

في منتصف الطريق



الرنمينبي يواصل الصعود ولكنه
لن يكون العملة المسيطرة

إسوار براساد

الأمريكي نفسه ثبت أنها دعاوى مبالغ فيها. ولكن الأمر نفسه يرجح أن ينطبق على السيناريوهات المتشائمة التي تتوقع هبوط حاد في قيمة الرنمينبي وأهميته مع خروج رؤوس الأموال من الصين. ويرجح أن الحقيقة تكمن في مكان ما بين هذين السيناريوهين المتناقضين. ففي الأجل الطويل، سيتوقف وضع الرنمينبي كعملة رئيسية في النظام المالي العالمي بدرجة كبيرة على التغييرات الاقتصادية التي ستجرها الصين نفسها بغرض دعم عملتها. وقد يكون تحول الاقتصاد المحلي في الواقع أحد الأهداف غير المعلنة وراء الجهود الحثيثة التي بذلتها الصين لتعزيز وضع عملتها.

حجم الاقتصاد مهم ولكنه ليس العامل الوحيد

يعتبر الاقتصاد الصيني في الوقت الحالي ثاني أكبر اقتصادات العالم (استناداً إلى أسعار الصرف السوقية). وفي عام ٢٠١٦، بلغ إجمالي الناتج المحلي للصين ١١ تريليون دولار أمريكي، أي ما يعادل ١٥٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي، لتحل الصين بذلك المركز الثاني بعد الولايات المتحدة التي يبلغ إجمالي ناتجها المحلي السنوي ١٩

نوفمبر عام ٢٠١٥، صدر إعلان عن صندوق النقد الدولي كانت له دلالة كبيرة في التاريخ المالي الدولي. فقد قرر الصندوق اعتبار الرنمينبي الصيني إحدى عملات الاحتياطي العالمي. وتمت إضافة الرنمينبي إلى سلة العملات المختارة (التي كانت تتضمن في السابق الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني)، التي تشكل حقوق السحب الخاصة وهي وحدة العملة الاعتبارية للصندوق. وكان يبدو أن الرنمينبي على وشك التأثير على العالم وإعادة تشكيل النظام المالي العالمي.

ولكن طرأت تغييرات كثيرة منذ هذا الوقت. فقد تراجعت قيمة الرنمينبي مقابل الدولار وتشهد الصين في الوقت الحالي موجة مفاجئة من التدفقات الرأسمالية الخارجة تعكس جزئياً فقدان الثقة في الاقتصاد والعملة. ولم يحول الإدراج الفعلي للرنمينبي في سلة عملات حقوق السحب الخاصة منذ أكتوبر ٢٠١٦ دون تراجع الثقة فيه. فالآراء التي تنبأت بأن ارتفاع قيمة الرنمينبي أمر لا مفر منه ليكون في مصاف العملات المسيطرة، وربما حتى ينافس الدولار

تريليون دولار أمريكي. كذلك تعتبر الصين أحد الأطراف الفاعلة المهمة في التجارة الدولية، حيث تستحوذ على ١٣٪ من التجارة العالمية في السلع. ولكن تأثير الصين على الاقتصاد العالمي أكبر كثيرا إذا ما تم قياسه من جوانب أخرى. فالصين تحتفظ بحوالي ٣٠٪ من احتياطات النقد الأجنبي العالمية ويبلغ نصيبها في نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي الثلث منذ الأزمة المالية.

ورغم القوة الاقتصادية التي تتمتع بها الصين، فإن الوضع الدولي لعملتها، الرمينبي، لا يتناسب مع وضعها الاقتصادي. فمن بين عملات الاقتصادات الستة الكبرى على مستوى العالم، لم ينظر إلى الرمينبي كأحد العوامل المؤثرة في الاقتصاد العالمي سوى الآن فقط. أما العملات الأخرى، الدولار واليورو (الذي يستخدمه اقتصادان من الاقتصادات الستة الكبرى — ألمانيا وفرنسا) والين والجنيه الإسترليني، فجميعها لها دور مؤثر بالفعل في النظام المالي العالمي، ولكن بدرجات مختلفة.

سياسة فريدة

اتخذت الحكومة الصينية في السنوات الأخيرة عددا من الخطوات بهدف صعود الرمينبي إلى مجموعة العملات الرئيسية من خلال زيادة تداوله على المستوى الدولي. غير أن استخدام الرمينبي في الأسواق العالمية مقيد نظرا لأن الحكومة الصينية تبدو غير مستعدة لتطبيق سعر صرف يخضع تماما لقوى السوق وحساب رأسمالي منفتح يسمح بانتقال التدفقات الرأسمالية بحرية عبر الحدود. وقد يعكس ذلك تحفظ الصين على الخضوع لسيطرة القوى السوقية وحذرهما من مخاطر التحرير الاقتصادي السريع.

لذلك فقط طبقت الصين سياسة فريدة لتعزيز وضع الرمينبي مع محاولة تحرير التدفقات الرأسمالية وسعر الصرف تدريجيا. ونظرا لحجم الاقتصاد الصيني الضخم وتزايد حصته في إجمالي الناتج المحلي العالمي والتجارة العالمية، فسرعان ما اكتسبت هذه الخطوات التي اتخذتها الحكومة زخما كبيرا.

وفي منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، بدأت الحكومة في إزالة القيود المفروضة على التدفقات الرأسمالية الداخلة والخارجة ولكن بشكل تدريجي يخضع للرقابة. واستمرت هذه العملية حتى بعد وقوع الأزمة المالية العالمية. فعلى سبيل المثال، وضعت الحكومة عددا من النظم للسماح للأجانب بالاستثمار في أسواق الأسهم والسندات الصينية. وفي الوقت نفسه، توجد قنوات عديدة في الوقت الحالي تتيح للأسر والشركات والمؤسسات الصينية توظيف جزء من استثماراتها في الأسواق الأجنبية. ولكن لا تزال الحكومة مستمرة في إحكام الرقابة على كل من هذه القنوات.

وقد شجعت الصين توافر الرمينبي خارج حدودها، بما في ذلك إصدار تراخيص إلى ١٥ مركز متاجرة خارجي لإجراء تعاملات بين الرمينبي والعملات الأخرى. كذلك أنشأت الحكومة نظام المدفوعات الدولية عبر الحدود بغرض تيسير إجراء المعاملات التجارية بين الشركات المحلية والشركات الأجنبية باستخدام الرمينبي بدلا من العملات الشائعة كالدولار واليورو.

وقد أدت هذه التدابير إلى زيادة تداول الرمينبي على المستوى الدولي، أي زيادة استخدامه في تقويم وتسوية المعاملات التجارية والمالية عبر الحدود — كأداة دولية للتبادل. وفي النصف الثاني من عام ٢٠١٤، كان الرمينبي هو العملة المستخدمة في تقويم وتسوية حوالي ثلث حجم التجارة الدولية للصين، وفي إجراء حوالي ٢٪ من المدفوعات عبر الحدود وهي نسبة قليلة ولكنها ساهمت في صعود الرمينبي ليصبح إحدى عملات الدفع الست الكبرى على مستوى العالم.

غير أن تقدم العملة توقف لاحقا عندما شهدت الصين نموا متباطئا، ودورة انتعاش وكساد حادة في أسواق الأسهم، ومخاوف بشأن تزايد الديون وعدم الاستقرار المالي. وخلال العام الماضي، انعكس مسار تقدم الرمينبي كإحدى أدوات التبادل الدولية. إذ تشير جميع المؤشرات الكمية لاستخدام عملة الرمينبي في التمويل الدولي إلى بوادر تراجع حاد، كما توقفت جميع الخطوات المتخذة نحو تحرير التدفقات الرأسمالية.

ولكن من المهم أيضا أن نضع في الاعتبار الجوانب الإيجابية والجوانب السلبية. فرغم القيود المفروضة على التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الصين والخارجة منها، بدأ الرمينبي في اكتساب دور أكبر في الأسواق المالية الدولية خلال فترة زمنية قصيرة نسبيا، ولكنه لا يزال محدودا. وكان مسار تقدم الرمينبي في هذا الاتجاه مبهرًا في البداية، ولكن هذه التطورات لا تزال في مرحلة وليدة وينبغي ألا نعطيها أكبر من حجمها. ولكن الطريق ستكون صعبة وذاخرة بالمنعطفات.

عملة الاحتياطي

ومن الجوانب الأخرى لدور العملة في النظام المالي الدولي هو وضعها كعملة احتياطي تحتفظ بها البنوك المركزية على سبيل التحوط من أزمات ميزان المدفوعات. وغالبا ما يعتبر هذا الوضع أمرا إيجابيا وسلبيا في الوقت نفسه — فالاقتصاد الذي تعتبر عملته عملة احتياطي يمكنه الاقتراض بتكلفة أقل من المستثمرين الأجانب من خلال إصدار دين مقوم بعملته، ولكن زيادة الطلب على العمل قد يصعب معها في بعض الأحيان إدارة قيمة العملة. وقد حاولت ألمانيا واليابان بالفعل في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي مقاومة إسباغ هذا الوضع على عملتيهما نظرا لأنهما لم ترغبا في زيادة الطلب وما ينتج عنها من ارتفاع في قيمة العملة يؤدي إلى تقويض قطاع التصدير.

وقد يبدو هذا الأمر سابقا لأوانه نظرا لأن الصين لا تطبق سعر صرف مرن أو حساب رأسمالي منفتح — وكانت تلك شروطا مسبقة لإدراج عملة أي اقتصاد ضمن عملات الاحتياطي. ورغم أن صندوق النقد الدولي قد أسبغ على الرمينبي وضع عملة الاحتياطي لأسباب عملية، فإن وضع العملة يتوقف بالدرجة الأكبر على نظرة المشاركين بالأسواق المالية فيها. ففي جميع الأحوال، يجب أن يكون المستثمرون الأجانب قادرين على امتلاك أدوات مالية مقومة بهذه العملة والمتاجرة فيها بسهولة بدون وجود معوقات شديدة على التدفقات المالية عبر الحدود. كذلك يجب أن يكون المستثمرون واثقين بدرجة معقولة في أن قيمة العملة لن تخضع لسيطرة حكومة لا تضع القوى السوقية في اعتبارها. وكما هو الحال في العديد من الأمور الاقتصادية الأخرى، يبدو أن الصين قد خرجت كعادتها عن النسق التقليدي.

فقد أصبح الرمينبي بالفعل إحدى عملات الاحتياطي رغم أن الصين لا تستوفي بعض الشروط المسبقة التي كانت تعتبر أساسية في السابق، وهو أمر استثنائي. إذ يبدو أن حجم الاقتصاد الصيني الضخم وقوة روابطه التجارية والمالية مع الاقتصادات الأخرى في جميع أرجاء العالم تغلبا على أوجه القصور الأخرى.

ويقوم العديد من البنوك المركزية حول العالم تدريجيا في الوقت الحالي بشراء قدر محدود على الأقل من الأصول المقومة بالرمينبي كجزء من محفظة الاحتياطات الأجنبية. وتتضمن القائمة مجموعة من البلدان المتنوعة جغرافيا واقتصاديا، مثل أستراليا والنمسا وشيلي واليابان وكوريا وماليزيا ونيجيريا وجنوب إفريقيا. ووفقا لتقديرات صندوق النقد الدولي، فإن حوالي ٢٪ من احتياطات النقد الأجنبي العالمية محتفظ بها في صورة أصول مالية مقومة بالرمينبي. وقد وقع ٣٥ بنكا مركزيا

عنصر ضروري لا اعتبار أي عملة كملاد آمن. فأى بلد يسعى إلى جعل عملته ملاداً آمناً يجب أن يكون لديه إطار مؤسسي سليم — بما في ذلك قضاء مستقل وحكومة منفتحة ومستقلة ومؤسسات عامة قوية (لا سيما بنك مركزي يتمتع بالمصداقية). وهذه العناصر عادة ما كانت تعتبر ضرورية لاكتساب ثقة المستثمرين الأجانب، سواء مستثمري القطاع الخاص أو المستثمرين الرسميين، بما في ذلك البنوك المركزية وصناديق الثروة السيادية. فالمستثمرون الأجانب يرغبون عادة في التأكد من أنه ستم معاملتهم معاملة عادلة وفقاً للإجراءات القانونية المعمول بها وليس على حسب أهواء الحكومة. كذلك عادة ما يفضل المستثمرون استقلال المؤسسات مثل البنك المركزي عن تدخل الحكومة — وهو أمر مهم للحفاظ على مصداقية العملة وقيمتها.

صعود الرنمينبي إلى القمة سيؤدي إلى تغير النظام المالي الدولي



ويسعى قادة الصين إلى اتخاذ تدابير بغرض تحرير النظام المالي وتنفيذ إصلاحات اقتصادية سوقية محدودة، ولكنه سعي بطيء وفاتر دون شك. ولكنهم عارضوا بوضوح تنفيذ أي إصلاحات سياسية أو قانونية أو مؤسسية. فالحكومة الصينية اجتثت حرية التعبير وسيادة القانون واستقلال المؤسسات الرئيسية عن التدخل الحكومي. وإيجازاً لما سبق، فإن الرنمينبي، وإن كان يتمتع بالإمكانات اللازمة ليكون عملة احتياطي قوية، لن ينظر إليه كملاد آمن دون تنفيذ إصلاحات عميقة في الهيكل المؤسسي والسياسي للصين. ولكن يبدو أن هذه الإصلاحات بعيدة المنال في حالة الصين. لذلك فإن فكرة منافسة الرنمينبي للدولار الأمريكي على مركز عملة الاحتياطي العالمي هي فكرة مستبعدة تماماً.

المخاطر المستقبلية

يعتمد صعود الرنمينبي نحو العالمية اعتماداً كبيراً على تزايد القوة الاقتصادية والمالية للصين. فحدوث تباطؤ حاد في النمو، أو انهيار النظام المالي على أسوأ الفروض، قد يؤديان إلى الانحراف عن هذا المسار وعرقلة صعود الرنمينبي. وفي الواقع، فإن بعض السياسات المرتبطة بتعزيز الوضع الدولي للرنمينبي — بما في ذلك افتتاح الحساب الجاري والسماح للقوى السوقية بتحديد سعر الصرف بمزيد من الحرية — من شأنها هي نفسها تعريض الاستقرار الاقتصادي والمالي للصين إلى عدد من المخاطر إذا لم تدار هذه التغيرات السياسية بكفاءة.

وقد ساعدت سياسة حسان طروادة بشكل غير مباشر في دعم عدد محدود من إصلاحات القطاع المالي وتحرير الحساب الرأسمالي. فعلى سبيل المثال، استلزم الوفاء بالشروط والمواعيد النهائية التي حددها صندوق النقد الدولي تمهيداً للنظر في إدراج الرنمينبي في سلة عملات حقوق السحب الخاصة قيام الصين في عام ٢٠١٥ بتحرير أسعار الفائدة على الودائع المصرفية، وإزالة بعض القيود المفروضة على التدفقات الرأسمالية، والحد من التدخل في أسواق الصرف الأجنبي، من حيث المبدأ على الأقل.

غير أن هذه التغيرات لم تصاحبها إصلاحات في الاقتصاد الحقيقي. فعندما يتعلق الأمر بالشركات المملوكة للدولة والإصلاحات الضرورية في حوكمة الشركات والحاجة الماسة إلى إلغاء الحوافز التي

تقريباً حول العالم ترتيبات مبادلة عملة محلية ثنائية مع البنك المركزي الصيني. وتتيح هذه الترتيبات للبنوك المركزية الحصول على سيولة بالرنمينبي لحماية عملياتها أو للحفاظ على استقرار مستوى الودائع في حالة توقف التدفقات الرأسمالية الأجنبية الداخلة.

ورغم أن الرنمينبي نجح في الوصول إلى وضع عملة الاحتياطي، فإن تقدمه في هذا الصدد سيكون محدوداً نظراً لأن الأسواق المالية الصينية غير متطورة بالدرجة الكافية. وعادة ما يسعى المستثمرون الرسميون الأجانب، مثل البنوك المركزية وصناديق الثروة السيادية، إلى الاستثمار في سندات دين ذات دخل ثابت عالية السيولة وأمنة نسبياً، حتى وإن كان العائد عليها منخفضاً نسبياً. ورغم ضخامة أسواق سندات دين الحكومة والشركات في الصين، فلا يزال حجم التداول فيها محدوداً، كما أن الأطر التنظيمية التي تحكمها لا تزال ضعيفة.

ولذلك، فإن تعزيز الأسواق المالية أمر مهم للتنمية الاقتصادية في الصين ودعم دور الرنمينبي في المعاملات الدولية.

حسان طروادة

ويمكن القول بالفعل أن الصين حاولت استغلال صعود عملتها كوسيلة للوقوف أمام معارضة الإصلاحات المحلية. فالعديد من الإصلاحات اللازمة لتعزيز الدور الدولي للعملة ستفيد الصين في نهاية المطاف بغض النظر عما سيحدث مع عملتها. فعلى سبيل المثال، سوف تتيح زيادة مرونة سعر الصرف تنفيذ سياسة نقدية أكثر استقلالية يمكنها تحقيق أهداف محلية دون الاضطرار إلى تطبيق سعر صرف محدد. وبالمثل، سيسهم توسيع نطاق النظام المالي وتعزيز القواعد المنظمة له في تحسين آلية توجيه المدخرات المحلية الضخمة للصين نحو استثمارات أكثر إنتاجية قادرة على تحقيق نمو أكثر استقراراً في مستويات الناتج ومعدلات التوظيف.

غير أن العديد من هذه الإصلاحات عادة ما واجهت معارضة شديدة من المجموعات القوية ذات المصلحة التي تخسر من أي تغييرات تطرأ على النظام الحالي. فعلى سبيل المثال، عارض المصدرون الصينيون لفترة طويلة تحكم القوى السوقية في تحديد سعر الصرف مخافة أن يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر العملة بما يحد من قدرة صادراتهم على المنافسة في الأسواق الأجنبية. كذلك قاومت البنوك الكبرى المملوكة للدولة تحديد أسعار فائدة الودائع على أساس تنافسي (مقابل الأسعار الثابتة التي تحددها الحكومة)، لأن ذلك سيسمح للبنوك الصغيرة منافسة البنوك الكبيرة على ورائع الأسر والشركات من خلال تقديم أسعار فائدة أفضل. وقاوم عدد من مسؤولي الحكومة بعض الإصلاحات الاقتصادية التي قد تنشأ عنها مخاطر في الأجل القصير مفضلين بذلك الاستقرار وإحكام الرقابة عن مواجهة التقلبات الكامنة في القوى السوقية. وبالترويج لهذه الإصلاحات كأمر ضروري لتعزيز وضع العملة، لجأ المسؤولون المناصرون للإصلاحات إلى استراتيجية حسان طروادة لتنفيذ تدابير التحرير الاقتصادي المنشودة التي كانت ستتم عرقلتها لولا ذلك.

الفرق بين عملة الاحتياطي وعملة الملاذ الآمن

ظهر مفهوم جديد منذ الأزمة المالية العالمية وذاع صيته في قطاع التمويل الدولي، وهو مفهوم عملة «الملاذ الآمن». وهذه العملة ليست مجرد عملة احتياطي، ولكنها عملة يلجأ إليها المستثمرون بحثاً عن الأمان وقت حدوث اضطرابات عالمية وليس لتنويع أصولهم أو لتحقيق عائد أعلى.

وربما يزداد الاقتصاد الصيني قوة في الوقت الحالي، ولكن استحوذ على ثقة المستثمرين الأجانب من عدمه لا يزال مسألة معلقة. وهذه الثقة

الأخرى المعتمدة على السوق، فقد أصبح الرمينبي في يوم من الأيام عملة احتياطية مهمة وقد يشكل في نهاية المطاف حوالي ١٠٪ من احتياطيات النقد الأجنبي العالمية. (لأغراض المقارنة، يشكل الدولار الأمريكي واليورو في الوقت الحالي ٦٤٪ و ٢١٪، على الترتيب، من احتياطيات النقد الأجنبي العالمية).

وبينما حقق الرمينبي تقدما ملحوظا في فترة قصيرة نسبيا، فإنه ليس من المؤكد أنه سيواصل نفس المسار المبهر الذي اتبعه في السنوات القليلة الماضية. وقد لا تتحقق إمكاناته إلا إذا نفذت الحكومة الصينية مجموعة كبيرة من الإصلاحات الاقتصادية والمالية.

غير أنه لكي يصبح الرمينبي عملة ملاذ آمن، فسيتعين على الصين البدء في إصلاحات أكثر عمقا في هيكلها المؤسسي بما يؤدي في نهاية المطاف إلى تغيير في المؤسسات السياسية والقانونية والعامية. غير أن هذه التغييرات مستبعدة تماما في الوقت الحالي.

وسوف يؤدي صعود الرمينبي إلى العالمية إلى تغيير أسواق التمويل الدولي، وإلى تغيير الصين نفسها في جوانب عديدة. وخلال السنوات القليلة القادمة، ستكون الأهمية المتنامية للرمينبي في أسواق التمويل الدولي بمثابة عنصر مساعد للإصلاحات المحلية وربما ساهمت في تعزيز استقرار النظام المالي الدولي.

وسوف يواصل الرمينبي صعوده، ولكننا لا نتوقع أن يصبح العملة المسيطرة على الاقتصاد العالمي. ■

إسوار براساد أستاذ في كلية دايسون بجامعة كورنيل وأستاذ بمعهد بروكينغز، ويستند هذا المقال إلى كتابه الجديد بعنوان "Gaining Currency: The Rise of the Renminbi"

تشجع المصارف على إقراض الشركات الحكومية، فإن الطريق لا تزال طويلة. فالقروض المقدمة إلى الشركات المملوكة للدولة، وهي شركات غير مربحة تتسم بعدم الكفاءة ولكنها لا تزال تقوم باستثمارات ضخمة، لا تزال مضمونة ضمنيا من الحكومة وتحظى بتأييد قوي.

لذلك فإن الصين تواجه صعوبات نتيجة تنفيذ مجموعة عشوائية وغير متوازنة من الإصلاحات. فإصلاحات الأسواق المالية المحدودة والانفتاح الطفيف في الحساب الرأسمالي لم تدعمهما إصلاحات في مجالات أخرى، مما أدى إلى مزيد من التقلبات بدلا من الاستفادة من المنافع المتحققة من الأسواق ذات الكفاءة.

وقد أدت المخاوف بشأن آفاق النمو الاقتصادي وزيادة التقلبات في أسواق الأسهم المحلية إلى ارتفاع حاد في التدفقات الرأسمالية الخارجة خلال العامين الماضيين. ونشأت عن ذلك ضغوط خافضة لقيمة العملة، وفي ظل محاولات البنك المركزي مواصلة إدارة قيمة العملة مقابل الدولار الأمريكي خسرت الصين ما قيمته تريليون دولار أمريكي تقريبا من احتياطيات النقد الأجنبي (مقارنة بمستوى الذروة عندما بلغت الاحتياطيات حوالي ٤ تريليونات دولار أمريكي في يونيو ٢٠١٤). وهكذا، فإنه من الواضح وجود ارتباط وثيق بين وضع الاقتصاد الصيني ووضع الرمينبي.

نهاية المطاف

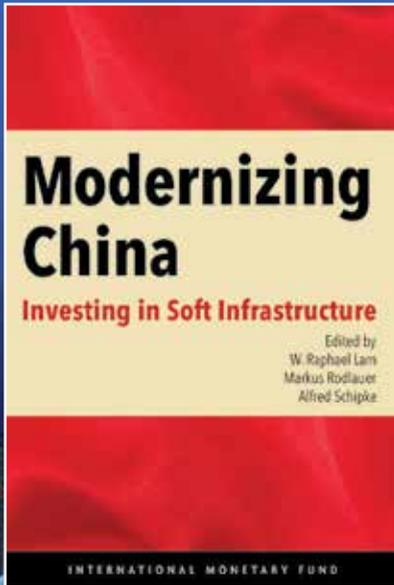
وبالرغم من الخطى المتقطعة التي أحرزها الرمينبي على المسار المتوقع له، فإنه في طريقه إلى أن يصبح إحدى عملات الاحتياطي الرئيسية، بالرغم من أن هذه العملية ستستغرق سنوات عديدة ولن تسير بمعدل متسق. فإذا تمكنت الصين من اتخاذ الإجراءات اللازمة، بما في ذلك تنفيذ إصلاحات ملائمة في القطاع المالي إلى جانب الإصلاحات

السياسات الداعمة للأسواق التي تعمل بكفاءة والإدارة الاقتصادية — أو ما يعرف باسم «البنية التحتية المرنة» — تقوم بدور رئيسي في التحول الاقتصادي في الصين. ويستكشف هذا الكتاب طبيعة الاقتصاد المتغير في الصين ويعرض مقترحات بالسبل الكفيلة بتعزيز أطر السياسات.

(... مادة أساسية للقراء لتفهم التحديات التي تواجه الصين...)

— ديفيد دولار، زميل أول في معهد بروكينغز

\$38. English. ©2017. 288pp. Paperback.
ISBN 2-994-51353-1-978. Stock #MCISIEA



يمكنك الآن طلب نسخة من الكتاب عبر الموقع التالي bookstore.imf.org/fd317

صندوق النقد الدولي