

# الأسواق الصاعدة في حالة تغيير

محمود برادان يجري حواراً مع ريتشارد هاوس وديفيد لوبين حول الآفاق المتوقعة لهذه المجموعة من البلدان

**التمويل والتنمية:** هل فوجئتما بمدى كفاءة أداء فئة أصول الأسواق الصاعدة أثناء الجائحة؟  
**ريتشارد هاوس:** لا، لسببين: أولاً، أن فئة أصول الأسواق الصاعدة أصبحت أكثر تنوعاً بكثير. ثانياً، أن الملكية الآن أصبحت محلية في أغلب الأحوال. فعندما بدأت حياتي العملية منذ ٢٥ عاماً، لم يكن هناك سوى عدد قليل من البلدان التي يمكن الاختيار من بينها، وهيمن المستثمرون الأجانب مثلنا على هذه الفئة من الأصول. أما في الوقت الحالي، فهناك أكثر من ٨٠ بلداً يمكن الاختيار من بينها، ويبلغ متوسط ملكية الأجانب حوالي ٢٠٪، بما في ذلك ديون الشركات. وتعد الملكية المحلية الكبيرة من انتشار العدوى كما جعلت فئة الأصول بأكملها أكثر صلابة.

**ديفيد لوبين:** كان حجم الأزمة الصحية مدمراً حتى أنه كان من الممكن حدوث عدد كبير وغير محدد من النتائج. ولكن انهيار أسعار الفائدة الحقيقية في الولايات المتحدة بدءاً من أواخر مارس كان غاية في الخطورة — فأربعون عاماً من التاريخ تعلمنا أنه عندما يحدث ذلك، يتم دفع رأس المال نحو اقتصادات الأسواق الصاعدة. وعلى مدار عام ٢٠٢٠ بأكمله، بلغ حجم إصدارات سندات اليوروبوند من جانب مقرضي الاقتصادات الصاعدة حوالي ٨٠٠ مليار دولار، بزيادة نسبتها ١٠٪ عن عام ٢٠١٩. وكان هذا الأمر مفاجئاً للغاية لأن العديد من الاقتصادات الصاعدة شهد انخفاضاً في احتياجات التمويل الخارجي بسبب انخفاض عجز الحساب الجاري الناجم عن الركود.

**التمويل والتنمية:** ماذا سيحدث عندما تبدأ عائدات السندات طويلة الأجل في العودة إلى طبيعتها في الاقتصادات المتقدمة وتبدأ البنوك المركزية في إلغاء برامج مشتريات الأصول؟

**أثبتت** أصول الأسواق الصاعدة صلابتها بشكل ملحوظ خلال العام الماضي، مما خالف التوقعات الأكثر حدة عند تفشي جائحة كوفيد-١٩. ومما لا شك فيه أن عمليات ضخ السيولة بالغة الضخامة التي نفذتها البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة قد ساعدت في هذا الصدد، غير أن بعض اقتصادات الأسواق الصاعدة قد وجدت أيضاً حيزاً أكبر للتصرف من خلال السياسات، بما في ذلك التحول إلى السياسات النقدية غير التقليدية التي اعتقد الكثيرون أنها غير متاحة سوى للاقتصادات المتقدمة. ومع ذلك، فإن هذه الأزمة ستخلف ندوباً غائرة. فأعباء ديون الأسواق الصاعدة والبلدان منخفضة الدخل آخذة في الارتفاع إلى مستويات غير مسبوقة. فهل سيحتاج المزيد من البلدان إلى مساعدات مالية عندما يتغير مسار السيولة العالمية؟ وهل سيكون مستثمرو القطاع الخاص على استعداد لتقاسم الأعباء؟

الخبيران المخضرمان في السوق — ريتشارد هاوس، كبير مسؤولي الاستثمار لشؤون ديون الأسواق الصاعدة في شركة أليانز غلوبال إنفستورز (Allianz Global Investors)، وديفيد لوبين، رئيس اقتصاديات الأسواق الصاعدة في سيتي بنك — يشرحان لماذا ساعدت آجال استحقاق هذه الفئة من الأصول في الحد من التداعيات ولماذا تبشر بصلابتها وعودة بيئة السيولة العالمية إلى مسار أقرب للمعتاد. غير أنهما يريان بالفعل أنه من الضروري أن يتقاسم القطاع الخاص عبء التكيف في بعض البلدان. ويدعوان أيضاً القطاع العام، بما في ذلك صندوق النقد الدولي، لمساعدة البلدان على الاستفادة من الطلب المتزايد على إصدار سندات الدين التي تراعي المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة.

خسائر الاقتصادات الصاعدة الناجمة عن التدفقات الرأسمالية الخارجة تكون أكبر من مكاسبها الناتجة عن زيادة الصادرات. والسبب هو أن المحرك الرئيسي للاستثمارات والتجارة وأسعار السلع الأولية على مستوى العالم في السنوات الأخيرة لم يكن الولايات المتحدة، بل الصين. وتتأثر الحسابات الرأسمالية للأسواق الصاعدة بالقرارات المتخذة في واشنطن، بينما تكون حساباتها الجارية أكثر تأثراً بالقرارات المتخذة في بيجين. وقد تكون التوليفة المثلى هي ولايات متحدة أضعف، حيث تؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى دفع رؤوس الأموال نحو الأسواق الصاعدة، وصين أقوى تعزز التجارة والاستثمار. وإذا كانت الولايات المتحدة أكثر قدرة على التأثير في نمو الاستثمار العالمي من خلال خطة البنية التحتية التي طرحها الرئيس بايدن، فإن ذلك من شأنه أن يساعد البلدان الصاعدة، وخاصة إذا عاودت الصين التركيز على الاستهلاك.

**التمويل والتنمية: استخدمت الأسواق الصاعدة السياسات غير التقليدية على نحو أكثر فعالية. فهل يشير ذلك إلى أن بعض البلدان لديها أدوات في ترسانتها المالية أكثر مما كان متصوراً من قبل؟**

**ريتشارد هاوس:** من الصعب جدا التعميم: فقد كانت هناك عدة أشكال مختلفة للتيسير الكمي. ولكن سياسات جميع البنوك المركزية كانت غير تقليدية مقارنة بالسنوات القليلة الماضية فقط. والقول بأن البلدان الصاعدة لا تستطيع استخدام التيسير الكمي أو أن الوضع يخرج عن السيطرة قد مضى عليه زمن طويل.

**ديفيد لوبين:** كان هناك قدر كبير من التنوع. فعلى سبيل المثال، نجحت الهند في الإعلان عن سياسة مالية توسعية إلى جانب وضع حدود قصوى لعائدات السندات. وإذا حاولت البلدان الأخرى القيام بذلك، سيكون هناك قدر هائل من التدفقات الرأسمالية الخارجة. ورغم أن الاختلاف غالباً ما يكون في مدى ثقة الأسواق في إمكانات النمو في كل بلد، يكون هناك اختلاف أيضاً في مدى انفتاح الحساب الرأسمالي.

**التمويل والتنمية: إلى أي مدى تشعران بالقلق إزاء تزايد أعباء الديون؟ وهل تستطيع الأسواق الصاعدة، وخاصة البلدان منخفضة الدخل، أن تجد سبيلاً للخروج من أزمة الديون؟**

**ريتشارد هاوس:** يعتبر التعامل مع التأثير المالي لجائحة كوفيد-١٩ مصدر قلق عالمي. وهناك مصدر قلق مباشر في رأيي وهو التفاوت في معدلات النمو بين مختلف البلدان. ومن المؤسف أن توزيع اللقاح في الاقتصادات الصاعدة سيكون بوتيرة أبطأ بكثير مقارنة بالاقتصادات المتقدمة. والأسواق لا تولي اهتماماً لهذا التفاوت. ورغم أن الاقتصادات الصاعدة ستتعاوى، فإنني لا أرى أن مستويات الدين إلى إجمالي الناتج المحلي ستخفض إلى مستويات ما قبل جائحة كوفيد-١٩ لسنوات عديدة.

**ديفيد لوبين:** أوافق على هذا الرأي. فتراكم ديون كبيرة بالعملة الأجنبية أخطر بكثير. لكننا ما زلنا بعيدين عن



ديفيد لوبين



ريتشارد هاوس

**ديفيد لوبين:** شكل ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة تهديداً للتدفقات الرأسمالية المتجهة إلى الأسواق الصاعدة منذ سبعينات القرن العشرين. وقد تسبب الارتفاع الطفيف الذي حدث مؤخراً في أسعار سندات الخزنة الأمريكية لأجل عشر سنوات في بعض الاضطرابات. ولكن بالمعايير التاريخية، فإن العائد على سندات الخزنة الأمريكية لأجل عشر سنوات، والذي يظل سالبا بالقيمة الحقيقية، يعد منخفضاً إلى حد غير معقول. وما دام الحال هكذا، فينبغي احتواء خطر تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج بكميات كبيرة.

**التمويل والتنمية: يعتقد كلاكما أن الأسواق الصاعدة أكثر صلابة لأنها أقل اعتماداً على المستثمرين الأجانب. لكن هل المستثمرون الأجانب أفضل في التمييز بين البلدان؟ أم أن استجابة السياسات واسعة النطاق في الاقتصادات المتقدمة أثارت مزيداً من الالتباس؟**

**ريتشارد هاوس:** انهارت جميع فئات الأصول تقريباً في أوائل العام الماضي، ثم تعافت بقوة. وقد حجت عمليات ضخ السيولة بعض المشكلات، لكن ليس في كل مكان. ورغم أن ارتفاع مد السيولة رفع بالتأكيد قوارب كثيرة، فإن المحركات الكلية والسياسية تقود أسعار الأصول في نهاية المطاف. وقد كان هناك تمييز معقول بالتأكيد في الائتمان السيادي والصرف الأجنبي.

**ديفيد لوبين:** كانت أكبر مفاجأة في العام الماضي هي كيف تمكنت جميع الاقتصادات الصاعدة تقريباً من تيسير السياسة النقدية. وقد سهل الاحتياطي الفيدرالي هذا الأمر إلى حد كبير، حيث قال حرفياً في مارس ٢٠٢٠: «أتركوا الأمر لنا، فنحن نسيطر على الوضع». وكانت تلك إشارة قوية للغاية إلى إمكانية استخدام السياسة النقدية لإنقاذ الأسواق الصاعدة أيضاً. وقد تبين أن استخدام سياسة المالية العامة أصعب، إذ لم يكن لدى العديد من البلدان الذخيرة المالية التي لدى الاقتصادات المتقدمة.

**التمويل والتنمية: إذا كانت أسعار الفائدة طويلة الأجل ترتفع بسبب النمو الأقوى في الولايات المتحدة، فهل يمكن لهذا الارتفاع أن يعوض تأثير ارتفاع تكاليف الاقتراض؟**

**ديفيد لوبين:** في الظروف المعتادة، سأقول لا. فعند تشديد الأوضاع النقدية في الولايات المتحدة، أعتقد أن

الخاصة للإدارة في الأسواق الصاعدة. وهناك طلب من جميع المستثمرين عليها الآن — فثلاثة أرباع اجتماعاتي مع العملاء تدور حول استراتيجيتنا بشأن هذه الاستثمارات. ويمكن أن يساهم صندوق النقد الدولي بدور في مساعدة البلدان الأصغر حجماً على المشاركة، وخاصة في ظل التزامه بمساعدتها على تحقيق أهداف التنمية المستدامة التي وضعتها الأمم المتحدة. وتوجد الآن مبادئ مستخدمة دولياً بشأن السندات الخضراء وسندات المسؤولية الاجتماعية وسندات الاستدامة — وهناك الكثير من البيانات العامة والخاصة المتاحة. ويمكن للصندوق أن يساعد في رصد المشاركة وإبلاغ البيانات.

**التمويل والتنمية: هل ينبغي لصندوق النقد الدولي أن يركز على مساعدة البلدان في تطوير قدرتها على إصدار سندات خضراء، أم في المراقبة والإنفاذ؟**

**ريتشارد هاوس:** البنوك الاستثمارية حريصة على مساعدة البلدان على إصدار هذه السندات. ويمكن للصندوق أن يساعد بشكل أكبر في المراقبة والإنفاذ، وخاصة في جوانب مراعاة المسؤولية الاجتماعية والحوكمة. ومن المشجع أن تقارير صندوق النقد الدولي قد غطت هذه القضايا. إن المشاركة في جهود البلدان أمر بالغ الأهمية. وهي مسألة دائماً ما يثيرها المستثمرون.

**ديفيد لوبين:** إنه مجال معقد لأن المال قابل للاستبدال. هناك بلد يقول إنه يجمع الأموال للاستثمار في هذا المشروع الأخضر أو لبناء مدارس في المجتمعات الريفية. كيف يمكننا أن نعرف ذلك على وجه اليقين؟

وهناك مشكلة ثانية وهي أن تصنيفات الأنشطة المراعية للبيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي. وأشعر بالقلق من أنه مع زيادة ترسيخ السندات الخضراء وسندات المسؤولية الاجتماعية في الأسواق العالمية، قد تكون هناك عواقب وخيمة. فقد تصبح التدفقات الرأسمالية للبلدان منخفضة الدخل عرضة للمخاطر.

**التمويل والتنمية: لكن أليس هذا هو الهدف تحديداً، أن تمارس ضغوط اقتصادية على الحكومات حتى تتخلى عن الممارسات غير السليمة؟**

**ديفيد لوبين:** اعتاد المستثمرون إجراء تقييمات للأنشطة المراعية للبيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة تسترشد بمستويات المخاطر. ولطالما كانت جوانب المسؤولية الاجتماعية والحوكمة جزءاً من التحليل، لأنها جزء من مخاطر الائتمان. ومع ذلك، تتزايد الاستثمارات التي تسترشد بالقيم. فعلى سبيل المثال، هناك من يقول: «هذا البلد يسيء معاملة صحفييه؛ وبالتالي لا يمكنني الاستثمار هناك حتى يتم حل هذه المشكلة». وإذا تسرب هذا النوع من التفكير إلى عملية الاستثمار، فلا أعرف على وجه اليقين من المستفيد. فقد يساهم مستثمرو الرفع المالي بذلك في استمرار هذه الأوضاع. **FD**

**محمود بردان،** نائب مدير الإدارة الأوروبية في صندوق النقد الدولي.

ذلك. فمؤشرات مثل نسبة خدمة الدين الخارجي ونسبة الدين إلى احتياطات النقد الأجنبي لا تبدو مبالغاً فيها بالمقاييس التاريخية. وستساعد أسعار الفائدة المنخفضة في الولايات المتحدة على إبقاء تكلفة خدمة الدين عند مستويات منخفضة. وكان نقص الأصول الدولارية في الاقتصادات الصاعدة هو القاسم المشترك في أزمات الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين. وخلال العشرين سنة الماضية، بذل العديد من هذه الاقتصادات جهوداً مضمّنة لمراكمة احتياطات النقد الأجنبي. من ناحية أخرى نجد أن مشكلة الديون المحلية أخطر في بعض البلدان. ولدى المستثمرين وصندوق النقد الدولي خبرة محدودة جداً ولا يعرفون شكل هذه الأزمة. فمعظم خبرتنا في الأربعين سنة الماضية كانت في مجال سندات الدين بالعملة الأجنبية.

**ريتشارد هاوس:** الاختلاف الأكبر هو أن أسعار الصرف المربوطة أصبحت لحسن الحظ جزءاً من الماضي. لذلك، لا أعتقد أن الأسواق الصاعدة ستعاني مجدداً من أزمة نظامية كبيرة أخرى. ربما في بعض البلدان على مستوى الشركات، ولكن بالتأكيد ليس على المستوى السيادي.

**التمويل والتنمية: هل تتوقعان أن يحتاج العديد من البلدان إلى مساعدات مالية من صندوق النقد الدولي أو مؤسسات أخرى متعددة الأطراف؟ وهل يستطيع القطاع الخاص تقاسم عبء التكيف؟**

**ريتشارد هاوس:** لقد شهدنا إصدار الأسواق الصاعدة لمستويات قياسية من السندات، سواء سندات الدين السيادي أو دين الشركات، في الربع الأول من عام ٢٠٢١، رغم عملية إعادة التسعير الكبيرة جداً لسندات الخزنة الأمريكية. وستحتاج بعض البلدان التي تواجه مشكلات في السيولة أو الملاءة إلى مزيد من المساعدات من الصندوق مع إمكانية مشاركة القطاع الخاص في عمليات إعادة الهيكلة. وهي معروفة لأي شخص لديه فهم أساسي لتحليل الميزانية العمومية السيادية. ولا أعتقد أن تكون هناك عدوى، إذ لم تكن هناك أي عدوى من أحدث حالات التخلف عن السداد أو إعادة الهيكلة في الأرجنتين وإكوادور ولبنان. فلماذا سيختلف الأمر الآن؟ بالتأكيد ينبغي أن يشارك القطاع الخاص عندما يتعذر الاستمرار في تحمل الدين بشكل واضح.

**ديفيد لوبين:** يتقاضى مديرو المحافظ رواتبهم لإجراء تقييم للمخاطر. وقد قام صندوق النقد الدولي بتطبيق سياسة الإقراض في وجود متأخرات للمرة الأولى في ثمانينات القرن العشرين. وإذا كان الدائنون من القطاع الخاص لا يزالون يعتقدون أن صندوق النقد الدولي سوف ينفذهم، فإنهم لا يقومون بعملهم كما ينبغي.

**التمويل والتنمية: هل يمكن للأسواق الصاعدة والبلدان منخفضة الدخل الاستفادة من الطلب المتزايد على الاقتراض لتمويل الأنشطة المراعية للبيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة؟**

**ريتشارد هاوس:** إنها فئة أصول حديثة العهد، لكنها تنطوي على إمكانات هائلة. وهي تقدر بنحو ١٦ مليار دولار، أي لا تزال تمثل ٤٪ فقط من إجمالي الأموال