

مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١١

حظر

يُحظر اقتباس محتويات هذا التقرير أو تلخيصها في وسائل الإعلام المطبوعة أو المذاعة أو الإلكترونية قبل يوم ٦ أيلول/سبتمبر ٢٠١١، الساعة ١٧/٠٠ بتوقيت غرينتش

عرض عام



الأمم المتحدة

مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية
جنيف

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١١

عرض عام



الأمم المتحدة
نيويورك وجنيف، ٢٠١١

- تتألف رموز وثائق الأمم المتحدة من حروف وأرقام. ويعني إيراد أحد هذه الرموز الإحالة إلى إحدى وثائق الأمم المتحدة.
- ليس في التسميات المستخدمة في هذا المنشور، ولا في طريقة عرض مادته، ما يتضمن التعبير عن أي رأي كان للأمانة العامة للأمم المتحدة بشأن المركز القانوني لأي بلد أو إقليم أو مدينة أو منطقة، أو لسلطات أي منها، أو بشأن تعيين تخومها أو حدودها.
- يمكن اقتباس المادة الواردة في هذا المنشور أو إعادة طبعها دون استئذان، ولكن المرجو التنويه بذلك، مع الإشارة إلى رقم الوثيقة. كما ينبغي موافاة أمانة الأونكتاد بنسخة من المنشور الذي يتضمن النص المقتبس أو المعاد طبعه.
- العرض العام الوارد هنا سيصدر أيضاً كجزء من تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١١ (UNCTAD/TDR/2011)، رقم المبيع (A.11.II.D.3).

UNCTAD/TDR/2011 (Overview)

عرض عام

وصل التكامل والترابط الاقتصاديان في العالم اليوم إلى مستوى لم يسبق لهم مثيل. ونتيجة لذلك، لا يمكن للاقتصاد المعولم أن يعمل لصالح الجميع دون وجود تضامن وتعاون دوليين. وقد سلّطت الأضواء على ذلك بفعل الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي عقيبت انهيار مؤسسات مالية كبيرة، كما أكدت هذه الأزمة الحاجة إلى استحداث نُهج بشأن الأشكال الجديدة للتعاون العالمي. وقد قامت مجموعة العشرين، التي أصبحت محفلاً رائداً للتعاون الاقتصادي الدولي، بالتنسيق الناجح للاستجابة السياسية العاجلة للأزمة، أو "الكساد الكبير" كما يطلق عليها الآن. وكان التيسير المنسق لضوابط السياسة النقدية من جانب المصارف المركزية الرئيسية بمثابة الخطوة الأولى فقام معظم أعضاء مجموعة العشرين بإطلاق حزم كبيرة للحفز المالي وكذلك برامج للدعم الطارئ ترمي إلى استعادة الاستقرار المالي. وقد أدى التأثير الإجمالي لهذه التدابير إلى وقف التهاوي الاقتصادي وإلى أن يكسب واضعو السياسات جولة أولى هامة في مكافحة الأزمة. بيد أنه على الرغم من إجراء مناقشات مكثفة، لم يُحرز سوى تقدم ضئيل، إن أُحرز أصلاً، في المجالات الرئيسية التي تهم أيضاً مجموعة العشرين. وهذه المجالات تشمل تنظيم الأوضاع المالية بغية التمكن، في جملة أمور، من معالجة المشاكل المتصلة بأمولة أسواق كثير من السلع الأساسية الأولية، بل تشمل، وهو أمر أهم حتى مما سبق، إصلاح النظام النقدي الدولي من أجل كبح التدفقات الرأسمالية القصيرة الأجل المتقلبة التي لا تدفعها في المقام الأول سوى المضاربة في أسعار العملات.

وفي الوقت نفسه، دخل الانتعاش الاقتصادي العالمي مرحلة جديدة تتسم بالهشاشة بسبب عدم ضمان إيجاد نمو منطلق ذاتياً عن طريق الإنفاق الخاص والعمالة الخاصة، ولا سيما في البلدان المتقدمة. فبلدان كثيرة من هذه البلدان قد حولت اتجاه سياساتها المالية من الحفز إلى تقليص النفقات، الأمر الذي يُحتمل أن يؤدي إلى حدوث ركود مطوّل أو يؤدي حتى إلى تقلص اقتصاداتها. ونظراً إلى عدم تحقيق نمو في العمالة والأجور في أوروبا واليابان والولايات المتحدة، ينبغي أن ترمي سياسات هذه البلدان إلى الحفز المستمر لاقتصاداتها بدلاً من محاولة "استعادة ثقة الأسواق المالية" عن طريق خفض الإنفاق الحكومي خفضاً سابقاً لأوانه. والخطر العالمي الرئيسي المطروح هو أن الأجور والدخول الإجمالية قد لا تزداد

بدرجة تكفي لدعم عملية نمو مستدامة ومتوازنة عالمياً ترتكز على الطلب المحلي. وهذا يشير إلى أن خطر حدوث تضخم أعلى نتيجة لأسعار السلع الأساسية الآخذة في الارتفاع هو خطر صغير جداً. فقلة قليلة جداً فقط من البلدان لديها نمو قوي وحركية مفرطة في الأجور هي التي تواجه مخاطر التضخم.

وقد ساعد انتعاش أسعار السلع الأساسية للبلدان النامية على الحفاظ على زخم النمو لديها، ولكن هذه الأسعار عرضة لتقلبات كبيرة نظراً إلى تأثيرها القوي بأنشطة المضاربة من جانب المشاركين في السوق المدفوعين باعتبارات مالية بحتة. ورغم أن النمو في عدد من البلدان النامية الكبيرة قد أصبح يعتمد على عوامل محركة محلية أكثر من اعتماده على الصادرات، فإنه ما زال ضعيفاً أمام التطورات المعاكسة في النظام المالي الدولي. فهذه البلدان عرضة بوجه خاص لتدفقات رأسمالية قصيرة الأجل تميل إلى ممارسة ضغط على عملاتها لرفع قيمتها والإضرار بصناعاتها التصديرية. وهكذا، تواجه البلدان النامية مخاطر هبوط كبيرة وينبغي أن تهدف إلى الحفاظ على أوضاع مستقرة على مستوى الاقتصاد الكلي محلياً وإلى احتواء أوجه الاختلال الخارجية. ومع تقدم هذه البلدان على مسارات التنمية الناجحة، فإنها تحتاج إلى إسماع أصواتها بشكل أفضل في المناقشات العالمية المتعلقة بوضع تصميم جديد للنظام النقدي والمالي الدولي.

وما زال الاقتصاد العالمي يكافح للتعافي من أسوأ كساد حدث منذ الكساد العظيم. وقد نجحت سياسات شجاعة منسقة عالمياً ومصممة لمواجهة التقلبات الدورية في إنقاذ الاقتصادات من الوقوع في هاوية الانهيار. ومع ذلك فليس بمقدور واضعي السياسات تضييع الفرصة المتاحة لإعادة توجيه السياسات والمؤسسات بصورة أكثر جذرية. فالتنظيم الصارم للقطاع المالي، بتوجيهه بدرجة أكبر نحو الاستثمار في رأس المال الثابت، يشكل مفتاح تحقيق استقرار أكبر للاقتصاد العالمي وإعادة وضع هذا الاقتصاد على مسار النمو المستدام. وهذا يتطلب زيادة الترابط بين النظام التجاري المتعدد الأطراف والنظام النقدي الدولي. وتوجد على الصعيدين الوطني والإقليمي مبررات قوية لإعادة توجيه السياسة المالية على نحو يأخذ في الحسبان متطلبات وضع الاقتصاد الكلي الإجمالي بدلاً من التركيز بصورة حصرية على تحقيق التوازن في الميزانيات أو على تحقيق أرقام مستهدفة جامدة بشأن العجز العام. بيد أنه ما لم يُعكس الاتجاه الراهن المتعلق بتوقعات الدخل المتناقص للأسرة المعيشية المتوسطة وما لم تحدث عودة إلى السياسات التي تؤكد على أهمية نمو الدخل الإجمالي باعتباره أساس التنمية المستدامة والمتوازنة في البلدان الغنية والفقيرة على السواء، فإن جميع المحاولات الأخرى الرامية إلى استعادة زخم النمو ستكون بلا جدوى.

تباطؤ انتعاش الاقتصاد العالمي، مع وجود مخاطر هبوط قوية

ظلت وتيرة الانتعاش العالمية تتباطأ في عام ٢٠١١. ومن المتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي بنسبة ٣,١ في المائة، عقب زيادة قدرها ٣,٩ في المائة في عام ٢٠١٠. وفي كثير من البلدان المتقدمة، قد يكون التباطؤ أكثر حدة خلال العام نتيجة للسياسات الحكومية الهادفة إلى خفض العجز العام في الميزانية أو العجز في الحساب الجاري. وفي معظم البلدان النامية، ما زالت ديناميات النمو أقوى بكثير وهي مدفوعة في المقام الأول بالطلب المحلي.

ونظراً إلى أن ردود الفعل التلقائية الأولية من دورات المخزون وبرامج الحفز المالي قد اختفت تدريجياً منذ أواسط عام ٢٠١٠، فإنها كشفت عن وجود ضعف جوهري في عملية الانتعاش في الاقتصادات المتقدمة. فالطلب الخاص وحده ليس من القوة بما يكفي للحفاظ على زخم الانتعاش؛ كما أن الاستهلاك المحلي ما زال ضعيفاً بسبب استمرار البطالة المرتفعة والنمو البطيء أو الراكد في الأحرور. وعلاوة على ذلك، ما زالت مديونية الأسر المعيشية في العديد من البلدان مرتفعة، وتُحجم المصارف عن تقديم تمويل جديد. وفي ظل هذا الوضع، فإن التحوّل نحو تشديد الضوابط المالية والنقدية قد يحمل معه خطر إطالة فترة النمو المتواضع، إن لم يكن الانكماش المباشر، في الاقتصادات المتقدمة.

وفي الولايات المتحدة، ظل الانتعاش يتعثر إذ تتسم وتيرة النمو بأنها أدنى مما يلزم لمواجهة البطالة على نحو ناجح. بل إن الجولة الثانية من التيسير الكمي قد أخطقت في أن تُترجم إلى زيادة تقديم الائتمان إلى الأنشطة الاقتصادية المحلية، بالنظر إلى أن الطلب المحلي قد ظل هابطاً بسبب الركود في الأحرور والعمالة. ومع ضيق المجال المتاح لزيادة تخفيض أسعار الفائدة - بالنظر إلى أنها توجد بالفعل عند مستويات منخفضة تاريخياً - ومع التخلي من حزم الحفز المالي يكون من غير المحتمل بدرجة كبيرة العودة سريعاً إلى مسار نمو مرضٍ. وفي اليابان، تأخر الانتعاش بفعل تأثير اختلالات لم يسبق لها مثيل في سلسلة التوريد وفي الطاقة بسبب الزلزال الضخم وموجات المدّ البحري الضخمة (توسونامي) اللذين حدثا في آذار/مارس. وفي الاتحاد الأوروبي، يرجح أن يبقى النمو أدنى من ٢ في المائة في عام ٢٠١١، مع وجود تباينات يُعتد بها فيما بين البلدان الأعضاء. ففي ألمانيا، أدى انتعاش الصادرات (وخاصة إلى آسيا) والاستثمار، إلى جانب النفقات العامة الآخذة في الارتفاع، إلى حدوث زيادة قوية في النشاط الاقتصادي في عام ٢٠١٠ وأوائل عام ٢٠١١، ولكن الدخل الإجمالي ما زال ضعيفاً جداً شأنه في ذلك شأن الطلب المحلي، كما هي الحال في الاقتصادات المتقدمة الأخرى.

ومع عدم حل أزمة اليورو، وإعادة ظهور التوتر الشديد في أسواق الديون في الربع الثاني من عام ٢٠١١ واحتمال انتشار تدابير التقشف في أوروبا، يوجد خطر مرتفع في أن تظل منطقة اليورو تعمل ككبايح كبير للانتعاش العالمي. وقد تتحقق نتائج عكسية سيئة بفعل تدابير التقشف، باعتبارها الوسيلة الرئيسية للتصدي لأزمة منطقة اليورو دون مراعاة لنمو الطلب المحلي الإقليمي. وتخوض البلدان التي حلت بها الأزمة في منطقة اليورو مخاضاً عسيراً في ظل أوضاع معاكسة إلى أقصى حد. فهي تحتاج إلى أسعار فائدة منخفضة وإلى انتعاش النمو، ولكن بدلا من ذلك تتسم ديناميات النمو لديها بأنها ضعيفة وأسعار الفائدة السوقية على الدين العام بأنها مرتفعة بشكل مفرط.

اعتمد النمو السريع نسبياً في البلدان النامية على الطلب المحلي بدرجة أكبر

يحتمل أن تظل معدلات النمو في البلدان النامية أعلى بكثير - عند نسبة ٦,٥ في المائة تقريباً - منها في البلدان المتقدمة. وفي كثير من البلدان النامية، ظل الطلب المحلي يقود النمو أكثر من قيادة الصادرات له. وتعيّن على اقتصادات السوق الناشئة (مثل البرازيل وتركيا وجنوب أفريقيا والهند، ضمن الأعضاء في مجموعة العشرين) أن تتعامل مع التحدي الرئيسي المتمثل في تدفقات رؤوس الأموال القصيرة الأجل التي تجتذبها أسعار الفائدة الأعلى التي تعكس وجود معدلات تضخم أعلى أو سياسات نقدية متشددة. وظلت هذه التدفقات المتجهة إلى الداخل تمارس ضغطاً هائلاً في اتجاه رفع قيمة عملاتها المحلية، وتميل إلى إضعاف قطاعاتها التصديرية وتميل إلى توسيع نطاق العجز في حسابها الجاري. وفي البرازيل، تدخل المصرف المركزي بشدة في سوق العملات ولكنه قام أيضاً في الوقت نفسه بزيادة سعر الفائدة المقرر في السياسات زيادة أكبر، حتى مع أن هذا السعر كان فعلاً ما زال عند مستوى مرتفع للغاية من حيث القيمة الحقيقية، وجرى تشديد الموقف المالي. وصدر رد فعل مماثل عن المصرف المركزي للاتحاد الروسي.

وقد ظل التوسع قوياً في جميع المناطق النامية، باستثناء شمال أفريقيا وبعض البلدان في غربي آسيا حيث أثر الاضطراب السياسي تأثيراً معاكساً على الاستثمار والسياحة ومن ثم أيضاً على النمو. وما زالت مناطق شرق آسيا وجنوب آسيا وجنوب شرقي آسيا تسجل أعلى معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، على الرغم من وجود اتجاه نحو حدوث بعض التباطؤ، وهو ما يعكس آثار سلاسل التوريد من اليابان وتشديد الشروط النقدية وضعف الطلب في بعض أسواق التصدير الرئيسية، ولا سيما اليابان والولايات المتحدة. وفي الصين،

هبط إسهام الصادرات الصافية في نمو الناتج المحلي الإجمالي، ويشكّل الاستثمار الثابت والاستهلاك الخاص الآن العاملين الرئيسيين للنمو. كما أن نمو الأجور في الصين عنصر هام في خفض اعتماد الاقتصاد الصيني على الصادرات، وهكذا فإن المشاركة الكاملة من جانب العمال في مكاسب الإنتاجية في البلد تسهم على نحو فعال في إعادة التوازن للطلب العالمي.

وفي أمريكا اللاتينية والكاربي، ما زال التوسع قوياً. وبينما يتباطأ الاقتصاد البرازيلي، فمن المرجح أن تشهد الأرجنتين ومعظم البلدان الأندية سنة قياسية أخرى من النمو السريع. وفي المكسيك ومعظم الاقتصادات الصغيرة في أمريكا الوسطى والكاربي، سيكون النمو أكثر تواضعاً بكثير وهو ما يرجع بصورة رئيسية إلى اعتمادها على التصدير إلى الولايات المتحدة. ومن المحتمل أن تظل أفريقيا الواقعة جنوب الصحراء الكبرى تحقق نمواً بنفس الوتيرة السريعة التي شهدتها في عام ٢٠١٠. ونتيجة للمكاسب المتحققة في معدلات التبادل التجاري، ينتظر أن يؤدي الاستثمار في الهياكل الأساسية هو والسياسات المالية التوسعية إلى تعزيز النمو الاقتصادي في المنطقة الفرعية، كما أن التنمية السريعة لقطاع الخدمات ستتيح مزيداً من الزخم. بيد أن معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في أفريقيا الواقعة في جنوب الصحراء الكبرى من غير المحتمل أن تسهم في الحد من الفقر على نحو يُعتد به في المستقبل القريب نظراً إلى أن التحسينات الاقتصادية كثيراً ما لا تعود بالفائدة على السكان كافة.

وفي الاقتصادات الانتقالية، فرغم أن من غير المحتمل أن تكون معدلات النمو معادلة لمعدل النمو المتوسط للبلدان النامية، فإنها قد عادت إلى اتجاهها القائم قبل الأزمة، وينتظر أن تنمو بمعدل أسرع بكثير من مثيلتها في البلدان المتقدمة.

انتعاش التجارة الدولية وتقلب الأسعار في أسواق السلع الأساسية

انتعشت التجارة الدولية في السلع والخدمات على السواء انتعاشاً حاداً في عام ٢٠١٠، بعد أن كانت قد سجلت أشد انخفاض لها منذ الحرب العالمية الثانية. ومن المتوقع أن يعود في عام ٢٠١١ حجم التجارة الدولية إلى معدل نمو مكون من رقم واحد بالمقارنة مع ١٤ في المائة في عام ٢٠١٠، وخاصة في الاقتصادات المتقدمة. وقد انتعشت أسعار السلع الأساسية في وقت مبكر جداً من الدورة وظلت تشهد تقلباً مرتفعاً يرجع بدرجة كبيرة إلى زيادة وجود المستثمرين الماليين في أسواق السلع الأساسية.

وعلى الرغم من أن رقم الأونكتاد القياسي لأسعار السلع الغذائية في شباط/فبراير ٢٠١١ قد تجاوز المستويات التي تم بلوغها أثناء الأزمة الغذائية للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨، يبدو أن حالة الأمن الغذائي أقل خطراً مما كانت عليه في ذلك الوقت، بسبب أسعار الأرز المنخفضة نسبياً وبسبب الغلة الطيبة لمحاصيل الحبوب في أفريقيا في عام ٢٠١٠. وعلاوة على ذلك، امتنعت معظم البلدان المصدرة للأغذية عن فرض قيود التصدير التي كانت عاملاً هاماً في أزمة الأغذية للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨. وعلى الرغم من ذلك، يمكن أن يكون للارتفاع في أسعار الأغذية للفترة ٢٠١٠-٢٠١١ تأثير شديد على الأمن الغذائي الذي تفاقم وضعه بسبب خطر المجاعة في شرق أفريقيا. وهذا الارتفاع يزيد مرة أخرى من الفقر المدقع نظراً إلى أن فاتورة استيراد الأغذية لدى البلدان المنخفضة الدخل وذات العجز في الأغذية يتوقع أن تزداد بنسبة ٢٧ في المائة في عام ٢٠١١. ولذلك يلزم اتخاذ تدابير حكومية للتخفيف من تأثير ذلك على أفقر الناس.

وإلى حد ما، تسهم بالفعل أسعار السلع الأساسية الآخذة في الارتفاع في تباطؤ النشاط الإجمالي في البلدان المستهلكة نظراً إلى أن الأسعار المرتفعة تخفض القوة الشرائية في الوقت الذي تنضمر فيه دخول الأسر المعيشية بفعل البطالة المرتفعة والبطء في نمو الأجور وعملية خفض مستوى الديون، وخاصة في البلدان المتقدمة. وإذا أدت أسعار السلع الأساسية الأعلى إلى انتشار واسع النطاق لتشديد السياسة النقدية على نطاق العالم، فإن ذلك يمكن أن يصبح تهديداً رئيسياً للانتعاش. وعلى سبيل المثال، ما زال المصرف المركزي الأوروبي يسبني توجهه على التضخم الملت للخطر وقد بدأ في تشديد السياسة النقدية منذ نيسان/أبريل ٢٠١١. بيد أنه بالنظر إلى الركود الضخم في سوق العمل في الولايات المتحدة وأوروبا حيث تنمو بالكاد الأجور الاسمية، فإن احتمال أن تؤدي أسعار السلع الأساسية الأعلى إلى حدوث دوامة تضخمية هو احتمال ضئيل. وهكذا لا تكون السياسة النقدية التقييدية هي التدبير المناسب في مواجهة أسعار السلع الأساسية المرتفعة التي حدثت في المقام الأول نتيجة لعوامل تتصل في معظمها بالصدمات في جانب العرض وتأثير الأسواق المالية.

وبالمثل، ففي اقتصادات السوق الناشئة، فإن التضخم الملت للخطر لا يرجع إلى التسارع المفرط للنشاط الاقتصادي بقدر ما يرجع إلى أن أسعار الأغذية والطاقة لها وزن أكبر بكثير في الأرقام القياسية للمستهلكين المتعلقة بالبلدان الأفقر بالمقارنة مع البلدان المتقدمة. وفي ظل هذه الظروف، فإن التشديد النقدي في ظل عدم التسارع المفرط للنشاط الاقتصادي يبدو وكأنه في غير موضعه إلى حد كبير، بالنظر إلى أن آثار الجولة الثانية ظلت محدودة في معظم الحالات.

النمو البطيء في الأجور يعرّض الانتعاش للخطر

دخل الأجور هو المحرك الرئيسي للطلب المحلي في اقتصادات السوق المتقدمة والناشئة. ولذلك فلا بد من نمو الأجور لتحقيق الانتعاش والنمو المستدام. بيد أن فرص أن يساهم نمو الأجور إسهاماً كبيراً في تحقيق الانتعاش أو في أن يفضي إليه هي فرص ضئيلة في معظم البلدان المتقدمة. والأسوأ من ذلك هو أنه بالإضافة إلى المخاطر المتأصلة في تصحيح الأوضاع المالية قبل الأوان، يوجد في كثير من البلدان خطر شديد يتمثل في احتمال زيادة حدة الضغط التنزيلي على الأجور وهو ما من شأنه أن يزيد من خفض الإنفاق على الاستهلاك الخاص. وقد اتسم الانتعاش في كثير من الاقتصادات النامية واقتصادات السوق الناشئة، وخاصة الصين، بأنه مدفوع بالأجور الآخذة في الارتفاع وبالتحويلات الاجتماعية، مع توسع مصاحب في الطلب المحلي. بيد أنه بالنظر إلى أن البلدان المتقدمة ما زالت جهات هامة تقصدها الصادرات، فإن النمو الضعيف في هذه الأسواق، بالاقتران مع الضغوط التي تدفع قيمة عملات البلدان النامية إلى أعلى، يطرح خطر ممارسة ضغوط من أجل التقليل النسبي للأجور في البلدان النامية كذلك.

ونمو الأجور الذي يُفصّر عن مستوى نمو الإنتاجية معناه أن الطلب المحلي ينمو بمعدل أبطأ من معدل نمو العرض المحتمل. ويمكن بصورة مؤقتة سد الفجوة الناشئة وذلك بالاعتماد على الطلب الخارجي أو بحفز الطلب المحلي عن طريق تيسير تقديم الائتمان ورفع أسعار الأصول. وقد أظهرت الأزمة العالمية أن أيًا من هذين الحلين ليس له مقومات البقاء. فقيام كثير من البلدان في آن واحد بانتهاج استراتيجيات النمو الذي تقوده الصادرات يعني حدوث سباق نحو القاع فيما يتعلق بالأجور ووجود نزعة انكماشية. وعلاوة على ذلك، فإذا نجح أحد البلدان في تحقيق فائض تجاري، فإن هذا يعني أنه ستحدث عجوزات تجارية في بلدان أخرى، مما يتسبب في حدوث اختلالات في التجارة ونشوء مديونية خارجية. أما إذا كان الإنفاق المفرط مدفوعاً بالائتمان الميسر وارتفاع أسعار الأصول، كما هي الحال في الولايات المتحدة قبل الأزمة، فإن الفقاعة الناتجة عن ذلك ستفجر في لحظة ما بما تنطوي عليه من آثار خطيرة على الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي على السواء. ولذلك فمن المهم اتخاذ تدابير لوقف وعكس الاتجاهات التي لا يمكن تحملها في توزيع الدخل.

الحجج المؤيدة لاتباع سياسة بشأن الدخل

بالنظر إلى أهمية الاستهلاك لدعم الطلب العالمي، يمكن أن يكون للسياسات المتعلقة بالدخل في أكبر الاقتصادات إسهام يعتد به في تحقيق توسع متوازن، ولا سيما في الوقت الذي

ما زال فيه الانتعاش العالمي هشاً. وأحد العناصر التي لا بد منها في هذه السياسة هو تعديل الأجر الحقيقية بما يتمشى مع الإنتاجية، لكي يرتفع الاستهلاك المحلي تمشياً مع العرض. وهذا سيكون من شأنه أيضاً المساعدة على منع حدوث زيادة في تكاليف العمل للوحدة الواحدة مما يُبقي على المصدر المحلي الرئيسي للتضخم تحت السيطرة. ويمكن عندئذ للسياسة النقدية أن تقلل تركيزها على استقرار الأسعار وأن تولي اهتماماً أكبر لضمان إيجاد تمويل منخفض التكلفة للاستثمار في الطاقة الإنتاجية الحقيقية، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى إيجاد فرص عمل جديدة. وأفضل عامل لتثبيت التوقعات المتعلقة بالتضخم هو رفع الأجر بمعدل يتطابق تقريباً مع معدل نمو الإنتاجية على أن يكمل ذلك بمعدل مستهدف للتضخم.

والمشاكل الراهنة في منطقة اليورو قد جاءت إلى حد كبير نتيجة للزيادات المتباعدة في الأجر في الدول الأعضاء. فمنذ إنشاء منطقة اليورو، ارتفعت الأجر بمعدل أسرع من معدل ارتفاع الإنتاجية وأسرع من الرقم الرسمي المستهدف للتضخم الذي حدده المصرف المركزي الأوروبي وذلك في بعض الدول الأعضاء، وبدرجة أقل بكثير في دول أخرى، مما تسبب في حدوث تحولات كبيرة في القدرة التنافسية. وعلى عكس اقتصادات السوق الناشئة التي مرت بأوضاع أزمة مماثلة في الماضي، فإن تلك البلدان في منطقة اليورو التي فقدت القدرة التنافسية وتواجه الآن مشاكل خطيرة في مجال الديون ليس لديها الخيار الذي يسمح لها بتخفيض قيمة عملاتها. ولذلك فبالإضافة إلى تحويلات الدخل، يتمثل أحد الأجزاء الحاسمة الأهمية من الحل في اتباع سياسة صريحة مؤداها زيادة الأجر في بلدان الفائض، وخاصة في ألمانيا، بغية الحد من مشاكل هبوط القدرة التنافسية في البلدان الأكثر تضرراً بالأزمة.

"حركة كينيزية" وجيزة

بعد سنوات طويلة من الدعوات إلى تقليص دور الدولة في الإدارة الاقتصادية، قامت حكومات كثيرة في اقتصادات السوق المتقدمة والناشئة على السواء بإطلاق حزم تثبيت كبيرة ترمي إلى استعادة الطلب الكلي وتدخلت هذه الحكومات في إنقاذ القطاع المالي. وكثيراً ما كان يُنظر، قبل الأزمة، إلى السياسات المالية التوسعية على أنها عديمة الفعالية على أساس أن أي زيادة في العجز لدى القطاع العام سيعوّض عنها بتعديل نزولي ملازم في الإنفاق الخاص. ولكن بالنظر إلى أن تأثير السياسة النقدية كان محدوداً خلال الأزمة، فإن الاهتمام التقليدي بتوازن الميزانية أو بالمستهدفات المالية القصيرة الأجل قد جرى تجاهله، وأصبح يُنظر إلى الحكومات مرة أخرى على أنها "جهات الملاذ الأخير للشراء والاقتراض".

بيد أن التطورات الأخيرة في السياسة المالية والنقدية في كثير من الاقتصادات إلى جانب التوصيات الصادرة عن مؤسسات دولية كبرى مثل صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، تشير إلى أن الاعتراف بالحاجة إلى الحفز المالي أثناء الأزمة لم يُتبع بإعادة تفكير أعمق في مبادئ سياسة الاقتصاد الكلي. وفي عام ٢٠١١، قامت حكومات كثيرة مرة أخرى بتحويل اتجاه سياستها العامة عن التوسع المالي إلى التشدد المالي، وتعززت حكومات أخرى القيام بذلك. ويتسم ذلك بأهمية خاصة بالنظر إلى أن القطاع الخاص، في معظم الاقتصادات المتقدمة التي تأثرت بالأزمة المالية تأثراً شديداً، لم يتم بعد عملية خفض مستوى المديونية والتي وفقاً لها تحاول الجهات الفاعلة غير المالية خفض مديونيتها وتحاول المصارف استعادة نسب رأس المال لديها. وفي عملية الانكماش المرتبطة بالدين هذه، حتى إذا كان لعملية التيسير النقدي وأسعار الفائدة المصرفية المنخفضة أن تستمر، فإنه لا يمكن توقع أن يكون لهما أثر حافز كبير.

والذين يؤيدون التشدد المالي يسوقون حجة مفادها أنه لا غنى عن استعادة ثقة الأسواق المالية، الأمر الذي يُنظر إليه على أنه مفتاح للانتعاش الاقتصادي. وهذا على الرغم من الاعتراف العالمي تقريباً بأن الأزمة قد جاءت نتيجة لفشل الأسواق المالية في المقام الأول. وهو يشير إلى أنه لم يُتعلّم سوى التزمير اليسير من مسألة إيلاء ثقة مفرطة في آراء المشاركين في الأسواق المالية. بما في ذلك وكالات التصنيف الائتماني، بشأن الوضع الاقتصادي الكلي ومدى ملائمة السياسات الاقتصادية الكلية. وفي ضوء السلوك غير المسؤول من جانب كثير من الجهات الفاعلة الخاصة في الأسواق المالية في المرحلة التي سبقت الأزمة، والتدخل الحكومي الباهظ التكلفة الرامي إلى منع انهيار النظام المالي، يصبح من المثير للاستغراب أن جزءاً كبيراً من الرأي العام وكثيراً من واضعي السياسات يقومون مرة أخرى بوضع ثقتهم في المؤسسات نفسها لإصدار أحكام بشأن ما يشكل إدارة سليمة للاقتصاد الكلي وما يشكل مالية عامة سليمة.

التأثير المالي القوي للأزمة

لم يأت الدَّين العام المتنامي كنتيجة لسياسات مالية غير حكيمة. فقبل الأزمة، في الفترة بين عام ٢٠٠٢ وعامي ٢٠٠٧-٢٠٠٨، تحسنت الموازين المالية تحسناً يُعتد به على نطاق عالمي، وهو ما تحقق بصورة رئيسية كنتيجة لزيادات قوية في الإيرادات العامة من حيث الأرقام المطلقة وكنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. وقد جاء ذلك كنتيجة فرعية للتعجيل بنمو الإنتاج على أساس قاعدة عريضة كما أنه حدث، في كثير من البلدان المصدرة للسلع الأساسية الأولية، كنتيجة أيضاً لانتعاش الأسعار في الأسواق الدولية للسلع الأساسية. وبالإضافة إلى ذلك، حدث انخفاض واسع الانتشار في نصيب مدفوعات الفائدة المصرفية في

الإنفاق العام، وهو ما يرجع بدرجة كبيرة إلى انخفاض أسعار الفائدة المصرفية الحقيقية. ومن ثم كان لدى كثير من البلدان حيز مالي كبير عند وقوع الأزمة.

وقد تسببت الأزمة في حدوث تدهور يعتد به في حسابات القطاع العام بالنظر إلى مفعول عوامل التثبيت التلقائية التي أدت إلى خفض الإيرادات وزيادة الإنفاق وإطلاق حزم حفز مالي، لم يسبق لكثير منها مثيل من حيث الحجم. وفي كثير من البلدان النامية، تأثرت الحسابات المالية تأثراً قوياً أيضاً بحدوث هبوط حاد في أسعار السلع الأساسية وارتفاع فروق أسعار الفائدة على الدين العام. وكان تدهور الموازين المالية في العديد من البلدان المتقدمة انعكاساً لعمليات الإنفاذ العامة للمؤسسات المالية المعتلة وهو ما انطوى إلى حد كبير على تحويل الديون الخاصة إلى دين عام. وفي عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩، ازداد في جميع المناطق الإنفاق الحكومي كنصيب من الناتج المحلي الإجمالي، بينما هبطت الإيرادات الحكومية. وكان هذا الهبوط حاداً بصورة خاصة في اقتصادات أفريقيا وغربي آسيا والاقتصادات الانتقالية التي تعتمد بشدة على حصائل تصدير السلع الأساسية الأولية للحصول على إيراداتها المالية، بينما كان أكثر اعتدالاً في معظم اقتصادات شرق آسيا وجنوب آسيا وأمريكا اللاتينية.

وفي البلدان المتقدمة، كانت تدابير الحفز المالي القوية حاسمة الأهمية بوجه خاص لموازنة الطلب الخاص المتقلص بشكل حاد، بالنظر إلى أنه حتى التدابير النقدية التوسعية بشكل مفرط لم تكن فعالة بوجه خاص في بيئة تتسم بالخفض الهائل لمستوى المديونية من جانب القطاع الخاص. ونفذت الولايات المتحدة حزمة حفز مالي كبيرة، من حيث القيمة الإسمية وكنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، تلتها في ذلك اليابان وألمانيا. وفي البلدان المتقدمة، فإن نسبة ٤٠ في المائة تقريباً من الحفز المالي المعلن عنه قد اتخذت شكل تخفيضات في الضرائب. وفي عدة اقتصادات نامية واقتصادات انتقالية، فإن حجم حزم الحفز المالي كنصيب من الناتج المحلي الإجمالي قد تجاوز مثيله لدى الاقتصادات المتقدمة، وكان التأكيد على زيادة الإنفاق أكبر بكثير من التأكيد على تخفيضات الضرائب.

وقد أدت السياسات المصممة لمواجهة التقلبات الدورية هي والكساد إلى حدوث طفرة مفاجئة في نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في البلدان المتقدمة. فيحلول نهاية عام ٢٠١٠، ارتفعت هذه النسبة إلى أكثر فعلاً من ٦٠ في المائة متجاوزة بذلك مستوى الذروة السابق لعام ١٩٩٨. وفي الاقتصادات النامية واقتصادات السوق الناشئة لم ترد هذه النسبة إلا زيادة معتدلة عقب حدوث انخفاض حاد في السنوات السابقة، بحيث أنها الآن أدنى بكثير من مثيلتها لدى البلدان المتقدمة. بيد أنه توجد تباينات كبيرة فيما بين البلدان النامية، كما أن عدداً من بلدان الدخل المتوسط ما زال يعيش محنة ديون.

الحيز المالي ليس متغيراً ساكناً

بالنظر إلى أن العجوزات الراهنة في الميزانية وأرصدة الدين العام قد ارتفعت ارتفاعاً حاداً في العديد من البلدان، يوجد تصور واسع الانتشار مفاده أن الحيز المتاح للحفز المالي المستمر قد استُنفد بالفعل، أو سيُستنفد عما قريب - ولا سيما في البلدان المتقدمة. كما يوجد أيضاً تصور مفاده أن نسب الديون في عدد من البلدان إما قد وصلت إلى مستوى تصبح بعده الملاءة المالية في خطر، أو أنها قد اقتربت من هذا المستوى.

بيد أن الحيز المالي هو إلى حد كبير متغير ذو منشأ داخلي. ومن شأن اتباع سياسة مالية استباقية أن يؤثر على التوازن المالي بفعل تغيير الوضع الاقتصادي الكلي عن طريق تأثيره على دخول القطاع الخاص والضرائب المحصلة من هذه الدخول. ومن منظور اقتصادي كلي دينامي، يمكن للسياسة المالية التوسعية الملائمة أن تدعم الطلب عندما يكون الطلب الخاص قد أصيب بالشلل بسبب عدم التيقن من توقعات الدخل مستقبلاً وبسبب عدم رغبة المستهلكين والمستثمرين الخاصين في تحمل الديون أو بسبب عدم قدرتهم على ذلك.

وفي ظل هذا الوضع، يكون من غير المحتمل أن تنجح سياسة مالية تقييدية تهدف إلى دعم الميزانية أو خفض الدين العام، وذلك لأن الاقتصاد الوطني لا يعمل بالطريقة نفسها التي تعمل بها شركة فردية أو أسرة معيشية فردية. فقد تكون الشركة أو الأسرة قادرة على زيادة المدخرات عن طريق خفض الإنفاق لأن هذا الخفض لا يؤثر على إيراداتها. بيد أن التقشف المالي، بسبب تأثيره السلبي على الدخل الكلي وعلى قاعدة الضريبة، يؤدي إلى خفض الإيرادات المالية ومن ثم يعوق تصحيح الأوضاع المالية. ونظراً إلى أن من الصعب تعديل الإنفاق الجاري (بسبب أنه يتكون بصورة رئيسية من الأجور وبرامج الاستحقاقات)، فإن التقشف المالي عادةً ما ينطوي على تخفيضات كبيرة في الاستثمارات العامة. وقد يؤدي هذا التخفيض في الإنفاق العام المعزز للنمو إلى حدوث انخفاض في القيمة الحالية للإيرادات الحكومية المستقبلية يكون أكبر من الوفورات المالية المتحصل عليها عن طريق التقشف. ويمكن أن تكون النتيجة هي حدوث تحسن في التدفقات النقدية الحالية للحكومة، ولكن تكون له آثار سلبية على الاستدامة المالية وعلى تحمل الديون في الأجل الطويل. وعلاوة على ذلك، فإن جعل تحقيق ميزانيات متوازنة أو دين عام منخفض غاية في حد ذاتهما يمكن أن يعود بالضرر على تحقيق الأهداف الأخرى للسياسة الاقتصادية، ألا وهي العمالة المرتفعة وتوزيع الدخل على نحو مقبول اجتماعياً.

وكان الإخفاق في وضع هذه الآثار الدينامية في الاعتبار هو الذي أدى إلى تحقّق نتائج مخيبة للآمال في حالة كثير من البلدان التي نفذت تدابير تشدد مالي كجزء من البرامج

المدعومة من صندوق النقد الدولي خلال التسعينات من القرن العشرين وخلال العقد الأول من القرن الحادي والعشرين. وفي البلدان التي كان يتوقع أن يؤدي فيها التشدد المالي إلى خفض العجز في الميزانية، أصبح هذا العجز في الواقع أسوأ، بقدر كبير في كثير من الحالات، بسبب انخفاض الناتج المحلي الإجمالي. ففي إندونيسيا في أواخر التسعينات من القرن العشرين، على سبيل المثال، كان يتوقع أن يكون معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ٥ في المائة ولكن في واقع الأمر تقلص الإنتاج بنسبة ١٣ في المائة؛ وفي تايلند، بدلاً من النسبة المتوقعة لنمو الناتج المحلي الإجمالي وهي ٣,٥ في المائة حدث انكماش بنسبة ١٠,٥ في المائة. وحدثت تجارب مماثلة لبلدان أخرى. والسبب فيما يبدو أنه كان إساءة حساب منهجية أدت "على نحو لا يمكن تجنبه إلى سوء الأداء المالي"، على حد وصف مكتب التقييم المستقل بصندوق النقد الدولي، كان هو الافتراضات المفرطة في التفاؤل حول "تدفق" الاستثمار الخاص بكثرة إلى الداخل.

ويوجد جانب آخر من جوانب الحيز المالي كثيراً ما يجري إهماله هو أن الطريقة التي يُنفق بها القطاع العام ويحجب بها الضرائب ليست محايدة؛ فالتغيرات التي تدخل على الأنواع المختلفة من الإيرادات أو النفقات تولّد نتائج مختلفة على مستوى الاقتصاد الكلي. ومن حيث المبدأ، يوجد ميل إلى أن يكون إجراء زيادة في الإنفاق على الهياكل الأساسية أو في التحويلات الاجتماعية أو الإعانات أمراً أكثر فعالية لحفز الاقتصاد من إجراء تخفيضات في الضرائب، لأنه يؤدي مباشرة إلى زيادة المشتريات والطلب. ومن الناحية الأخرى، فإن الدخول المتاحة للتصرف فيها المتأتمية من مدفوعات الضرائب المخفّضة يحتمل أن لا يجري إنفاقها إلا جزئياً. ويصدق هذا بصورة خاصة عندما يكون القطاع الخاص مديناً بدرجة مرتفعة بالنظر إلى أنه سيستخدم عندئذٍ جزءاً من العوائد الضريبية لتسديد الديون المستحقة بدلاً من استخدامه في الاستهلاك والاستثمار. أما زيادة الإنفاق الاجتماعي بغية دعم فئات الدخل المنخفض فيبدو أنه طريقة رشيدة للنهوض بالانتعاش بالنظر إلى أنه يحول دون هبوط استهلاك هذه الفئات أثناء الأزمة ويحول دون زيادة الفقر. وإذا كانت التخفيضات الضريبية هي الأداة المفضلة، فإن إجراء تخفيضات في ضرائب المبيعات والقيمة المضافة فضلاً عن تخفيضات ضرائب الدخل في حالة فئات الدخل الأدنى التي توجد لديها نزعة أعلى إلى الإنفاق هي أمور أكثر فعالية بصورة عامة في زيادة الطلب من تخفيضات الضرائب المفروضة على فئات الدخل الأعلى.

محددات الدين العام

من الواضح أن نسب الدين العام المرتفعة والمتصاعدة تشكل قلقاً سياسياً مشروعاً ولكن من الصعب تعريفها، شأنها في ذلك شأن الحيز المالي والعجز العام وحدود الدين، بالنظر

إلى أن لها علاقات متبادلة قوية مع متغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى. ولذلك فإن أي محاولة لتحديد مستوى حرج للدين "الذي يمكن تحمله" هو مهمة صعبة. وينبغي أن تؤخذ في الحسبان في السياسات الاقتصادية واستراتيجيات الديون لدى الحكومات ظروفها المحددة واحتياجاتها الاجتماعية فضلاً عن علاقاتها الخارجية.

وتشير الأدلة التجريبية إلى أنه حتى وإن كانت العجوزات المالية والدين العام يشكلان نصيباً مرتفعاً نسبياً من الناتج المحلي الإجمالي في بعض أجزاء العالم اليوم - ولا سيما في بعض البلدان المتقدمة - فإنها في كثير من البلدان ليست كبيرة بالمعايير التاريخية. وعلاوة على ذلك، فما يهم من وجهة نظر القدرة على تحمل الدين العام ليس هو المجموع المطلق لحجم الديون بل العلاقة بين هذا المجموع وبعض المتغيرات الرئيسية الأخرى. وتشتمل هذه المتغيرات، بالإضافة إلى التوازن المالي الرئيسي، على متوسط سعر الفائدة المصرفية الذي يتعين دفعه بخصوص الديون غير المسددة، ومعدل نمو الاقتصاد وسعر الصرف. ويؤثر هذا الأخير تأثيراً قوياً ليس فقط على القيمة المحلية للديون المقومة بالعملة الأجنبية ولكن أيضاً على الطلب على السلع المنتجة محلياً.

ولذلك فإن أوضاع الدين العام التي لا يمكن تحملها لا تكون دائماً نتيجة لسياسات مالية توسعية - أو غير مسؤولة. فقد وجد أن العجوزات الرئيسية الناجمة عن السياسات المالية المتروكة للسلطة التقديرية تسهم في زيادة نسب الديون أقل من إسهامها في إبطاء نمو الناتج المحلي الإجمالي (أو في حدوث نمو سلبى لهذا الناتج) وفي الأزمات المصرفية والنقدية. وعلى العكس من ذلك، فحتى لو كانت الميزانيات الحكومية في حالة عجز رئيسي، فإن نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي يمكن تخفيضها، شريطة أن يكون سعر الفائدة المصرفية الاسمي على الدين العام أدنى من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. وهكذا، تؤدي السياسة النقدية دوراً هاماً في تحديد القدرة على تحمل الدين العام. بيد أن البلدان التي لديها ديون مقومة بعملة أجنبية، أو التي ليست لها سيطرة على سياستها النقدية الخاصة بها، قد تشهد طفرات مفاجئة في تكاليف الاقتراض أثناء الأزمات الاقتصادية وذلك فقط عندما تكون قدرتها على الدفع محدودة. وفي البلدان النامية، تشير الأدلة التجريبية إلى أن الجهود الانكماشية لم تكن ناجحة بشكل بارز وإلى أن القدرة على تحمل الديون قد تحققت عادة عن طريق تشجيع زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

وينبغي أن تعتمد الاستجابة للأزمة على السبب في حدوثها. فإذا نشأت الأزمة عن انفجار فقاعة تتعلق بالأصول، تكون الاستجابة الأكثر عقلانية هي الإصلاح المالي بل والنيقوض تماماً من التقشف المالي، أي السياسات المصممة لمواجهة التقلبات الدورية والرامية

إلى استيعاب ما يقوم به القطاع الخاص من خفض مستوى المديونية بغية خفض الركود الاقتصادي الكلي الناشئ عن انكماش الأصول. وإذا نشأت الأزمة عن التعرض المفرط لضغوط الدائنين الأجانب وعن ارتفاع قيمة العملة المحلية بشكل مفرط، ربما تكون الاستجابة المناسبة على الصعيد الوطني هي تحسين هيكل الديون، فضلاً عن الأخذ بسياسات تهدف إلى تجنب حالات سوء تعادل سعر الصرف الحقيقي وإلى فرض ضوابط على تدفقات رؤوس الأموال الداخلة.

أدت إزالة القيود التنظيمية المالية إلى فتح الباب أمام المخاطرة المفرطة

جاءت الزيادة الحادة الأخيرة في عجوزات القطاع العام وفي المديونية العامة نتيجة لأزمة خطيرة في النظام المالي عقب موجة من التحرير المالي قادتها ما يطلق عليها الاقتصادات "الأجلو سكسونية". ولذلك فمن المفارقات إلى حد ما أن الجهات المالية التي تسببت في الأزمة قد أصبحت هي الحكم في مدى ملاءمة السياسات العامة المعتمدة لاحتواء الضرر المترتب على الأزمة. وقد ارتكز التحرير المالي هو وإزالة القيود التنظيمية على إيمان واسع الانتشار بالكفاءة الأكبر لقوى السوق وقد أدت إلى إنشاء صكوك مالية معقدة على نحو متزايد. وجاءت إزالة القيود التنظيمية في جانب منها كاستجابة للضغط الممارس من جانب القوى التنافسية في القطاع المالي كما كانت أيضاً جزءاً من اتجاه معمم نحو تقليل التدخل الحكومي في الاقتصاد. وقد أدت الصكوك المالية الجديدة والتحرير المستمر في النظام المالي إلى السماح لأنشطة المضاربة بالتوسع على نحو يُعتد به بحيث أصبحت المقامرة سمة هامة، وأحياناً مهيمنة، من سمات الأنشطة المالية. وأصبح ذلك مصدراً لعدم الاستقرار في كثير من الاقتصادات بل، وفي الواقع، لعدم الاستقرار في النظام الاقتصادي الدولي بأسره. وعلى النقيض من ذلك، فمن الصعب العثور على أي صكوك مالية جديدة تكون قد أسهمت في زيادة كفاءة الوساطة المالية لصالح الاستثمار الطويل الأجل في الطاقة الإنتاجية الحقيقية.

بل وعندما أسهمت إزالة القيود التنظيمية المالية هي وتحرير الحساب الجاري عن وقوع عدد متزايد من الأزمات المالية في البلدان المتقدمة والبلدان النامية على السواء، أدى الاعتقاد القوي بأن الأسواق هي أفضل حكم في مسألة تخصيص عوامل الإنتاج بكفاءة إلى أن يواصل واضعو السياسات عملية إزالة القيود التنظيمية المالية. وقد تطلب الأمر وقوع الأزمة المالية العالمية للإجبار أخيراً على إجراء مناقشة جادة بشأن ضرورة إجراء إصلاحات جوهرية بغية منع وقوع أزمات مماثلة في المستقبل. وأدى توافق الآراء الواسع النطاق على أن إزالة

القيود التنظيمية كانت هي أحد العوامل الرئيسية التي قادت إلى وقوع الأزمة المالية والاقتصادية العالمية إلى توجيه نداءات من أجل تعزيز تنظيم الأوضاع المالية والإشراف عليها.

الأسواق هامة، ولكن الأسواق المالية تعمل بطريقة مختلفة

لا تعمل الأسواق المالية بنفس الطريقة التي تعمل بها الأسواق النمطية للسلع والخدمات. فبينما يُعنى أصحاب المشاريع المشاركون في أسواق السلع بإنشاء أصول حقيقية جديدة تنطوي على إمكانات تحسن الإنتاجية وزيادة جميع الدخول في المستقبل، فإن المشاركين في الأسواق المالية يُعنون في المقام الأول بالاستخدام الفعال لمزايا المعلومات المتعلقة بالأصول القائمة فعلاً. وفي أسواق السلع، يركز اكتشاف الأسعار على المعلومات المتأتية من مجموعة متعددة من الجهات المستقلة التي تعمل وفقاً لتفضيلات كل منها كما أن فرص تحقيق الربح تنشأ عن إجراءات ريادة فردية تستند إلى معلومات ظرفية خاصة لدى المشاركين في السوق. وعلى النقيض من ذلك ففي الأسواق المالية، ولا سيما أسواق الأصول التي تدخل ضمن فئة المخاطر العريضة نفسها (مثل رأس المال السهمي، وعملات الأسواق الناشئة، وفي وقت أحدث السلع الأساسية ومشتقاتها)، فإن اكتشاف السعر يركز على معلومات تتصل بقلّة من الأحداث التي يمكن مراقبتها بصورة عامة أو يركز حتى على نماذج رياضية تستخدم بصورة رئيسية معلومات مستمدة من الماضي - وليس معلومات حالية فقط - من أجل وضع تنبؤات بالأسعار.

والعيب المميت في عمل الأسواق المالية يكمن في أن أكثر الأنشطة ربحية كثيراً ما تكون مستمدة من سلوك القطيع (أي مجاراة التيار لبعض الوقت ثم سحب الاستثمار قبيل قيام باقي الحشد بعمل ذلك). والتصرف ضد الأغلبية، حتى وإن كانت تبرره المعلومات الدقيقة المتعلقة بالأمر الجوهرية، قد يسفر عن تحقيق خسائر كبيرة. وهكذا فعندما "يكتشف" المشاركون في السوق أن اتجاهات الأسعار في الأسواق المختلفة تتيح الفرصة لـ "الاختيار الدينامي" (أي الاستثمار في احتمال استمرار الاتجاه القائم)، ويقوم الجميع بالمقاومة على ذات النتيجة، مثل ارتفاع أسعار العقارات أو رأس المال السهمي أو أصول أخرى بالنظر إلى أن المعلومات نفسها متاحة لجميع المشاركين في السوق، يوجد اتجاه قوي لاتباع سلوك القطيع. ونتيجة لذلك، يتطلب "القطيع" أن تحرك قوة السوق هذه الأسعار في الاتجاه المرغوب.

وهذا هو السبب في أن الأسعار في الأسواق المالية والأسواق "المُؤمّلة" تميل أحياناً إلى تجاوز الحدود مما يفسح المجال أمام نشوء أسعار خاطئة لفترات ممتدة من الزمن. وبسبب هيمنة سلوك القطيع على مسرح الأحداث، فلا يوجد مشارك واحد يتساءل عما إذا كانت

المعلومات الأساسية صحيحة أو يمكن أن تكون ذات صلة رشيدة بالأحداث والتطورات في الاقتصاد الحقيقي. وقد لوحظت هذه الظاهرة ليس فقط في أسواق الأوراق المالية وأسواق المشتقات المالية، ولكن أيضاً في أسواق العملات وأسواق السلع الأساسية الآجلة. وهكذا فإن الأسواق المالية أنفسها قد أوجدت معظم المخاطر التي لا يمكن التنبؤ بها والتي أدت إلى انهيار هذه الأسواق في الأزمات المالية. فعدم التيقن بشأن القيم المناسبة للأصول المصرفية أثناء هذه الفترات يمكن أن يصبح مرتفعاً إلى حد أنه لا يمكن لأي اشتراطات مالية أو سيولة عازلة أن تمتص الصدمة التالية، بحيث يتعين على الحكومات أن تتدخل باستخدام حزم إنقاذ.

لا بد من إعادة تنظيم الأسواق المالية

على امتداد التاريخ المصرفي البالغ نحو ١٥٠ عاماً، ظهر اتفاق ضمني مفاده قيام الحكومات، أو المصارف المركزية باعتبارها "مقرض الملاذ الأخير"، بتقديم الدعم الضروري لمنع انهيار آحاد المؤسسات المالية والنظام ككل. وفي مقابل ذلك، جرى إخضاع هذه المؤسسات للتنظيم والإشراف الحكوميين. وظل يوجد دائماً خطراً مؤداه أن الأحداث التي يشهدها الاقتصاد الحقيقي، مثل فشل جهة مدينة كبيرة أو حدوث كساد معمم، يمكن أن تولد صعوبات في القطاع المالي. وقد أصبح ذلك واضحاً بشكل بارز أثناء الكساد العظيم في ثلاثينات القرن العشرين، والتي حدثت نتيجة لها أن أضفى الطابع المؤسسي على مهام مقرض الملاذ الأخير، إلى جانب التأمين على الإيداعات بهدف منع التكاليف على سحب الودائع من المصارف.

بيد أنه مع الاتجاه نحو إزالة القيود التنظيمية من النظام المالي على امتداد العقود الثلاثة الأخيرة، عكس الوضع القائم: فقد أصبح القطاع المالي اليوم على نحو متزايد مصدراً لعدم الاستقرار الحقيقي. وفي الوقت نفسه، أصبح الدعم الرسمي لهذا القطاع أكثر تواتراً وبنطوي على حفن مبالغ أكبر باستمرار من الأموال العامة. وقد أزيلت القيود التنظيمية عن الأسواق المالية على الرغم من حالات الإخفاق المتكرر لهذه الأسواق. ولذلك، فمن أجل حماية القطاع الحقيقي للاقتصاد من الآثار التبعية السلبية التي تتولد داخلياً في السوق المالية نفسها، يلزم الأخذ بدرجة كبيرة من إعادة تنظيم الأوضاع المالية رسمياً يكون من شأنها إيجاد توازن ملائم بين الحماية الحكومية للقطاع المالي والتنظيم الحكومي للمؤسسات المالية.

ونظراً إلى أن الأسواق المالية لا تحظى إلا بفهم قليل، فإن إحدى القضايا التي لم تُحل هي بنحس التقدير المنهجي للمخاطر التي تنشأ عندما يتحرك جميع المشاركين في جزء معين من السوق المالية في الاتجاه نفسه بفعل سلوك القطيع. ويمكن أن يسفر ذلك عما يسمى بـ "المخاطر الشاذة" التي وإن كانت تحدث نادراً جداً، فإنه يمكن أن تكون آثارها مأساوية عند حدوثها

فعالاً. إذ لا يمكن تحقيق الاستقرار في الأسواق إلا إذا لم يعد لديها القدرة على تحريك الأسعار في الاتجاه الخاطئ أو في جعل القيمة المعقولة تتجاوز حدودها بعامش واسع. وهكذا، فإن التدخل المنهجي من جانب الحكومات ينبغي أن يصبح أداة مشروعة لتصحيح إخفاقات السوق.

وسمحت أيضاً عملية إزالة القيود التنظيمية من الأسواق المالية بزيادة تركيز الأنشطة المصرفية في عدد صغير من المؤسسات الكبيرة جداً، وبحدوث تحول في التمويل المصرفي من الاعتماد على الودائع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على أسواق رؤوس الأموال، ومن الإقراض إلى التداول. وعلاوة على ذلك فإنها قد مهدت الطريق أمام استحداث "نظام مالي مواز لا يخضع إلى حد بعيد للقواعد التنظيمية، وخاصة في الاقتصادات المتقدمة. وبحلول أوائل عام ٢٠٠٨، كانت خصوم هذا النظام قرابة ضعف خصوم القطاع المصرفي التقليدي. وقد قامت المصارف، باستيعابها كثيراً من شركات التمويل المنشأة حديثاً أو صناديق الأسواق النقدية، أو بإنشاء شركاتها وصناديقها تحت مظلة الشركات المصرفية القابضة، بإسناد جزء كبير من مهام الوساطة الائتمانية التي تقوم بها إلى شركات مرتبطة بها في النظام الموازي. ومارست بعض أجزاء هذا النظام (مثلاً صناديق الأسواق النقدية) نفس الدور الذي تمارسه المصارف دون أن تخضع تقريباً لأي لوائح تنظيمية، وظل حجم أنشطة هذه المجموعات يُدعم دائماً بقدر ضئيل جداً من رؤوس الأموال.

وقد نبغ جزء كبير من المخاطر التنظيمية في النظام المالي من المؤسسات المالية الهامة بصورة منهجية. والمقترحات التي طُرحت لمعالجة هذه المشكلة المتعلقة بكون "المؤسسة أكبر من أن يُسمح لها بالفشل" قد ركزت حتى الآن على متطلبات تتعلق برأس مال إضافي وعلسى تحسين الإشراف بدلاً من تركيزها على إعادة الهيكلة. والنهج الأكثر شمولاً ينبغي أن يتضمن أيضاً إجراءً خاصاً للحل في حالة الأزمات، ينبغي ألا يلقي عبئاً على الموارد الحكومية، وفرض حدود قصوى على الحجم يمكن أن تكون مطلقة أو نسبية بالقياس إلى الناتج المحلي الإجمالي.

في اتجاه إعادة هيكلة النظام المصرفي

بالنظر إلى أن مشكلة إساءة التسعير هي سمة تنظيمية من سمات الأسواق المالية، فإن عملية التنظيم ينبغي أن تركز على النظام وليس على السلوك داخل النظام بغية ضمان قيام النظام ككل بخدمة الاستثمار المنتج الحقيقي والنمو في الاقتصاد الحقيقي خدمة أفضل. وإيجاد فصل واضح بين مؤسسات قبول الودائع والمؤسسات التي تعمل في أنشطة مصرفية استثمارية يمكن أن يساعد على الحيلولة دون إقدام المصارف التجارية على المقامرة. وسيكون من شأن ذلك خفض حجم المؤسسات المصرفية وزيادة تنوعها. ويمكن للمصارف المملوكة ملكية

عامة أن تؤدي دوراً أهم ليس فقط لأغراض تمويل التنمية ولكن أيضاً كعنصر من عناصر التنوع والاستقرار. وقد اتضح أن هذه الأنواع من المصارف أكثر تكيفاً أثناء الأزمات وقد قامت جزئياً بالتعويض عن الانكماش الائتماني في النظام الخاص والذي حدث بسبب الأزمة الأخيرة. وهي تستطيع أيضاً أن تساعد على الترويج للمنافسة في الأوضاع التي تتسم بمياكل مصرفية خاصة تمارس احتكار القلة.

وبالنظر إلى أن الأزمة المالية الأخيرة قد وُلدت في القطاع المالي الخاص، فإن كثيراً من الحجج التي سبقت مراراً على مدى العقود القليلة الماضية ضد المصارف المملوكة ملكية عامة قد فقدت مزيداً من المصداقية. فعند وقوع الأزمة، لم يكن بمقدور المصارف الكبيرة في أوروبا والولايات المتحدة البقاء إلا لأنها استفادت من أموال وضمانات عامة. وفي حين أن المؤسسات الخاصة والأفراد قد تمتعوا أثناء فترة الرواج بأرباح ومنح كبيرة فإن الحكومات - أو دافعي الضرائب - قد اضطروا إلى تحمل خطر هبوط الأوضاع أثناء فترات التراجع. ولذلك فإن الحجة القائلة بأن المصارف المملوكة ملكية عامة هي وحدها التي تتمتع بميزة عن طريق إمكانية حصولها على موارد عامة قد ثبت أنها حجة خاطئة. وعلاوة على ذلك، فكون هذه المؤسسات كيانات عامة هو أمر يقلل من الحافز لديها على المشاركة في سلوك القطيع والتعرض المفرط للمخاطر وزيادة الإيرادات إلى أقصى حد.

المضاربة المالية المتنامية في أسواق السلع الأساسية الأولية

شهدت أسعار السلع الأساسية تقلباً كبيراً على مدى العقد الماضي. وكان رواج أسعار السلع الأساسية فيما بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٨ هو أبرز رواج من نوعه طوال عدة عقود من حيث الحجم والمدة والاتساع. وكان الانخفاض اللاحق في الأسعار عقب نشوب الأزمة العالمية الراهنة في أواسط عام ٢٠٠٨ أمراً جديراً بالملاحظة من حيث حدته ومن حيث عدد السلع الأساسية المتأثرة. ومنذ أواسط عام ٢٠٠٩، ولا سيما منذ صيف عام ٢٠١٠، ظلت أسعار السلع الأساسية في العالم ترتفع مرة أخرى، وإن كان قد توقف هذا الارتفاع بعض الشيء في النصف الأول من عام ٢٠١١.

ويعتبر بعض المراقبين التغييرات ذات القاعدة الواسعة في العلاقات الأساسية بين العرض والطلب هي العوامل المحركة الوحيدة لتطور أسعار السلع الأساسي في الآونة الأخيرة. بيد أن التحليلات تؤيد على نحو متزايد الرأي القائل بأن هذه التقلبات قد تأثرت أيضاً بالمشاركة المتزايدة من جانب المستثمرين الماليين في الاتجار بالسلع الأساسية بدوافع مالية محضة - وهي ظاهرة كثيراً ما يشار إليها على أنها "أمولة الاتجار بالسلع الأساسية".

وبينما يسلّم عموماً بأن مشاركة الجهات الفاعلة المالية في أسواق السلع الأساسية هي سمة عادية من سمات السوق، فإن إحدى المسائل الحاسمة الأهمية هي حجم التدفقات المالية وأن هذه الجهات تدفع الأسعار بعيداً عن الاعتبارات الأساسية و/أو تزيد من تقلبية هذه الأسعار. وبصورة عامة، يمكن أن تكون مشاركة هذه الجهات الفاعلة مفيدة اقتصادياً عن طريق جعل الأسواق ذات عمق أكبر والمساعدة على تلبية احتياجات التحوط لدى المستعملين التجاريين وخفض تكاليف التحوط التي يتحملونها، ولكن سلوك القطيع الذي يأخذون به يحو هذه المزايا. ولا يقوم المستثمرون المليون، مثل صناديق المؤشرات السلعية، بتعزيز السيولة في الأسواق والتي يكون من شأنها إضفاء التنوع على هذه الأسواق؛ بل يتبع معظمهم الاستراتيجية نفسها عن طريق الاستمرار طويلاً في التمسك بالعقيدة القوية التي مفادها أن الأسعار في هذه الأسواق ستواصل الارتفاع في المستقبل المنظور. وقد تسببت هذه الأمولة لأسواق السلع الأساسية في أن تتعب هذه الأسواق ليس المنطق الذي تقوم عليه سوق نمطية للسلع بقدر ما تتعب منطق الأسواق المالية التي كثيراً ما يسود فيها سلوك القطيع.

ويمكن أن يكون اتباع سلوك القطيع في أسواق السلع الأساسية غير متسم بالرشد، بالاستناد إلى ما يمكن تسميته بـ "الإشارات الزائفة" مثل المعلومات المتصلة بأسواق الأصول الأخرى واستخدام استراتيجيات اتجار غير مرنة، بما في ذلك الاستثمار الزمخي أو استراتيجيات التغذية المرتدة الإيجابية. فهذه الاستراتيجيات تفترض أن تطورات الأسعار في الماضي تحمل في ثناياها معلومات بشأن تحركات الأسعار في المستقبل، مما يؤدي مثلاً إلى تعقب الاتجاهات. وهذا يسفر عن الشراء بعد ارتفاع الأسعار والبيع بعد انخفاضها، بصرف النظر عن أي تغييرات في الأمور الأساسية.

ولكن سلوك القطيع يمكن أيضاً أن يكون سلوكاً رشداً بالكامل. فسلوك القطيع المستند إلى المعلومات، على سبيل المثال، يشير إلى المحاكاة عندما يعتقد التجار أنهم يستطيعون استشفاف المعلومات عن طريق ملاحظة سلوك الفاعلين الآخرين. وبعبارة أخرى، يتقارب المستثمرون في سلوكهم لأنهم يجهلون إشارات المعلومات الخاصة لديهم. واتخاذ المواقف بالاستناد فقط إلى الإجراءات السابقة التي قام الأشخاص الآخرون يؤدي إلى تغييرات في الأسعار دون تقديم أي معلومات جديدة في السوق. ويؤدي تتابع هذه الإجراءات إلى حدوث أثر كرة الثلج مما سيؤدي في خاتمة المطاف إلى فقاعات في أسعار الأصول تدم نفسها بنفسها. ومن المرجح أن يحدث سلوك القطيع في مجال المعلومات في الأسواق غير الشفافة نسبياً، مثل الاتجار في السلع الأساسية.

التحركات المترابطة بشأن أسواق الأسهم وأسواق السلع الأساسية وأسواق العملات

إن تحديد المدى الذي يؤثر في حدوده الاستثمار المالي على مستوى وتقلب أسعار السلع الأساسية هو أمر معضل بسبب الشفافية المحدودة ومستوى التجزئ الذي تتسم به البيانات الموجودة. بيد أنه توجد أدلة، تدعم الرأي القائل بأن المستثمرين الماليين قد أثروا على ديناميات الأسعار في الأجل القصير. ويتعلق أحد هذه الأدلة بدور التغييرات المثيرة في المراكز المالية في سوق النفط في الفترة ما بين شباط/فبراير وأيار/مايو ٢٠١١. ويتصل دليل آخر بالعلاقات الارتباطية القوية بين تحركات أسعار السلع الأساسية والتطورات المتعلقة بأسواق الأسهم والعملات، التي من المعروف أنها تعرضت للمضاربة.

وتُظهر المقارنة بين تطورات أسعار السلع الأساسية وتطورات أسعار الأسهم على مدى دورات نشاط أعمال شتى أنه قد جرت العادة أن تتحرك هذه الأسعار في اتجاهات متعارضة أثناء الفترات الأولى لدورات نشاط الأعمال السابقة. وعلى النقيض من ذلك، حدث تزامن ملحوظ لتحركات الأسعار هذه في أحدث دورة من هذا القبيل. وهذه الزيادة في التزامن مُستغربة بسبب المستوى المنخفض جداً لاستخدام الطاقات في أعقاب "الكساد العظيم" لعامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩، والذي كان معناه وجود طلب منخفض جداً على السلع الأساسية. وعلى الرغم من ذلك، ازدادت أسعار السلع الأساسية حتى قبل أن يبدأ الانتعاش في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ وظلت هذه الأسعار تتزايد في العامين التاليين، وهو ما يرجع جزئياً إلى الطلب المتصاعد في الاقتصادات الناشئة ولكنه يرجع أيضاً بقدر كبير إلى عمليات مالية محضّة. وبناءً على ذلك صدر رد فعل عن السياسة النقدية بعد ذلك بعامين، حتى وإن كان ما زال يوجد مستوى منخفض جداً من استخدام الطاقات في الاقتصادات المتقدمة. وهذا يشير إلى جانب آخر مثير للقلق من جوانب تأثير الأمولة التي لم تُقدّر حق قدرها حتى الآن، أي قدرتها على إلحاق الضرر بالاقتصاد الحقيقي نتيجة لإرسال رسائل خاطئة بخصوص إدارة الاقتصاد الكلي.

التدابير التي يلزم اتخاذها إزاء عدم استقرار أسعار السلع الأساسية

يلزم اتخاذ تدابير ترمي إلى منع حدوث التأثير السلبي للتطورات المعاكسة المتعلقة بأسعار السلع الأساسية أو إلى التخفيف منه. ومن الضروري في الوقت نفسه ابتكار طرق لتحسين عمل أسواق مشتقات السلع الأساسية بغية تمكين ساحات الاتجار هذه من الوفاء

على نحو أفضل بدورها المتمثل في إرسال إشارات سعرية موثوق بها إلى منتجي السلع الأساسية ومستهلكيها، أو المتمثل في منعها على الأقل من إرسال رسائل خاطئة.

وفي ضوء الدور الحيوي للمعلومات في التطورات المتعلقة بأسعار السلع الأساسية، ينبغي النظر في مجموعة من أربع استجابات على مستوى السياسة العامة ترمي إلى تحسين عمل هذه الأسواق، ولا سيما فيما يتعلق بالسلع الأساسية الغذائية والطاقة. إذ ينبغي أولاً وجود شفافية أكبر في الأسواق المادية عن طريق تقديم معلومات أدق وأنسب من حيث التوقيت بشأن السلع الأساسية، مثل الطاقة الاحتياطية والمخزونات الإجمالية للنقطة والسلع الأساسية الزراعية والمناطق المزروعة والحاصل المتوقعة والمخزونات وتنبؤات الطلب في الأجل القصير. وهذا من شأنه تمكين المشاركين في السوق التجارية من أن يقيموا بسهولة أكبر العلاقات الأساسية بين العرض والطلب في الحاضر والمستقبل. ثانياً، يلزم وجود تدفق أفضل للمعلومات في أسواق مشتقات السلع الأساسية وإمكانية وصول أكبر إلى هذه المعلومات، ولا سيما بخصوص اتخاذ المواقف من جانب الفئات المختلفة من المشاركين في السوق. وهذا من شأنه كذلك تحسين شفافية السوق. وبوجه خاص فإن التدابير الرامية إلى ضمان الوفاء بمتطلبات الإبلاغ فيما يتعلق بالتداول في البورصات الأوروبية، وهي مماثلة للتدابير التي يجري إنفاذها في بورصات الولايات المتحدة، ستؤدي بقدر كبير إلى تحسين شفافية التداول والإثراء عن هجرة اللوائح التنظيمية. ثالثاً، يمكن أن يؤدي فرض ضوابط تنظيمية أكثر صرامة على المشاركين في السوق المالية، مثل فرض حدود قصوى على المراكز المالية، إلى خفض تأثيرات المستثمرين الماليين على أسواق السلع الأساسية. والتعاملات التي تجري بغرض التملك من جانب المؤسسات المالية التي تدخل في صفقات لتغطية المخاطر لصالح عملائها يمكن أن تُحظر بسبب تضارب المصالح. وهذا يتطلب إيجاد التوازن المناسب بين اعتماد لوائح تنظيمية تقييدية بشكل مفرط مما يؤدي إلى إضعاف مهام نقل المخاطر التي تقوم بها بورصات السلع الأساسية واعتماد لوائح تنظيمية مفرطة في التساهل مما يؤدي بالمثل إلى إضعاف المهام الأساسية للبورصات.

رابعاً، يمكن أن يُعهد إلى سلطات الإشراف على الأسواق بولاية التدخل مباشرة في التداول في البورصة على أساس عرضي عن طريق عقود شراء أو عقود بيع مشتقات بغية تجنب حالات انهيار الأسعار أو إزالة فقاعات الأسعار. ويمكن اعتبار هذا التدخل تدبيراً من تدابير الملاذ الأخير يرمي إلى التصدي لحدوث الفقاعات المضاربية في حالة ما إذا كانت الإصلاحات الهادفة إلى تحقيق شفافية أكبر في السوق وزيادة تشديد الضوابط التنظيمية للسوق إما غير موجودة أو ثبت عدم فعاليتها. وفي حين أن معظم الآليات التي تحرك هذه السلطات يمكن أن تكون قائمة على القواعد، ولذلك يمكن التنبؤ بها، فإن التدخل المعني سيتضمن بالضرورة بعض العناصر التقديرية. بيد أنه أُثيرت أحياناً شكوك حول قدرة

السلطات المشرفة على الأسواق أو قدرة الجهات الحكومية على فهم السوق وتتبعها. وهذه الشكوك لا أساس لها من الصحة لأنه لا يوجد سبب يدعو إلى أن يكون فهم هذه السلطات مختلفاً على أي نحو عن فهم المشاركين الآخرين في السوق؛ ففي الأسواق التي تكون عرضة لأن تشهد سلوك القطيع تكون أمام جميع المشاركين إمكانية الوصول إلى معلومات مماثلة. وعلاوة على ذلك، وعلى عكس المشاركين في الأسواق الأخرى، لن يكون لدى سلطة التدخل الحافز للمشاركة في أي شكل من أشكال سلوك القطيع. بل يمكن بالأحرى أن يقطع هذا التدخل تدفقات المعلومات التي يقوم عليها سلوك القطيع عن طريق الإعلان عن الوقت الذي ترى عنده أن الأسعار لا تتفق إطلاقاً مع الاعتبارات الأساسية.

أسعار الصرف أصبحت مقطوعة الصلة بأساسيات الاقتصاد الكلي

ظلت المناقشة الحالية المتعلقة بإصلاح النظام النقدي الدولي تتناول بصورة رئيسية الأعراض الظاهرة وليس المشاكل الرئيسية. فالزيادة القوية في احتياطات النقد الأجنبي والدور الذي ما زال مهيمناً للدولار وتدفقات رؤوس الأموال القصيرة الأجل المزعجة للاستقرار هي جميعاً ترجع بصورة رئيسية إلى عيوب خطيرة في النظام العالمي لأسعار الصرف. وتخضع أسواق النقد الأجنبي للتأثير المهيمن لسلوك الأسواق المالية وهو سلوك منقطع الصلة بأساسيات الاقتصاد الكلي. وهذا مصدر من مصادر الاحتلالات في الحساب الجاري والتشوهات في التخصيص الدولي لعوامل الإنتاج وعدم التيقن الإضافي الذي يواجه جميع المشاركين في التجارة الدولية.

وحتى بعد انهيار نظام 'بريتون وودز' واعتماد تعويم أسعار الصرف على نطاق واسع الانتشار في عام ١٩٧٣، فإن عملية وضع السياسات الاقتصادية الدولية كثيراً ما افترضت أن الصدمات الحقيقية وليس الصدمات النقدية هي التي ينبغي أن يتصدى لها النظام الدولي بصورة رئيسية. بيد أنه قد أصبح من الواضح، بعد عدة عقود من التجارب، أن الصدمات النقدية، وخاصة في نظام يتسم بأسعار الصرف المرنة، هي أكثر مغزى وضرراً بكثير. ففي حين أن التبادل الدولي للسلع والخدمات يخضع لقواعد وضوابط نظام التجارة المتعدد الأطراف، فإن عدم وجود نظام نقدي دولي هو أمر يسمح لأحد البلدان بالاستقلال الذاتي في سياساتها المتعلقة بأسعار الصرف، حتى عندما يكون لهذه السياسات تأثيرات معاكسة على الاقتصاد العالمي عن طريق التسبب في حدوث انتعاشات وتأزمات مالية وتشوهات في التجارة الدولية.

وتطورات أسعار الصرف التي تحيد عن التطورات التي يكون لها ما يبررها بالاستناد إلى الأساسيات هي تطورات يمكن أن تُعزى إلى عاملين رئيسيين هما: إما وجود اختلافات يُعتد بها فيما بين البلدان من حيث تطور تكاليف العمل للوحدة الواحدة في سياق نظام لا تكون فيه أسعار الصرف الإسمية مرنة بما فيه الكفاية، أو وجود تدفقات مفرطة من رؤوس الأموال القصيرة الأجل المتجهة إلى الداخل والتي تؤدي إلى رفع قيمة العملة في حالة وجود سعر صرف اسمي يتسم بمرونة مفرطة. وفي ظل وضع تتباين فيه تكاليف العمل للوحدة الواحدة فيما بين البلدان، بسبب وجود اختلافات في نمو الأجر بالنسبة إلى الإنتاجية، تكون تعديلات أسعار الصرف ضرورية لمنع حدوث اختلافات تجارية ناشئة عن حدوث تحول في القدرة التنافسية فيما بين البلدان. وليست جميع اختلافات الحساب الجاري مردها إلى سوء التعادل بين أسعار الصرف. بيد أن انحرافات سعر الصرف الحقيقي عن الأساسيات الاقتصادية، ولا سيما عندما تستمر على امتداد فترات طويلة من الزمن، لها تأثير رئيسي على القدرة التنافسية للمنتجين، وخصوصاً المصنّعين في أي بلد، ومن ثم على نمط التجارة الدولية وموازن التجارة.

ومن الناحية الأخرى، فإن انحرافات أسعار الصرف عما يكون مبرراً بحكم الأساسيات الاقتصادية يمكن أيضاً أن ينشأ عن تأثير تدفقات رؤوس الأموال الخاصة القصيرة الأجل التي تحتجها الفروق الموجبة في أسعار الصرف. وفي هذه الحالات يرتفع سعر صرف البلد الذي لديه معدلات فائدة أعلى - وهو ما يعكس وجود معدل تضخم أعلى أو سياسة نقدية متشددة - على الرغم من أن أوضاع الاقتصاد الكلي تتطلب خفض قيمة العملة. ومتى ضاق نطاق الفارق الأساسي في أسعار الفائدة أو متى اختفى تماماً، أو متى حدث حالة أزمة، فإن الارتفاع السابق في قيمة العملة يُتبع عادة بتخفيض قيمة العملة بما يتجاوز الحدود وهو ما لا يتمشى مرة أخرى مع الأساسيات.

إعادة تصميم نظام أسعار الصرف

في ظل النظام الحالي، حاولت فرادى البلدان إيجاد حلول مؤقتة وواقعية للمشاكل المتعلقة بالمغالاة أو البخس في تحديد قيمة العملة. ويتمثل أحد الحلول في التدخل الانفرادي في أسواق النقد، حتى على أساس يومي؛ كما يتمثل حل آخر في فرض رقابة على رؤوس الأموال أو فرض ضرائب على أموال المضاربة. وجميع هذه التدابير لها ما يبررها في بيئة ما زال يوجد فيها اعتقاد بأن "السوق" قادرة من حيث المبدأ، على إيجاد أسعار الصرف الملائمة. بيد أنها لا تحل أكثر المشاكل إلحاحاً، ألا وهي تطبيق "الحتمية القطعية" للتبادل الدولي عن طريق إيجاد القيمة الدولية لعملة بلد ما التي يمكن أن يقبلها جميع شركائه التجاريين.

ويتعين أن يكفل التصميم الأفضل للنظام العالمي لأسعار الصرف أن الجهات الفاعلة المالية الخاصة، التي كثيراً ما يكون سلوكها مدفوعاً باعتبارات مضاربية محضه وبسلوك القطيع، لا تمارس تأثيراً مفرطاً على تحديد أسعار الصرف ومن ثم على القدرة التنافسية للمنتجين من البلدان المختلفة في التجارة الدولية. ويتعين أن تتخذ الحكومات والمصارف المركزية المبادرة عن طريق تحديد أرقام مستهدفة لأسعار الصرف وضمان أن تكون حالات الخروج عن هذه الأرقام عند الحد الأدنى ومؤقتة.

ويتعين في نظام إدارة أسعار الصرف الذي يساعد على منع حدوث تشوهات في التجارة ويعمل كمصدر للاستقرار أن يشمل قواعد تحقق ما يلي: (أ) درجة كافية من استقرار سعر الصرف الحقيقي (وهو أشمل مقياس للقدرة التنافسية) بغية تدعيم التجارة الدولية وتيسير صنع القرار بشأن الاستثمار الثابت في قطاع المنتجات القابلة للتداول، و(ب) درجة كافية من المرونة في سعر الصرف لمواءمة الاختلافات في تطور أسعار الفائدة فيما بين البلدان.

التعويم المدار على أساس القواعد والرامي إلى كبح المضاربة

يمكن تحقيق استقرار أكبر لسعر الصرف الحقيقي عن طريق إيجاد نظام للتعويم يُدار على أساس القواعد. ومن حيث المبدأ، يمكن اعتبار مثل هذا النظام نسخة دينامية من نظام 'بريتون وودز' الذي قام على أساس قاعدة أسعار الصرف الإسمية الثابتة ولكن القابلة للتعديل. ويكون الهدف من النظام المعني، شأنه في ذلك شأن نظام 'بريتون وودز'، هو تجنب الاختلالات الأساسية في موازين المدفوعات؛ ولكنه على العكس من النظام الأخير، يعتمد على إجراء تعديلات مستمرة لسعر الصرف الاسمي على امتداد مسار يرتكز على تعادل القوة الشرائية أو تعادل أسعار الفائدة المكشوفة. ومن أجل تحقيق استقرار أكبر لسعر الصرف الحقيقي، يتعين تعديل سعر الصرف الاسمي تبعاً للاختلافات في تطور أسعار المستهلكين أو تكاليف العمل للوحدة الواحدة في الحالة الأولى أو تبعاً للاختلافات في أسعار الفائدة القصيرة الأجل في الحالة الثانية.

ومن شأن إدارة أسعار الصرف على أساس هذا النظام إزالة الحوافز التي تدفع إلى المضاربة عن طريق مراجعة عائدات القروض. وهكذا، ستختفي تحركات رؤوس الأموال القصيرة الأجل التي ليس لها ما يربطها بالتجارة أو الاستثمار الحقيقي، ولكن يكون الباعث عليها كلية هو توقعات الأرباح المتحققة عن طريق الاستفادة من فوارق أسعار الفائدة فيما بين العملات ثم ارتفاع قيمة سعر الصرف للعملة المستهدفة في وقت لاحق.

وعلى المدى المتوسط، فإن استراتيجية التعويم المدار المرتكزة على قاعدة تعادل أسعار الفائدة المكشوفة، لا تختلف كثيراً عن استراتيجية تُحدد أرقاماً مستهدفة لسعر الصرف بالاستناد إلى مسار يقوم على تعادل القوة الشرائية. ففي حالة النظام القائم على تعادل أسعار الفائدة المكشوفة، ينخفض سعر الصرف الاسمي عندما يرتفع الفارق الموجب في سعر الفائدة، مما يلغي أي مكسب يمكن الحصول عليه من الفارق في أسعار الفائدة. وهذا النظام له ميزة التعامل مباشرة مع الأسواق المالية. وهذه الأسواق تتسم بحساسية أكبر تجاه انحرافات تعادل أسعار الفائدة المكشوفة من حساسية أسواق السلع في رد فعلها لجزء انحرافات تعادل القوة الشرائية. ولقاعدة تعادل أسعار الفائدة المكشوفة ميزة أنه يمكن تحديد هذا التعادل بعد إشعار قصير جداً وعلى أساس أسعار الفائدة الرسمية وليس عمليات القياس الإحصائية. بيد أنه قد يكون من الصعب تطبيق هذه القاعدة في أوضاع تتسم بفروق كبيرة جداً في أسعار الفائدة لأن التعديلات المطلوبة لسعر الصرف الاسمي ستسبب زيادات يُعتد بها في أسعار الواردات وارتفاعاً حاداً في قيمة الديون الخاصة والعملة المقومة بالعملة المحلية. وفي هذه الحالة، قد يكون تطبيق قاعدة تعادل القوة الشرائية بالاستناد إلى تكلفة العمل للوحدة الواحدة هو أنسب حل في هذا الصدد. وبموجب هذه القاعدة، تنخفض قيمة سعر الصرف الاسمي بمبلغ يحدد على أساس الفارق في تكاليف العمل للوحدة الواحدة، مما يحد من تأثير القاعدة على القدرة التنافسية الدولية.

ويلزم زيادة مناقشة وتحديد التفاصيل الملموسة لنظام لإدارة أسعار الصرف على أساس القواعد. وسيتم حل مشكلة تحديد سعر الصرف الاسمي في البداية والمدى المسموح به للتغيرات في هذا السعر. وهذا يتطلب القيام ببحث تفصيلي للقوة الشرائية لجميع العملات. ويمكن للبلدان أيضاً أن تتناول سعر الصرف الابتدائي لمثل هذا النظام عن طريق إجراء تعديلات متميزة في سعر التعادل قبل الدخول في استراتيجية التعويم المدار على أساس القواعد.

الحاجة إلى التدخل المتناسق

في ظل نظام تعويم يدار على أساس القواعد وفقاً لهذه الأسس، ستتمتع المصارف المركزية بدرجة من الحرية في تحديد أسعار الفائدة المحلية القصيرة الأجل بما يتماشى مع الأهداف المحلية على مستوى الاقتصاد الكلي. وفي الوقت نفسه، سيتيسر تنفيذ هذا النظام تيسراً كبيراً إذا اعتمدت سياسة مكافحة التضخم اعتماداً رئيسياً على سياسة للدخول تهدف إلى وقف الضغوط التضخمية بدلاً من اعتمادها على سياسة نقدية.

ويمكن إلى حد ما ممارسة التقييم المدار على أساس القواعد باعتباره استراتيجية انفرادية لأسعار الصرف. فإذا واجه أحد البلدان مشكلة تدفقات رؤوس الأموال القصيرة

الأجل التي تولد ضغوطاً تعمل على رفع قيمة عملته، فإنه يمكن تطبيق هذه الاستراتيجية دون حدود كمية ودون أن تنطوي على تكاليف تشغيل يتحملها مصرفها المركزي. بيد أنه عند مواجهة مشكلة التدفقات الخارجة من رؤوس الأموال، توجد حدود على المدى الذي يمكن أن يتدخل المصرف المركزي في إطاره، وهي حدود يقررها مقدار احتياطات النقد الأجنبي لدى المصرف، في ظل عدم وجود دعم مناسب من المؤسسات المالية الدولية. وفي هذه الحالة، فإن التدخل المتناسق من جانب بلد أو أكثر تميل قيمة عملاتها إلى الارتفاع كرد فعل لضغوط البلد الأول التي تعمل على خفض قيمة العملة سيكون ضرورياً لجعل النظام يعمل بفعالية. ولذلك سيكون الحل الأفضل التالي هو تطبيق النظام عن طريق اتفاقات ثنائية أو بوصفه عنصراً رئيسياً من عناصر التعاون النقدي الإقليمي. أما أعظم ميزة للاستقرار المالي الدولي فستنتج عن القيام على الصعيد المتعدد الأطراف بتطبيق قواعد التعويم المدار وذلك كجزء من الإدارة المالية العالمية.

نحو زيادة كفاءة الأسواق السلعية الدولية

يُنْتَظَرُ ألا يكون مبدأ التعويم المدار على أساس القواعد غير مثير للخلافات وإن كان يتعين إعداد الأحكام والتفاصيل الملموسة. ومن شأن هذا المبدأ أن يجعل الأسواق الدولية للسلع والخدمات أكثر كفاءة عن طريق منع الأسواق المالية الدولية من إحداث تشوهات خطيرة في العلاقات التجارية الدولية. ويسلم المبدأ بأن الأسواق المالية لا تعمل بنفس الطريقة التي تعمل بها أسواق السلع، ولذلك فإنها أكثر عرضة لأن تشهد سلوك القطيع الذي يمكن أن يؤدي إلى الإفراط أو البخس في تحديد القيمة المعقولة للعملة. أما الحجة المتواترة التي مفادها أن الحكومات لا تستطيع أن تعرف القيمة الصحيحة للعملة بشكل أفضل من الأسواق فينبغي دحضها على أساس أداء الأسواق المالية التي فشلت باستمرار في إيجاد القيم الصحيحة.

وعلى أية حال فإذا أمكن للنظام أن يتجنب في المقام الأول ارتفاع قيمة العملة نتيجة لتدفقات رؤوس الأموال المضاربية، فإن خطر حدوث هجوم مضاربي يمكن أن يؤدي لاحقاً إلى ضغوط تدفع إلى انخفاض قيمة العملة سيكون أصغر بكثير. وسيؤدي ذلك أيضاً إلى الحد من الحاجة إلى احتفاظ المصارف المركزية باحتياطات لأسباب تحوطية، ومن ثم الحاجة إلى التدخل المتناسق تماماً. ومع ذلك فإذا نشأ مثل هذا الوضع، فإن استخدام فرض الضوابط على رؤوس الأموال كتدبير تكميلي ينبغي أن يكون موضع ترحيب من المجتمع الدولي كخط دفاع آخر بالنظر إلى أن أسعار الصرف القابلة للتنبؤ بها هي على الأقل في مثل أهمية أداء النظام التجاري الدولي لمهامه باعتباره قواعد تجارية متفقاً عليها اتفاقاً متعدد الأطراف.

ولم يكتمل إلى حد بعيد جدول أعمال الإصلاحات المطروح في أعقاب الأزمة المالية العالمية. فقد ظل قدر كبير من التحمس للإصلاح يتقدم ببطء وقد تلاشى الآن. ويوجد خطر حقيقي جداً يتمثل في نشوب أزمات جديدة وهذه الأزمات، في ظل اقتصاد عالمي متكامل بدرجة مرتفعة ومأمول بدرجة مفرطة، لن تقتصر على قطاعات محددة من النظام المالي أو على بلدان أو مناطق محددة. وحتى إذا كانت الأزمة ترجع في منشئها إلى البلدان المتقدمة وأسواقها المالية المعقدة، فإن البلدان النامية واقتصادات السوق الناشئة ستتأثر بها هي الأخرى على النحو الذي يستدل عليه من الأزمة الأخيرة. وقد سلمت مجموعة العشرين بهذه الحقيقة ولكن الأعمال التي تقوم بها هذه المجموعة وحدها ليست كافية. فالاقتصاد العالمي ككل يواجه تحديات خطيرة وجوهرية مثل القضاء على الفقر والانتقال إلى أنماط إنتاج واستهلاك أكثر مراعاة للمناخ. ولمواجهة هذه التحديات بنجاح، يتعين على جميع البلدان الأخرى في العالم أن تشارك عاجلاً أو آجلاً في عملية إيجاد حلول. وهذه الحلول تشمل إيجاد بيئة اقتصاد كلي مستقرة تشجع تحقيق مستوى مناسب من الاستثمار في رأس المال الثابت الذي يلزم لدعم التغيير الهيكلي الضروري. ولذلك فما زال من الضروري جداً أن يتناول المجتمع الدولي ومؤسساته العناصر غير المكتملة في جدول الأعمال العالمي للإصلاحات.

A. Naufal

سوباتشاي بانيتشباكدي
الأمين العام للأونكتاد