

مراقبة المد

أمريكا اللاتينية تبدو أفضل استعدادا من
الماضي للتعامل مع خروج التدفقات
الرأسمالية إلا أن قدرتها على الصمود قد
تختبر قريبا

شاطئ كوباكابانا،
ريودي جانيرو، البرازيل

أندريه ماير

غير أن التدفقات الداخلة القوية تنطوي كذلك على مخاطر
محتملة. ويعتقد كثير من المراقبين أن التدفقات الرأسمالية الداخلة
الأخيرة يمكن أن تتبعها تدفقات خارجة تحدث على نطاق واسع
وبشكل يربك الاقتصاد. وتشير البيانات التاريخية إلى أن التدفقات
الداخلة إلى أسواق السندات والأسهم في أمريكا اللاتينية اتسمت
بوجه خاص بالتقلب، على نحو خلق أوضاعا منتعشة في أوقات
الرخاء، ولكنها تتوقف فجأة أو حتى يتحول مسارها حين تتغير
مشاعر المستثمرين. وكان الدافع وراء خروج التدفقات الرأسمالية
في الماضي تطورات من قبيل زيادة أسعار الفائدة في الاقتصادات
المتقدمة، وتزايد العزوف عن المخاطر في الأسواق المالية العالمية،
والأخبار الاقتصادية السيئة من داخل اقتصادات الأسواق الصاعدة.
ومن السهل أن نرى أسباب المخاوف بشأن الضغوط المحتملة
باتجاه خروج التدفقات الرأسمالية من أمريكا اللاتينية اليوم.
فالتوقعات تشير إلى أن أسعار الفائدة الأمريكية سترتفع؛ والمخاطر

حجم التدفقات الضخمة التي أرسلها المستثمرون
الأجانب منذ عام ٢٠٠٩ إلى اقتصادات أمريكا
اللاتينية الستة المتكاملة ماليا مع بقية العالم، أي
البرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو وأوروغواي، ١,٧ تريليون
دولار أمريكي. ومثلت مشتريات الأجانب من السندات والأسهم
والأوراق المالية الأخرى — أو استثمارات الحافظة — وحدها نحو
٦٤٠ مليار دولار أمريكي.

وكانت هذه التدفقات الرأسمالية الداخلة أعلى بكثير من المتوسط
المسجل على مدى العقد السابق، حتى فيما يتعلق بإجمالي الناتج
المحلي. ولم تشهد أي استثمارات للحافظة بنفس الحجم منذ أوائل
التسعينات (راجع الرسم البياني ١).

وتدل التدفقات القوية الأخيرة المتجهة إلى أمريكا اللاتينية على
نمط عالمي تنتقل فيه رؤوس الأموال من الاقتصادات المتقدمة إلى
اقتصادات الأسواق الصاعدة. وقد التصق عدد كبير من الاقتصادات
المتقدمة بالنمو المنخفض وأسعار فائدة قريبة من الصفر منذ وقوع
الأزمة المالية العالمية، مما دفع المستثمرين إلى البحث عن فرص
في أماكن أخرى. ونتيجة لذلك، كان هناك تنوع متصل في أصول
الأسواق الصاعدة، حيث كان النمو وأسعار الفائدة أعلى وكانت
الأوضاع الاقتصادية أقوى فيما يبدو بوجه عام.

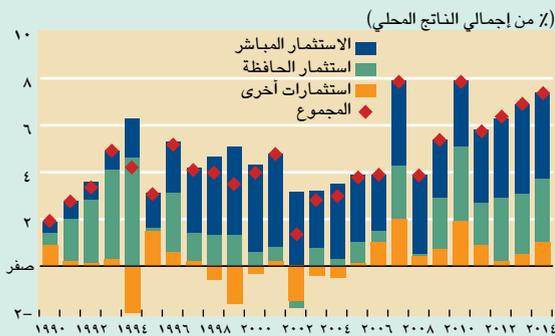
حقيبة مختلطة

ينطوي هذا التدفق من الاستثمار الأجنبي الداخل على منافع.
فالائتمان الخارجي يمكن أن يوفر للبلدان المتلقية له أموالا هي
في حاجة ماسة إليها للاستثمار أو للسماح بتمهيد مسار الاستهلاك
بدرجة أكبر مما هو ممكن لو كانت الظروف مختلفة. وأتاح التدفقات
الداخلة الكبيرة المشهودة مؤخرا لحكومات وشركات أمريكا اللاتينية
خفض فاتورة الفوائد بإصدار سندات بأسعار فائدة أدنى وأجال
استحقاق أطول. وبقدر ما يساهم المستثمرون الأجانب في الاقتصاد
المحلي — ويقوم المستثمرون المحليون في الوقت نفسه بالاستثمار
في الخارج — فإنهم يبدؤون فعليا في تقاسم المخاطر، وهو ما يمكن
أن يساعد البلدان التي تعتمد بشدة على خطوط قطاع معين، مثل قطاع
السلع الأولية في كثير من اقتصادات أمريكا الجنوبية.

الرسم البياني ١

دخول التدفقات الرأسمالية

كانت التدفقات الرأسمالية الإجمالية المتجهة إلى البرازيل وشيلي
وكولومبيا والمكسيك وبيرو وأوروغواي قوية بدرجة استثنائية في
السنوات الأخيرة.



المصدر: IMF, Balance of Payments Statistics Yearbook.
ملحوظة: تشمل الاستثمارات الأخرى المشتقات.

نقاط الضغط المحتملة

وبالرغم من ذلك، لم تختف مواطن الضعف في الميزانيات العمومية؛ وبدلاً من ذلك، قد يصبح قطاع الشركات مصدر المخاطر الرئيسي. ففي السنوات الأخيرة، استفادت الشركات في أمريكا اللاتينية من أوضاع السوق المواتية لإصدار كميات كبيرة من السندات بالعملات الأجنبية. ورغم أن بعض هذه السندات حل محل القروض المصرفية، فقد زادت مديونية الشركات في المنطقة بشكل عام (دراسة Rodrigues and others, 2015). وربما تشعر بعض الشركات، لا سيما ذات الديون المرتفعة، بالأثر الآن بعد أن أصبح ضعف النمو الاقتصادي يؤثر على أرباحها. ومما يزيد الأمور سوءاً أن حدوث ارتفاع مفاجئ في الدولار الأمريكي يمكن أن يزيد بشدة من أعباء ديون الشركات. وحتى الآن لا توجد سوى أدلة محدودة على وجود ضغوط مالية كبيرة على شركات أمريكا اللاتينية، على الرغم من تزايد قوة الدولار في الآونة الأخيرة. وتشير السلطات القطرية أيضاً إلى أن الشركات تحمي نفسها عادة من حركات سعر الصرف - بامتلاك أصول مقومة بالدولار، أو اتخاذ إجراءات تحويلية مالية، أو تحقيق إيرادات بالعملات الأجنبية. وعلى الرغم من ذلك، يتعين مراقبة انكشافات العملة لدى الشركات وإدارتها بعناية.

وعلاوة على ذلك، يمكن أن يؤدي خروج التدفقات الرأسمالية برغم ذلك إلى زيادة تعقيد الأمور أمام حكومات أمريكا اللاتينية، رغم أن ديونها المقومة بالدولار أصبحت أقل بكثير. ويعزى ذلك إلى نفس النجاح الذي حققته الحكومات في جذب مشتريي السندات الأجنبية. ففي المكسيك، تعود نسبة ٤٠٪ تقريباً من السندات الحكومية المقومة بالعملة المحلية إلى مستثمرين غير مقيمين، مقابل ٢٠٪ بنهاية عام ٢٠١٠ (راجع الرسم البياني ٢). وفي كولومبيا أيضاً، قام الأجانب بشراء مقادير كبيرة من السندات المحلية منذ أن زاد ثقلها في العام الماضي في عدة مؤشرات مرجعية عالمية. وبالنظر إلى حجم الحيازات الأجنبية في بعض أسواق السندات في أمريكا اللاتينية اليوم، يمكن أن تصبح أوضاع المتاجرة شديدة التقلب، ويمكن أن ترتفع أسعار الفائدة بصورة حادة، إذا حاول عدد كبير من المستثمرين الدوليين الانسحاب في وقت واحد. ويؤكد ذلك على المنافع المترتبة على إنشاء أسواق عميقة بقاعدة مستثمرين متنوعة (دراسة IMF, 2014a).

ولقياس إمكانية تعرض المنطقة لأخطار خروج التدفقات الرأسمالية بأسلوب آخر، من المفيد أن ندرس الطريقة التي استخدمت بها التدفقات الرأسمالية الداخلية في السنوات الأخيرة. ومثلما يوضح الرسم البياني ٣، ففي الفترة من عام ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٢، وهي

الجيوسياسية لا تزال كبيرة؛ ولا تزال آفاق المنطقة كالحلة نسبياً بعد الهبوط الحاد الأخير في أسعار السلع الأولية والتباطؤ الحاد في النمو الاقتصادي.

وإضافة إلى ذلك، لا يزال التاريخ يلقي بظلاله على أحداث اليوم. فخلال الثمانينات والتسعينات وأوائل الألفينات، تضررت أمريكا اللاتينية من سلسلة من الأزمات الاقتصادية والمالية كان سببها التوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية الداخلة. ومن أبرز الأمثلة على ذلك «أزمة التيكسيلا» التي وقعت في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥، حين انخفضت قيمة البيسو بصورة حادة وانهار النمو بعد فترة من التدفقات الرأسمالية القوية مما أدى إلى هروب رأس المال بصورة مفاجئة. ولم تلبث أن تمر بضع سنوات فقط حتى تضررت البرازيل (في الفترة ١٩٩٨-١٩٩٩) والأرجنتين (في عام ٢٠٠١) من أزمات مماثلة في العملة. ولا تزال ذكريات هذه الأزمات وغيرها حية في أذهان أمريكا اللاتينية، مما يزيد من القلق بشأن حدوث تقلبات كبيرة في التدفقات الرأسمالية.

زيادة القدرة على الصمود

ومع ذلك، فقد قطعت المنطقة مشواراً طويلاً منذ التسعينات. فجميع الاقتصادات المتكاملة مالياً أصبحت لديها اليوم أسعار صرف موعمة، مما يشير إلى الانفصال الواضح عن تاريخ ربط العملات الذي كان غالباً ما ينعقد أثناء نوبات التدفقات الرأسمالية الخارجة. واليوم، عندما تخرج رؤوس الأموال الأجنبية من هذه الاقتصادات، فإنه يسمح بانخفاض العملات. وكما يحدث للنبات، حين ينثني أمام العاصفة بدلاً من أن ينكسر، يوفر ذلك نوعاً من المرونة. وفعلياً يمكن أن يساعد خفض أسعار الصرف على تثبيت الطلب على الأصول المحلية. ويمكن مقارنة ذلك بالتجربة التاريخية للبنوك المركزية حين حاولت الدفاع عن ربط أسعار الصرف (بقيم أعلى من القيمة الفعلية) ببيع احتياطات النقد الأجنبي. ويمكن أن تصمد هذه الدفاعات لبعض الوقت، إلا أن البنوك المركزية تجازف في نهاية المطاف بإنضاب احتياطاتها، فلا يكون أمامها خيار سوى قبول الخفض الحاد في قيم العملات مما يربك النشاط الاقتصادي.

ومما تجدر ملاحظته أنه على الرغم من أن مرونة أسعار الصرف قللت من الحاجة إلى التدخل في أسواق سعر الصرف، فقد نمت هوامش الأمان من الاحتياطات لدى البنوك المركزية بصورة كبيرة على السنوات العشر إلى الخمس عشرة الماضية. وفي جميع الاقتصادات المتكاملة مالياً تقريباً، أصبحت الاحتياطات كبيرة بما يكفي لتغطية أكثر من ١٢ شهراً من خدمة الدين الخارجي. ويشيع وجود هوامش أمان بذلك الحجم - تبلغ حيازات البرازيل والمكسيك فقط من الاحتياطات مستوى يصل إلى ٥٥٠ مليار دولار أمريكي - ضمان إمكانية تدخل البنوك المركزية لتمهيد حركات سعر الصرف إذا اقتضى الأمر دون أن تنفذ احتياطاتها بسرعة.

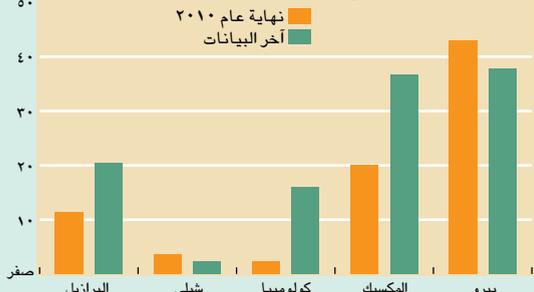
إلا أن بلدان أمريكا اللاتينية قطعت مشواراً أبعد حتى لبناء قدرتها على الصمود. ويمكن أحد التطورات الأكثر بروزاً في إنهاء دلالة الديون الحكومية. فمنذ فترة ليست بعيدة هي عام ٢٠٠٠، كانت حكومات المنطقة تصدر معظم ديونها بالدولار الأمريكي. وكان ذلك في الغالب هو الخيار المتاح الوحيد، نظراً لأن المستثمرين كانوا سيمتنعون عن شراء ديون مقومة بالعملات المحلية تفسدها نوبات التضخم المرتفع. غير أن خصوم الحكومات بالعملات الأجنبية يمكنها أن تحدث اضطرابات في المالية العامة متى انخفض الدولار الأمريكي بصورة حادة، ذلك أن تكلفة سداد تلك الديون ترتفع في تلك الحالة بصورة حادة. ونتيجة لذلك، عملت البنوك المركزية في أمريكا اللاتينية بصورة دؤوبة على إنشاء نظم أكثر مصداقية للسياسة النقدية وتثبيت التضخم في معدلات منخفضة. ومع تزايد ثقة المستثمرين، تمكنت الحكومات من إصدار كميات متزايدة من السندات بالعملات المحلية. ومع هذه السندات، أصبح المتحمل الفعلي لمخاطر العملة فعلياً هو المستثمر (الأجنبي) وليس حكومات أمريكا اللاتينية.

الرسم البياني ٢

الدائنون الأجانب

يملك المستثمرون الأجانب في عدة بلدان في أمريكا اللاتينية حصة كبيرة من السندات الحكومية المصدر بالعملة المحلية.

(% من مجموع الدين الحكومي المصدر بالعملة المحلية)



المصادر: السلطات القطرية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

وقد تبعث هذه الحقائق على الراحة، إلا أن مبعث القلق هو أن الاتجاهات العامة تدهورت أثناء عامي ٢٠١٣ و ٢٠١٤. فقد زاد استثمار الحافظة وارتفع عجز الحسابات الجارية بينما تباطأ بناء الاحتياطيات. ونتيجة لذلك، ربما تكون إمكانية التعرض لمخاطر خروج التدفقات الخارجية قد زادت.

الأساسيات الاقتصادية مهمة

ما الذي يمكن أن يفعله واضعو السياسات لتخفيف حدة هذه المخاطر؟ من المهم أن نقر بأنه لا توجد ضمانات مطلقة ضد خروج تدفقات رأسمالية كبيرة في فترات معينة في البلدان التي توجد لديها أسواق رأسمالية مفتوحة (التي يمكن أن يقوم فيها المستثمرون بنقل أموالهم إلى البلد وخارجه بأقل قيود ممكنة). ومثلما شوهد في نزوة الأزمة المالية العالمية، تكون هناك أوقات ينسحب فيها المستثمرون الأجانب دون تمييز تقريبا. ولكن في معظم الوقت تكون للأساسيات الاقتصادية أهمية لا يمكن إغفالها. وعلى وجه التحديد، فإن البلدان التي تتمتع بقوة الأرصدة المالية والخارجية وانخفاض التضخم وسلامة النظم المصرفية ومصداقية أكبر لمؤسسات السياسات غالبا ما يكون أدائها أفضل عندما تقوم الأسواق بالتمييز — كما فعلت في نهاية المطاف مرة أخرى، على سبيل المثال، أثناء نوبة الغضب من تراجع مشتريات السندات التي حدثت في منتصف عام ٢٠١٣، حين أشار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى أنه ينظر في إمكانية الإلغاء التدريجي لبرنامج مشتريات السندات واسعة النطاق (دراسة IMF, 2014b). وانزعج المستثمرون خشية أن يؤدي إنهاء البرنامج إلى رفع أسعار الفائدة الأمريكية وتقليل جاذبية الاستثمارات في الأسواق الصاعدة.

ويكون التعامل مع الضغوط المتصلة بخروج التدفقات الرأسمالية في فترات معينة أسهل بدوره حين تكون هناك أسعار صرف مرنة تساعد على تعديل الأوضاع. ويتطلب ذلك أن تكون الميزانيات العمومية المحلية قوية بما يكفي لتحمل انخفاض قيمة العملة. وبالتالي، ينبغي أن يستمر واضعو السياسات في التركيز على منع التراكم المفرط للمراكز المفتوحة بالعملة الأجنبية في الشركات الخاصة. وحتى مع ذلك، سيكون توافر مستويات كافية من الاحتياطيات الرسمية مهما للسماح للسلطات بالتدخل بين الحين والآخر لتثبيت عملاتها حين تضطرب أوضاع التداول.

ومثلما يقول المستثمر الأمريكي البارز وارين بافيت، «عندما ينحسر المد فقط نعرف من الذي كان يعوم عاريا». ومع وجود سياسات اقتصادية كلية سليمة وعين يقظة على مخاطر الميزانيات العمومية، ينبغي أن يكون صانعو السياسات الاقتصادية الكلية في أمريكا اللاتينية قادرين على تجنب لحظات الحرج الشديد. ■

أندريه ماير نائب رئيس قسم في إدارة نصف الكرة الغربي بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

Adler, Gustavo, Marie-Louise Djigbenou, and Sebastian Sosa, 2014, "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?" IMF Working Paper 14/60 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2014a, Global Financial Stability Report, Chapter 2 (Washington, April).

—, 2014b, Regional Economic Outlook Western Hemisphere, Chapter 3 (Washington, April).

—, 2014c, World Economic Outlook, Chapter 4 (Washington, October).

Rodrigues Bastos, Fabiano, Herman Kamil, and Bennett Sutton, 2015, "Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of 'The Bon(d)anza,'" IMF Working Paper 15/10 (Washington: International Monetary Fund).

السنوات الأربعة الأولى لآخر حالة للتدفقات الداخلة، كان هناك نمط أكثر إيجابية من النمط الذي كان سائدا خلال فترة انتعاش التدفقات الداخلة في أوائل التسعينات، والذي انتهى بأزمة التيكسلا في المكسيك. وعلى وجه الخصوص، فإن التدفقات التي دخلت في الفترة من عام ٢٠٠٩ إلى عام ٢٠١٢.

• كانت موجة بدرجة أكبر نحو الاستثمار الأجنبي المباشر، الذي يعطي للمستثمرين حصة في الإدارة. وقد ثبت أن ذلك الاستثمار المباشر أقل عرضة للتحويلات من تدفقات استثمارات الحافظة الداخلة.

• لم تستخدم بالدرجة الأولى لتمويل عجز الحساب الجاري، وهو ما يبين أن جزءا من رأس المال الأجنبي جرى ادخاره بدلا من استثماره.

• توافقت مع حدوث زيادة في هوامش الاحتياطيات الرسمية ومشتريات كبيرة من الأصول الأجنبية من جانب مستثمرين محليين. ويمثل كلاهما تراكما للثروة الخارجية يمكن أن تنخفض من حيث المبدأ لتمهيد التدفقات الرأسمالية الخارجة في المستقبل. وبالنسبة

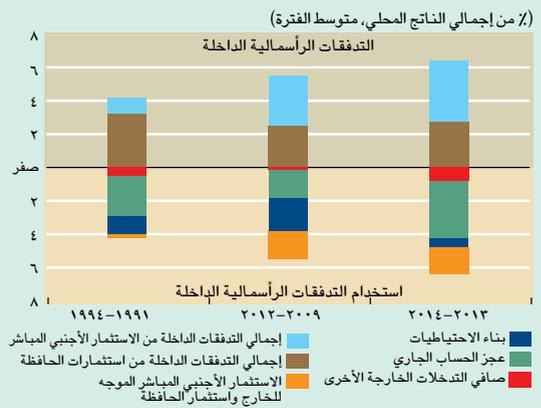
البنوك المركزية في أمريكا اللاتينية عملت بصورة دوّبة على إنشاء نظم أكثر مصداقية للسياسة النقدية.

للاحتياطيات الرسمية، تبدو هذه الوظيفة الوقائية واضحة. إلا أن الدراسات بينت أن الأصول الأجنبية المحتفظ بها في حيازات خاصة يمكن أن يكون لها أثر مماثل (دراسة، Adler, Djigbenou, and Sosa, 2014؛ ودراسة IMF, 2014c). وعلى سبيل المثال، أثناء الأزمة المالية العالمية، حين أخذ المستثمرون الأجانب يسحبون أموالهم من أمريكا اللاتينية، قام بعض المستثمرين المحليين ببيع أصولهم الأجنبية (بأسعار صرف مواتية) وتوطين حصيلة البيع. فساعدوا بذلك في تثبيت الحسابات المالية في بلدانهم.

الرسم البياني ٣

استخدام النقدية

تضمنت التدفقات الرأسمالية الأخيرة إلى أمريكا اللاتينية حصة أكبر من الاستثمار الأجنبي المباشر. وحتى عام ٢٠١٣ كانت البلدان تستخدم قدرا أقل من التدفقات الداخلة لتغطية العجز في الحسابات الجارية.



المصادر: IMF, Balance of Payments Statistics Yearbook؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: البلدان هي البرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو وأوروغواي. ويقس رصيد الحساب الجاري لبلد ما صافي التجارة فيه (الصادرات ناقص الواردات، لكل من السلع والخدمات)، وصافي الأرباح، وصافي التحويلات النقدية. ويشمل صافي التدفقات الخارجة الأخرى الرصيد على الاستثمارات الأخرى والمشتقات ورصيد الحساب الرأسمالي والتمويل المقدم من صندوق النقد الدولي والسهو والخطأ.