاجات قد تجعل من الصعب الدفاع عن المعونة، فإن كثيراً من النقاد مفضل وهذا لا يعني أن من السهل التعرف على تأثير المعونة أو أننا نستطيع تحسين ضبط المعونة لتحسين النتائج. وحتى على الرغم من أنه قد ينقض بعض الوقت قبل التوصل إلى أدلة كافية، إلا أن ثمة أسباباً قوية للاعتقاد بأن المعونة تدعم التنمية.

## ماذا تستطيع الدولارات شراء

إن المشكلة الأساسية في عزو اللوم أو الفضل بالنسبة لنتائج المعونة هي مشكلة تتعلق بالإسناد. إذ يجب المانحون أن يعرفوا نتيجة التنمية التي يشترونها مقابل كل دولار من المعونة المقدمة. ولكن ليس من الممكن حقاً مثلاً، تحديد عدد الأطفال الذين يتم تطعيمهم بالأمصال مقابل كل دولار من المعونة. فقد يرجع تطعيم عدد إضافي من الأطفال بالمصل إلى برنامج للتطعيم تدعمه المعونة، ولكنه يمكن أن يعزى أيضاً إلى تمويل إضافي للنظام الصحي. أو ربما إلى تحسين ليس له صلة بتقديم الرعاية الصحية. والنقود بالطبع متعددة الاستعمال حتى لو تم تخصيصها لغرض معين.

وتوجد بين إنفاق المعونة الأجنبية ونتائج التنمية المحتملة سلسلة طويلة من الأسباب. ولهذا السلسلة ثلاث روابط أساسية تلقى الضوء على ما نعرفه من فعالية المعونة. الرابطة الأولى هي الرابطة بين السياسات القطرية

(استقرار الاقتصاد الكلي، التنظيم، التجارة، التمويل العام) والنتائج النهائية. وهناك رصيد كبير، وإن لم يكن كاملاً، من المعرفة عن أثر تلك التنمية على مثل هذه السياسات. ويمكن للبحوث الاقتصادية والتقييم توليد تلك المعرفة من خلال التحليل السابق واللاحق للتجارب الوطنية وتقييم تأثير تدخلات معينة.

والرابطة الثانية هي قدرة صانعي السياسة على القيام بخيارات ملائمة في السياسة في ضوء المعرفة الموجودة - وبعبارة أخرى: نوعية الحوكمة: القدرة على البيروقراطية، والقدرة المؤسسية، والتدقيق والموازنة، وهلم جرا.

والرابطة الثالثة - وهي في الواقع، نقطة البداية - هي بين المانحين الخارجيين أو وكالات المعونة وصانعي السياسة أو حتى السياسات. والوكالات تقدم الأموال والمساعدة التقنية وكلاهما يؤثر على الجدول حول السياسة. ولكن كلاهما يسعيان أيضاً لفرض شروط، وإن كانا يعملان وفقاً لمعرفة غير كافية وسيطرة محدودة على التنفيذ.

وفي هذه السلسلة تعتمد فعالية المعونة على تصرف المانحين تجاه صانعي السياسة الوطنيين، ومناخ الحوكمة، والمعرفة المتاحة عن النتيجة الإنمائية لطائفة كبيرة من السياسات في سياقات بديلة.

### للحكومة الجيدة أهميتها

كل رابطة يمكن رصدها، وإن لم يكن على نحو كامل، وحتى إذا كان هناك قدر من الشك مثار وليس من السهل التوصل للخصوصيات القطرية ومرامعها، فإننا نعرف الكثير عن تأثير سياسات عديدة على نتائج التنمية. فعلى سبيل المثال، يكفل الاستقرار الشامل توافر مناخ جيد للاستثمار وأن يؤثر أيضاً انفتاح محسوب للتجارة على النمو. ويصدق هذا أيضاً على مستوى المشروعات مع توسيع عمليات تقييم الأثر الكبير لنطاق معرفتنا بما يثمر وما لا يثمر، على مستوى الأسرة المعيشية والشركات، والمجتمع المحلي.

وثمة أيضاً تفهم متزايد لأنظمة الحوكمة، وكيف أنها تؤدي إلى صياغة سياسة أفضل وتحقيق نتائج جيدة للتنمية في نهاية المطاف. ومع أنه من الصعب فرز السببية، إلا أن الدلائل تشير إلى أن لبعض أبعاد الحوكمة أثر موات على التنمية. ويفسر هذا المنطق التركيز المنصب على الحوكمة في أنظمة توزيع المعونة المستندة للأداء التي تستخدمها مؤسسات التنمية مثل البنك الدولي.

ومن ثم لا بد أن تكون المعونة فعالة في البلدان التي تفي بشروط محددة للحوكمة وحيث تتوفر للحكومات والوكالات فرص الحصول على المعرفة السليمة فيما يتعلق بالسياسات والبرامج. والواقع أن بعض البلدان حققت نجاحاً طيباً وهي تعتمد بدرجات متباينة على المعونة. ولكن توجد أمثلة كثيرة للمانحين الذين لم يستطيعوا إقناع صانعي السياسة بانتهاج استراتيجيات فعالة. لماذا؟ لأن العوامل السياسية والتاريخية التي تحرك المعونة تشمل العلاقات مع المستثمرين السابقين، والمصالح التجارية، والحرب الباردة، وأخيراً تأييد «الحرب على الإرهاب»، مع اهتمام المانحين الحدى بكيفية استخدام المعونة فحسب. لقد استخدم المانحون لدعم ما يعتقدون أنه سياسات التنمية السليمة - مثل خصخصة المشروعات العامة أو التحرير المالي - مع قليل من التفهم عادة للخصائص المحلية، مثل مقاييس خطيرة أو حتى مدمرة.

وباستشراف الماضي - تبدو واضحة صعوبة تنفيذ مشروطة السياسة. ومشكلات التوريد التي تقوض فعالية المعونة أصبحت مفهومة اليوم جيداً. ويمكن أن يؤدي تفرق المانحين، وتقلب المعونة، والعجز عن التنبؤ، و«تكاليف الإذعان»، إلى أن تقوض المعونة بصورة عميقة بالنسبة لمن يتلقونها.

### نحو نموذج جديد للمعونة

إن زيادة إدراك هذه الصعوبات لا بد أن يؤدي إلى تحسين فعالية المعونة. ويبدو أن نمودجا جديداً للشراكة يعتمد على المبادئ السابقة قد طفق يظهر. وأن بعض المانحين في عدد معين من البلدان يطبقونه.

وقد ظهرت سمتان للمساعدات الإنمائية خلال الأعوام العشرة الماضية: الملكية القطرية وتخصيص ومنح المعونة على أساس الأداء القطري. وتقتضى السمة الأولى. أن تجعل المانحون ودعمهم مسابرا للاستراتيجية التي يطبقها المتلقون، وبذلك يتم الابتعاد عن مشروطة السياسة الصارمة. وقول هذا أسهل من عمله، ولكن جدول أعمال إعلان باريس الذي أقرته أكثر من ٩٠ بلداً يمثل تحولاً كبيراً عن ممارسات المعونة الماضية، ويبدو أنه يحقق تأثيره ببطء.

والواقع أنه في عام ٢٠٠٦، تم للمرة الأولى تجميع ورصد مؤشرات مسابرة المانحين للسياسات الوطنية. والسمة الثانية تسند مستوى وطرائق المعونة إلى ما يمكن الاستدلال عليه من إنجازات التنمية التي تتوقع البلدان التي تتلقى المعونة أن تحققها. وهذه تشمل قوة حوكمتها وسياساتها وبعض المؤشرات الوسيطة عن النتائج في المستقبل. ومن الواضح بالفعل أن اختيار المعونة على أساس هذا النوع من مؤشر الأداء أخذ في التصاعد.

ويشبه إطار المعونة الآخذ في البزوغ على نحو متزايد. النموذج المألوف عن الأصل - الوكيل: فالأصل (المانح) يعترف بأنه لا يستطيع أن يحدد بصورة مباشرة جهود التنمية التي يبذلها الوكيل (المتلقى) بسبب الافتقار إلى المعلومات ذات الصلة وعدم الفعالية النسبية لمشروطة السياسة الصارمة. ولكن الأصل يستطيع أن يرقب طبيعة السياسات التي يجري تنفيذها وأن يستنتج النتائج المحتملة، مثل نشر معرفة القراءة والكتابة، والتغطية بالفحاحات، وخفض عدد الفقراء. والهدف هو تحريك التزامات المعونة نحو أساس تعاقدى يقوم على تحقيق نتائج التنمية. وهناك تحد باق هو موازنة المعونة بين مكافأة وتشجيع «الأداء الجيد» وتلبية «الاحتياجات». وتخشى أن تركز نماذج الأداء الجيد المعونة على عدد قليل من البلدان جيدة الأداء بالفعل. ويخشى أن يؤدي النهج المستند للاحتياجات إلى توجيه الموارد نحو بيئات سيئة الإدارة، وغير كفوة، وربما تفتقر إلى الفعالية، وربما يقوض الحوافز التي يستحقها من يحسنون الأداء. وكيف ينبغي تقديم المعونة لدول فاشلة أو لبلدان الحوكمة فيها ضعيفة جداً. وهنا عادة حيث تكون الحاجة ماسة للعناية. ومن الواضح أن هذه «الدول الهشة» في حاجة إلى المساعدة بالفعل وتتطلب نهجا مختلفا (انظر مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر ٢٠٠٦، ص ٣٧) ولا يزال المجتمع الدولي يكافح لتحسين الممارسات في هذا المجال. ونحن نأمل في أن تستفيد هذه الدول التي تعاني من مشكلات من الدروس المستمدة من البلدان جيدة الأداء وأن تستطيع تكرار عقود المعونة الناجحة، مادام المانحون والوكالات يهتمون بالاحتياجات المحلية.