

# تعزيز التعاون المالي العالمي



## الأزمة الحالية تبرز ضرورة تعزيز البنيان المالي العالمي

### باري أيكغرين

أجرتها البنوك المركزية التي لا تطبق إطارا لاستهداف التضخم بمقدار ٤٠ إلى ٥٠ نقطة أساس. ولا ينكر ذلك وجود ضغوط مالية. ولكن موجة التعتثر في سداد الديون وانهييارات العملة والنظم المالية لم تبدأ كما توقع البعض، أو ربما لم تبدأ بعد على الأقل.

### هيمنة الدولار

نجحت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية في تجنب الأسوأ، ولكن ذلك لا يعني أنها تجنب السيئ. وقد أبرزت التداعيات المالية لأزمة كوفيد-١٩ ضرورة تصحيح مواطن الضعف المتبقية في البنيان المالي العالمي. وبداية، تعد هذه الجائحة تذكرة بمدى اعتماد الاقتصاد العالمي — واقتصادات الأسواق الصاعدة خصوصا — على الدولار لدعم السيولة الدولية. فسوق المعاملات الدولية بين البنوك، التي تقوم البنوك من خلالها بالاقتراض والإقراض فيما بينها، تعتمد اعتمادا كبيرا على الدولار. ويستخدم الدولار في ٨٥٪ من معاملات الصرف الأجنبي حول العالم. وهو الأداة الأهم على الإطلاق لدفع فواتير التجارة وتسوية المعاملات. ومعظم السندات التي يتم تداولها وبيعها لمستثمرين أجنبية مقومة بالدولار أيضا. ويمكن للبلدان حماية أنفسها من حالات عجز السيولة المفاجئة عند امتناع البنوك عن إقراضها من خلال حيازة احتياطيّات بالدولار. وكان هناك تحرك كبير في هذا الاتجاه من جانب البنوك المركزية والحكومات في العقود الأخيرة، وهو أحد أسباب عدم التعرض لعجز دولاري وعسر مالي أكثر حدة في ظل الجائحة.

لكن أحد التفسيرات الأكثر أهمية وراء عدم حدوث ندرة شديدة في الدولار يتمثل في التدابير الاستثنائية التي قام بها بنك الاحتياطي الفيدرالي، حيث أخذ على عاتقه تقديم الدعم اللازم للبنوك المركزية الأجنبية في صورة عقود مبادلات بالدولار وتسهيلات لإعادة شراء سندات الخزنة. وقام بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء مجموعة كبيرة من الأصول ذات الدخل الثابت، مما ساعد في ضخ قدر كبير من السيولة في الأسواق المالية وتخفيض فروق العائد إلى مستويات ما قبل الأزمة. ولم يجد المستثمرون الباحثون عن استثمارات ذات عائد أكبر ملاذًا بخلاف الأسواق الصاعدة التي كانت سندات الدين الصادرة عنها من الأصول القليلة ذات العائد الثابت التي لم يرقم بنك الاحتياطي الفيدرالي بشرائها. ويفسر ذلك في جزء كبير منه عودة رأس المال مجددا إلى الأسواق الصاعدة عقب الضغوط الأولية التي واجهتها.

وقد ساهمت الإجراءات القوية التي اتخذها بنك الاحتياطي الفيدرالي في تجنب الأسواق المالية العالمية

جائحة كوفيد-١٩ أهم اختبار تعرض له الاقتصاد العالمي، لا سيما اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. لقياس قدرته على تحمل الضغوط. وفي بداية الأزمة، كان من المأمول أن تفلت البلدان منخفضة الدخل من براثن الفيروس بسبب قلة الرحلات الجوية التي تربطها بباقي العالم، أو أن يتم احتواء الفيروس في البلدان التي شهدت جوائح في السابق — مثل إفريقيا جنوب الصحراء. ولكن هذه الآمال تبددت جميعها. وصرنا نعلم الآن أن الفيروس يهدد جميع أنحاء العالم، بل إن البلدان التي استطاعت تجنب أزمة صحية كاملة الأركان لم تسلم من تداعيات مالية حادة.

غير أن هذا الأثر المالي سبق الظهور الفعلي لفيروس كوفيد-١٩ في العالم النامي. فخلال الفترة من فبراير إلى إبريل، خرجت تدفقات رأسمالية من الأسواق الصاعدة والواعدة تزيد قيمتها على ١٠٠ مليار دولار أمريكي، وهو ما يزيد بخمسة أضعاف عن التدفقات الرأسمالية الخارجة في الشهور الثلاثة الأولى من الأزمة المالية العالمية. ووفقا لتقديرات البنك الدولي، يتوقع تراجع تحويلات المغتربين مجددا بمقدار ١٠٠ مليار دولار أمريكي إضافية في عام ٢٠٢٠، أي أربعة أضعاف الانخفاض الذي شهدته تلك الأزمة السابقة. كذلك أشارت التنبؤات إلى تراجع التجارة العالمية بوتيرة أسرع مقارنة بعام ٢٠٠٩. وانهارت أسعار السلع الأولية بسبب الركود العالمي، وتراجعت قيم عملات اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية مقابل الدولار.

وكان ذلك بمثابة صدمة ذات أبعاد غير مسبوقة. واستجابت الحكومات من خلال برامج إنفاق طارئة لدعم الأسر والشركات. وخفضت البنوك المركزية بالأسواق الصاعدة أسعار الفائدة، فضلا عن تنفيذ عمليات شراء أوراق مالية في بعض الحالات. ونتيجة لذلك، كان التأثير السلبي على الاقتصادات والنظم المالية نوعا ما أقل حدة مما كان متوقعا في البداية.

وبالنسبة للأسواق الصاعدة، كانت هذه الاستجابة على صعيد السياسات غير مسبوقة، بل كانت عكس الإجراءات التي اضطرت إلى اتخاذها في أزمات سابقة. وكان هذا التناقض بمثابة شاهد على التقدم المحرز في بناء الحيز المالي ومصداقية جهود مكافحة التضخم. ويتمثل الشاهد الأخر في الإجراءات التي اتخذتها البنوك المركزية للأسواق الصاعدة والتي طبقت إطارا رسميا لاستهداف التضخم كأداة لدعم المصداقية. فخلال الشهور الخمسة الأولى من عام ٢٠٢٠، تمكنت هذه البنوك المركزية من إجراء تخفيضات على أسعار الفائدة تجاوزت التخفيضات التي

تمثل

في إصدار سندات الجائحة. وكان البنك الدولي قد طرح سندات لمستثمري القطاع الخاص، بدعم مالي من مجموعة من الاقتصادات المتقدمة المانحة، استجابة لتفشي مرض الإيبولا في غرب إفريقيا عام ٢٠١٧، بحيث تُدفع قيمتها للبلدان المتضررة في حالات الجوائح. وفي السابق، بدت هذه السندات أداة مثالية لتأمين البلدان الفقيرة ضد الصدمات المرتبطة بالصحة.

ولكن ما حدث خالف التوقعات. فبيدو الآن أن هذه السندات تم تصميمها بشكل معقد للغاية، حيث تضمنت وثائقها تفاصيل معقدة حالت دون إمكانية تحديد حقوق المستثمرين والحكومات على حد سواء. ولم تتحقق الشروط الصارمة لصرف المدفوعات إلا بعد مرور ١٣٢ يوما على تفشي المرض والكشف عما يزيد على مليوني إصابة حول العالم. وكان من بين متغيرات تفعيل عملية الدفع عدد الحالات المكتشفة والمعلنة على المستوى الوطني، وكانت البلدان الفقيرة أقل قدرة على اكتشاف الحالات والإعلان عنها. وعلى عكس سندات الكارثة التي تصرف قيمتها في حالات الفيضانات أو الزلازل التي تؤثر على بلد واحد أو عدة بلدان، نتج عن سندات الجائحة مدفوعات عديدة متزامنة نظرا لأن جائحة كوفيد-١٩ طال تأثيرها العالم كله. لذلك خسر المستثمرون في هذه السندات جانبا كبيرا من أرباحهم.

واتضح عزوف الاقتصادات النامية والمستثمرين عن المشاركة في هذه الآلية عندما ألغى البنك الدولي خطته لطرح إصدار جديد من سندات الجائحة هذا العام. وتعد فكرة توفير نوع من التأمين المالي ضد الجوائح سليمة من الناحية المفاهيمية، ولكن لم يتم التوصل بعد إلى آلية مرضية.

## التعامل مع الديون

وأخيرا، هناك تحد يتعلق بخدمة الدين في وقت شهد انهيار أسعار السلع الأولية والتجارة العالمية. وإدراكا لهذا الواقع، قام صندوق النقد الدولي في إبريل ٢٠٢٠ بتخفيف أعباء خدمة الدين لمدة ٦ أشهر في البداية عن ٢٩ بلدا منخفض الدخل حصلت على قروض في السابق. فضلا عن ذلك، دعت كريستالينا غورغيففا، المدير العام لصندوق النقد الدولي، الحكومات المانحة لقروض ثنائية للبلدان منخفضة الدخل ودائني القطاع الخاص إلى تعليق السداد. وعقب اجتماع لوزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية، أعلنت مجموعة العشرين عن «خطة عمل مجموعة العشرين» التي أيدت هذه الأفكار.

غير أن هذه المبادرات واجهت مشكلات بسبب صعوبة العمل المشترك. فبالنسبة للدائنين الرسميين الثنائيين، لم يبدُ تعليق المدفوعات فكرة منطقية في حال امتناع الحكومات الأخرى عن القيام بالمثل. ففي هذه الحالة، يستفيد المدين من تخفيف ديونه جزئيا فقط، وتحتمل الحكومات التي وافقت على المشاركة التكلفة الناتجة عن ذلك.

مرارة الاستسلام، ولكنها أبرزت أيضا أوجه القصور التي ينطوي عليها النظام المالي الدولي. فقد طرح بنك الاحتياطي الفيدرالي عقود المبادلات في مجموعة مختارة من البلدان فقط، مع غياب الشفافية بشأن معايير الاختيار. كما أنه ليس من الواضح ما إذا كان سيوجد مجلس للاحتياطي الفيدرالي على نفس القدر من الحكمة لاتخاذ إجراء مماثل في الأزمات المستقبلية.

وقد أفضى ذلك إلى اقتراحات بقيام بنك الاحتياطي الفيدرالي، وربما البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة الأخرى أيضا، بتفويض سلطة اتخاذ قرار طرح عقود المبادلات لجهة تحكيم تتمتع بالنزاهة، مثل صندوق النقد الدولي. ولكن نظرا لأن البنوك المركزية ليست أعضاء في الصندوق، سيكون القرار للحكومات — وهو ما يعتبر مشكلة. فالحكومات، لا سيما حكومات البلدان المصدرة للعملة الدولية الرئيسية، لا تميل إلى التنازل للمجتمع الدولي عن سيطرتها على الميزانيات العمومية لبنوكها المركزية.

## الأدوار المنوطة بصندوق النقد الدولي والبنك الدولي

بالإشارة إلى صندوق النقد الدولي، نتذكر مصدرا آخر لحصول اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية على احتياجاتها من الدولار، وهو تسهيلات الإقراض المقدمة من الصندوق. وقد تحرك الصندوق على وجه السرعة استجابة للجائحة من خلال استحداث خط السيولة قصيرة الأجل، وهو تسهيل جديد لصرف مساعدات السيولة، مع تيسير الاستفادة من التسهيلات القائمة، بما في ذلك بعض التسهيلات التي تسمح بالإقراض دون وجود برنامج شامل. وخلال النصف الأول من عام ٢٠٢٠، تلقى الصندوق ما يزيد على ١٠٠ طلب للحصول على تمويل طارئ.

وتبلغ الطاقة الإقراضية الكلية للصندوق تريليون دولار أمريكي. وقد يكون هذا المبلغ غير كافٍ للتعامل مع جميع تداعيات الجائحة والمستجدات اللاحقة. وتجنب الصندوق تقلص موارده من خلال إعادة التفاوض على اتفاقات الاقتراض الثنائي ومتعدد الأطراف، بما في ذلك الاتفاقات الجديدة للاقتراض. غير أن جهود تعزيز هذه الموارد من خلال زيادة حصص العضوية لم تحقق أي نتائج. فضلا عن ذلك، لم توافق أغلبية مشروطة من البلدان على إجراء توزيع جديد لمخصصات حقوق السحب الخاصة بالرغم من المطالبات الكثيرة من جانب الدوائر الرسمية والأكاديمية. ويعد إصلاح حوكمة الصندوق في سياق المراجعة العامة للخصص وتعزيز الدور الدولي لحقوق السحب الخاصة من القضايا المثارة منذ فترة طويلة. وتذكرنا أزمة كوفيد-١٩ بأن هذه الجهود لا تزال غير مكتملة، وأن عدم اكتمالها يضعف شبكة الأمان المالي العالمية.

أما المؤسسة الشقيقة لصندوق النقد الدولي، وهي البنك الدولي، فقد تمثلت مساهمته للمساعدة في تجاوز الأزمة

غير أن التجربة الدولية ليست واعدة بالقدر نفسه. فلا تزال المعاملات المالية عبر الحدود تعتمد على الدولار. ويُعتقد أن هذا الوضع سيتغير لعدة أسباب، ولكن ليس هناك ما يدفعنا للاعتقاد بأن التغيير وشيك. فبالرغم من أن الطلب على الدولار عالمي، لا يزال العرض محليا: حيث يعتمد على سياسات بنك الاحتياطي الفيدرالي. وتوجد مصادر بديلة محتملة للدولار — لا سيما صندوق النقد الدولي الذي كان من الممكن أن يسمح باستفادة عدد أكبر من البلدان من موارده من خلال برامجه وتسهيلات الإقراضية الحالية إذا ما توافر له المزيد من الموارد. ويمكن

## ذكرتنا الأزمة بأن الصلابة تبدأ ببناء المؤسسات والموارد في الداخل.

إجراء توزيع جديد لمخصصات حقوق السحب الخاصة أيضا. ولكن لسوء الحظ، لم يتم التوصل إلى توافق في الآراء حول كيفية المضي قدما. وبالرغم من أن أداء سندات الجائحة لم يكن مرضيا، يظل استخدام الأدوات والأسواق المالية للتأمين ضد هذه المخاطر فكرة سليمة. ويمكن تبسيط تصميم هذه الأدوات وزيادة عنصر الدعم المقدم من الجهات المانحة لاستقطاب المزيد من الحكومات والمستثمرين. ولكن هل سيكون ذلك كافيا؟

وأخيرا، يتعين تعزيز ترتيبات التعامل مع الدين. وينبغي تحديث نادي باريس ليعكس واقع القرن الحادي والعشرين. وينبغي أيضا أن يكون للمؤسسات الرسمية دور أكبر في التفاوض على إعادة هيكلة الدين الخاص، حيث يمكنها تحديد معايير هذه المفاوضات، وتشجيع الهيئات التنظيمية على إلزام المؤسسات الاستثمارية بالتقيد بتلك المعايير. ويمكن للحكومات والهيئات التنظيمية الإلزام بإدراج أحكام في عقود القروض (ما يُطلق عليه شرط التصويت الجماعي الموحد) للتشجيع على سرعة إعادة الهيكلة في حالات الجوائح أو الأزمات العالمية الأخرى، كما يمكنها منع تداول السندات التي لا تتضمن شروطها هذه الأحكام. وقد تنجح هذه الاستراتيجية. وإن لم تنجح، ستتجدد المطالبات الداعية إلى تطبيق نهج أكثر صرامة ينطوي على إنشاء محكمة للنظر في قضايا الإفلاس الدولية الخاصة بالكيانات السيادية. <sup>FD</sup>

**باري أيكنغرين** أستاذ كرسي جورج وهيلين باردي للاقتصاد والعلوم السياسية بجامعة كاليفورنيا، بيركلي.

ويتعامل المجتمع الرسمي مع هذه القضية منذ الخمسينات من خلال نادي باريس، وهو عبارة عن مجموعة من البلدان الدائنة ضمت في الأصل حكومات مجموعة السبعة ويرأسها مسؤول الخزانة الفرنسية. غير أن الصين ليست عضوا للأسف، وقد أصبحت حاليا أكبر مصدر لديون البلدان الفقيرة الثنائية الرسمية الخاضعة لمبادرة مجموعة العشرين مقارنة بجميع البلدان الدائنة الأخرى مجتمعة. وقد وافقت الصين على الالتزام بشروط تخفيف أعباء الدين الصادرة عن نادي باريس، ولكن ليس من الواضح ما إذا كان هذا الالتزام يشمل القروض المقدمة من البنوك الحكومية والشركات المملوكة للدولة. بل إنه من غير الواضح حجم المبالغ المستحقة على حكومات البلدان الفقيرة للقطاع الرسمي الصيني ككل. وكان من الممكن أن يصبح التعامل مع هذه القضايا أكثر سهولة لو كانت الصين قد انضمت إلى عضوية نادي باريس بشكل رسمي، وهو ما لم يحدث — ويعد بالتالي إخفاقا آخر في تحديث البنيان المالي العالمي بما يتسق مع واقع القرن الحادي والعشرين.

وبالنسبة للدين الخاص، عُهد بمسؤولية فرض الشروط وتنظيم المفاوضات إلى معهد المالية الدولية، وهو رابطة تضم المؤسسات الاستثمارية. غير أن هذه الاستجابة لم تكن مدفوعة بنوايا صادقة. فقد حذر معهد المالية الدولية الأسواق الصاعدة من أن السعي إلى إعادة هيكلة ديونها قد يشكل خطرا على قدرتها على النفاذ إلى الأسواق، وأن المؤسسات الاستثمارية مسؤولة فقط تجاه عملائها، وليس عليها أي مسؤولية تجاه الحكومات أو المجتمع الدولي. وفشلت الجهود المبكرة لإعادة التفاوض على السندات الحكومية الأرجنتينية بسبب تضارب الشروط التعاقدية لمختلف السندات، مما يعكس عدم وجود شروط قياسية موحدة تطبق على جميع السندات. وأدت المعوقات التي سببها امتناع بعض الدائنين عن المشاركة إلى إبطاء التقدم المحرز.

وكان هناك شعور بعدم قدرة هذه الآلية الخاصة على التعامل مع سيل من الحالات. وبدا جليا عدم وجود مؤسسة دولية أو حتى إجراء موحد للتعامل مع موجة من عمليات إعادة الهيكلة.

### الخطة

ماذا علمتنا أزمة كوفيد-19 حول حقيقة البنيان المالي؟ ذكرتنا الأزمة بأن الصلابة تبدأ ببناء المؤسسات والموارد في الداخل. فالحكومات التي يتوافر لها حيز مالي استطاعت استخدامه بالفعل. وفي الحالات التي أمكن فيها تثبيت توقعات التضخم، استطاعت البنوك المركزية دعم الأسواق المالية والاقتصاد. ولم يكن من المتوقع — قياسا بالأزمات السابقة — نجاح هذا العدد من الأسواق الصاعدة في تنفيذ سياسات داعمة. وتعكس هذه القدرة النجاح في بناء مؤسسات نقدية ومالية عامة ومالية أكثر قوة.