

مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

الأونكتاد

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١٥



الأمم المتحدة

تقرير من إعداد
أمانة مؤتمر الأمم
المتحدة للتجارة
والتنمية



مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية
جنيف

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١٥

تقرير من إعداد
أمانة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية



الأمم المتحدة

نيويورك وجنيف، ٢٠١٥

- 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 يُرجى التنويه بذلك، مع الإشارة إلى رقم الوثيقة. كما ينبغي موافاة أمانة الأونكتاد بنسخة من المنشور الذي يتضمن النص المقتبس أو المعاد طبعه.

UNCTAD/TDR/2015

منشورات الأمم المتحدة

حقوق النشر © محفوظة للأمم المتحدة، ٢٠١٥
جميع الحقوق محفوظة

المحتويات

الصفحة

ix	ملاحظات توضيحية
I	عرض عام

الفصل الأول

1	الاتجاهات والتحديات الراهنة في الاقتصاد العالمي
1	ألف - الاتجاهات التي شهدتها الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة
1	1 - النمو العالمي
8	2 - التجارة الدولية
12	باء - التطورات التي شهدتها أسواق السلع الأساسية في الآونة الأخيرة
12	1 - تطور أسعار السلع الأساسية الرئيسية
17	2 - التأثير المستمر للعوامل المالية
18	3 - الأثر والاحتمالات
19	جيم - الركود: مزمّن أم وقتي؟
21	الحواشي
22	المراجع

مرفق الفصل الأول

25	هل زالت الأمولة عن أسواق السلع الأساسية؟
----	--

الفصل الثاني

٣١	.....	الأمولة ومساوئها على صعيد الاقتصاد الكلي
٣١	.....	ألف - مقدمة
٣٢	.....	باء - تحديات توسع السيولة العالمية
٣٢	.....	١- توسعات السيولة قبل وبعد الأزمة
٣٤	.....	٢- ازدياد تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصادات النامية والانتقالية ومخاطرها الإجمالية
٣٦	.....	٣- اندماج مالي متزايد وتدفقات رأسمالية غير مستقرة بشكل متزايد
٣٩	.....	جيم - تكاليف الأمولة على صعيد الاقتصاد الكلي
٣٩	.....	١- آثار الاندماج المالي المنفلت على الأسعار والسياسات
٤٣	.....	٢- التعلم من الماضي: مالية القطاع العام والتنمية الاقتصادية بعد الأزمة المالية
٤٩	.....	٣- الخسائر المحدقة: الموقف المالي والسياسة الكلية والطلب الإجمالي
٥٠	.....	دال - مناقشة ختامية للسياسات
٥٣	.....	الحواشي
٥٥	.....	المراجع

الفصل الثالث

٦١	.....	التحديات البنوية في النظام النقدي الدولي
٦١	.....	ألف - مقدمة
٦٣	.....	باء - النظام النقدي الدولي: التحديات الرئيسية والاستجابات الآخذة في التطور
٦٣	.....	١- معيار الذهب ونظام بريتون وودز
٦٤	.....	٢- حقبة ما بعد بريتون وودز
٦٨	.....	جيم - إصلاح النظام النقدي الدولي
٦٩	.....	١- إنشاء نظام نقدي عالمي جديد
٧٢	.....	٢- إصلاح معيار الدولار
٧٧	.....	٣- تعزيز التعاون على الصعيدين الإقليمي والأقليمي
٨٠	.....	دال - الاستنتاجات وجدول أعمال السياسات العامة: مزايا وعيوب مقترحات الإصلاح الحالية
٨٣	.....	الحواشي
٨٧	.....	المراجع

الفصل الرابع

٩١	إصلاح القواعد التنظيمية المالية بعد الأزمة	٩١
٩١	ألف - مقدمة	٩١
٩٢	باء - الإصلاح المالي والتنظيم الاحترازي بعد الأزمة	٩٢
٩٣	١- اتفاقات بازل الثالثة الجديدة	٩٣
٩٤	٢- الإطار المقترح للمصارف ذات الأهمية البنوية	٩٤
٩٦	٣- الإطار الاحترازي والبلدان النامية	٩٦
٩٨	٤- بعض محاولات تجنيد العمليات المصرفية	٩٨
١٠٠	جيم - صعود نظام مصارف الظل	١٠٠
١٠٠	١- ظهور نظام مصارف الظل وملامحه الرئيسية	١٠٠
١٠١	٢- ما هو حجم نظام مصارف الظل؟	١٠١
١٠٦	٣- المخاطر المرتبطة بمصارف الظل	١٠٦
١٠٧	٤- عدم كفاية الإصلاحات	١٠٧
١٠٨	دال - مسائل أخرى تتسم بالأهمية في التنظيم المالي	١٠٨
١٠٩	١- وكالات تقدير الجدارة الائتمانية: الحاجة لما هو أكثر من مجرد مدونة لقواعد السلوك	١٠٩
١١٣	٢- الآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية المضاربة	١١٣
١١٤	٣- وجود المصارف الأجنبية في البلدان النامية	١١٤
١١٦	هاء - إصلاح التمويل: الحاجة إلى خطة أكثر إيجابية	١١٦
١١٨	الحواشي	١١٨
١٢٠	المراجع	١٢٠

الفصل الخامس

١٢٥	الديون الخارجية وأزمات الديون: أوجه ضعف متزايدة وتحديات جديدة	١٢٥
١٢٥	ألف - مقدمة	١٢٥
١٢٦	باء - القدرة على تحمل الدين الخارجي: القضايا الرئيسية	١٢٦
١٢٨	جيم - اتجاهات في حجم الديون الخارجية وتكوينها	١٢٨
١٢٨	١- تطور الدين الخارجي في الاقتصادات النامية والانتقالية	١٢٨
١٣٠	٢- الاقتراض والإقراض العامان والخاصان	١٣٠
١٣٥	٣- المسائل المتعلقة بالعملات	١٣٥
١٣٦	٤- الولاية القضائية التي تصدر فيها الديون	١٣٦

١٣٦	.....	دال - تسوية الديون الخارجية
١٣٧	.....	١- أزمات الديون الخارجية: مشكلة متكررة
١٣٨	.....	٢- المسائل المتعلقة بالديون السيادية من منظور تاريخي ^(٨)
١٣٩	.....	٣- ظهور نظام مجزأ لتسوية الديون السيادية الخارجية
١٤٣	.....	٤- نهج لتسوية الديون يفتقر إلى الكفاءة والتوازن
١٤٧	.....	هاء - آليات بديلة لإعادة هيكلة الديون ^(٣٧)
١٤٧	.....	١- النهج التعاقدية أو القائمة على السوق
١٤٨	.....	٢- الحاجة إلى مبادئ مقبولة دولياً لآليات إعادة هيكلة الديون السيادية
١٥١	.....	٣- النهج القانونية لإعادة هيكلة الديون المتعددة الأطراف
١٥٣	.....	واو - الاستنتاجات
١٥٣	.....	الحواشي
١٥٦	.....	المراجع

الفصل السادس

١٥٩	.....	التمويل الدولي الطويل الأجل للتنمية: التحديات والفرص
١٥٩	.....	ألف - مقدمة
١٦٠	.....	باء - التمويل من خلال التعاون الرسمي
١٦٠	.....	١- المساعدة الإنمائية الرسمية المقدمة من البلدان المتقدمة
١٦٣	.....	٢- التعاون الإنمائي فيما بين البلدان النامية
١٦٤	.....	٣- التحديات التي تواجه التعاون الرسمي
١٦٦	.....	جيم - الشراكات بين القطاعين العام والخاص من أجل التنمية
١٦٦	.....	١- حجم شراكات القطاعين العام والخاص ونطاقها واستخدامها
١٦٩	.....	٢- تقييم مساهمات الشراكات بين القطاعين العام والخاص وتكليفها
١٧١	.....	٣- الآثار المترتبة على السياسات
١٧٢	.....	دال - هل يمكن أن تحدث صناديق الثروات السيادية فرقاً؟
١٧٣	.....	هاء - مصارف التنمية: تطورها وقدرتها على دعم التنمية
١٧٣	.....	١- السمات المميزة لمصارف التنمية
١٧٤	.....	٢- المشهد المتغير لمصارف التنمية
١٧٧	.....	٣- الدور التمويلي الذي يمكن أن تضطلع به المصارف المتعددة الأطراف التي تقودها بلدان الجنوب
١٧٩	.....	واو - الاستنتاجات
١٨٠	.....	الحواشي
١٨٣	.....	المراجع

قائمة الرسوم البيانية

الصفحة

الرسم البياني

٩	التجارة العالمية حسب الحجم، كانون الثاني/يناير ٢٠٠٥-أيار/مايو ٢٠١٥	١-١
	المؤشرات الشهرية لأسعار السلع الأساسية حسب المجموعات السلعية، كانون الثاني/يناير ٢٠٠٢ - حزيران/يونيه ٢٠١٥	٢-١
١٤		
١٧	مراكز مديري الأموال وأسعار النفط الخام، آذار/مارس ٢٠١٤-تموز/يوليه ٢٠١٥	٣-١
٢٦	أصول السلع الأساسية المدارة، نيسان/أبريل ٢٠٠٦-أيار/مايو ٢٠١٥	١-ألف-١
٢٦	الارتباط بين مؤشرات السلع الأساسية ومؤشرات الأسهم وسعر صرف الدولار، ٢٠١٥-٢٠٠٠	٢-ألف-١
	تكوين إجمالي الفائدة المفتوحة في خام نفط غرب تكساس الوسيط في بورصة نيويورك التجارية، حسب فئة المتاجرين، ٢٠١٥-٢٠٠٦	٣-ألف-١
٢٧		
٣٤	تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصادات النامية والانتقالية حسب العناصر المكونة لها، ١٩٧٠-٢٠١٣	١-٢
٣٥	احتياطيات النقد الأجنبي في البلدان النامية والانتقالية، ١٩٧٠-٢٠١٣	٢-٢
٣٨	تكوين تدفقات رؤوس الأموال، اقتصادات نامية وانتقالية مختارة، ٢٠٠٢-٢٠١٣	٣-٢
	صافي تدفقات رؤوس الأموال وأسعار الصرف الاسمية وأسعار الفائدة الاسمية في مجموعة مختارة من الاقتصادات النامية والانتقالية، ٢٠١٣-٢٠٠٢	٤-٢
٤١		
٦٧	احتياطيات النقد الأجنبي لمجموعات مختارة من البلدان، حسب عملات التقييم، ١٩٩٥-٢٠١٤	١-٣
٧٥	الالتزامات العابرة للحدود واحتياطيات العملات الأجنبية في بلدان نامية مختارة، ٢٠٠٥-٢٠١٣	٢-٣
٨١	سمات معيار الدولار الحالي ومقترحات الإصلاح البديلة	٣-٣
٩٥	أصول المصارف الخمسة الأكبر كنسبة من مجموع أصول القطاع المصرفي في اقتصادات مختارة، ١٩٩٨-٢٠١١	١-٤
١٠٤	حجم نظام مصارف الظل باستخدام قياسات مختلفة، ٢٠٠١-٢٠١٣	٢-٤
١٢٩	الديون الخارجية، مجموعات مختارة من البلدان والصين، ١٩٨٠-٢٠١٣	١-٥
١٣٠	رصيد الدين الخارجي كنسبة من الدخل القومي الإجمالي، مجموعات مختارة من البلدان والصين، ١٩٨٠-٢٠١٣	٢-٥
١٣٠	مدفوعات الفائدة على الدين الخارجي كنسبة من الصادرات، مجموعات مختارة من البلدان والصين، ١٩٨٠-٢٠١٣	٣-٥
١٣١	الدين الخارجي حسب نوع المدين، مجموعات مختارة من البلدان والصين، ١٩٨٠-٢٠١٣	٤-٥
١٣٣	الديون الخارجية الطويلة الأجل حسب نوع الدائن، مجموعة مختارة من البلدان والصين، ١٩٧٠-٢٠١٣	٥-٥
	الديون الخارجية الطويلة الأجل المستحقة لدائنين خاصين، حسب نوع الدين، مجموعة مختارة من البلدان والصين، ١٩٧٠-٢٠١٣	٦-٥
١٣٤		
١٦١	المساعدة الإنمائية الرسمية المقدمة من بلدان لجنة المساعدة الإنمائية، ١٩٩٠-٢٠١٤	١-٦
١٦٢	تكوين المساعدة الإنمائية الرسمية التنموية حسب الفئات الرئيسية، ١٩٩٠-٢٠١٣	٢-٦
١٦٧	مشاركة القطاع الخاص في البنية التحتية، ١٩٨٥-٢٠١٣	٣-٦
١٦٨	تمويل قطاع البنية التحتية في الاتحاد الأوروبي، حسب الفئات، ٢٠٠٩-٢٠١١	٤-٦
١٧٥	إجمالي الأصول والقروض، مصارف تنمية وطنية مختارة، ٢٠١٤	٥-٦

قائمة الجداول والأطر

الصفحة	المجدول
٢	١-١ نمو الناتج العالمي، ٢٠٠٧-٢٠١٥
٨	٢-١ أحجام الصادرات والواردات من السلع، مناطق وبلدان مختارة، ٢٠١١-٢٠١٤
١٥	٣-١ الأسعار العالمية للسلع الأولية، ٢٠٠٩-٢٠١٥
٤٣	١-٢ فترات الأزمات المالية وتدفقات رؤوس الأموال والدين العام
٤٩	٢-٢ الأزمة المالية والدين العام في المكسيك والاتحاد الروسي والأرجنتين
٩٧	١-٤ تنفيذ اتفاقي بازل الثاني والثالث في الاقتصادات النامية والانتقالية

الصفحة	الإطار
٣	١-١ أزمة منطقة اليورو، مشهد متكرر من الماضي
١٠٢	١-٤ اتفاقات إعادة الشراء: المعاملة الأساسية لنظام مصارف الظل
١٠٥	٢-٤ نظام مصارف الظل في الصين
١١٠	٣-٤ التأثيرات المنحازة لتصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية للديون السيادية
١٤٠	١-٥ اتفاق لندن بشأن الديون الخارجية الألمانية
١٥٠	٢-٥ التشريع البلجيكي المتعلق بأنشطة الصناديق الانتهازية

ملاحظات توضيحية

التصنيف حسب البلد أو المجموعة السلعية

اعتمد التصنيف المتبع للبلدان في هذا التقرير لأغراض التيسير الإحصائي أو التحليلي، وليس فيه بالضرورة ما ينطوي على أي حكم بشأن مرحلة التنمية التي بلغها بلد بعينه أو منطقة بعينها.

وليست هناك قاعدة مستقرة لتصنيف البلدان أو المناطق "النامية" و"الانتقالية" و"المتقدمة" في منظومة الأمم المتحدة. ويتبع هذا التقرير التصنيف المحدد في دليل إحصاءات الأونكتاد لعام ٢٠١٤ (United Nations publication, sales no. B.14.II.D.6) لهذه التجمعات الرئيسية الثلاثة للبلدان (انظر: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat39_en.pdf).

ولأغراض الإحصائية، فإن تصنيف التجمعات الإقليمية والتصنيف حسب المجموعة السلعية المستخدم في هذا التقرير يتبع بصورة عامة التصنيف المستخدم في دليل إحصاءات الأونكتاد لعام ٢٠١٤ (UNCTAD Handbook of Statistics 2014) ما لم يُذكر خلاف ذلك. والبيانات الخاصة بالصين لا تشمل بيانات إقليم هونغ كونغ الإداري الخاص التابع للصين، وإقليم ماكاو الإداري الخاص التابع للصين، ومقاطعة تايوان الصينية.

ويشير مصطلح "بلد"/"اقتصاد" حسبما يكون مناسباً إلى الأقاليم أو المناطق أيضاً.

أما الإشارات إلى "أمريكا اللاتينية" الواردة في النص أو الجداول فإنها تشمل بلدان الكاريبي ما لم يشر إلى غير ذلك.

والإشارة إلى "أفريقيا جنوبي الصحراء" الواردة في النص أو الجداول تشمل جنوب أفريقيا، ما لم يُذكر خلاف ذلك.

ملاحظات أخرى

الإشارات الواردة في النص إلى TDR هي لتقرير التجارة والتنمية (لعام بعينه). فعلى سبيل المثال، TDR 2014 تشير إلى تقرير التجارة والتنمية لعام ٢٠١٤ (منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.14.II.D.4).

والإشارات الواردة في النص إلى "الولايات المتحدة" هي للولايات المتحدة الأمريكية، والإشارات إلى "المملكة المتحدة" هي للمملكة المتحدة لبريطانيا العظمى وأيرلندا الشمالية.

تشير كلمة "دولار" إلى دولارات الولايات المتحدة، ما لم يذكر خلاف ذلك.

وتشير كلمة "بليون" إلى ١٠٠٠ مليون.

وتشير كلمة "طن" إلى الطن المتري.

وتشير معدلات النمو والتغيير السنوية إلى معدلات مركبة.

ويرد تقييم الصادرات على أساس "التسليم على ظهر السفينة" FOB، والواردات على أساس "تكاليف النقل والتأمين والشحن" CIF، ما لم يذكر خلاف ذلك.

واستخدام علامة (-) بين سنتين، مثل ١٩٨٨-١٩٩٠، يعني كامل الفترة المعنية، بما فيها سنتا البداية والنهاية.

واستخدام علامة (/) بين سنتين، مثل ٢٠٠٠/٢٠٠١، يعني سنة مالية أو سنة محصولية.

وتعني النقطة (٠) أن البيانات لا تنطبق على الحالة.

وتعني النقطتان (..) أن البيانات غير متاحة أو لم يبلغ عنها بصورة مستقلة.

والعلامات العشرية والنسب المئوية قد لا تتطابق مع المجموع بسبب التقريب.

وتعني علامة (-) أو الصفر (٠) أن المقدار صفر أو يمكن إهماله.

والأرقام التفصيلية أو النسب المئوية لا تصل بالضرورة إلى مجموعات صحيحة وذلك بسبب التقريب.

عرض عام

النقود هي التي تدير العالم، أو هكذا تقول الأغنية. ويمكنها أيضاً أن تجعله يخرج عن نطاق السيطرة، كما شهدنا خلال الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨. ورداً على ما حدث في أعقاب الأزمة من ارتفاع هائل في التكاليف الاقتصادية والاجتماعية، أصبح المجتمع الدولي يدعو إلى كتاب جديد لأغنيات المال. فرأينا غوردون براون، المايسترو الرئيسي لجوقة مجموعة العشرين في ذلك الوقت، يلقي باللوم بشدة على عدم كفاية تنظيم المؤسسات المالية، التي أصبحت أقل "حرصاً على أموال الشعب" وأكثر "مضارية بمستقبل الشعب"؛ ويصر على أن ما هو مطلوب هو قواعد عالمية جديدة تركز على القيم العالمية المشتركة. وبعد ذلك بفترة قصيرة، دعا قادة بلدان مجموعة البريك BRIC (البرازيل وروسيا والهند والصين)، في أول مؤتمر قمة لهم في الاتحاد الروسي، إلى زيادة ديمقراطية المؤسسات المالية الدولية، إلى جانب إقامة نظام نقدي دولي مستقر وأكثر تنوعاً ويمكن التنبؤ به. وضمت الجمعية العامة للأمم المتحدة صوتها العالمي إلى خطة لإصلاح النظام المالي الدولي، مشيرة، على وجه الخصوص، إلى "إحداث إصلاح شامل وسريع لصندوق النقد الدولي" كأولوية ملحة.

وانضم عدد من المشرعين الوطنيين إلى الجوقة بسلسلة من جلسات الاستماع البرلمانية ولجان الخبراء، التي انتقد كثير منها انحراف الأسواق المالية نحو تحقيق فوائد في الأجل القصير، وإدخالها الأدوات المالية الخبيثة التي تفتقر إلى الشفافية، وإخفاؤها في تقديم الخدمات الكافية للاحتياجات المالية للأعمال التجارية والأسر. وكان يبدو أن حدوث الإصلاح الجاد هو مجرد مسألة وقت.

وبعد سبع سنوات، وعلى خلفية من تباطؤ الطلب العالمي الإجمالي وازدياد التفاوت في الدخل واستمرار الهشاشة المالية، لا يزال الاقتصاد العالمي عرضة لتقلبات النقود والتمويل. وسيكون من الخطأ القول بأن خطط الإصلاح لم تتجاوز مرحلة التخطيط النظري؛ فقد تم اعتماد تدابير مختلفة، على الصعيدين الوطني والدولي على حد سواء، وكان لبعضها تأثير حقيقي. غير أن هذه التدابير قد فشلت حتى الآن في السيطرة على جوانب الضعف والهشاشة البنوية لعالم تجري أمولته على قدم وساق. بل إننا أصبحنا الآن، على حد قول مارتن وولف الصحفي في الفاينانشيال تايمز، لا نزيد كثيراً عن مجرد "نسخة مهذبة" من النظام السابق الذي يعاني من الاختلال.

واستمرار التحيزات القصيرة الأجل والقائمة على المضاربة في الأسواق المالية العالمية، وعدم كفاية التدابير المتخذة للتخفيف من مخاطر الأزمات في المستقبل، يثيران تساؤلات هامة حول ما إذا كان من الممكن أن يتحقق في الإطار الزمني المطلوب ذلك الطموح المتزايد لدى المجتمع الدولي فيما يتعلق بمجموعة متنوعة من الأهداف التنموية والاجتماعية والبيئية الجديدة. فعلى المستوى النظري، يتوقع هذا البرنامج الجديد أكبر دفعة من الاستثمارات في التاريخ، غير أن النجاح في ذلك يتطلب وجود نظام مالي داعم. وبناء على ذلك، يدرس تقرير التجارة والتنمية لهذا العام سلسلة من التحديات المترابطة التي تواجه النظام النقدي والمالي الدولي، بدءاً بتوفير السيولة، من خلال تنظيم الأعمال المصرفية، ووصولاً إلى إعادة هيكلة الديون والتمويل العام على المدى الطويل. والحلول متاحة، غير أنه لا بد وأن يبذل المجتمع الدولي جهوداً متقاربة إذا أريد للتمويل أن يخدم عالمنا أكثر تمتعاً بالكرامة والاستقرار والشمول للجميع.

من الأمولة العالمية إلى الأزمة المالية العالمية

بعد اختيار نظام بريتون وودز، أصبح التمويل أكثر بروزاً وقوة وترابطاً؛ كما أصبح يتعد أكثر فأكثر بصورة مطردة عن الاقتصاد الحقيقي. ومنذ ثمانينات القرن الماضي، راحت معظم الاقتصادات المتقدمة الكبرى تسارع بفتح حسابات رؤوس أموالها، ليتبعها في ذلك بعد عقد من الزمن العديد من الاقتصادات النامية الناشئة. ونتيجة لذلك، بدأت رؤوس الأموال تتدفق عبر الحدود على نطاق غير مسبوق. وفي عام ١٩٨٠، كانت التجارة العالمية في مستوى قريب نسبياً من مستوى التمويل العالمي، أي حوالي ربع الناتج المحلي الإجمالي العالمي، ولكن بحلول عام ٢٠٠٨، قبيل الأزمة المالية مباشرة، ازداد التمويل العالمي ليصبح أكبر من التجارة العالمية بتسع مرات؛ وبحلول ذلك الوقت، تجاوز حجم الأصول المالية على مستوى العالم ٢٠٠ تريليون دولار. وفي نفس الوقت، ظهرت مؤسسات مالية جديدة، وعمد الوسطاء الأكثر تقليدية على نحو متزايد إلى تنوع مجموعة المنتجات المالية التي يقدمونها، بأنظمة أقل ورقابة أقل في كلتا الحالتين. وخلال هذه العملية، أصبح التمويل أكثر ترابطاً بكثير، حيث ارتفعت القياسات المعيارية للتكامل المالي إلى مستويات تاريخية، وتحركت أسعار الأصول العالمية في تناغم أشد من أي وقت مضى.

وخلال فترة قصيرة جداً، طغت هذه التطورات على الضوابط والتوازنات المؤسسية التي ظلت تكفل استمرار فترة راحة من الاستقرار المالي خلال العقود الثلاثة التي أعقبت نهاية الحرب العالمية الثانية، والتي عززت بدورها الارتفاع المطرد في التجارة الدولية والاندفاع بشكل غير مسبوق في تكوين رأس المال. واستجاب جيل جديد من صناع القرار بدعوات للإسراع بتفكيك ما تبقى من الأنظمة المالية، ممجدين بدلاً من ذلك فضائل الأسواق التي تنظم نفسها باعتبارها النهج الأفضل، وفي بعض الحسابات النهج الوحيد، للجمع بين الكفاءة والاستقرار في عالم يتجه نحو العولمة.

وأصبح النظام المالي الناتج أكثر سخاء في خلق الائتمانات، وأكثر إبداعاً في إدارة المخاطر، وأكثر مهارة في امتصاص الصدمات الصغيرة للنظام (ما يسمى فترة الاعتدال العظيم). غير أنه اتضح أنه أقل قدرة بكثير على تحديد الضغوط ونقاط الضعف البنوية وتوقع الصدمات الأكبر (من أزمة البيزو المكسيكي إلى الكساد العظيم) أو التخفيف من الضرر الناجم عنها. وبدلاً من ذلك، وقع عبء هذه الأزمات بشكل مباشر على موازنات القطاع العام، بل وعلى المواطنين بشكل عام.

وقد ترك حجم أزمة عام ٢٠٠٨ العديد من الحكومات تكافح لمواجهة آثار تخفيضات النفقات المالية في المصارف والأعمال التجارية والأسر وهي تسعى لإصلاح موازنتها. ويرجع ذلك في جانب منه إلى أن اقتصر التركيز على استقرار الأسعار أدى بصناع السياسات إلى التخلي عن فن إدارة أهداف متعددة على صعيد الاقتصاد الكلي؛ وإن كان يرجع أيضاً إلى أن الأمولة قد أضعفت أو أزلت مجموعة من أدوات السياسة العامة اللازمة للإدارة الفعالة لاقتصاد حديث معقد.

ومنذ بداية الأزمة، تحول العديد من الاقتصادات المتقدمة إلى أدوات السياسة النقدية "غير التقليدية" في محاولة للإنعاش. ففي الأساس، تقوم المصارف المركزية الرئيسية بشراء الأوراق المالية التي بحوزة المصارف الرئيسية على أمل أن تؤدي زيادة الاحتياطيات إلى توليد قروض جديدة وتحفيز الإنفاق من جديد في الاقتصاد الحقيقي. غير أن النتائج كانت مخيبة للتوقعات: ففي كثير من الاقتصادات المتقدمة، سجل التعافي من أزمة ٢٠٠٨ أضعف المعدلات على الإطلاق. فنمو الوظائف تباطأ، والأجور الحقيقية أصابها الركود أو أخذت في الانخفاض، والاستثمارات تكافح من أجل الانتعاش، ونمو الإنتاجية ظل متراجحاً. وعلى النقيض من ذلك، انتعشت أسواق الأوراق المالية، كما انتعشت أسواق العقارات - ووصلت في بعض الحالات إلى حد الازدهار من جديد - وارتفعت الأرباح لتتجاوز في كثير من الحالات المستويات المرتفعة التي كانت قد وصلتها قبل الأزمة. وفي الوقت نفسه، استمرت مستويات الديون في الارتفاع، حيث يقدر أن ٥٧ تريليون دولار قد أضيفت إلى الديون العالمية منذ عام ٢٠٠٧.

انتعاش فاتر في البلدان المتقدمة

في منتصف عام ٢٠١٤، وبعد فترة ممتدة من إدارة الأزمة، كان يبدو أن دوائر السياسة العامة قد عاودها الشعور بأن "الأمر أصبح تجري على النحو المعتاد". فالمعدلات المتوقعة للنمو في السنوات القادمة ترتفع بشكل حثيث، ومنطقة اليورو تعود إلى الأجواء الإيجابية، واليابان يبدو أنها تتأهب للخروج من سنوات من الركود الاقتصادي. وفي الوقت نفسه، تتجه البطالة في الولايات المتحدة إلى الانخفاض، وينتهي مجلس الاحتياطي الاتحادي التيسير الكمي بصورة مطردة؛ وتراجع أسعار النفط، وتحسن الثقة في الأعمال التجارية. غير أنه بحلول نهاية العام، عادت بعض الشكوك إلى الظهور؛ بل إن الغيوم أصبحت تخيم في الأفق بدرجة أكبر منذ ذلك الحين.

وفي أعقاب أزمة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ والانتعاش الذي حدث في عام ٢٠١٠، كان الاقتصاد العالمي ينمو بنحو ٢,٥ في المائة، أي بأقل من التقدير المتحفظ لمعدل النمو المحتمل البالغ ٣ في المائة، وبما يقل كثيراً عن متوسط سنوات ما قبل الأزمة البالغ ٤ في المائة. ومن المتوقع أن يظل معدل النمو لعام ٢٠١٥ دون تغير يذكر عن العام الماضي، أي بنسبة ٢,٥ في المائة - وهو ما يأتي نتيجة لعدة عوامل متضاربة مثل تسارع النمو بدرجة طفيفة في الاقتصادات المتقدمة، والتباطؤ المعتدل في الاقتصادات النامية، والتراجع الأكثر حدة في الاقتصادات الانتقالية.

ومن المتوقع أن تحقق البلدان المتقدمة نمواً بمعدل حوالي ١,٩ في المائة، مقارنة بـ ١,٦ في المائة في عام ٢٠١٤، حيث يشهد النمو في منطقة اليورو واليابان تسارعاً معتدلاً، وإن يكن من مستويات شديدة الانخفاض. وترجع أوجه التحسن الأخيرة إلى قوة الطلب المحلي نتيجة لزيادة استهلاك الأسر، وإلى انتعاش سياسات مالية أقل تشدداً. وينبع العامل الأول من انخفاض أسعار الطاقة وتأثيرات الثروة الناجمة عن ارتفاع أسواق الأوراق المالية ونمو العمالة في عدد من البلدان، وبخاصة ألمانيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة واليابان. وظل معدل التضخم أقل بكثير من المعدلات المستهدفة في معظم البلدان المتقدمة.

ولا تزال السياسات النقدية سياسات توسعية، بالاقتران مع أسعار فائدة منخفضة للغاية في جميع المناطق المتقدمة وإطلاق برامج إضافية "للتيسير الكمي" في منطقة اليورو واليابان. غير أن ذلك لم يعقبه توسع في الائتمان، ولا تزال الأجور تخضع للضغط، وتظهر المصارف علامات ضعف. ويتجدد أيضاً انعدام اليقين بشأن مستقبل اليونان في منطقة اليورو، والحديث المستمر عن إمكانية خروج اليونان من منطقة اليورو، وهو ما يمثل أكبر تهديد فوري للعائدات السيادية لإسبانيا والبرتغال وغيرها من البلدان الأوروبية التي بدأت مؤخراً تتعافى من عمق الأزمة. كما عادت الشكوك بشأن قوة الانتعاش الياباني إلى الظهور مرة أخرى. ومن المتوقع أن تواصل الولايات المتحدة مسار نموها في مرحلة ما بعد الأزمة بمعدل نمو يقدر بـ ٢-٢,٥ في المائة، وهو ما يقل عن حالات الانتعاش السابقة؛ غير أن ذلك يسمح بخلق فرص العمل بمعدل ثابت - وإن لم يكن هائلاً - رغم عدم حدوث تحسن كبير في نمو الأجور الاسمية. وعلاوة على ذلك، لا تزال الموازنات الأسرية تعاني من الهشاشة، ويظل ارتفاع قيمة الدولار يضر بمساهمة صافي الصادرات في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

الركود: مزمن أم موسمي؟

قبل كل هذه التحركات الظرفية، كان الشاغل الأكبر بكثير هو أن البلدان المتقدمة يمكن أن تكون قد وقعت أسيرة لنسق من النمو البطيء لا تملك فكاً منه. والركود المزمن هو فكرة قديمة مع لمسة عصرية. ففكرة تلاشي حدود النمو قد ظهرت لأول مرة في أواخر الثلاثينات من القرن الماضي، وكانت ترتبط بالاتجاهات التكنولوجية والديموغرافية غير المواتية التي لم يكن يمكن تعويضها إلا من خلال العجز الحكومي الكبير. وفي الوقت الحاضر، أصبحت ملاحظة أن مسار النمو في العديد من الدول المتقدمة يظل في مستويات أقل بكثير مما كان عليه قبل الأزمة، على الرغم من اتباع سياسة نقدية تيسيرية لعدة سنوات، تخلق شعوراً بوجود "مستوى طبيعي جديد". وفي العالم المؤمّل اليوم، أصبحت المحفزات الرئيسية المستخدمة هي تصاعد الديون الخاصة وفقاعات الأصول. وبالتالي، فإن البلدان ربما تواجه مفاضلة بين النمو الضعيف لفترات طويلة من ناحية وعدم الاستقرار المالي من ناحية أخرى.

ولا يوجد حتى الآن توافق في الآراء بشأن ما إذا كان هناك فعلاً ركود مزمن أم لا، وإذا كان هناك، فما السبب فيه. إذ يرى بعض المراقبين أن تراجع النمو كان نتيجة لمجموعة من العوامل في جانب العرض: ضعف الميل للاستثمار، والافتقار إلى الدينامية التكنولوجية، والتحول

الديمقراطية غير الموالية. ويرى آخرون أنه يمثل بدرجة أكبر الجانب السلبي الختامي والممتد لدورة الديون العظمى، وإن كان جانباً يمكن عكس مساره في نهاية المطاف. وفي كلتا الحالتين، لم يكن هناك اعتراف كافٍ بالانخفاض في حصة الأجور في البلدان المتقدمة بنحو ١٠ نقاط مئوية منذ ثمانينات القرن الماضي، مما حد بشكل كبير من الطلب على السلع الاستهلاكية على أساس الدخل، إضافة إلى ما تواكب مع ذلك من آثار سلبية على الاستثمار الخاص. وازدادت هذه الآثار السلبية على الطلب الناجمة عن تدهور توزيع الدخل الوظيفي نتيجة لتوسع التفاوت في توزيع الدخل الشخصي، حيث ازدادت بشدة حصة أغنى الأسر في إجمالي الدخل، وهي الأسر التي تميل إلى الإنفاق أقل والادخار أكثر من دخولها مقارنة بالأسر الأخرى. كما تعززت هذه الآثار السلبية نتيجة للاقتصار على الاعتماد على سياسات نقدية توسعية لمعالجة نقص الطلب. وأدى ذلك بالشركات لاستخدام أرباحها في توزيع الأرباح والاستثمار في الأصول المالية، وليس في مرافق الإنتاج. ويؤدي ذلك إلى حفر أسعار الأصول وتفاقم التفاوت في توزيع الثروة، وبالتالي استمرار ركود الدخل لغالبية السكان.

وكانت مناقشات السياسات العامة التي واكبت ذلك تتركز أساساً حول ما إذا كانت الإصلاحات الهيكلية هي أفضل ما يحفز الاستثمارات الخاصة ودينامية المشاريع، وأي هذه الإصلاحات يحقق ذلك. وتركز بعض المقترحات على تدابير من شأنها تصحيح جوانب الجمود المتصورة في أسواق المنتجات والعمل. وشدت مقترحات أخرى بدرجة أكبر على طرق خفض حجم الدين العام. غير أنه رغم عرض هذه المقترحات بقدر كبير من الاقتناع، لم تكن تتضمن كثيراً من الإشارات الدالة على الطريقة التي ستحقق بها دوافع النمو. ففي ذلك الرأي، يبدو أن الكثير يتوقف على الجمع بين ازدياد ثقة الأعمال التجارية وتحسين القدرة التنافسية الدولية باعتبارها عاملاً يدعم كل منهما الآخر. غير أن التجارة العالمية لا تزال في حالة ركود على أي حال. وفيما بين عامي ٢٠١٢ و ٢٠١٤، سجلت التجارة السلعية العالمية نمواً يتراوح بين ٢ و ٢,٥ في المائة (وهو ما يماثل معدلات الناتج العالمي بصورة كبيرة). وتقل معدلات النمو هذه بكثير عن متوسط المعدل السنوي البالغ ٧,٢ في المائة المسجل خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧ قبل الأزمة. وفي عام ٢٠١٤، ظلت التجارة السلعية العالمية، بالأسعار الجارية، ثابتة تقريباً (حيث لم تزد إلا بنسبة ٠,٣ في المائة) نتيجة للانخفاض الكبير في أسعار السلع الأساسية الرئيسية. وتشير التقديرات الأولية لعام ٢٠١٥ إلى حدوث زيادة طفيفة في حجم تجارة السلع، التي يمكن أن تنمو بمعدل قريب من نمو الناتج العالمي. غير أن هذا التحسن في احتمالات التجارة يرجع بدرجة كبيرة إلى زيادة التجارة فيما بين البلدان المتقدمة، وربما يعكس مكاسب معتدلة في أداء نموها. وعلى أي حال، لا يوفر هذا التحسن حافزاً كبيراً للنمو الاقتصادي العالمي.

وبالقدر الذي يشكل معه الركود الدائم في أغلبه ظاهرة من ظواهر جانب الطلب، فإن نهج السياسات التي تسعى لاحتواء دخل العمل والإنفاق العام عادة ما تؤدي في واقع الأمر إلى تفاقم المشكلة بدلاً من حلها. وثمة نهج بديل يعطي دوراً بارزاً لسياسة الدخل (مثل قانون الحد الأدنى للأجور، وتعزيز مؤسسات التفاوض الجماعي، والتحويلات الاجتماعية) وللنفقات العامة لمعالجة نقاط الضعف على كل من جانبي الطلب والعرض. وثبتت أن أي زيادة في الإنفاق العام، مثل الإنفاق على البنية التحتية، تترك آثاراً إيجابية مضاعفة كبيرة جداً في الاقتصادات الراكدة يشير إلى أن تعزيز الاستثمار العام يجب أن يكون أداة رئيسية في التصدي للركود المزمن. وعلاوة على ذلك، فإن سياسة الدخل التصاعدية تزيد الطلب أيضاً، حيث تخلق منافذ للاستثمار الخاص، وتؤدي إلى تحقيق فوائد أوسع: فارتفاع الدخل من الأجور يقلل من الضغوط المالية على نظم المعاشات التقاعدية، ويسمح للأسر بزيادة إنفاقها الاستهلاكي دون زيادة ديون الأسرة. كما أن هناك أدلة قوية على الأثر الإيجابي الواقع على إنتاجية العمل. وفي الواقع، من المعروف أن زيادة مستويات النشاط والعمالة تعزز الإنتاجية، وتخلق دورة حميدة من توسع العرض والطلب. وهكذا، فإن التوسع المالي ونمو الدخل يزيدان الناتج الفعلي، كما يسرعان في الوقت نفسه من نمو الناتج المحتمل، وينشطان بالتالي علاقة تغذية مرتدة حميدة توفر أساساً لنمو مستدام غير تضخمي في المستقبل.

امتداد الآثار المالية غير المباشرة إلى الاقتصادات النامية والانتقالية

أيما كان المسار الذي ستتخذه مناقشة الركود مستقبلاً، فإن الجمع بين سياسة نقدية ميسرة وتباطؤ الاقتصاد الحقيقي أدى، حتى الآن، إلى تشجيع امتداد الآثار غير المباشرة للسيولة الزائدة في الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات الناشئة. وقد لوحظ ذلك بالفعل بعد انفجار فقاعة شركات الإنترنت (الدوت كوم)، ولكنه تصاعد بدرجة كبيرة منذ أزمة عام ٢٠٠٨.

ومنذ مطلع الألفية الجديدة، تسارع معدل تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الاقتصادات النامية والانتقالية بصورة كبيرة. فقد ارتفع صافي التدفقات الخارجية إلى الاقتصادات النامية والانتقالية من ٢,٨ في المائة، كنسبة من الدخل القومي الإجمالي، في عام ٢٠٠٢ إلى ٥ في المائة في عام ٢٠١٣، وذلك بعد أن كان قد وصل إلى مستويين قياسيين تاريخيين بلغا ٦,٦ في المائة في ٢٠٠٧، و ٦,٢ في المائة في عام ٢٠١٠. وفي الوقت نفسه، شهد العديد من الاقتصادات النامية والانتقالية نمواً قوياً وتحسناً في حساباتها الجارية، وتراكم لديها، كمجموعة، قدر كبير من أصول الاحتياطيات الخارجية.

وكان التيار الرئيسي لأنصار الاندماج المالي متحمسين إزاء هذه الاتجاهات، حيث كانوا يشددون على التفاعل الإيجابي بين فتح حسابات رأس المال، وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة، وسلامة أطر السياسات العامة، ومكاسب الكفاءة. غير أنه اتضح أن الروابط لم تكن واضحة أمام الباحثين، وأن اندماج معظم الاقتصادات النامية والانتقالية في الأسواق المالية العالمية لم يكن يرتبط فيما يبدو إلا بصورة ضعيفة فحسب بأهدافها التنموية الطويلة الأجل. وفي حين يمكن أن يلعب رأس المال الأجنبي دوراً مفيداً في سد ثغرات المدخرات المحلية، وأن يساعد الاستثمار المباشر الأجنبي في تعزيز القدرات الإنتاجية المحلية، خاصة عند استثماره في مشاريع جديدة، فإن جانباً من التحدي يتمثل في أن نسبة متزايدة من التدفقات هي تدفقات قصيرة الأجل ذات طبيعة أكثر خطورة وأشد اعتماداً على المضاربة، بما يظهر نوعاً من التقلب يدرك بالتدفقات التي سبقت الأزمات المالية السابقة في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي. ونتيجة لذلك، فإن تدفقات رؤوس الأموال الدولية الكبيرة والمتقلبة على نحو متزايد، حتى وإن كانت تعطي للنمو دفعة قصيرة الأجل، إلا أنها يمكن أن تزيد من الضعف إزاء الصدمات الخارجية، في الوقت الذي تحد فيه أيضاً من فعالية أدوات السياسة العامة المكلفة بإدارة هذه الصدمات. ولذلك، يمكن أن تقوض هذه التدفقات أوضاع الاقتصاد الكلي اللازمة لدعم نمو الإنتاجية، والتحول الهيكلي، والتنمية الشاملة في الأجل الطويل.

وعقب اندلاع الأزمة في عام ٢٠٠٨، استمر هذا النمط من توليد المزيد من السيولة في القطاع الخاص، ولكن مع محدودية العائد من حيث النمو، نتيجة لسياسات التسهيل الكمي التي اتبعتها العديد من البلدان المتقدمة، إلى جانب تدابير التقشف المالي، التي اتخذت بعد فترة قصيرة من التوسع. وفي هذا السياق، كان الوعد بعائدات أعلى للاستثمارات في الاقتصادات النامية والانتقالية، وتصور أن المخاطر أصبحت أقل من ذي قبل، يجعل تلك الاستثمارات بديلاً جذاباً للمستثمرين الدوليين.

ولما كانت هذه التدفقات لرؤوس الأموال تحدث في الوقت الذي تشهد فيه معظم الاقتصادات النامية والانتقالية فوائض في الحساب الجاري أو عجزاً أقل، لم يكن من المرجح أن يكون التمويل لتلبية احتياجات التنمية هو المحرك الرئيسي للنمو في رأس المال الخاص. وخلال هذه الفترة، راکمت الاقتصادات النامية والانتقالية ككل، وبخاصة الاقتصادات الكبرى، مبالغ كبيرة من الأصول الاحتياطية، بما كان يشير إلى أن كمية التدفقات كانت تتجاوز ما كان يتناسب بشكل عام مع متطلبات الإنفاق والاستثمار المحلية. ولم تكن بلدان العجز وحدها هي التي تلقت تدفقات رؤوس الأموال الإجمالية، وإنما أيضاً البلدان ذات الفوائض التجارية الكبيرة، بما كان يشير إلى أن تحركات رؤوس الأموال أصبحت في الغالب هي القوى الرئيسية المحركة لميزان المدفوعات، وأن صلتها معدومة إلى حد كبير بالأنشطة الاقتصادية الحقيقية. ولما كانت معدلات العائد التي تسدها الاقتصادات النامية والانتقالية على التزاماتها الدولية أعلى من معدلات العائد على أصولها، فقد اتجهت هذه التدفقات الرأسمالية إلى الحد من الأرصدة في حساب الدخل مما أدى إلى تدهور الحساب الجاري. ويمكن أن يدفع ذلك إلى اعتماد سياسات تقييدية، ويؤدي إلى زيادة الهشاشة المالية في بلدان العجز. ولذلك، فإن أحد الأسئلة الهامة يتمثل في ما إذا كانت هذه الأنماط تتسق مع الاستقرار المالي والطلب المستمر، على الصعيدين الوطني والعالمي على حد سواء.

إدارة تدفقات رؤوس الأموال: نقاط ضعف جديدة وتحديات قديمة

على مستوى السياسة العامة، يمكن للتدفقات المالية الخارجية، وخاصة تدفقات المضاربة المفرطة في الأجل القصير، أن تحدث تغييراً في الأسعار، وأن تؤثر في السياسة العامة بطرق يمكن أن تقوض إمكانات النمو والتنمية المستدامة. ويمكن أن تولد التدفقات الرأسمالية الكبيرة ضغوطاً من أجل رفع قيمة العملة. وتتفاقم هذه الآثار من خلال الالتزام على نطاق واسع بالحفاظ على معدلات تضخم منخفضة للغاية كهدف في حد ذاته. وبيئة الاقتصاد الكلي الناتجة عن ذلك، التي تتسم بارتفاع أسعار الفائدة وتقلبها، إلى جانب ارتفاع قيمة العملة، تنطوي على خطر تثبيط كل من الطلب الكلي القوي وأنواع الاستثمارات التي تعمق القدرة الإنتاجية. كما أن إمكانية استخدام السياسة المالية يمكن

بالمثل أن تعاني من القيود نتيجة للتنوع إلى اتخاذ موقف علني منحاز للتمويل، الأمر الذي يتطلب الحد من المساس بكل من جانبي النفقات والإيرادات. وتقليل النشاط الحكومي يقلل الدخل القومي بشكل مباشر عن طريق الحد من الإنفاق العام؛ كما أنه يؤدي بشكل غير مباشر إلى تقليص القدرة الإنتاجية من خلال تقييد أنواع الاستثمارات العامة في رأس المال المادي والبشري الذي يدعم الاستثمار الخاص ونمو الإنتاجية. وفي بعض الحالات، وخاصة في أمريكا اللاتينية وأفريقيا جنوب الصحراء الكبرى، تؤدي هذه الآثار الواقعة على الأسعار والسياسات إلى تعزيز الاتجاه نحو الانسحاب السابق لأوانه من التصنيع وإضفاء طابع غير رسمي على قوة العمل.

ومنذ ثمانينات القرن الماضي، سبق معظم الأزمات المالية في الاقتصادات النامية والانتقالية ارتفاع حاد في تدفقات رؤوس الأموال. ويترتب على ذلك تراكم للهشاشة المالية، ويتخذ أساساً شكل ديون مفرطة للقطاع الخاص، وهو ما يصل غالباً إلى ذروته في شكل أزمة، بما ينطوي عليه ذلك من آثار حقيقية سلبية كبيرة وارتفاع هائل في الدين العام. ورغم أن الإسراف المالي يمثل ملمحاً متكرراً في العديد من حالات الأزمات المالية، فإن انخفاض معدل النمو نتيجة للأزمة والتغلب على كساد القطاع الخاص وجميع التكاليف المرتبطة بذلك (مثل تأميم الديون الخاصة، وإعادة رزمة المصارف، وأثر انخفاض قيمة العملة على قيمة المطلوبات بالعملة الأجنبية) هو الذي يتسبب عادة في ازدياد الدين العام. وظلت هذه الدورات من الازدهار والكساد تتأثر بشدة بالظروف الخارجة عن الاقتصادات التي تستضيفها، مثل التغيرات في أسعار السلع الأساسية العالمية أو في معدلات الفائدة في الولايات المتحدة، أو عن طريق انتقال آثار عدوى الأزمات في أماكن أخرى.

وفي هذا السياق، تتفاقم جوانب الضعف الاقتصادية الكلية والهيكلية المحلية نتيجة للنظام المالي العالمي الأكبر الذي يتسم بفرط السيولة ولكن بما لا يكفي من القواعد التنظيمية التحوطية على الصعيد الكلي، مما يؤدي إلى حالة من التفاؤل، وإفراط القطاع الخاص في المخاطرة والاقتراض بأكثر من اللازم.

وفي ضوء أوجه الضعف البنوية هذه، يوجد عدد من استجابات السياسات التي يمكن أن تنظر فيها الاقتصادات النامية والانتقالية - وخاصة تلك البلدان المعرضة لتدفقات رؤوس الأموال المفرطة في الأجل القصير - لا من أجل تحسين إدارة كمية وتكوين تدفقات رؤوس الأموال الخاصة وأثارها على الاقتصاد الكلي فحسب، ولكن أيضاً لتعزيز الروابط بين السياستين المالية والنقدية وبين أهداف التنمية. فبدلاً من الاعتماد فحسب على أسعار الفائدة واستهداف معدلات منخفضة للغاية للتضخم لإدارة تدفقات رؤوس الأموال وميزان المدفوعات، فإن المطلوب هو الجمع بحكمة بين حساب رأس المال المناسب وإدارة أسعار الصرف التي تكفل الحصول على التمويل الخارجي المنتج، بما في ذلك التمويل التجاري والاستثمار المباشر الأجنبي الذي يبني القدرات الإنتاجية المحلية، مع الحرص في الوقت نفسه على تشجيع الاستثمار المحلي. وبالإضافة إلى ذلك، فإن المصارف المركزية يمكن ويجب أن تفعل ما هو أكثر من مجرد الحفاظ على أسعار مستقرة أو أسعار صرف تنافسية لدعم التنمية. إذ يمكنها، على سبيل المثال، أن تستخدم تخصيص الائتمانات وسياسات أسعار الفائدة لتسهيل رفع مستوى الصناعة، وتقديم دعم رئيسي لمصارف التنمية والسياسة المالية، وهو ما فعلته المصارف المركزية في العديد من البلدان الحديثة العهد بالتصنيع. غير أن السياسة النقدية وحدها لا تكفي، وهو ما يتضح من التحديات التي واجهتها البلدان المتقدمة في الخروج من الأزمة الأخيرة؛ فمن الضروري أيضاً وجود سياسات مالية وصناعية استباقية لتوليد الهياكل والشروط التي تدعم نمو الإنتاجية المحلية والتوسع في الطلب الكلي.

ونظراً للحجم الكبير لتدفقات رؤوس الأموال العالمية، فإن إدارة الاقتصاد الكلي على المستوى الوطني يجب أن تُستكمل بتدابير عالمية تثبط انتشار التدفقات المالية المضاربة وتوفر آليات أكثر جوهرية لدعم الائتمان، بما في ذلك من خلال الصناديق الاحتياطية المشتركة على المستوى الإقليمي.

التباطؤ والتنوع في العالم النامي

اختفت نقاط الضعف الجديدة المرتبطة بالأمولة من شاشات الرادار السياسية في مطلع الألفية، عندما دخلت الاقتصادات النامية والانتقالية فترة من النمو القوي الذي كان يبدو منفصلاً عن الاتجاهات الاقتصادية في البلدان المتقدمة. واستجابة للصدمة الأولى في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، عمد كثير منها إلى تطبيق سياسات أكثر طموحاً معاكسة للدورات الاقتصادية، بما في ذلك زيادة تدابير الإنفاق المالي ودعم الدخل التي كانت مستمرة منذ فترة طويلة بما يكفي لتشجيع الارتفاع المستمر لإنفاق الأسرة، وبالتالي، ازدياد الاستثمار الخاص. وأصبح بعض

من هذه البلدان يقلص سياسة التحفيز، أو حتى يعكس مسارها، وهي تواجه نزوح رؤوس الأموال أو انخفاض أسعار الصادرات. أما البلدان المستوردة للنفط، فعلى النقيض من ذلك، أصبحت تمتلك مجالاً أكبر للمناورة نتيجة لتحسن معدلات تبادلها التجاري في الآونة الأخيرة.

وستواصل البلدان النامية ككل التوسع بمعدل يزيد عن ٤ في المائة، وهو ما يرجع بصفة خاصة إلى مرونة معظم بلدان المنطقة الآسيوية. غير أن المناطق الأخرى تشهد تباطؤاً كبيراً نتيجة لانخفاض أسعار السلع الأساسية والتدفقات الرأسمالية، وهو ما دفع بعض البلدان إلى تبني سياسات أكثر تشدداً على صعيد الاقتصاد الكلي. وكانت أمريكا اللاتينية وغرب آسيا والاقتصادات الانتقالية من بين المناطق الأكثر تضرراً، في حين كانت الصورة مختلطة في المناطق دون الإقليمية في أفريقيا.

وفي عام ٢٠١٤، كانت معظم أرقام التجارة أسوأ من أرقامها في السنوات السابقة. وعلى وجه الخصوص، أظهرت صادرات أفريقيا الحقيقية انكماشاً بسبب تقلص صادرات النفط في اقتصادات الشمال الأفريقي واقتصادات جنوب الصحراء الكبرى على حد سواء. وتباطأت التجارة الخارجية في أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي من حيث الحجم (بل وبدرجة أكبر من حيث القيمة)، وهو ما كان يرجع في جانب منه إلى أن الركود الاقتصادي الإقليمي قد ترك أثراً سلبياً على التجارة البينية داخل المنطقة. واستمر نمو التجارة في شرق آسيا من حيث الحجم، ولكن بمعدلات منخفضة بشكل غير معتاد داخل المنطقة (أقل من ٤ في المائة في عام ٢٠١٤). وكان ذلك يعكس إلى حد كبير تباطؤ التجارة الدولية للصين، حيث أصبح معدل نمو الصادرات الحقيقي أبطأ من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، بينما تباطأ الواردات الحقيقية بشكل ملحوظ. وقد تعكس هذه الاتجاهات تغيراً هيكلياً في الاقتصاد الصيني، بتحول القوى المحركة للنمو من الصادرات إلى الطلب المحلي وزيادة استخدام الواردات للاستخدام النهائي داخل البلد أكثر من استخدامها كمدخلات في صناعات تجهيز الصادرات.

وشهدت أسواق السلع الأساسية فترات من الاضطرابات بصورة خاصة في عام ٢٠١٤ والنصف الأول من عام ٢٠١٥. فقد انخفض معظم أسعار السلع الأساسية بشكل كبير خلال عام ٢٠١٤، واستمر اتجاه التراجع الذي بدأ بعد الذروة التي بلغت أسعارها في الفترة ٢٠١١-٢٠١٢، مع تراجع ملحوظ بشكل خاص في أسعار النفط الخام. وتسارعت وتيرة تراجع الأسعار بالمقارنة بعام ٢٠١٣، بشكل ملحوظ لمجموعات السلع الأساسية التي يرتبط الطلب بشكل وثيق بالنشاط الاقتصادي العالمي، مثل المعادن والخامات والفلزات والمواد الخام الزراعية والنفط. وكان يبدو أن أساسيات السوق هي القوة المحركة الرئيسية لتحركات أسعار السلع الأساسية، رغم أن أمولة أسواق السلع الأساسية ظلت تلعب دوراً في هذا الصدد، بينما قلص المستثمرون المليون مراكزهم في مجال السلع الأساسية بالتزامن مع التراجع في الأسعار والعوائد. ويبدو أن الصناديق التحوطية قد نشطت بصورة خاصة في أسواق النفط، حيث أدت إلى تضخيم تحركات الأسعار. وعلاوة على ذلك، كان ارتفاع قيمة الدولار بشدة خلال العام الماضي عاملاً مهماً في انخفاض أسعار السلع الأساسية.

ونتيجة لانخفاض أسعار النفط أساساً عن زيادة الإنتاج العالمي، وخاصة النفط الصخري في الولايات المتحدة، وتحلي منظمة الأوبك عن سياسات استهداف الأسعار، حيث يُفترض أنها لجأت لذلك للدفاع عن حصتها في السوق من خلال محاولة إضعاف المنتجين الأعلى تكلفة بغية إخراجهم من السوق. واستمر تنامي الطلب العالمي على النفط في عام ٢٠١٤، غير أن تباطؤ معدلات نمو الطلب جعله يعجز عن استيعاب الزيادة في كمية العرض. وتركت النتيجة المتمثلة في انخفاض أسعار النفط أثرها على أسعار السلع الأساسية الأخرى من خلال قنوات مختلفة. فإخفاض أسعار النفط يوفر حوافز لزيادة إنتاج السلع كنتيجة لانخفاض بعض تكاليف الإنتاج. كما أنها قد تثبت الطلب على المنتجات الزراعية المستخدمة في إنتاج الوقود الأحفوري، وتخفيض أسعار البدائل الاصطناعية للمواد الخام الزراعية. وأحدث ذلك ضغطاً نزولياً على أسعار السلع الأساسية مثل القطن والمطاط الطبيعي. ومع ذلك، فإن الجانب الأعظم من تطور الأسعار في الأسواق الزراعية كان يتحدد بجانب العرض فيها، والذي كان يتأثر على وجه الخصوص بالظروف الجوية. كما أن انخفاض أسعار معظم المعادن والخامات والفلزات كان يرجع أساساً إلى ازدياد العرض، حيث كانت الاستثمارات في العقد الماضي تنضج استجابة للطلب، الذي فقد قوته الدافعة رغم استمراره في النمو.

ثم إن الغموض يكتنف الاحتمالات المتعلقة بأسعار السلع الأساسية. فإخفاض أسعار السلع الأساسية الناجم عن زيادة العرض يؤدي بالفعل إلى بعض التعديلات النزولية في قدرات الاستثمار والإنتاج، في حين يبدو أن الطلب المستقبلي يتوقف على وتيرة ونمط الانتعاش في الاقتصادات المتقدمة، وعلى احتمالات النمو في الاقتصادات الناشئة الكبيرة. ومع ذلك، لا تزال الاتجاهات الأخيرة تدرك بالتحديات التي لا يزال يواجهها العديد من البلدان النامية التي تعتمد على السلع الأساسية، ومدى أهمية استخدامها ريع مواردها بصورة سليمة لتنفيذ سياسات التنوع والتصنيع لتحقيق التغيير الهيكلي والنمو المستدام.

وكانت الاقتصادات الانتقالية من بين المناطق الأكثر تضرراً من انخفاض أسعار السلع الأساسية وتدفقات رؤوس الأموال، ومن المتوقع أن ينخفض ناتجها المحلي الإجمالي في عام ٢٠١٥. وفي الاتحاد الروسي وأوكرانيا، تفاقمت قيود ميزان المدفوعات من جراء الصراعات السياسية. وأدى الانخفاض الحاد في قيمة العملة والتضخم إلى إضعاف الطلب المحلي وتعميق الركود الاقتصادي. وترك ذلك بدوره أثراً على البلدان المجاورة التي يشكل لها الاتحاد الروسي سوقاً ومصدراً مهماً لتحويلات العاملين. وتكافح أوكرانيا حالياً مع مزيج خطير من انخفاض الدخل وانخفاض قيمة العملة ومستوى من الديون لا يمكن تحمله، مع وجود إمكانية حقيقية للعجز عن سداد الديون.

ومن المرجح أن يستمر في عام ٢٠١٥ التباطؤ الذي بدأ في منطقة أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي في عام ٢٠١١. وعلى وجه الخصوص، تأثرت أمريكا الجنوبية والمكسيك نتيجة للخسائر في معدلات تبادلها التجاري، ولتقلب تدفقات رؤوس الأموال. وأدت البيئة الخارجية الأصعب وصعوبات اتباع سياسات معاكسة للدورات الاقتصادية، بما في ذلك التوسع في الائتمانات، إلى إضعاف القدرة على توفير سياسات داعمة؛ بل واضطرت بعض البلدان إلى تبني سياسات انكماشية. وعلى النقيض من ذلك، من المرجح أن تنمو معظم بلدان أمريكا الوسطى ومنطقة البحر الكاريبي بمعدلات أعلى بكثير من المتوسط الإقليمي. فقد استفادت من انخفاض أسعار النفط، وكانت أقل تعرضاً لتدفقات رؤوس الأموال المضاربة.

وأظهرت المنطقة الأفريقية تطورات متباينة. ففي حين تؤثر النزاعات المسلحة سلباً على الدخل القومي في بلدان وسط أفريقيا وغيرها مثل ليبيا، يُرجح أن تظل منطقة غرب أفريقيا تعاني من أثر اندلاع وباء الإيبولا مؤخراً. ولا يزال النمو قوياً في بلدان شرق أفريقيا، التي تحسنت معدلات تبادلها التجاري. وسيظل النمو ضعيفاً في جنوب أفريقيا، في حين ستأثر بعض الاقتصادات الكبيرة والمتوسطة الحجم الواقعة جنوب الصحراء الكبرى مثل أنغولا ونيجيريا بالانخفاض في أسعار السلع الأساسية، وبخاصة النفط.

ومرة أخرى، كانت آسيا هي المنطقة الأكثر دينامية، كما كان الحال في السنوات السابقة. فقد ظلت مناطق شرق وجنوب وجنوب شرق آسيا تشهد نمواً قوياً نسبياً، يُقدر أن يتراوح بين ٥,٥ و ٦ في المائة للمناطق الفرعية الثلاث جميعها في عام ٢٠١٥. والطلب المحلي هو الذي يقود النمو أساساً، مع ازدياد مساهمة الاستهلاك، العام والخاص على حد سواء. وبالتالي، حتى إذا بقيت معدلات الاستثمار مرتفعة جداً مقارنة بالمناطق الأخرى (ومن المرجح أن تبقى كذلك، بالنظر إلى احتياجات تطوير البنية التحتية بصفة خاصة)، يبدو أن معظم البلدان الآسيوية، وخاصة الصين، ستعتمد إلى إعادة موازنة هيكل الطلب بما يجعله أكثر استدامة في الأجل الطويل. وزاد انفجار فقاعة سوق الأسهم في الصين من انعدام اليقين الاقتصادي، حيث إنه يمكن أن يؤثر على الطلب المحلي. غير أن نمو الاستهلاك الخاص يستند أساساً إلى توسع الدخل أكثر مما يستند إلى الائتمانات، وهو ما يشكل أيضاً عنصراً هاماً في استدامة النمو. وعلاوة على ذلك، يبدو أن السياسات المالية والنقدية التوسعية تستهدف تعويض أثر هذه الصدمات المالية السلبية. وفي الوقت نفسه، أدى انخفاض أسعار النفط إلى تقليص عجز الحساب الجاري في بلدان عديدة، مثل باكستان والهند، اللتين من المتوقع أن تستمر معدلات نمو اقتصاديهما أو تتحسن قليلاً. وفي غرب آسيا، استفادت تركيا أيضاً من هذا التطور، وإن كانت معظم الاقتصادات المصدرة للنفط في هذه المنطقة دون الإقليمية تواجه تدهوراً في معدلات تبادلها التجاري. وبالإضافة إلى ذلك، خفضت الصراعات العسكرية من احتمالات النمو في جزء من هذه المنطقة دون الإقليمية.

وكانت سرعة انتعاش الاقتصادات النامية من الأزمة المالية العالمية تؤكد فيما يبدو إفلاتها من جاذبية البلدان المتقدمة وإنشاء مدارها الاقتصادي المستقل الخاص بها. غير أن أطروحة فك الاشتباك هذه تبدو الآن أقل إقناعاً، حيث هناك بعض المؤشرات المقلقة التي أصبحت تنصدر الأنباء بالفعل في أنحاء العالم النامي: فبعض العملات خفضت قيمتها بشكل حاد، بينما تتذبذب أحوال أسواق الأسهم، بل وتنهار في بعض الحالات، وتمر بعض الاقتصادات الناشئة الكبيرة بحالة ركود، وفي عدد من البلدان يتسع العجز وتتصاعد مستويات الديون.

ويشكل كل ذلك بيئة صعبة يتعين فيها على المؤسسات المالية المتعددة الأطراف الوفاء بالمهام المنوطة بها: وهي رسم مسار مستقر للاقتصاد العالمي، والمساعدة بإطفاء أي حرائق مالية تهدد بتأجيج نيران حريق مالي أوسع نطاقاً. غير أن الشيء الذي أضحى واضحاً منذ الأزمة المالية العالمية هو أن الهيكل المالي الدولي يفتقر إلى معدات مكافحة الحريق اللازمة للتصدي للحرائق الأكبر. وعلاوة على ذلك، اكتسب النظام النقدي الدولي الحالي ميلاً للجوء إلى ما يشبه الألعاب النارية، بتشجيع التدخلات السياسية التي كثيراً ما تؤدي إلى تفاقم حالات الركود، بدلاً من تخفيفها، وإلقاء كل عبء التكيف بشكل مفرد على البلدان المدينة والتي تعاني من العجز.

معضلة السيولة: بين الإفراط والندرة

كان اختيار النظام النقدي الدولي لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية في أوائل السبعينات من القرن الماضي، واتباع سياسة الانفتاح فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة على نطاق واسع، يعنى أن توفير السيولة على الصعيد العالمي لم يعد يقتصر على المصادر "الرسمية" لاحتياطيات النقد الأجنبي المتراكمة، وعلى خطوط المبادلة بين المصارف المركزية، ومخصصات حقوق السحب الخاصة أو اتفاقات القروض من صندوق النقد الدولي. فقد أصبح من الممكن، والحاصل على نحو متزايد، أن تُستكمل من "السيولة الخاصة" الناتجة عن العمليات العابرة للحدود التي تقوم بها المؤسسات المالية مثل المصارف، والمؤسسات غير المالية، مثل المؤسسات التي تقدم القروض عبر الحدود و/أو القروض المقومة بالعملة الأجنبية. وكان ذلك يعنى من الناحية الفعلية اندماجاً للنظامين النقدي والمالي الدوليين.

وأدت طفرة السيولة العالمية التي خلقها القطاع الخاص إلى إزالة أحد العوائق المحتملة التي تقف في طريق النمو، ولكنها زادت أيضاً من الطبيعة غير المستقرة والمسايرة للتقلبات الدورية التي يتسم بها النظام النقدي الدولي. واستجاب العديد من البلدان النامية بتكديس السيولة الرسمية في شكل احتياطيات من النقد الأجنبي كنوع من التأمين الذاتي. وكانت هذه الاحتياطيات بمثابة تأمين ضد نقص السيولة في نهاية المطاف نتيجة لتوقف تدفقات رؤوس الأموال أو عكس مسارها بشكل مفاجئ. كما كانت نتيجة للتدخل في أسواق الصرف الأجنبي بغية تجنب ارتفاع قيمة العملة الناتج عن التدفقات الرأسمالية التي لا تتصل بتمويل الواردات. وكان ذلك ينطوي على ميزة إضافية تتمثل في تجنب الحاجة إلى اللجوء إلى مساعدات صندوق النقد الدولي في حالات الأزمات، وتجنب قيود السياسات المرتبطة بالاقتراض من الصندوق.

وقد نما إجمالي أصول احتياطيات النقد الأجنبي بشكل ملحوظ منذ مطلع الألفية، وكانت البلدان النامية تستأثر بالجانب الأكبر من هذه الزيادات. وفي حين تولد بعض هذه الاحتياطيات من فوائض الحساب الجاري، فقد تم اقتراض بعضها الآخر من أسواق رؤوس الأموال الدولية. وكانت هذه الأصول تعتبر في بعض الأحيان "مفرطة" استناداً إلى المقاييس التقليدية، مثل المستويات اللازمة لمواجهة التقلبات في عائدات التصدير أو لتحويل الديون الخارجية القصيرة الأجل (حتى سنة واحدة). غير أن الانفتاح المالي، والاستقرار المطلوب في أسعار الصرف، وحجم النظام المصرفي المحلي، تمثل جميعها اعتبارات إضافية في تحديد ما ينبغي أن يكون عليه مستوى الاحتياطيات. فتكديس احتياطيات كبيرة يعنى ضمناً نقل الموارد إلى بلدان عملات الاحتياطي، حيث عادة ما يجري الاحتفاظ بتلك الاحتياطيات في شكل أصول "آمنة" وإن كانت منخفضة العائد من هذه البلدان. وهذا أحد العوامل التي تجعل النظام النقدي الدولي نظاماً غير منصف إلى حد بعيد.

وهذا المزيج من عدم الكفاية وعدم الإنصاف يشير إلى الحاجة إلى أشكال أكثر تنوعاً وفعالية على الصعيد العالمي لتوفير السيولة المقومة بالعملة الأجنبية، وخاصة في حالات الأزمات، لتقليص الأصول الكبيرة من احتياطيات النقد الأجنبي التي يُحفظ بها لأغراض وقائية - والحلول محلها في نهاية المطاف. ومن الناحية المثالية، فإن الترتيبات المتعددة الأطراف الجديدة هي أفضل طريقة لتصحيح نقاط ضعف النظام ونحيازاته. ومن شأن الخطوات المتخذة نحو نظام نقدي دولي أكثر تنوعاً أن تنطوي على الاستعاضة عن معيار الدولار الحالي بنظام متعدد العملات يتألف من مجموعة من العملات الدولية، مثل الدولار واليورو والريميني، وربما عملات أخرى. كما أن زيادة مخصصات حقوق السحب الخاصة قد توفر ترتيباً بديلاً.

وأي من هذه الخيارات سيساعد على خفض تكلفة الاحتفاظ باحتياطيات مقترضة وتقليل انحياز النظام الحالي لصالح البلد صاحب عملة الاحتياطي. والأكثر من ذلك، فإن وجود نظام يقوم على حقوق السحب الخاصة سيفصل توفير السيولة الدولية الرسمية عن أي جهة إصدار وطنية. كما أن خلق بديل حقيقي للعملات الوطنية كأصول احتياطية من شأنه أن يبدد مخاوف أصحاب احتياطيات النقد الأجنبي الكبيرة حول الحفاظ على القدرة الشرائية لاحتياطياتهم. ولما كانت حقوق السحب الخاصة تستند إلى سلة عملات، فإن تنوع الأصول المقومة بالدولار ينطوي أيضاً على تقليل تقلبات أسعار الصرف عن النظام المتعدد العملات، وبالتالي تقليل التهديد للاستقرار المالي العالمي. ومن شأن ذلك أن يحقق عدة مزايا، ولا سيما من حيث زيادة مرونة توفير السيولة وزيادة الانضباط في بلدان عملات الاحتياطي، الأمر الذي يحول دون إساءة استخدامها "للامتياز الهائل" المتمثل في إصدارها عملة احتياطيات لتعزيز مصالحها الوطنية الضيقة على حساب المصالح العالمية الأوسع.

الخطوات الممكنة لإصلاح النظام النقدي الدولي

ينبغي أن يظل الهدف الطويل الأجل لأي برنامج للإصلاح الشامل هو إنشاء ترتيبات فعالة متعددة الأطراف. غير أن هذه الترتيبات تعني ضمناً إحداث تغييرات مؤسسية واسعة النطاق، من اتفاق جديد على قواعد لإدارة أسعار الصرف بصورة متعددة الأطراف إلى إنشاء مصرف مركزي عالمي، بل وعملة عالمية جديدة. وحتى إذا توخيت مثل هذه الترتيبات جدول أعمال أقل طموحاً، فإن فعالية عملها تتطلب تنسيقاً شاملاً لسياسات الاقتصاد الكلي. وبالإضافة إلى ذلك، سيستلزم الأمر زيادة موارد صندوق النقد الدولي وإصلاح إدارته لتحسين قدرته على تلبية احتياجات البلدان النامية، وتعزيز قدرته على استعراض إجراءات البلدان ذات الأهمية بالنسبة للنظام. وحتى هذه التغييرات تبدو بعيدة المنال في المستقبل القريب، وذلك لعدد من الأسباب الاقتصادية والسياسية.

ويعني ذلك أنه من المرجح أن يحتفظ النظام النقدي الدولي بمعيار الدولار في المستقبل المنظور، رغم كل ما به من أوجه القصور. ولذلك، فإن التحدي يتمثل في كيفية إصلاح نظام يعتمد على العملات الوطنية، والتعويض الواسع النطاق للعملات، وضخامة تدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة، بحيث يتسنى له تأمين مستوى معقولاً من الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي على الصعيد العالمي. ويتطلب ذلك التخفيف من دور تدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة كمصدر للسيولة الدولية، وضمان قدرة الآليات المؤسسية على أن توفر بشكل فعال ما يكفي من السيولة الدولية الرسمية، بما يقلل من الحاجة إلى تكديس احتياطات النقد الأجنبي بشكل واسع كنوع من التأمين الذاتي، وضمان مشاركة البلدان ذات الفائض في تحمل أعباء التكيف.

وكانت إحدى الطرق التي يتفاعل بها المجتمع الدولي مع التحدي هي من خلال التوسع في استخدام ترتيبات المصارف المركزية لمبادلة العملة الأجنبية لمعالجة مشاكل السيولة الطارئة، وجعل الاحتياطي الاتحادي للولايات المتحدة بحكم الأمر الواقع المصرف الدولي الذي يوفر الإقراض كماً لا بأس به. وكان ذلك يعتمد على ثلاث فرضيات رئيسية: أولاً، أن المصارف المركزية يمكنها أن تتصرف بسرعة؛ وثانياً، أنها لا تواجه عملياً أي حدود لقدرتها على إصدار النقود؛ وثالثاً، أن ترتيبات المبادلة مع المصرف المركزي الذي يصدر العملة التي يحدث فيها نقص السيولة لا ترتب عليها أي آثار معاكسة بالنسبة لأسعار الصرف. وترتيبات المبادلة القائمة التي تعمل بها المصارف المركزية في البلدان المتقدمة تغطي في المقام الأول احتياجات البلدان المتقدمة، وتنطوي على خطر يتمثل في أن تكون الاعتبارات أو الانحيازات السياسية هي التي تحركها. وفي الآونة الأخيرة، أنشأ مصرف الشعب الصيني (المصرف المركزي الصيني) ترتيبات لمبادلة العملة مع مجموعة واسعة من المصارف المركزية الأخرى، معظمها من البلدان النامية.

وقد أدت الصعوبات القائمة في تصميم وتنفيذ مختلف مقترحات الإصلاح إلى تعزيز تصور مفاده أن التأمين الذاتي في شكل الاحتفاظ بقدر كبير من العملات الأجنبية هو الأداة الوحيدة المتاحة للبلدان النامية لتعزيز استقرار سعر الصرف وضمان توفر التمويل في حالات الطوارئ بشكل منظم ويمكن التنبؤ. غير أن الإبقاء على الوضع الراهن ينطوي على مخاطر كبيرة، لا سيما عندما يكون تراكم احتياطات النقد الأجنبي نتيجة للاقتراض في أسواق الائتمان الدولية أو لتدفقات محافظ رؤوس الأموال. ويتمثل أحد الحلول الممكنة في محاولة تحقيق فوائض في الحساب الجاري. غير أن هذا الخيار لن يكون متاحاً لكافة البلدان، وبالقدر الذي يتطلب معه تخفيض قيمة العملة، فإنه ينطوي على خطر شديد لاندلاع حرب عملات أو تهديد القدرة على تحمل أعباء الديون. وعلاوة على ذلك، فإن ازدياد الانحيازات المتناقضة للنظام النقدي الدولي، المرتبطة باتساع نطاق محاولات تكديس احتياطات من النقد الأجنبي، سيؤدي إلى زيادة تعطيل الطلب العالمي الضعيف أصلاً، وتأخير الانتعاش الاقتصادي.

وقد يكون أحد الخيارات المفضلة للبلدان النامية هو القيام بشكل استباقي بإطلاق سلسلة من المبادرات الإقليمية والأقليمية التي تهدف إلى تدعيم الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي على الصعيد الإقليمي، وتقليل الحاجة إلى تكديس النقد الأجنبي، وتعزيز المرونة والقدرة على معالجة أزمات ميزان المدفوعات. وفي حين تعاني الترتيبات الإقليمية من بعض أوجه القصور المؤسسية، فإن المشكلة الكبرى ربما كانت تتمثل في محدودية حجمها، وبخاصة في الحالات التي يتعرض فيها جميع أعضائها للصدمات الخارجية في نفس الوقت. وكوسيلة لمعالجة مشكلة الحجم، ستكون ترتيبات المبادلة الإقليمية مفيدة بشكل خاص. وثمة إمكانية أخرى قد تتمثل في إنشاء صندوق مشترك مع زيادات دورية في رأس المال المدفوع، يمكن استخدامه على الصعيد الإقليمي كاتحاد للمقاومة أو كتجمع احتياطي لزيادة قدرات توفير السيولة لديه عن طريق الاقتراض بنفسه. بل يمكن أن يكون ذلك أداة فعالة لمنع انتشار العدوى داخل المنطقة في حالة من الصدمات الخارجية مع اختلاف حدتها

أو تباين فوارقها الزمنية. وعلاوة على ذلك، يمكن للمبادرات الإقليمية القوية، في المجتمع الدولي غير المتجانس، أن تتوحد مع المؤسسات العالمية وغيرها من المؤسسات الإقليمية والوطنية، لخلق نظام للحكومة أفضل من مجرد ترتيب يعتمد فقط على المؤسسات المالية العالمية. ويمكن لهذا الجمع بين المبادرات على مختلف المستويات أن يوفر، على الأقل جزئياً، بديلاً لتكديس الاحتياطات، كما يمكن أن يساعد على التصدي لتحيز النظام النقدي الدولي للتدابير الانكماشية، ويكون بالتالي بمثابة نقطة انطلاق لإصلاح أكثر شمولاً في المستقبل.

التنظيم المالي الدولي: عمل لا يزال جارياً

لقد أكدت الأزمة تنامي الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي؛ فرأس المال المضارب يتفوق على رأس المال الذي يسعى لإنشاء المشاريع، في حين لم تعد مدخرات الأسر تتمتع بالحماية. وقد أشارت أصابع الاهتمام إلى المصارف - ولم يكن ذلك ظمناً لها - فحجم وجودها الدولي يجعلها أكبر من أن يُسمح بفسادها قبل الأزمة وأكبر من أن يُسمح بإنقاذها بعد اندلاع الأزمة. وأصبح من اللازم ممارسة رقابة أقوى على المؤسسات المالية ذات الأهمية للنظام، إلى جانب درجة أكبر من إدارة حسابات رأس المال. وحتى الآن، كان صندوق النقد الدولي يعزف عن الاضطلاع بهذه المهمة، حتى على الرغم من أن رصد الآثار السلبية غير المباشرة قد أصبح الآن جزءاً مقبولاً من عمله.

وتتابع خطة الإصلاح الدولية، التي يتولى توجيهها مجلس تحقيق الاستقرار المالي، عدداً من المبادرات التنظيمية والرقابية، بما في ذلك اتفاقات بازل الثالثة المنقحة، فضلاً عن أحكام محددة لـ "المصارف ذات الأهمية للنظام العالمي". ورغم تصوير هذه الإصلاحات على أنها قفزة كبرى إلى الأمام، فإن من غير المرجح أن تجعل المصارف أكثر مرونة بدرجة يُعتد بها. وفي حين تُلزم اتفاقات بازل الثالثة المصارف بالاحتفاظ على معدلات أعلى لكفاية رأس المال مقارنة باتفاقات بازل الثانية، فإن منهجيتها القائمة على مراعاة المخاطر تسمح للمصارف بالاحتفاظ بمعدلات مرتفعة جداً من الاستدانة المالية، مع تنفي عن إقراض المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمشاريع المبتدئة والمبتكرين. وربما كان ما يدعو للأسف بدرجة أكبر أن الأنظمة الاحترازية لا تزال تسمح للمصارف بإجراء تقييماتها الخاصة أو تسمح لوكالات تقييم الجدارة الائتمانية بحساب أصولها المرجحة بالمخاطر، وبالتالي حساب مستوى رأس المال الذي تحتاجه لمواجهة الخسائر غير المتوقعة.

ويساور البلدان النامية التي اعتمدت قواعد بازل طوعية قلق خاص من أن مبادئ بازل التوجيهية لقياس مخاطر الائتمان قد تزيد من متطلبات رأس المال اللازمة لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة وللاستثمار في مشاريع طويلة الأجل. وعلاوة على ذلك، يتعين على صناع القرار في البلدان النامية أن يضعوا في اعتبارهم أن إطار بازل لم يوضع أصلاً لتلبية احتياجاتهم الخاصة؛ فهو يهدف إلى توحيد الأنظمة الوطنية وتجنب المراجعة التنظيمية بين البلدان التي تستضيف مؤسسات مالية كبيرة ومعقدة ونشطة على الصعيد الدولي.

وبالتوازي مع تبنى هذه الإصلاحات التنظيمية على المستوى الدولي، وضع العديد من البلدان المتقدمة تشريعات وطنية جديدة للتصدي للمخاطر البنوية في أنظمتها المالية. وأوسع هذه التشريعات يتضمن أحكاماً لـ "تجنّب" أو فصل الأنشطة التجارية عن الأنشطة الاستثمارية، بما يكفل عزل - وبالتالي حماية - أصول المودعين عن الأنشطة المصرفية الخطرة والحد من احتمالات الاندفاع إلى سحب الودائع المصرفية في حالة الإعسار. غير أنه رغم أن هذه المبادرات تعالج نقاط الضعف الرئيسية في النظام المصرفي، فقد واجهت مقاومة قوية من جماعات الضغط في القطاع المصرفي، التي سعت (بقدر من النجاح) إلى تأجيلها وتخفيف مستوى تنفيذها.

القضايا العالقة: نظام مصارف الظل الموازي ووكالات تقييم الجدارة الائتمانية

التركيز على الأعمال المصرفية التقليدية يعني عدم إيلاء اهتمام كافٍ للمخاطر الكامنة في قطاع مصارف الظل الآخذ في التوسع - وهو النشاط الذي برز على مدى عدة عقود من تحرير النظام المالي وإزالة القيود منه. فالأشكال المبتكرة لوساطة السوق لتوفير الائتمانات والجيل الجديد من مديري الأصول (مثل الصناديق التحوطية) وعملاء السمسرة (في التكتلات المالية غالباً) قد وصلوا بقدرتهم على التأثير داخل النظام المالي إلى آفاق جديدة، بما يترتب على ذلك من عواقب خطيرة على الاستقرار المالي. وكان أحد الشواغل يتعلق بنوعية المنتجات المالية التي يتم إنشاؤها وتداولها. ورغم صعوبة قياس الخطورة، فإن هناك حاجة واضحة للقيام بذلك، وثبت أن وكالات تقييم الجدارة الائتمانية

ليست على مستوى القيام بهذه المهمة. وكان شاغل آخر يتمثل في أن مصارف الظل قد تؤدي إلى تضخيم الدورات المالية عن طريق تسهيل الاستدانة عند انتعاش أسعار الأصول وإضعاف ذلك التأثير بسرعة وبشدة عند فقدان الثقة.

وعلى الرغم من الأزمة، لا تزال مصارف الظل تقوم بنشاط كبير للغاية وتواصل نموها، بما في ذلك في العديد من البلدان النامية. وفي هذه البلدان، لا تنطوي هذه المصارف عادة على سلاسل طويلة ومعقدة ومغلقة من عمليات الوساطة؛ إلا أنها يمكن أن تظل تشكل مخاطر بنوية، سواء بصورة مباشرة، مع تنامي أهميتها في جمل النظام المالي، أو بصورة غير مباشرة، من خلال ارتباطاتها بالنظام المصرفي المنظم. وفي الواقع، فإن التركيز على إجراء إصلاحات في القطاع المالي الرسمي قد يدفع حتى إلى الهجرة من الأنشطة المصرفية نحو نظام مصارف الظل.

وفي عالم من الديون المتصاعدة، تلعب وكالات تقييم الجدارة الائتمانية دوراً محورياً في إدارة النظام المالي. وهناك حفنة من الشركات ("الثلاثة الكبار") تهيمن على هذا العمل رغم سوء سجلها. وقد اتهمت بتضارب المصالح وغش المستثمرين من خلال تقديم تقييمات مفرطة في إيجابيتها لبعض الأدوات المالية (وكثيراً ما كان ذلك لصالح العملاء الذين يدفعون لهم)، بما في ذلك الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري الشديدة الخطورة. كما أنها تؤثر بقوة على تصورات المستثمرين للجدارة الائتمانية لجهاات الإصدار السيادية. وقد كشفت أزمة عام ٢٠٠٨ كيف تتأسس التقييمات بشكل عام على آراء منحازة مسبقاً، أكثر من تأسيسها على أساسيات الاقتصاد الكلي، بما يمكن أن ينطوي عليه ذلك من آثار ضارة على استراتيجيات التنمية بسبب ازدياد تكاليف الاقتراض غير المبررة لعدد من الحكومات التي تحصل على تصنيفات متدنية. ويُعترف حالياً بأن الاستخدام الواسع لتصنيفات وكالات تقييم الجدارة الائتمانية أصبح يشكل تهديداً للاستقرار المالي ومصدراً للمخاطر البنوية. بل إنه بتوجيه من مجلس تحقيق الاستقرار المالي، أصبح مطلوباً من البلدان أن تقلل من اعتمادها بصورة آلية على وكالات تقييم الجدارة الائتمانية. غير أن تقييمات هذه الوكالات لا تزال تؤثر تأثيراً قوياً على توزيع الأصول، وعلى سعر الفائدة التي يتعين على المقترض سدادها للحصول على التمويل. فالمصارف تستخدم هذه التصنيفات بصورة واسعة في أنظمتها التحوطية، حيث إن كلاً من إطارى بازل الثاني والثالث يسمحان للمصارف بتحديد أوزان المخاطر لمتطلبات رأس المال على أساس من تقييمات وكالات تقييم الجدارة الائتمانية. كما تُستخدم التصنيفات الائتمانية لعمليات السوق المفتوحة التي تقوم بها المصارف المركزية، وتوفر مبادئ توجيهية لاستراتيجيات صناديق الاستثمار.

كما أن التحدي المتمثل في معالجة عدم الاستقرار المالي على الصعيد الدولي يترك آثاراً على العديد من البلدان النامية التي يوجد بها وجود تجاري متنامٍ للمصارف المملوكة للأجانب. وقد تكون لهذه المصارف أهمية بنوية في البلد المضيف، حتى وإن كانت أنشطتها لا تمثل سوى نسبة صغيرة من أعمالها على الصعيد العالمي. ويخلق ذلك تحديات تنظيمية لمشرفي البلد المضيف، خصوصاً عندما لا يكون هناك تنسيق بين البلد الأصلي والبلد المضيف في الإشراف على أنشطة المصارف العابرة للحدود. كما أنه بينما يمكن أن تيسر هذه المصارف الحصول على رأس المال الأجنبي، فإنها يمكن بنفس الشكل أن تسهم أيضاً في حدوث تقلبات في تدفقات رؤوس الأموال، وفي تراكم مختلف أنواع الهشاشة، بما في ذلك نشوء فقاعات الأصول. وكل ذلك يتطلب استجابات معينة على الصعيد التنظيمي.

نحو خطة أكثر جرأة

كانت الإصلاحات التنظيمية التي جرت بعد الأزمة تعمل على الأرحح للحفاظ على النظام المالي أكثر مما كانت تهدف إلى إحداث تحول فيه. وإذا أُريد للتمويل أن يصبح أقل هشاشة بحيث يخدم على نحو أفضل احتياجات الاقتصاد الحقيقي والمجتمع، فإن من الضروري تبني برنامج أكثر طموحاً للإصلاح. فالجهود الجارية لتعزيز القواعد التنظيمية التحوطية من خلال رفع متطلبات رأس المال والسيولة لن تكون كافية؛ وسيكون من الضروري أيضاً استحداث إصلاحات هيكلية تركز على الاستقرار المالي وعلى التنمية والأهداف الاجتماعية على حد سواء.

وينبغي أن تشمل هذه الإصلاحات تحنّب الأنشطة المالية التي تتطلب الفصل الصارم بين الخدمات المصرفية الخاصة بتجارة التجزئة وتلك الخاصة بالاستثمار، بما في ذلك على المستوى الدولي، وتنظيم الأنشطة التي يضطلع بها الآن نظام مصارف الظل. غير أن التحنّب وحده لن يضمن قيام النظام المالي بتخصيص موارد كافية لتحقيق الأهداف التنموية الواسعة. فحيث إن المخاطر التي ينطوي عليها تمويل التنمية تتجاوز الحدود المقبولة للمصارف التجارية، ينبغي أن تتخذ الدولة تدابير مختلفة للمساعدة في تشكيل نظام أكثر تنوعاً، سواء من حيث المؤسسات والمهام.

ويظل تصنيف الجدارة الائتمانية أمراً يتسم بأهمية أساسية لوجود قطاع مالي سليم. غير أنه قد ثبت سوء سجل الوكالات القائمة، لا سيما عندما يتعلق الأمر بتوقع الأزمات الخطيرة. وبعد الاعتراف الواسع النطاق بأن تركيز قطاع تقييم الجدارة الائتمانية في الوكالات الدولية الثلاث الأكبر قد خلق بيئة غير تنافسية، أصبح من اللازم إجراء تغييرات كبيرة للحد من تضارب المصالح، مثلاً عن طريق التحويل من نموذج الأعمال القائم على أساس أن "جهة الإصدار هي التي تدفع" إلى نموذج "المشترك هو الذي يدفع". غير أن هذا النموذج الجديد لا يزال يتطلب نوعاً من إشراك القطاع العام لتجنب مشاكل استغلال بعض الجهات له. وهناك تدابير أكثر جذرية تشمل القضاء تماماً على استخدام التصنيفات لأغراض تنظيمية، أو تحويل وكالات تقييم الجدارة الائتمانية إلى مؤسسات عامة، نظراً لأنها توفر منفعة عامة. وأيضاً، يمكن أن تسدد المصارف الرسوم لكيان عام يتولى بنفسه إسناد عملية تصنيف الأوراق المالية. وكبديل لذلك، يمكن أن تعود المصارف إلى ما كان بشكل تاريخي واحداً من مهامها الأكثر أهمية، وهو تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين المحتملين والحدوى الاقتصادية للمشاريع التي تنوي تمويلها.

ويجب ألا تؤدي القواعد التنظيمية بعد ذلك إلى تشييط تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل أو الابتكارات والمشاريع الصغيرة والمتوسطة لمجرد أنها تبدو أكثر خطورة من وجهة نظر احترازية شديدة الضيق. بل إنه مع التنظيم الفعال، سيكون من شأن هذا النوع من الإقراض أن يحفز النمو، ويؤدي فعلاً إلى تحسين الجودة العامة لأصول المصارف.

المشكلة المتكررة لأزمات الديون الخارجية

من أكرأ إلى كيبف ومن أتينا إلى سان خوان، تتصدر مصاعب الديون الخارجية الأخبار المالية في الأشهر الأخيرة. والديون الخارجية ليست مشكلة في حد ذاتها؛ بل إن أدوات الدين هي عنصر مهم في أي استراتيجية للتمويل، وبالقدر الذي تُستخدم به لتوسيع قدرات الإنتاج، فإنها تسهم في تعزيز الدخل وعائدات التصدير اللازمة لخدمة هذا الدين. غير أنه في الحالات التي تتراكم فيها الديون الخارجية في المقام الأول نتيجة لطفرات كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة التي لا تتصل في معظمها بتمويل التجارة والاستثمار في الاقتصاد الحقيقي، فإنها يمكن أن تؤدي إلى فقاعات الأصول، والمغالاة في قيمة العملة، والواردات الزائدة عن الحاجة، وزعزعة استقرار الاقتصاد الكلي. وفي ظل هذه الظروف، يمكن أن تتجاوز المطالبات على المدين بسرعة قدرته على توليد الموارد اللازمة لخدمة ديونه.

وعلى مدار العقد الماضي أو نحو ذلك، تحسن وضع الديون الخارجية لمعظم البلدان النامية نتيجة لمزيج من النمو الاقتصادي القوي، والبيئة المواتية لأسعار الفائدة، والتخفيف من عبء الديون الدولية. وكنسبة مئوية من الدخل القومي الإجمالي، انخفض حجم الدين الخارجي بشكل ملحوظ من مستويات الذروة التي بلغت في التسعينات من القرن الماضي، حيث انخفضت إلى أقل من ٣٠ في المائة في معظم المناطق. وبالمثل، تراوحت مدفوعات الفائدة على هذا الدين بين ١ و ٦ في المائة من الصادرات في عام ٢٠١٣، مقارنة بـ ١٥ في المائة (في المتوسط) في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي. كما تغير تكوين هذه الديون من تلك التي تغلب عليها القروض المصرفية المجمعة إلى التمويل من خلال إصدار السندات، مع ما شهدته الآونة الأخيرة من دخول بعض البلدان لأول مرة إلى أسواق السندات الدولية، وخاصة من أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى. وفي الوقت نفسه، أصبح بمقدور عدد متزايد من البلدان النامية الناشئة اجتذاب المستثمرين الأجانب إلى الديون المقومة بالعملة المحلية.

غير أنه سيكون من السابق لأوانه اعتبار هذه الاتجاهات ضماناً لقوة الاقتصاد مستقبلاً. فمستويات الديون على الصعيد العالمي تعود إلى الارتفاع من جديد منذ عام ٢٠١١، مدفوعة في ذلك باقتراض القطاع العام في بعض الاقتصادات المتقدمة، وأيضاً بالزيادات الحادة في اقتراض القطاع العام في البلدان النامية المنخفضة الدخل، وكذلك بالاقتراض الذي يغلب عليه القطاع الخاص في بعض الاقتصادات النامية الناشئة. وأصبح من الممكن أن يسارع مديرو الأصول الأجنبية بالتخلص من مراكز برمتها في الدين المحلي للبلد والخروج من السوق لأسباب لا علاقة لها بالأساسيات، بما يحدث أثراً شديداً على أسعار الفائدة المحلية وسعر الصرف في ذلك البلد. ونتيجة لذلك، يمكن أن يواجه عدد من الاقتصادات النامية والانتقالية صعوبات متزايدة في خدمة ديونها على مدى السنوات القادمة، في حين سترتفع تدريجياً على الأرجح أسعار الفائدة المنخفضة تاريخياً في الولايات المتحدة على مدى السنوات القليلة المقبلة، بينما ستظل فرص التصدير إلى البلدان المتقدمة هادئة، مع ركود أسعار السلع الأساسية أو استمرار تراجعها. وينطوي الارتفاع السريع للدين الخارجي الخاص على خطر تكرار نمط سبق أن شوهد قبل أزمة أمريكا اللاتينية في الثمانينات والأزمة الآسيوية في التسعينات من القرن الماضي، حيث انتهى الأمر إلى إدراج الالتزامات الخاصة

في الموازنات العمومية للقطاع العام. وفي حين أن المستويات المرتفعة جداً لعائدات النقد الأجنبي في هذه الدول قد توجّل اندلاع الأزمات، أو تخفف من أثرها في حال وقوعها، فإن مستويات الديون المرتفعة حالياً يمثل مع ذلك ضعفاً لا يستهان به إزاء النضوب المفاجئ لإمكانات الاقتراض من الخارج.

وفي الحقيقة، فإن مشكلات الديون الخطيرة تعكس على الأرجح سلوكاً غير مسؤول من جانب الدائنين والمقرضين على حد سواء. غير أنه مع الظهور السريع للتحرير المالي والانفتاح المالي، أصبحت العوامل الرئيسية التي تسبب صعوبات خطيرة في السداد للبلدان النامية تتمثل في الظروف الاقتصادية المتغيرة وتصورات المخاطر في البلدان المتقدمة. وتبين تجربة العقود القليلة الماضية أن تحركات رأس المال يمكن أن ينعكس مسارها بصورة مفاجئة، وأحياناً نتيجة لانتشار العدوى، بما يؤدي إلى اندلاع أزمات الديون الخارجية. ويمكن أن يعقب ذلك بسرعة انخفاض شديد في قيمة العملة، وصعوبات للمصارف، وإفلاس للشركات، وفقدان للوظائف، بما يدفع القطاع العام للتدخل لاحتواء الأزمات، من خلال عمليات الإنقاذ والتمويل في حالات الطوارئ والتدابير المعاكسة للدورات الاقتصادية. ومن خلال هذا التسلسل، كثيراً ما تتحول أزمات الديون الخارجية إلى أزمات في المالية العامة.

وطالما ظل العجز عن سداد الديون الخاصة لا يؤثر على الاقتصاد الأوسع، فإن إدارتها تقوم في جوهرها على تطبيق القانون التجاري الساري في الولاية القضائية التي صدر فيها الدين. غير أن الديون الخارجية السيادية تطرح مجموعة مختلفة من التحديات، التي يأتي في مقدمتها، بطبيعة الحال، أن إدارة الديون السيادية على صعيد الاقتصاد الكلي تُحدث آثاراً اجتماعية واقتصادية وسياسية بعيدة المدى على شعوب بأكملها، وبخاصة من خلال توفير المنافع العامة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الجهات السيادية هي، في نفس الوقت، أكثر ضعفاً وأقل ضعفاً من المدنيين الخاص. فمن ناحية، وعلى النقيض من المدنيين الخاصين، لا يمكن للجهات السيادية التي تعجز عن خدمة ديونها التماس الحماية من قوانين الإفلاس لإعادة هيكلة مدفوعاتها أو تأجيلها. ومن ناحية أخرى، لا يمكن للدائنين بسهولة الاستيلاء على الأصول العامة غير التجارية سداداً للديون السيادية المتعثرة. وبالتالي، فمن الناحية التاريخية، تجري معالجة مسائل الديون السيادية من خلال التفاوض المباشر بين الجهات السيادية المدينة والدائنين.

والنظام المعاصر لإعادة هيكلة الديون السيادية هو نظام شديد التجزؤ، ويقوم على عدد من الترتيبات المخصصة لحالات قائمة بذاتها. وأدى هذا النظام إلى نشوء العديد من أوجه القصور. أولاً، عادة لا تُعالج مشاكل الديون الخارجية السيادية إلا في وقت متأخر جداً بحيث لا يسفر ذلك عن كثير من النتائج. فالحكومات المدينة تتردد في الاعتراف بمشكلات الملاءة المالية خوفاً من إطلاق موجة من نزوح رؤوس الأموال والشدة المالية والأزمة الاقتصادية، في حين تكون للدائنين الخاصين مصلحة واضحة في تأخير الاعتراف الصريح بوجود أزمة ملاءة مالية، حيث يؤدي ذلك على الأرجح إلى خصم من قيمة الديون المستحقة. وكثيراً ما يحظى التسوية بتأييد الدائنين الرسميين الذين يقدمون الدعم الطارئ لسد العجز المفترض في السيولة. وغالباً ما يُستخدم هذا الدعم لسداد مستحقات الدائنين الخاصين، وليس لدعم الانتعاش الاقتصادي. وثانياً، يلقي النظام الحالي بالجانب الأعظم من عبء التكيف على الاقتصادات المدينة من خلال الشروط المرتبطة بالإقراض، التي تتطلب اتباع سياسات تكشف وإصلاحات هيكلية تميل بشدة إلى الركود. وأخيراً، مع سرعة تنامي تعزيز حقوق الدائنين والارتفاع السريع للتمويل من خلال إصدار سندات في أسواق الديون الخارجية، تصبح إعادة هيكلة الديون السيادية عملية بالغة التعقيد. وبالإضافة إلى وجود الآلاف من حملة السندات ذوي المصالح المتباينة والخاضعين لولايات قضائية متعددة في كثير من الأحيان، يسهل ذلك أيضاً ظهور صناديق شديدة المضاربة يديرها حملة سندات غير متعاونين، بما في ذلك ما يسمى الصناديق الانتهازية. فهذه الصناديق تقوم بشراء السندات السيادية المتعثرة بخصم كبير بنية وحيدة تتمثل في مقاضاة الحكومات لسدادها بقيمتها الاسمية زائداً الفائدة والمتأخرات وتكاليف التقاضي، بحيث تخرج بأرباح تصل إلى ٢٠٠٠ في المائة.

نهج بديلة لإعادة هيكلة الديون السيادية

هناك اعتراف متزايد بالحاجة الملحة لاتباع نهج أكثر كفاءة وأكثر إنصافاً لإعادة هيكلة الديون السيادية. وتجري مناقشة ثلاثة نهج يدعم بعضها بعضاً. ويسعى النهج الأول إلى تعزيز النهج الحالي القائم على السوق لإعادة هيكلة الديون من خلال توضيح وتكييف أسسها القانونية. ويشمل ذلك، على سبيل المثال، إدخال تحسينات على ما يسمى بنود شروط الإجراءات الجماعية في عقود السندات. وتسمح

هذه البنود لأغلبية (فائقة) من حملة السندات بالتصويت لصالح إعادة هيكلة الديون، وهو ما يصبح عندئذ ملزماً قانوناً لجميع حملة السندات. وتشمل الأمثلة الأخرى توضيحات البنود المتعلقة بالمساواة في المعاملة بين حملة السندات في عقود الدين وأحكام السداد المشروط. وهذه الأحكام الأخيرة تجعل سداد الجهات السيادية المدينة مستقبلاً متوقفاً على ظروف اقتصادية واضحة، على سبيل المثال من خلال استخدام السندات المربوطة بالنتائج المحلي الإجمالي أو السندات القابلة للتحويل المشروط (ما يسمى CoCos). وتتمثل الميزة الرئيسية لهذا النهج في أنه يظل يتم طوعاً وبالتراضي. غير أنه لا يعالج المشاكل المحتملة مع عقود الديون المستحقة، وغالباً ما يظل يقتصر على أنواع معينة من الديون (مثل ديون السندات في حالة بنود شروط الإجراءات الجماعية)، ولا يفيد كثيراً في منع أزمة الديون وتسوية الديون السيادية بهدف تحقيق انتعاش سريع على صعيد الاقتصاد الكلي والعودة إلى النمو.

ويركز النهج الثاني على المبادئ القانونية الناعمة (غير الملزمة) الواردة في القانون الدولي العام. ويهدف هذا النهج إلى وضع حلول مقبولة دولياً لإعادة هيكلة الديون السيادية، مع درجة من التنسيق - وربما المركزية - أعلى مما في النهج التعاقدية القائم على السوق. وعادة ما تعكس هذه المبادئ القانونية العامة القواعد غير المكتوبة للسلوك أو الممارسة العرفية المعترف بها في معظم النظم القانونية المحلية، والتي ينبغي أن تكون مطبقة في إطار القانون الدولي القائم. وتشمل المبادئ الأساسية التي تجري مناقشتها حالياً السيادة والشفافية والنزاهة والشفافية وحسن النية والاستدامة.

ويمكن تشجيع النهج القائم على المبادئ من خلال مجموعة متنوعة من الطرق. ويركز أحد الخيارات على إضفاء الطابع المؤسسي عليها وتنفيذها استناداً إلى مبادئ توجيهية عامة يُنفق عليها على المستوى الدولي، سواء في المحافل القائمة بالفعل أو من خلال هيئات مستقلة جديدة. وثمة خيار آخر يتوافق مع ذلك، ويتمثل في تشجيع هذه المبادئ من خلال التشريعات المحلية، مثل قانون تخفيف أعباء ديون (البلدان النامية) لعام ٢٠١٠ في المملكة المتحدة، أو القانون البلجيكي الصادر مؤخراً "في ما يتعلق بمكافحة أنشطة الصناديق الانتهازية". وفي حين تستفيد هذه المبادئ إلى حد كبير من الآليات القائمة للتفاوض وإعادة الهيكلة، حيث تستخدمها بمرونة، فإن وجه القصور الأساسي فيها إنما يتمثل في طبيعتها غير الملزمة، حيث لا يوجد ضمان يكفل استعداد كتلة حرجة من الأطراف للالتزام بها.

وهذه مشكلة لا يمكن حلها إلا من خلال نهج قانوني متعدد الأطراف على نحو متكامل. وتتمثل الميزة الأساسية لهذا النهج الثالث لإعادة هيكلة الديون السيادية في أن صنع القرار القانوني في مسائل إعادة الهيكلة سيكون محكوماً بمجموعة من القوانين الدولية المتفق عليها مسبقاً كجزء من آلية لتسوية الديون الدولية. وسيكون الغرض الأساسي من أي مرفق أو هيئة لإعادة هيكلة الديون السيادية هو تسوية الديون بصورة عادلة وفعالة وتكفل الشفافية وإمكان التنبؤ بها، وتكون قراراتها ملزمة لجميع الأطراف، فضلاً عن إمكان تنفيذها.

وكثيراً ما يوجه دعاة الآليات والإجراءات المتعددة الأطراف لتسوية الديون الانتباه إلى عدم التناظر بين قوانين الإفلاس الوطنية القوية، باعتبارها جزءاً لا يتجزأ من اقتصاد السوق الصحي، وعدم وجود أي ترتيبات مناظرة للتعامل مع إعادة هيكلة الديون السيادية. وينبغي لترتيبات تسوية الديون تلبية هدفين أساسيين. أولاً، ينبغي أن تساعد في منع الانهيار المالي في البلدان التي تواجه صعوبات في خدمة التزاماتها الخارجية. وغالباً ما يؤدي هذا الانهيار إلى ضياع ثقة السوق، وانحيار العملة ورفع أسعار الفائدة بشكل حاد، ووقوع أضرار خطيرة بالموازات العامة والخاصة، مما يسفر عن خسائر كبيرة في الإنتاج والعمالة وزيادة حادة في معدلات الفقر. وثانياً، ينبغي أن تتوفر آليات لتسهيل إعادة الهيكلة المنصفة للديون التي يتعذر خدمتها وفقاً للعقد الأصلي. وينطوي تحقيق هذين الهدفين على تطبيق بعض الخطوات البسيطة: التوقف المؤقت عن سداد جميع الدفعات المستحقة، سواء كانت خاصة أو عامة؛ والوقف التلقائي للتقاضي من جانب الدائنين؛ وفرض ضوابط مؤقتة على أسعار الصرف ورؤوس الأموال؛ وتوفير تمويل للمدينين الحائز للملكية وتمويل مؤقت لمعاملات الحساب الجاري الحيوية؛ وفي نهاية المطاف، إعادة هيكلة الديون والتخفيف من أعبائها.

ويُقابل تأسيس مثل هذا الحل القانوني لإعادة هيكلة الديون بمقاومة كبيرة. غير أن ميزته الأساسية تتمثل تحديداً في أنه إذا تأسس بنجاح، فإنه يشجع على تبني مجموعة من القواعد التنظيمية والممارسات التي تجسد أهدافاً ومبادئ طويلة الأجل تتجاوز المصالح الخاصة. ويبدو أن بناء زخم على الجبهات الثلاث جميعها سيكون نهجاً بناءً لصياغة توافق في الآراء بشأن إعادة هيكلة الديون بصورة فعالة.

الدفاع مرة أخرى عن تقديم المزيد من المساعدة الإنمائية الرسمية

يتمثل أحد أوجه القصور في النظام المالي الدولي الحالي في عجزه النسبي عن توفير المستوى المطلوب من التمويل الدولي للتنمية وللاستثمارات الطويلة الأجل. وكما نُوقش بتوسع في تقارير التجارة والتنمية السابقة، فإن الموارد المحلية (الخاصة والعامّة) تظل أهم مصادر الاستثمارات الطويلة الأجل في معظم البلدان النامية. غير أن التمويل الدولي - وخاصة ذو الطابع الطويل الأجل - يمكن أن يلعب دوراً هاماً عندما يكون التمويل المحلي محدوداً أو غائباً تماماً في مجالات رئيسية. ويتمثل أحد التحديات الأساسية في أنه في حين يمكن أن يتأثر التمويل العام الدولي على نحو غير ملائم بالحسابات السياسية، فإن الأسواق المالية الدولية الخاصة عادة ما تعزف عن الاستثمار في المشاريع الرئيسية في البلدان النامية، لأن هذه المشاريع غالباً ما تحتاج إلى فترات طويلة حتى تؤتي ثمارها، فضلاً عن ارتباطها بعوامل خارجية لا يستهان بها وتداخلها مع استثمارات مترابطة، إضافة إلى عدم اليقين بشأن نتائجها في نهاية المطاف، أو لافتقار الأسواق إلى معلومات عن الاحتياجات الخاصة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة أو المبتدئة.

ويمثل الانفصال الناتج بين معدلات العائد الخاص والاجتماعي تحدياً سياسياً طويل الأمد على جميع مستويات التنمية، وهو ما يتطلب تدخلاً أكبر من جانب الدولة لتوفير النوع الصحيح من التمويل، وبخاصة لأغراض التنمية. وقد تمكنت معظم الموجات الاستثمارية الكبيرة الناجحة من المزج الفعال بين المبادرات العامة والخاصة بطريقة أو بأخرى؛ ولذلك، وبمعنى أساسي تماماً، فإن كل تمويل للتنمية هو تمويل مختلط. أما الأسئلة الكبرى، فهي من الذي يقوم بهذا المزج، وكيف، ووصولاً إلى أي غاية؟

ولا تزال المساعدة الإنمائية الرسمية تلعب دوراً حاسماً في تعبئة الموارد، وخاصة بالنسبة للبلدان النامية الأفقر والأكثر ضعفاً، بما في ذلك من خلال دعم الميزانية. وهذا النوع من التمويل عادة ما يكون أكثر استقراراً من غيره من أشكال رؤوس الأموال الخارجية؛ وبينما لا تزال الأدلة التحريية ملتبسة، فإن المشاريع الناجحة المنفذة بكميات كبيرة من المساعدة الإنمائية الرسمية تشير إلى أن هذه المساعدة يمكن أن تلعب دوراً محفزاً في النمو والتنمية. ومع ذلك، فإن الاتجاهات السائدة في المساعدة الإنمائية الرسمية ليست مشجعة: فحتى على الرغم من ازديادها في العقد الماضي، ووصولها إلى مستويات قياسية بالأرقام المطلقة، فإنها لم تمثل في المتوسط سوى ٢٩,٠ في المائة من الدخل القومي الإجمالي للماتحين في عام ٢٠١٤ - أي أقل بكثير من المستوى المطلوب والمتزم به البالغ ٧,٠ في المائة من الدخل القومي الإجمالي، بل وأقل مما كانت عليه في أوائل التسعينات من القرن الماضي. وعلاوة على ذلك، تركز المساعدة الإنمائية الرسمية بشكل متزايد على القطاعات الاجتماعية، وهو ما يرجع في جانب منه إلى الجهود الرامية إلى تحقيق الأهداف الإنمائية للألفية، ولم تتوجه سوى حصة صغيرة وأخذة في التراجع (أقل من ٤٠ في المائة من المجموع) نحو تطوير البنية التحتية الاقتصادية والقطاعات الإنتاجية والخدمات ذات الصلة.

ويزداد التعاون فيما بين البلدان النامية. فقد ازدادت المساعدة الإنمائية فيما بين بلدان الجنوب لتمثل نحو ١٠ في المائة أو أعلى (حسب نوع القياسات المستخدمة) من التعاون الإنمائي الإجمالي في عام ٢٠١١. وعادة ما تتوجه هذه التدفقات بدرجة أكبر نحو تطوير البنية التحتية والأنشطة الاقتصادية مقارنة بالتدفقات التقليدية بين الشمال والجنوب، رغم أنها تنطوي على قدر أكبر من المعونات المشروطة والشائنية.

غير أن حجم التدفقات الرسمية الحالية لا يزال بوجه عام أقل بكثير مما هو مطلوب؛ بل وحتى إذا أوفت الدول المانحة بهدف المساعدة الإنمائية الرسمية البالغ ٧,٠ في المائة من دخلها القومي الإجمالي، وهو ما ينبغي أن يكون عليه الحال، فإنه سيظل غير كافٍ لسد فجوة البنية التحتية وغيرها من فجوات التمويل. وتتفاقم هذه التحديات بسبب الحاجة إلى تمويل المنافع العامة العالمية المتصلة بالتخفيف من آثار تغير المناخ والتكيف معه. ففيما بين عامي ٢٠١٠ و٢٠١٢، على سبيل المثال، تم تعبئة ٣٥ بليون دولار لهذا الغرض؛ وهو ما يقل كثيراً عن مبلغ الـ ١٠٠ بليون دولار سنوياً بحلول عام ٢٠٢٠ الذي تم التعهد به بموجب اتفاق كوبنهاغن. وعلاوة على ذلك، فإن معظم هذه الموارد تم احتسابها كمساعدات إنمائية رسمية، وهو ما يعني أنها لا تتألف بشكل واضح من تمويل "إضافي".

وفي هذا السياق، تُطرح للنقاش فكرة "التمويل المختلط" كوسيلة لاستخدام المساعدة الإنمائية لاجتذاب رأس المال الخاص. غير أن المناقشات تتجاهل فيما يبدو التاريخ الطويل للتمويل المختلط، ولذلك، فقد تجنبنا طرح أسئلة من قبيل: "من الجهة القائمة بالتمويل؟ وكيف يتم التمويل؟ ولأي غرض؟". ويتعين على المجتمع الدولي أن يواصل استكشاف الطريقة التي يمكن أن تجري بها هذه العمليات في الواقع الفعلي، مع مراعاة المزالق المحتملة إلى جانب مزاياها. والمساعدة الإنمائية الرسمية هي بالفعل مزيج من المنح والقروض (المدعومة)، مع تحول نحو

القروض في السنوات الأخيرة. وتفيد منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي أن كمية "المعونات" المقدمة كقروض قد تضاعفت من ٩ بلايين دولار في عام ٢٠٠٦ إلى ١٨ بليون دولار بحلول عام ٢٠١٣. ويتركز أحد الشواغل المباشرة على ضمان ألا تؤدي هذه المعونات إلى نقل المخاطر من القطاع الخاص إلى القطاع العام.

بناء الشراكات بين القطاعين العام والخاص

في الآونة الأخيرة، وفي أعقاب اشتداد الأمولة، يجري ربط فكرة الاستفادة من الموارد العامة في التمويل الطويل الأجل على وجه التحديد ببناء الشراكات بين القطاعين العام والخاص.

وخلال العقود الأخيرة، ازدادت بشكل كبير الاستفادة من شراكات القطاعين العام والخاص في البلدان النامية، ويجري تشجيعها بقوة في سياق ما بعد عام ٢٠١٥ وسط آمال بأن تسخير القطاع الخاص لهذا الغرض سيساعد على مضاعفة ملايين الدولارات وتحويلها إلى بلايين، بل وإلى تريليونات الدولارات. غير أنه في حين أظهر بناء الشراكات بين القطاعين العام والخاص قدراً من النجاح في بعض البلدان والأنشطة، فإن هناك ميلاً لإهمال المناطق والخدمات الأكثر احتياجاً، كما هو الحال في البلدان الأقل نمواً أو في خدمات المياه. وعلاوة على ذلك، وحتى عند ازدياد أعداد شراكات القطاعين العام والخاص، فإن الخبرة التاريخية في كثير من الحالات توحي بأنها لم تنجح في خلق تمويل "إضافي" بالمعنى الاقتصادي الحقيقي؛ بل إن استخدامها لا يزال يميل، في واقع الأمر، لأن يكون مجرد ممارسة محاسبية لاستبعاد ديون المشروع من الميزانية الحكومية. وحتى في البلدان أو المناطق التي تملك تاريخاً طويلاً من هذه الشراكات، كثيراً ما توفر الحكومات الحصة الأعظم من التمويل. وينبغي توحي الحذر بشكل خاص في تقييم التكاليف المالية الطويلة الأجل التي تتحملها الحكومات، حيث إن حجم الالتزامات والمسؤوليات التي تتكبدتها الحكومات من خلال بناء الشراكات بين القطاعين العام والخاص كثيراً ما يفوق ما كان متوقعاً بدرجة كبيرة.

وفي الحالات التي يتم فيها إشراك مستثمرين دوليين كشركاء في الشراكات بين القطاعين العام والخاص، قد تتصل الالتزامات المحتملة للحكومات بتقلب أسعار الصرف أو بصدمات الاقتصاد الكلي؛ كما يمكن أن تطرأ التزامات أخرى بسبب إفراط توقعات الطلب الاستهلاكي في التفاؤل، أو ارتفاع تكاليف التشغيل عما هو متوقع مما يهدد فرص استمرار المشروع. وحتى إذا ما سار المشروع حسب ما هو مخطط له، فإن العبء المالي الواقع طوال كامل دورة حياة المشروع، وليس مجرد مرحلة بناء المشروع، يدفع بعض الحكومات إلى إعادة النظر في جميع شراكات القطاعين العام والخاص وإصدار مبادئ توجيهية جديدة. وتصر بعض الحكومات على استخدام المحاسبة على أساس الاستحقاق التي تحدد بوضوح جميع الالتزامات المحتملة والمستقبلية، بدلاً من الاكتفاء بعرض الالتزامات لفترة قصيرة خلال مرحلة بناء المشروع. وفي حالات أخرى، أدت النتائج غير المرضية التي أسفرت عنها شراكات القطاعين العام والخاص في بعض المشاريع إلى التخلي عنها في وقت مبكر، بدلاً من تنشيطها. فعلى سبيل المثال، استعادت أكثر من ١٨٠ مدينة ومجتمعاً محلياً في ٣٥ بلداً سيطرتها على خدمات المياه، حتى في المدن التي حظيت بشهرة دولية لمشاريع إمدادات المياه القائمة على شراكات القطاعين العام والخاص فيها.

مزج الجديد بالقديم: صناديق الثروات السيادية ومصارف التنمية

يتصل أحد التحديات الرئيسية لمصادر الاستثمارات الطويلة الأجل بالأنشطة الإنتاجية التي تنطوي على إمكانية تحقيق الأرباح وإن كان مستثمرو القطاع الخاص يتجنبونها بسبب حالات فشل الأسواق. وقد يكون من الأفضل التصدي لهذه الحالات الكلاسيكية لفشل الأسواق من خلال المؤسسات المالية العامة المتخصصة.

وإحدى هذه المؤسسات هي صناديق الثروات السيادية. وتعود ملكية هذه الأدوات المخصصة الغرض إلى سلطات وطنية أو إقليمية تمتلك كميات كبيرة من الأصول الأجنبية توجهها للاستثمار بدلاً من الاحتفاظ بها كاحتياطيات دولية. وتكتسب صناديق الثروات السيادية اهتماماً متزايداً، ليس فقط بسبب الحجم الهائل لأصولها المجتمعة (التي تُقدر حالياً بنحو ٧ تريليونات من الدولارات)، ولكن أيضاً لأن أكثر من ٤٠ من الاقتصادات النامية والانتقالية تمتلك قرابة ٦ تريليونات من تلك الأصول. وتتسم حيازات هذه الصناديق بالتركيز الشديد، حيث

تحتفظ ٧ بلدان فحسب بما يقرب من ٩٠ في المائة من مجموع أموال البلدان النامية؛ ولكن حتى في البلدان المتبقية، حيث قيمة الأصول صغيرة نسبياً، يظل حجمها كبيراً بما فيه الكفاية لإحداث أثر في التنمية. إلا أنه في الوقت الحاضر، لا تتجه صناديق الثروات السيادية مباشرة للاستثمار في أنشطة موجهة نحو التنمية إلا في حالات نادرة نسبياً؛ فمعظمها تتخذ نفس قرارات المحافظ المالية التي يتخذها مستثمرو القطاع الخاص التقليدي.

وليس ذلك هو الحال بالنسبة لمصارف التنمية، المصممة خصيصاً لتعويض قصر الأجل الذي يميز تدفقات رؤوس الأموال الخاصة والأسواق. إذ تُسند لتلك المصارف ولاية واضحة بدعم المشاريع الموجهة نحو التنمية، ويمكنها أن تنشئ قاعدتها التمويلية بالتماس رؤوس أموال طويلة الأجل ومنخفضة التكلفة من الأسواق الدولية. ويمكن لهذه المصارف أن تزود البلدان المنخفضة الدخل بقروض للمشاريع التنموية بأسعار فائدة مدعومة؛ وتمثل قروضها الميسرة حوالي ٣٠ في المائة من إجمالي محافظها المالية المخصصة للإقراض. كما أنها تلعب دوراً هاماً معاكساً للدورات الاقتصادية، بتوفير تمويل المشاريع لسد الثغرات التي تنشأ عندما ينسحب مقرضو القطاع الخاص خلال أوقات الانكماش أو الأزمات.

غير أنه على الرغم من أهمية دور هذه المصارف، فدون مواصلة ضخ رؤوس الأموال فيها، لا يمكن لمصارف التنمية التقليدية المتعددة الأطراف والإقليمية أن تسهم إلا بشكل محدود في الاحتياجات الأساسية لتمويل التنمية، نظراً لصغر قدرتها على الإقراض. ويساعد التعاون فيما بين بلدان الجنوب على سد هذه الفجوة من خلال مصارف التنمية دون الإقليمية التي تظهر في العالم النامي. ويمكن أن تصبح هذه المصارف من الأطراف الهامة في هذا الصدد: ففي أمريكا اللاتينية، على سبيل المثال، بلغت قيمة القروض التي أقرتها مؤسسة تنمية الأنديز إلى ١٢ بليون دولار في عام ٢٠١٤، وهو ما يناهز تقريباً إجمالي القروض المقدمة من مصرف التنمية للبلدان الأمريكية. وتخطط بعض مصارف البلدان النامية الإقليمية الجديدة لممارسة نشاطها في مناطق أبعد ما تكون عن مناطقها الأصلية، مثل المصرف الآسيوي للاستثمار في البنية التحتية الجديد الذي أنشئ في عام ٢٠١٤، والذي يضم بلدان نامية ومتقدمة من خارج آسيا كأعضاء مؤسسين فيه. وتظهر بعض المصارف الوطنية بالمثل استعداداً للاستثمار على المستوى الإقليمي أو الدولي، وتوفير التمويل الخارجي كجزء من عملياتها. وفي عام ٢٠١٤، وصل إجمالي حجم القروض التي قدمها مصرف التنمية الصيني، ومصرف التصدير والاستيراد الصيني، والمصرف الوطني البرازيلي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية إلى ١٦٧٢ بليون دولار، أو ما يزيد بأكثر من ٥ مرات عن إجمالي القروض المستحقة للبنك الدولي البالغ ٣٢٨ بليون دولار. ومن ثمة، يتغير مشهد مصارف التنمية بشكل كبير، سواء من حيث الاستجابة للاحتياجات الاستثمارية الجديدة، وكانعكاس لتوجه أوسع للتعاون بين بلدان الجنوب والمشاركة العالمية.

وباختصار، لا تزال هناك حاجة ماسة للدعم الحكومي لتمويل التنمية في الأجل الطويل، على الصعيدين الدولي والمحلي على حد سواء. ولم يتم تلبية هذه الحاجة، حتى من خلال ظهور آليات مبتكرة لحشد التمويل أو من خلال المساعدة الإنمائية الرسمية. ويتصل ذلك في جانب منه بالخصائص الجوهرية لبعض الأنشطة التي بحاجة إلى التمويل: فتطوير البنية التحتية سيتضمن دائماً احتياجات تمويلية كبيرة وطويلة الأجل؛ ودائماً ما تنتطوي الشركات الصغيرة والمتوسطة والمبتدئة على مخاطر أكبر من العديد من المقترضين الآخرين؛ ولن تعتمد الأسواق أبداً إلى تمويل العوامل الخارجية الاجتماعية الإيجابية التي لا يمكن إخضاعها لآلية الربح. غير أن ذلك يعكس أيضاً الحالة الراهنة للاقتصاد العالمي، التي تتبدى إحدى مفارقاتها في أن مستثمري القطاع الخاص مستعدون فيما يبدو لقبول عوائد منخفضة جداً على السندات الحكومية بدلاً من تحمل مخاطر الاستثمار في مشاريع إنتاجية خاصة.

Xuanchun X. Phitunji

موخيسا كيتوي
الأمين العام للأونكتاد

الفصل الأول

الاتجاهات والتحديات الراهنة في الاقتصاد العالمي

ألف - الاتجاهات التي شهدها الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة

١ - النمو العالمي

وفي البلدان المتقدمة، تعكس أوجه التحسن الأخيرة في النشاط الاقتصادي انتعاش الطلب المحلي، بسبب زيادة الاستهلاك الأسري واتخاذ موقف مالي أقل تشدداً. وترجع زيادة الاستهلاك الأسري إلى انخفاض أسعار الطاقة والتحسين في بعض أسواق العمل، مع انخفاض معدلات البطالة في بلدان مثل ألمانيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة واليابان. وظلت السياسات النقدية توسعية، مع انخفاض أسعار الفائدة بصورة شديدة في جميع المناطق المتقدمة، والعمل ببرامج "التيسير الكمي" في منطقة اليورو واليابان.

وفي أوروبا، ساعد برنامج التيسير الكمي الذي يتبعه المصرف المركزي الأوروبي على مواصلة خفض عائدات الديون السيادية، غير أن ذلك لم يؤثر حتى الآن كثيراً على تدفق الائتمانات إلى القطاع الخاص. ومع ذلك، تراجع بالفعل في الأشهر الأخيرة تقليص المديونية الأسرية، وهذا التقشف المالي أو انعكاس مساره قليلاً، وتحسنت الأجور الحقيقية بفضل انخفاض أسعار السلع الأساسية. غير أن دلائل الهشاشة ظلت قائمة: ففي كثير من البلدان، لم يكن ارتفاع معدلات العمالة يواكبه ارتفاع مماثل في الوظائف ذات النوعية الأفضل، وتظهر بعض المصارف علامات ضعف، في حين ازدادت مخاطر الانتكاس مع انعدام اليقين بشأن قدرة اليونان على تحمل الديون. ويمثل هذا الوضع الأخير أكبر تهديد فوري لعائدات الديون السيادية لإسبانيا والبرتغال وغيرها من البلدان الأوروبية التي كانت قد بدأت في الآونة الأخيرة التعافي من أسوأ مراحل الأزمة (انظر الإطار ١-١).

عقب الأزمة المالية التي شهدتها الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ والانتعاش الذي حدث في عام ٢٠١٠، يحقق الاقتصاد العالمي نمواً بمعدل سنوي يبلغ ٢,٥ في المائة في المتوسط. ومن المتوقع أن يظل النمو في حدود نفس المستوى في عام ٢٠١٥ (الجدول ١-١). وسينتج ذلك عن تسارع طفيف للنمو في الاقتصادات المتقدمة، وتباطؤ معتدل في الاقتصادات النامية، وانكماش للناتج المحلي الإجمالي في الاقتصادات الانتقالية. وبالتالي، سيظل نمو الناتج العالمي أقل بكثير من معدل ٤ في المائة المسجل في سنوات ما قبل الأزمة.

ومن المتوقع أن تنمو البلدان المتقدمة بمعدل يبلغ حوالي ١,٩ في المائة في عام ٢٠١٥ مقارنة بـ ١,٦ في المائة في عام ٢٠١٤. وتشهد منطقة اليورو واليابان، بصفة خاصة، تسارعاً معتدلاً للنمو، وإن يكن من معدلات شديدة الانخفاض في عام ٢٠١٤. وستستمر البلدان النامية ككل في التوسع بمعدل يربو على ٤ في المائة، وهو ما يرجع أساساً إلى مرونة معظم البلدان في المنطقة الآسيوية. غير أن المناطق الأخرى تشهد تباطؤاً كبيراً نتيجة لانخفاض أسعار السلع الأساسية وتراجع تدفقات رؤوس الأموال، مما دفع إلى تبني سياسات أكثر تشدداً على صعيد الاقتصاد الكلي في بعض البلدان. وكانت أمريكا اللاتينية والاقتصادات الانتقالية وغرب آسيا هي الأكثر تضرراً من كل هذه التطورات، في حين تبدو الصورة أكثر اختلاطاً في المناطق دون الإقليمية في أفريقيا.

الجدول ١-١

نمو الناتج العالمي، ٢٠٠٧-٢٠١٥

(التغير السنوي بالنسب المئوية)

المنطقة/البلد	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥ ^١
العالم	٤,٥	١,٥	٢,١-	٤,١	٢,٨	٢,٢	٢,٤	٢,٥	٢,٥
البلدان المتقدمة	٢,٥	٠,١	٣,٧-	٢,٦	١,٥	١,١	١,٣	١,٦	١,٩
ومنهما:									
اليابان	٢,٢	١,٠-	٥,٥-	٤,٧	٠,٥-	١,٧	١,٦	٠,١-	٠,٩
الولايات المتحدة	١,٨	٠,٣-	٢,٨-	٢,٥	١,٦	٢,٣	٢,٢	٢,٤	٢,٣
الاتحاد الأوروبي (٢٨ بلداً)	٣,٠	٠,٥	٤,٤-	٢,١	١,٨	٠,٥-	٠,١	١,٣	١,٧
ومنهم:									
منطقة اليورو ^(ب)	٣,٠	٠,٥	٤,٥-	٢,٠	١,٨	٠,٨-	٠,٤-	٠,٨	١,٥
فرنسا	٢,٤	٠,٢	٢,٩-	٢,٠	٢,١	٠,٢	٠,٧	٠,٢	١,٢
ألمانيا	٣,٣	١,١	٥,٦-	٤,١	٣,٦	٠,٤	٠,١	١,٦	١,٥
إيطاليا	١,٥	١,٠-	٥,٥-	١,٧	٠,٦	٢,٨-	١,٧-	٠,٤-	٠,٧
المملكة المتحدة	٢,٦	٠,٣-	٤,٣-	١,٩	١,٦	٠,٧	١,٧	٣,٠	٢,٣
الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي بعد عام ٢٠١٤	٦,٢	٣,٥	٣,٥-	٢,٠	٣,١	٠,٦	١,٢	٢,٦	٣,٠
جنوب شرق أوروبا ورابطة الدول المستقلة	٨,٧	٥,٤	٦,٦-	٤,٧	٤,٦	٣,٣	٢,٠	٠,٩	٢,٦-
جنوب شرق أوروبا ^(ج)	٦,٢	٥,٨	١,٨-	١,٥	١,٧	٠,٦-	٢,٤	٠,٧	١,٥
رابطة الدول المستقلة، بما فيها جورجيا	٨,٩	٥,٣	٦,٨-	٤,٩	٤,٧	٣,٥	٢,٠	٠,٩	٢,٨-
ومنهما:									
الاتحاد الروسي	٨,٥	٥,٢	٧,٨-	٤,٥	٤,٣	٣,٤	١,٣	٠,٦	٣,٥-
البلدان النامية	٨,٠	٥,٣	٢,٦	٧,٨	٥,٨	٤,٧	٤,٨	٤,٥	٤,١
أفريقيا	٦,١	٥,٥	٣,٠	٥,١	٠,٩	٥,١	٣,٨	٣,٤	٣,٢
شمال أفريقيا باستثناء السودان	٤,٨	٦,٢	٢,٩	٤,١	٦,٨-	٨,٩	١,٠	١,٣	٢,٠
أفريقيا جنوب الصحراء باستثناء جنوب أفريقيا	٧,٤	٦,١	٥,٣	٦,٧	٤,٦	٤,٣	٦,٠	٥,٤	٤,٣
جنوب أفريقيا	٥,٤	٣,٢	١,٥-	٣,٠	٣,٢	٢,٢	٢,٢	١,٥	١,٩
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	٥,٦	٣,٦	١,٦-	٥,٨	٤,٧	٣,٢	٢,٨	١,٤	٠,٨
البحر الكاريبي	٧,١	٢,٥	١,٠-	٢,٧	١,٩	٢,٠	٢,٧	٣,٠	٣,٣
أمريكا الوسطى باستثناء المكسيك	٧,٠	٣,٩	٠,٣-	٣,٧	٥,٢	٥,٠	٤,٣	٤,٢	٣,٧
المكسيك	٣,٢	١,٤	٤,٧-	٥,٢	٣,٩	٤,٠	١,٤	٢,١	٢,١
أمريكا الجنوبية	٦,٦	٤,٨	٠,٢-	٦,٥	٥,٢	٢,٨	٣,٣	٠,٨	٠,٢-

الجدول ١-١ (تابع)

المنطقة/البلد	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥ ^١
ومنها:									
البرازيل	٦,٠	٥,٠	٠,٢-	٧,٦	٣,٩	١,٨	٢,٧	٠,١	١,٥-
آسيا	٩,٢	٥,٩	٤,١	٨,٨	٦,٩	٥,١	٥,٦	٥,٦	٥,٢
شرفي آسيا	١١,١	٧,٠	٦,٠	٩,٥	٧,٦	٦,٠	٦,٣	٦,٣	٥,٧
ومنها:									
الصين	١٤,٢	٩,٦	٩,٢	١٠,٤	٩,٣	٧,٧	٧,٧	٧,٤	٦,٩
جنوبي آسيا	٩,١	٥,١	٤,٨	٩,٠	٥,٥	٣,٠	٥,٢	٦,٢	٦,٧
ومنها:									
الهند	١٠,١	٦,٢	٥,٠	١١,٠	٦,٢	٤,٤	٦,٤	٧,١	٧,٥
جنوب شرفي آسيا	٦,٧	٤,٢	١,٦	٨,١	٤,٧	٥,٨	٤,٩	٤,٣	٣,٩
غرب آسيا	٥,٥	٤,٦	١,٠-	٦,٧	٧,٥	٤,٠	٤,١	٣,٣	٢,٥
أوقيانوسيا	٤,١	٢,١	١,٠	٣,٥	٤,٤	٣,٢	٢,٨	٣,٣	٥,٣

المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى قاعدة بيانات المجاميع الرئيسية للحسابات الوطنية، وحالة الاقتصاد العالمي والتوقعات بشأنه: التقرير المستكمل حتى منتصف عام ٢٠١٥، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية، الأمم المتحدة UN-DESA؛ واللجنة الاقتصادية لأمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، ٢٠١٥؛ ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، ٢٠١٥؛ وصندوق النقد الدولي، التوقعات الاقتصادية في العالم، نيسان/أبريل ٢٠١٥؛ ووحدة المعلومات الاقتصادية لمجلة الإيكونوميست EIU، قاعدة البيانات القطرية للوحدة؛ ومصرف ج. ب. مورغان، مرصد البيانات العالمية، JP Morgan Global Data Watch؛ ومصادر وطنية.

ملاحظة: حسابات المجاميع القطرية تستند إلى الناتج المحلي الإجمالي بالقيمة الثابتة للدولار لعام ٢٠٠٥.

(أ) توقعات.

(ب) باستثناء ليتوانيا.

(ج) ألبانيا، والبوسنة والهرسك، والجبل الأسود، وجمهورية مقدونيا اليوغوسلافية سابقاً، وصربيا.

الإطار ١-١

أزمة منطقة اليورو، مشهد متكرر من الماضي

تمثل أزمة منطقة اليورو أزمات ميزان المدفوعات التي سبق وأن حدثت في البلدان النامية من حيث منشأها والاستجابة لها على صعيد السياسات؛ غير أنها تكشف أيضاً بعض المشاكل المحددة، والفريدة في جانب منها، في تصميم قواعد ومؤسسات وآليات التكيف في منطقة اليورو.

وأصول أزمة منطقة اليورو لا تعكس سوء الإدارة المالية، بل إنها تكمن في اختلالات الاقتصاد الكلي الناتجة عن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المفرطة في ما يسمى بلدان الهامش في منطقة اليورو، وهو ما سلط تقرير التجارة والتنمية لعام ٢٠١١ الضوء عليه. ففي السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، أساساً، أدت عملية إعادة تدوير الفوائض المتزايدة في بلدان المركز بمنطقة اليورو إلى بلدان الهامش من خلال النظام المصرفي (والتي كانت ترجع في جانب منها إلى الأثر غير المتماثل على الأسعار النسبية للسلع المتداولة في المركز والهامش عقب استحداث العملة المشتركة)، إلى المساعدة

الإطار ١-١ (تابع)

في تمويل طفرة هائلة من استهلاك القطاع الخاص والاستثمار في قطاع الإسكان في بلدان الهامش، بأسعار فائدة منخفضة بصورة تاريخية، ولكن على حساب ازدياد المشاشة المالية. غير أنه لم تكن هناك في أي من الجانبين ردود فعل كبيرة على صعيد السياسات لوقف الاختلالات المتزايدة. ومع استمرار التباطؤ في منطقة اليورو بعد عام ٢٠١٠، أجبر هروب رؤوس الأموال بلدان العجز على خفض الإنفاق المحلي لجعله متماشياً مع الدخول المحلية. وأدى ذلك إلى تكيف ركودي شديد، وأسفر في نهاية المطاف عن ارتفاع ديون القطاع العام.

وتتمثل الاستجابة التقليدية لأزمات ميزان المدفوعات في خفض قيمة العملة. ولكن في منطقة اليورو، لم يكن خفض القيمة الاسمية خياراً مطروحاً. لذلك، سعت السياسات في بلدان العجز إلى تخفيض قيمة العملة داخلياً من خلال ضغط الأجور وخفض الإنفاق الحكومي، ولكن دون أي تدابير للتكيف من جانب بلدان الفائض من خلال زيادات أسرع في الأجور وتبني موقف مالي أكثر توسعاً. غير أنه من المرجح لمثل هذا النهج لتحقيق خفض حقيقي في قيمة العملة أن ينطوي على تكاليف اقتصادية واجتماعية عالية؛ كما أنه، حتى إذا كان ممكناً، سيستغرق وقتاً طويلاً، وخصوصاً عندما تكون الفجوة الإنتاجية مع الشركاء التجاريين واسعة ومعدلات التضخم منخفضة جداً. وعلاوة على ذلك، فإن السياسات الانكماشية تثبط الاستهلاك المحلي والاستثمار، بما يزيد من البطالة ومن عبء الديون. وبالإضافة إلى ذلك، فإن تدهور الأسعار وتراجع النشاط المحلي من يقللان عائدات الضرائب، مما يضطر الحكومات إلى التماس السيولة من مصادر خارجية من أجل خدمة ديونها في الأجل القصير.

ومع الافتقار إلى ترتيبات مؤسسية لتوفير المساعدة المالية، صممت منطقة اليورو سلسلة من القروض الثنائية في عام ٢٠١٠، إلى جانب مساعدة قدمها صندوق النقد الدولي إلى اليونان لتمكينها من مواجهة سداد ديونها. وأنقذ ذلك الدائنين الأصليين من القطاع الخاص من تكبد خسائر كبيرة، رغم ممارساتهم غير المسؤولة في الإقراض. واستبعد إنقاذ الدائنين كخيار مطروح حتى يشطب كبار الدائنين (أو حملة السندات) من الموازنات أجزاء كبيرة من الأصول المتعثرة. فتلك الأصول قد حصلت عليها هيئات فوق وطنية (مثل برنامج أسواق الأوراق المالية الذي أنشأه المصرف المركزي الأوروبي في عام ٢٠١٠، والإقراض المنسق من بلدان منطقة اليورو لليونان، وبرنامج منطقة اليورو لإنقاذ آيرلندا والبرتغال) أو مؤسسات مالية أخرى في البلدان المعنية (مثل المصارف الإسبانية والإيطالية، التي زادت حيازتها من الديون الحكومية الوطنية). كما اقترضت الحكومتان الإسبانية والبرتغالية أموالاً أوروبية من أجل إعادة رسملة بعض مصارفهما المحلية، لتعويض الخسائر الناجمة عن الإقراض المنبثق عن تضخم الفقاعة.

ومنذ أواخر عام ٢٠٠٩، انعكس فجأة مسار الإقراض لبلدان هامش منطقة اليورو (إسبانيا وآيرلندا والبرتغال واليونان)، حيث سعت مصارف بلدان "مركز" منطقة اليورو إلى تقليص انكشافها دون تكبد خسائر كبيرة (انظر الشكل). ولم تُنفذ أول عملية إعادة هيكلة لديون اليونان الخارجية إلا في آذار/مارس ٢٠١٢، عندما استحدثت في كانون الأول/ديسمبر من نفس العام نظام إعادة شراء الديون الطوعي.

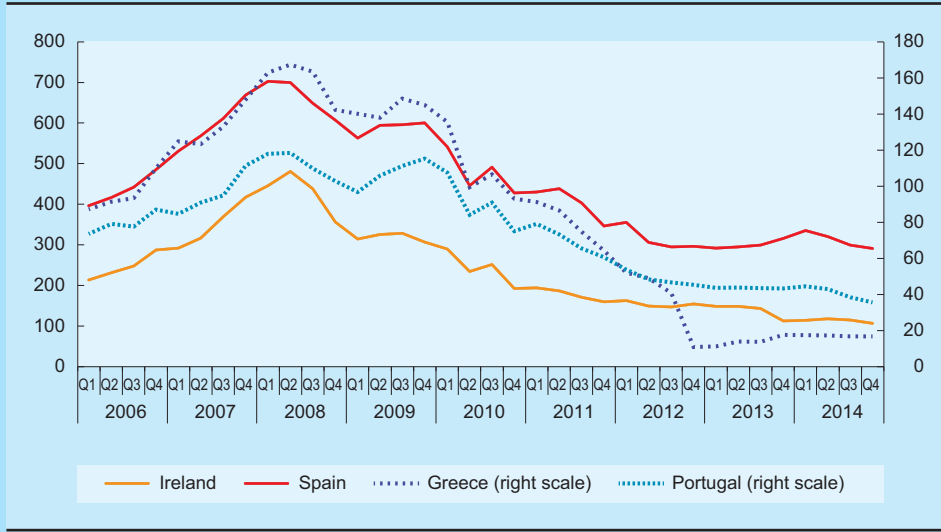
وفي نهاية المطاف، أنشأت منطقة اليورو عدداً من الصناديق - في البداية المرفق الأوروبي لتحقيق الاستقرار المالي في حزيران/يونيه ٢٠١٠، الذي تم بعد ذلك في الآلية الأوروبية لتحقيق الاستقرار في عام ٢٠١٢ - من أجل تقديم المساعدة المالية، ليس لليونان فحسب، وإنما أيضاً لآيرلندا والبرتغال. غير أنه كثيراً ما تم تعليق هذه المساعدة على توقعات غير واقعية للنمو، وربطها بمشروطيات مفرطة على صعيد السياسات، بمشاركة صندوق النقد الدولي في بعض الحالات، وهو ما لا يسمح بحدوث انتعاش معتدل ولا بتسهيل تسوية موازنات القطاع الخاص. وفي الوقت نفسه، ارتفع الدين الحكومي في كل بلدان الهامش، مع تصاعد العائدات السيادية حتى إعلان المصرف المركزي الأوروبي برنامجه للمعاملات النقدية المباشرة. وأظهر الأثر

الإطار ١-١ (تابع)

المباشر للبرنامج في خفض فوارق الفائدة على الديون السيادية أن الاعتماد على مقرض الملاذ الأخير هو وسيلة أكثر فعالية بكثير من التقشف المالي في خلق الثقة في الأسواق المالية.

انكشاف مصارف بلدان "المركز" في منطقة اليورو إزاء بلدان مختارة في هامش منطقة اليورو، الربع الأول من عام ٢٠٠٦ - الربع الرابع من عام ٢٠١٤

(ببلايين الدولارات)



المصادر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى مصرف التسويات الدولية، قاعدة بيانات الإحصائيات المصرفية الموحدة.

ملاحظة: يعكس انكشاف مصارف بلدان "المركز" في منطقة اليورو المطالبات المجمعة للمصارف النمساوية والبلجيكية والفرنسية والألمانية والهولندية إزاء بلدان مختارة على أساس المخاطر النهائية. ويستبعد هذا المؤشر "حالات التعرض المحتملة الأخرى" التي تتألف من المشتقات والالتزامات الائتمانية والضمانات المقدمة.

وكان من الواضح أن ضعف النمو في العقد الثاني من القرن الحالي، الذي نتج عن مجموعة من السياسات التقيدية مماثلة لتلك التي نُفذت في اقتصادات الأسواق الناشئة في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي، يتطلب إحداث تغيير في النهج المتبع في حل الأزمات المالية الناجمة عن ديون القطاعين الخاص والعام المقومة بعملة لا سيطرة للسلطات النقدية المحلية عليها؛ وما يزيد من ذلك احتمال أن تكون الملاءة المالية للدائنين الأجانب معرضة للخطر. ويمكن لتوزيع مختلف لتكاليف عمليات التكيف، لا يتحملها القطاع المحلي وحده، بل يشارك في تحملها أيضاً الدائنون الخارجيون من خلال عمليات الإنقاذ، أن يوفر الظروف الملائمة لانتعاش أسرع وأكثر دواماً. وهذا الحل المقترح البديل ليس مجرد ممارسة لتفكير مغاير، بل يمكن أن يستند إلى خبرات فعلية مثل خبرات آيسلندا.

ففي استجابة للأزمة المالية الدرامية في آيسلندا في عام ٢٠٠٨، قدم صندوق النقد الدولي قرضاً مشروطاً بقيمة ٢,١ بليون دولار يهدف في جانب منه إلى إضفاء الاستقرار على العملة المحلية، مع إكمال بقروض إضافية من بلدان الشمال الأوروبي. وقام المصرف المركزي الأيسلندي، بدعم قوي من صندوق النقد الدولي، باستحداث "إدارة تدفق رؤوس الأموال" لوقف هروب رؤوس الأموال وتعزيز إعادة المصدرين النقد الأجنبي إلى البلد. وبالإضافة إلى ذلك، سمحت الحكومة بتأخير مصارفها بدلاً من إنقاذها بأموال دافعي الضرائب. وباختصار، قامت بتأميم المصارف الكبرى جزئياً، ونقلتها أصولها

الإطار ١-١ (تابع)

والتزاماتها الأجنبية إلى المصارف "القديمية" المعسرة وأصولها والتزاماتها المحلية إلى المصارف "الجديدة" التي تمتلك ملاءة مالية. كما قدمت ضمانات للودائع في المصارف الجديدة. وبصورة ضمنية، امتنعت عن حماية المودعين في فروع المصارف الآيسلندية في الخارج. وواصلت المصارف الجديدة الاضطلاع بالوظائف المصرفية المحلية الأساسية. وبالتوازي مع ذلك، أنشأت الحكومة فرقة عمل لرصد "الرعاية الاجتماعية"، تتألف من ممثلين عن مجموعة واسعة من أصحاب المصلحة، وتعمل بعيداً عن وزارة الرعاية الاجتماعية. وبشكل منفصل، أنشأت ديواناً لمظالم المدينين لتسهيل إعادة هيكلة ديون الأسر، لعدد كبير من الأسر يعاني من مشكلات، حيث كانت ديون الرهن العقاري المستحقة عليهم تعادل ما يزيد كثيراً عن أسعار منازلهم التي انخفضت قيمتها بشدة. وأخيراً، عدلت الحكومة قانون الضرائب لنقل جزء أكبر من العبء إلى الفئات المرتفعة الدخل وتقليله بالنسبة للفئات المنخفضة الدخل.

وكانت ضوابط رؤوس الأموال في آيسلندا - التي اقتصر على معاملات حساب رأس المال عقب الانهيار الأولي - المقرنة بعمليات إنقاذ الدائنين الأجانب التي حدثت في الوقت المناسب، عنصراً أساسياً من استراتيجية الإنعاش. واعتبرت الحكومة وصندوق النقد الدولي أن منع حدوث مزيد من الانخفاض في قيمة العملة، وتقاسم التكاليف بصورة أكثر إنصافاً بين أصحاب رؤوس الأموال غير المقيمين ودافعي الضرائب الآيسلنديين هما أكثر أهمية من تأمين الالتزام الليبرالي بحرية الاختيار وحقوق ملكية رؤوس الأموال. وبالإضافة إلى ضوابط رؤوس الأموال ورفض إنقاذ المستثمرين الأجانب، فإن تحقيق

الانتعاش بشكل أسرع وأكثر استدامة ويستند إلى قاعدة عريضة يقتضي باستمرار المزج بين السياسات المعاكسة للدورات الاقتصادية التي تحمي أضعف قطاعات الاقتصاد المحلي والتدابير التي تهدف إلى حل عقبات المديونيات العالقة وإعادة تنشيط الائتمان الإنتاجي (مثل التمييز بين القروض القديمة والقروض الجديدة، التي ستكون مستحقة الدفع بالكامل).

الاستخراجية. كما تركت سياسات التقشف المالي في كندا أثرها النشاط الاقتصادي، وإن كان ارتفاع صادراتها إلى الولايات المتحدة قد يخفف من حدة أثرها السلبي.

أما في الاقتصادات النامية، فقد اتبعت الاتجاهات الاقتصادية نمطاً مختلفاً منذ بداية الأزمة. فعلى سبيل الاستجابة للصدمة الأولى في عامي ٢٠٠٨-٢٠٠٩، عمد كثير منهم إلى تطبيق سياسات طموحة معاكسة للدورات الاقتصادية، من بينها زيادة الإنفاق المالي وتدابير سياسات الدخول التي اتبعت لفترة طويلة بما يكفي لتشجيع زيادة مستمرة في الإنفاق الأسري، وبالتالي، في الاستثمار الخاص. والآن، راحت بعض هذه البلدان تُقلص سياساتها التحفيزية، أو حتى تعكس مسارها، وهي تواجه نزوح رؤوس الأموال أو انخفاض أسعار صادراتها. وعلى النقيض من ذلك، فإن التحسينات الأخيرة في معدلات التبادل التجاري للبلدان المستوردة للنظت توسع من هامش المناورة المتاحة لها.

وكانت الاقتصادات الانتقالية من بين الأكثر تضرراً من انخفاض أسعار السلع الأساسية ونزوح رؤوس الأموال، ومن المتوقع أن يتراجع ناتجها المحلي الإجمالي في عام ٢٠١٥. ففي الاتحاد الروسي وأوكرانيا، تفاقمت مشاكل ميزان المدفوعات من جراء الصراعات

وفي اليابان، وعقب ركود عام ٢٠١٤، بدأ النشاط الاقتصادي في التحسن، بمساعدة من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري. وسيكون لانخفاض أسعار الطاقة تأثير إيجابي على الميزان التجاري وعلى الإنفاق الاستهلاكي، وكذلك الصادرات إلى الولايات المتحدة التي ارتفعت في الأشهر الأولى من عام ٢٠١٥. ومن المتوقع أن تواصل الولايات المتحدة مسار النمو في فترة ما بعد الأزمة بمعدل نمو يتراوح بين ٢ و٢,٥ المائة، وهو ما يقل عن معدلات الانتعاش السابقة، وإن كان يسمح بخلق فرص عمل على نحو مطرد. ويجري تخفيف التقشف المالي على الصعيد الاتحادي وعلى مستوى الولايات، وتتعاث الاستثمارات السكنية من المستوى المنخفض الذي كانت قد هبطت إليه. غير أنه مع عدم وجود دلائل تُذكر على حدوث زيادات في الأجور الاسمية، فإن هناك مخاوف من استمرار حالة المشاشة في ميزانيات الأسر المعيشية. وحتى وإن كانت الزيادات المتدرجة للغاية المتوقعة في أسعار الفائدة الأساسية لا تمثل تشديداً كبيراً للأوضاع النقدية، فقد أثرت بالفعل على تحركات رؤوس الأموال الدولية، وأدت إلى ارتفاع قيمة الدولار. وقد يؤدي ذلك بدوره إلى أن تترك الصادرات الصافية تأثيراً سلبياً على نمو الناتج المحلي الإجمالي.

ويتباطأ النمو في أستراليا، وفي كندا بصورة خاصة، نظراً لتدهور معدلات تبادلها التجاري وانخفاض استثماراتها في الصناعات

النمو بوتيرة سريعة نسبياً في معظم بلدان شرق أفريقيا، التي تحسنت معدلات تبادلها التجاري. وعلى العكس من ذلك، من المرجح أن تستمر معاناة بلدان غرب أفريقيا من تبعات وباء الإيبولا. ومن المتوقع أن يظل النمو الاقتصادي ضعيفاً في جنوب أفريقيا بسبب قيود العرض المفروضة في قطاع الطاقة، إلى جانب السياسات المالية والنقدية التقييدية. وإضافة إلى ذلك، ورغم أن التراجع الواسع النطاق لأسعار السلع الأساسية خلال العام الماضي سيترك أثراً مختلطاً على معدلات التبادل التجاري للمستوردين الصافيين للنفط، فإنه قد يؤثر الإنفاق الاستثماري والمشاريع، وخاصة تلك التي تتصل بالصناعات الاستخراجية وقطاعات البناء. وأخيراً، فإن الصراعات والمخاوف الأمنية ستؤثر على الدخل القومي في عدد من الاقتصادات في جميع أنحاء القارة.

وكما كان الحال في السنوات السابقة، كانت آسيا هي المنطقة الأكثر دينامية، وتشير التقديرات إلى أنها ستستأثر بقرابة نصف النمو العالمي الإجمالي في عام ٢٠١٥. ويتراوح معدل النمو المتوقع لشرق وجنوب وجنوب شرق آسيا مجتمعة ما بين ٥,٥ و ٦ في المائة في عام ٢٠١٥. ويُعزى النمو أساساً إلى الطلب المحلي، مع ازدياد مساهمة الاستهلاك العام والخاص على حد سواء. وبالتالي، فعلى الرغم من الارتفاع الشديد لمعدلات الاستثمار بالمقارنة بالمناطق الأخرى (وهي المعدلات التي ينبغي أن تظل مرتفعة، بالنظر إلى احتياجات البنية التحتية في المنطقة)، يبدو أن معظم البلدان الآسيوية (وخاصة الصين) تعتمد إلى إعادة موازنة هيكل الطلب فيها. وفي السنوات القليلة الماضية، تجاوزت مساهمة الطلب المحلي في النمو مساهمة صافي الصادرات، واتجهت نسبة الاستهلاك (الخاص والعام) في الناتج المحلي الإجمالي إلى الازدياد. غير أن انفجار فقاعة سوق الأسهم في الصين قد أدى إلى انعدام اليقين الاقتصادي، حيث يمكن أن يؤثر على الطلب المحلي. ومع ذلك، فإن نمو الاستهلاك الخاص يعتمد أساساً على ارتفاع مستويات الدخل أكثر مما يعتمد على القروض أو على ارتفاع قيمة الأصول، وهو ما ينبغي أن يضمن الاستدامة. وعلاوة على ذلك، يبدو أن السياسات المالية والنقدية التوسعية مهيأة لتعويض أثر هذه الصدمات السلبية. وفي الوقت نفسه، أدى انخفاض أسعار النفط إلى تخفيف عجز الحساب الجاري في بلدان عديدة، مثل باكستان والهند، ويُتوقع لاقتصاد الهند أن يتوسع بأكثر من ٧ في المائة. وفي غرب آسيا، استفادت تركيا أيضاً من انخفاض أسعار النفط، غير أن معظم الاقتصادات المصدرة للنفط في المنطقة دون الإقليمية تواجه تدهوراً في معدلات التبادل التجاري. وبالإضافة إلى ذلك، تقلل الصراعات العسكرية من احتمالات النمو في أجزاء من هذه المنطقة دون الإقليمية.

السياسية. وأدى الانخفاض الحاد في قيمة العملة والتضخم إلى تشييط الطلب المحلي وتعميق الركود الاقتصادي. وترك ذلك بدوره أثراً على البلدان المجاورة التي يمثل لها الاتحاد الروسي سوقاً ومصدراً كبيراً للتحويلات.

وفي أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، من المتوقع أن يستمر التباطؤ الاقتصادي الذي بدأ في عام ٢٠١١، حيث يُقدر أن يكون معدل النمو أقل من ١ في المائة في عام ٢٠١٥. وعلى وجه الخصوص، ظلت أمريكا الجنوبية والمكسيك تشهدان خسائر في معدلات التبادل التجاري وانتكاسات في تدفقات المحافظ الاستثمارية منذ النصف الثاني من عام ٢٠١٤. وترك انخفاض أسعار الصادرات أثره على الإيرادات الضريبية، وأدى أيضاً إلى شلل العديد من المشاريع الاستثمارية، وبخاصة بعض المشاريع المرتبطة باستغلال النفط والتعدين، وإلى تراجع إجمالي تكوين رأس المال الثابت. وتسعى الحكومات بوجه عام إلى الحفاظ على الأجور الحقيقية وكبح جماح البطالة على الرغم من تباطؤ النمو الاقتصادي. ونتيجة لذلك، يظل الاستهلاك الخاص هو المحرك الرئيسي للنمو في المنطقة، وإن كان معدل توسعه أقل دينامية في عام ٢٠١٤ وأوائل عام ٢٠١٥ (ECLAC, 2015). وأدت البيئة الخارجية الأكثر تشدداً، وفي بعض الحالات عدم القدرة على مواصلة سياسات معاكسة للدورات الاقتصادية وعلى التوسع الائتماني، إلى تبني سياسات أقل دعماً في الأشهر الأولى من عام ٢٠١٥، بل وإلى تدابير تقشف في حالة البرازيل. وعلى النقيض من ذلك، استفادت معظم بلدان أمريكا الوسطى ومنطقة البحر الكاريبي من انخفاض أسعار النفط، كما كانت أيضاً أقل عرضة لنزوح رؤوس الأموال المضاربة. وينبغي لروابط الصناعات التحويلية مع أسواق الولايات المتحدة، إلى جانب زيادة التحويلات المالية من الخارج، أن تساهم في تحقيق نمو كبير في هذه المناطق دون الإقليمية، من المرجح أن يكون أعلى بكثير من المتوسط الإقليمي.

كما أن الصورة متنوعة في المنطقة الأفريقية. ففي العقد الماضي، كان النمو في بلدان جنوب الصحراء الكبرى يُعزى أساساً إلى زيادة الاستهلاك الخاص والإنفاق على البنية التحتية، وهو ما كان يرتبط في كثير من البلدان بإنتاج السلع، مع تركيز الأثر الإيجابي أساساً على قطاعي البناء والخدمات. غير أنه في الآونة الأخيرة، أعلنت بعض البلدان الكبيرة المصدرة للنفط، مثل أنغولا ونيجيريا، تخفيضات في الإنفاق العام، وبخاصة في الاستثمارات الرأسمالية والإعانات. وتعرضت العملة النيجيرية (النايرا) لهجمات مضاربة أدت إلى تبني سياسات نقدية ومالية أكثر تشدداً، وهو ما سيترك أثراً سلبياً آخر على احتمالات النمو. وفي الوقت نفسه، من المتوقع أن يستمر

٢ - التجارة الدولية

(أ) السلع

هذه المعدلات للنمو كثيراً عن المعدل السنوي المتوسط البالغ ٧,٢ في المائة المسجل خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧ قبل الأزمة. وفي عام ٢٠١٤، نمت التجارة السلعية العالمية بالأسعار الجارية بمعدلات أقل من ذلك (٠,٣ في المائة فقط، لتصل إلى ١٩ تريليون دولار)^(١)، نتيجة للانخفاض الكبير في أسعار السلع الأساسية الرئيسية. وتشير التقديرات الأولية لعام ٢٠١٥ إلى أن حجم التجارة السلعية يمكن أن ينمو بمعدل قريب من معدل نمو الإنتاج العالمي. غير أن ذلك يظل غير كافٍ إلى حد كبير لأن يشكل في حد ذاته حافزاً كبيراً للنمو الاقتصادي.

لا تزال التجارة الدولية تعاني من الضعف، شأنها في ذلك شأن النشاط الاقتصادي العالمي. وفيما بين عامي ٢٠١٢ و٢٠١٤، كان معدل نمو التجارة السلعية العالمية (من حيث الحجم) يتراوح بين ٢ و٢,٦ في المائة (الجدول ٢-١). وتقل

الجدول ٢-١

أحجام الصادرات والواردات من السلع، مناطق وبلدان مختارة، ٢٠١١-٢٠١٤

(التغير السنوي بالنسب المئوية)

المنطقة/البلد	حجم الصادرات				حجم الواردات			
	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١
العالم	٥,١	٢,٠	٢,٦	٢,٣	٥,٤	٢,٠	٢,٣	٢,٣
البلدان المتقدمة ومنها:	٤,٨	٠,٦	١,٤	٢,٠	٣,٣	٠,٤-	٠,٣-	٣,٢
اليابان	٠,٦-	١,٠-	١,٩-	٠,٦	٤,٢	٣,٨	٠,٥	٢,٨
الولايات المتحدة	٧,٣	٣,٩	٢,٦	٣,١	٣,٨	٢,٨	٠,٨	٤,٧
الاتحاد الأوروبي	٥,٤	٠,١-	١,٧	١,٥	٢,٦	٢,٥-	٠,٩-	٢,٨
الاقتصادات الانتقالية ومنها:	١,٨	٠,٧	١,٨	٠,٢	١٥,٩	٥,٦	٠,٨-	٨,٥-
رابطة الدول المستقلة	١,٦	٠,٨	١,١	٠,١	١٦,٨	٦,٤	١,٤-	٩,٨-
البلدان النامية	٦,٢	٤,٠	٤,٢	٢,٩	٧,٩	٥,١	٦,١	٢,٠
أفريقيا	٧,٢-	٥,٥	٢,٠-	٣,٦-	٤,٢	١٣,٢	٥,٢	٣,٣
أفريقيا جنوب الصحراء	٠,١	٠,٢	٢,٠	٠,٩-	٩,٩	٨,٢	٧,٥	٢,٨
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	٤,٦	٣,٢	٢,١	٢,٤	٩,٧	٣,٣	٤,٠	٠,٦
شرق آسيا ومنها:	٨,٧	٤,٧	٦,٦	٤,٧	٧,٨	٣,٥	٨,٣	٢,٧
الصين	٨,٨	٦,٢	٧,٧	٦,٨	٨,٨	٣,٦	٩,٩	٣,٩
جنوب آسيا ومنها:	٩,٤	٧,٠-	٢,٧	٤,٨	٥,٤	٣,٨	٠,٦-	٤,٤
الهند	١٤,٩	١,٨-	٨,٥	٣,٢	٩,٦	٥,٩	٠,٢-	٣,٢
جنوب شرق آسيا	٧,٨	١,٤	٤,٣	٣,٤	٩,٥	٥,٢	٣,٨	١,٠
غرب آسيا	٨,٣	٩,٦	٣,١	٠,٣	٨,٤	٩,٢	٩,٦	٠,٢

المصادر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى دليل إحصاءات الأونكتاد UNCTADstat.

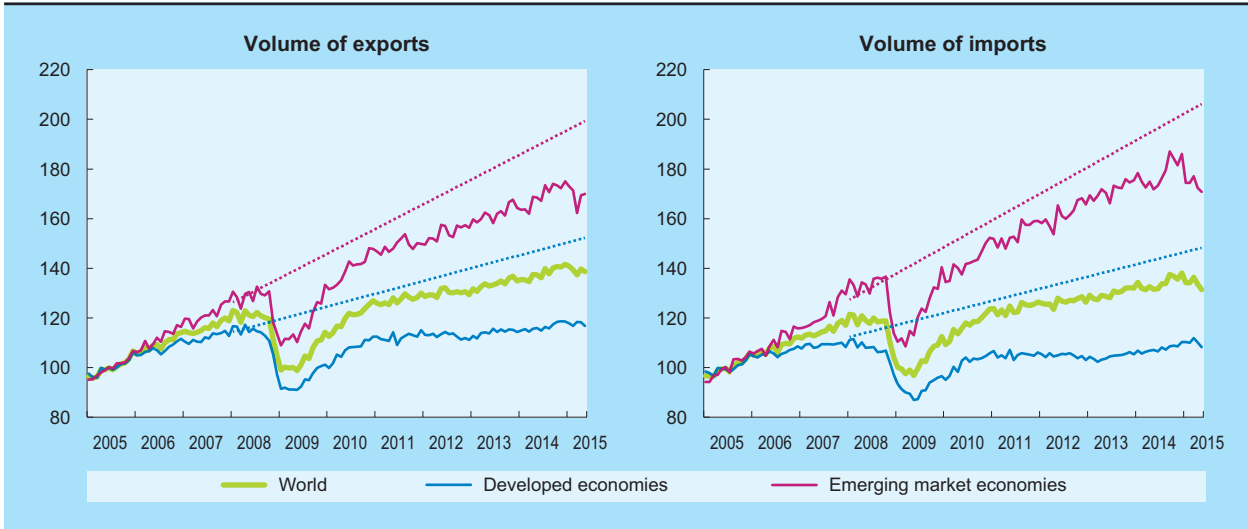
وتشير بيانات الأشهر الخمسة الأولى من ٢٠١٥ إلى أن النمو في التجارة السلعية العالمية في عام ٢٠١٥ قد يكون أضعف قليلاً مما كان عليه في عام ٢٠١٤. فخلال هذه الأشهر الخمسة، نما حجم التجارة الدولية بمتوسط من سنة لأخرى يقل عن ٢ في المائة (الشكل ١-١). وفيما بين الدول المتقدمة، أظهر نمو الواردات في الاتحاد الأوروبي دلائل على التباطؤ، في حين استمر انتعاش صادراته. وبالإضافة إلى ذلك، تشير الأرقام الشهرية لعائدات التجارة الثنائية إلى أن صادرات الاتحاد الأوروبي إلى الولايات المتحدة واصلت ارتفاعها بناء على نمو الناتج بوتيرة أسرع في الولايات المتحدة، وبسبب ارتفاع قيمة الدولار. وفي الوقت نفسه، أظهرت صادرات أوروبا إلى الصين قدراً من المرونة. وفي الولايات المتحدة، تواصل الواردات الزيادة بمعدل أسرع من الصادرات، التي تظهر دلائل على حدوث تباطؤ طفيف، في حين تنتعش صادرات اليابان أيضاً. وتراجعت الصادرات من اقتصادات الأسواق الناشئة في أوائل عام ٢٠١٥ قبل أن تعود إلى الانتعاش، وهو ما يرجع في جانب منه إلى انتعاش الناتج تدريجياً في بلدان آسيا النامية.

والأرقام الإجمالية تخفي جانباً من التنوع بين البلدان والمنتجات. ففي البلدان المتقدمة، تسارعت التجارة - وخاصة الواردات - في عام ٢٠١٤، وإن يكن من مستويات متدنية أصلاً. وساعدت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الإيجابية (وإن كانت بطيئة) في الاتحاد الأوروبي واليابان على زيادة حجم وارداتها بحوالي ٢,٨ في المائة في عام ٢٠١٤. ولكن نظراً لأن واردات الاتحاد الأوروبي (٢٨ بلداً) كانت قد تقلصت خلال العامين السابقين، ظلت الواردات الحقيقية في نهاية عام ٢٠١٤ أقل من مستواها في عام ٢٠١١. وفي الولايات المتحدة، ارتفعت الواردات بشكل أسرع، بنسبة ٤,٧ في المائة، وهو ما كان يرجع في جانب منه إلى ارتفاع قيمة الدولار. واقتراًناً باستمرار تدني معدل نمو حجم الواردات في الاقتصادات النامية والانتقالية عن ما تحقق في السنوات السابقة، أدت كل هذه العوامل إلى جعل البلدان المتقدمة هي مجموعة البلدان التي حققت أعلى معدل نمو سنوي للواردات لأول مرة منذ أواخر التسعينات من القرن الماضي.

الشكل ١-١

التجارة العالمية حسب الحجم، كانون الثاني/يناير ٢٠٠٥ - أيار/مايو ٢٠١٥

(الأرقام القياسية، ٢٠٠٥=١٠٠)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى قاعدة بيانات التجارة العالمية في مكتب تحليل السياسات الاقتصادية في هولندا CPB.

ملاحظة: اقتصادات الأسواق الناشئة هي اقتصادات المصدر، باستثناء وسط وشرق أوروبا. والخط المتقطع يمثل الاتجاه السائد في الفترة كانون الثاني/يناير ٢٠٠٢ - كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٧.

رغم الانخفاض الكبير في وارداتها. ويتناقض ذلك مع حالة المكسيك، التي زادت صادراتها إلى الولايات المتحدة زيادة كبيرة. وبالإضافة إلى ذلك، ازدادت صادرات السيارات المكسيكية إلى معظم مناطق العالم، وبخاصة آسيا، زيادة ملحوظة، باستثناء صادراتها إلى أوروبا، التي سجلت تراجعاً.

وفي غرب آسيا، واجهت الاقتصادات المصدرة للنفط معدلات تبادل تجاري معاكسة، مما قلل عائدات صادراتها بصورة حادة، وقلل كذلك الطلب على الواردات فيها - رغم امتلاك بعضها لاحتياطيات دولية كبيرة. وتضررت كذلك التجارة البينية الإقليمية بسبب الصراعات المسلحة في العديد من بلدان المنطقة دون الإقليمية، حيث امتدت التأثيرات إلى صادرات بعض بلدان شمال إفريقيا، بما في ذلك صادرات مصر. وفي الوقت نفسه، ارتفعت عائدات الصادرات التركية بما يناهز ٤ في المائة في عام ٢٠١٤، وهو ما يقل عن المستوى المستهدف من الحكومة. وكانت هذه النتيجة المخيبة للآمال ترجع للاضطرابات السياسية والاقتصادية، التي كبدت الصادرات التركية إلى الاتحاد الروسي والعراق خسائر فادحة. ومع ذلك، خفف انخفاض أسعار النفط من العجز في الحساب الجاري في تركيا والاقتصادات الأخرى المستوردة للنفط في المنطقة دون الإقليمية.

وفي شرق آسيا، كان معدل نمو التجارة من حيث الحجم منخفضاً بشكل غير معتاد في المنطقة، حيث كان أقل من ٤ في المائة في عام ٢٠١٤. وكان ذلك يعكس إلى حد كبير تباطؤ التجارة الدولية للصين. فقد بلغ نمو صادراتها من حيث الحجم ٦,٨ في المائة في عام ٢٠١٤، وهو ما كان معدلاً أبطأ من معدل نمو ناتجها المحلي الإجمالي. وفي الوقت نفسه، تباطأ بشكل أكبر نمو واردات الصين من حيث الحجم، ليصل إلى ٣,٩ في المائة. ونتيجة لذلك، شهدت الاقتصادات النامية والانتقالية التي تصدر سلع أساسية أولية تباطؤاً كبيراً في الطلب من الصين في عام ٢٠١٤. وعلى العكس من ذلك، فإن صادرات الدول النامية إلى الصين التي ترتبط بسلاسل إمدادات التصنيع، التي تنتهي منتجاتها النهائية في الاقتصادات المتقدمة في نهاية المطاف، سجلت معدلات أفضل. وفي عام ٢٠١٤، شهدت صادرات الصين إلى منطقة اليورو والولايات المتحدة انتعاشاً من حالة التراجع، التي سجلت معدلات نمو سلبية في بعض الأحيان، في الفترة ما بين عامي ٢٠١٠ و٢٠١٣، وإن لم تعد إلى وتيرتها الدينامية في فترة ما قبل الأزمة.

وفي جنوب شرق آسيا، تباطأ أيضاً نمو الصادرات من حيث الحجم إلى ٣,٤ في المائة في عام ٢٠١٤، في حين تباطأ نمو الواردات بشكل أكبر إلى ١ في المائة؛ وكان كلا المعدلين أقل من معدل النمو الاقتصادي في المنطقة دون الإقليمية. تم إندونيسيا باستمرار فوائض

وبشكل أعم، ظل نمو الصادرات من حيث الحجم في اقتصادات الأسواق الناشئة أقل مما كان عليه قبل الأزمة بفارق كبير، بل واتسع ذلك الفارق خلال النصف الأول من ٢٠١٥ (الشكل ١-١). ويرجع ذلك في جنب منه إلى بطء نمو الطلب على الواردات من بضائعها في البلدان المتقدمة، على الرغم من التسارع الطفيف في نمو واردات البلدان المتقدمة في عام ٢٠١٤. وكما نوقش بشيء من التفصيل في تقرير التجارة والتنمية لعام ٢٠١٣، يشكل ذلك تحدياً لاقتصادات السوق الناشئة التي تهدف إلى العودة إلى سياسات النمو الموجه نحو التصدير التي كانت تبناها قبل الأزمة.

وفيما يتعلق بالاقتصادات الانتقالية، عانت الصادرات فعلياً من الركود في عام ٢٠١٤، في حين انخفض حجم الواردات بنسبة ٨,٥ في المائة، بل وتقلص أكثر في أوائل عام ٢٠١٥، وهو ما كان يرجع في معظمه إلى الصعوبات الاقتصادية والمالية في الاتحاد الروسي وأوكرانيا. وفي البلدان النامية، أشارت معظم أرقام التجارة إلى صورة أكثر قتامة من السنوات السابقة. وعلى وجه الخصوص، أظهرت صادرات أفريقيا الحقيقية انكماشاً نتيجة لتقلص صادرات النفط في ليبيا، وإلى حد أقل في بعض البلدان الأخرى المصدرة للنفط جنوب الصحراء الكبرى. وكان من الملحوظ توقف صادرات نيجيريا من النفط إلى الولايات المتحدة بشكل كامل في عام ٢٠١٤، حيث قللت ثورة النفط الصحري في الولايات المتحدة من احتياجاتها للواردات النفطية. ولذلك، اضطرت نيجيريا إلى إعادة توجيه صادراتها نحو جمهورية كوريا والصين والهند واليابان. وقد يتبع مصدر النفط الآخرين في أفريقيا المسار الذي اتخذته نيجيريا^(١). وفي الوقت نفسه، انخفضت صادرات جنوب أفريقيا إلى شرق وجنوب وجنوب شرق آسيا - التي تتألف أساساً من السلع الأساسية الأولية - بنسبة ١٣,٤ في المائة في عام ٢٠١٤. وعلى النقيض من ذلك، سجلت عائدات الصادرات من المنتجات المصنعة من العديد من البلدان الأفريقية نمواً كبيراً - وبخاصة تلك التي تربطها علاقات تجارية وثيقة مع أوروبا، مثل بعض بلدان شمال أفريقيا مثل تونس والمغرب.

وفي أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، توقفت من الناحية العملية التجارة الدولية مقاسة بالقيم الحالية، وهو ما يرجع في معظمه إلى الانخفاض في قيم وحدات الصادرات. وترك ضعف الطلب من الصين وتباطؤ التجارة البينية الإقليمية أثره أساساً على بلدان أمريكا الجنوبية. وعلى وجه الخصوص، تأثرت صادرات المنطقة بشدة، وخاصة من الآلات ومعدات النقل، نتيجة لانخفاض واردات البرازيل، أكبر اقتصاد في المنطقة. وفي واقع الأمر، انخفضت صادرات أمريكا الجنوبية إلى البرازيل بنسبة ٧,٩ في المائة في عام ٢٠١٤. وأدى تدهور أسعار اثنين من صادراتها الرئيسية، وهما خام الحديد وفول الصويا، إلى دفع الميزان التجاري للبرازيل إلى الخانة السلبية،

ازدياد حجوزات السفر الجوي الدولي بنحو ٥ في المائة في الفترة أيار/ مايو - آب/أغسطس ٢٠١٥ (UNWTO, 2015a and 2015b).

وعلى الصعيد الإقليمي، لا يزال الاتحاد الأوروبي أكثر المناطق استقبالية للزيارات في العالم، وأيضاً أكثرها دينامية، حيث تسارع النمو في عدد السياح الوافدين إلى ٤,٩ في المائة، مقارنة بـ ٣ في المائة و ٤ في المائة في عامي ٢٠١٢ و ٢٠١٣ على التوالي. وزاد نمو عدد السياح الوافدين بأكثر من الضعف في أمريكا الشمالية ليصل إلى ٩,٢ في المائة في عام ٢٠١٤. وفي المقابل، انخفضت أعداد السياح الوافدين في الاقتصادات الانتقالية بسبب الصراع في أوكرانيا وتباطؤ الاقتصاد الروسي. وسجلت جميع المناطق والمناطق دون الإقليمية الأخرى معدلات نمو إيجابية في عام ٢٠١٤، وإن كان الطلب قد أصابه الضعف في أفريقيا بعد سنوات من النمو القوي، متأثراً أساساً بوباء الإيبولا.

وفي عام ٢٠١٥، تظهر البيانات الأولية حسب المنطقة أرقاماً إيجابية في جميع المناطق، باستثناء أفريقيا. وعلى وجه الخصوص، ازدادت الأنشطة السياحية بوتيرة سريعة في أمريكا الشمالية والجنوبية ومنطقة البحر الكاريبي وأوقيانوسيا خلال الأشهر الأربعة الأولى من عام ٢٠١٥. كما انتعشت بنسبة ٧ في المائة في الاقتصادات الانتقالية بعد انكماشها في العام الماضي. وعلى النقيض من ذلك في أفريقيا، تشير البيانات المتاحة حالياً للفترة كانون الثاني/يناير - نيسان/أبريل ٢٠١٥ إلى انخفاض بنسبة ٦ في المائة، بسبب المخاوف الصحية أو الأمنية في عدد من البلدان في الآونة الأخيرة (UNWTO, 2015a).

وفيما يتعلق بخدمات النقل الدولي - ثاني أكبر فئة من الخدمات التجارية - تشير التقديرات الأولية إلى أن حجم الشحنات المنقولة بجزراً على مستوى العالم قد ازداد بنسبة ٣,٤ في المائة في عام ٢٠١٤ - وهو نفس معدل نموه في عام ٢٠١٣^(٤). وازدادت شحنات البضائع الخفيفة، التي تمثل أكثر من ثلثي مجموع شحنات البضائع، بنسبة ٥ في المائة، أساساً بسبب التوسع السريع المستمر لكميات خام الحديد العالمية. ويعود ذلك في جانب منه إلى استمرار الطلب على الواردات من الصين. وتوسعت تجارة الحاويات بنسبة ٥,٦ في المائة، بينما تقلصت تجارة الناقلات بنسبة ١,٦ في المائة.

وظلت البلدان النامية تمثل المصدر الرئيسي والوجهة الرئيسية للتجارة الدولية المنقولة بجزراً: فمن حيث التحميل، كانت تستأثر بنسبة ٦٠ في المائة من الحمولة العالمية في عام ٢٠١٤، وهو الرقم الذي ظل ثابتاً إلى حد ما على مدى العقد الماضي. أما إسهامها في التفريغ، فقد استمر في النمو ليصل إلى ما يقدر بـ ٦١ في المائة من الإجمالي العالمي في عام ٢٠١٤.

التجارة الشهرية منذ أواخر عام ٢٠١٤ حتى منتصف عام ٢٠١٥، كما انخفضت فاتورة وارداتها أكثر من عائدات التصدير في سياق انخفاض قيمة العملة كبيراً. وتحالف التجارة في جنوب آسيا الاتجاهات السلبية المسجلة في كافة مجموعات البلدان النامية الأخرى. وفي هذه المجموعة، سجلت جمهورية إيران الإسلامية ارتفاعاً كبيراً في حجم صادراتها النفطية في عام ٢٠١٤، رغم أنها ظلت تقارب نصف ما كانت عليه قبل تشديد العقوبات الاقتصادية المفروضة عليها في عام ٢٠١١. وفي الوقت نفسه، أدى ازدهار قطاعات الملابس إلى دعم الصادرات من بنغلاديش، الأكثر سكاناً بين البلدان الأقل نمواً (إلى الاقتصادات المتقدمة أساساً)، ومن سري لانكا في فترة ما بعد الصراع. وعلى النقيض من ذلك، تباطأ نمو صادرات الهند (من حيث الحجم) لينخفض من ٨,٥ في المائة في عام ٢٠١٣ إلى ٣,٢ في المائة في عام ٢٠١٤.

وعموماً، لم تظهر التجارة العالمية كثيراً من الدينامية. وكان نمو التجارة المعتدل يعكس أساساً تحسناً في التجارة فيما بين بلدان الشمال، دون أن يترك ذلك سوى آثار إيجابية محدودة على الصادرات من البلدان النامية إلى البلدان المتقدمة.

(ب) الخدمات

واصلت التجارة في الخدمات نموها لتصل إلى ٤,٩ تريليون دولار في عام ٢٠١٤ - بزيادة من سنة إلى أخرى بنسبة ٥,١ في المائة (بالأسعار الجارية)، وهو ما يفوق معدل نمو تجارة السلع. وحققت خدمات النقل نمواً بنسبة ٢,٧ في المائة، بينما ازدادت خدمات السفر والخدمات ذات الصلة بالسلع بنسبة ٦,٨ في المائة على التوالي. ويمثل النقل والسياحة ٥٥ في المائة من صادرات الخدمات من البلدان النامية و ٦٢ في المائة من صادرات البلدان الأقل نمواً، مقارنة بـ ٣٩ في المائة فقط من الاقتصادات المتقدمة^(٥).

ولا تزال السياحة الدولية تمثل المكون الأكبر من التجارة في الخدمات، حيث بلغ إجمالي عائدات صادراتها ١,٤ تريليون دولار في عام ٢٠١٤. ولا تزال أعداد السياح الوافدين قوية: حيث زادت بنسبة ٤,٣ في المائة في عام ٢٠١٤ (على غرار عامي ٢٠١٢ و ٢٠١٣)، لتصل إلى ١,١ بليون سائح وافد. وازدادت الإيرادات المتأتية من الوافدين الدوليين بنسبة ٣,٧ في المائة من حيث القيمة الحقيقية (مع أخذ تقلبات أسعار الصرف والتضخم في الحسبان). وتؤكد البيانات الأولية استمرار هذا الاتجاه في عام ٢٠١٥: فخلال الأشهر الأربعة الأولى من عام ٢٠١٥، ازداد عدد السياح الوافدين بنسبة ٤ في المائة على أساس سنوي، في حين تشير التوقعات إلى

والنقل؛ فعلى سبيل المثال، انخفضت أسعار زيت النفط بدرجة لزوجته ٣٨٠ في روتردام بنسبة ٤٦ في المائة (Clarkson Research Services, 2015). وأدى انخفاض تكاليف الوقود إلى تقليص نفقات مشغلي السفينة والرسوم التي تسددها شركات الشحن، وهو ما يُتوقع أن يؤدي بدوره إلى حفز الطلب على خدمات النقل البحري وزيادة البضائع المنقولة بحراً.

وتأثر الشحن والتجارة المنقولة بحراً، وبخاصة تجارة الناقلات، بالتوسع في إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة وبانخفاض في أسعار النفط منذ حزيران/يونيه ٢٠١٤. فكما ذكر أعلاه، أدى توسع النفط الصخري إلى تغير وجهة النفط الإفريقي، حيث تحولت وجهة حصة متزايدة منه من الولايات المتحدة إلى آسيا. وبالإضافة إلى ذلك، ساهم انخفاض أسعار النفط في انخفاض تكاليف الوقود

باء- التطورات التي شهدتها أسواق السلع الأساسية في الآونة الأخيرة

١- تطور أسعار السلع الأساسية الرئيسية

احتل سوق النفط الخام موقع الصدارة في تطورات أسعار السلع الأساسية في عام ٢٠١٤. فبعد أن ظلت أسعار النفط الخام عند مستوى مستقر نسبياً منذ نيسان/أبريل ٢٠١١، يتراوح بين ١٠٠ و١٢٠ دولاراً، انخفضت بشدة في النصف الثاني من عام ٢٠١٤. فعلى سبيل المثال، انخفض سعر خام برنت من متوسط شهري يبلغ ١١٢ دولاراً في حزيران/يونيه ٢٠١٤ إلى مستوى أدنى يبلغ ٤٨ دولاراً في كانون الثاني/يناير عام ٢٠١٥. ودفع هذا الانخفاض البالغ ٥٦,٧ في المائة أسعار النفط الخام إلى أدنى مستوى لها منذ عام ٢٠٠٩ (دليل إحصاءات الأونكتاد UNCTADstat).

وقد نتج انخفاض أسعار النفط أساساً عن ازدياد الإنتاج العالمي، وبخاصة النفط الصخري في الولايات المتحدة. ففي عام ٢٠١٤، ازداد الإنتاج النفطي العالمي بنسبة ٢,٣ في المائة، في حين ازداد في الولايات المتحدة بنسبة ١٥,٩ في المائة. بل إنه في الفترة القصيرة الممتدة بين عامي ٢٠١١ و٢٠١٤، ازداد إنتاج الولايات المتحدة من النفط بنسبة ٥٠,٦ في المائة ليصل إلى مستويات لم تتحقق منذ أوائل السبعينات من القرن الماضي (BP, 2015). وأدى ذلك إلى زيادات كبيرة في المخزونات. وساهم الارتفاع الكبير في إنتاج النفط في الولايات المتحدة في الاستقرار النسبي لأسعار النفط في الفترة ما بين عام ٢٠١١ ومنتصف عام ٢٠١٤، حيث عوّض تعطل الإنتاج في الدول المنتجة الأخرى (TDR 2014). وعندما أصبحت هذه الاضطرابات المعطلة أقل تأثيراً وازداد وضوح وفرة المعروض، بدأت الأسعار في الانخفاض في منتصف عام ٢٠١٤. غير أن وتيرة تراجع الأسعار تسارعت بعد اجتماع منظمة البلدان المصدرة للبترول (أوبك) في تشرين الثاني/نوفمبر الذي تقرر فيه عدم تغيير حصص الإنتاج، وهو القرار الذي جرى تأييده في اجتماع أوبك اللاحق في حزيران/يونيه ٢٠١٥. وفسر ذلك على نطاق واسع على أنه محاولة

شهدت أسواق السلع الأساسية فترات عصبية في عام ٢٠١٤ والنصف الأول من عام ٢٠١٥. فقد انخفضت أسعار معظم السلع الأساسية بدرجة كبيرة خلال عام ٢٠١٤، واستمرار الاتجاه للهبوط من المستويات المرتفعة التي بلغت في الفترة ٢٠١١-٢٠١٢. وكان الانخفاض الأكثر درامية هو الذي طرأ على أسعار النفط الخام منذ منتصف ٢٠١٤ (الشكل ١-٢)، والذي أحدث تأثيراً واسع النطاق. وشهدت المجموعات السلعية كلها، باستثناء المشروبات المدارية^(٥)، انخفاضاً في متوسط الأسعار في عام ٢٠١٤ (الجدول ١-٣)، مع تسارع وتيرة الانخفاض مقارنة بعام ٢٠١٣ لتلك المجموعات السلعية التي يرتبط الطلب عليها ارتباطاً وثيقاً بالنشاط الاقتصادي العالمي، مثل المعادن والخامات والفلزات والمواد الخام الزراعية والنفط. غير أنه، في المتوسط، كانت أسعار السلع في عام ٢٠١٤ وحتى حزيران/يونيه ٢٠١٥ أعلى من متوسطها عند ازدهار الأسعار في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨.

وكانت وفرة العرض هي السبب الرئيسي في انهيار أسعار معظم السلع الأساسية في الآونة الأخيرة، حيث أدت ردود الفعل الاستثمارية على ازدهار الأسعار في العقد الأول من القرن الحالي إلى زيادة الإنتاج بشكل كبير على مدى السنوات القليلة الماضية. وأدى ضعف الطلب بسبب تباطؤ النمو في الاقتصاد العالمي بشكل عام، والتباطؤ الحادث مؤخراً في عدد من الاقتصادات النامية الكبيرة بصفة خاصة، إلى تعزيز ما نتج عن ذلك من ميل إلى زيادة المعروض. وبصرف النظر عن أساسيات العرض والطلب، ظلت أمولة أسواق السلع الأساسية تؤثر على تطورات الأسعار، حيث راح المستثمرون الماليون يقلصون مراكزهم في أسواق السلع الأساسية بالتزامن مع تراجع أسعار وعوائد مشتقات السلع الأساسية. ومن العوامل الهامة الأخرى التي ساهمت في انخفاض أسعار السلع الأساسية، ارتفاع قيمة الدولار بقوة خلال العام الماضي.

تعاقد الربحية لمنتجي النفط الصخري. غير أنه لا يبدو أن هناك اتفاقاً كبيراً على ما هو ذلك السعر⁽³⁾. وباختصار، ليس من المحتمل أن تقترب الأسعار من مستوى الـ ١٠٠ دولار للبرميل في أي وقت قريب. ونظراً لقصر فترة حياة إنتاج النفط الصخري، فإن ذلك سيتوقف على طول مدة استمرار طفرة النفط الصخري. وعلى أي حال، فإن هناك شكوك كبيرة فيما يتعلق بالوقت الذي سيصل فيه إنتاج النفط الصخري إلى ذروته.

وعلى جانب الطلب، لعبت توقعات انخفاض النمو الاقتصادي أيضاً دوراً في انهيار أسعار النفط. ففي الواقع، أجرت الوكالات المتخصصة تعديلات مستمرة لخفض توقعاتها لنمو الطلب. وفي عام ٢٠١٤، زاد الطلب العالمي على النفط بنسبة ٠,٨ في المائة فحسب، بانخفاض عن متوسط نمو قدره ١,١ في المائة خلال السنوات الثلاث السابقة. واستأثرت البلدان غير الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بحمل نمو الطلب، بنسبة ٢,٧ في المائة، في حين ازداد الطلب على النفط في الصين بنسبة ٣,٣ في المائة، ولكن هذه المعدلات كانت أقل من متوسط المعدلات في فترة على التوالي. وعلى النقيض من ذلك، انخفض الطلب على النفط في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بنسبة ١,٢ في المائة (BP, 2015).

ويؤثر انخفاض أسعار النفط الخام على تطور أسعار السلع الأساسية الأخرى. فهو يؤدي إلى خفض تكاليف الإنتاج، من خلال انخفاض تكاليف النقل مثلاً، أو خفض أسعار الأسمدة في حالة الإنتاج الزراعي. كما أنه يتصل بالوقود الأحثائي، حيث إن انخفاض أسعار النفط يجعل الوقود الأحثائي أقل قدرة على المنافسة كمصدر للطاقة، ويمكن أن يقلل الطلب على المحاصيل الغذائية. غير أنه يمكن لبعض العوامل الأخرى أن تؤثر أيضاً على إنتاج الوقود الأحثائي، وبخاصة التكاليف الرسمية. كما تُعد الأمولة قناة أخرى يمكن أن تؤثر أسعار النفط من خلالها على أسعار السلع الأساسية الأخرى، حيث تمثل أسعار النفط عنصراً كبيراً من عناصر مؤشرات أسعار السلع (انظر أدناه). ومع ذلك، فإن الأسعار في الأسواق الزراعية تتحدد أساساً من خلال حالة العرض الخاص بها، والتي تتأثر بصفة خاصة بالظروف الجوية. وفي حالة السلع الأساسية الغذائية، كانت وفرة الحصاد، بفضل الطقس الجيد، وارتفاع مستويات المخزون، هي العوامل الرئيسية التي أسهمت في استمرار انخفاض أسعار الحبوب وفول الصويا في عام ٢٠١٤ وأوائل عام ٢٠١٥. غير أن تلك الأسعار شهدت تراجعاً في حزيران/يونيه وتموز/يوليه ٢٠١٥ بسبب سوء الأحوال الجوية في الولايات المتحدة، مما ترك أثره على الزراعة. كما ارتفعت أسعار القمح في حزيران/يونيه بسبب الآثار السلبية التي

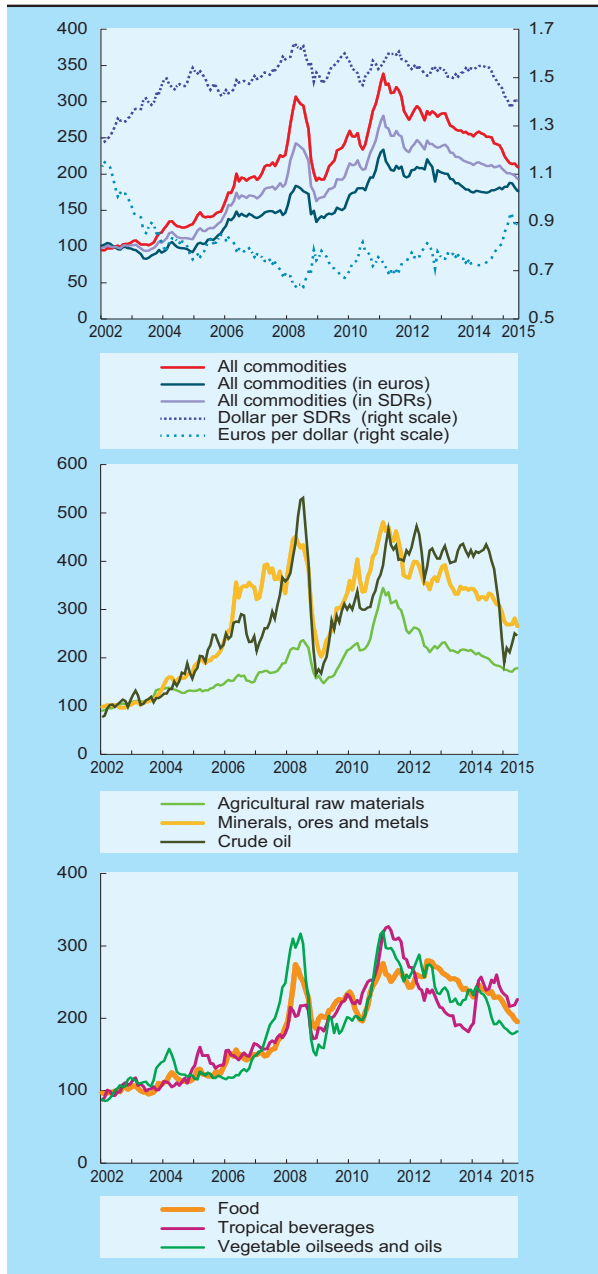
من جانب أوبك للدفاع عن حصتها في السوق وقطع الطريق على المنتجين الأعلى تكلفة، مثل منتجي النفط الصخري والرمال المشبعة بالقرار ونفط المياه العميقة، بغية إخراجهم من السوق.

ونتيجة لانخفاض الأسعار، أعلن عدد من الشركات المنتجة للنفط خفض استثماراتها، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تعديل نزولي للعرض (IMF, 2015). وفي تموز/يوليه ٢٠١٥، كان عدد منصات النفط في الولايات المتحدة قد انخفض بنسبة ٦٠ في المائة مقارنة بشهر تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٤، ليصل إلى أدنى مستوى له على مدى خمس سنوات (EIA, 2015). وعقب توقعات بأن تراجع الاستثمار سرعان ما سيترجم إلى انخفاض في الإمدادات (انظر أدناه)، ارتفع سعر خام برنت من أقل من ٥٠ دولاراً في كانون الثاني/يناير ٢٠١٥ ليستقر عند حوالي ٦٥ دولاراً بين نهاية نيسان/أبريل ونهاية حزيران/يونيه⁽⁴⁾. غير أنه عاود الانخفاض مرة أخرى في نهاية حزيران/يونيه وفي تموز/يوليه. ويُعزى ذلك في جانب منه إلى مرونة منتجي النفط الصخري، الذين نجحوا في زيادة الإنتاجية وخفض التكاليف⁽⁵⁾. وتقدر إدارة معلومات الطاقة بالولايات المتحدة (EIA, 2015) أنه في النصف الأول من العام، ازداد إنتاج النفط الخام في الولايات المتحدة بمقدار ٠,٣ مليون برميل يومياً عن متوسط الإنتاج في الربع الرابع من عام ٢٠١٤. ومع ذلك، تلاحظ الإدارة تراجعاً في إنتاج الحقول البرية منذ نيسان/أبريل ٢٠١٥. وكان تراجع الأسعار في تموز/يوليه يرتبط أيضاً بتوقعات الاتفاق مع جمهورية إيران الإسلامية بشأن برنامجها النووي الذي تم التوصل إليه في ١٤ تموز/يوليه. وسيعني رفع الجزاءات في نهاية المطاف بناء على ذلك دخول مصدر نفطي إضافي إلى أسواق النفط العالمية، وهو ما من شأنه ممارسة ضغط نزولي على سوق تعاني بالفعل من وفرة المعروض. غير أن توقيت عودة النفط الإيراني هذه يتوقف على الوقت اللازم لإعادة تأهيل مرافق إنتاج ونقل النفط في ذلك البلد. وفي الوقت نفسه، زادت المملكة العربية السعودية في حزيران/يونيه ٢٠١٥ إنتاجها من النفط الخام إلى مستويات قياسية⁽⁶⁾.

وعموماً، تشكل أسواق النفط الخام العالمية مشهداً جديداً، مع تزايد أهمية الإنتاج في الولايات المتحدة، وتخلي أوبك عن سياسة استهداف السعر. وطالما استمر هذا الاتجاه، يمكن للولايات المتحدة تحل محل المملكة العربية السعودية كأكبر منتج متحكم في السوق/السعر/حجم الإنتاج الكلي. ويعني ذلك أنه عندما تنخفض الأسعار إلى مستويات متدنية للغاية، يمكن خفض الاستثمار والإنتاج في الولايات المتحدة، مما يدفع الأسعار للارتفاع؛ وعند وصول الأسعار إلى مستوى معين، يمكن زيادة إنتاج الولايات المتحدة من النفط، بما يفرض ضغطاً نزولياً على الأسعار. فلمرونة هي، في واقع الأمر، خاصية هامة من خصائص التنقيب عن النفط الصخري. ونتيجة لذلك، سيكون هناك سقف أعلى لأسعار النفط يعتمد على سعر

الشكل ١-٢

المؤشرات الشهرية لأسعار السلع الأساسية حسب
المجموعات السلعية، كانون الثاني/يناير ٢٠٠٢ -
حزيران/يونيه ٢٠١٥
(الأرقام القياسية، ٢٠٠٢ = ١٠٠)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى دليل إحصاءات الأونكتاد
UNCTADstat.

ملاحظة: جميع السلع الأساسية باستثناء النفط الخام. سعر النفط الخام هو متوسط سعر برنت ودي وغرب تكساس الوسيط المرجح بالتساوي. وتستند الأرقام القياسية للأسعار بالقيمة الحالية للدولار، ما لم يُذكر خلاف ذلك.

تركتها الأمطار على الحصاد في الولايات المتحدة، وبسبب جفاف المناخ في المناطق المنتجة الأخرى في العالم. كما نشأت شكوك بشأن الآثار المحتملة لظاهرة النينو المناخية^(١٠). واتسمت سوق السكر أيضاً بوفرة المعروض المفرط وتراجع الأسعار، وتجاوز الإنتاج الاستهلاك في عام ٢٠١٤ للموسم الخامس على التوالي (OECD-FAO, 2015).

وكانت تطورات الأسعار في أسواق المشروبات المدارية في عام ٢٠١٤ وأوائل عام ٢٠١٥ أكثر تقلباً. فقد ارتفعت أسعار البن والكافو في النصف الأول من عام ٢٠١٤، وذلك نتيجة للظروف غير المواتية لمحصول البن في البرازيل ومحصول الكافو في بلدان غرب أفريقيا. ثم انخفضت في وقت لاحق من السنة عقب تحسن تلك الظروف. وارتفعت أسعار الكافو في الربع الثاني من ٢٠١٥ بسبب النقص المحصول في غانا.

وفي أسواق المواد الخام الزراعية، كانت وفرة الإمدادات تمثل مسألة رئيسية. فإنتاج القطن العالمي تجاوز الاستهلاك، ودفعت مخزونات الفائض الأسعار للانخفاض. كما تأثرت الأسعار بإعلان الصين اعتمادها تخفيض حصص الاستيراد وإنهاء سياسة المخزون التي تتبعها. وشهدت أسعار المطاط الطبيعي انخفاضاً كبيراً بنسبة ٣٠ في المائة في عام ٢٠١٤ نتيجة لوفرة العرض وازدياد المخزون. كما كان ضعف الطلب على القطن والمطاط الطبيعي يتصل بتراجع أسعار النفط. وأدى ذلك إلى انخفاض أسعار المطاط الصناعي والألياف الاصطناعية، مما فرض ضغطاً نزولياً على أسعار المطاط الطبيعي والقطن.

وشهدت أسواق المعادن والخامات والفلزات أيضاً تحمّة في المعروض. والمثال الرئيسي لذلك هو خام الحديد، حيث أدت زيادة المعروض منه إلى تراجع السعر بنسبة ٢٨,٤ في المائة في عام ٢٠١٤ (الجدول ١-٣). وكان أداء الألمونيوم والنيكل والزنك أفضل نسبياً، حيث سجلت ارتفاعاً في الأسعار في عام ٢٠١٤. وبالنسبة للنيكل، كان ذلك يتصل بحظر تصدير الخامات غير المعالجة في إندونيسيا؛ وبالنسبة للألمونيوم والزنك، كانت زيادات السعر نتيجة لخفض الإنتاج. غير أن هذه الأسعار المتزايدة أخذت في الانتكاس بعد منتصف ٢٠١٤^(١١). ولعب تباطؤ الطلب الناجم عن ضعف النمو الاقتصادي العالمي دوراً في هذا الصدد، حيث تميل أسعار الفلزات إلى الارتباط بقوة بتطور الإنتاج الصناعي العالمي. وعلى وجه الخصوص، ستتوقف احتمالات نمو الطلب على الفلزات في الصين على التوازن بين ارتفاع الاستثمارات في البنية التحتية والتحول الحضري التي ستظل مطلوبة في السنوات القادمة، من ناحية، وتحولها إلى اقتصاد يتضمن حصة متزايدة من الطلب على الخدمات، من جهة أخرى^(١٢). غير أن ذلك

تعاين من النقص، فإن الانخفاض الحاد في السعر في عام ٢٠١٤ "يبدو مبالغاً فيه بالمقارنة بالأساسيات" (AIECE, 2015). ويمكن أن يُعزى ذلك على الأرجح إلى عوامل مالية (انظر أدناه). ويرتبط انخفاض أسعار الذهب أيضاً ارتباطاً قوياً بالعوامل المالية والسياسة النقدية: فتوقعات زيادة أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، وكذلك ارتفاع قيمة الدولار، تميل لتقليل الطلب على الذهب كما لاذ آمن.

يُترجم بوجه عام إلى تراجع معدلات نمو الاستهلاك وليس إلى تراجع الطلب. وعلاوة على ذلك، ونظراً لأن المستويات الحالية للاستهلاك هي أكبر مما كانت عليه في الماضي، فإن انخفاض معدلات النمو ربما يظل يعني وجود كميات كبيرة من الطلب الإضافي على الفلزات. وهناك أيضاً بعض الاستثناءات؛ فاستهلاك النحاس، على سبيل المثال، ازداد بحوالي ١٥ في المائة في عام ٢٠١٤. ولما كانت سوق هذا الفلز تبدو متوازنة، أو حتى

الجدول ١-٣

الأسعار العالمية للسلع الأولية، ٢٠٠٩-٢٠١٥

(النسب المئوية للتغيير مقارنة بالعام السابق، ما لم يُذكر خلاف ذلك)

٢٠١٥-٢٠١٤ مقابل ٢٠٠٨-٢٠٠٣ ^(ب)	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	مجموعات السلع الأساسية
٣٦,٩	١٣,١-	٦,١-	٦,٧-	٨,٣-	١٧,٩	٢٠,٤	١٦,٩-	جميع السلع الأساسية ^(ج)
٣٩,١	٥,٩-	٦,١-	٦,٠-	٥,٥-	١٤,١	٢١,٧	١٤,٥-	جميع السلع الأساسية (بحقوق السحب الخاصة) ^(ج)
٥١,١	١٢,٢-	٤,١-	٧,٤-	١,٤-	١٧,٨	٧,٤	٨,٥-	جميع الأغذية
٥٤,٢	١١,٧-	٣,٨-	٦,٧-	٠,٤-	١٦,٥	٥,٦	٥,٤-	الأغذية والمشروبات المدارية
٦٠,٧	٧,٥-	٢٣,٥	١٨,٣-	٢١,٥-	٢٦,٨	١٧,٥	١,٩	المشروبات المدارية
٦٦,٧	١٤,٨-	٢٩,٩	٢٣,٦-	٢٥,٧-	٤٢,٩	٢٧,٣	٦,٩-	البن
٦٦,٣	٢,٣-	٢٥,٦	٢,٠	١٩,٧-	٤,٩-	٨,٥	١١,٩	الكافور
١٧,٣	٢٨,٥	١٠,٤-	٢٣,٩-	٠,٨	١١,٤	١,٠-	١٦,٥	الشاي
٥٣,٦	١٢,١-	٥,٩-	٥,٧-	٢,٠	١٥,٤	٤,٤	٦,٠-	الأغذية
٥٤,٣	١٩,٦-	٣,٩-	١٧,٩-	١٧,١-	٢٢,٢	١٧,٣	٤١,٨	السكر
٩٢,٢	٦,٤-	٢٢,١	٢,٣-	٢,٦	٢٠,٠	٢٧,٥	١,٢-	لحوم الأبقار
٤٠,١	١٤,٢-	٢٢,٢-	١٢,١-	٢,٦	٥٠,١	١٣,٢	٢٤,٤-	الذرة
٣٢,٦	١٨,٧-	٦,١-	١,٩-	٠,١-	٣٥,١	٣,٣	٣١,٤-	القمح
٢٠,٦	٧,٦-	١٧,٨-	١٠,٦-	٥,١	٥,٩	١١,٥-	١٥,٨-	الأرز
٥٤,٤	٤,٨	٠,٦	٥,٩-	٠,٩	١٠,٨	٣,٧	٠,٧	الموز
٣٠,٢	١٦,٠-	٥,٨-	١٢,٦-	٧,٦-	٢٧,٢	٢٢,٧	٢٨,٤-	البذور الزيتية النباتية والزيتون

الجدول ١-٣ (تابع)

٢٠١٥-٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	مجموعات السلع الأساسية
مقابل (٢٠٠٨-٢٠٠٣)	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	
٣٧,٢	١٨,٢-	٩,٧-	٧,٩-	٩,٤	٢٠,٢	٣,١	١٦,٦-	فول الصويا
٢٢,٨	١١,٢-	٩,٩-	٧,٤-	٢٣,٠-	٢٨,١	٣٨,٣	١٧,٥-	المواد الخام الزراعية
٥٨,٤	٨,٢-	١٦,٥	١٣,٩	١,٤	١٤,٠	٦٠,٥	٣٠,٠-	الحلود الكبيرة والصغيرة
٢٦,٩	١٤,٥-	٨,٨-	١,٥	٤١,٨-	٤٧,٥	٦٥,٣	١٢,٢-	القطن
٦٥,٧	٠,٤-	٩,١	٦,٣	٣,٩-	٣,٨	١,٨	١٨,٠	التبغ
٦,١	١٠,٠-	٣٠,٠-	١٦,٧-	٣٠,٥-	٣٢,٠	٩٠,٣	٢٧,٠-	المطاط
٢١,٤	١٦,٠-	٠,٤	٢,٦	٧,١-	١٣,٤	١,٨	٢٠,٦-	الأخشاب المدارية
١٩,٥	١٥,٨-	٨,٥-	٥,١-	١٤,١-	١٤,٧	٤١,٣	٣٠,٣-	المعادن والركازات والفلزات
١٤,٠-	٤,٣-	١,١	٨,٦-	١٥,٨-	١٠,٤	٣٠,٥	٣٥,٣-	الألمنيوم
١٥,٤	٤,٣	٢٥,٦-	٢٠,٣-	٠,٥	٥٠,٣	١,١	٦٤,٨-	أحجار الفوسفات
٥,٤	٣٧,٤-	٢٨,٤-	٥,٣	٢٣,٤-	١٥,٠	٨٢,٤	٤٨,٧-	ركاز الحديد
٩٤,٤	٢٢,٤-	١,٨-	٥,٧	١٩,٢-	٢٨,٠	٥٠,٤	٢٦,٧-	القصدير
٣٥,٠	١٣,٥-	٦,٤-	٧,٨-	٩,٩-	١٧,١	٤٧,٠	٢٦,٣-	النحاس
٢١,٥-	١٨,٩-	١٢,٣	١٤,٣-	٢٣,٤-	٥,٠	٤٨,٩	٣٠,٦-	النيكل
٤٥,٦	١٠,٤-	٢,٢-	٣,٩	١٤,٢-	١١,٨	٢٥,٠	١٧,٧-	الرصاص
١٠,٩	١,١-	١٣,٢	١,٩-	١١,٢-	١,٥	٣٠,٥	١١,٧-	الزنك
١٢٠,٥	٤,٨-	١٠,٣-	١٥,٤-	٦,٤	٢٧,٨	٢٦,١	١١,٦	الذهب
٤١,١	٤١,٧-	٧,٥-	٠,٩-	١,٠	٣١,٤	٢٨,٠	٣٦,٣-	النفط الخام ^(٢)
								بند تذكيري:
..	..	١,٨-	٤,٠	٢,٢-	١٠,٣	١,٩	٥,٦-	المصنوعات ^(٣)

المصادر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى دليل إحصاءات الأونكتاد UNCTADstat؛ والشعبة الإحصائية للأمم المتحدة، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

ملاحظة: بالقيمة الحالية للدولار ما لم يُذكر خلاف ذلك.

(أ) النسبة المئوية للتغير بين متوسط الفترة من كانون الثاني/يناير إلى حزيران/يونيه ٢٠١٥ ومتوسط عام ٢٠١٤.

(ب) النسبة المئوية للتغير بين متوسط الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٣ ومتوسط الفترة ٢٠١٥-٢٠١٤.

(ج) باستثناء النفط الخام.

(د) متوسط سعر برنت ودي وغرب تكساس الوسيط المرجح بالتساوي.

(هـ) قيمة وحدة الصادرات من السلع المصنعة في الدول المتقدمة.

أيار/مايو في بورصة نيويورك التجارية NYMEX؛ وتواكب ذلك مع تحركات مماثلة في شبكة بورصات انتركونتيننتال ICE. وفي تموز/يوليه، قلص مديرو الأموال مراكزهم بشدة، عندما أدركوا أن التخفيضات في المعروض من النفط والانتعاش الاقتصادي العالمي على حد سواء كانت أقل سرعة مما كان متوقعاً، الأمر الذي جعل الأسعار تتدهور مرة أخرى بشكل كبير.

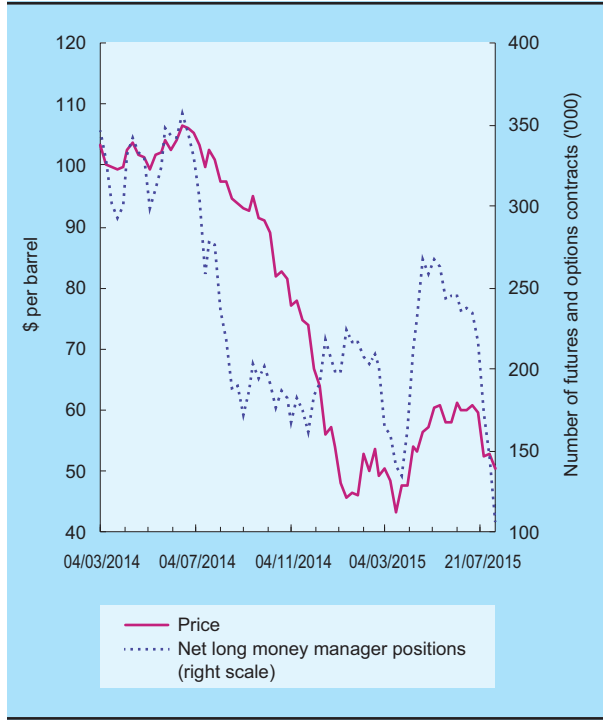
ويشكل استخدام السلع الأساسية كضمان رابطاً آخر بين السلع الأساسية والأسواق المالية. ووجود فارق إيجابي بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية يوفر حافزاً لاقتراض الأموال في الأسواق المالية الدولية باستخدام خطابات ائتمان من مصارف محلية لاستيراد السلع الأساسية. وتوضع السلع الأساسية المادية المشتراة في المخازن، بينما تُستثمر الأموال المقترضة في الأصول المحلية ذات العائد المرتفع مثل العقارات أو المنتجات المالية (Tang and Zhu, 2015).

وربما كان النحاس هو السلعة الأساسية الأكثر استخداماً في هذا النوع من تجارة المراجحة، وساعد ما نتج عن ذلك من ازدياد الطلب على النحاس الفعلي على ارتفاع سعر هذا المعدن. وإذا أخذنا مثال الصين، أكبر مستهلك للنحاس في العالم، فإن زانغ وبولدنغ (Zhang and Balding (2015) يجدان أن مخزون النحاس في شنغهاي قد ازداد من ٤ في المائة من المخزون العالمي في عام ٢٠٠٩ إلى ٣٨ في المائة في عام ٢٠١٤، وأنه خلال نفس الفترة، كان معدل فارق أسعار الفائدة بين الصين وبقية العالم يبلغ في المتوسط ٣٥٨ نقطة أساس. غير أن انخفاض أسعار الفائدة في الصين في الآونة الأخيرة أدى إلى تفكك تجارة المراجحة هذه في النحاس. ووفقاً لتقارير إعلامية، تسارع التدهور الناتج في أسعار النحاس نتيجة لمراكز الشراء الصافية الكبيرة للنحاس التي راكمتها الصناديق التحوطية بالتوازي مع مراكز البيع الصافية للأسهم. وكان ذلك يستند إلى توقعات بأن يسبب تباطؤ نمو الاقتصاد الصيني انخفاضاً في أسعار النحاس، في حين يؤدي التخفيف اللاحق للسياسة النقدية إلى تعزيز أسواق الأسهم^(١٧). غير أنه في تموز/يوليه ٢٠١٥، أصبحت الصناديق التحوطية بحاجة إلى إعادة شراء رهاناتها المتراجعة من أجل تلبية المطالب المتزايدة بتغطية حساباتها من أسواق الأسهم في الصين، التي شهدت انخفاضاً حاداً.

وعلاوة على ذلك، فإن ارتفاع قيمة الدولار بقوة يسهم بشكل كبير في انخفاض أسعار السلع الأساسية. فحيث إن أسعار السلع الأساسية تُقوم بالدولار، فإنها تميل عادة لأن ترتبط ارتباطاً عكسياً بسعر صرف الدولار. ويؤثر هذا العامل على الأسعار، سواء بشكل مباشر في الأسواق المادية، ومن خلال قناة الأمولة. فمن ناحية، عندما ترتفع قيمة الدولار تصبح السلع الأساسية أكثر تكلفة في المناطق التي لا تتعامل بالدولار، مما يفرض ضغطاً نزولياً على الطلب.

الشكل ١-٣

مراكز مديري الأموال وأسعار النفط الخام، آذار/مارس ٢٠١٤ - تموز/يوليه ٢٠١٥



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى Thomson Reuters datastream.

ملاحظة: البيانات الواردة تشير إلى خام غرب تكساس الوسيط الموافق في بورصة نيويورك التجارية NYMEX.

٢- التأثير المستمر للعوامل المالية

ظلت أسعار السلع الأساسية تتأثر بالارتباط الوثيق بين أسواق السلع الأساسية والأسواق المالية، على النحو الذي ترد مناقشة له في مرفق هذا الفصل. ويمكن توضيح هذه الروابط من خلال التحركات الأخيرة في أسعار النفط. فتراجعها خلال النصف الثاني من عام ٢٠١٤ كان يُقترن بانخفاض أسرع بكثير في صافي المراكز الشرائية لمديري الأموال، مثل الصناديق التحوطية، وهو ما كان من المرجح أن يزيد من تسارع الانخفاض (الشكل ١-٣). وبالمثل، فإن الانتعاش في أسعار نفط غرب تكساس الوسيط الخام، من أدنى مستوياته خلال ست سنوات البالغ ٤٤ دولاراً للبرميل في آذار/مارس ٢٠١٥ إلى ٦١ دولاراً في أوائل حزيران/يونيه، كان يرجع في جانب منه إلى الزيادة الكبيرة في صافي المراكز الشرائية لمديري الأموال، الذين راهنوا على أن انخفاض أسعار النفط سرعان ما سيقفل العرض، وضاعفوا صافي مراكزهم الشرائية بين منتصف آذار/مارس وأوائل

انتعاش الاقتصاد العالمي، وبخاصة الانتعاش في البلدان المتقدمة التي ظلت تجاهد لتحقيق نمو في السنوات القليلة الماضية، فإن التأثير العالمي الصافي يمكن أن يكون إيجابياً، وإن لم يكن موزعاً بالتساوي. غير أن كل ذلك يظل غير واضح، ويتوقف إلى حد كبير على مدة استمرار انكماش الأسعار.

ولا تزال احتمالات أسعار السلع الأساسية تفتقر إلى اليقين إلى حد كبير. فانعكاس اتجاهها للارتفاع، الذي حدث حوالي عام ٢٠١١، كان يعتبر على نطاق واسع أنه يؤذن بنهاية طور التصاعد لدورة السلع الأساسية الكبرى. وإذا كان الحال كذلك حقاً، فإن أسعار السلع الأساسية^(١٦) يمكن أن تستمر في الانخفاض لبعض الوقت. غير أن هناك إمكانية أخرى. فحتى عام ٢٠١٤، كانت معظم تصحيحات الأسعار تتم عن طريق زيادة المعروض، في حين كان الطلب على السلع الأساسية ينمو بمستويات صحية. ولم يظهر الطلب بعض بوادر انفراج إلا في عام ٢٠١٤ وأوائل عام ٢٠١٥، وإن سجل مع ذلك معدلات نمو إيجابية لمعظم السلع الأساسية. ويرتبط هذا التباطؤ في الطلب بالنمو الاقتصادي المخيب للآمال في كثير من المناطق المستهلكة للسلع الأساسية. وعلى أية حال، فإن المستويات المنخفضة حالياً لأسعار السلع الأساسية تؤدي بالفعل إلى بعض التعديلات النزولية لطاقت الاستثمار والإنتاج. وهذا هو الحال بالنسبة للمعادن والفلزات بشكل خاص. ففي جميع أنحاء العالم، على سبيل المثال، انخفضت ميزانيات التنقيب عن المعادن غير الحديدية بنسبة ٢٦ في المائة في عام ٢٠١٤، بعد انخفاضها بصورة أكثر حدة في عام ٢٠١٣ (SNL Metals & Mining, 2015). ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى انخفاض الإنتاج في الأجل المتوسط.

وإذا ما نجح نمو الاقتصاد العالمي - البلدان المتقدمة أساساً - في العودة إلى مستويات معقولة، وأدت الأسعار المنخفضة إلى حفز الطلب، سيكون من الممكن أن يحافظ ذلك على نمو الطلب على الرغم من توقعات انخفاض العرض. وسيتوقف الكثير أيضاً على التطورات في الصين. وعلاوة على ذلك، قد تكثف البلدان الناشئة والنامية الأخرى استهلاكها من السلع الأساسية عند دخولها مراحل أكثر تقدماً في تنميتها. وفي هذه الحالة، من الممكن جداً أنه، بعد تصحيح قصير المدى، أن تعاود أسعار السلع الأساسية الارتفاع مرة أخرى في غضون سنوات قليلة. غير أنه ليس من المرجح أن تنمو بأسرع ما فعلت في العقد الأول من القرن الحالي. ويعني ذلك أنه من المرجح أن تظل أسعار السلع الأساسية في مستوى أعلى مما كانت عليه في بداية الألفية. وعلاوة على ذلك، طالما استمرت أمولة أسواق السلع الأساسية، يمكن أن يكون ثقل الأسعار اشد وتغيرات الأسعار أكثر وضوحاً مما تقتضيه أساسيات العرض والطلب.

وبالمثل، فمع ارتفاع قيمة الدولار، يصبح لدى المنتجين في المناطق التي لا تعامل بالدولار، الذين عادة ما يتلقون عائداتهم بالدولار وإن كانوا يسددون معظم تكاليفهم بالعملة المحلية، حافز لزيادة العرض. فعلى سبيل المثال، زاد المزارعون البرازيليون إنتاجهم من البن والسكر نتيجة لانخفاض قيمة عملتهم، الريال، مقابل الدولار^(١٧). ومن ناحية أخرى، فإن ارتفاع قيمة الدولار قد توفر حافزاً أكبر لزيادة الاستثمار المالي بالدولار في سوق الصرف الأجنبي على حساب الاستثمار في أسواق السلع الأساسية. فبالنسبة للسلع الأساسية غير النفطية، على سبيل المثال، لا يكون انخفاض الأسعار واضحاً جداً في حقوق السحب الخاصة، بل إنها ازدادت باليورو بالتوازي مع ارتفاع سعر الدولار (الشكل ١-٢)^(١٥).

٣ - الأثر والاحتمالات

يختلف أثر انخفاض أسعار السلع الأساسية في مختلف البلدان وفقاً لهياكل إنتاجها وتجارتها. فالبلدان النامية (وكذلك بعض البلدان المتقدمة) التي تعتمد اعتماداً كبيراً على صادراتها من السلع الأساسية عادة ما تكون الأكثر تضرراً. وهي تشمل في معظمها بلداناً في أفريقيا وأمريكا اللاتينية ورابطة الدول المستقلة وغرب آسيا. وكثيراً ما يُترجم انخفاض أسعار السلع الأساسية إلى تدني شروط التبادل التجاري، والضغط على ميزان الحساب الجاري والحسابات المالية، وتباطؤ النمو الاقتصادي في نهاية المطاف. وهناك بعض البلدان التي لديها صناعات ناجحة لتثبيت أسعار السلع الأساسية، مثل شيلي بالنسبة للنحاس، أو التي تمتلك احتياطات مريحة من النقد الأجنبي، مثل البلدان المصدرة للنفط في غرب آسيا، قد يتوفر لها حيز أوسع لوضع سياسات تفضي إلى تخفيف هذه الآثار بشكل أفضل من البلدان الأخرى.

وعلى أية حال، فإن انعكاس الاتجاه التصاعدي في أسعار السلع الأساسية هو تذكير جديد بالتحديات التي تواجهها البلدان النامية التي تعتمد على عدد قليل من السلع الأساسية، حيث تتعرض لدورات الازدهار والركود الناجمة عن تغيرات الأسعار. ولذلك، فمن الأهمية البالغة لها، لتحقيق ومواصلة النمو المستدام، أن تنفذ سياسات تسهل التنوع الاقتصادي والتغيير الهيكلي. ومن ناحية أخرى، لما كان الانخفاض في أسعار السلع الأساسية يصل إلى حد نقل الدخل من البلدان المنتجة للسلع الأساسية إلى البلدان المستوردة لها، فإن البلدان التي تستفيد أكثر من غيرها هي كثير من البلدان المتقدمة وبعض اقتصادات الأسواق الناشئة، مثل الصين. ويقدر ما يمكن لانخفاض الأسعار بالنسبة للبلدان المستهلكة للسلع الأساسية أن يساعد على

جيم - الركود: مزمن أم وقتي؟

اكتسب لمسة جديدة في "أطروحة الركود المزمن" التي عرضها ألفين هانسن في أواخر الثلاثينات من القرن الماضي. وتشير هذه الأطروحة إلى "حالات التعافي المريضة التي تموت في مهدها، وإلى حالات الكساد التي تتغذى على نفسها وتترك خلفها نواة صلبة ثابتة من البطالة". وأكد هانسن، في تحليله الأصلي، على مشاكل "عدم كفاية منافذ الاستثمار الخاص" (Hansen, 1939: 4) في سياق تراجع النمو السكاني، وعدم فعالية السياسة النقدية نسبياً، والتغير التكنولوجي الذي يفشل في تحفيز إنفاق مبالغ كبيرة من رؤوس الأموال. وفي نهاية المطاف، انعكس مسار كل هذه العوامل في فترة ما بعد الحرب، لأسباب ليس أقلها التدخل الحكومي الهائل - بما في ذلك الإنفاق بالعجز - الذي كان أحد الحلول الممكنة التي اقترحتها هانسن نفسه. غير أن تباطؤ التعافي من أزمة عام ٢٠٠٨، التي يمكن فيها رصد آثار من تلك العناصر نفسها، أدى إلى عودة ظهور التحليلات "الركودية" في النقاش العام.

وتشير اللمسة الحديثة لـ "فرضية الركود المزمن" إلى أنه، منذ بداية الأزمة، فقدت مجموعة أدوات الاقتصاد الكلي التقليدية، وخاصة السياسة النقدية، الكثير من فعاليتها. ومع عمليات التخلص من المديونيات بعد الأزمة، واقترب أسعار الفائدة الاسمية بالفعل من نقطة الصفر، لم يُترجم التوسع النقدي إلى زيادة الائتمانات لتمويل نفقات القطاع الخاص؛ بل جرى بدلاً من ذلك توجيهها إلى الاستثمار في الأصول المالية. وتم تحديد ارتفاع مستويات المديونية التي تؤثر سلباً على الطلب على الاستثمار كتفسير لتباطؤ معدلات النمو في البلدان المتقدمة، وهو ما يؤثر أيضاً على الأداء مستقبلاً. ويشدد كوو (Koo, 2014) على أن التدهور في موازنات القطاع الخاص بعد انفجار الفقاعة الممولة بالديون قد حد من القدرة على تعزيز الاستثمار المنتج. ويلقي لوف وروغوف (Lo and Rogoff, 2015) بمسؤولية تباطؤ أداء النمو على المواقف المالية الانكماشية التي تبنتها الحكومات المثقلة بالديون التي سعت لتحقيق فوائض أولية مستمرة في الميزانيات من أجل تقليص المديونية العامة، حتى على الرغم من أنه كانت هناك سياسات بديلة متاحة. وكتفسير آخر للركود المزمن، يلاحظ سومرز (Summers, 2014a and 2014b) محدودية الحيز المتاح للمزيد من التيسير النقدي - نظراً لوصول المعدل بالفعل إلى الحد الأدنى الأقرب إلى الصفر - خاصة وأن قناة الانتقال الرئيسية إلى النشاط الحقيقي (التي تؤثر على أسعار الأصول والعوائد النسبية للمنتجات المالية) لم تكن تترك إلا آثاراً غير مباشرة على ميل الأطراف الاقتصادية للاستثمار.

لوحظ أن مسارات النمو في العديد من البلدان المتقدمة ظلت في مستويات أقل بكثير مما كانت عليه قبل الأزمة، على الرغم من السنوات العديدة من السياسات النقدية التيسيرية، ومن تحسن الأوضاع المالية لبعض الشيء، ومن التخفيف النسبي في الإجراءات الرامية إلى ضبط أوضاع المالية العامة، وهو ما أدى إلى تولد إحساس بوجود "وضع طبيعي جديد" يحدد الآن تطور الدخل في البلدان المتقدمة مستقبلاً.

وما يثير القلق هو أن الأزمة التي اندلعت في عام ٢٠٠٨ ربما تكون قد تركت تأثيراً طويلاً الأمد على إمكانات النمو في هذه الاقتصادات (Oulton and Sebastián-Barriol, 2013). ويمكن أن يُعزى ذلك لمجموعة متنوعة من الأسباب. وأحد هذه الأسباب هو أن أزمة مالية بهذا الحجم تؤثر بالضرورة على موازنات مجموعة واسعة من الأطراف الاقتصادية - بما في ذلك الأطراف الخاصة والعامة والقطاعات المالية وغير المالية - وتولد قدراً كبيراً من القدرات الإنتاجية الفائضة. وفي الأوضاع العادية، يتم التغلب على هذه الآثار السلبية في نهاية المطاف، وإن كان ذلك يمكن أن يستغرق عدة سنوات، خاصة مع غياب سياسات مناسبة معاكسة للدورات الاقتصادية. ولكن يسود قلق هذه المرة من أن فترة انخفاض الاستثمار وارتفاع البطالة الممتدة بشكل غير طبيعي قد تدوم بسبب استمرار تداعياتها من حيث تراجع قدرات الإنتاج والإنتاجية. وتؤدي البطالة الممتدة إلى تآكل المهارات والتخصص فيما بين بعض قطاعات القوى العاملة؛ ومع عدم كفاية الاستثمارات، قد يتأثر أيضاً نشر التكنولوجيات الجديدة التي تتجسد بشكل كبير في المصانع والمعدات.

وثمة أثر آخر من آثار الأزمة قد يكون خفياً بدرجة أكبر: فيقدر ما أهدت الأزمة بصورة مفاجئة فترة استثنائية من التوسع الائتماني التي دعمت فقاعات الأصول وشجعت الاستهلاك والنمو بشكل مصطنع، فإنها يمكن أن تكون قد أطلقت عدداً من العوامل الأساسية التي عادة ما تعوق النمو في الأجل الطويل. وهذه العوامل الطويلة الأجل والقائمة من قبل، وليس الأزمة المالية في حد ذاتها، هي التي ستكون السبب الحقيقي في طول تباطؤ النمو. وبدلاً من الانخفاض الدوري، يمكن أن تدخل الاقتصادات المتقدمة في فترة من "الركود المزمن".

وقد أحيى ذلك النقاش القديم حول القوى المحركة للنمو الاقتصادي الذي يعود تاريخه إلى الاقتصاديين التقليديين أمثال آدم سميث وديفيد ريكاردو وجون ستيوارت ميل وكارل ماركس، الذي

ما يكون بإجراء إصلاحات هيكلية موجهة إلى جانب العرض أو من خلال سياسات مالية أو سياسات دخل موجهة نحو جانب الطلب. ويقوم النهج الأول على الاعتقاد بأن أسواق المنتجات والعمل ليست مرنة بما يكفي لثني الشركات عن زيادة الاستثمارات الثابتة^(١٨). غير أنه يقدر ما ينجم الركود المزمّن أساساً عن ضعف الطلب، فإن هذا النهج في السياسات يميل لأن يفاقم المشكلة بدلاً من حلها. أما النهج البديل، فيعطي دوراً بارزاً لسياسة الدخل (مثل تشريعات الحد الأدنى للأجور، وتعزيز مؤسسات التفاوض الجماعي، والتحويلات الاجتماعية) وللإنفاق العام لمعالجة نقاط الضعف في جانبي الطلب والعرض على حد سواء^(١٩). وهذا هو الحال بوضوح فيما يتعلق بالاستثمار العام في البنية التحتية.

ويشدد كوو (Koo, 2014) على أن اتباع سياسة مالية توسعية في سياق ارتفاع مديونية القطاع الخاص لن يكون ضاراً بالضرورة؛ بل على العكس من ذلك، مثلما نوقش أيضاً في تقرير التجارة والتنمية لعام ٢٠١١ (TDR, 2011)، فإن من شأن التأثيرات المضاعفة الإيجابية للإنفاق الحكومي في اقتصاد راكد أو انكماشى أن تؤدي إلى زيادة الناتج والإيرادات الضريبية، وبالتالي إلى استقرار نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي. هذا النوع من الاستثمار العام يُكسَل الاستثمار الخاص، ويميل إلى "حشد" هذا الاستثمار الخاص.

وعلاوة على ذلك، فإن اتباع سياسة تصاعدية للدخل يزيد الطلب، حيث يقوي القدرة الشرائية للشرائح الاجتماعية التي تميل أكثر للاستهلاك. ويخلق ذلك بدوره منافذ للاستثمار الخاص، بما ينطوي عليه ذلك من فوائد عديدة: فازدياد الدخل المتأتي من الأجور وتحسن معدلات العمالة الرسمية يقللان من الضغوط المالية على نظم التقاعد ويسمحان للأسر بزيادة إنفاقها الاستهلاكي دون زيادة ديونها (Palley, 2015). ومن المعروف أن ارتفاع مستويات النشاط والعمالة يعزز الإنتاجية أيضاً، حيث يخلق دوائر حميدة من توسع العرض والطلب (McCombie et al., 2002). وهكذا، يؤدي التوسع المالي ونمو الدخل إلى زيادة الناتج، وفي الوقت نفسه تسريع وتيرة نمو الناتج المحتمل، بما ينشط بالتالي علاقة رد فعل حميدة ترسي أساساً لنمو مستدام وغير تضخمي مستقبلاً. ومن شأن التنسيق الدولي أن يضاعف هذه الآثار التنشيطية، مع الحفاظ في الوقت نفسه على استدامة ميزان المدفوعات (Onaran and Galanis, 2012; TDR 2013).

وتتسم الآثار المترتبة على هذا النقاش للبلدان النامية بالأهمية (Mayer, 2015). فامتداد فترة الركود في البلدان المتقدمة من شأنه أن يضعف الطلب على الصادرات من البلدان النامية، مما يؤثر على نمو الناتج والإنتاجية على حد سواء، ويؤدي في نهاية المطاف إلى

ولم تتوصل المناقشة الأكاديمية بشأن فرضية الركود بعد إلى اتفاق حول ما إذا كان فعلاً ركوداً مزمناً، وإذا كان موجوداً، فما هي محدداته الهيكلية في الأجل الطويل. فالبعض يرى أن تباطؤ النمو هو نتيجة لمجموعة من العوامل في جانب العرض. وحسبما يقولون، فإن تقلص حجم قوة العمل بسبب تقلص وشيخوخة سكان البلدان المتقدمة والانخفاض المفترض لسرعة الابتكار التكنولوجي يعيقان نمو الإنتاجية. ويشدد غوردون (Gordon, 2012)، بوجه خاص، على الأنواع المختلفة من الابتكارات التكنولوجية التي جرى تبنيها في العقود الأربعة الماضية بسرعة أكبر من أوجه التقدم التقني السابقة (مثل المحرك البخاري، أو محرك الاحتراق الداخلي، أو الكهرباء)، مع التركيز على المعدات الرأسمالية القصيرة العمر. ومن منظور أكثر توجهاً نحو السياسات العامة، يدرج دابلا - نوريس وآخرون (Dabla-Norris et al., 2015) تشوهات السياسات العامة كعوامل تعوق نمو الإنتاجية على مدار العقود القليلة الماضية في البلدان المتقدمة، وخاصة في قطاعي الزراعة والخدمات. ويرى المؤلفون ضرورة اتخاذ تدابير للإصلاح الهيكلي لتقليل أوجه الجمود في سوق المنتجات. أيضاً، وبخاصة في أشد البلدان تضرراً بالأزمة في أوروبا، تتخذ بعض الحكومات تدابير لزيادة مرونة أسواق العمل وتقليل المنافع الاجتماعية، بهدف معالجة "القيود المفروضة على جانب العرض" من أجل تعزيز القدرة التنافسية، مع الحفاظ في الوقت نفسه على السياسات المالية الانكماشية لفترات طويلة.

ويرى مراقبون آخرون أن الركود المزمّن يعكس اتجاههاً مستمراً على مدى عقد لعدم كفاية نمو الطلب الكلي. وهم يعززون السبب الرئيسي للركود المزمّن إلى عدم نمو دخل العمل. ومن هذا المنظور، فإن انخفاض حصة الأجور في البلدان المتقدمة بنحو ١٠ في المائة منذ الثمانينات من القرن الماضي قد أعاق بشكل كبير الطلب على السلع الاستهلاكية القائم على الدخل، مع ما صاحب ذلك من آثار سلبية على الاستثمار الخاص (TDR 2012). وقد تعززت هذه الآثار السلبية على الطلب الناتجة عن تدهور التوزيع الوظيفي للدخل من جراء اتساع الفجوات في توزيع الدخل الشخصي، حيث ارتفعت بقوة حصة أغنى الأسر في إجمالي الدخل، وهي الأسر التي تميل إلى أن تنفق أقل وتدخر أكثر من دخولها مقارنة بالأسر الأخرى. وتعززت هذه الاتجاهات من جراء السياسات التي تسعى إلى معالجة نقص الطلب من خلال التوسع النقدي أساساً. غير أنه بدلاً من حمل الشركات على الاستثمار في الأنشطة الإنتاجية، أدت هذه السياسة إلى قيام الشركات بالاستثمار في الأصول المالية، مما نشط فقاغات أسعار الأصول وزاد من تفاقم توزيع الثروة، دون معالجة ركود دخل غالبية السكان.

وكانت مناقشة السياسات المتصلة بذلك تتعلق أساساً بما إذا كان يمكن حفز الاستثمار الخاص ونمو الطلب الكلي كأفضل

النامية تطبيق سياسات اقتصادية كلية وسياسات احترازية لكبح جماح هذه الصدمات المالية، فإنها ستدخل في سلسلة من فقاعات أسعار الأصول وموجات من الاستهلاك الذي تحركه الديون. ويمكن أن يؤدي الانهيار المالي والتكشف الاقتصادي اللاحق في نهاية المطاف إلى ركود مزمن في جميع أنحاء العالم.

نشوء مشاكل في ميزان المدفوعات في هذه البلدان النامية. وعلاوة على ذلك، فإن اختيار التوسع النقدي باعتباره الأداة الرئيسية لتعزيز الطلب، إلى جانب تحركات رؤوس الأموال غير المنظمة السائدة، يولد تدفقات مالية متقلبة للاقتصادات الناشئة بأحجام تفوق بكثير القدرات الاستيعابية لتلك الاقتصادات. وما لم يكن بمقدور البلدان

الحواشي

- (١) بيانات من إحصاءات الأونكتاد في تموز/يوليه ٢٠١٥.
- (٢) *Financial Times*, "Victim of shale revolution, Nigeria stops exporting oil to US", 2 October 2014.
- (٣) انظر أيضاً نشرة أخبار الأونكتاد *UNCTAD News*، "في عام ٢٠١٤، حققت الصادرات السلعية العالمية نمواً بنسبة ٠,٦ في المائة، في حين سجلت التجارة في الخدمات زيادة عالمية بنسبة ٤,٢ في المائة"، ١٤ نيسان/أبريل ٢٠١٥.
- (٤) البيانات المتعلقة بالتجارة المنقولة بحراً مستمدة من UNCTAD.2015، ما لم يرد خلاف ذلك.
- (٥) ارتفعت أسعار المشروبات المدارية بصورة حادة في أوائل عام ٢٠١٤، ثم استقرت حتى تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٤، لتعود للانخفاض في الأشهر الأولى من عام ٢٠١٥. ولذلك، فمنذ عام ٢٠١١، تشهد أسعار هذه المجموعة اتجاهاً للانخفاض بوجه عام.
- (٦) في واقع الأمر، اتسمت أسعار النفط بالتقلب الشديد في الربع الأول من عام ٢٠١٥. وكان ذلك يتصل على الأرجح بانعدام اليقين بشأن المدى الذي يمكن أن يصل إليه الانخفاض.
- (٧) Bloomberg, "U.S. oil drillers add rigs for second straight week", 10 July 2015.
- (٨) انظر: *Financial Times*, "Iran's return to oil market to weigh on crude prices", 14 July 2015; and *Financial Times*, "Saudi Arabia's crude oil output hits 10.6m b/d record in June", 13 July 2015.
- (٩) انظر، على سبيل المثال، *Forbes*, "U.S. oil production forecasts continue to increase", 7 May 2015.
- (١٠) انظر، على سبيل المثال، *Financial Times*, "Grain prices rise as tighter supply looms", 30 June 2015; *Financial Times*, "El Niño hits Asian and African cereal production", 9 July 2015.
- (١١) كان هذا التراجع في السعر يرجع إلى زيادة إنتاج الألومنيوم والزنك في الصين، وزيادة المعروض من النيكل من الفلبين، فضلاً عن ارتفاع مستويات المخزون من النيكل (AIECE, 2015).
- (١٢) تمثل الصين أكثر من نصف الطلب العالمي على الفلزات (World Bank, 2015).
- (١٣) *Financial Times*, "Chinese fund doubles down on copper short", 12 May 2015; *Financial Times*, "Copper benefits from equity margin calls", 29 June 2015; *Financial Times*, "China's low rates sound death knell for copper carry trade", 3 July 2015; *Financial Times*, "Copper hit by China equity swings", 6 July 2015. وتجدر أيضاً ملاحظة أن اللجوء إلى البيع في النحاس والشرء في الأسهم الصينية كان واحداً من الأفكار التجارية الرئيسية الست التي نصحت بها مؤسسة غولدمان ساكس Goldman Sachs بالنسبة لعام ٢٠١٤ (انظر: <http://www.businessinsider.com/goldman-sachs-top-trades-for-2014-2013-12?op=1>).
- (١٤) انظر، على سبيل المثال، *Financial Times*, "Weak Brazilian real drags down coffee and sugar", 30 March 2015.
- (١٥) تكرر هذه الممارسة مع سلع أساسية ممثلة أخرى، مثل النفط أو النحاس أو القمح أو البن، يؤكد أيضاً أن انخفاض الأسعار لا يكون واضحاً جداً في حقوق السحب الخاصة أو اليورو عند ازدياد قيمة الدولار.
- (١٦) هذه المناقشة لا تشير إلى النفط، حيث نوقشت في موضع سابق احتمالاته في بيئة الإنتاج الحالية.
- (١٧) انظر (Backhouse and Boianovsky (2015)، للاطلاع على استعراض لأصل أطروحة الركود المزمن وتطورها لاحقاً.
- (١٨) على النقيض من ذلك، ثبت أن التدابير الرامية إلى زيادة مرونة سوق العمل تقلل بالفعل من إنتاجية العمل (Vergeer and Kleinknecht, 2010; Pessoa and van Reenen, 2013).
- (١٩) انظر: Mukhisa Kituyi (2015). بيان الأمين العام للأونكتاد أمام الاجتماع الحادي والثلاثين للجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية، ١٨ نيسان/أبريل؛ متاح في الموقع الشبكي: <https://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/index.asp>.

المراجع

- AIECE (2015). World trade and commodity prices in 2015-2016. Report submitted to the AIECE Spring General Meeting in London, 20–21 May. Association d'instituts européens de conjoncture économique-Working group on commodity prices and foreign trade. Available at: <http://sites.uclouvain.be/aiece/password/WTC-5-2015.pdf>.
- Backhouse RE and Boianovsky M (2015). Secular stagnation: The history of a macroeconomic heresy. Blanqui Lecture, 19th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought, Rome, 14–16 May.
- BP (2015). *Statistical Review of World Energy 2015*. British Petroleum, London.
- Clarkson Research Services (2015). Shipping Review and Outlook. Spring. Clarkson Research Services Limited, London.
- Dabla-Norris E, Guo S, Haksar V, Kim M, Kochhar K, Wiseman K and Zdzienicka, A (2015). The new normal: A sector-level perspective on productivity trends in advanced economies. Staff Discussion Note No. 15/03, IMF, Washington, DC.
- ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile.
- EIA (2015). *Short-Term Energy Outlook*. Washington, DC, United States Energy Information Administration. July.
- Gordon RJ (2012). Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. Working Paper No. 18315, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Hansen AH (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29 (1): 1–15.
- IMF (2015). Commodity market developments and forecasts, with a focus on investment in an era of low oil prices. Special feature in *World Economic Outlook*, April, Washington, DC.
- Koo RC (2014). Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. In: Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Lo S and Rogoff K (2015). Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. Working Paper No. 482, Bank for International Settlements, Basel.
- Mayer J (2015). How could the South respond to secular stagnation in the North? Presented at the workshop on Economic Stagnation and Deflation: Challenges for Japan in Comparative Perspective, School of Oriental and African Studies (SOAS), London, 3–4 July.
- McCombie JSL, Pugno M and Soro B (2002). *Productivity Growth and Economic Performance: Essays on Verdoorn's Law*. London, Palgrave Macmillan.
- OECD-FAO (2015). *Agricultural Outlook 2015–2024*. Paris and Rome.
- Onaran Ö and Galanis G (2012). Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects. Conditions of Work and Employment Series No. 40, International Labour Organization, Geneva.
- Oulton N and Sebastiá-Barriel M (2013). Long and short-term effects of the financial crisis on labour productivity, capital and output. Working Paper No. 470, Bank of England, London.
- Palley TI (2015). Inequality, the financial crisis and stagnation: Competing stories and why they matter. Working Paper No. 151, Macroeconomic Policy Institute at the Hans Böckler Foundation, Düsseldorf.
- Pessoa JP and van Reenen J (2013). The UK productivity and jobs puzzle: Does the answer lie in labour market flexibility? Special Paper No. 31, Center for Economic Performance, London
- SNL Metals & Mining (2015). World Exploration Trends 2015. A Special Report from SNL Metals & Mining for the PDAC International Convention. Available at: <http://go.snl.com/rs/snlfinanciallc/images/World-Exploration-Trends-WET-Report-2015-English-USletter.pdf>.
- Summers L (2014a). US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. Keynote address at the National Association for Business Economics Policy Conference, Arlington, VA.

- Summers L (2014b). Reflections on the 'new secular stagnation hypothesis'. In: Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Tang K and Zhu H (2015). Commodities as collateral. Available at: http://www.bus.umich.edu/ConferenceFiles/2015-Mitsui-Finance-Symposium/files/Zhu_Commodities_as_Collateral.pdf.
- UNCTAD (2015). *Review of Maritime Transport 2015*. United Nations publication, Geneva (forthcoming).
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2012). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- UNWTO (2015a). *UNWTO World Tourism Barometer*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.
- UNWTO (2015b). *UNWTO World Tourism Barometer – Statistical Annex*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.
- Vergeer R and Kleinknecht A (2010). The impact of labor market deregulation on productivity: A panel data analysis of 19 OECD countries (1960-2004). *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (2): 371–408.
- World Bank (2015). *Commodity Markets Outlook*. July. Available at: http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/GEP2015c_commodity_Jul2015.pdf.
- Zhang M and Balding C (2015). Carry trade dynamics under capital controls: The case of China. Available at <http://ssrn.com/abstract=2623794>.

مرفق الفصل الأول

هل زالت الأمولة عن أسواق السلع الأساسية؟

المتحدة، التي اعتمدت في أيلول/سبتمبر ٢٠١٢، والإعلان في حزيران/يونيه ٢٠١٣ عن أن "التقليص التدريجي" لسياسة التيسير الكمي التي يتبناها مجلس الاحتياطي الاتحادي يمكن أن يبدأ في وقت لاحق من ذلك العام. كما شهد الربع الأخير من عام ٢٠١٢ بدء تعافي مؤشر ستاندارد آند بورز لسوق الأسهم S&P 500، حيث ارتفع إلى ما يتجاوز الذرى التي بلغها سابقاً، وهو ما قد يكون استفاد من إعادة تكوين المحافظ المالية اعتماداً على الأسهم وبعيداً عن السلع الأساسية. وثانياً، كان هناك انخفاض حاد مماثل في مراكز مؤشر الاستثمار السلبية في النصف الثاني من عام ٢٠١٤، وهو ما أعقبه بدء الخروج من هذه المراكز المتدنية بمستوى يناهز ٧٠ بليون دولار خلال النصف الأول من عام ٢٠١٥. وبالنظر إلى أن منتجات الطاقة تتمتع بوزن كبير في معظم مؤشرات السلع الأساسية، فقد ارتبط هذا التحرك بالتحركات في أسعار النفط، وربما كان يعكس استمرار نمو الإمدادات النفطية في سياق فتور نمو الطلب العالمي وقرار أوبك عدم خفض الإنتاج لوقف تراجع الأسعار^(١).

ومن الجدير بالذكر أيضاً أنه منذ منتصف عام ٢٠١١، تتجاوز مراكز المنتجات السلعية المتداولة في البورصة بشكل مستمر تقريباً المراكز المقابلة في مؤشر مقايضات السلع الأساسية، وغالباً بفارق كبير. وقد يشير ذلك إلى أنه أصبح يُنظر الآن إلى السلع الأساسية كاستثمارات انتهازية قصيرة الأجل أكثر مما يُنظر إليها كاستثمارات طويلة الأجل كما كان الحال على الأرجح قبل اندلاع الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨، عندما كان الاستثمارات حسب المؤشر تستأثر بالجانب الأعظم من الأصول المدارة. والواقع أن ربحية الاستثمار حسب المؤشر تعتمد أساساً على عدم وجود علاقة وثيقة مع ربحية الأصول المالية الأخرى. ولكنها تعتمد أيضاً على الاتجاه للزيادة في الأسعار الفورية للسلع الأساسية، مثلما يحدث من خلال النمو السريع في البلدان

تشير أمولة أسواق السلع الأساسية إلى ملاحظة أن السلع الأساسية أصبحت فئة من فئات الأصول بالنسبة لمستثمري المحافظ المالية، شأنها في ذلك شأن الأسهم والسندات بالضبط. وفي حين يتواصل النقاش حول الأمولة، فإن جانباً كبيراً من التحليلات يشير إلى أن ديناميات أسعار السلع الأساسية قد تغيرت بشكل كبير منذ مطلع القرن الحالي، وأن هذه التغيرات ترتبط بمحدوث زيادة كبيرة في مراكز المستثمرين الماليين في أسواق السلع الأساسية، وكذلك بالتغيرات في تكوين هذه المراكز (TDRs 2009 and 2011; UNCTAD, 2011).

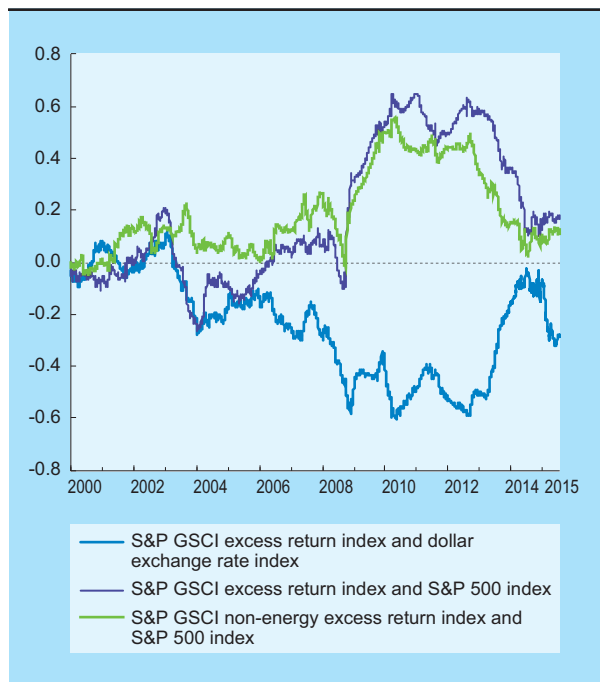
وفيما يتعلق بالمراكز المالية في أسواق السلع الأساسية، تبين الأدلة المستقاة من الفترة منذ عام ٢٠٠٦ أن إجمالي أصول السلع الأساسية المدارة قد ازداد بشكل كبير قبيل الأزمة المالية العالمية وخلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١. ووصلت تلك الأصول إلى ذروة تناهز ٤٥٠ بليون دولار في النصف الأول من عام ٢٠١١، ثم انخفضت من مستوى كان لا يزال يربو على ٤٢٠ بليون دولار في كانون الثاني/يناير ٢٠١٣ إلى نحو ٢٧٠ بليون دولار في أيار/مايو ٢٠١٥. ورغم أن ذلك يعتبر انخفاضاً كبيراً، فإن مستوى الأصول المدارة لا يزال قريباً من الذروة التي بلغها في منتصف عام ٢٠٠٨ قبل الأزمة (الشكل ١- ألف-١).

وكان الانخفاض العام في مراكز الأصول المدارة بين أوائل عام ٢٠١٣ ومنتصف عام ٢٠١٥ مزيجاً من عنصرين. الأول هو الانخفاض الحاد في مراكز المنتجات السلعية المتداولة في البورصة، مثل العقود الآجلة وعقود الخيارات المفتوحة التي بحوزة الصناديق التحوطية، والتي تماوت بنسبة ٤٠ في المائة تقريباً بين كانون الثاني/يناير وحزيران/يونيه ٢٠١٣. وكانت تلك أيضاً هي الفترة التي شهدت الجولة الثالثة من التيسير الكمي من جانب مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات

ويُعدّ ازدياد الترابط بين السلع الأساسية والأصول المالية الأخرى من العوامل الأخرى التي يُرجح أن تكون من بين أسباب الانخفاض في الأصول المدارة، وخصوصاً انخفاض الاستثمارات حسب المؤشر. وكانت هذه الارتباطات تتجه نحو الارتفاع في الفترة ما بين أوائل العقد الأول من القرن الحالي وعام ٢٠٠٨، وكانت واضحة بشكل خاص خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣. وفي حين تراجع الارتباط بين عائدات السلع الأساسية والأصول المالية الأخرى في الفترة ما بين حوالي منتصف عام ٢٠١٣ ومنتصف عام ٢٠١٤، فإن الارتباط بأسواق الأسهم قد استقر تقريباً عند مستويات ما قبل الأزمة، بينما ازداد الارتباط بالدولار مرة أخرى منذ بداية عام ٢٠١٥ (انظر الشكل ١-ألف-٢). وقد يعكس هذا الارتباط الأخير أساساً استقرار سعر صرف الدولار وسط تبدد التوقعات بحدوث زيادة وشيكة في أسعار الفائدة من جانب مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة، وهي التوقعات التي دفعت إلى ارتفاع قيمة الدولار في الفترة ما بين منتصف عام ٢٠١٤ وأوائل عام ٢٠١٥.

الشكل ١-ألف-٢

الارتباط بين مؤشرات السلع الأساسية ومؤشرات الأسهم وسعر صرف الدولار، ٢٠١٥-٢٠٠٠



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى Thomson Reuters datastream.

ملاحظة: تعكس البيانات الارتباطات المرحّلة على مدى عام واحد للعائدات في كل مؤشر منها على أساس يومي.

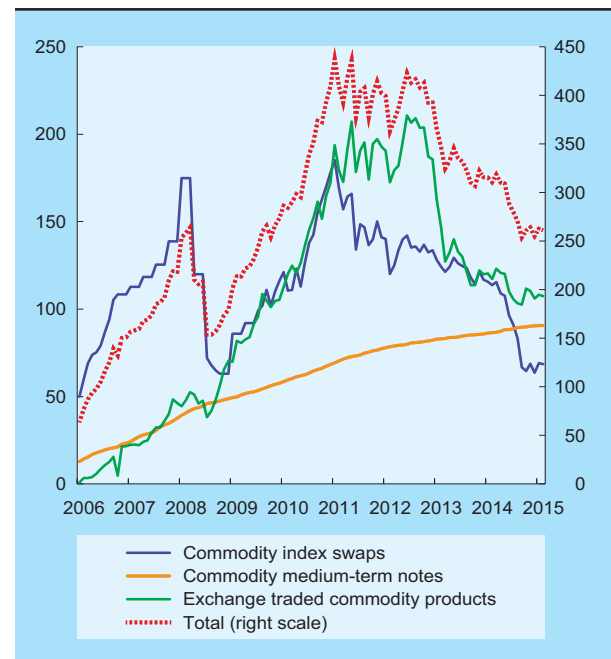
ذات الاستهلاك الكبير من السلع الأساسية، و/أو في حالات ميل أسعار العقود الآجلة للتراجع، أي انخفاض منحنى أسعار العقود الآجلة عندما يحقق المستثمرون حسب المؤشر عائدات إيجابية ويحققون ربحاً لمراكزهم حتى في حالة عدم ارتفاع الأسعار الفورية (TDRs 2009 and 2011)^(٢). وتواكبت الزيادة القوية في مراكز الاستثمار حسب المؤشر في الفترة ما بين عام ٢٠٠٦ وبداية الأزمة في منتصف عام ٢٠٠٨ مع ارتفاع سريع في الأسعار الفورية للسلع الأساسية. فقد ازدادت بقوة الأسعار الفورية للسلع الأساسية في الفترة بين منتصف عام ٢٠٠٩ ومنتصف عام ٢٠١١، عندما استمر النمو الاقتصادي في البلدان النامية الكبيرة، وخاصة الصين، بلا هوادة. إلا أنه، منذ ذلك الحين، أخذ نمو البلدان النامية في التراجع، وثبت أن السلع الأساسية ترتبط ارتباطاً قوياً بفئات الأصول الأخرى (انظر أدناه)، وتراجعت أسعار السلع الأساسية. وتسبب هذا التغير في حظوظ المستثمرين حسب المؤشر في تعرضهم لآثار سلبية كبيرة عند ترحيل عوائد عقودهم الآجلة، وربما كان يفسر الجانب الأعظم من التراجع في الاستثمارات حسب المؤشر في السلع الأساسية منذ عام ٢٠١١، وخاصة تسارع هذا التراجع خلال النصف الثاني من ٢٠١٤^(٣).

الشكل ١-ألف-١

أصول السلع الأساسية المدارة، نيسان/أبريل

٢٠٠٦ - أيار/مايو ٢٠١٥

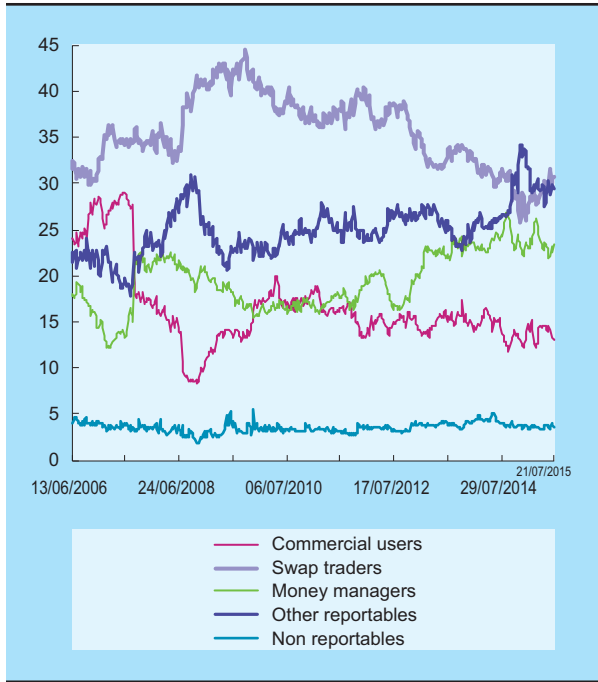
(ببلايين الدولارات)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى Barclays Research.

الشكل ١- ألف-٣

تكوين إجمالي الفائدة المفتوحة في خام نפט غرب
تكساس الوسيط في بورصة نيويورك التجارية، حسب
فئة المتاجرين، ٢٠٠٦-٢٠١٥
(نسبة مئوية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى لجنة التداول بعقود السلع الأساسية الآجلة بالولايات المتحدة، *Commitment of Traders Reports*.

ملاحظة: توفر لجنة التداول بعقود السلع الأساسية الآجلة بالولايات المتحدة بيانات مفصلة عن مراكز الشراء والبيع للمستخدمين التجاريين، ومتداولي المقايضة، ومديري الأموال، وغيرهم من الجهات الواجبة الإبلاغ، وكذلك فروق المراكز لدى الفئات الثلاث الأخيرة. وإجمالي الفائدة المفتوحة هو مجموع كل هذه المراكز والمراكز غير الواجبة الإبلاغ. واتباعاً لبهاردواج وآخرون (Bhardwaj et al., 2015)، تقدم البيانات المعروضة مجموع المركز الإجمالي لكل فئة (مركز الشراء زائد البيع زائد ضعف مركز الفارق) كنسبة من ضعف الفائدة المفتوحة.

الأصول الأخرى، وإن كانت لا ترتبط إلا بصورة طفيفة أو سلبية بعائدات أسواق الأسهم والسندات (Gorton and Rouwenhorst, 2004). وحظيت هذه النتيجة بتغطية إعلامية واسعة، وعادة ما يُعتبر أنها توفر الأساس الفكري لازدهار الاستثمار في مشتقات السلع الأساسية، وخاصة لمراكز الاستثمار حسب المؤشر لأغراض التنوع. وعقب تحديث هذا التحليل، يقال في الآونة الأخيرة إن خصائص التنوع التي يتسم بها الاستثمار في السلع الأساسية لا تزال قائمة، وأن فرضية الأمولة لم تكن سليمة في أي وقت من الأوقات، وذلك

وازداد الترابط بين السلع الأساسية وغيرها من الأصول المالية، الذي بدأ في أوائل العقد الأول من القرن الحالي وازدادت حدته خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣، يمكن أن يعزى إلى التغير في ديناميات أسعار العقود الآجلة للسلع الأساسية. وكما نُوقش تفصيلاً في تقرير *التجارة والتنمية لعامي ٢٠٠٩ و ٢٠١١ (TDRs 2009 and 2011)*، فإن هناك أساساً اثنين من الآليات الاقتصادية التي تكمن وراء أمولة أسواق السلع الأساسية^(٤). أولاً، وفقاً لنظرية تقاسم المخاطر، فإن المستثمرين الماليين الذين يأخذون مراكز شراء في أسواق السلع الأساسية يقومون بتوفير السيولة، واستيعاب احتياجات التحوط، وتحسين تقاسم المخاطر. غير أنهم يؤسسون استراتيجيات تداولهم على احتياجاتهم الخاصة، التي تحددها الأسواق المالية. ويعني ذلك أنهم يميلون إلى بناء وتفكيك مراكزهم في أسواق السلع الأساسية وفقاً لتطورات الأسعار أو للتغيرات في المخاطر المتوقعة في أسواق الأصول الأخرى. وعندما يفعلون ذلك، عندما يحتاجون لأموال لتغطية مراكزهم المتراجعة في أسواق الأسهم على سبيل المثال، فإنهم يستهلكون السيولة ويؤثرون سلباً على تقاسم المخاطر في أسواق السلع الأساسية^(٥).

ثانياً، يميل المستثمرون الماليون إلى التداول استجابة لإشارات المعلومات الصادرة عن الأسواق المالية، ويحدثون بالتالي "عشوائية" في تجارة السلع الأساسية (أي تداول لا علاقة له بالأساسيات). ويتعزز هذا التداول العشوائي عندما تختلف توقعات المستثمرين الماليين فيما بينهم، بما يجعلهم ينخرطون في المضاربة ضد بعضهم البعض. كما يتعزز ذلك التداول العشوائي عندما تنشأ الأنشطة الأكثر ربحية عن سلوك القطيع (أي عندما يتبع المشاركون في السوق الاتجاه الذي يأخذه السعر لبعض الوقت، ثم ينسحبون قبيل انسحاب بقية المتداولين مباشرة)، وعندما يمكن أن يؤدي التصرف ضد سلوك الأغلبية، حتى ولو كان مبرراً بمعلومات دقيقة بشأن الأساسيات، إلى تكبد خسائر كبيرة. والأهم من ذلك، أن المشاركين في السوق المهتمين بالسلع الأساسية المادية غالباً ما يتصرفون بناء على معلومات غير كاملة^(٦) فيما يتعلق بصدمات العرض والطلب على الصعيد العالمي، فضلاً عن التغير في المخزونات، وهو ما يفتقر إلى الشفافية في كثير من الأحيان. ولذلك، لا يكون بمقدورهم التمييز بين الأسعار التي تتحرك بسبب تداولات المستثمرين الماليين أو نتيجة لتغيرات في الأساسيات. ويؤدي ذلك لاكتساب "القطيع" قوة في السوق لتحريك الأسعار في الاتجاه المطلوب، وهو ما يجعلهم عادة يفرضون في توقعاتهم بأكثر من اللازم.

وازداد الترابط بين أسواق السلع الأساسية وغيرها من الأسواق المالية يقوض الرأي القائل بأن الاستثمار في السلع الأساسية هو استراتيجية مناسبة لتنويع المحافظ المالية. وكان هذا الرأي يستند إلى أدلة مستمدة من الفترة ١٩٥٩-٢٠٠٤، تشير إلى أن الاستثمارات في السلع الأساسية يحقق عائدات مماثلة للاستثمارات في فئات

أكثر عمومية حول مدى المعقولة يمكن أن تكون عليها الأدلة التي يسوقها بهاردواج وآخرون (Bhardwaj et al., 2015) في الواقع، حتى وإن لم تكن منحازة^(٧).

وتقول الحجة الثانية ضد فرضية الأمولة إن الزيادة في ارتباط العائدات بين السلع الأساسية وفئات الأصول الأخرى لا تعدو كونها ظاهرة مؤقتة تتصل بالأزمة المالية (Bhardwaj et al., 2015). ولكن، كما هو مبين أعلاه، وكما قيل في تقرير التجارة والتنمية لعام ٢٠١١ *TDR 2011*، فإن الزيادة المتصلة بالأزمة والقوية بصورة مؤقتة في الارتباط يمكن أن تُعزى إلى حد كبير إلى الجولات المتعاقبة من التيسير النقدي التي قام بها مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة، التي زادت من شدة الارتباطات بين مختلف الأسواق، وأضافت تحولاً ثانياً إلى التحول الذي حدث بالفعل في أوائل العقد الأول من القرن الحالي. وبناء عليه، وكما لاحظ الأونكتاد في تقريره (*TDR 2011*: 132-133)، فإن "تشديد الأوضاع النقدية [في الولايات المتحدة] سيقصر أثره على القضاء على مصدر التحول الثاني في الارتباطات بين مختلف الأسواق، ولكن من غير المرجح أن يكون قد قضى على أمولة أسواق السلع الأساسية تماماً، وأعاد الارتباطات بين الأسواق إلى حيث كانت في نهاية التسعينات من القرن الماضي".

وإجمالاً، ليس هناك من الأسباب ما يدعو لافتراض أن الآليات الاقتصادية التي دفعت إلى أمولة أسواق السلع الأساسية، وجعل هذه الأسواق تتبع منطق الأسواق المالية أكثر من اتباعها منطق سوق السلع العادية، قد اختفت. كذلك، لا تشير الأدلة التجريبية المتصلة بالاستثمار المالي في أسواق السلع الأساسية أو بتطور ارتباطات العائدات في أسواق الأصول المختلفة إلى أن أسواق السلع الأساسية قد تخلصت من الأمولة.

لسببين أساساً (Bhardwaj et al., 2015). فأولاً، يقول المؤلفان بأن تكوين الفائدة المفتوحة في أسواق السلع الأساسية ظل مستقرًا نسبيًا رغم ازدياد هذه الفائدة بمقدار الضعف فيما بين عامي ٢٠٠٤ و٢٠١٤. وهما يؤسسان هذه الملاحظة على تجميع للمراكز المالية في ٢٧ سلعة أساسية. غير أن هذا التجميع ربما ينطوي على تمييز. فالأدلة بالنسبة للنفط، وهو أكثر السلع الأساسية تداولاً، ويُعترف على نطاق واسع بأن تحركات أسعاره تترك آثاراً كبيرة على أسعار السلع الأساسية الزراعية (الشكل ١- ألف-٣)، تشير إلى أن حصة متداولي المقايضة (الذين عادة ما يُعتبرون وكلاء من الباطن للمستثمرين حسب المؤشر) قد ازدادت بدرجة كبيرة فيما بين منتصف عام ٢٠٠٨ وأوائل عام ٢٠١٠، ثم أخذت في التراجع بعد ذلك حتى نهاية عام ٢٠١٤، وأن حصة مديري الأموال (مثل صناديق التحوط) قد ازدادت منذ منتصف عام ٢٠١٢. ويبين الشكل أيضاً أن حصة البيانات الواجبة الإبلاغ الأخرى ارتفعت بشكل حاد عند ارتفاع أسعار النفط بشكل حاد بصفة خاصة (أي في عام ٢٠٠٨ وفيما بين الربع الثالث من عام ٢٠١٤ والربع الأول من عام ٢٠١٥)، وأن حصة المستخدمين التجاريين (بما في ذلك المنتجون والتجار والمستخدمون) انخفضت انخفاضاً حاداً في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨، ثم اتجهت، بعد فترة من الانتعاش، إلى الانخفاض منذ عام ٢٠١٠. وبالتالي، ليس هناك الكثير من الأدلة التي تشير إلى استقرار الحصة في السوق لمختلف فئات مستخدمي السوق. والأكثر من ذلك أنه من الصعوبة بمكان تصنيف المشاركين في السوق بشكل واضح ضمن هذه الفئات، حيث إن فرادى التجار قد لا يتبنون دائماً نفس استراتيجية التداول. وعلى وجه الخصوص، أصبح الخط الفاصل بين المستخدمين التجاريين والمستثمرين الماليين ملتبساً بشكل متزايد، وهو ما يرجع في جانب منه إلى انخراط البيوت التجارية بصورة مطردة في الأنشطة المالية (لمزيد من المناقشة، انظر: United Nations, 2013: box II.2). وتثير هذه المسألة مسائل

الحواشي

- (١) تشير الأدلة أيضاً إلى أنه كانت هناك زيادة مطردة في سندات السلع الأساسية متوسطة الأجل (أي أدوات تمويل ديون الشركات المضمونة من خلال السلع). وقد يعكس ذلك في جانب منه على الأقل زيادة الانكشاف أمام الديون في قطاع الطاقة حيث ازداد عبء الديون من تريليون دولار في عام ٢٠٠٦ إلى ٢,٥ تريليون دولار في عام ٢٠١٤ (Domanski et al., 2015). ويلجأ مصدرو هذه السندات عموماً إلى التحوط لوقاية التزاماتهم من خلال اتخاذ مراكز شراء في أسواق العقود الآجلة. والنتيجة التي تفيد أن أسعار السلع الأساسية تزداد عند إصدار هذه السندات وتنخفض في تاريخ انتهائها (Henderson et al., forthcoming) تشير إلى أن هذه السندات هي أحد محددات تقلب أسعار السلع الأساسية التي لا علاقة لها بالتغيرات في أساسيات السوق.
- (٢) ترى نظرية التحوط من الضغوط أن هذه الحالة من ميل أسعار العقود الآجلة للتراجع هي حالة "طبيعية"، لأن منتج السلع الأساسية يحتاجون إلى تقديم علاوة للمضاربين لكي يتحملوا مخاطر الأسعار في عمليات التحوط. وتمثل هذه الحالة أيضاً سمة رئيسية للانفصال الجزئي التقليدي لأسواق العقود الآجلة للسلع الأساسية عن الأسواق المالية الأوسع، وهو ما يرجع إلى أن مستهلكي السلع الأساسية غالباً ما يعزفون عن الدخول في عمليات تحوط مع فرادى المنتجين مباشرة. وذلك لأن المستهلكين يواجهون المخاطر إزاء العديد على السلع، ولا يكونوا على استعداد لتحمل التكاليف الثابتة للتحوط في أسواق عديدة للسلع الأساسية. ومع ذلك، فإن الأدلة التجريبية تشير بقوة إلى أن أسواق السلع الأساسية لا تميل دائماً إلى التراجع، وبالتالي، فإن تحديد مراحل الميل إلى التراجع هو أمر حاسم بالنسبة لربحية الاستثمارات حسب مؤشر السلع الأساسية (Basu and Miffre, 2013).
- (٣) على سبيل المثال، لم تكن قيمة مؤشر ستاندارد آند بورز S & P لإجمالي عائد السلع الأساسية في نيسان/أبريل ٢٠١٣ تتجاوز ٩٠ في المائة فحسب من قيمته في عام ٢٠١١، قبل أن تنخفض إلى ٥٠ في المائة بالكاد بحلول بداية عام ٢٠١٥؛ وأعقب ذلك انتعاش طفيف خلال النصف الأول من عام ٢٠١٥. وإجمالي العائد على عقد أجل لسلعة أساسية هو مجموع التغيرات في السعر الفوري والعائد المرئجل وعائد الضمانات. ونظراً لأن مستوى هذا العائد الأخير هو انعكاس لأسعار الفائدة، فليس من المستغرب أن تتسم فترات التيسير الكمي بانخفاض العائدات في مؤشرات إجمالي العائد. ومؤشرات العائد الزائدة المستخدمة في الشكل
- ١- ألف-٢ لا تشمل إلا أول نوعين من العائد، ولكنها لا تشمل عائد الضمانات.
- (٤) ثمة آلية ثالثة تؤكد نظرية التخزين. وهي تذهب إلى أن المخزون لا بد وأن يرتفع إذا دفع المستثمرون المليون أسعار العقود الآجلة إلى الارتفاع، حيث تؤدي هذه الزيادات في الأسعار إلى عائد تناسب للمقتنيات المادية من السلع الأساسية، وتحفز على اقتناء المزيد من هذه السلع، وهو ما يقلل بدوره من المعروض المتاح للاستهلاك الفوري ويزيد الأسعار الفورية. ويتوقف عائد التناسب على تكاليف التخزين والتمويل، ويتأثر بالتالي بشدة بمستوى أسعار الفائدة الاسمية. وكما نوقش في تقرير التجارة والتنمية لعام ٢٠٠٩ TDR 2009، يفترض هذا الرأي شفافية الأسواق المادية تماماً، وتوفر المعلومات المتعلقة بمخزون الممتلكات بشكل كامل في جميع أنحاء العالم، وهو ما لا يحدث في الواقع عموماً.
- (٥) كثيراً ما يجري اختبار الأثر المباشر للاستثمارات المالية على أسعار السلع الأساسية المتصل بنظرية تقاسم المخاطر بالاستناد إلى اختبارات جرانجر للسببية التي تغطي فترات زمنية طويلة. وعادة ما لا تجد هذه الاختبارات كثيراً من الأدلة على وجود أثر مباشر للاستثمارات المالية على أسعار السلع الأساسية (Sanders and Irwin, 2011). غير أن هذه الاستراتيجية لتحديد الأثر تفترض أن الإشارات الصادرة عن الأسواق المالية تجعل المستثمرين الماليين يتصرفون خلافاً للإشارات الصادرة عن أسواق السلع الأساسية، ويستهلكون السيولة طول الوقت. ولا يحدث ذلك في واقع الأمر، وخاصة في الفترات التي تدفع فيها مراكز المخاطرة المستثمرين الماليين في أسواق الأصول الأخرى إلى سلوك تداول في أسواق السلع الأساسية يؤدي إلى زيادة السيولة وتحسين تقاسم المخاطر. ونتيجة لذلك، فإن اختبارات جرانجر للسببية في فترات فرعية محددة عادة ما تجد أدلة أكثر على هذه الآثار المباشرة للسعر على المستثمرين الماليين (Mayer, 2012).
- (٦) في الواقع، فإن الوظيفة الأساسية لبورصات السلع الأساسية المركزية هي تجميع المعلومات المشتتة وتسهيل استكشاف الأسعار.
- (٧) فيما يتعلق بالحجة التي يسوقها هذان المؤلفان بأن الاستثمار حسب المؤشر لا يزال يمثل استراتيجية سليمة لتنويع المحافظ المالية، تجدر ملاحظة أن بماردواج هو "باحث في شركة SummerHaven، التي تتولى إدارة صندوق للسلع الأساسية تبلغ قيمته ١,٤ بليون دولار، وأن البروفيسور روينهورست Rouwenhorst هو أيضاً شريك في نفس الشركة" (انظر: Financial Times, "Investment: revaluing commodities", 4 June 2015).

المراجع

- Basu D and Miffre J (2013). Capturing the risk premium of commodity futures: The role of hedging pressure. *Journal of Banking and Finance*, 37(7): 2652–2664.
- Bhardwaj G, Gorton G and Rouwenhorst KG (2015). Facts and fantasies about commodity futures ten years later. Working Paper No. 21243, National Bureau of Economic Research, (NBER), Cambridge, MA.
- Domanski D, Kearns J, Lombardi M and Shin HS (2015). Oil and debt. *BIS Quarterly Review*, March, Basel: 55–65.
- Gorton G and Rouwenhorst KG (2004). Facts and fantasies about commodity futures. Working Paper No. 0595, NBER, Cambridge, MA.
- Henderson BJ, Pearson ND and Wang L (forthcoming). New evidence on the financialization of commodity markets. *Review of Financial Studies*. Available at: <http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2014/12/25/rfs.hhu091.short?rss=1>.
- Mayer J (2012). The growing financialisation of commodity markets: Divergences between index investors and money managers. *Journal of Development Studies*, 48(6): 751–767.
- Sanders D and Irwin S (2011). The impact of index funds in commodity futures markets: A systems approach. *Journal of Alternative Investments*, 14(1): 40–49.
- UNCTAD (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- United Nations (2013). *World Economic Situation and Prospects 2013*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.C.2, New York.

الفصل الثاني

الأمولة ومساوئها على صعيد الاقتصاد الكلي

ألف - مقدمة

ما أسهم في تشييط الطلب العالمي. ويعتمد النمو العالمي أساساً على توسع السيولة المالية وتوليد الائتمانات وازدهار الأصول. وبعد الأزمة، أدت سياسات التيسير الكمي في البلدان المتقدمة، التي اقترنت، بعد فترة فاصل قصير من التوسع بتدابير للتقشف المالي، إلى تأييد هذا النمط بدرجة كبيرة^(٢). فالوعد بعائدات أعلى للاستثمارات في الاقتصادات النامية والانتقالية، وشيوع تصورات مفادها أن مخاطر هذه الاستثمارات أصبحت أقل من ذي قبل، قد جعلها بديلاً جذاباً للمستثمرين الدوليين. ومع ذلك، تتجه نسبة متزايدة من التدفقات المالية الناجمة إلى هذه البلدان لأن تكون قصيرة الأجل أو تتسم بطابع المضاربة، وتظهر بالفعل نوعاً من التقلبات يذكّر بالأوضاع التي سبقت الأزمات المالية في عدد من الاقتصادات النامية والانتقالية في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي.

ويتناول هذا الفصل أولاً الأمولة في الاقتصادات النامية والانتقالية على المستوى الكلي، ويسلط الضوء على العلاقة بين تدفقات رؤوس الأموال ومدفوعات دخل عوامل الإنتاج، وما ينجم عن ذلك من ضغوط على الميزان التجاري. ويمثل ارتفاع المعدلات الإجمالية للعائد على التزامات الاقتصادات النامية والانتقالية عن العائد المتحقق على أصول تلك الاقتصادات جانباً لا يحظى باعتراف كاف، وقد ينطوي على جوانب إشكالية في هذه العلاقات. وتشير الأنماط القائمة إلى اتجاهات غير مستدامة بالنسبة للحساب الجاري، مما يؤدي بالتالي إلى تزايد الهشاشة المالية. وعلاوة على ذلك، ففي السياق الحالي لتباطؤ الانتعاش من الأزمة، وهو ما يتطلب مساهمات قوية في الطلب العالمي، وخاصة من بلدان الفائض، يؤدي الضغط الرامي للتخفيف من تأثير خسائر صافي دخل عوامل الإنتاج في الحساب الجاري إلى نتائج عكسية على الرفاه العالمي.

إن تنامي تأثير الأسواق والمؤسسات المالية، الذي يُعرف باسم "الأمولة"، يؤثر على كيفية إنتاج الثروة وتوزيعها (UNCTAD، 2011). وبالتالي، فإن اندماج الاقتصادات النامية والانتقالية المتزايد في النظام المالي العالمي، وتسارع تدفق رؤوس الأموال إلى هذه البلدان منذ مطلع الألفية، يثيران النقاش حول الروابط بين الانفتاح وازدياد توفر الخدمات المالية والتنمية الاقتصادية. فتزايد الاندماج المالي ينطوي على إمكانية تعزيز فرص الحصول على التمويل الخارجي للتنمية. غير أن هذا الفصل لا يرى سوى صلة ضعيفة بين اندماج معظم الاقتصادات النامية والانتقالية في الأسواق المالية العالمية وبين تنميتها في الأجل الطويل. وقد شهدت هذه الصلة المزيد من الضغوط في السنوات الأخيرة بسبب تحمة السيولة الناجمة التي ولدتها المصارف المركزية في البلدان المتقدمة. وفي حين أظهر العديد من الاقتصادات النامية والانتقالية نمواً قوياً وفائضاً (أو انخفاضاً للعجز) في الحساب الجاري على مدى العقد الماضي، وتراكم لديها إجمالاً قدر كبير من أصول الاحتياطيات الخارجية، فإن ازدياد انفتاحها أمام تدفقات رؤوس الأموال الدولية الكبيرة والمتزايدة والمتقلبة، وخاصة التدفقات المضاربة في الأجل القصير، يعرضها لمخاطر دورات الازدهار والكساد الماليين^(١). ويفصّل هذا الفصل الآثار المترتبة على هذه المخاطر من منظور الاقتصاد الكلي.

وفي الفترة منذ أزمة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، تعكس التدفقات المالية إلى الاقتصادات النامية والانتقالية نمطاً استقر من قبل للقوى المحركة للاقتصاد الكلي كان قد بدأ في الظهور في العديد من البلدان بدءاً من ثمانينات القرن الماضي: تدهور طويل الأجل في حصة الأجور العالمية وخفض إنفاق القطاع العام في الاقتصادات المتقدمة، وهو

ويختتم الفصل بمناقشة عدد من استجابات السياسات التي يمكن أن تنظر فيها البلدان النامية في ضوء هذه المشاشة. وتهدف هذه الاستجابات إلى تحسين إدارة الأمولة وآثارها على صعيد الاقتصاد الكلي، فضلاً عن تعزيز الصلة بين السياستين المالية والنقدية وأهداف التنمية. ويجب أن يحتل التنظيم المالي المحلي القوي مكانه في صلب الجهود الرامية إلى جني فوائد التمويل الدولي. فبدلاً من الاعتماد على التصورات الضيقة لاستهداف التضخم ورفع أسعار الفائدة لإدارة تدفقات رؤوس الأموال وميزان المدفوعات، من شأن تبني مزيج حكيم من ضوابط رأس المال وإدارة سعر الصرف، بما في ذلك من خلال التأثير على كمية وتكوين تدفقات رؤوس الأموال، أن يساعد على استمرار فرص الوصول إلى التمويل الخارجي الإنتاجي، مع تشجيع الاستثمار المحلي أيضاً في نفس الوقت. كما أن اتباع سياسات مالية وصناعية استباقية أمر ضروري لتوليد الهياكل والظروف التي تدعم نمو الإنتاجية المحلية والتوسع في الطلب الكلي. إلا أنه نظراً لاتساع نطاق الأمولة وضخامة حجم تدفقات رؤوس الأموال العالمية، يجب إكمال إدارة الاقتصاد الكلي على المستوى الوطني بتدابير عالمية تثبط تزايد التدفقات المالية المضاربة. ويمكن توفير المزيد من الدعم على الصعيد الإقليمي من خلال آليات أقوى لدعم الائتمان وصناديق الاحتياطيات المشتركة. كما يجب أن يمتد تنسيق السياسات إلى إدارة الاقتصاد الكلي على الصعيد المحلي. ويكون لهذه التدابير فرصة أكبر للنجاح إذا ما تم تنفيذها على المستوى الإقليمي، ثم على الصعيد العالمي في نهاية المطاف.

ويناقش هذا الفصل بعد ذلك الآثار التي تتركها الأمولة على سياسة الاقتصاد الكلي المحلية. ويرى أن التدفقات المالية المفرطة تغير الأسعار وتؤثر في السياسات بطرق تضر بإمكانات النمو المستدام والتنمية المستدامة. فمع الانفتاح الكامل لحسابات رأس المال، أصبحت السلطات النقدية أكثر انكشافاً أمام ضغوط وتوقعات التمويل الخارجي. وعلى وجه الخصوص، فإن تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة تولد ضغوطاً من أجل رفع سعر الصرف، الذي يتفاقم بفعل الالتزام الواسع بالحفاظ على معدلات تضخم منخفضة للغاية كهدف في حد ذاته. كما أن نطاق السياسة المالية يكون محدوداً بالمثل من جراء الميل للتقيد بموقف منحاز للتمويل في السياسات العامة، لا يشجع تدخل السياسة في جانبي النفقات والإيرادات على حد سواء. والنتيجة هي الميل إلى خلق بيئة انكماشية على صعيد الاقتصاد الكلي، مقترنة بأوجه من المشاشة الهيكلية في النظم المالية والاستثمار الإنتاجي. وكل ذلك يثبط كلاً من النمو القوي للطلب الكلي وتعميق القدرة الإنتاجية.

وتُنقَش بعد ذلك التداعيات المتوقعة لأوجه المشاشة على الطلب الكلي المحلي من خلال استعراض تاريخ العديد من الأزمات المالية بشكل يربط الطفرات في تمويل المضاربة بالمخاطرة التي يقدم عليها القطاع الخاص، وما ينجم عن ذلك من خسائر للقطاع العام. ويتم تكبد هذه الخسائر عندما تتحمل الحكومات في نهاية المطاف وبشكل عام المخاطر والتكاليف الناتجة عن المضاربات الخاصة وفشل الإنتاج. ثم يعرض الفصل عندئذ إطاراً مقنناً أوسع نطاقاً لمقارنة المصادر المحلية والخارجية للنمو الاقتصادي، مؤكداً على الطريقة التي تتوازي بها أوضاع الماضي مع الأوضاع السائدة اليوم.

باء- تحديات توسع السيولة العالمية

١ - توسعات السيولة قبل وبعد الأزمة

أصبحت المواقف المالية تتسم إما بالاعتدال، أو بإجراء تعديلات نزولية في معظم الاقتصادات الرئيسية. وكان الاستثناء يتمثل في الولايات المتحدة بين عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٤، حيث ساعدت عمليات الضخ المالية الاستثنائية على النهوض بالاقتصاد بعد اختيار شركات الإنترنت (الدوت كوم). وفي غياب هاتين القوتين المحركتين الرئيسيتين، يعتمد نمو الناتج المحلي الإجمالي على خلق السيولة، في البداية بواسطة السلطات النقدية، وبعد ذلك من جانب المؤسسات المالية الخاصة (انظر الفصل الثالث). وفي بعض الاقتصادات الكبرى، نجح ذلك في تعزيز الطلب من خلال رفع قيمة الأصول والاقتراض، مما أدى إلى ازدهار الاستهلاك ونشوء فقاعات الاستثمار الخاص.

إن عدم كفاية الطلب العالمي يمثل مشكلة رئيسية نتجت عن الكساد العظيم ولم تجد لها حلاً بعد. ويعكس ذلك في جانب منه فشلاً مستمراً في إعادة ربط التمويل باستدامة توليد الدخل والإنفاق. وفي الفترة التي سبقت أزمة ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩ المالية، لم يكن الطلب الفعال في الاقتصادات الكبرى يتمتع بدعم من نمو مستدام للدخل المتأتي من الأجور، وهو العامل الرئيسي الذي يدفع طلب الأسر المعيشية، كما لم يكن يتمتع في معظم الحالات بدعم من ازدياد إنفاق القطاع العام. ومنذ التسعينات من القرن الماضي،

وفيما يتعلق بالاقتصادات النامية والانتقالية، فإن أداءها، قبيل الأزمة وبعدها مباشرة على حد سواء قد تميز عموماً بمزيج من الطلب المحلي الداعم وانتعاش التصدير. كما تمتعت هذه الاقتصادات كمجموعة بقدر من الاستقرار المالي المحلي أكبر من البلدان المتقدمة، رغم ازدياد تحرير التدفقات المالية والانفتاح الذي سمح بوجود أكبر للمصارف الأجنبية والمستثمرين الأجانب في أسواقها المحلية. غير أن الأمولة العالمية في غياب ما يكفي من تنظيم الأسواق المالية المحلية يجعل الاقتصادات النامية والانتقالية أكثر عرضة لعواقب دورات الازدهار والكساد التي تحدثها تدفقات رؤوس الأموال، كما لوحظ في تقارير التجارة والتنمية السابقة وغيرها من الدراسات (Akyüz, 2008 and 2011). والتعرض لأي صدمة منبثقة من دورات مالية خارجية يمكن أن يؤدي بسرعة إلى تآكل قوة الطلب المحلي في العديد من الاقتصادات النامية والانتقالية، بما يمكن أن ينطوي عليه ذلك من تداعيات على استقرار الاقتصاد العالمي.

وفي الصين، حيث أدت سياسة التعقيم النقدية وتراكم الاحتياطي إلى التخفيف بدرجة كبيرة من تأثير تدفقات رؤوس الأموال، أخذت المديونية المفرطة في القطاعات المرتبطة بالازدهار العمراني تتحول إلى مصدر قلق متزايد لصناع السياسات (Chandrasekhar 2014; Magnus, 2014; Ghosh, 2015). ورغم أن من الممكن توقع حدوث تباطؤ في الاستثمار، فإن ذلك إذا اقترن بانخفاض حاد في بناء المساكن وتشديد البنية التحتية يمكن أن يسهم في عكس مسار تدفقات رؤوس الأموال والأسهم الكبيرة في الأجل القصير (كما هو مفصل أدناه). وفي اقتصادات نامية وانتقالية أخرى، لعبت السياسات التي تكفل الإدماج الاجتماعي بدرجة أكبر دوراً فعالاً نسبياً في دعم الطلب المحلي من خلال تنفيذ تدابير مالية معاكسة للدورات الاقتصادية، والمضي قدماً في الخطط الاستراتيجية لتنويع الصادرات بعيداً عن السلع الأساسية (مع نجاح محدود في ذلك)، وتعميم المكاسب الناجمة عن استخراج السلع الأساسية على عموم المجتمع، والتخفيف من آثار تدفقات رؤوس الأموال المفرطة عن طريق تكديس الاحتياطي أو غير ذلك من أشكال ضوابط رأس المال. ومع ذلك، يظل هناك احتمال قوي لأن يكون نطاق تدابير السياسات هذه وأثرها غير كافيين لمواجهة الحجم الهائل للأسواق المالية العالمية وما يترتب عليها من آثار. والواقع أن "غضبة الانكماش" التي شهدتها عام ٢٠١٣، والتي ولدت صدمات كبيرة في الأداء وردود الفعل على شكل سياسات انكماشية في العديد من البلدان النامية، يمكن أن تكون نذيراً (معتدلاً) بانتكاسات رؤوس الأموال التي يُحتمل حدوثها (Neely, 2014; UNCTAD, 2014). وقد يكون المشهد أكثر صعوبة في الاقتصادات النامية والانتقالية التي لم تنفذ أي سياسات تعويضية لإدارة الأمولة.

وكانت القوة المحركة المناظرة في اقتصادات أخرى تتمثل في صافي الطلب على الصادرات. وكان هذا التشكيل الخطر للتمويل والطلب يختلف اختلافاً بالغاً عن عملية خلق الائتمان التي تدمج توليد الإنتاج والعمالة.

وبالمثل، خلال التعافي من أزمة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، تفاقم الفشل في وقف التدهور الطويل الأجل لحصة الأجور، الذي بدأ في العديد من البلدان في الثمانينات من القرن الماضي، نتيجة لتحول معظم الاقتصادات المتقدمة بشكل عام إلى التقشف المالي بعد فترة التوسع القصيرة في السنتين ٢٠٠٩-٢٠١٠. وأدى ذلك إلى جعل التعافي يعتمد بشكل شبه حصري على توسع السيولة من جديد. غير أنه كانت هناك بعض الفروق الهامة بين فترتي ما قبل الأزمة وما بعدها، وهي الفروق التي تساعد في تفسير تكوين النمو والمراكز المالية في مختلف قطاعات الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة.

ويتمثل الفارق الأول والأكثر وضوحاً في ارتفاع عجز القطاع العام في الاقتصادات المتقدمة بعد الأزمة، وهو تماثل لا مفر منه مع التصحيحات غير المسبوقة في موازنات المصارف والشركات والأسر. أما الفارق الثاني، فيتمثل في أن خلق السيولة هذه المرة كان من فعل المصارف المركزية، على النقيض من فترة ما قبل الأزمة عندما كان المحرك الرئيسي لخلق السيولة هو المديونية المفرطة للقطاع المصرفي الخاص (ولمصارف الظل)^(٣). وثمة فارق ثالث، نشأ نتيجة للفارقين الأولين، يتمثل في توجيه توسع السيولة من خلال القطاعات المالية كمحافظ أصول، بما في ذلك في البلدان النامية، وبالتالي، فهي منفصلة في معظمها عن الاقتصاد الحقيقي^(٤).

وأصبح هذا الفارق الأخير واضحاً في ازدياد ارتباطات الأصول فيما بين الأسهم العالمية وأسواق السلع الأساسية والعملات في أوائل العقد الأول من القرن الحالي (UNCTAD 2012a, TDR 2011). وكانت محافظ المخصصات الموزعة بين أسواق الأسهم والعملات تعكس في الغالب تصورات عن احتمالات المخاطر من عدمها، في حين كانت الفوائد المرجوة من التنويع تدفع الاستثمار في السلع الأساسية وتقلل الارتباط بين أسعار الأصول وأداء الأصول الحقيقية الأساسية، خصوصاً بين منتصف عام ٢٠٠٨ ومنتصف عام ٢٠١٣. وأسهم ذلك في ازدياد التقلب في جميع الأسواق بشكل ملحوظ. ومنذ عام ٢٠١٣، كانت الأساسيات أكثر أهمية في تفسير تحركات الأسعار لمعظم السلع الأولية (انظر الفصل الأول). وفي هذا السياق، أدى تغير درجات أهمية القوى المحركة لتكوين الأسعار في الأسواق الحقيقية والمالية وأسواق العملات الأجنبية إلى التقويض الشديد لقدرة السياسات العامة على التأثير على الأداء الاقتصادي الحقيقي أو التخفيف من أثر الصدمات الخارجية.

٢ - ازدياد تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصادات النامية والانتقالية ومخاطرها الإجمالية

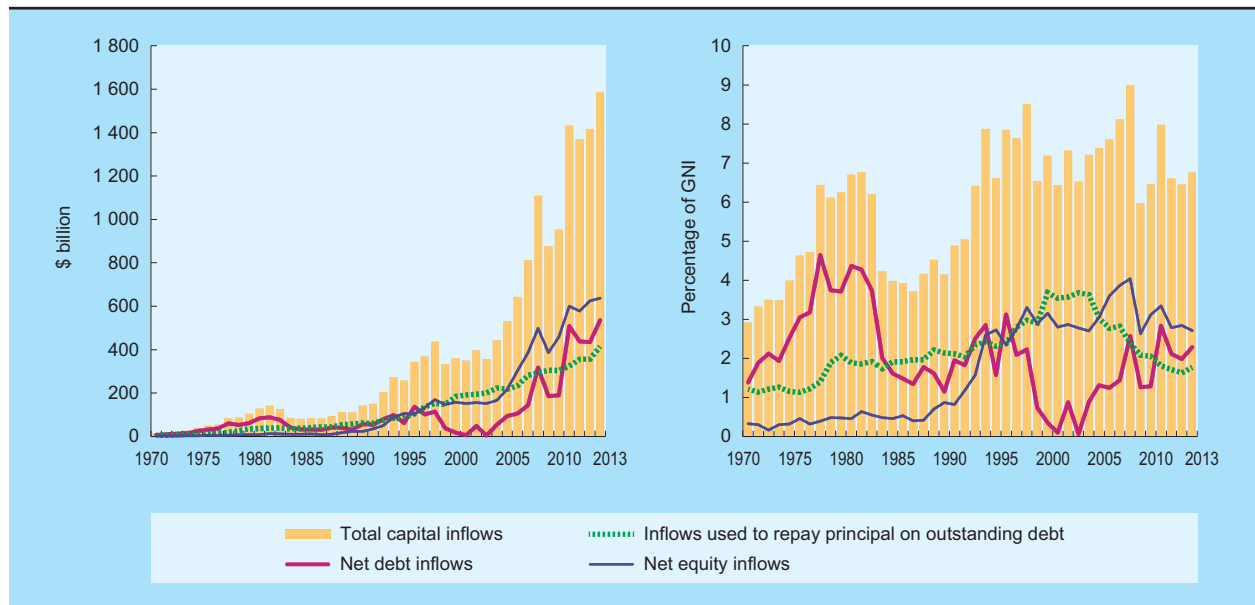
واختيار شركات الإنترنت في عام ٢٠٠١، عندما بلغ إجمالي تدفقات الديون للاقتصادات النامية والانتقالية ٢٠٤ بلايين دولار. وتجدد الإشارة إلى أن حصة متزايدة من إجمالي تدفقات الديون السنوية هي عبارة عن مدفوعات سداد الديون، التي ازدادت بالتناسب مع حجم الالتزامات التي تراكمت بمرور الوقت. غير أنه كانت هناك أيضاً زيادة كبيرة في صافي تدفقات الديون (أي إجمالي التدفقات ناقص مدفوعات السداد)، من ٣,٥ بليون دولار في عام ٢٠٠٢ إلى ٥٣٥ بليون دولار في عام ٢٠١٣. أما صافي تدفقات الأوراق المالية إلى الاقتصادات النامية والانتقالية التي، وفقاً لمنشور البنك الدولي *International Debt Statistics 2015*، تضم محفظة الأوراق المالية فضلاً عن الاستثمار المباشر، فقد ازدادت بأكثر من أربع مرات خلال تلك الفترة، من ١٥٢ بليون إلى ٦٣٧ بليون دولار (الشكل ٢-١).

تؤكد السجلات الشاملة للتدفقات والأرصدة الخارجية لعدد كبير من الاقتصادات النامية والانتقالية أن انكشافها لآراء مصادر التمويل الخارجية قد استمر في الارتفاع (Chandrasekhar, 2007; Gallagher). وبلغ إجمالي تدفقات الديون السنوية (صافي التدفقات زائد مدفوعات سداد الديون) إلى الاقتصادات النامية والانتقالية ما يقرب من تريليون دولار في عام ٢٠١٣. ويزيد ذلك بحوالي خمس مرات عما كانت عليه في عام ٢٠٠٢، وهو آخر مستوى منخفض كبير بعد سلسلة من الأزمات المالية في أواخر التسعينيات من القرن الماضي

الشكل ٢-١

تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصادات النامية والانتقالية حسب العناصر المكونة لها، ١٩٧٠-٢٠١٣

(ببلايين الدولارات والنسب المئوية من إجمالي الدخل القومي)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى البنك الدولي، قاعدة بيانات *International Debt Statistics*.

إليها أعلاه، كنسبة مئوية من مجموع الدخل القومي الإجمالي. ومن خلال هذا المقياس، يُلاحظ حدوث زيادة كبيرة في إجمالي وصافي تدفقات الديون في الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٧، ثم استئنافها مرة أخرى في عام ٢٠١٠. وبالنسبة لإجمالي التدفقات بشكل خاص، يتشابه النمط مع دورة الازدهار التي شهدتها التسعينيات من القرن

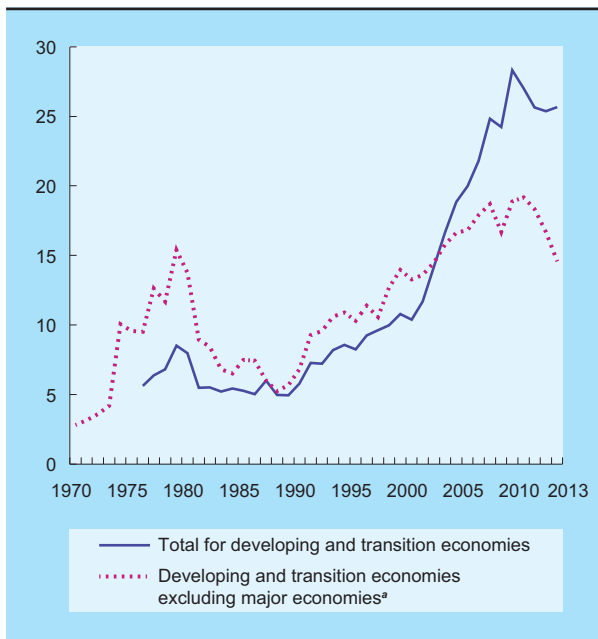
ولا تبدو هذه الزيادات في التدفقات الخارجية للاقتصادات النامية والانتقالية مدهشة جداً بالنظر إلى أن هذه الاقتصادات قد شهدت فترة من النمو الاقتصادي السريع دون انقطاع تقريباً بعد عام ٢٠٠٣، رغم تأثرها بالأزمة المالية العالمية بدرجات متفاوتة. ويسجل الشكل ٢-١ المقارنات بين متغيرات نفس التدفقات المشار

الاستراتيجية. وبالنظر إلى مستويات التدفقات وتراكم الاحتياطيات، يُطرح سؤال مهم حول ما إذا كانت هذه الأنماط تتسق مع الاستقرار المالي والطلب العالمي المستدام.

الشكل ٢-٢

احتياطيات النقد الأجنبي في البلدان النامية والانتقالية، ١٩٧٠-٢٠١٣

(نسبة مئوية من إجمالي الدخل القومي)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى البنك الدولي، قاعدة بيانات *International Debt Statistics*.

(أ) الاقتصادات الكبرى المستثناة هي الأرجنتين والبرازيل وتركيا وجنوب أفريقيا والصين والمكسيك والهند. واستبعد أيضاً كل من تونس والجزائر وليبيا ومصر والمغرب. ولا تشمل العينة الاتحاد الروسي.

وعند النظر في ميزان المدفوعات، كثيراً ما ينصب التركيز على العجز والفائض التجاريين، على افتراض أن صافي دخول عوامل الإنتاج^(١) سيعكس ببساطة نمطاً محايداً من تدفقات رؤوس الأموال. غير أن تحديد توازن دخل عوامل الإنتاج والآثار المترتبة عليه ينطوي على بعض التعقيدات. أولاً، أن دخل عوامل الإنتاج يعتمد على حجم الأصول والالتزامات، فضلاً عن معدلات العائد. والأصول والالتزامات تتراكم، بدورها، من التدفقات الخارجة والداخلية على التوالي. وثانياً، أن فائض الحساب الجاري، بالتعريف، يعادل صافي تدفق الأموال إلى الخارج في "الحساب الرأسمالي والمالي" (يشار إليه فيما يلي باسم "حساب رأس المال")^(٢). وفي المقابل، فإن العجز

الماضي، وإن لم تكن بنفس درامية دورة السبعينات التي أدت إلى أزمات الديون في أوائل الثمانينات. أما صافي تدفقات الأوراق المالية كنسبة مئوية من الدخل القومي الإجمالي، فقد شهد تقلبات كذلك، ولكن من مستوى أعلى باستمرار منذ منتصف التسعينات فصاعداً. وكنسبة من إجمالي الدخل القومي، ازداد مصدرراً التدفقات الخارجية للاقتصادات النامية والانتقالية معاً (الديون والأوراق المالية) من ٢,٨ في المائة في عام ٢٠٠٢ إلى ٥ في المائة في عام ٢٠١٣، بعد أن سجلا مستويين تاريخيين بلغا ٦,٦ في المائة في عام ٢٠٠٧، و٦,٢ في المائة في ٢٠١٠.

ولا تقتصر هذه الأنماط الإجمالية على الاقتصادات النامية والانتقالية الكبيرة، التي تمتلك أسواقاً مالية ورأسمالية أكثر تقدماً نسبياً. فهناك اقتصادات نامية وانتقالية منخفضة الدخل^(٣) يمكن أن تكون قد استوعبت قدرأ أقل بكثير من تدفقات رؤوس الأموال، ولكن أنماطها تتشابه مع أنماط المجموعة ككل، مما يبين حدوث زيادة واضحة في الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٣، مع بلوغ التدفقات ذروتها في عامي ٢٠٠٧ و ٢٠١٠. وكنسبة من الدخل القومي الإجمالي، ازداد مصدرراً التدفقات الخارجية لهذه المجموعة الفرعية من الاقتصادات النامية والانتقالية (الديون والأوراق المالية) من ٢,٥ في المائة في عام ٢٠٠٢ إلى ٥,١ في المائة في عام ٢٠١٣، بعد الوصول إلى مستوى قياسي تاريخي بلغ ٧,٧ في المائة في عام ٢٠٠٧.

وبالنسبة للفترة السابقة، شهد معظم الاقتصادات النامية والانتقالية اعتباراً من عام ٢٠٠٣ نمواً قوياً وفوائض أو انخفاضاً للعجز في الحساب الجاري، مما يشير إلى أن احتياجات التمويل من أجل التنمية ربما لم تكن المحرك الرئيسي لازدهار تدفقات رؤوس الأموال^(٤). بل ربما كانت القوى المحركة المهيمنة هي عوامل "الطرد"، مثل الأوضاع النقدية وتصورات مستثمري البلدان المتقدمة للمخاطر، إلى جانب ازدياد قيمة أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات النامية والانتقالية (انظر *TDR 2013, chap. III*، للاطلاع على ممارسة مفصلة للقياسات الاقتصادية). ومما يتصل بذلك أن الاقتصادات النامية والانتقالية ككل، وخاصة الاقتصادات الأكبر في هذه المجموعة، قد تراكت لديها كميات كبيرة من الأصول الاحتياطية الخارجية خلال هذه الفترة (الشكل ٢-٢)^(٥). وفي ظل هذه الظروف، يعكس تراكم الاحتياطيات في المقام الأول وجود فائض من التدفقات يزيد عن المبالغ التي تتناسب عادة مع أنماط الإنفاق المحلي والاستثمار. وبحلول عام ٢٠١٣، كان أكثر من ٤٠ في المائة من الاحتياطيات التي تحتفظ بها الاقتصادات النامية والانتقالية هي أموال "مقتزضة"، بمعنى أنها لم تنبع من فائض في الحساب الجاري، وإنما من تدفقات رؤوس الأموال (Akyüz, 2014: 11). وفي حين ينظر صناع السياسات غالباً إلى تراكم الاحتياطيات باعتباره إجراءً وقائياً، فإن هناك حدوداً لهذه

وإجمالاً، يتضح من الأدلة التجريبية أن الأمولة ترتبط باستمرار ازدياد تدفقات رؤوس الأموال العالمية إلى الاقتصادات النامية والانتقالية^(١٤). وعلاوة على ذلك، تواجه الاقتصادات النامية والانتقالية معدلات متفاوتة للعائد على أصولها بالنسبة لالتزاماتها. ومن منظور عالمي، يمكن أن تكون هذه الأنماط مجتمعة إشكالية بطرق لم يُعترف بها بدرجة كافية. أولاً، قد تجد الاقتصادات نفسها في حالة يؤدي فيها تدهور حساب دخل عوامل الإنتاج إلى زيادة الالتزامات بشروط أشبه بشروط مشاريع أموال البونزي Ponzi. وثانياً، في ظل الظروف الراهنة لتباطؤ التعافي من الأزمة، عندما يتعين بذل جهود لتعزيز الطلب العالمي، وخاصة من جانب بلدان الفائض، فإن الهدف المتمثل في تحقيق فوائض تجارية من أجل التخفيف من خسائر صافي دخول عوامل الإنتاج يخلق نزوعاً للانكماش.

٣ - اندماج مالي متزايد وتدفقات رأسمالية غير مستقرة بشكل متزايد

تؤكد الآراء السائدة بشأن الاندماج المالي أنه سيكون مفيداً للمستثمرين وللبلدان المتلقية على حد سواء، شريطة أن يتم ضمن إطار "سليم" للاقتصاد الكلي. وتشمل السياسات التي يوصون بها الاقتصادات النامية والانتقالية الحد من تدخل الحكومة (وخلق دور أكبر بنفس النسبة للمؤسسات المالية مثل المصارف الخاصة وصناديق المعاشات التقاعدية)، وزيادة المنافسة، وإجراء إصلاحات هيكلية في أسواق المنتجات والعمل (Caruana, 2011; Milken Institute, 2014a; OECD, 2011).

وعلى النقيض من ذلك، يتبنى التحليل الوارد هنا نهجاً أوسع وأكثر انتقاداً للأمولة، من خلال التأكيد على الطريقة التي تؤثر بها عوامل الطرد والجذب على عودة ظهور المخاطر على الاقتصادات النامية والانتقالية منذ الأزمة المالية. وتنبع هذه المخاطر الأكبر من الأوضاع الخارجية، والمحلية كذلك. وتشمل الأوضاع الخارجية السيولة العالمية المفرطة، التي تدفعها في الآونة الأخيرة سياسات التيسير الكمي في البلدان المتقدمة، التي لم يكن يقابلها ما يكفي من التوسع في الطلب نظراً للتقشف المالي^(١٥). وداخل الاقتصادات النامية والانتقالية، عادة ما كانت المخاطر تنبع من السياسات المالية الكلية التي تتجاهل أهمية التنظيم المالي المحلي وتقلل من شأن الآثار الضارة المحتملة لفقاعات المضاربة. لذا يشدد هذا الفرع على تكوين تدفقات المحافظ المالية كدليل لتقييم المخاطر المحتملة^(١٦).

وعلى مدار السنوات العشر الماضية، ازداد بدرجة كبيرة وزن التدفقات المضاربة الخاصة غير المضمونة القصيرة الأجل في المحافظ المالية الخارجية لكثير من الاقتصادات النامية والانتقالية الأكبر حجماً

في الحساب الجاري يعادل صافي تدفقات رؤوس الأموال الداخلة. غير أن ذلك لا يعني أن الاقتصاد سيحصل من إجمالي التدفقات الداخلة على ما يعادل بالضبط العجز في الحساب الجاري، أو تخرج منه تدفقات إجمالية تعادل بالضبط فائض الحساب الجاري. بل إن التدفقات الداخلة والخارجة تمثل في جانب منها نتيجة تلقائية لتصورات المستثمرين، بما يؤدي إلى عدم التطابق بين العمليات المالية والاقتصاد الحقيقي. فتدفقات رؤوس الأموال التي تتجاوز المستوى المطلوب لتمويل العجز في الحساب الجاري تتحول في نهاية المطاف، كما ذكر أعلاه، إلى تدفقات رأسمالية خاصة للسكان أو إلى تراكم للاحتياطي لدى المصرف المركزي. وبالمثل، فإن بلدان الفائض التي تتلقى كميات كبيرة من التدفقات الخاصة الداخلة، بالإضافة إلى النقد الأجنبي الذي تكسبه من التجارة، ينتهي بها الأمر إلى تكديس احتياطات "مقترضة".

وإذا أخذنا بعين الاعتبار أن معدلات العائد المدفوع للمستثمرين الأجانب عادة ما تكون أكبر من ما تحصل عليه الأطراف الخاصة من السكان أو المصارف المركزية في البلدان النامية، فإن النتيجة النهائية هي أن ميزان دخل عوامل الإنتاج كثيراً ما يميل إلى مفاقمة الحساب الجاري^(١٧). فعلى سبيل المثال، يمكن لصافي المراكز الاستثمارية (الإيجابية) الأخذة في الارتفاع لاقتصادات الفائض النامية والانتقالية أن تعاكس في نهاية المطاف مع انخفاض صافي دخل عوامل الإنتاج. وتتضخم هذه العيوب بالنسبة لاقتصادات النامية والانتقالية التي تعاني عجزاً ممتداً في الحساب الجاري، حيث تكون الاحتياطات المتراكمة "مقترضة" في معظمها. وهكذا، مع تفاقم اختلالات صافي دخل عوامل الإنتاج والعجز التجاري، ستواجه هذه الاقتصادات النامية والانتقالية زيادة في مراكز الالتزامات الصافية. وإذا لم تنجح اقتصادات العجز النامية والانتقالية في تحسين أدائها التجاري، سيحتتم عليها أن تعتمد على تدفقات رؤوس الأموال الداخلة للوفاء بالتزاماتها الخارجية. وذلك يشبه، ضمناً، مشاريع "أموال البونزي" Ponzi الشديدة المشاهدة، حيث لا يمكن الوفاء بالالتزامات الجارية إلا بالمزيد من الاقتراض، وحيث يمكن لأي تغيير طفيف في الظروف أو المشاعر، الداخلية أو الخارجية، أن يزعزع استقرار النظام المالي وأوضاع الاقتصاد الكلي على حد سواء (Minsky, 2008).

وتهدف الاقتصادات النامية والانتقالية بشكل عام إلى تحسين الأداء التجاري لمجموعة متنوعة من الأسباب المتعلقة بالنمو والتقدم التقني وغيرهما. غير أن احتمالات ازدياد التدفق الخارج لصافي دخل عوامل الإنتاج عن أي وقت مضى بسبب تراكم الالتزامات الموروثة وعدم تكافؤ معدلات العائد قد تزيد من شدة الحاجة للبحث عن استراتيجيات اقتصادية لزيادة صافي الصادرات، بما في ذلك عن طريق الحد من الواردات^(١٨).

التي شهدت حالات ربما لم يكن فيها معظم التدفقات قصيرة الأجل أو ذات طابع غير مستقر. ويمكن تفسير ذلك، على الأقل في جانب منه، بازدياد دور القواعد التنظيمية في البلدين الأولين.

وتمثل هذه الأنماط ازدياد جوانب الضعف في الاقتصادات النامية والانتقالية، ليس فقط بسبب حجمها بالنسبة إلى الدخل القومي الإجمالي، ولكن بصفة خاصة لأن بعض الأسواق، مثل أسواق الأسهم وأسواق الصرف الأجنبي، بل والأسواق العقارية في بعض الحالات، تعمل في مجالات بعيدة نسبياً عن تأثير السياسات العامة. فهذه الأسواق عادة ما تكون غير مستقرة وتشابك مع بعضها البعض بدرجة كبيرة، مما يفاقم من احتمالات التحركات المزعزعة للاستقرار. وفي حين قد يصعب قياس حجم أسواق الصرف الأجنبي من منظور اقتصاد واحد، فإن قياسات الرسملة المحلية لأسواق الأوراق المالية كاشفة: فبالنسبة لهذه العينة من الاقتصادات النامية والانتقالية المعروضة في الشكل ٢-٣، تعتبر الرسملة المحلية كبيرة بوجه عام، حيث تزيد في بعض الحالات عن ١٠٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي (Akyüz, 2014; Milken Institute, 2014b).

في العديد من البلدان وفي المجموعة الفرعية للاقتصادات النامية والانتقالية، فإن الفجوة بين الإجمالي ومزيج تدفقات الاستثمار المباشر الأجنبي غير المستقرة تشمل تدفقات الأسهم من غير المحافظ المالية (الشكل ٢-٣). ويمكن أن يسهم الاستثمار المباشر الأجنبي في الأنشطة الإنتاجية، وبخاصة في القطاعات الصناعية التي تقوم عليها التنمية، إسهاماً إيجابياً في التنمية^(١٩). ويكون هذا هو الحال بشكل خاص عندما يتم استيعاب الاستثمار المباشر الأجنبي القادم في شكل استثمارات تأسيسية استيعاباً مناسباً على المستوى الوطني. غير أنه ينبغي توخي الحذر عند تفسير بيانات الاستثمار المباشر الأجنبي بشكل إجمالي. فتصنيف الاستثمار المباشر الأجنبي، على سبيل المثال، عادة ما يشير إلى حجم حصة الملكية (١٠ في المائة أو أكثر، وفقاً لصندوق النقد الدولي)، وليس إلى سيولة للاستثمار. وفي الواقع، فإن الابتكار المالي وعميق الأسواق المالية يمكن أن يجعل حصة الملكية الكبيرة أكثر وضوحاً دون حدوث تغييرات كبيرة في سيولة الاستثمارات. وثمة مثال آخر يتمثل في أن قطاع العقارات، وهو قطاع شديد السيولة والتقلب، قد اجتذب معظم الاستثمار المباشر الأجنبي التأسيسي في عام ٢٠١٤، وكانت البلدان العشرين المتلقية الأكبر لهذه الاستثمارات بلدان نامية، باستثناء أربعة منها^(٢٠).

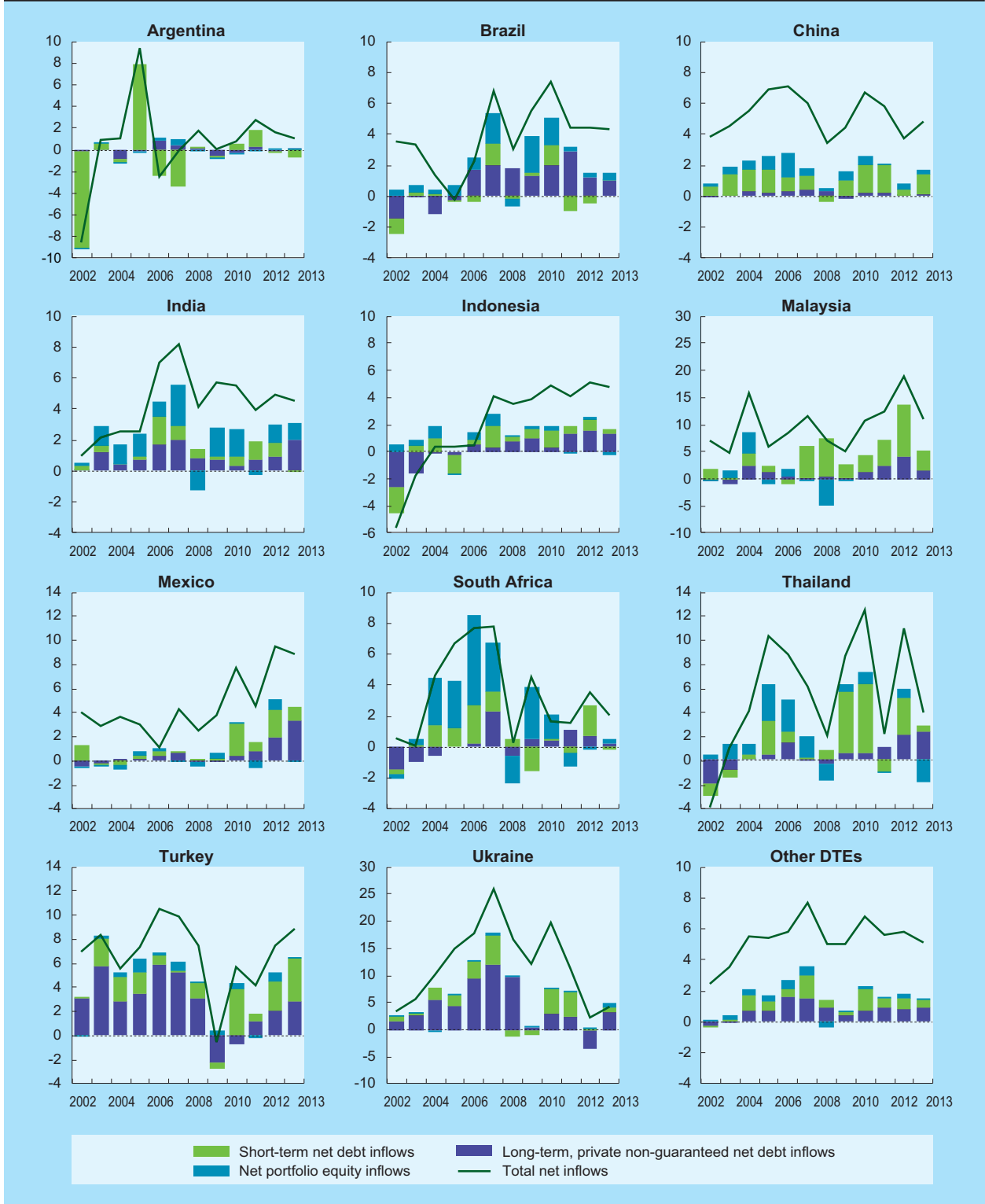
(الشكل ٢-٣)، وكذلك لجميع الاقتصادات النامية والانتقالية مجتمعة، باستثناء البلدان الميمنة بشكل فردي^(٢١). ويتبع الشكل ٢-٣ أنماط تدفقات رؤوس الأموال الأكثر مضاربة بالنسبة لمجموع التدفقات كحصة من الناتج القومي الإجمالي؛ ويشمل الفارق في معظمه القروض طويلة الأجل أو المضمونة من الحكومة لمؤسسات القطاع العام والاستثمار المباشر الأجنبي. وهناك، باعتراف الجميع، اختلافات كبيرة من حيث الظروف الأولية والسلوك والعوامل الأخرى بين مثل هذه المجموعة المتنوعة من البلدان. ويشدد تشاندراسيخار (Chandrasekhar, 2015)، على سبيل المثال، على التأثير الذي تتركه الأزمات المالية السابقة والأخيرة على استجابات البلدان على صعيد السياسات. ومن أمثلة ذلك إندونيسيا، حيث يساعد ما تقرر من إعادة التنظيم وضوابط رؤوس الأموال في أعقاب أزمة ١٩٩٧-١٩٩٨ المالية الآسيوية في توضيح لماذا لم تتعافى تدفقات رؤوس الأموال حتى منتصف العقد الأول من القرن الحالي. وثمة مثال آخر هو الأرجنتين، حيث ظل حجم صافي تدفقات رؤوس الأموال معتدلاً بعد أزمة ٢٠٠١-٢٠٠٢^(٢٢). ويقترح مؤلفون آخرون، مثل غالاجر (Gallagher, 2015)، رسم خريطة للتنظيمات المالية العابرة للحدود في أعقاب أزمة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ المالية، بتسليط الضوء على حالات البرازيل وبيرو وتايلند وجمهورية كوريا، التي نفذت تدابير من الجيلين الثاني والثالث، وضوابط على أساس الأسعار، وقانوناً لأسعار الصرف، على التوالي.

وبغض النظر عن الملاحظات المتعلقة بالتنوع، تبين مجموعة الدول المعروضة في الشكل ٢-٣ نسبة كبيرة للغاية من التدفقات التي عادة ما تكون غير مستقرة أو لا يمكن الاعتماد عليها في المجموع، بما يحرك حالات الارتفاع والانخفاض بقوة، والتي تكون درامية في بعض الأحيان. وخلال فترات تمتد لسنة أو سنتين، كان حجم صافي التدفقات في كل هذه الاقتصادات تقريباً يتقلب بأكثر من ٥ في المائة من الدخل القومي الإجمالي في أي من الاتجاهين، مدفوعاً فيما يبدو بالتقلبات في مزيج الديون الخاصة التي لا تضمنها الحكومة والديون القصيرة الأجل وتدفقات محافظ الأوراق المالية (أي غير المستقرة). وفي بعض البلدان مثل تركيا وجنوب أفريقيا (وكذلك أوكرانيا حتى أزمة عام ٢٠١٣)، كانت هذه التدفقات غير المستقرة تمثل قرابة مجمل التدفقات، التي يمكن أن تضيق مجتمعة ما يشكل نسبة كبيرة إلى حد ما تربو على ٦ في المائة من الدخل القومي الإجمالي. بل كانت هذه التدفقات أكبر في بلدان أخرى مثل تايلند وماليزيا والهند. ومن بين العينة المختارة، كانت إندونيسيا والصين والمكسيك فقط هي

الشكل ٢-٣

تكوين تدفقات رؤوس الأموال، اقتصادات نامية وانتقالية مختارة، ٢٠٠٢-٢٠١٣

(نسبة مئوية من إجمالي الدخل القومي)



الأموال الخاصة والقصيرة الأجل والأسهم مجتمعة كنسبة مئوية من الدخل القومي الإجمالي هي الآن أكبر مما كانت عليه في هذين العقدين، فإن العديد من البلدان النامية كانت قد بدأت في ذلك الوقت الاعتماد على هذه الأشكال من التمويل، لأن أسواق الديون كانت لا تزال ناضبة تقريباً بعد أزمة الديون التي اندلعت في عام ١٩٨٢. وفي تحليل نقدي للتفاعلات بين تدفقات رؤوس الأموال المضاربة وأسواق الأوراق المالية في البلدان النامية، خلص سينغ ووايس (Singh and Weisse, 1998) إلى أن التقلبات الناتجة، واحتمالات حدوث صدمات مالية كلية، وسوء توزيع الموارد، والاضطرابات الشديدة في بلوغ الأهداف الإنمائية الطويلة الأجل، تشكل في الحجة القائلة بأنه ينبغي أن تتحول البلدان النامية إلى أسواق الأسهم كوسيلة لتعبئة الموارد من أجل التنمية المستدامة.

وبالجمع بين هذه النقاط المتعلقة بالتقلبات الناجمة عن هيكل تدفقات رؤوس الأموال العالمية والمهشاشة الإجمالية الناجمة عن موازين مدفوعات البلدان، يرى هذا الفرع أن توسع التدفقات غير المستقرة وقصيرة الأجل والمضاربة يمثل تحدياً لاستخدام هذه العمليات المالية الخارجية بطرق يمكن أن تعزز التنمية. ويتناول الفرع التالي مسألة التحديات والفرص المتاحة لإدارة الاقتصاد الكلي المحلي.

وعلاوة على ذلك، ينبغي النظر في الحجم المحتمل لمدفوعات دخل عوامل الإنتاج المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر. ففي عام ٢٠١٤، تجاوزت قيمة دخل الاستثمار المباشر الأجنبي العالمي قيمة جميع تدفقات الاستثمار المباشر الأجنبي^(٢١). وقد تواجه الاقتصادات المتلقية الرئيسية للاستثمار المباشر الأجنبي تلك الأنواع من عدم استقرار ميزان المدفوعات التي نوقشت أعلاه، حيث إن مواصلة السير على طريق النمو المستدام تتطلب توليد نقد أجنبي بما يكفي لتغطية المدفوعات الخارجية، وبخاصة في سياق ضخامة تدفقات الأرباح الخارجة من البلد (TDR 1999). وإذا ما تباطأت تدفقات الاستثمار المباشر الأجنبي، فإن مشكلة تغطية ولو جانب متواضع من تحويل الأرباح إلى الخارج يمكن أن تصبح مشكلة حادة بسرعة، وخصوصاً عندما تتألف نسبة كبيرة من تدفقات الاستثمار المباشر الأجنبي من أرباح يُعاد استثمارها، وقد يصبح سلوكها بدرجة أكبر أشبه بتدفقات المحافظ المالية منه إلى التدفقات الطويلة الأجل (Kregel, 2014b)^(٢٢).

وهذه الصورة لتدفقات رؤوس الأموال غير المستقرة تعكس تجربة العديد من البلدان النامية في أواخر الثمانينات وفي تسعينات القرن الماضي (كما هو مبين أدناه). ورغم أن حصة تدفقات رؤوس

جيم - تكاليف الأمولة على صعيد الاقتصاد الكلي

السبل المتاحة للنمو المستقر. وقد يغير صناع السياسات وجهتهم، إما بخفض الإنفاق المحلي، وبالتالي خفض الواردات، أو بدعم الاستثمارات التي تزيد من سرعة نمو الناتج، مثل زيادة الصادرات (Moreno-Brid, 1998). وفي المقابل، وفقاً لهذا النهج، يمكن أن تحدد أوضاع الأسواق المالية الدولية مدى التمويل الأجنبي المتاح، وهو ما يؤثر بدوره على الواردات والاستثمارات الثابتة، بما يحدد مسار الميزان التجاري والنمو في نهاية المطاف (Barbosa-Filho, 2001).

وربما كانت هذه العلاقات هي الأكثر وضوحاً على الفور من حيث كيفية تأثير التدفقات المالية، إلى جانب ردود فعل السياسة النقدية، على الأسعار. فالتأثير على سعر الصرف الحقيقي، للحفاظ على القدرة التنافسية وتشجيع إنتاج السلع المتداولة، يمثل تحدياً لصناع السياسات في الاقتصادات النامية والانتقالية. فالإفراط في خفض سعر الصرف الاسمي يؤدي عادة إلى تقادم الأسعار المحلية نظراً

١ - آثار الاندماج المالي المنفلت على الأسعار والسياسات

بالإضافة إلى المخاطر المالية الكلية المبينة أعلاه، تترك التدفقات المالية غير المستقرة للاقتصادات النامية والانتقالية آثارها على الأسعار الرئيسية، مثل أسعار الصرف، كما تفرض في الوقت نفسه قيوداً على السياسات النقدية والمالية. ويوفر ما يسمى أطر النمو "المقيدة ميزان المدفوعات" أساساً لفهم الكم الهائل من الارتباطات وعلاقات السببية بين التدفقات الخارجية والنمو الاقتصادي. فهي تقوم على فكرة مؤداها أن تحقيق النمو المستدام يستلزم تحقيق التوازن بصورة مستدامة بين الواردات وصافي مدفوعات دخل عوامل الإنتاج وقيمة الصادرات^(٢٣). فحجم العجز في الحساب الجاري أو الدين الخارجي بالنسبة للدخل المحلي، على سبيل المثال، يمكن أن يحد من

حدوث أزمة في العملة إذا كان الحساب الجاري متدهوراً بدرجة كبيرة. وفي الواقع، فإن ارتفاع أسعار الفائدة يترك آثاراً سلبية على تكوين الأسعار، حيث يميل المنتجون إلى تمرير تكلفة الاقتراض المرتفعة من خلال رفع الأسعار (Lavoie, 2001). والتأثير المزعزع للاستقرار الذي تحدثه تحركات رؤوس الأموال المضاربة على أسعار الصرف الاسمية، إلى جانب أنظمة استهداف التضخم الرامية إلى رفع أسعار الفائدة، قد لا يقتصر على خلق مشكلات في ميزان المدفوعات في الأجل القصير فحسب، نتيجة للارتفاع المفرط لأسعار الفائدة وما يعقب ذلك من تصحيحات؛ بل قد يُترجم أيضاً، في الأجل الطويل، إلى تباطؤ للنمو، وذلك لأن أسعار الصرف الحقيقية تميل إلى الارتفاع لنفادي الصدمات المالية، بما يلحق الضرر بالحساب الجاري من الناحية الفعلية (Frenkel and Rapetti, 2009).

ويوضح الشكل ٢-٤ بعض التفاعلات المذكورة بين تدفقات رؤوس الأموال وأسعار الصرف وأسعار الفائدة الرسمية القصيرة الأجل لنفس البلدان المبنية في الشكل ٢-٣. وفي بعض الحالات، تبدو التأثيرات المفترضة لرؤوس الأموال الخارجية على بيئة الاقتصاد الكلي واضحة لا لبس فيها. فازدياد تدفقات رؤوس الأموال بما يتجاوز ما هو مطلوب لتمويل الطلب الحقيقي عادة ما يفرض ضغوطاً صعودية على سعر الصرف. وقد يتضخم هذا التأثير خلال فترات ازدهار أسعار السلع الأساسية بالنسبة للبلدان المصدرة الصافية للسلع. ومن أمثلة هذا النمط أوكرانيا والبرازيل وماليزيا، وإلى حد ما الهند، في حين أن الصين تمثل الاستثناء من هذا النمط، حيث نجحت السلطات في مواصلة ارتفاع سعر الصرف بصورة مطردة. وبالنسبة لمجمل مجموعة الاقتصادات النامية والانتقالية، تظل هذه العلاقة قائمة بشكل جيد رغم المستوى المرتفع للتجميع. وفي حالات أخرى (مثل تركيا وجنوب أفريقيا)، لا ينطبق هذا الارتباط إلا على سنوات منتقاة، بينما يبدو في تايلند أن التغيرات في سعر الصرف تتأثر بوتيرة تدفقات رؤوس الأموال في المدى المتوسط، مع تدخل المصرف المركزي في الأجل القصير. وتظهر الأرجنتين انخفاضاً في قيمة العملة بصورة ثابتة من حيث القيمة الاسمية، وهو ما لا ينتج عن تحركات رؤوس الأموال (التي ظلت هادئة)، بل يعكس معدل التضخم والإدارة الاستباقية لأسعار الصرف فيها. وفي هذه الحالات الأشد التباساً، يبدو أن قوى محركة أخرى، قد تكون سبب تقلبات أسعار الصرف. أما إندونيسيا، كما لوحظ سابقاً، فقد اتبعت لعدة سنوات أنظمة متفاوتة لإدارة سعر الصرف، في حين يبدو أن استئناف تدفقات رؤوس الأموال قد جاء استجابة لظفرة السلع الأساسية التي بدأت في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٤.

لارتفاع تكلفة السلع الرأسمالية والاستهلاكية المستوردة. وفي المقابل، فإن الإفراط في رفع سعر الصرف الاسمي، عندما لا يكون هناك تعويض كافٍ من خلال انخفاض التضخم المحلي، يمكن أن يخلق ميلاً نحو ارتفاع سعر الصرف الحقيقي بما يترك تأثيراً طويلاً الأمد على الحساب الجاري. ويصعب على سياسة المصارف المركزية في البلدان النامية إدارة الأمور وسط هذه القيود.

وتؤدي التدخلات في سوق الصرف الأجنبي لتجنب ارتفاع قيمة العملة المحلية إلى التوسع النقدي، الذي عادة ما تحاول المصارف المركزية عزل آثاره عن طريق بيع السندات الحكومية في الأسواق المالية. غير أن هذه العمليات قد لا تؤدي بالضرورة إلى أسعار فائدة مستقرة ومتسقة مع الطلب الحقيقي؛ فأسعار الفائدة تميل عموماً إلى الارتفاع المفرط الذي يعقبه انخفاض حاد. وسعر الفائدة المرتفع يمارس مزيداً من الضغط الصعودي على سعر الصرف في حين يستجيب المستثمرون الأجانب بالانخراط في المراجحة بين أسعار الفائدة. وحتى بافتراض أن إدارة أسعار الصرف وتراكم الاحتياطي قد يكون مفيداً في سياق تدفقات رؤوس الأموال، فإن هذه السياسة كثيراً ما لا تتسم بالتماثل. وعادة ما تواجه السلطات صعوبات أكبر في التعامل مع انتكاس تدفق رؤوس الأموال. فاستخدام كمية كبيرة من الاحتياطات لتلبية الطلب على العملات الأجنبية يمكن أن ينطوي في نهاية المطاف على خطر إفراغ الخزائن^(٢٤). وعادة ما يجري تنشيط عمليات سوق المال بهدف رفع سعر الفائدة.

وبصرف النظر عما إذا كان المصرف المركزي يشارك مشاركة صريحة في إدارة سعر الصرف، فإذا كانت قاعدة استهداف التضخم الضيقة هي الدافع وراء سلوك المصرف المركزي، فسوف يكون هناك ميل نحو ازدياد القيمة الاسمية (لمزيد من التوضيح، انظر Barboza-Filho, 2012). وعادة ما تميل أطر استهداف التضخم إلى التطابق مع الأفكار النقدية الضيقة حول وجود معروض خارجي من الأموال وتأثيره على التضخم. وبالتالي، فبعد طفرات تدفقات رؤوس الأموال، قد ترى السلطات النقدية أن من الأهمية الحاسمة تجنب حدوث دوامة تضخمية نتيجة للزيادة في المعروض النقدي. غير أن تدفقات رؤوس الأموال الخارجة التي تؤدي إلى انخفاض قيمة سعر الصرف يمكن أيضاً أن تطلق ضغوطاً تضخمية عن طريق انتقال الآثار إلى أسعار الواردات. وفي سياق استهداف التضخم، وبصرف النظر عن مصدر الضغوط التضخمية، فإن الأداة الحاسمة في ترويض معدل التضخم هي سعر الفائدة، الذي يقترن غالباً بالضغط من أجل زيادة القيمة الاسمية. وإذا كان هذا التأثير أقوى من التأثير المفترض لخفض معدل التضخم، سيعقب ذلك ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي، مع احتمال

الشكل ٢-٤

صافي تدفقات رؤوس الأموال وأسعار الصرف الاسمية وأسعار الفائدة الاسمية في مجموعة مختارة من الاقتصادات النامية والانتقالية، ٢٠١٣-٢٠٠٢



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى البنك الدولي، قاعدة بيانات *International Debt Statistics*؛ وصندوق النقد الدولي، *World Economic Outlook, April 2015*؛ وصندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات *International Financial Statistics*.

تميل إلى تقييد السياسة المالية. وقد تكون سياسات التدخل والمواقف المالية التوسعية، أيًا كانت أهميتها للتنمية، مصدر قلق للعمليات المالية الدولية. وسواء كانت هذه المشاعر تنبع من الخوف من تراكم ديون لا يمكن تحملها أو من التضخم، أو من الرغبة في توسيع نطاق مستثمري القطاع الخاص عن طريق الحد من المجال المتاح للقطاع العام، أو ببساطة من باب مقاومة أي دور استباقي للقطاع العام، فإن النتيجة عادة ما تكون هي نفسها: يصبح صنع القرار يخشون من أن الإنفاق الحكومي قد يطرد التمويل بعيداً (Krugman, 2000; Patnaik, 2006). والمناقشات التي جرت في الآونة الأخيرة حول التشفير المالي والنمو تعكس هذا القلق، كما تعكس شيوع الفكرة القائلة بأن العجز العام والديون هي أمور سيئة للنمو بصورة لا لبس فيها، حتى عندما تبين الأدلة التجريبية خلاف ذلك (Herndon et al., 2013)^(٦٧). وعلى جانب الإيرادات، قد تنخفض الإيرادات الضريبية لسببين مترابطين: أولاً، بسبب انخفاض مستويات النشاط الاقتصادي المرتبطة بضعف المواقف العامة؛ وثانياً، بسبب الضغوط المستمرة لعرض معدلات ضريبية تفضيلية على المستثمرين الدوليين خوفاً من نزوحهم إلى أماكن أخرى. والمحصلة النهائية هي تقليص النشاط الحكومي، وهو ما يقلل الدخل القومي بشكل مباشر نتيجة لمحدودية الإنفاق الحكومي، غير أن ذلك يقلل أيضاً من القدرة الإنتاجية بشكل غير مباشر من خلال تقييد أنواع الاستثمارات العامة في رأس المال المادي والبشري التي تدعم الاستثمار الخاص ونمو الإنتاجية.

وعلاوة على ذلك، فإن انفتاح حساب رأس المال، عن طريق التغيير القوي للأسعار النسبية وأنماط الطلب، قد يحدث آثاراً على المدى الطويل أيضاً، بما في ذلك عن طريق خلق ضغوط لتقليص النشاط الصناعي في الاقتصادات النامية والانتقالية. ونظراً لهذا الخطر، فمن المهم النظر في تفاعل وتسلسل تحرير حساب رأس المال والحساب الجاري. وكانت هذه، على وجه الخصوص، هي تجربة أجزاء من أمريكا اللاتينية وأفريقيا جنوب الصحراء الكبرى (ويعود تاريخها إلى أواخر السبعينات من القرن الماضي في بعض البلدان)، حيث حدث تحرير حساب رأس المال، الذي أدى في البداية إلى ضخامة تدفقات رؤوس الأموال وارتفاع قيمة العملات، في نفس وقت ازدياد الانفتاح على التجارة. وكان انخفاض تكلفة الواردات الصناعية وازدياد تنوعها يشكلان مكسباً للمستهلكين ومصدراً للمدخلات المستوردة في الإنتاج؛ غير أنها أدت أيضاً إلى انخفاض الأسعار النسبية للسلع والخدمات المتداولة (سواء المستوردة والمصدرة)، والضغط على هوامش الربح والأجور المحلية، وخفض الاستثمارات وفرص العمل المحلية.

وتبين الأدلة التجريبية الأخيرة كيف يمكن لهذه الأوضاع، في الاقتصادات الأقل تطوراً في صناعاتها التحولية، أن تؤدي إلى تفرغ القدرات المحلية (TDR 2003; Rodrik, 2015)^(٦٨). ويعني ذلك فرصاً

وعادة ما تكون الارتباطات بين تدفقات رؤوس الأموال ودورات سعر الصرف أكثر وضوحاً في الأجل القصير. وقد حدثت، في الواقع، انتكاسات حادة في تدفقات رؤوس الأموال في منتصف عام ٢٠١٣ في العديد من الاقتصادات، التي نوقشت هنا، عقب إعلان مجلس الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة عزمه إبطاء وتيرة التسهيل الكمي. فأعقب ذلك حالات انخفاض حادة، وفي بعض الاقتصادات، جرى اتباع سياسات نقدية محددة لوقف التحول. والمخاوف من زعزعة الاستقرار بهذا الشكل، وربما على نطاق أوسع، عقب تشديد السياسة النقدية للولايات المتحدة هي مخاوف مبررة في ضوء هذه التجارب. ويتضح في التدفقات السنوية المبينة في الشكل ٢-٤ بعض استجابات السياسات النقدية القصيرة الأجل إزاء التغيرات في تدفقات رؤوس الأموال، حيث نجد أن تباطؤ وتيرة تدفقات رؤوس الأموال تعقبه زيادات في أسعار الفائدة - وهو النمط الذي غالباً ما ينتكس بسرعة. وفي هذه الحالات، يمكن أن تتقلب أسعار الفائدة بصورة حادة من سنة إلى أخرى. ويمكن أن يترك هذا التقلب آثاراً ضارة على الاستقرار المالي، وعلى البيئة اللازمة للاستثمار الإنتاجي الطويل الأمد. والأكثر من ذلك أنه نظراً لأن أسعار الفائدة المرتفعة غالباً ما لا تكون فعالة بما فيه الكفاية، أو حتى قد تعوق الجهود الرامية للسيطرة على التضخم، فإن ما ينتج عن ذلك من ميل نحو رفع سعر الصرف الحقيقي يترك آثاراً دائمة على الحساب الجاري.

وخلاصة القول، يبدو أن الاقتصادات المبينة في الشكل ٢-٤، فضلاً عن العديد من الاقتصادات الأخرى، قد تأثرت، في الجانب الأعم، بصورة سلبية بسبب عوامة العمليات المالية نتيجة للآثار الضارة الواقعة على أسعار الصرف وتقلب أسعار الفائدة، المرتفعة في الغالب. وربما تكون درجة معينة من الضوابط الرأسمالية قد ساعدت في تخفيف هذه الآثار في بعض البلدان (Gallagher 2015; Ostry et al. 2010).

وأسعار الصرف وميزان المدفوعات والسياسة النقدية هي الجوانب الأكثر مناقشة من بين جوانب الآثار التي تتركها التدفقات المالية على الاقتصاد الكلي. غير أن الأمثلة قد تفرض أيضاً ضغوطاً انكماشية عامة على الاقتصادات الوطنية، وهو ما يحدث في جانب منه نتيجة للقيود التي تفرضها حسابات رأس المال المفتوحة على السياسة المالية (Patnaik and Rawal, 2005; Patnaik 2006)^(٦٩). وكما ذكر أعلاه، ففي بيئة تتسم فيها التدفقات المالية بالحرية وعدم الاستقرار عادة، يتخلى صناع السياسات عن سيطرتهم على أسعار الفائدة المحلية، وتكون النتيجة أن السعر السائد عادة ما يكون أعلى مما هو مناسب لدعم تكوين رأس المال المحلي، مما يقلل من النشاط الاقتصادي ويخفض الناتج المحلي الإجمالي. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الأمثلة وحسابات رأس المال المفتوحة تفرض ضغوطاً اقتصادية كلية

٢ - التعلم من الماضي: مالية القطاع العام والتنمية الاقتصادية بعد الأزمة المالية

ضائعة للنمو وللتوسع في العمالة الأعلى جودة، لأن النمو الصناعي أمر لازم لكليهما. ففي مثل هذه الحالات، في الواقع، تكون هناك زيادة في وظائف قطاع الخدمات التي غالباً ما تكون وظائف غير رسمية وأقل إنتاجية.

كما ذكر أعلاه، يوفر التحرر المالي وإزالة القيود المالية فرصة لزيادة تدفقات رؤوس الأموال، وكذلك الإقراض المحلي، بما يزيد من احتمالات نشوء فقاعات في أسواق الأسهم والعقارات. وكثيراً ما تتضخم هذه التدفقات الكبيرة نتيجة للطريقة التي تتكيف بها السياسات المالية والنقدية مع توقعات المستثمرين. وتراكم المشاشة المالية الذي ينشأ عن ذلك، مدفوعاً إلى حد كبير بالمضاربات الخاصة والإقدام على المخاطرة، غالباً ما ينهار بسرعة بحدوث أزمة، مع ما ينتج عنها من آثار حقيقية سلبية كبيرة وارتفاع حاد في الدين العام. ويعرض الجدول ٢-١ قائمة بالبلدان وتواريخ أزمات عملاتها أو أزمات ديونها السيادية أو أزماتها المصرفية، تم تجميعها حسب الموجات الأربع للأزمات المالية المحددة: أزمات الديون المختلفة في ثمانينات القرن الماضي، والأزمة المكسيكية في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥ وآثارها المسماة 'تأثيرات التيكيل' (tequila effects)، والأزمة المالية الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨ وتدايعاتها على بلدان خارج المنطقة الآسيوية^(٢٨). وهي ليست قائمة كاملة لجميع الأزمات المالية التي حدثت خلال هذه الفترات، بل عينة تمثيلية يفرضها توافر البيانات والموضوعات الأساسية.

وهكذا، فإن الأمولة وانفتاح حسابات رأس المال، وما يتطلبه غالباً من رفع لمعدلات الفائدة للحفاظ على الاستقرار، يؤديان إلى تقويض الاستثمار المحلي وقدرة الحكومات على دعمه، بصرف النظر عن حدوث أي تدفقات داخلية أو خارجية (Patnaik and Rawal, 2005; Kregel, 2014c). فعندما تحدث التدفقات الداخلية أو الخارجة، يمكن أن تكون لها آثار ضارة على التصنيع والتنمية بطرق مختلفة. وكما نوقش أعلاه، تمارس تدفقات رؤوس الأموال الداخلة ضغطاً لرفع أسعار الصرف الحقيقية وإعطاء الأولوية للعائدات القصيرة الأجل في أسواق المضاربة على المشاريع الطويلة الأجل التي ترفع القدرة الإنتاجية (Patnaik, 2003). ويزيد ذلك من صعوبة توظيف ذلك النوع من الاستثمارات الذي يحدث التحولات الهيكلية اللازمة للتنمية. ومن ناحية أخرى، فإن حالات التوقف المفاجئ أو الانتكاس في تدفق رؤوس الأموال يمكن أن تحوّل الميول الانكماشية إلى أزمات انكماش، تؤدي إلى تكاليف اقتصادية وبشرية حقيقية كبيرة وتحوّل السياسة المالية لخدمة الديون بدلاً من دعم التنمية. ويستخدم الفرع التالي التاريخ الحديث للأزمات المالية في الاقتصادات النامية والانتقالية كدليل لتحديد عواقب مثل هذا الانكشاف المفرط أمام العمليات المالية المضاربة.

الجدول ٢-١

فترات الأزمات المالية وتدفقات رؤوس الأموال والدين العام

البلد	أزمة العملة (السنة)	أزمة الدين السيادية (سنة العجز عن السداد) (السنة)	كنوز	ازدهار	التغير في مجموع الدين العام	التغير في إجمالي الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	الحد الأدنى للنمو الحقيقي السنوي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي
الأرجنتين	١٩٨١	١٩٨٢	X	X	٤١٧,٧	-٧,١	٥٣,٤
شيلي	١٩٨٢	١٩٨٣	X	X	١٦١,٧	-١١,٧	١٠٦,٩
المكسيك	١٩٨٢	١٩٨٢	X	X	٩٥,٧	-٦,١	١١٧,٩
أوروغواي	١٩٨٣	١٩٨٣	X	X	٣٧٨,٥	-١٠,٩	٣٠٢,٩
كولومبيا	١٩٨٥	١٩٨٢	X	X	٧١,١	-١,٣	٣٥,٢
إكوادور	١٩٨٢	١٩٨٢	X	X	٦٠,٥	-٢,٩	١٦,٠
باراغواي	١٩٨٤	١٩٨٢	X	X	٧٨,٧	-٥,٩	٣٥,٥
تركيا	١٩٨٢	١٩٨٢	X	X	٨٣,١	-١,٢	٣٢,٧

أزمات ديون ثمانينات القرن الماضي

الجدول ١-٢ (تابع)

البلد	أزمة العملة (السنة)	أزمة الديون (سنة العجز عن السداد)	أزمة السيادية (سنة بدء المصرفية)	أزمة كمنوز تدفقات رؤوس الأموال	ازدهار الائتمانات المحلية	الحد الأدنى للمنمو الحقيقي السنوي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي			
						التغير في مجموع إجمالي الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	التغير في إجمالي الدين العام الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	(نسبة مئوية)	
جمهورية فنزويلا البوليفارية	١٩٨٤	١٩٨٢		X		٦٢,١	٩٥,٢	٦,٣-	
البرازيل		١٩٨٣		X	X	٣٩,٧	١٢,٧	٥,٦-	
بيرو	١٩٨١	١٩٨٣	١٩٨٣	X	X	٧٣,٤	١٢٧,٦	١٢,٥-	
الفلبين	١٩٨٣	١٩٨٣	١٩٨٣	X	X	٣٤,٢	غير متاح	٩,٨-	
الأرجنتين	١٩٨٧	١٩٨٩	١٩٨٩	X	X	٨٧,٧	١١١,٤	٨,٨-	
بيرو	١٩٨٨			X	X	٦٨,٧	١٤٦,٨	١٤,٢-	
جمهورية فنزويلا البوليفارية	١٩٨٩			X	X	٨,٨	٤٣,٩	١٠,٩-	
البرازيل		١٩٩٠		X		٣٢,١	١٩١,١	٥,٩-	
متوسط المجموعة						٤٦,٦	٩٥,٧	٦,٧-	
أزمة التيكسيلا									
المكسيك	١٩٩٥			١٩٩٤	X	٤٧,٠	٢٦,٤	٧,٦-	
الأرجنتين				١٩٩٥	X	٤١,٣	١٤,٥	٤,١-	
متوسط المجموعة						٤٤,٢	٢٠,٥	٥,٩-	
الأزمة المالية الآسيوية									
إندونيسيا	١٩٩٨	١٩٩٩	١٩٩٧	X	X	١٠٠,٩	٢٤٦,٠	١٤,٤-	
جمهورية كوريا		١٩٩٨	١٩٩٧	X	X	٦٥,٣	٢٧٨,٨	٦,٤-	
ماليزيا	١٩٩٨		١٩٩٧	X	X	٣٨,١	٧,١	٩,٦-	
الفلبين	١٩٩٨		١٩٩٧	X	X	٤٢,٥	١٠,٤	٢,٧-	
تايلند	١٩٩٨		١٩٩٧	X	X	٢٨,٠	٥٩٧,٧	١١,٥-	
متوسط المجموعة						٤٢,٥	٢٤٦,٠	٩,٦-	
تداعيات الأزمة المالية الآسيوية									
كولومبيا			١٩٩٨	X	X	٢٠,٨	١١٧,٥	٥,٨-	
إكوادور	١٩٩٩	١٩٩٩	١٩٩٨	X	X	٢٨,٩	٤٩,٩	٦,٦-	
الاتحاد الروسي	١٩٩٨	١٩٩٨	١٩٩٨	X	X	٩٦,٤	٣٩,٥	٥,١-	
أوكرانيا	١٩٩٨	١٩٩٨	١٩٩٨	X	X	غير متاح	٧٠,٠		
البرازيل	١٩٩٩			X		٤٦,١	١٥,٢-	١,٢-	
تركيا	٢٠٠١			٢٠٠٠	X	٣٥,١	١٤٤,٤	٧,١-	
الأرجنتين	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠١	X	X	١٤٩,٩	٢٠٨,١	١١,٧-	
باراغواي	٢٠٠٢					١٨,٥	٣,٣-	٢,٠-	
أوروغواي	٢٠٠٢	٢٠٠٢	٢٠٠٢	X	X	٦٠,٧	٨٨,٦	٧,٨-	
جمهورية فنزويلا البوليفارية	٢٠٠٢			X	X	١٠,١	٢٢,٥	١٠,٥-	
متوسط المجموعة						٣٥,١	٦٠,٠	٦,٢-	

ملاحظة: قوائم البلدان والأزمات: ترد البلدان في القائمة بترتيب أول تاريخ للأزمة لأنواع الأزمات الثلاثة المدرجة، المشار إليها بالزمن T، ثم بالترتيب الأبجدي؛ مصدر تواريخ أزمات العملة والديون والمصارف هو Arean et al., 2015; Elekdog and Wu, 2011, or Takáts and Uper, 20.

كمنوز تدفقات رؤوس الأموال: العلامة (x) تشير إلى حدوث تدفق رؤوس الأموال في أي وقت خلال الثلاث سنوات السابقة على أول تاريخ للأزمة؛ المصدر: Reinhart and Reinhart, 2008.

ازدهار الائتمانات المحلية: العلامة (x) تشير إلى أنه جرى تحديد ازدهار الائتمانات المحلية قبل الزمن T في واحد من المصادر الثلاثة: Arean et al., 2015; Elekdog and Wu, 2011, or Takáts and Uper, 2013.

الحد الأدنى للنمو الحقيقي السنوي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي: يشير ذلك إلى أدنى معدل سنوي للنمو خلال أربع سنوات من بدء الأزمة (في النطاق الممتد من الزمن T إلى الزمن (T+3))؛ المصدر البنك الدولي، قاعدة بيانات International Debt Statistics.

الدين العام: مجموع إجمالي دين الحكومة المركزية يشمل كلاً من الدين المحلي والخارجي. ومجموع إجمالي الدين الخارجي للحكومة يشمل كل الدين الخارجي المستحق لكل من القطاعين العام والخاص. وتستند النسب المئوية للتغيرات إلى حسابات أمانة الأونكتاد؛ المصدر: Reinhart and Rogoff, 2010a، باستثناء التاريخ المتعلق بأوكرانيا، فهو مستمد من: والنسبة المئوية للتغير تستند إلى حسابات أمانة الأونكتاد للتغير فيما بين الزمن (T-1) والزمن (T+2).

اللاتينية بإزالة القيود المالية وتحرير التجارة في سبعينات القرن الماضي، وبخاصة في بلدان المخروط الجنوبي (الأرجنتين وأوروغواي وشيلي).

وابتداء من عام ١٩٧٩، كانت هناك سلسلة من الصدمات الاقتصادية العالمية تضمنت ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية. وكان ذلك نتيجة لجهود الولايات المتحدة لترويض التضخم، واشتداد الركود في البلدان المتقدمة، والانخفاض في أسعار السلع الأساسية غير النفطية. ونتيجة لذلك، سرعان ما حل الذعر محل التفاؤل. وأدى ما نتج عن ذلك من توقف عن الإقراض وأزمات في موازين المدفوعات وتخفيض لقيمة العملة إلى سلسلة من حالات العجز عن السداد (انظر الجدول ٢-١ للاطلاع على قائمة جزئية). ودرأ على الشبح المخيف لنفسي حالات الإفلاس على نطاق واسع، قامت حكومات أمريكا اللاتينية بتأميم ما كان ديوناً خاصة إلى حد كبير، مع قيام المؤسسات المالية الدولية بإدارة إعادة التفاوض وخدمة الدين بشرط تنفيذ برامج لتحقيق الاستقرار والتكيف الهيكلي (Díaz-Alejandro, 1985; Younger, 1993; Damill et al., 2013).

وإذا ما عدنا بالنظر إلى هذه الفترة، سنجد العديد من الأسباب التي تدعو لانتقاد خيارات السياسات المحلية، مثل تحرير الأسواق المالية المحلية دون تنفيذ رقابة كافية، أو التقليل من شأن الآثار الضارة لارتفاع سعر الصرف الحقيقي في سياق تحرير التجارة. غير أن السياسات المحلية والهياكل الاقتصادية للاقتصادات النامية والانتقالية كانت تتفاوت بأكثر كثيراً مما يشدد عليه النقاد عادة. فبعض الحكومات، على سبيل المثال، كانت لديها نماذج للإدارة الاقتصادية تقوم نسبياً على تدخل الدولة (مثلما في البرازيل، على سبيل المثال)، في حين انحزت حكومات أخرى في إصلاحات تقوم على حرية السوق بدرجة أكبر، بما في ذلك التحرير المالي (مثلما في الأرجنتين وأوروغواي وشيلي، على سبيل المثال). وكان لدى مجموعة ثالثة من الحكومات حسابات رأسمالية مفتوحة، غير أنها فرضت قيوداً على فرص وصول القطاع الخاص إلى التمويل الخارجي (مثلما في جمهورية فنزويلا البوليفارية والمكسيك، على سبيل المثال) (Díaz-Alejandro, 1984). وكان الأمر المشترك بين هذه البلدان هو اشتراكها في نفس الأوضاع الاقتصادية الخارجية التي ولدت الاندفاع وراء كنوز تدفقات رؤوس الأموال في السنوات التي سبقت الأزمة، وما ترتب على ذلك من تراكم الهشاشة المالية، والاختيار المحتوم الذي جاء في أعقاب الصدمات الاقتصادية المشتركة (Stiglitz, 2003).^(٣١) وعندئذ، أدت الضمانات العامة الصريحة والضمنية لديون القطاع الخاص إلى تحويل الأزمات إلى مشاكل ديون سيادية.

وكما كان متوقعاً، وبالنظر إلى النموذج الاقتصادي المهيمن لتلك الحقبة، فإن النماذج الاقتصادية الأولى التي انبثقت من تجارب

وكل هذه الحلقات من الأزمات المدرجة في القائمة تقريباً (٣١ من أصل ٣٣ أزمة) قد سبقتها حالات من الاندفاع وراء "كنوز تدفقات رؤوس الأموال"، كانت تعني زيادة سلبية كبيرة على نحو غير عادي في ميزان الحساب الجاري^(٣٢). وبالمثل، سبقت طفرات الائتمان المحلية حدوث الأزمات في ما يقرب من ٧٥ في المائة من الحالات (٢٤ حالة من أصل ٣٣ حلقة مدرجة في القائمة). وفي الجدول، يشير الحد الأدنى للنمو الحقيقي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلى الحد الأدنى لمعدل النمو في غضون أربع سنوات من بدء الأزمة (بما في ذلك سنة الأزمة، المسجل كأول سنة يبدأ فيها أي من أنواع الأزمات الثلاثة، ويشار إليه بالزمن T). والقصد منه هو الخروج باستدلالات، وإن كانت أولية، عن حسائر الناتج الناجمة عن هذه الأزمات. ويبين العمودان الأخيران تكاليف الأزمات المالية من حيث ازدياد الدين العام، للدائنين المحليين والخارجيين على حد سواء. وبمقارنة الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السنة السابقة لبدء الأزمة المالية ($T-1$) بما أصبح عليه بعد سنتين من الأزمة ($T+2$) لمجموع الأزمات المدرجة، يبلغ متوسط الزيادة في مجموع الدين الحكومي المركزي الإجمالي ٨٥,٩ (١٢٤,٣) في المائة، في حين يبلغ متوسط الزيادة في الدين الحكومي الخارجي ٤٢ (٦٠,٥) في المائة. ومن المثير للاهتمام أنه على الرغم من كون سوء الإدارة المالية لازمة متكررة في الروايات الشائعة للأزمات المالية، فإن التصدي العام للاختيار الخاص، وكافة التكاليف المرتبطة بذلك (مثل تأميم الديون الخاصة، وإعادة رسملة المصارف، وتأثير خفض قيمة العملة على قيمة الالتزامات المستحقة بالعملة الأجنبية)، هو ما يتسبب عادة في ازدياد الدين العام.

(أ) دروس ثمانينات القرن الماضي

فاجأت أزمات ديون أمريكا اللاتينية في ثمانينات القرن الماضي كثيراً من المستثمرين والمحللين^(٣٣). فلم يشهد العالم أزمة مالية كبيرة منذ ثلاثينات القرن الماضي، بينما ظلت أسعار السلع الأساسية مرتفعة وأسعار الفائدة الحقيقية منخفضة. ومع تخمة أموال النفط، راح العديد من مصارف البلدان المتقدمة يقدم التمويل للمقترضين (معظمهم من القطاع الخاص) في الاقتصادات النامية كبديل لفرص الاستثمار الباهتة في بلدانها الأصلية. وكان يُفترض أن خضوع القروض لإشراف المصارف (وعدم استنادها على السندات) يُحسن المعلومات والرقابة، بما يزيد من الشعور العام بالسائد بالثقة والتفاوض (Reinhart and Rogoff, 2009). واستخدم العديد من البلدان النامية هذه الأموال لمواجهة صدمات أسعار النفط، ومواصلة النمو في ظل تزايد القيود المفروضة على ميزان المدفوعات؛ وحتى مصدرها للنفط راحوا يقترضون بكثافة، حيث اجتذبتهم جهات الإقراض الدولية الساعية إلى تقديم القروض (Palma, 2003). وعلى صعيد السياسات، أخذ عدد من بلدان أمريكا

الأموال، مما استلزم السحب من الاحتياطيات لتمويل العجز الكبير في الحساب الجاري (Moreno-Brid and Ros, 2004). وبدأ القلق يساور المستثمرين الدوليين من أن سعر الصرف المكسيكي، الذي يرتبط أساساً بدولار الولايات المتحدة الأمريكية، في طريقه لتخفيض قيمته. ومثلما يحدث عادة في هذه الأزمات التي تحقق نفسها، أدى ما أعقب ذلك من نزوح رؤوس الأموال إلى الخارج إلى اندلاع أزمة العملة التي كان المستثمرون يخشونها. وفي الفترة التي سبقت الأزمة، كان ازدياد اعتماد المكسيك على أدوات الدين المقومة بالدولار المسماة *tesobonos* ينطوي على مخاطر إضافية، مما زاد مخاوف المستثمرين من العجز عن السداد واندلاع الأزمات (Lustig, 1995). وساعدت إدارة كلينتون على تأمين عملية إنقاذ سريعة أعطت الأولوية لسداد السندات، وعززت الإصلاحات النيوليبرالية (FitzGerald, 1996; Grabel, 1996).

وخلقت الأزمة المكسيكية ضغوطاً لخفض قيمة العملة في عدد من الأسواق الناشئة الأخرى بينما راح المستثمرون القلقون يعيدون تقييم المخاطر في سياق أسعار الصرف الثابتة (ما يسمى "تأثيرات التيكيلال"). وكان اشد الآثار في الأرجنتين. وكانت الأرجنتين قد أنشأت في أوائل عام ١٩٩١ مجلساً للعملة، حافظ على ربط العملة بشكل ثابت بدولار الولايات المتحدة، وأكد أنه سيتم تغطية القاعدة النقدية بالكامل من الاحتياطيات الدولية (وهو الترتيب الذي استمر حتى عام ٢٠٠١، عندما اندلعت في النهاية الأزمة التي ساعد ذلك المخطط في تراكمها). وفي حين كان النظام فعالاً في كبح جماح التضخم، أدى تحرير التجارة والمالية إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، بما زاد من عجز الحساب الجاري والدين الخارجي (Damill et al., 2013). وعندما اندلعت الأزمة المكسيكية، واجهت الأرجنتين أيضاً نزوحاً مفاجئاً لرؤوس الأموال، وذلك أساساً من ودائع المقيمين في المصارف المحلية. واتضح أن الضغط على المصارف الأرجنتين كان أقوى من اللازم، مما اضطر الحكومة إلى التفاوض على اتفاق إنقاذ مع صندوق النقد الدولي في عام ١٩٩٥. وأدى دعم صندوق النقد الدولي، الذي كان مشروطاً بقيام الحكومة بتشديد السياسة المالية من خلال زيادة الضرائب، إلى فتح الطريق أمام التمويل الأجنبي الكبير للدين الحكومي (Calcagno, 1997; Boughton, 2012). وتجنبت البرازيل مصيراً مشابهاً أساساً من خلال رفع أسعار الفائدة القصيرة الأجل، مما تسبب في أشكال أخرى من الهشاشة (أي استمرار ارتفاع أسعار الفائدة، بما في ذلك على الدين العام) جعلتها أكثر عرضة للأزمة في وقت لاحق من ذلك العقد (Palma, 2011).

ورغم محدودية نطاق هذه الأزمات وقصرها نسبياً، فإنها كانت تمثل تحدياً لجانب من الحكمة التقليدية حول الأدوار الحاسمة للأساسيات ولتحرير الاقتصاد، وكذلك للسمعة التي اكتسبها بعض "التلاميذ اللامعين" الذين اتبعوا هذه النصيحة على صعيد السياسة

أزمات الديون في ثمانينات القرن الماضي تركزت في المقام الأول على تحديات "الاستدامة المالية"، وعلى الطريقة التي أدى بها العجز المالي والسياسات التوسعية، على سبيل المثال، إلى إضعاف الاقتصادات أمام هجمات المضاربة في سياق نظم أسعار الصرف الثابتة من الناحية الفعلية (انظر، على سبيل المثال، Krugman, 1979; Obstfeld, 1994). وبناء على ذلك، يمكن لعثرات الحكومة أن تولد فقدان ثقة المستثمرين، بما يؤدي إلى نبوءة تتحقق من تلقاء نفسها حيث تزداد مخاوف المستثمرين من حدة انخفاض قيمة العملة الذي تسبب في انزعاجهم في المقام الأول (Krugman, 2014). وكانت الحكمة التقليدية التي ظهرت وقتها تؤكد على ضرورة تنظيم الأوضاع المالية للبلد، وترك الأسواق تتكفل بالباقي (Calvo, 2005). وانعكس هذا المنظور أيضاً في وصفات السياسات المرتبطة بالتكيف الهيكلي، التي تعطي الأولوية لخدمة الدين، وتستلزم التحرير والخصخصة.

(ب) عودة تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية

في عام ١٩٨٩، وقعت المكسيك على الانضمام إلى خطة برادي التي وضعتها حكومة الولايات المتحدة، والتي صُممت لزيادة تشجيع إصلاحات السوق الحرة وتخفيف أعباء الديون عن طريق تحويل الديون الحكومية إلى سندات مضمونة بأذون خزانة الولايات المتحدة. وسرعان ما عمد عدد من البلدان الأخرى التي اجتاحتها أزمة الديون في ثمانينات القرن الماضي إلى احتذاء حذو المكسيك. وكان ذلك يمثل، في أمريكا اللاتينية بصفة خاصة، بداية الحقبة التي هيمن فيها توافق آراء واشنطن بشأن السياسة الاقتصادية على جانب كبير من التفكير في كيفية إدارة الاندماج العالمي والاقتصاد المحلي، بما في ذلك الالتزامات القوية بالتحرير المالي والخصخصة (Damill et al., 2013). وأدت هذه الإصلاحات وإعادة هيكلة الديون إلى التخفيف من القلق بشأن الديون المالية، التي قيل إنها خطأ السياسات الرئيسي في ثمانينات القرن الماضي، وإلى إعادة فتح باب الوصول إلى رؤوس الأموال الدولية أمام البلدان المدينة.

وتدفق مستثمرو المحافظ المالية، وقد اجتذبتهم المعدلات العالية نسبياً للعائدات، وطمأنتهم إصلاحات السياسات المحلية واحتمالات وصول المفاوضات حول اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (نافتا) إلى نتيجة مرضية، تدفقوا على المكسيك، مما أدى إلى ازدهار الائتمانات المحلية (الذي ساعد عليه خصخصة المصارف التجارية) وأسعار الأسهم، غير أن ذلك لم يكن كافياً لزيادة النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي (Grabel, 1996). وفي عام ١٩٩٤، أدت الزيادة في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، فضلاً عن سلسلة من الأحداث السياسية المزعزعة للاستقرار، إلى إنهاء طفرة تدفق رؤوس

مؤشرات الضعف في أسواق الأصول في تايلند بحلول عام ١٩٩٥، وبدء رؤوس الأموال العالمية في الابتعاد عن الأسواق الناشئة مع رفع مجلس الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة لأسعار الفائدة في آذار/مارس ١٩٩٧، أصبح القلق يساور المستثمرين بشكل متزايد من أن سعر الصرف التايلندي المرتبط بالدولار لن يصمد (Wade, 1998). وأخيراً سمح المصرف المركزي التايلندي بتعويم العملة في تموز/يوليه ١٩٩٧، بعد أن اخفق في استخدام احتياطياته للدفاع عن العملة التايلندية (الباهت) ضد هجمات المضاربة. وأثار ما ترتب على ذلك من انخفاض في قيمة الباهت فرع المستثمرين، لتنتشر العدوى أولاً في الاقتصادات المجاورة في جنوب شرق آسيا (إندونيسيا والفلبين وماليزيا)، ثم بعد ذلك إلى هونغ كونغ (الصين)، وجمهورية كوريا، ومقاطعة تايوان الصينية^(٣٤). وتحرك صندوق النقد الدولي بسرعة للمساعدة في احتواء الأزمة، وطرح خطة تعرضت منذ ذلك الحين لانتقادات باعتبارها ربما أدت إلى تفاقم العدوى وتعميق الأزمة (Radelet and Sachs, 2000)، فضلاً عن الإفراط في تقديراتها في فرض الإصلاحات الهيكلية الموجهة نحو السوق (Crotty and Lee, 2004; Stiglitz 2002).

وخارج آسيا، كان الدور على الاتحاد الروسي للدخول إلى الأزمة. فبعد فترة وجيزة من تحرير العمليات المالية والسماح بالمزيد من المشاركة الأجنبية في أسواق الأسهم والسندات العامة، واجه الاتحاد الروسي انتكاساً واسع النطاق على نحو متزايد لتدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة - قاده في البداية، في حالة الاتحاد الروسي، خروج المستثمرين من البرازيل وجمهورية كوريا رداً على الأزمة المالية الآسيوية (Pinto and Ulatov, 2010). وزاد تراجع أسعار السلع الأساسية من تقويض قدرة الاتحاد الروسي على الدفاع عن سعر الصرف الثابت به، مما أدى إلى تخفيض قيمة العملة والعجز عن السداد في عام ١٩٩٨. وأدت خسائر القطاع الخاص الكبيرة (على الصعيد المحلي وبين المستثمرين الدوليين على حد سواء) الناتجة عن الأزمة الروسية إلى حدوث توقف مفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية، وهو ما تجلّى في شكل سلسلة من الأزمات المالية وانخفاض النمو التي أصبح يُطلق عليها اسم "نصف العقد الضائع"، وهي الفترة ١٩٩٨-٢٠٠٢ (TDR 1999; Calvo and Talvi, 2005).

وتوضح تجارب الأرجنتين والبرازيل هذه الديناميات وصلاتها بنقاط الضعف التي نشأت في الأزمات السابقة. فقد أصيب نظام التمويل العام في البرازيل بضعف شديد من جراء ما بذلته من جهود لمواجهة أزمة التيكفيل، حيث بالإضافة إلى رفع أسعار الفائدة، أدت إعادة هيكلة القطاع المصرفي إلى تحميل الحكومة قدرًا كبيراً من الديون الإضافية. ودفع التباطؤ الاقتصادي والارتفاع الشديد لمدفوعات الفائدة الديون المالية الداخلية في البرازيل إلى الارتفاع الشديد فيما بين عامي ١٩٩٤ و١٩٩٨، حيث وصلت الفوائد على الدين المحلي العام إلى

العامية (Boughton, 2012: 487-488). وكانت هناك بعض الجهود التي أشارت إلى عدم وجود مدخرات محلية باعتباره ضعفاً لا يحظى بما يكفي من الاعتراف، ولكن سرعان ما تقوض هذا النوع من التفكير نتيجة للطفرة الهائلة للمدخرين في ظل الأزمة المالية الآسيوية بعد ذلك بسنتين (Calvo, 2005). وثمة تفسير بديل أكثر دواماً، لما أصبح القصة الشائعة لـ "استثنائية" الليبرالية الجديدة، وهو التفسير الذي يلقي بمسؤولية الأزمة بشكل مباشر على الحكومة المكسيكية لسوء الإدارة الاقتصادية والتجاوز السياسي والفساد (Grabel, 2006). وستعود أصداء هذا المنطق لتتردد مرة أخرى في محاولة لشرح الأزمة المالية الآسيوية.

(ج) الأزمة المالية الآسيوية وما بعدها

إذا كانت الأزمة المكسيكية قد أخذت الكثيرين على غرة، فإن الأزمة المالية الآسيوية جاءت كصدمة حقيقية. فمعظم أساسيات الاقتصاد الكلي في المنطقة كانت تبدو سليمة بلا جدال: فمعدلات النمو والادخار مرتفعة؛ وحيث إن السياسة المالية كانت محافظة بشكل عام، فإن معظم الاقتراض كان من جانب القطاع الخاص. وفي عام ١٩٩٦، وهو العام السابق على اندلاع الأزمة، كان عجز الحساب الجاري في تايلند وماليزيا كبيراً^(٣٥)، وكان النمو الإجمالي في المنطقة قد تراجع بشكل طفيف، ولكن أياً من ذلك لم يكن يبرر حقاً ما أعقب ذلك بسرعة من انزعاج شديد، وما ترتب عليه من حالة الخلل التي حدثت (Krugman, 1999).

وكما هو الحال مع الأزمات الأخرى، بدأ الطريق إلى الأزمة المالية الآسيوية بالتحرير المالي، في حساب رأس المال وفي الأسواق المالية المحلية على حد سواء (Montes, 1998). وكانت هذه الإصلاحات تمثل في جانب منها استجابة لضغوط من الشركات والمصارف المحلية، التي كانت حريصة على الحصول على قروض بفوائد أقل في أسواق رؤوس الأموال العالمية لاستثمارها في بلدانها؛ وكان مستثمرو المؤسسات الكبيرة في البلدان المتقدمة سعداء بالاستجابة لتلك الضغوط (Wade, 1998). وخضعت حكومات جنوب شرق آسيا للضغوط، ونشأت لها في بعض الحالات مصالح خاصة في السماح بتنامي فقاعات الملكية (Wade, 2004)^(٣٦). وكانت النتيجة العملية هي توسع إقراض القطاع الخاص على نطاق واسع، وهو ما كان الكثير منه يرتبط بأدوات الدين القصيرة الأجل المقومة بالعملة الصعبة (Grabel, 1999). وفي الوقت نفسه، كانت تدفقات رؤوس الأموال ترتبط بارتفاع معدلات التضخم وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية، مما أدى إلى فقدان القدرة التنافسية الدولية وتدهور الحسابات الجارية (Chandrasekhar and Ghosh, 2013). بل إن هذه التغييرات دفعت المزيد من المستثمرين إلى فقاعات العقارات وأسواق الأوراق المالية، وخاصة في جنوب شرق آسيا. ومع تزايد

قدر هائل من السيولة دون أن يتضمن ما يكفي من القواعد التنظيمية التحوطية على الصعيد الكلي، والاستفادة من موجات التفاؤل، وإفراط القطاع الخاص في المخاطرة والاقتراض الذي يسبق الائتلاف المحتوم - وهي دينامية متوطنة في النظام المالي نفسه (Minsky, 1992).

وعندئذ، تتحول المخاطرة المرتبطة بالتحريك المالي، التي يقدم عليها القطاع الخاص أساساً، إلى مشكلة دين عام. وتشمل الأسباب الأقرب الضمانات الصريحة والضمنية التي توفرها الحكومات للالتزامات القطاع الخاص وتأمين الديون الخاصة المعدومة. غير أن الأزمة المالية تقلل أيضاً بشكل منهجي الإيرادات والثروة العامة من خلال آثار انخفاض سعر الصرف على الأصول والالتزامات العامة، والزيادات في أسعار الفائدة الحقيقية، والتراجع في الناتج الحقيقي، والاقتراض الإضافي اللازم لمواجهة تكاليف الأزمة (de Bolle et al., 2006). ورغم أن تعثر سداد الديون السيادية هو سمة مشتركة في الأزمات المالية في الاقتصادات النامية والانتقالية، فإنه خلافاً للخطاب الشائع حول الاقتصاد الكلي للتنمية، كثيراً ما كانت ضخامة الدين العام، في الحالات التي تناولها التحليل، نتيجة، وليست سبباً.

وحتى فيما بين بلدان مثل الاتحاد الروسي والأرجنتين والمكسيك، حيث جرى تحديد الدين العام كمصدر رئيسي للهشاشة المالية التي دفعت اقتصاداتها إلى الأزمة في تسعينات القرن الماضي، هناك متسع كبير للتمييز الدقيق. ويلقي الجدول ٢-٢ نظرة فاحصة على الدين العام لهذه البلدان الثلاث في سنوات ما قبل وما بعد الأزمة لكل منها. فيشير المستوى المرجعي إلى الدين العام كحصة من الناتج المحلي الإجمالي قبل ثلاث سنوات من تاريخ الأزمة (T-3)، ويشير النمو قبل الأزمة إلى نسبة الزيادة عن ذلك المستوى على مدى السنوات الثلاث التي سبقت الأزمة. ومن خلال المقارنة، يتكرر هنا نمو الدين العام بعد الأزمة المعروض في الجدول ٢-١. وكان إجمالي الدين العام والدين العام الخارجي كحصة من الناتج المحلي الإجمالي للمكسيك قد أخذ في التراجع في واقع الأمر قبل الأزمة، في حين لم تكن مستويات الدين قبل الأزمة في الاتحاد الروسي والأرجنتين بالتأكيد تنذر بحدوث الأزمات التي أعقبت ذلك. غير أن هذه الأرقام لا ترصد الكيفية التي جعل بها هيكل الدين حكومات الاقتصادات النامية والانتقالية أكثر انكشافاً مما تشير إليه مستويات ديونها (مثلاً، مدى الالتزامات المرتبطة بالنقد الأجنبي وتواريخ استحقاق الديون القصيرة الأجل). وحتى عندئذ، هناك حجج يمكن طرحها حول دور الإفراط المالي مقابل الحاجة إلى الإذعان لقواعد الأسواق المالية العالمية.

٣,٤ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٤، و٧,٣ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٨ (Calvo, 1999; TDR 1999). وسرعان ما أصبح يتعذر مواصلة الدفاع عن ربط العملة بالدولار في ضوء التوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال وعدم كفاية الاحتياطيات، وأعقب ذلك نشوب أزمة العملة وتخفيض قيمة العملة في أوائل عام ١٩٩٩. وفي الأرجنتين، ومع تعذر مواصلة أسعار الصرف، كان أي نمو اقتصادي يزيد من العجز التجاري، غير أن غياب النمو يؤدي بدوره إلى العجز المالي: ولم يكن أي من هذين النوعين من العجز يتفق مع نظام قابلية الأصول للتحويل. وكان من الممكن التحايل على هذا التناقض طالما ظل التمويل الخارجي يتدفق. غير أنه عندما توقفت التدفقات، لم يكن بمقدور التشفير المالي المشدد ومساعدة صندوق النقد الدولي منع حدوث انهيار اقتصادي، والاندفاع إلى سحب الودائع، والعجز عن سداد جانب من الدين العام (Calcagno, 2003; Calvo and Talvi, 2005; Damill, 2006; et al. 2013; Grabel, 2006). وتهاوى متوسط النمو الحقيقي السنوي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الأرجنتين إلى -٢,٢ في المائة خلال نصف العقد الضائع، في حين كان المتوسط لأمریکا اللاتينية ككل يبلغ ٠,٢ في المائة^(٣٦).

(د) مالية القطاع العام في سياق التحريك المالي والمخاطر البنوية

يشير هذا الاستعراض الموجز بوضوح إلى أن احتمالات حدوث الأزمات المالية كانت تزداد مع تحرير الاقتصادات النامية والانتقالية لحسابات رأس المال والأسواق المالية المحلية، حيث أدى ذلك في البداية إلى حدوث طفرات في تدفقات رؤوس الأموال، وهو ما كان يعقبه بعد ذلك على الدوام تقريباً توقف مفاجئ أو انعكاس لتلك التدفقات^(٣٧). ورغم ازدياد طفرات تدفقات رؤوس الأموال بالتواكب مع اتخاذ مواقف سياسات السوق الحرة في البلدان النامية، فقد ظلت تلك التدفقات مدفوعة إلى حد كبير بأوضاع خارجية بالنسبة للاقتصادات المضيفة لها، مثل التغيرات في أسعار السلع الأساسية العالمية أو في معدلات الفائدة في الولايات المتحدة، أو بالآثار النفسية والاقتصادية لانتشار العدوى من أزمات في أماكن أخرى. وتتفاعل هذه القوى الخارجية مع السياسات الكلية والهيكلية المحلية بطرق تزيد من الهشاشة والمخاطر العامة. غير أن العوامل الداخلية لا تكتسب أهميتها إلا عندما توجد داخل نظام مالي عالمي أكبر يتسم بوجود

الجدول ٢-٢

الأزمة المالية والدين العام في المكسيك والاتحاد الروسي والأرجنتين

(نسبة مئوية)

البلد (تاريخ الأزمة)	مجموع إجمالي الدين العام كحصة من الناتج المحلي الإجمالي			مجموع إجمالي الدين العام كحصة من الناتج المحلي الإجمالي		
	المستوى المرجعي	النمو قبل الأزمة	النمو بعد الأزمة	المستوى المرجعي	النمو قبل الأزمة	النمو بعد الأزمة
المكسيك (١٩٩٤)	٤٢,٦	-٢٩,٢	٢٦,٤	٣٧,٣	-١٠,٧	٤٧,٠
الاتحاد الروسي (١٩٩٨)	٣٠,٢	٣٤,١	٣٩,٥	٣١,٠	٤,٠	٩٦,٤
الأرجنتين (٢٠٠١)	٣٧,٦	١٩,٨	٢٠٨,١	٤٧,٩	٦,٢	١٤٩,٩

المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى بيانات من Reinhart and Rogoff, 2010a.

ملاحظة: الزمن T يشير إلى سنة حدوث الأزمة بين قوسين. وتشير الأعمدة إلى ما يلي:

المستوى المرجعي هو الدين كحصة من الناتج المحلي الإجمالي في الزمن $(T-3)$ ؛

النمو قبل الأزمة يشير إلى النسبة المئوية للتغير بين $(T-1)$ و $(T-3)$ ؛

النمو بعد الأزمة يشير إلى النسبة المئوية للتغير بين $(T-1)$ و $(T-3)$.

وذلك وفقاً للمعايير المستقرة؛ فهذه العمليات هي التي تحدد في نهاية المطاف التحولات المالية بين القطاعات الرئيسية. وهذه النسب بين الضخ والتسرب تسمى "المراكز"، وهي توفر مقياساً لكل من القوى المحركة للطلب وللموازنات المالية^(٣٨).

لذلك، فإن إحدى الوسائل المفيدة لتقييم التغيرات في السلوك تتمثل في تتبع أنماط المراكز الثلاثة (المالي والخاص والخارجي) على طريق النمو. ويمكن ملاحظة كل مركز من المراكز الثلاثة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي من أجل معرفة أي مكونات الطلب الإجمالي هي مكونات انكماشية وأيها يوفر تحفيزاً للاقتصاد. فضعف المراكز المالية (انخفاض الإنفاق الحكومي بالنسبة لمعدل الضريبة)، وضعف المراكز الخاصة (تراجع الاستثمار بالنسبة للميل للادخار)، وضعف المراكز الخارجية (تراجع الصادرات بالنسبة للميل إلى الاستيراد) تؤثر سلباً على مسار النمو، وقد تولد اختلالات مالية تزيد من عدم الاستقرار المالي.

وتطبيق هذا الإطار على الأزمات التي نوقشت في الفرع السابق والمدرجة في الجدول ٢-١، نجد أنه في ثلثي هذه الحالات، تحول المصدر الرئيسي للطلب بعيداً عن المراكز المحلية (الخاصة والحكومية) قبل الأزمة، وفي اتجاه المركز الخارجي بعد الأزمة^(٣٩). ويعكس ذلك ميل

٣- الخسائر المحدقة: الموقف المالي والسياسة الكلية والطلب الإجمالي

يبين هذا الفصل أن التعرض للتدفقات المالية الكبيرة وغير المنظمة يغير تطورات الاقتصاد الكلي بطرق يمكن أن تؤدي إلى تباطؤ نمو الناتج المحلي الإجمالي، فضلاً عن إطلاق ديناميات داخلية غير مستقرة تتسم بحدوث تحولات مفاجئة في الدخل والثروة بين القطاعات الرئيسية (الخاصة والعام والخارجية). وتتمثل إحدى الطرق الملائمة لتعيين هذه التحولات وعلاقتها بالنمو الاقتصادي في استخدام إطار "مراكز الطلب" (انظر Godley and Cripps, 1983; Godley and McCarthy, 1998; and Taylor, 2001 and 2006). ويؤكد هذا الإطار مجدداً المبدأ الكينزي Keynesian القائل بأن النمو المستدام يتطلب مواصلة زيادة الضخ في تدفق الدخل (وهو ما يشمل، من حيث الاقتصاد الكلي البسيط، الاستثمارات الخاصة والإنفاق الحكومي والصادرات). وعمليات الضخ هذه تتطلب بدورها نمواً مطرداً لعمليات التسرب (التي تُقاس بالميل للادخار، ومعدل الضريبة، والميل للاستيراد)، والتي تكفل الاستقرار المالي بمرور الوقت، حيث تزداد الائتمانات على طول التدفق الدائري للدخل. وبالتالي، يمكن تفسير نمو الناتج المحلي الإجمالي بأنه نمو عمليات الضخ بالنسبة لعمليات التسرب،

للدورات الاقتصادية إلى جعل الانتعاش ممكناً في عام ٢٠١٠. وبرغم هذه الانتكاسات المؤقتة لقواعد السياسات المعاكسة للدورات الاقتصادية، تتمسك مؤسسات الأسواق المالية القوية بنظرتها المتحيزة القصيرة الأجل التي تشبث بأهمية التصنيفات المالية (انظر أيضاً الفصل الرابع). فإلى إعادة الساندة هي نفور السياسات من تقديم حوافز مالية قوية. وأدت النزعة المالية المحافظة والاعتماد المفرط على السياسة النقدية إلى توليد المشاشة المالية وعدم استقرار أسعار الصرف في الاقتصادات النامية الكبرى (Akyüz, 2013). وتزداد القابلية للتأثر بالضغط المالية إما عند تكبد القطاع العام للديون بشكل مباشر، أو مثلما يحدث كثيراً بطرق ملتوية، عندما تؤدي زيادة السيولة إلى توليد ديون للقطاع الخاص، وهي الديون التي يتحملها القطاع العام في نهاية المطاف. وتزيد مدفوعات فوائد الديون، سواء كانت عامة أو خاصة، من ضعف المراكز المحلية.

وباختصار، فإن أهم العناصر التي كانت موجودة في الأزمات السابقة ولا تزال قائمة اليوم هي: انفتاح حسابات رأس المال؛ وتفاقم دورات الأموال الساخنة بسبب التوسع النقدي في البلدان المتقدمة وما يترتب على ذلك من زيادة في الدين الخارجي والداخلي (وخاصة الديون قصيرة الأجل)؛ والابتعاد عن تعميق التنمية الصناعية؛ والقيود المفروضة على استخدام السياسة المالية كأداة للتحويل الهيكلي والتوسع الصناعي، حيث تستمر السياسة النقدية في تشجيع الاتجاهات الانكماشية التي يفضلها المستثمرون الماليون العالميون. وتنطبق هذه السمات بشكل واسع جداً على العديد من البلدان اليوم بدرجات متفاوتة، تبعاً لتدفقاتها المالية، وحجم ديونها، والتحركات في أسعار الصرف وأسعار الفائدة. ومن الواضح أن أكثر الاقتصادات انكشافاً هي تلك التي تتركز فيها الأنشطة المحلية بشدة في عدد قليل من القطاعات.

الحسابات الخارجية، بعد الأزمة، لتكديس فائض في حين تنكمش المصادر المحلية للطلب. وتشترك الاتجاهات الهيكلية والآثار الدورية معاً في التفاعل هنا. فتحرير الحساب الجاري قبل الأزمة، إلى جانب التدفقات المالية وقوة أسعار الصرف، يسمح بتوسع الطلب المحلي مع عمليات تسرب كبيرة للواردات. وبعد الأزمة، يؤدي ضغط الأحمال وانخفاض الأرباح، إلى جانب الانكماش المالي ورفع سعر الفائدة لاجتذاب تدفقات رأس المال، إلى إضعاف مراكز القطاع الخاص وانخفاض الواردات. وتنبع المراكز الخارجية الأقوى في معظمها من تراجع الطلب المحلي وما يترتب على ذلك من انخفاض سريع في الواردات. وفيما يتعلق بالقطاعات المحلية، فإن المحركات تتمثل في التحول نحو تقليص مديونية الأسر المعيشية (ازدياد الميل للاحتياط) وانكماش الإنفاق الحكومي عند تطبيق التقشف (وخاصة بعد تحويل خسائر القطاع الخاص إلى القطاع العام ونمو الاختلالات المالية نتيجة لذلك). وعلاوة على ذلك، كثيراً ما يجعل انخفاض سعر الصرف من القطاع الخارجي المصدر الرئيسي للطلب الفعال دون أي زيادة كبيرة في القدرة التصديرية الحقيقية.

وثمة اعتباران إضافيان يعملان على إبراز فائدة الإطار المذكور أعلاه لتتبع القوى المحركة للطلب في بعض الاقتصادات النامية والانتقالية بعد الأزمة: '١' الدور العازل الذي تلعبه عائدات الصادرات السلعية، '٢' تغير الآراء بشأن السياسات المالية المعاكسة للدورات الاقتصادية بين الاقتصادات النامية والانتقالية. ويحافظ ارتفاع أسعار السلع الأساسية (وهو اتجاه آخذ في الانتكاس الآن) على ربحية القطاع الخاص - بالكاد في بعض الأحيان، بما يبيح على التفاؤل في مواجهة التقلبات المالية الجارية. وبالإضافة إلى ذلك، فعندما تباطأ النمو في كافة أنحاء بلدان الجنوب في عام ٢٠٠٩ بسبب انكماش الصادرات إلى بلدان الشمال والتوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال، أدت استجابات السياسات المعاكسة

دال - مناقشة ختامية للسياسات

غير المستقرة أو المضاربة، تؤثر على تكوين صافي مدفوعات عوامل الإنتاج وأسعار الصرف وأسعار الفائدة والأسعار الأخرى، وتؤثر على مراكز السياسات النقدية والمالية بطرق ضارة. وعندما تواجه الاقتصادات النامية والانتقالية خطر التوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال أو انتكاسها مع تغير الأوضاع في الأسواق العالمية، فإن النتائج يمكن أن تكون أسوأ من ذلك. ويتضح من المناقشة أنه في ظل هذه الظروف، يصبح بحث صناع السياسة عن بدائل تكفل تحقق نتائج أكثر استقراراً مهمة صعبة بشكل متزايد.

يتركز التحليل في هذا الفصل على إعادة تشكيل الأسواق المالية العالمية، بما أدى إلى الكساد العظيم وتداعياته حتى يومنا هذا. وقد أدى النمو غير العادي لأسواق المالية العالمية غير المنظمة، المقترن بضعف التنظيم المحلي في معظم الاقتصادات النامية والانتقالية، إلى تفاقم جوانب الضعف التي تعاني منها هذه البلدان، بدلاً من توفير مزيد من التمويل لاحتياجات التنمية (وهو ما يناقشه الفصل السادس من هذا التقرير). ويشدد الفصل على أن التدفقات المفرطة لرؤوس الأموال الخاصة، وخاصة التدفقات ذات الطبيعة

الاقتراض المقوم بالعمل المحلية^(٤١). ولكن لم يكن بمقدور البلدان النامية جميعها اجتذاب المستثمرين الدوليين إلى أسواق الأوراق المالية المحلية. وحتى عندما كانت تنجح في ذلك، كان هناك خطر إضافي يتمثل في احتفاظ مستثمرين أكثر قدرة على التحرك دولياً بمخصص أكبر من الديون، بغض النظر عن العملة المقومة للديون. وتؤكد الأدلة الأخيرة هذا التحذير: فازدياد المشاركة الأجنبية في أسواق السندات السيادية بالعمل المحلية يرتبط بتزايد التقلبات نتيجة لزيادة الانكشاف أمام الصدمات المالية العالمية (Ebeke and Kyobe, 2015).

وتظهر نتيجة مختلطة بالمثل في نمو الاحتياطات الدولية بين الاقتصادات النامية والانتقالية. فتراكم الاحتياطات، من حيث المبدأ، هو إجراء وقائي في الغالب، بمعنى أنه ينتظر منه توفير الحماية من مجموعة من العزل التي تحدثها تدفقات رؤوس الأموال الدولية الكبيرة والمضاربة، ومن الآثار الاقتصادية والاجتماعية السلبية التي تترتب أحياناً على توقفها بشكل مفاجئ أو كبير. كما توفر الاحتياطات الوقائية تحوطاً ضد فقدان استقلالية السياسات الذي كثيراً ما يتوآك مع عمليات الإنقاذ من النوع الذي يوصي به صندوق النقد الدولي، أو ضد الضغوط الرامية لتوفير أوضاع السياسات الكلية التي يفضلها المستثمرون المليون الدوليون (Grabel, 2006). ولكن حتى إذا كان تراكم الاحتياطات يوفر بعض الحماية، بأن يتيح قدرًا من حيز السياسات للبلدان التي تتعرض عملاً للهجوم، فإن ربط موارد التنمية بهذه الطريقة ينطوي على تكلفة للفائدة البديلة. وعلاوة على ذلك، فعندما يحاول صناع القرار مواجهة انعكاس تدفقات رؤوس الأموال باستخدام الاحتياطات، فإنهم غالباً ما ينتهي بهم الأمر إلى اللجوء إلى تدابير تكميلية، مثل زيادات أسعار الفائدة، مع تراجع حجم الاحتياطات. وفي النهاية، تؤدي هذه الاستجابات على صعيد السياسات العامة إلى إضعاف الاقتصاد، وإلى تآكل الثقة بدرجة أكبر. وكما أشير أعلاه، فإن هذه المفاضلات تشكل تحدياً للسياسة التي يتبعها المصرف المركزي.

وعند النظر في خيارات السياسات العامة، ينبغي للمصارف المركزية في الاقتصادات النامية والانتقالية أن تتوخى الحرص في تقييم الآثار المترتبة على أنظمة استهداف التضخم التي تُطبق بشكل ضيق. فالإفراط في الضغط للوصول إلى معدلات تضخم تُعتبر مرغوب فيها في سياقات البلدان المتقدمة غالباً ما يمكن أن يؤدي بسهولة إلى ارتفاع أسعار الفائدة وارتفاع قيمة سعر الصرف الحقيقي، وكلاهما يثبط الاستثمار الإنتاجي، ويثبط التنمية بالتالي. ومع ذلك، فإن تبني المصارف المركزية في بعض البلدان النامية لاستهداف التضخم على نطاق واسع (على الصعيدين الرسمي وغير الرسمي) إنما يعكس تحوفاً حقيقياً من أي لحظة من التضخم، بالنظر إلى تاريخها الذي يذخر بمعدلات التضخم المرتفعة. ولكن ربما كان الأهم من ذلك

ومن المشكوك فيه أن تتوفر بيئة اقتصاد كلي أكثر استقراراً بالنسبة للتنمية بشكل ملحوظ دون بذل جهود جماعية لإصلاح الهيكل النقدي والمالي الدولي، وهو موضوع الفصل الثالث. غير أنه يظل هناك عدد من الخيارات التي لا تزال تدخل في نطاق السياسة الوطنية. ولكي يكون الأمر واضحاً، فإن أيًا من التوصيات المقترحة لا يدعو إلى فك الارتباط بالاقتصاد العالمي، سواء من حيث التجارة أو العمليات المالية، بل إنها تتوجه بالأحرى لتحسين إدارة هذه الارتباطات من أجل تعزيز التنمية.

وثمة مجموعة من خيارات السياسات البالغة الأهمية تتوقف على القدرة على التأثير على سعر الصرف. وفي حين تتجنب بعض هذه الخيارات "الحلول الحدية"، مثل أسعار الصرف الثابتة أو تحرير أسعار الصرف الكامل، يظل الأخذ بنوع من التعويم المتدرج خياراً جذاباً (Ghosh, 2007; Damill et al., 2013). وإدارة سعر الصرف (كما يوضح هذان المؤلفان وغيرهما) بهدف توجيه تطوره كأداة للتنمية تستلزم الجمع بين السياسة النقدية وعمليات المصرف المركزي وسياسات الدخل. أما كيفية تحقيق ذلك من الناحية العملية، فتتوقف على الظروف الخاصة بكل بلد، بما في ذلك تنوعه المؤسسي وموازنته العامة^(٤٢).

وكما ذكر أعلاه، فإن توجيه تطور سعر الصرف الحقيقي في بيئة من العمليات المالية العالمية الكبيرة وغير الخاضعة لقيود تنظيمية، ووسط نظام عالمي لأسعار الصرف يسيطر عليه عدد قليل من عملات الاحتياطات، سيكون أمراً بالغ الصعوبة ما لم يكن هناك قدر معين من إدارة حساب رأس المال. وقد اكتسبت إمكانية استخدام ضوابط رأس المال كأداة للتنمية والاستقرار المالي قدرًا متزايداً من القبول لدى العديد من الحكومات والمنظمات الدولية في السنوات الأخيرة. وفي الواقع، كان الأونكتاد يدعو لمثل هذه السياسة منذ فترة طويلة: ففي أوائل تسعينات القرن الماضي، اقترح على الاقتصادات النامية والانتقالية النظر في اتخاذ تدابير "التثبيت تدفقات رؤوس الأموال التي لا تتصل بالاستثمار الحقيقي أو بالمعاملات التجارية، وإنما تكون مدفوعة بالمكاسب القصيرة الأجل" (UNCTAD, 2012b: 50). وهذه التوصيات، وغيرها من التوصيات المكتملة لها والرامية إلى استعادة الاستقرار وتجنب الأزمات البنوية، هي أكثر أهمية في السياق الحالي، كما يتضح أيضاً من حالة البلدان المتقدمة التي أضربت أشد الضرر من جراء الكساد العظيم وتداعياته. ونؤكد مرة أخرى اختلاف الظروف ونطاق العمل من بلد إلى آخر، مثلما تختلف درجة التنسيق الإقليمي اللازمة لكفالة النجاح.

وفي محاولة لتجنب مخاطر أسعار العملة والفائدة المرتبطة تاريخياً بالديون الخارجية، تحولت الاقتصادات النامية والانتقالية أيضاً بدرجة أكبر من الاقتراض بديون مقومة بالعملات الأجنبية إلى

على مراكز مالية قوية ومستقرة أن يساعد على زيادة الإنتاج والدخل، وخلق فرص عمل عالية الجودة، وتشجيع توزيع الدخل بصورة أكثر عدلاً (وهو ما يترك أثراً إيجابياً آخر على الطلب الكلي). وتؤدي السياسات التي تكفل زيادة الدخل المتأتي من الأجور بالتزامن مع نمو الإنتاجية إلى تعزيز هذه الآليات. وبالتالي، يتعين أيضاً أن تتماشى السياسة التجارية مع الأهداف والسياسات المحلية المتعلقة بزيادة الإنتاجية ونمو الأجور، بما في ذلك في المفاوضات التجارية العالمية والإقليمية والثنائية (انظر TDR 2014).

وتبرز هذه الظروف الحاجة إلى زيادة فعالية تنسيق السياسات الدولية. فنظراً للحجم الكبير لتدفقات رؤوس الأموال العالمية، قد لا يكون كافياً الاعتماد على تدابير الإدارة التي تتخذهافرادى البلدان، مثل ضوابط رأس المال، وإدارة سعر الصرف، واتباع المصرف المركزي لسياسة تتفق مع احتياجات التنمية الاستراتيجية، وتشديد الرقابة على الأنظمة المالية المحلية. إذ ينبغي إكمال خيارات السياسة الداخلية بتدابير على الصعيدين العالمي والإقليمي تنبثق انتشار التدفقات المالية المضاربة. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن إنشاء آليات أكبر لدعم الائتمانات وتقاسم أموال الاحتياطيات على المستوى الإقليمي. وفي الوقت نفسه، تتوفر فرص نجاح أكبر بكثير لتدابير من قبيل تنفيذ سياسات معاكسة للدورات الاقتصادية على صعيد الاقتصاد الكلي وتحسين توزيع الدخل وإتاحة حيز مالي لأغراض التنمية، عندما تطبقها أيضاً بلدان شريكة، وعندما يطبقها العالم بأسره من الناحية الفعلية. وفي الواقع، فإن محفزات السياسة الداخلية، عند تطبيقها في عدد قليل من البلدان، يصيبها الضعف بدرجة كبيرة عندما يسود الجمود في أفكار السياسات الكلية في البلدان الشريكة^(٤٢). بل يمكن أن تؤدي هذه الأوضاع إلى آثار ضارة إذا استجاب المستثمرون العالميون والمؤسسات المالية الدولية بطرق تولد المزيد من التقلب وانعدام اليقين. ويناقش الفصل التالي هذه الجوانب بمزيد من التفصيل.

هو الاعتقاد السائد بأن أنظمة استهداف التضخم تعطي المزيد من المصدقية للمصارف المركزية القائمة على تنفيذها، بما يخفض من توقعات التضخم ويمكن من رفع معدلات التوظيف بالنسبة لمستوى معين من التضخم. غير أن الأدلة التجريبية لا تدعم هذه الحجة المتعلقة بالمصدقية (Epstein, 2007). فعمليات تكوين الأسعار المستقرة والزيادات المستمرة للعمالة ذات الجودة العالية في سياق البلدان النامية هي، في الواقع، أهداف معقدة تتطلب الانتباه إلى الاستقرار الكلي لحالة الائتمانات والتدفقات المالية.

ولكن يمكن للمصارف المركزية أن تفعل ما هو أكثر من مجرد الحفاظ على استقرار الأسعار أو أسعار الصرف التنافسية لدعم التنمية، كما يشهد على ذلك السجل التاريخي. فبعد الحرب العالمية الثانية، استخدمت المصارف المركزية في أوروبا واليابان سقف أسعار الفائدة والائتمانات المدعومة وسياسات تخصيص الائتمانات لتوجيه إعادة الإعمار وتسهيل تطوير الصناعة (Epstein, 2015). واتبعت البلدان الآخذة حديثاً بسياسات التصنيع في النصف الثاني من القرن العشرين سياسات مماثلة، حيث قدمت المصارف المركزية الدعم الرئيسي لمصارف التنمية وللسياسات المالية لحكوماتها (Amsden, 2001; TDR 2013). ويظل بمقدور أهداف إضفاء الاستقرار على الأسعار المساعدة في توجيه هذه الأنواع من خيارات السياسات العامة، كما هو الحال عندما تؤدي القروض الموجهة أو المدعومة، وليس الأنشطة التي تولد الضغوط التضخمية، إلى تشجيع الإنتاجية ونمو العمالة (Epstein and Yeldan, 2009)، أو عندما تضمن سياسات الدخل أن يتتبع نمو الأجور خطى نمو الإنتاجية.

غير أن السياسة النقدية وحدها ليست كافية، وهو ما يتضح من إخفاق الاقتصادات المتقدمة في الخروج تماماً من الأزمة الأخيرة. فالسياسات المالية والصناعية الاستباقية ضرورية لتوليد الهياكل والأوضاع التي تدعم نمو الإنتاجية المحلية وتوسع الطلب الكلي. ويمكن للحفاظ

الحواشي

- (١) رغم أن البلدان المتوسطة الدخل تميل لأن تكون أكثر اندماجاً في الاقتصاد العالمي، وتكون بذلك على ما يبدو أكثر انكشافاً أمام تأثيرات الأمولة، فإن أحجام تدفقات رؤوس الأموال بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي وتأثيراتها على الاقتصاد الكلي التي نوقشت في هذا الفصل تنطبق على جميع الاقتصادات النامية والانتقالية (للاطلاع على مزيد من التفاصيل، انظر الفرع بء-٢).
- (٢) من بين مجموعة تضم ٢٦ بلداً متقدماً، تبنت جميعها باستثناء ٤ منها (فرنسا والسويد وسويسرا واليابان) مواقف مالية انكماشية بالنسبة لتجاهاتها الطويلة الأجل بين الربع الثاني من عام ٢٠١٠ والربع الرابع من عام ٢٠١٣ (TDR 2014, chart 2.1).
- (٣) انظر Chandrasekhar (2007)، للاطلاع على تحليل للعوامل التي أدت إلى انفجار خلق السيولة العالمية من قبل الأطراف الخاصة بعد الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧، وهو ما انتقل إلى البلدان النامية من خلال عمليات الصناديق التحوطية، والاستثمار المباشر الأجنبي في شكل محافظ الأوراق المالية، وزيادة عمليات الاندماج والاستحواذ.
- (٤) هللت مراكز البحوث التي تقدم رؤى تحليلية للمستثمرين الدوليين للعائدات التي يمكن أن تكون مجزية للاقتصادات النامية. انظر، على سبيل المثال، Accenture, 2012; Black Rock, 2011; Credit Suisse, 2011; Economist Intelligence Unit, 2011; UBS, 2012; and Ahmed and Zlate, 2013، للاطلاع على تحليل أكثر دقة للعوامل التي تحدد الجاذبية النسبية لاقتصادات السوق الناشئة كوجهات للاستثمار. (وتقيّم الدراسة الأخيرة أيضاً تأثير السياسة النقدية غير التقليدية للولايات المتحدة كعامل في تكوين التدفقات، التي تأخذ نسبة كبيرة منها شكل محافظ المخصصات).
- (٥) تنعكس أصداء هذه المخاوف في الانهيار الذي حدث في سوق الأوراق المالية في الصين في حزيران/يونيه وتموز/يوليه ٢٠١٥، وفي استجابات الحكومة له، (China) Bloomberg Business, "stocks plunge as State support fails to revive confidence", (8 July 2015).
- (٦) يتضمن منشور *International Debt Statistics 2015* الصادر عن البنك الدولي سجلات لـ ١٢٥ بلداً، منها ١٢١ من الاقتصادات النامية والانتقالية وفقاً لتصنيف الأمم المتحدة. وما لم يُذكر خلاف ذلك، تشير المناقشة التجريبية لهذه المجموعة التي تتألف من ١٢١ اقتصاداً نامياً وانتقالياً. وفي مواضع أخرى من هذا الفصل، يشير ذلك التعبير إلى جميع الاقتصادات النامية والانتقالية.
- (٧) هي الاقتصادات النامية والانتقالية الـ ١٢١ جميعها، باستثناء الأرجنتين، والبرازيل، وتركيا، وتونس، والجزائر، وجنوب أفريقيا، والصين، ومصر، والمغرب، والمكسيك، والهند.
- (٨) هناك قلة من الاستثناءات بين الاقتصادات النامية والانتقالية كان فيها العجز في الحساب الجاري في العقد الأول من القرن الحالي أكبر بكثير مما كان عليه في التسعينات من القرن الماضي، أبرزها تركيا وجنوب أفريقيا والهند.
- (٩) حتى البلدان التي تتمتع بفائض في الحساب الجاري كانت تحصل على تمويل إضافي لإدارة محافظها المالية، وزيادة تراكم الأصول لديها كعازل للحماية في ضوء الشكوك، والتصدي لأوجه التفاوت باختلاف الزمن (حيث تتقرر التدفقات المتوقعة قبل تحقق الدخل المكتسب)، أو حتى لأغراض المضاربة المالية.
- (١٠) الحساب الجاري هو مجموع الميزان التجاري وميزان التحويلات وصافي دخول عوامل الإنتاج. ويمثل صافي دخول عوامل الإنتاج في المقام الأول عائدات الاستثمارات في الخارج والقروض ناقصاً المدفوعات المُسددة للمستثمرين والدائنين الأجانب. وتحتسب تدفقات تحويلات العاملين المقيمين في الخارج أيضاً ضمن دخل عوامل الإنتاج، ويتسم حجم هذه التدفقات بالضخامة بالنسبة لبعض الاقتصادات النامية والانتقالية (مثل الفلبين والمكسيك والهند).
- (١١) أية أخطاء إحصائية بين الحساب الجاري والحساب الرأسمالي والمالي في موازين المدفوعات تُسجل في خانة "صافي السهو والخطأ"؛ ويستخدم هذا البند للحفاظ على المبدأ المحاسبي المتعلق بالمساواة بين الحساب الجاري والحساب الرأسمالي والمالي.
- (١٢) تعتمد المناقشة التالية على الإطار التحليلي الذي وضعه كريغيل (Kregel, 2014a).
- (١٣) من الناحية النظرية، فإن الوضع بالنسبة لبلدان الفائض المكشوفة أمام تدفقات رؤوس الأموال غير المقيدة يشكل تحديات مماثلة. فحتى هذه البلدان يمكن أن تواجه اتجاهها للانخفاض في صافي دخول عوامل الإنتاج، وبالتالي ضغطاً نزولياً على حساباتها الجارية. وبغض النظر عن العوامل الأخرى التي تحرك نجاح صادراتها، فإن احتمالات تراجع صافي دخول عوامل الإنتاج قد تولد ضغطاً للتعويض عن طريق استهداف تحقيق قدر من الفوائض التجارية أكبر من أي وقت مضى.
- (١٤) في حين يتسم المنظور الكلي الذي يتبناه هذا الفرع بأهمية حاسمة لإبراز الآثار المالية الكلية لتدفقات رؤوس الأموال في السياق الحالي، فإن التحليل المفصل الوارد أدناه يسلط ضوءاً مختلفاً على المسألة من خلال التمييز بين التدفقات الأكثر افتقاراً للاستقرار والمضاربة في الأجل القصير وتلك التدفقات الأطول أجلاً التي يُرحح بدرجة أكبر أن ترتبط بشكل أفضل باحتياجات التنمية.
- (١٥) على سبيل المثال، نجد هذه التشكيلة من السياسات في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة؛ بينما لا توجد إلا بصورة جزئية فقط في اليابان، حيث اقترن التيسير الكمي بدرجة من

موله مستثمرون أجنبى اجتذبتهم وعود تحقيق عائدات عالية. ومع ذلك، بقى أن يتم تنفيذ العملية الخلافة المتعلقة بالتقدم التكنولوجى وإعادة الهيكلة. أما بيئة الاقتصاد الكلى ذات أسعار الفائدة العالية، وأسعار الصرف القوية، وتقلب تدفقات رؤوس الأموال، فلم تنفع كثيراً في دعم الاستثمارات الجديدة الضرورية لمثل هذا التحول. لذا، أخفقت إصلاحات السياسات لأن العنصر 'الخلاق' في عملية 'التدمير' عجز عن تحقيق التحول الحقيقي في هيكل الإنتاج من خلال زيادة الاستثمارات والتحويلات التكنولوجية" (TDR 2003: 145-146).

(٢٨) تم تجميع هذه التدايعات بشكل منفصل عن الأزمة المالية الآسيوية للتفرقة بين امتداد العدوى الإقليمية لتلك الأزمة والطريقة التي تجلت بها هذه التكاليف في اقتصادات السوق الناشئة الأخرى. هذه البيانات وتعبير "كنوز تدفقات رؤوس الأموال" مقتبسة من مؤلف راينهارت وراينهارت (Reinhart and Reinhart, 2008)، الذي يلاحظ أنه رغم أن تراكم الاحتياطي ناقصاً ميزان الحساب الجارى سيكون مقياساً أفضل، فإن التسلسل الزمني أطول والاتساق الأكبر للبيانات في الحساب الجارى يجعل من ذلك بديلاً مرضياً. تقتصر المناقشة في هذا الفرع على أمريكا اللاتينية. فنفس الدورة من الأزمات المالية اجتاحت كثيراً من البلدان النامية الأخرى، ولكن تجربة أمريكا اللاتينية تظل نموذجاً للقوى الاقتصادية الأكبر أثناء تفاعلها.

(٣١) وحتى البرازيل، التي كانت لديها ضوابط لرؤوس الأموال ولم تشهد الكثير من هروب رؤوس الأموال، قد عانت بسبب تعليق إقراض أمريكا اللاتينية بشكل عام (Díaz-Alejandro, 1984).

(٣٢) كحصّة من الناتج المحلى الإجمالى، كان العجز الحساب الجارى في تايلند وماليزيا ذلك العام يبلغ -١، ٨، ٤، -٤ في المائة، على التوالي (صندوق النقد الدولى، *World Economic Outlook*, October 2014).

(٣٣) يعتبر ويد (Wade) جمهورية كوريا حالة مختلفة استناداً إلى أن هناك، كانت التكتلات الصناعية هي التي ترتبط أكثر بالتمويل من خلال قدرتها على الوصول إلى رؤوس الأموال الأجنبية الرخيصة، وليس المصالح الخاصة في قطاع العقارات.

(٣٤) تصدت مقاطعة تايوان الصينية وهونغ كونغ (الصين) بنجاح لهجمات المضاربة، ولكن جمهورية كوريا كانت أكثر انكشافاً بكثير بسبب الديون القصيرة الأجل.

(٣٥) على النقيض من ذلك، ارتفع الإنفاق الحكومى على السلع والخدمات كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى من ١٩,٢ في المائة في عام ١٩٩٤ إلى ٢٠,٦ في المائة في عام ١٩٩٨، مع حدوث الجزء الأكبر من الزيادة في عام ١٩٩٥ (عندما ارتفع إلى ٢١ في المائة) نتيجة للصدمة الإيجابية التي حدثت مرة واحدة وتمثلت في تعديل الأجور والرواتب بالنسبة للتضخم (UNCTADstat).

(٣٦) المصدر: البنك الدولى، قاعدة بيانات *World Bank, World Development Indicators*.

(٣٧) انظر أيضاً: Demirgüç-Kunt and Detragiache, 1998; Reinhart, 2001 and Weller, 2001.

(٣٨) بالمصطلحات الرياضية، تعرّف المتطابقة الحسابية الرئيسية الناتج المحلى الإجمالى GDP باعتبارها مجموع الاستهلاك (C)، والاستثمار

تخفيف القيود المالية. انظر *TDR 2014*، للاطلاع على تحليل مستفيض لهذه المسألة.

(١٦) يتماشى هذا المنظور مع الدراسات الحديثة مثل دراسات غالاجر (Gallagher, 2015)، وكالتنبرونر وكاراسيمان (Kaltenbrunner and Karacimen, forthcoming)، وكالتنبرونر وبانسيرا (Kaltenbrunner and Panceira, 2014)، وباول (Powell, 2013).

(١٧) لا يتضمن الشكل بعض البلدان ذات الأهمية المماثلة، مثل الاتحاد الروسى، نظراً لعدم وجود بيانات مفصلة في منشور البنك الدولى، *International Debt Statistics*.

(١٨) كانت الطفرة التي حدثت في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة المسجلة في عام ٢٠٠٥ هي في الواقع الطريقة التي سجل بها البنك الدولى تخفيف عبء الديون.

(١٩) للاطلاع على مناقشة حول توجيه الاستثمار المباشر الأجنبى لصالح التنمية، انظر المجلد المشترك بين الأونكتاد ومنظمة العمل الدولية بشأن السياسة الصناعية (Salazar-Xirinachs et al., 2014).

(٢٠) انظر: *Financial Times*, "Real estate and China dominate: FDI flows", 4 June 2015.

(٢١) UNCTAD, 2015: 18, table I.5.

(٢٢) فيما بين عامي ٢٠١١ و٢٠١٣، كان صافي تدفقات الاستثمار المباشر الأجنبى إلى الاقتصادات النامية والانتقالية تتألف في المتوسط من أرباح يُعاد استثمارها (٤٥ في المائة) وقروض بين الشركات (٢٢ في المائة)؛ أما نسبة الـ ٣٣ في المائة المتبقية، فتتألف من محافظ الأسهم، بما في ذلك عمليات الدمج والاستحواذ (UNCTAD, *World Investment Report database*).

(٢٣) للاطلاع على استعراض حديث، انظر Thirlwall, 2011.

(٢٤) انظر Patnaik (2007)، للاطلاع على عرض تحليلي لمحدودة فعالية الحيازات التحوطية من احتياطات النقد الأجنبى؛ وأيضاً (Torija Zane, 2015)، مع الإشارة بوجه خاص إلى المصارف المركزية في أمريكا اللاتينية.

(٢٥) للاطلاع على اشتقاقات رسمية للنقاط المثارة هنا، انظر Patnaik and Rawal, 2005; and Patnaik, 2006.

(٢٦) يستنسخ هرنودون (Herndon et al., 2013) ويفند بصورة تجريبية آراء راينهارت وروغوف (Reinhart and Rogoff, 2010b and 2010c)، اللذين تُستخدم كتابتهما على نطاق واسع لدعم حجج التقشف المالي، استناداً إلى تعميمات مبسطة تفيد أن الدين العام يقلل النمو إذا تجاوز ٩٠ في المائة من الناتج المحلى الإجمالى. ويخلص هرنودون (Herndon et al., 2013) إلى أن النتيجة التي ينتهي إليها راينهارت وروغوف بشأن الدين العام والنمو إنما تقوم على الاستبعاد الانتقائي للبيانات، وارتكاب أخطاء في الترميز، والترجيح غير الملائم لإحصاءات موجزة. فعند تصويب هذه الأخطاء، تبين النتائج أن التأثيرات التي يتركها الدين العام على النمو متفاوتة، وأن آثارها متواضعة.

(٢٧) في أمريكا اللاتينية، أدى سياق أسعار الصرف المُقدرة بأعلى من قيمتها، وتوسع الطلب المحلى، وازدياد انفتاح النظام التجارى، "أدى إلى زيادة الصادرات وازدياد عجز الحساب الجارى، الذي

عن المقام إلى مركز افتراض صافٍ. وبالتالي، فإن المسار الثابت للنمو المستدام والاستقرار المالي يتطلب ألا ينمو أي من هذه المراكز بوتيرة أسرع نسبياً من وتيرة نمو المراكز الأخرى لفترة طويلة من الزمن.

(٣٩) أصبح الحساب الخارجي هو القوة المحركة الرئيسية في ٤٠ في المائة من هذه الحالات، كما أصبح أكثر أهمية بكثير في ٢٧ في المائة من الحالات الأخرى.

(٤٠) انظر Frenkel and Taylor (2006)، للاطلاع على مناقشة لمختلف الظروف والتحديات التي ترتبط بإدارة سعر الصرف لدعم التنمية.

(٤١) توضح بيانات البنك الدولي (World Bank, 2013) أنه في نهاية عام ٢٠١٢، كانت حصة حيازات غير المقيمين في أسواق الديون المحلية للاقتصادات النامية والانتقالية تبلغ ٢٦,٦ في المائة، وأنها وصلت إلى ٤٠ في المائة في بعض الاقتصادات (ورد في: Akyüz, 2014).

(٤٢) انظر I. TDR 2013, annex to chap. 1، حيث توفر محاكاة نموذج عالمية توضيحاً عملياً لكون السياسات القائمة على تحسين دخل العمل والسياسة المالية الداعمة تسفر عن نتائج أضعف، حتى وإن ظلت إيجابية، عندما تتخذ الدول الشريكة موقفاً معاكساً وتحقق كسباً بطريقة مجانية.

الخاص (I)، والإنفاق الحكومي (G)، والصادرات (X)، ناقصاً الواردات (M). وتسمح الافتراضات البسيطة بتحديد معدل الضريبة (t) والميل للاستهلاك والاستيراد (s) و (m) على التوالي، على النحو التالي:

$$T = t \cdot \text{GDP}; S = s \cdot \text{GDP}; M = m \cdot \text{GDP}$$

حيث تعني T إجمالي الإيرادات الضريبية، وتعني S المدخرات الخاصة. وترتيبات هذه المعادلات حول المتطابقة الحسابية تنتج التعبير:

$$\text{GDP} = (G + I + X)/(t + s + m)$$

$$\text{GDP} = wt \cdot (G/t) + ws \cdot (I/s) + wm \cdot (X/m)$$

حيث (wt) و (ws) و (wm) هي الأوزان المرجحة لكل من أنواع التسرب (الضرائب والميل للاستهلاك والاستيراد، على التوالي). وثبتت هذه المعادلة أن نمو الناتج المحلي الإجمالي يتوقف على نمو المتغيرات الثلاثة، و (G/t) و (I/s) و (X/m)؛ معرّفة بأنها المركز المالي والمركز الخاص ومركز القطاع الخارجي، على التوالي، وهو ما يتضخم بتأثير قوة كل من مضاعفاتها، بالنظر للأوزان المرجحة المذكورة، في سياق الاقتصاد الكلي. ولتجنب تعقيد العرض بالاشتقاق من أوضاع الحالة المستقرة، فيكفي ملاحظة أن هذه المراكز تعكس الأوضاع المالية أيضاً، حيث تشير زيادة البسط

المراجع

Accenture (2012). *Emerging Markets: The Opportunities for Investment Banks*. Dublin, Accenture.

Ahmed S and Zlate A (2013). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? International Finance Discussion Papers No. 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

Alper K, Kara H and Yörükoglu M (2013). Alternative tools to manage capital flow volatility. Working Paper No. 13/31, Central Bank of Turkey, Ankara.

Akyüz Y (2008). Financial instability and countercyclical policy. Background paper for *World Economic and Social Situation*. New York, UN-DESA.

Akyüz Y (2011). Capital flows to developing countries in a historical perspective. Will the current boom end with a bust? Research Paper No. 37, South Centre, Geneva.

Akyüz Y (2013). Waving or drowning? Developing countries after the financial crisis. Research Paper No. 48, South Centre, Geneva.

Akyüz Y (2014). Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies. Discussion Paper No. 217, UNCTAD, Geneva.

Amsden A (2001). *The Rise of the Rest: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford and New York, Oxford University Press.

Arean M, Bouza S, Dabla-Norris E, Gerling K and Njie L (2015). Credit Booms and Macroeconomic Dynamics: Stylized Facts and Lessons for Low-Income Countries. Working Paper WP/15/11, IMF, Washington, DC.

Barbosa-Filho N (2001). The balance-of-payments constraint: From balanced trade to sustainable debt. *BNL Quarterly Review*, 219: 381–400.

Barbosa-Filho N (2012). Exchange rates, growth and inflation: What if the income elasticities of trade flows respond to relative prices? In: Deshpande A, ed. *Capital Without Borders. Challenges to Development*. Gurgaon (Haryana), Anthem Press: 53–70.

- Black Rock (2011). *Are Emerging Markets the Next Developed Markets?* New York, Black Rock Investment Institute.
- Boughton JM (2012). *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990–1999*. Washington, DC, International Monetary Fund.
- Calcagno A (1997). Convertibility and the banking system in Argentina. *CEPAL Review*: 63–90.
- Calcagno A (2003). Evaluación de las experiencias recientes de política cambiaria en Latinoamérica. *Foros*, 8, Central Bank of Venezuela, Caracas.
- Calvo GA (2005). *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press.
- Calvo GA and Mendoza EG (2005). Petty crime and cruel punishment: Lessons from the Mexican debacle. In: Calvo GA, ed. *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press: 129–138.
- Calvo GA and Talvi E (2005). Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile. Working Paper No. 11153, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Caruana J (2011). Capital flows to the emerging market economies: A perspective on policy challenges. Speech delivered at the Forty-sixth SEACEN Governors' Conference, Colombo, Sri Lanka, 24–26 February. Available at: <http://www.bis.org/speeches/sp110307.htm>.
- Chandrasekhar CP (2007). Continuity or change? Finance capital in developing countries a decade after the Asian crisis. *Economic and Political Weekly*, XLII (50): 36–44.
- Chandrasekhar CP (2015). Asian banks in trouble. *Frontline*, 9 January.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2013). The Asian financial crisis, financial restructuring and the problem of contagion. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 311–325.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). The bursting of China's housing bubble. *Business Line*, 28 April. Available at: <http://www.thehindubusinessline.com/todays-paper/tp-opinion/the-bursting-of-chinas-housing-bubble/article7148168.ece> on 7 June 2015.
- Credit Suisse (2011). *Investing for Impact: How Social Entrepreneurship is Redefining the Meaning of Return*. Zurich, Credit Suisse Research Institute.
- Crotty J and Lee KK (2004). Was the IMF's imposition of economic regime change in Korea justified? A critique of the IMF's economic and political role before and after the crisis. Working Paper No. 77, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Damill M, Frenkel R and Rapetti M (2013). Financial and currency crises in Latin America. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 296–310.
- de Bolle M, Rother B and Hakobyan I (2006). The level and composition of public sector debt in emerging market crises. Working Paper WP/06/186, IMF, Washington, DC.
- Demirgüç-Kunt A and Detragiache E (1998). Financial liberalization and financial fragility. Policy Research Working Paper No. 1917, World Bank, Washington, DC.
- Díaz-Alejandro CF (1984). Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 335–403.
- Díaz-Alejandro CF (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19 (1-2): 1–24.
- Ebeke C and Kyobe A (2015). Global financial spillovers to emerging market sovereign debt markets. Working Paper WP/15/141, IMF, Washington, DC.
- Economist Intelligence Unit (2011). *GCC Trade and Investment Flows. The Emerging Markets Surge*. London, The Economist Intelligence Unit.
- Elekdog S and Wu Y (2011). Rapid credit growth: Boon or boom-bust? Working Paper WP/11/241, IMF, Washington, DC.
- Epstein G (2007). Central banks as agents of employment creation. Working Paper No. 38, United Nations Department of Economic and Social Affairs (UN-DESA), New York.
- Epstein G (2015). Achieving coherence between macroeconomic and development objectives. Working Paper No. 382, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Epstein G and Yeldan E (eds.) (2009). *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*. Northampton, MA, Edward Elgar.

- FitzGerald EVK (1996). Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management. Discussion Paper, UNDP, New York.
- Frenkel R and Rapetti M (2009). Five years of competitive and stable real exchange rates in Argentina, 2002-07. In: Epstein G and Yeldon AE, eds. *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, Northampton, MA, Edward Elgar: 179–202.
- Frenkel R and Taylor L (2006). Real exchange rate, monetary policy and employment. Working Paper No. 19, UN-DESA, New York.
- Gallagher KP (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and Reregulation of Cross-Border Finance*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Ghosh J (2007). Macroeconomic and growth policies. Background note, UN-DESA, New York.
- Godley W and Cripps F (1983). *Macroeconomics*. London, MacMillan
- Godley W and McCarthy G (1998). Fiscal policy will matter. *Challenge*, 41(1): 38–54.
- Gabel I (1996). Stock markets, rentier interest, and the current mexican crisis. *Journal of Economic Issues*, 30(2): 443–449.
- Gabel I (1999). Mexico redux? Making sense of the financial crisis of 1997-98. *Journal of Economic Issues*, 33(2): 375–381.
- Gabel I (2006). A post-Keynesian analysis of financial crisis in the developing world and directions for reform. In: Arestis P and Sawyer M, eds. *A Handbook of Alternative Monetary Macroeconomics*. Northampton, MA, and Cheltenham, Edward Elgar: 403–419.
- Gabel I and Gallagher KP (2015). Capital controls and the global financial crisis: An introduction. *Review of International Political Economy*, 22(1):1–6.
- Herndon T, Ash M and Pollin R (2013). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38(2): 257–279.
- Kaltenbrunner A and Panceira JP (2014). Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: The Brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/beu03.
- Kaltenbrunner A and Karacimen E (forthcoming). The Contested Nature of Financialisation in Emerging Capitalist Economies. In: Subasat T and Weeks J, eds. *The Great Meltdown of 2008: Systemic, Conjunctural or Policy Created?* London, Routledge.
- Khor M (2014). Developing countries facing new economic problems. *South Bulletin*, 79: 4–5.
- Kregel J (2014a). External financing for development and international financial instability. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York, Anthem Press: 15–40.
- Kregel J (2014b). Some Risks and Implications of Financial Globalization for National Policy Autonomy'. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York, Anthem Press: 63–74.
- Kregel J (2014c). Capital flows: Globalization of production and financing development. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York: Anthem Press: 41–62.
- Krugman P (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311–325.
- Krugman P (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4): 459–472.
- Krugman P (2000). *The Return of Depression Era Economics*. New York, NY, Norton.
- Krugman P (2014). Currency regimes, capital flows, and crises. *IMF Economic Review*, 62(4): 470–493 .
- Laeven L and Valencia F (2008). Systemic banking crises: A new database. Working Paper WP/08/224, IMF, Washington, DC.
- Lavoie M (2001). Pricing. In: Holt RPF and Pressman S, eds. *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London, Routledge: 21–31.
- Lustig N (1995). The Mexican peso crisis: The foreseeable and the surprise. *Brookings Institution Paper*, Washington, DC.
- Magnus G (2014). This time China's property bubble really could burst. *Financial Times Comment*, 12 May. Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6cd98926-d9e1-11e3-b3e3-00144feabdc0.html#axzz3cUG0DINv>.
- Markovitz H (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1): 77–91.

- Milken Institute (2014a). *The Banking Structure and Regulation in 1993 and 2013: A Cross-Country Comparison*. Washington, DC.
- Milken Institute (2014b). *Capital Markets in Developing Countries: The State of Play*. Washington, DC.
- Minsky H (1992). The financial instability hypothesis. Working Paper No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Minsky H (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, NY, McGraw-Hill.
- Montes M (1998). *The Currency Crisis in Southeast Asia*. Singapore, Institute of Southeast Asian Studies.
- Moreno-Brid JC (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2): 283–298.
- Moreno-Brid JC and Ros J (2004). Mexico's market reforms in historical perspective. *CEPAL Review*, 84: 35–56.
- Neely C (2014). Lessons from the taper tantrum. *Economic Synopses*, 2, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, MO.
- Obstfeld M (1994). The logic of currency crises. Working Paper No. 4640, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA.
- OECD (2011). Getting the most out of international capital flows. In: *OECD Economic Outlook 2011*. Paris, OECD: 287–308.
- Ostry JD, Ghosh AR, Habermeier K, Chamon M, Qureshi MS and Reinhart DBS (2010). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note 10/04, Washington, DC, International Monetary Fund.
- Palma JG (2003). The Latin American economies during the second half of the twentieth century: From the age of 'ISI' to the Age of 'The End of History'. In: Ha-Joon Chang, ed. *Rethinking Development Economics*. London, Anthem Press: 125–152.
- Palma JG (2011). How the full opening of the capital account to highly liquid financial markets led Latin America to two and half cycles of 'mania, panic and crash'. Cambridge Working Papers in Economics, No. 1201. Available at: <http://www.econ.cam.ac.uk/dae/repec/cam/pdf/cwpe1201.pdf>.
- Patnaik P (2003). On the economics of 'open economy' industrialization. V.V. Giri Memorial Lecture for the Annual Conference of the Indian Society of Labour Economics, Kolkata, December.
- Patnaik P (2006). Financial flows and open economy macroeconomics. Paper presented at the IDEAs-UNDP Conference on Post Liberalization Constraints on Macroeconomic Policies, Chennai, 27–29 January.
- Patnaik P (2007). Financial crisis, reserve accumulation and capital flows. *Economic and Political Weekly*, 42(50): 45–51.
- Patnaik P and Rawal V (2005). Level of activity in an economy with free capital mobility. *Economic and Political Weekly*, 40(14): 1449–1457.
- Pinto B and Ulatov S (2010). Financial globalization and the Russian crisis. Policy Research Working Paper No. 5312, World Bank, Washington, DC.
- Powell J (2013). Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and its Non-Financial Corporations. London, SOAS, University of London, Phd thesis.
- Radelet S and Sachs J (2000). The onset of the East Asian financial crisis. In: Krugman P, ed. *Currency Crises*. Chicago, IL, University of Chicago Press: 105–153.
- Reinhart CM and Reinhart VR (2008). Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. Working Paper No. 14321, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton and Oxford, Princeton University Press.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010a). From financial crash to debt crisis, Working Paper No. 15795, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010b). Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100(2): 573–578.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010c). Growth in a time of debt. Working Paper No. 15639, NBER, Cambridge, MA. Available at: <http://www.nber.org/papers/w15639>.
- Rodrik D (2015). Premature deindustrialization. Working Paper No. 20935, NBER, Cambridge MA.
- Sáinz P and Calcagno A (1999). La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis. *Temas de Coyuntura*, No. 4, United Nations Commission for Latin America and the Caribbean, Santiago, Chile.
- Salazar-Xirinachs JM, Nubler I and Kozul-Wright R, eds. (2014). *Transforming Economies. Making Industrial Policy Work for Growth, Jobs and Development*. Geneva, UNCTAD and ILO.

- Singh A and Weisse BA (1998). Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: Micro and macroeconomic perspectives. *World Development*, 26(4): 607–622.
- Stiglitz J (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York, NY, WW Norton.
- Stiglitz J (2003). Wither reform? Towards a new agenda for Latin America. *CEPAL Review*, 80: 7–37.
- Takáts E and Uper C (2013). Credit and growth after financial crises. BIS Working Paper No. 416, Bank for International Settlements, Basel.
- Taylor L (2001). *External Liberalization, Economic Performance, and Social Policy*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.
- Taylor L (2006). *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.
- Thirlwall AP (2011). Balance of payments constrained growth models: History and overview. School of Economics Discussion Papers, KDPE 1111, University of Kent, Canterbury.
- Torija Zane E (2015). Bancos Centrales Periféricos: El Caso de América Latina. In: Abeles M and Prado A, eds. *Estructura productiva, instituciones y dinámica económica en América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, Libros de la CEPAL (forthcoming).
- UBS (2012) *Emerging Markets: The Multi-Asset Approach*. Zurich, UBS Asset Management Research.
- UNCTAD (2011). Development-led Globalization. Towards Sustainable and Inclusive Development Paths. Report of the Secretary-General of UNCTAD to UNCTAD XIII. Geneva.
- UNCTAD (2012a). The rising sea of global financial markets, Background Note to the G20 Framework Working Group. Geneva.
- UNCTAD (2012b). *Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development*. United Nations Publication. Sales No. E.12.II.D.5, New York and Geneva.
- UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief, No. 29, Geneva.
- UNCTAD (2015). *World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance*. New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD (TDR 1999). *Trade and Development Report, 1999. Fragile Recovery and Risks: Trade, Finance and Growth*. United Nations publication. Sales No. E.99.II.D.1, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2003). *Trade and Development Report, 2003. Capital Accumulation, Growth and Structural Change*. United Nations publication. Sales No. E.03.II.D.7, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- Wade R (1998). The Asian debt-and-development crisis of 1997-?: Causes and consequences. *World Development* 26(8): 1535–1553.
- Wade R (2004). *Governing the Market* (second edition). Princeton, Princeton University Press.
- Weller C (2001). Financial crises after financial liberalisation: Exceptional circumstances or structural weakness? *Journal of Development Studies*, 38(1): 98–127.
- World Bank (2013). Recent developments in local currency bond markets (LCBMs). Washington, DC. Available at: www.g20.org/load/783687600.
- Younger S (1993). The economic impact of a foreign-debt bailout for private firms in Ecuador. *Journal of Development Studies*, 29(3): 484–503.

الفصل الثالث

التحديات البنوية في النظام النقدي الدولي

ألف - مقدمة

المثال، United Nations, 2009; Kregel, 2010; Dorrucchi and McKay, (2011; see also *TDR 2010*).

وكشف الانتشار العالمي للأزمة انطلاقاً من أصولها في الأسواق المالية للبلدان المتقدمة، وكذلك النهج التي اتبعتها تلك البلدان لاحقاً لإدارة الأزمات، عن عدم كفاية شبكات الأمان العالمية القائمة للتعامل مع الصدمات المعاكسة الكبيرة. وكشفت الأزمة أيضاً ميل النظام النقدي الدولي الحالي لخلق درجة كبيرة من عدم الاستقرار في توفير السيولة الدولية⁽¹⁾، وعجزه عن توفير الدعم الكافي لتعافي الطلب العالمي الإجمالي. وعلاوة على ذلك، فإن استمرار عدم الاستقرار المالي يثير تساؤلات حول مدى دعم البيئة العالمية لتحقيق أهداف التنمية المستدامة، التي يدور الآن حولها النقاش في خطة التنمية لما بعد عام ٢٠١٥. وتشير كل هذه العوامل إلى ضرورة إصلاح النظام النقدي الدولي بصورة أكثر جوهرية.

يخلق النظام النقدي الدولي الحالي درجة كبيرة من عدم الاستقرار في توفير السيولة الدولية، ويعجز عن دعم الانتعاش الاقتصادي العالمي بشكل كافٍ.

ويدرس هذا الفصل جوانب الضعف في النظام النقدي الدولي الحالي، ويقترح بعض العناصر لإصلاحه. وهو يركز على ثلاثة تحديات أساسية يُعتبر عادةً أنها تواجه أي نظام نقدي دولي (انظر، على

سبيل المثال، United Nations, 2009; Erten, 2012) (and Ocampo, 2012)، ويدرس كيف تغيرت

هذه التحديات والاستجابات لها بمرور الزمن. ويشير الفصل إلى أن الإصلاحات الرامية إلى معالجة أوجه القصور التي كشفتها الأزمة

تتبع التوترات والاضطرابات التي يشهدها الاقتصاد العالمي اليوم من التفاعل بين ضعف الطلب الفعال واستمرار عدم الاستقرار المالي. وجاءت الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ لتذكر بالضرر الاقتصادي والاجتماعي الذي يمكن أن يولده هذا التفاعل. وقد تركز جانب كبير من الجهود الإصلاحية اللاحقة على إصلاح موازنات المصارف، وتعزيز الأطر التنظيمية، وتحسين قدرة المؤسسات المالية على مواجهة الصدمات من خلال اتخاذ إجراءات على الصعيدين الوطني والدولي. وهذه عملية مستمرة (انظر الفصل الرابع من هذا التقرير). غير أن نجاح هذه الجهود يرتبط ارتباطاً وثيقاً بقوة الاقتصاد الكلي العالمي التي ينبع ضعفها الحالي في جانب منه من خلل النظام النقدي الدولي القائم.

وتتمثل المهمة الرئيسية للنظام النقدي الدولي في المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي على الصعيد العالمي من خلال الحفاظ على استقرار أسعار الصرف، وضمان استدامة مراكز الحساب الجاري، وتوفير كمية كافية من السيولة الدولية، والتمكين من تنظيم عمليات التكيف لمواجهة الصدمات الخارجية. وفي النهاية، أسهم تآكل النظام وانهاره على جميع هذه الجبهات في تراكم الاختلالات الاقتصادية الكلية والمالية على

الصعيد العالمي مما سهّل تراكم الأوضاع غير المستقرة في الأسواق المالية، وأدى في نهاية المطاف إلى اندلاع الأزمة (انظر، على سبيل

العالمي عندما يكون نمو الناتج العالمي ضعيفاً بالفعل، كما هو الحال في الوقت الراهن.

ويشير هذا الفصل إلى أن الدور المتزايد لرؤوس الأموال الدولية الخاصة القصيرة الأجل في توفير السيولة الدولية يتسبب في حدوث دورات من الازدهار والكساد، ويؤدي بالبلدان النامية إلى تكديس كميات كبيرة من احتياطات النقد الأجنبي على الرغم من الظلم الذي ينطوي عليه نقل الموارد المصاحب لذلك إلى بلدان عمالات الاحتياطي. وسيظل النظام النقدي الدولي، في شكله الحالي، يولد عدم الاستقرار والظلم على حد سواء، ويجبر البلدان النامية على التكيف مع آثار سياسات تخرج عن نطاق سيطرتها.

ولا يقدم هذا الفصل خطة شاملة للإصلاح. بل إنه يركز بالأحرى على الصعوبات الكبرى التي تكمن في مواجهة التحديات الثلاثة المذكورة أعلاه، ويناقش مقترحات مختلفة، فضلاً عن الشروط اللازمة لتنفيذ تلك المقترحات.

وجاء تنظيم هذا الفصل على النحو التالي. يعرض الفرع بآ سرداً تاريخياً للطريقة التي عاجلت بها الأشكال المتعاقبة للنظام النقدي الدولي التحديات الثلاثة المذكورة أعلاه. كما يدرس كيف زادت حزمة ما بعد برينتون وودز من حدة هذه التحديات. واستناداً إلى هذا التحليل، يتناول الفرع جيم بالتقييم عدداً من المقترحات لإصلاح النظام النقدي الدولي الحالي بشكل شامل على النحو الذي يؤدي إلى نشوء نظام نقدي دولي جديد يُدار بصورة مركزية، فضلاً عن بعض التغييرات الجزئية الأكثر تدرجاً التي قد تكون أسهل في تنفيذها. وتتضمن مناقشة تلك التغييرات المتدرجة تدابير استباقية يمكن أن تتخذها البلدان النامية لبلوغ أهدافها التنموية بشكل أفضل. وتتناول المناقشة أيضاً الطرق التي يمكن بها لزيادة التعاون النقدي الإقليمي أن تساعد في التصدي للتحيز للتدابير الانكماشية الذي يتسم به النظام النقدي الدولي، وتوفير نقاط انطلاق لإصلاحات أكثر شمولاً في المستقبل. ويلخص الفرع دال الاستنتاجات الرئيسية، ويضع خطة للسياسة العامة.

الاقتصادية والمالية العالمية في النظام النقدي الدولي الحالي كانت إصلاحات خجولة في أحسن الأحوال.

والتحديات الأساسية الثلاثة هي:

- أولاً، تنظيم توفير السيولة الدولية. فتقليدياً، كانت الجهات العامة والخاصة في مختلف البلدان تقبل عن طيب خاطر عملة أو عدة عملات وطنية للاستخدام كوحدة للحساب، أو كوسيلة للمدفوعات، أو كمخزن للقيمة في أنشطتها الاقتصادية والمالية الدولية. وكان الدولار يقوم، في أغلب الأحوال، بهذه الأغراض منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، وإن كان ذلك قد ارتبط بتقلبات كبيرة في توافر السيولة الدولية وفي أسعار الصرف. وعلاوة على ذلك، تفاقم تعقيد هذا التحدي من جراء العولمة المالية وتزايد دور الوسطاء الماليين الخاصين في توفير السيولة الدولية.

- ثانياً، توفير إمكانية الحصول على السيولة القصيرة الأجل لإدارة الصدمات^(١). وقد صُمم صندوق النقد الدولي لتوفير هذا التمويل بغية منع الدول من اللجوء إلى مزيج من القيود المفروضة على التجارة وتخفيض قيمة العملة بصورة تنافسية. غير أن البلدان النامية تنفر من مساعدة صندوق النقد الدولي على نحو متزايد، وخصوصاً بعد الأزمة الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨، وتفضل بدلاً منها تكديس احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي كشكل من أشكال التأمين الذاتي، وكخط دفاع أول ضد الصدمات الخارجية.

- ثالثاً، ضمان تقاسم أعباء تصحيح الحساب الجاري على نحو أكثر إنصافاً^(٢). فعملية التصحيح غير المتماثلة، التي تنطوي على الحد من الإنفاق في بلدان العجز دون تعويض ذلك بزيادة الإنفاق في بلدان الفائض، تمثل ما يسمى "التحيز الانكماشية" للنظام النقدي الدولي. ويترك ذلك آثاراً غير مرغوب فيها بصفة خاصة على الدينامية الاقتصادية الكلية

باء- النظام النقدي الدولي: التحديات الرئيسية والاستجابات الآخذة في التطور

وانهار النظام عشية الحرب العالمية الأولى، وهو الوقت الذي اتضح فيه أن الاقتصادات الكبرى - وخاصة المملكة المتحدة - لم تكن تلتزم بالقواعد، بل وسعت قاعدتها النقدية المحلية بما يتجاوز بكثير ما هو مبرر حسب احتياطياتها الذهبية.

وواجهت الجهود المبذولة لإعادة تأسيس ترتيبات معيار الذهب بعد الحرب العالمية الأولى المشاكل المزدوجة لارتفاع الأسعار الاسمية نتيجة للتضخم في زمن الحرب وتغير مراكز الدائنين والمدينين. وترك ذلك أثره على قدرة المملكة المتحدة على تولى زمام القيادة الاقتصادية العالمية. ومع وقوع عبء التكيف بشدة على بلدان العجز، بما فيها المملكة المتحدة، ثبت استحالة الإبقاء على هذا النظام. وتحولت المملكة المتحدة في عام ١٩٢٥ إلى تعادل سعر الصرف المغالى فيه بشدة الذي كان معمولاً به قبل الحرب، واضطرت في نهاية المطاف إلى الخروج من معيار تبادل الذهب في عام ١٩٣١. كما كان ذلك يعني أن بلدان الفائض لم تدفع الاقتصاد العالمي بأي دفعة توسعية يمكن أن تعوض التداير الانكماشية التي اضطرت البلدان الأخرى لاتخاذها نتيجة لتراجع مخزوناتهما من الذهب. وتركت هذه العوامل مجتمعة تأثيراً انكماشياً هائلاً على الاقتصاد العالمي أسهم في الكساد العظيم، وأدى إلى حالات انخفاض حادة في الأسعار والتهديد بانكماش الديون (Eichengreen, 1992).

وبدلاً من اتباع سياسات توسعية بطريقة منسقة على صعيد الاقتصاد الكلي، كانت استجابات العديد من البلدان لذلك تتمثل في التخلي عن معيار المبادلة بالذهب وتخفيض قيمة عملاتها في محاولة لتعزيز الصادرات الصافية، واللجوء إلى تدابير حمائية لفرض القيود على الواردات. غير أن زيادة صادرات بلد ما إنما تعني زيادة واردات بلد آخر. وبالتالي، كان الأثر الصافي لسياسة "إفكار الجار" هذه يتمثل في ازدياد هشاشة سعر الصرف والنتائج على حد سواء، وهو ما أدى إلى انكماش التجارة الدولية وزاد من تفاقم انخفاض الطلب العالمي.

كان مؤتمر بريتون وودز يهدف إلى إقامة نظام من شأنه منع الممارسات التجارية التقييدية والتخفيضات التنافسية لقيمة العملات في فترة ما بين الحربين.

أصبحت تدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة القصيرة الأجل تضطلع بدور متنامٍ في توفير السيولة الدولية، وجعلها مسايرة للدورات الاقتصادية وغير مستقرة...

إن أي نظام نقدي دولي سيواجه التحديات الثلاثة المشار إليها أعلاه. ويحدد الوضع الاقتصادي والمؤسسي العالمي السائد الطريقة التي تتجلى بها هذه التحديات، وكذلك طبيعة وفعالية الاستجابات لها. وهذا ما ينصب عليه تركيز هذا الفرع.

١ - معيار الذهب ونظام بريتون وودز

يُفترض أن معيار الذهب الكلاسيكي، الذي استمر من حوالي عام ١٨٨٠ إلى بداية الحرب العالمية الأولى، كان يدير هذه التحديات الثلاثة من خلال ربط توفير السيولة العالمية بالتوافر المادي للذهب، وجعل الأسعار تتكيف مع التغيرات في المخزون المحلي من الذهب التي تنتج عن التحركات في الحساب الجاري. غير أن عمله الفعلي لم يكن يعتمد على الفعل التلقائي لآلية "علاقة السعر بالمسكوكات المعدنية" المصممة لضمان تماثل التكيف؛ بل كان يعتمد على الدور المهيمن الذي تلعبه المملكة المتحدة باعتبارها المصدر الرئيسي لتدفقات رؤوس الأموال العالمية في ذلك الوقت والمركز التجاري للتجارة العالمية، ويعتمد بالتالي على مجموعة الشبكات التجارية والمالية والسياسية التي تركزت حول مدينة لندن (انظر: Triffin, 1961; de Cecco, 1974; Panic, 1992; and Eichengreen, 1992). وأتاح ذلك فترة من الاستقرار الاقتصادي النسبي في الاقتصاد العالمي، إلى جانب التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال (والبشر) عبر الحدود، وتوسع التدفقات التجارية. غير أن الاستقرار تركز في البلدان التي أصبحت تشكل "قلب" الاقتصاد العالمي. وكان استمرار تدفقات رؤوس الأموال من المملكة المتحدة يضمن أن يكون بمقدور بعض البلدان، مثل الولايات المتحدة، تحمل وجود عجز كبير في الحساب الجاري لفترات طويلة، في حين شهدت

البلدان النامية التي تعاني من عجز في الحساب الجاري تقلبات أكبر بكثير في تدفقات رؤوس الأموال، فضلاً عن تكيف أكثر ضرراً لأن بلدان الفائض لم تكن تتعرض لضغوط تدفعها لأن تتكيف هي نفسها.

بالسعر الثابت. وكان أحد الحلول التي جرت محاولتها لحل معضلة تريفين يتمثل في إنشاء العملة الاصطناعية المعروفة باسم حقوق السحب الخاصة، التي تعطي المصارف المركزية الحق في الحصول من صندوق النقد الدولي، دون شروط، على الدولارات أو غيرها من العملات المستخدمة دولياً على نطاق واسع. وكان الغرض من حقوق السحب الخاصة هو استخدام البلدان لها لدعم توسع تجارتها ومدفوعاتها دون الحاجة إلى توفير دولارات إضافية. ولكن عندما أصبحت هذه الوحدات متاحة في النهاية في كانون الثاني/يناير ١٩٧٠، اتضح أن هذا الإصلاح جاء ضئيلاً جداً ومتأخراً جداً.

٢ - حقبة ما بعد بريتون وودز

علقت الولايات المتحدة من جانب واحد تحويل الدولار إلى ذهب في ١٥ آب/أغسطس ١٩٧١. وفي النهاية، انهار نظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة في عام ١٩٧٣، وأصبحت أسعار الصرف المرنة هي القاعدة السائدة، مع تعديل مواد اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي لإضفاء الشرعية على تعويم أسعار الصرف^(٤). وفي نفس الوقت، أهيب بصندوق النقد الدولي أن "يمارس رقابة صارمة على سياسات أسعار الصرف في البلدان الأعضاء" بغية منع التخفيضات التنافسية للعملات والبحث المستمر لقيمتها، مع جعل آلية التكيف أكثر توازناً في الوقت نفسه.

وبالإضافة إلى التخلي عن قابلية الدولار للتحويل إلى ذهب وتبني تعويم العملات على نطاق واسع، كانت السمة الأساسية الأخرى لحقبة ما بعد بريتون وودز هي تغير طرائق توفير السيولة. فالدور المتنامي لتدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة القصيرة الأجل غالباً، كعنصر مكمل للسيولة يجري توفيره من خلال عجز الحساب الجاري للولايات المتحدة، كان يعني أن توفير السيولة العالمية لم يعد يقتصر على ما يمكن أن يسمى "السيولة الرسمية"، أي "التمويل المتاح دون قيد أو شرط لتسوية المطالبات من خلال السلطات النقدية"^(٥) (BIS, 2011: 4). وأصبح من الممكن تعبئة السيولة الرسمية من احتياطات النقد الأجنبي المتراكمة، ومن تسهيلات مبادلة العملات بين المصارف المركزية، ومن صندوق النقد الدولي من خلال مخصصات حقوق السحب الخاصة أو اتفاقات القروض. وكان يمكن، بل حدث بالفعل على نحو متزايد، تضخيم هذه السيولة بـ "السيولة الخاصة" الناتجة عن العمليات العابرة للحدود للمؤسسات المالية مثل المصارف، والمؤسسات غير المالية مثل المؤسسات التي تقدم القروض عبر الحدود و/أو القروض المقومة بالعملات الأجنبية^(٦). وكان ذلك يعني من الناحية الفعلية دمج النظامين النقدي والمالي الدوليين.

وكان قيام نظام دولي يمنع الممارسات التجارية التقييدية والتخفيضات التنافسية لقيمة العملات في فترة ما بين الحربين هدفاً من الأهداف الرئيسية لمؤتمر بريتون وودز في عام ١٩٤٤. كما كان المشاركون في المؤتمر يسعون إلى إلغاء الذهب كقاعدة للنقود وكعامل محدد لأسعار الصرف، ويناقشون ما إذا كان ينبغي تقاسم عبء التكيف بدرجة أكبر من المساواة بين بلدان الفائض وبلدان العجز وكيفية تنفيذ ذلك.

وكما هو معروف جيداً، كان النظام النقدي الدولي لفترة ما بعد الحرب الذي انبثق عن مؤتمر بريتون وودز يتبع إلى حد كبير رغبات البلد الدائن المهيمن، أي الولايات المتحدة. وكانت السمة الرئيسية للنظام هي وجود شبكة من أسعار الصرف الثابتة بين الدولار وجميع العملات الأخرى، إلى جانب تمتع المصارف المركزية بإمكانية تحويل الدولارات إلى ذهب بسعر ثابت يبلغ ٣٥ دولاراً للأونصة. ولم يكن يمكن تغيير تعادلات سعر الصرف إلا في حالات اختلال التوازن الأساسي، بما كان يحول دون التخفيضات التنافسية لقيمة العملات التي كانت تحدث خلال فترة ما بين الحربين. غير أن ذلك كان يعني أيضاً أنه نادراً ما كان التكيف يحدث من خلال الأسعار (أي من خلال تغيرات سعر الصرف)^(٤)، حيث لم يكن التكيف يحدث إلا من خلال التغيرات في الكميات (أي التغيرات في الطلب المحلي).

كما كان النظام يسعى للحد من حجم الاختلالات الخارجية، وبالتالي تقليل الاحتياج إلى تدفقات رؤوس الأموال لتمويل العجز الخارجي. وتحقق ذلك من خلال تقديم قروض لبلدان العجز من العملات الوطنية التي أسهم بها الأعضاء في صندوق النقد الدولي الذي أنشئ حديثاً في ذلك الوقت، رهناً بالشروط التي يحددها مجلس محافظي الصندوق. غير أنه نظراً لأن هذه الشروط لم تكن تنطبق إلا على بلدان العجز التي تطلب المساعدة، ولأن قروض الصندوق لبلدان العجز كانت تقتزن بمشروطيات سياسة صارمة، تتضمن مطالبات بتخفيض قيمة العملة والانكماش النقدي والمالي، فإن النظام أظهر انحيازاً للتدابير الانكماشية يتعارض مع النية الأصلية لمهندسي نظام بريتون وودز.

وبحلول أوائل الستينيات من القرن الماضي، بدأ مخزون الدولارات التي بحوزة الأجانب يتجاوز قيمة احتياطات الذهب التي بحوزة الولايات المتحدة من حيث السعر المعلن البالغ ٣٥ دولاراً للأونصة. وأدى هذا إلى ما يعرف باسم "معضلة تريفين" Triffin dilemma: فإذا توقفت الولايات المتحدة عن توفير الدولارات إلى البلدان الأخرى، ستواجه التجارة العالمية والدخل خطر الركود، ولكن إذا واصلت تيسير التجارة والنمو من خلال توفير الدولارات بلا حدود، ستتآكل الثقة في التزامها بتحويل الدولارات إلى ذهب

في المائة من الناتج العالمي باستثناء الولايات المتحدة^(٧). وتتجاوز هذه الكمية من القروض الدولارية في الخارج بدرجة كبيرة قروض اليورو والبن المناظرة التي يبلغ مجموعهما ٢,٥ تريليون دولار و ٠,٦ تريليون دولار، على التوالي. ومن السمات البارزة الأخرى التوسع البالغ السرعة للقروض الدولارية لمقترضين خارج الولايات المتحدة مقارنة بالقروض المحلية، سواء بين عام ٢٠٠٥ وبداية الأزمة المالية، وكذلك منذ عام ٢٠٠٩.

وهناك العديد من النتائج المترتبة على هذه الطفرة الكبيرة للسيولة العالمية التي خلقها القطاع الخاص. أولاً، أصبح توفير السيولة الدولية مساهماً للدورات الاقتصادية وغير مستقر، حيث تخضع تدفقات رؤوس الأموال الخاصة للدورات المالية العالمية التي تحركها عوامل الدفع، مثل سعي المستثمرين الماليين وراء العائدات الأعلى، وقدرتها على التأثير، وقرارات السياسات النقدية للدول المتقدمة. وتأثرت حصة التدفقات إلى بلد بعينه من إجمالي رؤوس الأموال الدولية الخاصة بعوامل الجذب في ذلك البلد، مثل توقعات النمو والاحتياجات من التمويل الخارجي، فضلاً عن افتتاح حساب رأس المال فيه (انظر، على سبيل المثال، Ghosh et al., 2014; Rey, 2013). وفي فترات الازدهار، يُزيد خلق السيولة الخاصة من حجم السيولة الرسمية. غير أنه في فترات الأزمات، على النقيض من ذلك، عادة ما تتراجع رغبة المستثمرين الماليين في المخاطرة وقدرتهم على التأثير مما يتسبب في انخفاض درجة توافر السيولة الدولية الخاصة. وتشكل مساهمة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة للدورات الاقتصادية خطراً يتمثل في أنه عندما تواجه البلدان نقصاً شديداً في السيولة، ينكمش توفير السيولة الدولية، بحيث لا يتبقى سليماً في الأساس سوى عنصرها الرسمي.

وثانياً، أن زيادة توفير السيولة الخاصة يعني أن البلدان التي تعاني عجزاً في الحساب الجاري يمكن أن تتجنب التكيف طالما كان بمقدورها الحصول على ما يكفي من القروض الخاصة. ولكن ذلك يأتي في كثير من الأحيان مقابل تفاقم الضغوط المساهمة للدورات الاقتصادية وفصل تحركات أسعار الصرف عن الأسس التي تقوم عليها. وما لم يتم احتواء تدفقات رأس المال أو تدخل المصارف المركزية في أسواق العملة لمنع تدفقات رؤوس الأموال من أن تتسبب في ارتفاع قيمة العملة، فليس هناك آليات اقتصادية أو مؤسسية من شأنها أن تحد من هذه العملية التي تعزز نفسها بنفسها، والتي تؤدي إلى تزايد العجز التجاري وتدفقات رؤوس الأموال، سوى ثقة الأسواق المالية العالمية في استدامة العملية - وهي الثقة التي تتبدد في نهاية المطاف.

وثالثاً، إن إجمالي تدفقات رؤوس الأموال هو أكثر أهمية من صافي التدفقات (أو التطورات في كميات وأسعار السلع والخدمات المتداولة) عند تفسير أزمات ميزان المدفوعات. كما أنها تؤثر على

وكان من المتوقع أن يؤدي مزيج تعويم أسعار الصرف والتحرير التدريجي وزيادة دور تدفقات رؤوس الأموال الدولية في توفير السيولة الدولية إلى تقليل الضغوط الواقعة على بلدان العجز للتكيف من خلال إحداث تغييرات في الكميات (أي خفض الطلب المحلي) وإعطاء وزن أكبر بدلاً من ذلك للتكيف من خلال الأسعار (أي تغييرات أسعار الصرف)، بما في ذلك من خلال رفع قيمة العملة من جانب بلدان الفائض. وكان يُعتبر أن ذلك يتسم بأهمية خاصة في سياق تدفقات رؤوس الأموال الدولية الأكبر بكثير التي أعقبت الزيادة الحادة في أسعار النفط. كما كان من المتوقع أن تثبط هذه الآليات المراعية للسوق البلدان عن تكديس المزيد من الاحتياطيات الرسمية، مع إعطاء كل بلد الاستقلالية اللازمة لمتابعة أهداف سياساته للاقتصاد الكلي على الصعيد الداخلي.

غير أنه خلافاً لهذه التوقعات، شهدت حقبة ما بعد بريتون وودز تقلبات متكررة وكبيرة في أسعار الصرف، واختلالات كبيرة في موازين المدفوعات، وزيادة في الاحتياطيات. وعلاوة على ذلك، فشلت العناصر الجديدة للنظام النقدي الدولي في القضاء على التحيز الانكماشى المرتبط بالضغط على بلدان العجز أكثر من بلدان الفائض لضبط الاختلالات في موازين المدفوعات، وأدى تحرير تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى أشكال جديدة من عدم الاستقرار ترتبط بما يكمن في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة من تقلبات متأصلة ومساهمة للدورات الاقتصادية.

وقبيل الأزمة المالية العالمية التي بدأت في عام ٢٠٠٨، كانت القروض المصرفية تشكل الجزء الأكبر من القروض الدولارية. وكانت المصارف الأوروبية (وخصوصاً مصارف ألمانيا وسويسرا وفرنسا والمملكة المتحدة) تستأثر بثلث السوق المصرفية الدولارية العالمية، حيث كانت تبحث عن الأصول الآمنة (المفترضة) بالحد الأدنى من متطلبات رأس المال، مثل السندات القائمة على الأصول التي تصدرها مصارف الولايات المتحدة (Borio et al., 2014). وقد يشير ذلك أيضاً إلى أن دور المصارف الأوروبية في تمويل طفرة القروض في الولايات المتحدة قبل الأزمة كان يفوق الدور المرتبط بتكديس البلدان النامية لاحتياطيات النقد الأجنبي في شكل سندات خزائنة الولايات المتحدة، رغم ما كان لدى هذه البلدان غالباً من فوائض تجارية كبيرة. وعلى النقيض من ذلك، كان معظم هذه القروض الدولارية، منذ بداية الأزمة، في شكل سندات صادرة من شركات وحكومات أخرى بخلاف الولايات المتحدة. ويقدر تقييم حديث أجراه ماكولي وآخرون (McCauley et al., 2015) أن القروض الدولارية للمقترضين غير الماليين خارج الولايات المتحدة، التي تتألف من ائتمانات وسندات مصرفية مستحقة السداد، بلغت ٨ تريليونات دولار في منتصف عام ٢٠١٤، أي ما يعادل ١٣

ما يعترف به أيضاً صندوق النقد الدولي نفسه (TDRs 2001 and (2011; IMF, 2011a).

كما أن تكديس احتياطات من النقد الأجنبي يمكن أن يعكس دوافع غير وقائية، مثل اختيار البلد لنظام محدد لأسعار الصرف ولاستراتيجيات محددة للاقتصاد الكلي. ويلعب ذلك دوراً مهماً بالنسبة للبلدان التي تدعم النمو المحلي من خلال تشجيع صافي الصادرات، والتي تعتمد على التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحفاظ على القدرة التنافسية الخارجية. وقد أسفرت هذه الاستراتيجيات للنمو الذي تقوده الصادرات في بعض الأحيان عن فوائد كبيرة في الحساب الجاري.

وقد ازداد إجمالي احتياطات النقد الأجنبي بشكل حاد منذ بداية الألفية، لتصل إلى قرابة ١٢ تريليون دولار في عام ٢٠١٤ (الشكل ٣-١). واستأثرت البلدان النامية بالجانب الأعظم من هذه الزيادة، التي كانت كبيرة بصفة خاصة في الصين. ففي عام ٢٠١٤، كانت الصين تستأثر بحوالي ثلث إجمالي احتياطات النقد الأجنبي في العالم، وحوالي ٤٥ في المائة من احتياطات البلدان النامية^(٤).

وكانت هذه المخزونات الاحتياطية تُعتبر، في بعض الأحيان، "مفرطة" على أساس المقاييس التقليدية، مثل المستويات المطلوبة للتصدي للتقلبات في عائدات التصدير أو لتحويل الدين الخارجي القصير الأجل (الذي يصل إلى سنة واحدة) (ما يسمى بوصفة "غيدوتي - غرينسبان" Guidotti-Greenspan مدى كفاية الاحتياطي). غير أن التقديرات التحريمية تشير أن الانفتاح المالي والاستقرار المنشود لسعر الصرف وحجم النظام المصرفي المحلي هي من الاعتبارات الإضافية التي تدخل في تحديد مدى كفاية الاحتياطات. ففي حالات الأزمات، قد يضطر صناع السياسات، الذين يحاولون تجنب انخفاض قيمة العملة أو التخفيف من أثره، إلى مواجهة عمليات كبيرة ومفاجئة لسحب الودائع المحلية السائلة (أي "الهروب المفاجئ لرؤوس الأموال")، بالإضافة إلى كبح ضغوط خفض قيمة العملة الناجمة عن التوقف المفاجئ للتدفقات المالية الأجنبية وانتكاس مسارها. ويعني ذلك أن تحديد كفاية الاحتياطي يختلف حسب نوع الاقتصاد^(٥). وبالنسبة للاقتصادات النامية المتكاملة مالياً، يمكن تحديد مدى كفاية الاحتياطي بقاعدة غيدوتي - غرينسبان، وكذلك بحجم النقود بمعناها الواسع باعتبارها مصدراً محتملاً لهروب رؤوس الأموال التي بحوزة السكان. أما في البلدان الأقل اندماجاً في الأسواق المالية العالمية، مثل العديد من البلدان الأقل نمواً، تظل

موازنات الحسابات الجاري، حيث إن ضخامة مراكز الأصول والالتزامات الإجمالية الكبيرة تولد تدفقات كبيرة من دخل الاستثمارات. وعادة ما يكون أثرها الصافي على الحساب الجاري سلبياً بالنسبة للبلدان النامية، وهو ما لا يرجع فحسب إلى كون الالتزامات المالية الحالية بشكل عام أكبر من الأصول، ولكنه يرجع أيضاً إلى الفارق بين أسعار الفائدة المدفوعة والمكتسبة.

وعلاوة على ذلك، إذا توقفت التدفقات الإجمالية فجأة وارتفعت التدفقات الخارجة الإجمالية في نفس الوقت، فإن البلد يتعرض لصدمة سلبية فيما يتعلق بصافي تدفقات رؤوس الأموال، وهو ما يعادل تدهور الحساب الجاري من حيث ما يسببه من تغيرات في أسعار الصرف. ويمكن أن تحدث هذه التغيرات

ضرراً بالغاً إذا كان هناك تضارب كبير في قيمة العملة في الموازنات العامة؛ كما يمكن أن يؤدي الانخفاض الحاد في سعر الصرف بدوره إلى ازدياد صعوبات خدمة الدين والتعثّر عن السداد. وسيكون هذا هو الحال بصفة خاصة عندما يحدث هذا التضارب في موازنات القطاع الخاص، التي لا يسهل تعبئة احتياطات نقد أجنبي لتعويض نقص السيولة فيها.

ومنذ سبعينات القرن الماضي، شهدت اقتصادات الأسواق الناشئة سلسلة من الأزمات المالية التي كانت ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتغيرات المفاجئة في اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الخاصة (انظر الفصل الثاني). ودفعت هذه التجربة البلدان النامية المتكاملة مالياً إلى تكديس السيولة الرسمية في شكل احتياطات نقد أجنبي، لسببين: أولاً، كشكل من أشكال التأمين الذاتي لتعويض نقص السيولة في نهاية المطاف نتيجة للتوقف المفاجئ وانتكاس تدفقات رؤوس الأموال؛ وثانياً، كنتيجة فرعية للتدخل في أسواق الصرف الأجنبي بهدف تجنب ارتفاع قيمة العملة نتيجة لتدفقات رؤوس الأموال التي لا علاقة لها بتمويل الواردات. ويعني ذلك أن تكديس الاحتياطي يمكن أن يُعتبر إلى حد كبير تدبيراً سياسياً يرمي إلى التخفيف من الآثار السلبية التي يتعرض لها الاقتصاد المحلي نتيجة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية المسايمة للدورات الاقتصادية.

ويتمثل أحد الأهداف ذات الصلة لهذه الاستراتيجية في تجنب الاعتماد على صندوق النقد الدولي في حالات الأزمات، نظراً لشدة انكماش الاقتصاد الكلي الناتج إلى حد كبير عن مشروطة السياسات المرتبطة بقروض الصندوق. وكثيراً ما تستند هذه المشروطة إلى تقييم غير مناسب للمشكلة الأساسية، وهو

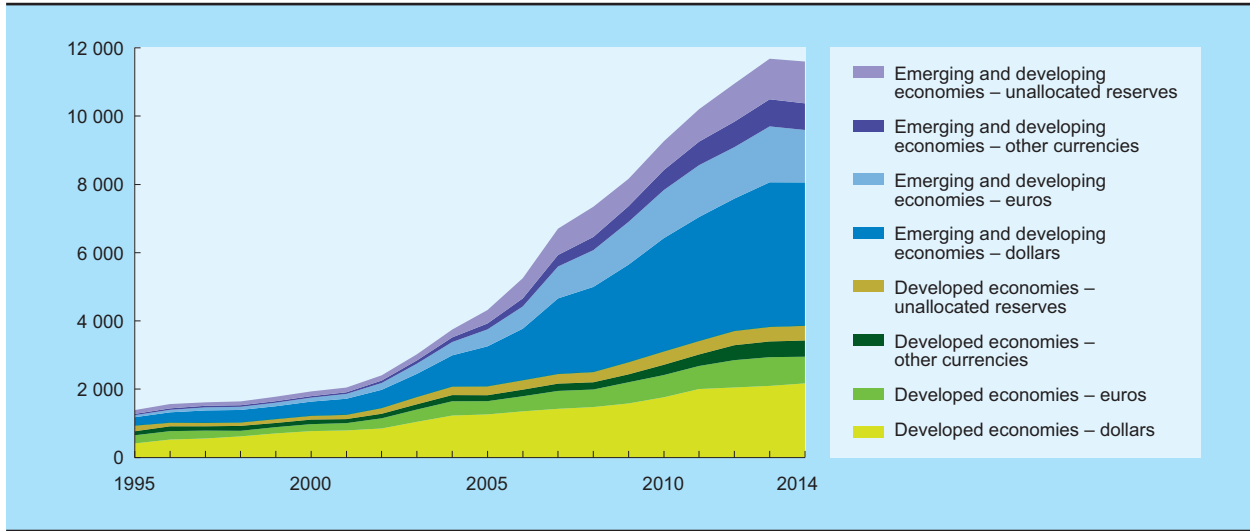
التالي). وخلاف ذلك، فإنها تحتاج إلى الاعتماد على الاحتياطات لخفض المخاطر على الموازنات المصرفية وغير المصرفية الناتجة عن نقص السيولة الدولية وما يتصل بذلك من خلل في أسواق الصرف الأجنبي فيها، وكذلك لاحتواء الآثار السلبية عند حدوث مثل هذه الحالات (للاطلاع على مزيد من التفاصيل، انظر، على سبيل المثال، IMF, 2015b).

القواعد التقليدية المتعلقة بالتجارة هي نقاط الانطلاق العملية التي تحدد خارجها العوامل الخاصة بكل بلد التقييمات الدقيقة. وفي الاقتصادات المتقدمة، يتوقف مدى كفاية الاحتياطي على ما إذا كانت تتمتع بإمكانية الوصول بسهولة إلى مصادر أخرى للسيولة الدولية الرسمية لهذه الأغراض (مثلما من خلال الترتيبات الدائمة لتبادل العملات الأجنبية بين المصارف المركزية، وهو ما يناقشه الفرع

الشكل ٣-١

احتياطات النقد الأجنبي لمجموعات مختارة من البلدان، حسب عملات التقويم، ١٩٩٥-٢٠١٤

(ببلايين الدولارات الحالية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى صندوق النقد الدولي، IMF, 2015a.

ملاحظة: لما كانت بيانات تكوين احتياطات الصين من النقد الأجنبي غير متاحة للجمهور، فإن الاحتياطات الواردة في الشكل مخصصة للفترة بأكملها استناداً إلى تقديرات لعام ٢٠١٤ (Financial Times, 15 April 2014)، حيث كان حوالي ثلثها بالدولار، وربعها باليورو، والباقي بعملات أخرى.

إلى الطويل، فإن وضع الدولار باعتباره العملة الدولية الرئيسية سيعتمد في جانب منه على السياسات المالية والأداء المالي للولايات المتحدة والاقتصادات الأخرى الهامة مستقبلاً (Eichengreen, 2011)، بينما يعتمد في جانب آخر على البدائل التي يمكن أن تمثل تحدياً لدورها.

ولم تتضح هذه البدائل بعد. وربما كان من المتوقع للأزمة المالية العالمية التي بدأت في الولايات المتحدة في عام ٢٠٠٨ أن تمثل تحدياً خطيراً للدور الذي يلعبه الدولار على الصعيد الدولي^(١). غير أن هيمنة الدولار كعملة دولية ظلت على حالها، بل وازدادت قوة في واقع الأمر منذ بداية الأزمة، إن كان قد طرأ عليها أي تغيير (على سبيل المثال، Prasad, 2013). ولم يكن هناك أي تحول يُذكر عن

وأدت ضخامة حجم احتياطات البلدان من النقد الأجنبي إلى ظهور شكل جديد من "معضلة تريفين". وكانت المعضلة الأصلية ترتبط بحجم الاحتياطات الدولية الرسمية وثقة أصحابها في أن بمقدور الولايات المتحدة تحويل هذه الاحتياطات إلى ذهب بالسعر الثابت. أما الشكل الجديد للمعضلة، فيشير إلى مزيج من اليتين: أولاً، أن استمرار تراكم احتياطات النقد الأجنبي يرتبط باستمرار بشراء أصول يفترض أنها آمنة في شكل أوراق مالية حكومية في بلدان عملة الاحتياطي؛ وثانياً، يتطلب ذلك ثقة أصحاب هذه الاحتياطات من النقد الأجنبي في أن قيمة سندات الخزانة وعملات الاحتياطية لن تنخفض، حيث إن ذلك يعني ضمناً انخفاض القوة الشرائية لاحتياطياتها (Aglietta and Coudert, 2014)^(١). وخلال الأجل المتوسط

الوطنية، يُقترن بتقلبات واسعة في توافر السيولة الدولية وتراكم اختلالات خارجية، كبيرة في الغالب، يتم التكيف معها عادة من خلال الأزمة. وبالتالي، يخفق النظام الحالي في تحقيق مستوى معقول من الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي على الصعيد العالمي. وقد اختارت البلدان النامية المتكاملة مالياً معالجة هذا القصور من خلال تكديس احتياطات كبيرة من العملات الأجنبية، رغم ما يرتبط بذلك من نقل للموارد إلى بلدان عمالات الاحتياطات على النحو الذي يجعل النظام غير منصف بدرجة كبيرة^(١٤). ويشير تراكم الاختلالات الخارجية الكبيرة - التي كثيراً ما ترتبط بتقلب تدفقات رؤوس الأموال - وحدوثها بصورة غير منضبطة، إلى الحاجة لفرض حدود قصوى على الحجم الذي يمكن أن تصله هذه الاختلالات. كما تشير إلى الحاجة إلى أشكال أكثر كفاءة على الصعيد العالمي لتوفير السيولة المقومة بالعملات الأجنبية، وخاصة في حالات الأزمات، لإكمال الحيازات الكبيرة من احتياطات النقد الأجنبي التي يُحتفظ بها لأغراض وقائية - والحلول محلها في نهاية المطاف. ويدرس الفرع التالي هذه الجوانب.

... ومع ذلك، فإن ما يرتبط بذلك من نقل الموارد إلى بلدان عملة الاحتياطات يجعل النظام النقدي الدولي غير منصف بدرجة كبيرة.

استخدام الدولار في فواتير التجارة الدولية (Goldberg and Tille, 2008; Auboin, 2012)^(١٥). وعلاوة على ذلك، حافظ الدولار على هيمنته في أسواق الصرف الأجنبي، حيث يظل يُستخدم في أكثر من ٨٥ في المائة من معاملات الصرف الأجنبي في جميع أنحاء العالم، سواء من جانب طرفي أي معاملة أو في التبادلات بين الدولار والعملات الأخرى (BIS, 2014; Goldberg, 2011)^(١٦). ويظل الدولار أيضاً العملة المركزية في ترتيبات أسعار الصرف في العديد من البلدان، وما زال يهيمن على احتياطات النقد الأجنبي لدى المصارف المركزية، حيث يستأثر بقرابة ثلثي تكوينها المبلغ عنه في البلدان المتقدمة والبلدان النامية على حد سواء (الشكل ٣-١). وعلاوة على ذلك، لا يزال الدولار هو العملة الرئيسية المستخدمة في أسواق المال العالمية.

وخلاصة القول، يشير هذا الفرع

إلى أن معيار الدولار الحالي هو معيار غير مستقر وغير منصف على حد سواء. فالجمع بين التعويم الواسع النطاق والدور الكبير لتدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة في توفير السيولة الدولية، مع سياسات الاقتصاد الكلي التي تقوم أساساً على الأولويات

جيم - إصلاح النظام النقدي الدولي

ويبدأ هذا الفرع بمناقشة بعض هذه المقترحات الشاملة. ثم يركز بعد ذلك على فئة ثانية من المقترحات الأقل طموحاً، وإن كان يمكن تنفيذها بسهولة أكبر. وتتنظر هذه الفئة الثانية عموماً في الإصلاحات التي ينبغي أن تهدف إلى الحد من دور تدفقات رؤوس الأموال الخاصة القصيرة الأجل في توفير السيولة الدولية، وذلك بالإضافة إلى زيادة المعروض من الأصول الآمنة، وخصوصاً توافر السيولة الرسمية خلال فترات الأزمات. ومن شأن ذلك أن يقلل الطلب على احتياطات النقد الأجنبي وتراكم الاختلالات التي لا يمكن تحملها في الحساب الجاري، على حد سواء. كما تبدو هذه الإصلاحات ملائمة بشكل جيد للجمع بينها وبين التدابير الرامية إلى زيادة مساهمة بلدان الفائض في عمليات التكيف. كما يجري النظر في إمكانيات مختلفة على المستوى الإقليمي أو عبر مجموعات من البلدان، مثل توفير السيولة، ومراقبة السياسات، وآليات تقاسم أعباء التكيف. وقد يمثل اعتماد هذه التدابير على المستوى الإقليمي

تظهر المقترحات الحالية العديدة لإصلاح النظام النقدي الدولي عموماً وجود علاقة عكسية بين الشمول وإمكانية التنفيذ. ويصدق ذلك بشكل خاص على المقترحات التي تهدف إلى إعادة النظام النقدي الدولي مرة أخرى ليصبح نظاماً أكثر استناداً إلى القواعد ومنسقاً بين أطراف متعددة بهدف التصدي لجميع التحديات الثلاثة المذكورة في مقدمة هذا الفصل. ومعظم هذه المقترحات مطروح منذ وقت طويل، ويظهر إلى السطح بشكل دوري بعد كل أزمة مالية دولية كبرى. ولا يدعو ذلك إلى الاندهاش. فهي تمثل في واقع الأمر المستوى الأساسي للتدابير الإصلاحية الأكثر تدرجاً، وإن كانت ممكنة، التي تساعد على تحقيق توافق في الآراء في المدى القريب. ويتصل بذلك سؤال عما إذا كان الوضع الاقتصادي العالمي غير المرضي حالياً سيُحسن فرص القبول السياسي لإجراء إصلاحات شاملة، والوصول إلى ما تستلزمه الإصلاحات من تحقيق درجة عالية من الاتفاق المتعدد الأطراف وتنسيق السياسات على صعيد الاقتصاد الكلي.

العالمية وجميع العملات الوطنية. وفي حين يسلم مؤيدو الفكرة بأن اقتراحات مماثلة لم تكتسب زخماً كبيراً في الماضي، فإنهم يتحججون بأن كثرة أزمات العملات وتراجع ثقل الولايات المتحدة في الاقتصاد العالمي، على حد سواء، يمكن أن يقنعا البلدان بأن إعادة بناء النظام النقدي الدولي ستكون في مصلحتهم الخاصة، وكذلك في مصلحة الاستقرار الاقتصادي العالمي (Mundell, 2012).

كما أدت التأثيرات السلبية

لاختلالات أسعار الصرف على تدفقات التجارة أيضاً إلى ظهور مقترحات لتنسيق أسعار الصرف المتعدد الأطراف. وقد تمثلت هذه المقترحات ببساطة خطوة نحو عملة عالمية (أي المرحلة الأولى من الخطة التي يطرحها مونديل (Mundell)). ولكن بقدر

ما يبدو من الصعب تحقيق هذه التطلعات، فإن البحث عن نظام ملائم لإدارة سعر الصرف يشكل في حد ذاته جدول أعمال الإصلاح⁽¹⁶⁾. ويصدق ذلك بصفة خاصة إذا ما اتبع تنسيق سياسة سعر الصرف قواعد تمنع تراكم العجز الخارجي الكبير نتيجة لفروق السعر والتكلفة بين البلدان. وبالتالي، يكون الهدف الرئيسي هو تصميم نظام لأسعار الصرف يهدف إلى استقرار أسعار الصرف الحقيقية واستقرار الاقتصاد الكلي على الصعيد العالمي (TDRs 2009 and 2011).

وينطوي تركيز تنسيق السياسات الدولية على إدارة سعر الصرف على بعض المزايا. فعلى سبيل المثال، يمكن الاعتماد على التزامات الدول بالتعاون، بموجب المادة الرابعة من اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي، من أجل "تأمين ترتيبات منظمة للصرف الأجنبي" و"إنشاء نظام مستقر لأسعار الصرف". وعلاوة على ذلك، فإن أسعار الصرف المتفق عليها بصورة متعددة الأطراف توفر مجموعة متناسقة من المراكز الخارجية المتفق عليها بصورة متعددة الأطراف لفرادى البلدان. وفي الواقع، فإن الحالات القليلة لتنسيق السياسات الفعال على الصعيد الدولي ترتبط في معظمها بتصحيح اختلالات أسعار الصرف، مثلما حدث من خلال اتفاق بلازا واتفاق اللوفر في ثمانينات القرن الماضي. غير أن أي تنسيق لسياسات أسعار الصرف سيواجه دائماً مشاكل لا يستهان بها في تعريف المعايير المستخدمة لتحديد المعدلات المستهدفة

الأولية ولتغييرها على حد سواء، وفي تحديد الأسباب التي تكمن وراء أي تباين واسع بين المعدلات الفعلية والمستهدفة، وفي تحديد ما إذا كان ينبغي تعديل المستويات المستهدفة⁽¹⁷⁾. وبالإضافة إلى

هناك علاقة عكسية بين شمولية الإصلاحات وقابليتها للتطبيق.

أو الأقليمي تحسناً بالنسبة للنظام الحالي الذي يُخضع البلدان النامية لضغوط التكيف غير المنضبطة، ويلزمها بالاحتفاظ باحتياطات كبيرة من النقد الأجنبي، وتعريضها بالتالي لانعدام الإنصاف في النظام. وقد تكون المقترحات الرامية إلى زيادة التكامل النقدي الإقليمي بين البلدان النامية أكثر قابلية للتحقق من الناحية السياسية في المرحلة الراهنة من الإصلاحات العالمية الشاملة، مع تمهيد الطريق أيضاً للإصلاحات العالمية مستقبلاً.

ولا يهدف هذا الفرع إلى تقديم مخطط جديد للنظام النقدي الدولي؛ بل إنه يدرس بالأحرى كيف تعالج ملامح المقترحات الحالية التحديات الأبدية الثلاثة التي يواجهها أي نظام نقدي دولي. كما يناقش الشروط الواجب توافرها من أجل تنفيذ هذه المقترحات بما يرسى أسس الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي على الصعيد العالمي.

١ - إنشاء نظام نقدي عالمي جديد

كثيراً ما تؤكد مقترحات إنشاء نظام نقدي عالمي جديد على الحاجة إلى عملة عالمية، وعادة ما تنطلق من فرضية أن نظام التعويم المدار لحقبة ما بعد برتون وودز لم يرق إلى مستوى التوقعات. ورئي أن التقلبات الحادة لأسعار الصرف تمثل عيباً بنوياً رئيسياً، يشكل تهديداً ثابتاً لسلسلة توسع التجارة والدخل على الصعيد العالمي (Mundell, 2012).

وينظر البعض إلى إنشاء عملة عالمية (مثل Mundell, 2012) باعتباره تسلسلاً طبيعياً، من إنشاء مناطق مستهدفة لعملات الاحتياطي الرئيسية الثلاث، ثم إنشاء اتحاد نقدي متعدد العملات لتثبيت أسعار الصرف، وتحديد مستوى مستهدف للتضخم، وإنشاء لجنة مشتركة للسياسة النقدية، ووضع ترتيب لتنسيق السياسات المالية، وصولاً إلى إنشاء عملة عالمية تمثل في البداية سلة مرجحة من العملات الرئيسية الثلاث، ثم تمتد تدريجياً إلى بلدان أخرى⁽¹⁸⁾. ويطرح لين (Lin, 2013) اقتراحاً بديلاً لإنشاء عملة عالمية، يجري بموجبه تنظيم المعروض

من العملة العالمية المنشأة حديثاً بواسطة معاهدة دولية، وزيادة ذلك المعروض وفقاً لبعض القواعد الواضحة المعالم. ويتم الجمع بينها وبين نظام لأسعار الصرف الثابتة، وإن كانت قابلة للتعديل، بين العملات

تظل الترتيبات الجديدة المتعددة الأطراف تمثل الهدف الطويل الأجل لأي إصلاح شامل.

وعلاوة على ذلك، لا يمكن أن يحدث التأثير الانضباطي المفترض للمنافسة بين العملات إلا إذا كانت هناك عمليات إحلال وثيقة بين العملات. ولكن إذا كان هذا هو الحال، فإن ثمة مخاطر من حدوث تغيرات مفاجئة وكبيرة في أسعار الصرف، ليس فقط في الفترة الانتقالية، عندما تُنوع المصارف المركزية محافظ احتياطياتها، ولكن أيضاً بمجرد إنشاء مثل هذا النظام. ويرجع ذلك إلى أن من شأن النظام المتعدد العملات أن يزيد من خطر يتمثل في أنه، عند مواجهة أصحاب عملة الاحتياطي لأي حدث قد يؤثر سلباً على قيمة محافظتهم الاستثمارية أو تحسباً لمواجهته، فإنهم سيحاولون بسرعة تحويل حيازاتهم من عملة إلى أخرى قبل بقية أصحاب الحيازات الآخرين. ويمكن أن يفسر أصحاب الحيازات الآخرون هذا التحويل على أنه يؤذن بحدوث أزمة وشيكة، ويدفعهم إلى تحويل محافظتهم الخاصة بسرعة كذلك. وتكون النتيجة الإجمالية هي حدوث تقلب كبير في أسعار الصرف في بلدان عملات الاحتياطي.

وبالإضافة إلى التساؤلات المتعلقة بالاستقرار البنوي لنظام نقدي متعدد الأقطاب، سينشأ تساؤل عن العملات التي ستنضم إلى الدولار. فقوى السوق تلعب دوراً هاماً في ازدياد استخدام عملة ما كعملة دولية، وإن كان واضعي السياسات قد حاولوا في بعض الأحيان تشجيع استخدام عملة بلدانهم بهذه الطريقة، أو عرقلة ذلك (Roosa, 1982)^(١٨). وفي وقت أقرب، وخاصة حتى بداية أزمة اليورو في عام ٢٠١١، كان يبدو أن اليورو يمثل منافساً حقيقياً لمركز الدولار المهيمن كعملة دولية. وكان هذا التحدي يستند إلى الحجم الاقتصادي لمنطقة اليورو، المماثل لنظيره في الولايات المتحدة، فضلاً عن حجم صادراتها العالمية. وعلاوة على ذلك، تمتلك منطقة اليورو أسواقاً مالية متطورة مع مصارف تعمل على الصعيد الدولي. ومن جهة أخرى، وفي حين تمتلك منطقة اليورو مخزوناً كبيراً من سندات الديون الحكومية، فإن اليورو يظل مدعوماً بمجموعة غير متجانسة من البلدان التي يوحدتها ترتيب فيدرالي منظم بصورة فضفاضة، مع عدم وجود سوق متجانسة لسندات الديون الحكومية. وعلاوة على ذلك، فإن ميثاق الاستقرار والنمو والتركيز الحصري لولاية المصرف المركزي الأوروبي على استقرار الأسعار تعيق الدول الأعضاء عن تبني هذا النوع من سياسات الاقتصاد الكلي التوسعية التي قد تحتاجها بلدان عملة الاحتياطي لتعويض الآثار السلبية الواقعة على الإنتاج والتوظيف نتيجة لعجز الحساب الجاري المرتبط بمطالب الدول الأخرى بأصول آمنة في شكل سندات

ذلك، هناك أيضاً توتر بين فقدان استقلالية السياسات الذي يتعين على صناع القرار الاتفاق عليه، ودرجة تنسيق السياسات اللازمة للحفاظ على أسعار الصرف داخل نطاق يوفر استقراراً معقولاً لأسعار الصرف. ومن شأن غياب القواعد المنظمة لتحركات رؤوس الأموال الدولية أن يجعل هذا التنسيق صعباً، إن لم يكن مستحيلًا. وعلاوة على ذلك، فإن المحاولات المتزامنة الحالية من قبل العديد من المصارف المركزية لهندسة خفض قيمة العملات تشير إلى أن سعر الصرف لا يزال أداة سياسية رئيسية تستخدم بصورة واسعة دعم المصالح الاقتصادية الوطنية.

وقد أدى نضوب السيولة الخاصة خلال الأزمات المالية والقيود المفروضة على سرعة توفير السيولة الرسمية للتمويل في حالات الطوارئ إلى تجدد الاهتمام بالتحرك نحو نظام نقدي دولي أكثر تنوعاً. ومن شأن ذلك أن ينطوي على الاستعاضة عن معيار الدولار الحالي بنظام متعدد العملات، تلعب فيه مجموعة من العملات الدولية - مثل الدولار واليورو والرمنيني، وربما وحدات عملات أخرى - دوراً أكثر أهمية. ويعتقد بعض المراقبين أن مثل هذا النظام يوفر العديد من المزايا (انظر، على سبيل المثال، Farhi et al., 2011; Lee, 2014) من حيث توفير السيولة بشكل أكثر مرونة وتخفيف معضلة تريفين Triffin dilemma. ويرى هؤلاء المراقبون أنه سيوفر للبلدان بدائل لتنوع احتياطياتها من النقد الأجنبي، وفرض المزيد من الانضباط على سياسات بلدان عملات الاحتياطي، ومنع الجهات المصدرة للعملات من إساءة استغلال الميزة الباهظة المفترضة المتمثلة في إصدار عملة احتياطيات لتعزيز المصالح الوطنية الضيقة على حساب المصالح العالمية الأوسع. وبالإضافة إلى ذلك، فمن خلال رفض فكرة شبكة العوامل الخارجية الكامنة في الاقتصار على استخدام عملة دولية واحدة، قد يكون النظام المتعدد العملات أكثر كفاءة من الناحية الاقتصادية، لأن استخدام عملات متعددة سيحسن تطابق المعاملات الاقتصادية بين كتل العملات، مما يؤدي إلى وفورات في تكاليف المعاملات. وكما يشير بعض المؤلفين، فقد شهد التاريخ العديد من حالات التعايش بين العملات الدولية (على سبيل المثال، Eichengreen, 2005).

أدى نضوب السيولة الخاصة خلال الأزمات والقيود المفروضة على سرعة توفير السيولة الرسمية للتمويل في حالات الطوارئ إلى تجدد الاهتمام بإقامة نظام نقدي دولي أكثر تنوعاً.

وأشار آخرون إلى أن أي مصرف مركزي يصدر عملة دولية يأخذ قراراته بالاستناد فقط إلى المصالح الوطنية، وليس إلى الشواغل المتصلة باحتياجات نظام المدفوعات الدولي والاقتصاد العالمي. وتوجد هذه المشكلة أيضاً في النظام المتعدد العملات.

دوراً أكبر في النظام النقدي الدولي، وهو الاقتراح الذي نوقش في بادئ الأمر في ستينات القرن الماضي، اكتسب زخماً جديداً. وجاء تشجيع فكرة الاستعاضة عن الدولار بحقوق السحب الخاصة كعملة دولية عالمية، على وجه الخصوص، من جانب محافظ المصرف المركزي الصيني (Zhou, 2009)، ومن جانب إحدى لجان الأمم المتحدة (United Nations, 2009)، وكذلك من جانب عدد من الأكاديميين (مثل Kenen, 2010a; Ocampo, 2011 and 2014).

وعلى غرار المدافعين عن النظام المتعدد العملات، يقول أنصار النظام القائم على حقوق السحب الخاصة أيضاً إن من شأنه أن يفرض على الولايات المتحدة قدرًا أكبر من انضباط السياسات، مما يساعد على تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي العالمي. وتبعاً للطريقة التي سيتم بها إصدار حقوق السحب الخاصة، فإن وجود نظام قائم على حقوق السحب الخاصة سيكبح أيضاً الحاجة إلى تكديس

إن اكتساب الرميني دوراً دولياً أكبر هو النتيجة المنطقية لتنامي وزن الصين في الاقتصاد العالمي في الأجل الطويل.

الاحتياطيات لأغراض التأمين الذاتي، مما يساعد على خفض تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات مقترضة، ويحد من تحيز النظام الحالي لصالح بلد عملة الاحتياطي. والأكثر من ذلك أن وجود نظام قائم على حقوق السحب الخاصة سيعالج معضلة تريفين. إذ سيفك الارتباط بين توفير السيولة الدولية الرسمية وبين أي جهة إصدار وطنية، وسيؤدي خلق بديل حقيقي للعملات الوطنية كأصول احتياطية إلى تبيد مخاوف أصحاب الاحتياطيات الكبيرة من النقد الأجنبي بشأن الحفاظ على القدرة الشرائية لاحتياطياتهم. أيضاً، وحيث إن حقوق السحب الخاصة تستند إلى سلة عملات^(٢٣)، فإن التنوع بعيداً عن الأصول المقومة بالدولار سيستتبع تقليص تقلبات أسعار الصرف بدرجة أكبر كثيراً من التحرك نحو نظام متعدد العملات، مما يقلل بالتالي من التهديدات للاستقرار المالي الدولي.

ومن ناحية أخرى، فإن التحرك نحو نظام نقدي دولي يقوم على حقوق السحب الخاصة ينطوي على العديد من التحديات التقنية والمؤسسية، بما في ذلك طريقة إصدار حقوق السحب الخاصة، وكيفية إدارة التنوع بعيداً عن أصول الاحتياطيات المقومة بالدولار، وكيفية معالجة التغييرات المؤسسية اللازمة

(United Nations, 2009; Ocampo, 2011;)

ومن (and Erten and Ocampo, 2012)^(٢٤).

أجل دعم التوسع المستمر في المعاملات الدولية، سيتعين تمكين صندوق النقد الدولي من إصدار حقوق السحب الخاصة على نحو

حكومية. ويمثل ذلك تحدياً خطيراً، خاصة بسبب الافتقار حالياً لدينامية اقتصادية في منطقة اليورو.

ويبدو أن اكتساب الرميني دوراً دولياً أكبر هو النتيجة المنطقية لتنامي وزن الصين في الاقتصاد العالمي. فمنذ عام ٢٠٠٩ والحكومة الصينية تروج بنشاط لتدويل الرميني، من جانب كرد فعل إزاء بطء وتيرة التعاون المالي الإقليمي الآسيوي وما يبدو من عدم اهتمام المجتمع الدولي بإصلاح النظام النقدي الدولي، ومن جانب آخر لتجنب تكبد احتياطيات البلد من النقد الأجنبي لخسائر رأسمالية كبيرة (Yu, 2014)^(٢٥). وعلاوة على ذلك، بدأت الصين في جني الفوائد المرتبطة بتدويل الرميني، بما في ذلك خفض تكاليف المعاملات في التجارة وتقليص الحاجة إلى تكديس احتياطيات إضافية من العملات الأجنبية. وجدير بالذكر في هذا السياق أنه في الاستعراض الذي يجري كل خمس سنوات لحقوق السحب الخاصة المقرر

إجراؤه في أواخر عام ٢٠١٥، سينظر محافظو صندوق النقد الدولي في إدراج الرميني في سلة العملات التي تشكل حقوق السحب الخاصة. وسيطلب ذلك تقييم ما إذا كان الرميني يُستخدم على نطاق واسع بما فيه الكفاية، وما إذا كان "قابلاً للاستعمال بحرية" (Zhou, 2015; IMF, 2011b).

ومع ذلك، يُعتقد على نطاق واسع أن تشجيع تدويل الرميني مع تجنب حدوث زيادة بلا مبرر في درجة انكشاف الصين أمام عدم الاستقرار المالي هو أمر يواجه تحديات. إذ يتطلب تخفيف القيود المفروضة على النقد الأجنبي ومواصلة إصلاح السوق المالية المحلية، وتشجيع قابلية حساب رأس المال للتحويل^(٢٦)، وزيادة مرونة أسعار الصرف، وتحميد السوق لأسعار الفائدة، وإضفاء الطابع التجاري على المصارف، فضلاً عن المعالجة الفعالة لارتفاع ديون الشركات وأجهزة الحكم المحلي (Eichengreen, 2011; Yu, 2014)^(٢٧).

وبالتالي، ففي حين أن تدويل الرميني هو عملية طويلة، فليس هناك كثير من الشك في أن استمرار ازدياد ثقل الصين في الاقتصاد العالمي إنما يدفع في هذا الاتجاه^(٢٨).

وبالنظر إلى أن استحداث عملة عالمية قد يكون مشروعاً يمتد لفترة طويلة جداً، وأن التحرك نحو نظام متعدد العملات

قد لا يحسن الاستقرار المالي العالمي، وسيكون في كل الأحوال عملية تدريجية تستغرق وقتاً طويلاً، فإن اقتراح إعطاء حقوق السحب الخاصة

للغاية على أي مصرف مركزي قبول فقدان السيطرة على خلق النقود بهذا الشكل.

وتوسيع الدور الدولي لحقوق السحب الخاصة وتغيير قواعد إصدارها لتلبية الاحتياجات الاقتصادية للبلدان الأعضاء بصورة أكثر مرونة، بدلاً من مجرد التعبير عن الحصص الحالية، سيكون إصلاحاً كبيراً. وفي ضوء استمرار التأخير في تنفيذ تصحيح هامشي نسبياً، مثل إعادة توزيع الحصص، يطرح التحرك نحو نظام نقدي دولي يقوم على حقوق السحب الخاصة تحديات اقتصادية وسياسية قد تجعل من الصعب تنفيذه.

٢ - إصلاح معيار الدولار

في الفترة ما بين أوائل التسعينات من القرن الماضي وأوائل العقد الأول من القرن الحالي، شهد عدد من البلدان النامية دورات من ازدهار وركود تدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة عجلت بحدوث سلسلة من أزمات موازين المدفوعات في هذه البلدان، على النحو الذي نوقش في الفصل الثاني. وقد أثارت الأزمة المالية الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨، بصفة خاصة، نقاشاً حول نظام الحوكمة العالمية الذي يتوافق مع مرونة أسعار الصرف وضخامة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة، وحول الدور الذي ينبغي أن يلعبه صندوق النقد الدولي في مثل هذا النظام (TDR, 2001). وبالنظر إلى الاستبعاد الفوري للمقترحات الرامية إلى تنظيم واستقرار تدفقات رؤوس الأموال الدولية من البداية، شددت نتائج ذلك النقاش على تدابير السياسات العامة الوطنية التي توفر آليات للدفاع عن النفس إلى جانب إنشاء مرافق إقراض وقائية "قبل الأزمة" في صندوق النقد الدولي.

ولما كانت تدفقات رؤوس الأموال تستجيب بدرجة كبيرة للأوضاع في أسواق البلدان المتقدمة، فإن آليات الدفاع عن النفس الفعالة في البلدان النامية تركزت أساساً على تكديس احتياطات من النقد الأجنبي. وقد جرى تصميم النهج الجديد لقروض صندوق النقد الدولي بهدف الحد من انكشاف الدول الأعضاء أمام آثار العدوى من أزمات حساب رأس المال في البلدان الأخرى من خلال اتباع "سياسات سليمة" ظاهرياً. ووفر الصندوق قروضاً مضمونة مسبقاً للبلدان التي تفي بمعايير الأهلية المحددة سلفاً لسد أي نقص في السيولة قد يتبقى حتى بعد استخدام احتياطات البلد. وكان ذلك بشرط أن يلتزم المستفيدون المحتملون من هذا التمويل من جانب الصندوق بالإبقاء على سياسات تفسرها أسواق رؤوس الأموال الخاصة كدفاع موثوق به ضد حدوث أزمة ثقة. غير أن إنشاء مرافق قروض جديدة لهذا الغرض لم يحقق سوى نجاح محدود جداً. فعلى سبيل المثال، ظل خط ائتمان الطوارئ الذي أنشأه صندوق النقد الدولي في عام ١٩٩٩ غير مستخدم حتى وقفه في تشرين الثاني/

أسرع من وتيرة إصدارها في إطار الاستعراضات العادية الحالية التي تجري كل خمس سنوات، والتي يتم بموجبها تخصيص حقوق السحب الخاصة لتلبية الاحتياجات العالمية الطويلة الأجل لإكمال الأصول الاحتياطية الموجودة. ويمكن إصدار مخصصات أكثر انتظاماً وفقاً لخصص الدول الأعضاء استناداً إلى تقديرات الطلب العالمي على الاحتياطيات، كما هو الحال في الوقت الراهن (IMF, 2011a)، ولكن مع جعلها أكبر بكثير^(٢٥) وأكثر تواتراً، أو عن طريق تخصيص أنصبة للبلدان النامية أكبر من حصصها^(٢٦). وعلاوة على ذلك، فمن أجل تجنب استخدام مخصصات حقوق السحب الخاصة كبديل للتصحيح المطلوب مع ضمان توافر السيولة الرسمية كشكل من أشكال التمويل الطارئ في أوقات الأزمات، يمكن تحويل صندوق النقد الدولي صلاحية إصدار حقوق السحب الخاصة بطريقة معاكسة للدورات الاقتصادية، مثل زيادة المخصصات في أوقات الضغوط المالية العالمية، وسحب هذه المخصصات جزئياً بمجرد عودة الأوضاع المالية إلى حالتها الطبيعية^(٢٧). غير أنه نظراً لأن الطلب على السيولة الرسمية للتمويل في حالات الطوارئ المتصلة بالأزمة ينبع أساساً من البلدان النامية، ولأن نظام الحصص في صندوق النقد الدولي يميل بشدة لصالح البلدان المتقدمة، فإن ذلك سيتطلب تنقيحاً جوهرياً لنظام الحصص. وفي ضوء استمرار التأخير في تنفيذ إصلاح نظام الحصص المعلن في عام ٢٠١٠، الذي ينتظر تصديق الكونغرس الأمريكي، فليس من المرجح أن يحدث ذلك في المستقبل القريب^(٢٨).

ولزيادة تقليص تقلبات أسعار الصرف التي قد تحدث نتيجة للانتقال من الأصول الاحتياطية الرسمية المقومة بالدولار إلى الاحتياطيات المقومة بحقوق السحب الخاصة، يمكن أن يُدار التنوع من خلال ما يسمى "حساب الإحلال"، كما اقترح في النقاش الذي دار حول إصلاح النظام النقدي الدولي خلال سبعينات القرن الماضي. ويكون ذلك الحساب تحت رعاية صندوق النقد الدولي، وتستخدمه المصارف المركزية والحكومات في الدول الأعضاء لإيداع بعض أو كل احتياطياتها الدولارية، والحصول في المقابل على مطالبات مقومة بحقوق السحب الخاصة^(٢٩). كما أن التحرك نحو نظام نقدي دولي يقوم على حقوق السحب الخاصة يتضمن إلغاء التمييز الذي يقيمه الصندوق بين ما يسمى بموارده العامة، التي تستند إلى العملات الوطنية للدول الأعضاء، وبين حسابات حقوق السحب الخاصة. ولما كان أي من حقوق السحب الخاصة يمثل مطالبة محتملة على عملة ما، فلا بد من ضمان حقوق السحب الخاصة من قِبل المصارف المركزية التي تصدر العملات الداخلة في السلة التي تشكل حقوق السحب الخاصة. غير أنه لا يمكن لأي من المصارف المركزية الضامنة أن يحدد العملة التي ستتم بها مطالبة صاحب حقوق السحب الخاصة. ويمكن أن يكون من الصعب

في بلد ما من توفير السيولة من العملات الأجنبية للمصارف الخاضعة لولايتها في حالة حدوث نقص مفاجئ في هذه السيولة. وبالنظر إلى الدور المهيمن للدولار في الأسواق المشتركة بين المصارف العالمية، وكون معظم القروض المحلية بالعملات الأجنبية هي قروض مقومة بالدولار، فإن مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة يصبح أحد الأطراف المشاركة في العديد من هذه الترتيبات.

وكانت معالجة مشاكل السيولة هذه عن طريق استخدام ترتيبات تبادل العملات الأجنبية، وجعل مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة بحكم الأمر الواقع المقرض الدولي الذي يمثل الملاذ الأخير، تعتمد على ثلاث فرضيات رئيسية. أولاً، يمكن للمصارف المركزية أن تتصرف بسرعة؛ وثانياً، أنها لا تخضع من الناحية العملية لأي حدود على قدرتها على خلق الأموال؛ وثالثاً، أن توفير السيولة الدولية من خلال ترتيبات تبادل مع المصرف المركزي الذي يصدر العملة التي يحدث فيها نقص السيولة لا يترك أي آثار على أسعار الصرف. أما إذا قامت المصارف المركزية الأجنبية، من ناحية أخرى، ببيع عملاتها لشراء دولارات في السوق الفورية مثلاً، فإن الحجم الهائل اللازم لمثل هذه المعاملات سيمارس ضغطاً نزولياً قوياً على عملاتها. ومن شأن ذلك أن يعقد تأمين التمويل اللازم لمصارفها التجارية، بدلاً من تسهيله، فضلاً عن خلق ضغوط صعودية على الدولار، وهو ما قد يزعزع استقرار الأسواق المالية في الولايات المتحدة.

وعلاوة على ذلك، فإن العديد من المصارف المركزية، بما في ذلك مصارف مركزية من بلدان نامية تكدست لديها احتياطات كبيرة، كانت تحجم عن استخدام كميات كبيرة من الأصول المقومة بالدولار لمواجهة مشاكل السيولة الدولية. إذ كان يساورها القلق من عدم كفاية احتياطاتها لحل مشاكل السيولة إذا بدأت تتعرض لتدفق رؤوس الأموال إلى الخارج، ومن أن استخدام قدر كبير من احتياطاتها سيؤدي بدلاً من ذلك إلى تغذية عدم اليقين في السوق وزيادة حدة نقص الدولار. بل وتشير بعض التقديرات إلى أن الاحتياطات الدولية لدى العديد من المصارف المركزية كانت في بداية الأزمة المالية العالمية أصغر من المبالغ التي اقترضتها بعد ذلك من خلال ترتيبات التبادل. وبالتالي، فإن احتياطاتها وحدها لم تكن لتكفي لتخفيف الضغط التمويلي على المؤسسات المالية وتحسين أداء أسواق الإقراض بين المصارف وأسواق الائتمان في فترات توتر السوق (Obstfeld et al., 2009)^(٣٦). وعلاوة على ذلك، كان مجلس

تلعب الآن ترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية دوراً حاسماً في توفير السيولة في حالات الطوارئ ...

نوفمبر ٢٠٠٣ بسبب خشية المستخدمين المحتملين من النظر إلى طلبهم قرضاً من ذلك المرفق باعتباره مؤشراً على صعوبة وشيكة لم يرصدها المشاركون في السوق، مما قد يتسبب بالتالي في انسحاب تدفقات رؤوس الأموال الخاصة بدلاً من زيادتها. وبالمثل، فإن خط الائتمان المرن الذي اعتمده الصندوق في عام ٢٠٠٩ لم يستخدمه سوى ثلاثة بلدان فحسب (بولندا وكولومبيا والمكسيك)، رغم أن شروطه للأهلية أقل صرامة. وأنشئ مرفق إضافي، هو خط الائتمانات التحوطية وائتمانات السيولة للبلدان التي لديها سياسات سليمة وإن لم تكن مؤهلة لخط الائتمان المرن بسبب جوانب ضعف معينة - ولكن لم يستخدمه سوى دولتين فحسب (جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية سابقاً والمغرب) (IMF, 2015c) and (2015d)^(٣٧). ونتيجة لذلك، ظهرت أدوات أخرى لتوفير السيولة الرسمية أثناء أوقات التوتر في السوق، مثل ترتيبات تبادل العملات.

(أ) ترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية بدأت ترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية تلعب دوراً حاسماً في توفير السيولة الطارئة. وعندما أدى انهيار الأسواق المالية في الولايات المتحدة في نهاية المطاف إلى اندلاع الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨، بدأ التمويل بين المصارف في النضوب خارج أسواق الولايات المتحدة المالية، ونشأ نقص عالمي حاد في السيولة الدولية^(٣٨). وكان بمقدور مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة استخدام مرافقه العادية لتوفير السيولة لمصارف الولايات المتحدة، ولكن لم يكن يملك أن يفعل ذلك بالنسبة للمصارف المتعددة الجنسيات، التي يتخذ كثير منها مقاره في غيرها من البلدان المتقدمة، والتي كانت تعتمد قبل الأزمة على التمويل بالدولارات الرخيصة من خلال عملياتها في الولايات المتحدة. وهكذا، ففي كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٧، بدأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الدخول في ترتيبات لتبادل العملات مع عدد من المصارف المركزية الأجنبية. ومعنى من المعاني، كانت هذه الترتيبات أشبه بامتدادات دولية لتدابير السياسة النقدية المحلية غير التقليدية التي تبناها كثير من المصارف المركزية الكبرى في ذلك الوقت، مع فارق حاسم يتمثل في تنفيذ ترتيبات التبادل الدولية بطريقة منسقة.

وترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية هي ترتيبات بين اثنين أو أكثر من المصارف المركزية لتمكين مصرف مركزي

لترتيبات تبادل العملات المقدمة من المصرف المركزي الصيني تنعكس أيضاً في استمرارها لمدة ثلاث سنوات مع إمكانية تجديدها، وكذلك في تقويمها بالرميني الذي يختلف، على سبيل المثال، عن ترتيبات تبادل المصرف المركزي الصيني في إطار مبادرة شيانغ ماي المتعددة الأطراف المقومة بالدولار، والتي تعمل على تقوية دفاعات الدول الأعضاء خلال الأزمات المالية، كما هو مبين أدناه.

وقد يتسم بأهمية خاصة في سياق

هذا الفصل ترتيب تبادل العملات الذي

وقعه المصرف المركزي الصيني مع الأرجنتين في تموز/يوليه ٢٠١٤، والذي يمكن المصرف المركزي الأرجنتيني من مبادلة الرميني الذي يتلقاه (مقابل البيزو الأرجنتيني) من خلال مبادلتها بعملة أخرى، من بينها الدولار، إذا لزم الأمر. ويعادل ذلك إضافة الرميني إلى احتياطات الأرجنتين من النقد الأجنبي كما لو كان دولاراً. وبالتالي، فإن هذه "القوائم" الدولارية تحرر احتياطات الأرجنتين الفعلية من النقد الأجنبي وتوجيهها لاحتياجاتها العاجلة^(٣٦). ومعنى من المعاني، فإن هذا الترتيب للتبادل يتيح للأرجنتين الاستفادة من احتياطات الصين الدولارية الهائلة الحجم في تلبية احتياجاتها الخاصة من سيولة النقد الأجنبي. وفي حين قد تتشابه هذه الترتيبات بشدة مع القروض بالعملات الأجنبية، فإنها مع ذلك يمكن أن تساعد في التعامل مع حالات تقلب تدفقات رؤوس الأموال، وتضفي الاستقرار على سوق الصرف الأجنبي في أوقات الشدة^(٣٧).

وظهرت شبكات أخرى لتبادل العملات تضم مصرفاً مركزياً لاقتصاد كبير في منطقة ما وعدد من المصارف المركزية في البلدان المجاورة الأصغر. فبعض البلدان الأوروبية غير الأعضاء في منطقة اليورو (مثل بولندا والدانمرك والسويد وهنغاريا) التي عانت من نقص السيولة

باليورو، على سبيل المثال، استفادت من

ترتيبات التبادل مع المصرف المركزي الأوروبي،

في حين وفر المصرف الوطني السويسري

ترتيبات تبادل للمصرف المركزي الأوروبي

وللمصرفين المركزيين لبولندا وهنغاريا اللذين

كانا يعانيان من نقص السيولة بالفرنك

السويسري. وفي آسيا، أقامت الصين

واليابان ترتيبات مع إندونيسيا وجمهورية

كوريا، وكذلك مع عدد من البلدان الأخرى. والأكثر من ذلك أن

استخدام هذه الشبكات الإقليمية لم يكن يقتصر فقط على المصارف

المركزية المهيمنة إقليمياً لتوفير السيولة بعملائها، بل كان يمتد أيضاً

لإعادة توزيع الدولارات على المصارف المركزية التي لا تتمتع بإمكانية

الوصول المباشر إلى السيولة الدولارية من خلال مجلس الاحتياطي

الفيدرالي في الولايات المتحدة. ومن أمثلة ذلك ترتيب التبادل بين

الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة يدرك أن قيام المصارف المركزية الأجنبية ببيع كميات كبيرة من سندات الخزانة سيزيد على الأرجح من الاضطرابات المالية في أسواق الولايات المتحدة المالية.

ووفقاً لبعض المراقبين (على سبيل

المثال، Allen and Moessner, 2010; Bordo

et al., 2014)، تم اختيار المصارف المناظرة

المشاركة في ترتيبات التبادل هذه (وأبرزها

المصرف المركزي الأوروبي) بسبب حجمها

والآثار الجانبية المحتملة التي يمكن للأزمات

المصرفية الخطيرة في الولايات التابعة لها أن تحدثها في الأسواق المالية

العالمية^(٣٨). ومن هذه الزاوية، فإن خطوط التبادل المقدمة من مجلس

الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة تمثل حالة من التعاون الناجح

بين المصارف المركزية في معالجة الشواغل العالمية. ومن ناحية أخرى،

يرى آخرون (مثل Prasad, 2013; Aizenman and Pasricha, 2010)

أن التعاون كان ينبع فحسب من التقاء المصالح في ظل الظروف

الاستثنائية السائدة في ذلك الوقت، وأن البلدان المختارة كانت لديها

نظم مصرفية تدين بقدر كبير من الالتزامات المستحقة للنظام المصرفي

في الولايات المتحدة، فضلاً عن حسن سجل جدارتها الائتمانية

السيادية. ويمكن أن يُفهم من ذلك أن تقديم ترتيبات التبادل كان

في مصلحة الولايات المتحدة، وكان يرمي ببساطة للسيطرة على وضع

كان يمكن أن يشكل خطراً بنوياً على النظام المصرفي في ذلك البلد.

ولم يطلب مصرف الشعب الصيني (المصرف المركزي) ترتيب

تبادل مع مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة، لأنه كان

بمقدوره الوصول إلى كم كبير جداً من الاحتياطات الدولارية، التي

يقدر البعض حجمها الإجمالي بـ ٣,٨ تريليون دولار، أو قرابة ثلث

إجمالي احتياطات العالم الدولارية في نيسان/أبريل ٢٠١٤ (Aizenman

et al., 2015). وعلاوة على ذلك، يتم تمويل

المصارف الصينية أساساً من مصادر محلية،

مع عدد قليل من العمليات الدولية التي

تستلزم سيولة مقومة بالدولار.

وبدلاً من ذلك، أنشأ المصرف

المركزي الصيني نفسه ترتيبات لتبادل

العملات مع مجموعة واسعة من المصارف

المركزية الأخرى، معظمها من البلدان

النامية^(٣٩). غير أنه يُعتقد عموماً أن الهدف الرئيسي لهذه الترتيبات

لم يكن معالجة مشكلة نقص السيولة، وإنما تعزيز تدويل الرميني عن

طريق زيادة حصة التجارة الصينية التي يتم إعداد فواتيرها وتسويتها

بالرمني (PBOC, 2012: 68)، ربما بغية إضعاف شبكة العوامل الخارجية

التي ساعدت على الحفاظ على دور الدولار المهيمن باعتباره العملة

الدولية لإعداد الفواتير والتسويات^(٤٠). وهذه الأهداف الطويلة الأجل

إن عدم وجود إصلاح حاسم يظل
يشجع البلدان النامية على تكديس
المزيد من الاحتياطات ...

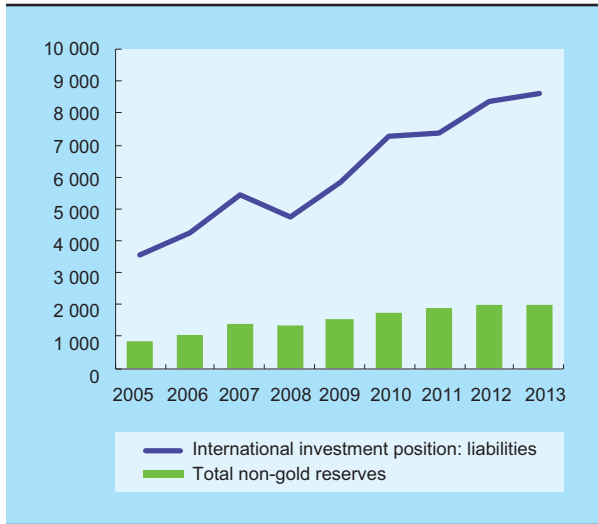
... غير أن ذلك ينطوي على مخاطر
جسيمة بالنسبة لتلك البلدان نفسها،
وبالنسبة للاقتصاد العالمي.

لمخزونات احتياطية كبيرة لتقليل المخاطر الائتمانية السيادية لقروض المصرف المركزي وتوفير إمكانية الوصول إلى خطوط التبادل. وربما كان الجمع بين خطوط تبادل آمنة واحتياطيات كبيرة هو وحده الذي يمكن أن يسهم في منع الأزمة من خلال غرس الثقة في الأسواق المالية بشأن السيولة والملاءة المالية في البلد. وعلاوة على ذلك، فقد ازداد تراكم الديون المقومة بالعملات الأجنبية على الجهات الفاعلة غير المالية، مثل الشركات والأسر المعيشية، وقد يكون محظوراً على المصارف المركزية قانوناً توفير النقد الأجنبي المقترض لهذه الجهات. بل وربما كان الأهم من ذلك أن الأدلة تشير أنه رغم تكديس بعض البلدان النامية لاحتياطيات كبيرة من النقد الأجنبي، فإن هذه الاحتياطيات في معظم البلدان تظل متواضعة بالمقارنة بالزيادة في التزاماتها الخارجية، فضلاً عن تواضعها الشديد فيما يتعلق بفعالية تجنب التهديدات التي يتعرض لها الاستقرار المالي (الشكل ٣-٢). وكل هذه الاعتبارات، وخصوصاً الخوف من الاستبعاد، ستظل تشجع البلدان على تكديس المزيد من الاحتياطيات.

الشكل ٣-٢

الالتزامات العابرة للحدود واحتياطيات العملات الأجنبية في بلدان نامية مختارة، ٢٠٠٥-٢٠١٣

(ببلايين الدولارات الحالية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات *International Financial Statistics*.

ملاحظة: عينة البلدان التي تستند إليها البيانات المبلغ عنها تتألف من: الأرجنتين، الأردن، إكوادور، إندونيسيا، أوروغواي، باكستان، البرازيل، بنما، بيرو، تايلند، تركيا، تونس، جامايكا، الجمهورية الدومينيكية، جمهورية كوريا، جنوب أفريقيا، السلفادور، شيلي، غواتيمالا، جمهورية فنزويلا البوليفارية، كوستاريكا، كولومبيا، ماليزيا، مصر، المغرب، المكسيك، الهند.

مصرف اليابان ومصرف الاحتياطي الهندي^(٣٨). غير أن خطوط التبادل هذه كانت أصغر كثيراً، كما كانت مؤقتة في نهاية المطاف، ولا تقدم حالياً ما يكفي من تمويل الحالات الطارئة في البلدان التي يُرجح أن تحتاجه أكثر من غيرها.

وفي شباط/فبراير ٢٠١٠، انتهت صلاحية جميع خطوط التبادل التي أنشأها مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨، كما كان مقررًا. ولكن تم تحويل الترتيبات المعقودة مع خمسة مصارف مركزية (هي مصرف كندا، ومصرف إنكلترا، ومصرف اليابان، والمصرف المركزي الأوروبي، والمصرف الوطني السويسري) إلى ترتيبات دائمة في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٣. وبالنظر إلى أن هذه المصارف المركزية كانت قد أقامت ترتيبات تبادل مؤقتة مع بعضها البعض في عام ٢٠١١، عندما بدأت أزمة اليورو تهدد أداء الأسواق المالية العالمية، فقد أصبح بمقدور المقرضين الوصول إلى السيولة الطارئة بهذه العملات الدولية الست. ونتيجة لذلك، أصبحت الآن ترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات جزءاً من النظام النقدي الدولي، وصارت تمول الجانب الأعظم من إمدادات سيولة مقرض الملاذ الأخير للمصارف المركزية الأجنبية، في حين أصبح مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة ملاذ الإقراض الأخير على الصعيد الدولي بحكم الأمر الواقع.

وثمة سؤال بنوي يتعلق بترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية، وهو يتصل بعلاقتها بالترتيبات النقدية والمالية القائمة على الصعيد الدولي. فحيث إن التبادل يمكن أن يخلق كميات غير محدودة من السيولة الدولية، يصبح بإمكان شبكة شاملة توفر الوصول التلقائي إلى السيولة الدولية الرسمية أن تغني عن الحاجة إلى التأمين الذاتي في شكل حيازة احتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية. غير أن ترتيبات تبادل العملات تقتصر، حتى الآن، على البلدان التي لديها مصلحة ذاتية متصورة واضحة في الاحتفاظ بإمكانية الوصول إلى السيولة في البلد الشريك؛ وبالتالي، فمن غير المرجح ظهور إطار مؤسسي دائم لمثل هذه المبادلات. بل إنه، لما كانت إحدى الخصائص الرئيسية لترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية تتمثل في توفر درجة عالية من المرونة وحرية التصرف التي تسمح بسرعة توفير السيولة بتكلفة منخفضة نسبياً للمعاملات، فإن منطق هذه المبادلات يحد ذاته يجول دون التوسع في إضفاء الطابع المؤسسي عليها (Destais, 2014; Sgard, 2015).

وثمة سؤال بنوي آخر هو ما إذا كانت ترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية تقلل من نزوع البلدان النامية إلى تكديس مخزونات كبيرة من احتياطيات النقد الأجنبي. وبقدر ما تتوفر خطوط التبادل بسرعة في أوقات الشدة في السوق، يكون بمقدور المصارف المركزية أن تقلل من مخزونات السيولة النقدية الأخرى، بما فيها الاحتياطيات. ومن ناحية أخرى، قد تكون هناك حاجة

(ب) معالجة التحيز الانكماشى للتكيف غير المتماثل

لم يُبدل حتى الآن ما يكفي من الجهود لمعالجة التحيز للتدابير الانكماشية الذي يتسم به النظام النقدي الدولي معالجة فعالة، يجعل بلدان الفائض تسهم (بدرجة أكبر) في التكيف العالمي، بدلاً من إلقاء عبء التكيف بكامله من الناحية الفعلية على عاتق بلدان العجز^(٣٩).

ومع ذلك، جرى اقتراح عدد من الأفكار الملموسة بشأن الطريقة التي يمكن أن تتكيف بها البلدان التي تمتلك فائضاً في الحساب الجاري. وتتوخى هذه المقترحات أن يتم هذا التكيف إما بطريقة آلية أو منسقة، ولكن بما يضمن دائماً توافق التكيف العالمي مع إبقاء الطلب العالمي الإجمالي في مستوى يكفي لتوفير العمالة الكاملة ودعم استراتيجيات التنمية الوطنية في البلدان النامية. فعلى سبيل المثال، قد تتدخل البلدان في أسواق العملات، أو تقيّد حيازات بلدان الفائض من الأصول الأجنبية (خاصة سندات الخزانة) أو تفرض ضرائب عليها، أو تفرض حدوداً متناظرة على نسبة فائض أو عجز الحساب الجاري في الناتج المحلي

الإجمالي للبلدان، أو تحصل على إذن من منظمة التجارة العالمية بفرض رسوم جمركية أو غيرها من أشكال الانتقام التجارية على الصادرات من بلدان الفائض (لاستعراض ذلك، انظر Williamson, 2011). ولكن تظل هناك مجموعة من المسائل غير المحسومة: من الذي يحدد ما إذا كان وضع الفائض في بلد ما غير مقبول، وما الذي يمكن أن يدفع للعمل، وكيف يتقرر أن الإجراء المتخذ متناسب، وربما الأهم من ذلك، ما الذي يدفع بلدان الفائض القوية للموافقة على ذلك؟

ويمكن أيضاً معالجة التحيز الانكماشى للنظام النقدي الدولي من خلال ضبط المهمة الإشرافية التي يضطلع بها صندوق النقد الدولي بصورة أكثر ملاءمة من خلال مشاورات المادة الرابعة. غير أنه من المعروف أن الصندوق يمارس مهمته الإشرافية بطريقة غير متماثلة، حيث إنها لا يمكن أن تؤثر بصورة جادة على السياسات الوطنية إلا عندما يطلب البلد رسمياً الدعم المالي، ويصبح عندئذ خاضعاً لمشروطة الصندوق. وبالتالي، فإن توجيهات الصندوق لا تؤثر إلا على بلدان العجز، بينما لا تؤثر كثيراً على بلدان الفائض. وعلاوة على ذلك، فإن الإجراءات الإشرافية العالمية أخفقت في منع الاضطرابات في أسواق العملات والعديد من الأزمات المالية الدولية، وبخاصة الأزمة

العالمية التي بدأت في عام ٢٠٠٨. وكثيراً ما كان عجز صندوق النقد الدولي عن منع الأزمات المالية، وعن التعامل معها عند وقوعها، يرجع إلى تقييمه غير المناسب للأسباب الكامنة وراء الأزمات. ويُعزى ذلك في جانب منه إلى عدم تماثل مهمته الإشرافية بشكل أكبر على انتشار المخاطر والآثار غير المباشرة، فضلاً عن الارتباطات بين القوى المالية وقوى الاقتصاد الكلي. كما يرى أن من المهم تبسيط رسائله الإشرافية المتعددة الأطراف، مثل تقديم مشورة أكثر صراحة وعملية للاقتصادات ذات الأهمية البنوية، وإزالة أي شكوك حول حياده كمؤسسة (IMF، 2014). ولئن كانت هذه نوايا طيبة، فليس ثمة مؤشر على أنها ستصل إلى ما هو أبعد مما هو معتاد من "إشهار وفضح" بلدان الفائض^(٤٠).

ولئن كان التنسيق الفعال للسياسات على الصعيد الدولي

هو الطريقة المثلى لمعالجة التحيز الانكماشى للنظام النقدي الدولي، فإن تنفيذ ذلك يبدو أمراً بالغ الصعوبة. فمحدودية نجاح مجموعة السبعة، ثم مجموعة العشرين بعد ذلك، في هذا الصدد، فضلاً عن الكثير من الأسباب الأولية واستمرار أزمة اليورو، يمكن أن تُعزى في بعض جوانبها إلى تباين

ثبت صعوبة تنفيذ تنسيق السياسات الدولية على نحو فعال.

الآراء بين صناعات السياسات فيما يتعلق بالنهج الصحيح الواجب تبنيه لمعالجة الأزمة. كما أنهم يختلفون حول مدى أثر السياسات (بل واتجاهه في بعض الأحيان)، وخاصة السياسات المالية (TDRs، 2010، 2012). ومع هذا الخلاف، تزداد صعوبة التوصل إلى قرارات بشأن طبيعة المناسبة لآليات تنسيق ورصد السياسات. غير أنه يظل واضحاً أن غياب هذا التنسيق يكتنف الضغوط الانكماشية التي تصيب الاقتصاد العالمي.

وخلاصة القول إن الخطوات التي اتخذها المجتمع الدولي لإصلاح النظام النقدي الدولي لم تكن كافية لمعالجة أوجه القصور في معيار الدولار الحالي. ومما يتسم بأهمية خاصة للبلدان النامية أن توفير السيولة الدولية لا يزال يخضع لدورات ازدهار وركود تدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة في الأجل القصير، وأن ترتيبات المصارف المركزية لتبادل العملات الأجنبية ليست فعالة في تنسيق النزوع لتكديس احتياطات النقد الأجنبي لأغراض تحوطية. وعلاوة على ذلك، فإن أوجه القصور في تنسيق السياسات الدولية قد فشلت في معالجة مشكلة انعدام المساواة في تقاسم عبء التكيف بين بلدان العجز والفائض.

وفيما بين البلدان النامية، كانت أمريكا اللاتينية رائدة في تنفيذ آليات المدفوعات هذه^(٤٢). ففي عام ١٩٦٥، أنشأت رابطة تكامل أمريكا اللاتينية "اتفاق الائتمان والسداد المتبادل" بين المصارف المركزية للبلدان الأعضاء. ويعمل هذا الترتيب كغرفة مقاصة وآلية للقروض القصيرة الأجل للمعاملات التجارية، تشمل فترة تخلص مدتها أربعة أشهر (مع تحمل المصارف المركزية مخاطر تأخر السداد)، ثم التسوية الصافية بالدولار بعد ذلك. وكثيراً ما استخدمت هذه الآلية خلال السبعينات والثمانينات من القرن الماضي في الأوقات التي كان الحصول فيها على تمويل بالدولار أمراً في غاية الصعوبة. وفي ذروة استخدامها، خلال أزمة ديون أمريكا اللاتينية، كان ٨٠ في المائة من التجارة البنوية يمر من خلال هذا الترتيب. غير أن التغيرات في الأوضاع المالية الدولية في أوائل التسعينات من القرن الماضي كانت تعني أن السداد المسبق الواردات كان أكثر فائدة، بما أدى إلى تشييط استخدام ذلك المرفق من الناحية الفعلية. وذلك ما يفسر جزئياً الانخفاض الملحوظ لاحقاً في حجم المعاملات التي تمت تسويتها من خلال رابطة تكامل أمريكا اللاتينية، الذي هبط إلى ٥ في المائة بالكاد من التجارة البنوية (UNCTAD, 2011). وبالمثل، أسست بلدان أمريكا الوسطى في عام ١٩٦٩ صندوق أمريكا الوسطى لتثبيت النقد من أجل تمويل اختلافات ميزان المدفوعات، ولكن تم تعليق عملياته في منتصف ثمانينات القرن الماضي بعد اتساع نطاق صعوبات السداد من قبل المصارف المركزية المشاركة (انظر TDR 2007).

ومنذ سنوات أزمة عام ٢٠٠٨، أنشأت مختلف مجموعات البلدان عدداً من أنظمة السداد المبتكرة. وأنشئ واحد من أبسط هذه النظم، وهو نظام السداد بالعملة المحلية، الذي تأسس بين الأرجنتين والبرازيل في عام ٢٠٠٨ للتجارة الثنائية بينهما. ويمكن هذا النظام من إتمام المعاملات بين المصدرين والمستوردين في البلدين بالعملات المحلية دون وساطة من الدولار، مثلما كان معتاداً لولا إنشاء هذا النظام. وكان النظام مفيداً بشكل خاص للشركات الصغيرة والمتوسطة، حيث يغنيها عن الحاجة للوصول إلى أسواق صرف العملات الأجنبية، وهو ما كان يضيف كثيراً إلى تكاليفها، حيث إن انخفاض حجم معاملاتها يرتبط عادة بارتفاع تكاليف الوحدة. في البداية، لم يتم سوى عدد قليل من المعاملات بقيمة إجمالية منخفضة، ولكن

٣- تعزيز التعاون على الصعيدين الإقليمي والأقليمي

لما كان الإصلاح الشامل للنظام النقدي الدولي ليس مطروحاً على جدول الأعمال فوراً، ولما كانت التدابير التي اتخذها المجتمع الدولي لمعالجة أوجه القصور في معيار الدولار الحالي تظل غير مرضية، فإن البلدان النامية بحاجة إلى النظر في ما يمكنها القيام به لنفسها. وتمثل إحدى الاستراتيجيات الهامة التي يمكن لفرادى البلدان النظر في اتباعها في استخدام إدارة حساب رأس المال كأداة منتظمة لمنع دورات ازدهار وركود تدفقات رؤوس الأموال الدولية من ممارسة ضغط على أسعار الصرف وزعزعة استقرار الأسواق المالية (TDR 2014).

وهناك أيضاً طرق لمعالجة بعض الشواغل المحددة من خلال الترتيبات الثنائية والإقليمية وغيرها من الترتيبات الجماعية التي توفر قادراً إضافياً من إمكانية الوصول إلى السيولة، سواء بصفة عامة، وأيضاً للتمويل في حالات الطوارئ عند اللزوم. وقد ركزت

التطورات الأخيرة في الترتيبات النقدية الإقليمية والأقليمية بشكل متزايد على التخفيف من الآثار السلبية للصدمات المالية الخارجية بغية تأمين الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي داخل كل مجموعة من البلدان. ويمكن إنجاز ذلك بعدد من الطرق: إنشاء نظم للمدفوعات تقلل من تقلب تدفقات رؤوس الأموال الخاصة عبر الحدود وتشجع التجارة البنوية في المجموعة دون استخدام الدولار، وتجميع الاحتياطات التي توفر التمويل القصير الأجل لتسهيل التكيف الخارجي، وتنسيق سياسات سعر الصرف بما يحول دون تراكم الاختلالات على الصعيد الأقليمي أو يسهل تصحيحها^(٤٣).

وتُعد نظم المدفوعات الإقليمية التي تقلل من عدد وقيمة المعاملات التي يتعين إتمامها بعملة أجنبية من بين وسائل التخفيف من انعدام اليقين والمخاطر في أسعار الصرف. كما يمكن أن تساعد في تشجيع التجارة البنوية عن طريق خفض تكاليف المعاملات من خلال استخدام العملات المحلية في هذه التجارة بدلاً من الاضطرار إلى تغيير العملات (لعدة مرات في أحيان كثيرة) مقابل عملة دولية ثالثة.

لما كان الإصلاح الشامل للنظام النقدي الدولي ليس مطروحاً على جدول الأعمال فوراً، ولما كانت التدابير التي اتخذها المجتمع الدولي لمعالجة أوجه القصور في معيار الدولار الحالي تظل غير مرضية ...

... فإن البلدان النامية بحاجة إلى النظر في ما يمكنها القيام به لنفسها على المستوى الإقليمي.

ونيكاراغوا، وهندوراس. وهذه الآلية أوسع من نظام السداد بالعملية المحلية ومن النظام الموحد، وتشمل جميع أنواع المعاملات، فيما عدا المعاملات التجارية، وبما في ذلك التحويلات. وهي تهدف إلى توفير آلية رخيصة وسريعة وآمنة للتحويلات والتسويات بين الشركات والمؤسسات المالية والمصارف المركزية للدول الأعضاء. وتتم جميع العمليات بصورة مركزية من خلال جهة إدارة مؤسسية واحدة (حالياً الجمهورية الدومينيكية) تظطلع بمسؤولية التسوية الإجمالية للمراكز المالية في الوقت الحقيقي. ونتيجة لذلك، يُقدر أن تكلفة المعاملات التجارية الإقليمية قد انخفضت بدرجة كبيرة (Perez Caldentey et al., 2014; Fritz and Mühlich, 2014).

وتظهر أيضاً آليات إقليمية للمساعدة في تلبية احتياجات البلدان النامية من رؤوس الأموال الدولية في الأجلين المتوسط والقصير، بما يمكن أن يسهم بالتالي في تعزيز قدرتهم على الصمود أمام الصدمات الخارجية. ومن المعترف به منذ وقت طويل أن توفير التمويل المعاكس للدورات الاقتصادية هو أحد الركائز الهامة للتعاون والتكامل الماليين على الصعيد الإقليمي.

ومن أمثلة هذه الآليات مبادرة شيانغ ماي، التي أطلقتها اقتصادات الآسيان + ٣^(٤٤) (رابطة أمم جنوب شرق آسيا + جمهورية كوريا والصين واليابان) في أيار/مايو ٢٠٠٠. وهي نظام لترتيبات التبادل الثنائي يهدف إلى توفير دعم السيولة للأعضاء الذين يواجهون مشاكل في ميزان المدفوعات في الأجل القصير. وحلت محلها مبادرة شيانغ ماي المتعددة الأطراف، وهي إطار متعدد الأطراف لتجميع الاحتياطات وترتيبات التبادل. وبدأ تفعيل المبادرة المتعددة الأطراف في آذار/مارس ٢٠١٠ بحجم أولي يبلغ ١٢٠ بليون دولار، تضاعف إلى ٢٤٠ بليون دولار في عام ٢٠١٢. والمبادرة مصممة لإكمال الترتيبات المالية الدولية القائمة لمعالجة صعوبات السيولة القصيرة الأجل في ميزان المدفوعات في المنطقة. وهناك أيضاً خطط لإنشاء خط تحوطي للمبادرة المتعددة الأطراف، للعمل بالتوازي مع آلية المبادرة، التي أعيد تسميتها لتصبح مرفق الاستقرار^(٤٥). وبالإضافة إلى ذلك، أنشئ مكتب بحوث الاقتصاد الكلي للآسيان + ٣ في نيسان/أبريل ٢٠١١ كوحدة إشرافية إقليمية مستقلة تقوم بتحليل ورصد الاقتصادات الإقليمية ودعم عملية صنع القرار في المبادرة المتعددة الأطراف.

غير أنه لم يظهر أي من مبادرة شيانغ ماي أو المبادرة المتعددة الأطراف كبدايات رئيسية لصندوق النقد الدولي أو لمصادر^(٤٦)

سرعان ما ازداد استخدام النظام، وبحلول عام ٢٠١٣، كان قد تم تنفيذ قرابة ١٠٠٠٠ عملية تصدير برازيلية (أي واردات أرجننتينية) من خلال النظام. ولم يكن المصدرون الأرجنتينيون إلى البرازيل يستخدمون النظام بنفس القدر، وهو ما كان يُعزى في جانب منه إلى فوائد المراجعة التي تعود عليهم من الاحتفاظ بالدخل في شكل دولارات. ويستأثر النظام بنسبة ٣ في المائة فحسب من إجمالي التجارة الثنائية بين البلدين، غير أنه لا يزال يفيد بوضوح الشركات الأصغر، التي أفاد قرابة ثلاثة أرباعها باستخدامها للنظام عدة مرات. وقد وقعت أوروغواي مؤخراً اتفاقاً لنظام السداد بالعملية المحلية مع البرازيل (في عام ٢٠١٤) والأرجنتين (في عام ٢٠١٥)، بما يهيئ أساساً لنظام متعدد الأطراف يمكن أن تنضم إليه بلدان أخرى في السوق المشتركة لبلدان المحروط الجنوبي.

وثمة آلية أخرى أكثر تعقيداً أنشئت في عام ٢٠١٠، وهي النظام الموحد للمقاصة الإقليمية للمدفوعات، الذي يقوم على أساس عملة إقليمية "افتراضية"^(٤٧). والبلدان المشاركة في هذا الترتيب هي إكوادور، وأوروغواي، ودولة بوليفيا المتعددة القوميات، وجمهورية فنزويلا البوليفارية، وكوبا، ونيكاراغوا. ومثل نظام السداد بالعملية المحلية، يهدف النظام الموحد إلى تجنب استخدام عملة أخرى، مثل الدولار، لإتمام المعاملات داخل المنطقة. ويتيح النظام الموحد تأخير تسوية المدفوعات (خلافاً لنظام السداد بالعملية المحلية، حيث تتم تسوية المعاملات في معظمها في غضون ٢٤ ساعة). وقد ازداد استخدامه بسرعة: ففي غضون أربع سنوات من إنشائه، أصبح يستأثر بنحو ٢٤ في المائة من مجموع المعاملات البنينة في مجموعة البلدان (Perez Caldentey et al., 2014). ومثل نظام السداد بالعملية المحلية، يستخدم أعضاء النظام الموحد الآلية

بدرجات متفاوتة، بما يعكس اختلاف هيكلها الاقتصادية وإحجامها. وجمهورية فنزويلا البوليفارية هي الأكثر استخداماً للنظام، الذي استأثر بنسبة ٩٣ في المائة من إجمالي وارداتها البنينة في عام ٢٠١٢. وفي المقابل، لم تستخدمه إكوادور إلا بنسبة ٧ في المائة فقط من معاملاتهما، في حين استخدمته كوبا لنحو ١٠ في المائة من صادراتهما.

وكان تخفيف المدفوعات الإلكترونية وإنشاء نظام أكثر حداثة للمعاملات الإقليمية هو الهدف من آلية أخرى للسداد في أمريكا اللاتينية، تُعرف باسم نظام السداد المترابط الإقليمي. وهذه الآلية، التي استحدثت قبل الأزمة الاقتصادية والمالية، بدأت بالسلفادور (عام ٢٠٠٧)، ثم انضم إليها أعضاء جدد مع تطور الأزمة، بما في ذلك الجمهورية الدومينيكية، وغواتيمالا، وكوستاريكا،

ولأمريكا اللاتينية تاريخ طويل من الترتيبات الإقليمية التي تنطوي على دعم ائتماني متبادل فيما بين البلدان. فالصندوق الاحتياطي لأمريكا اللاتينية الذي أنشئ في عام ١٩٧٨ هو آلية لتقاسم السيولة بين البلدان الأعضاء المتوسطة والصغيرة الحجم (Fritz and Mühlich, 2014). ويتوقف حجم إقرضه على رأس المال المُسدد من أعضائه،

وعلى نوع الائتمان - ما إذا كان لتمويل ميزان المدفوعات، أو نقص السيولة، أو غير ذلك من أنواع حالات الطوارئ - مع حد أقصى يبلغ مرتين ونصف المرة رأس المال المُسدد بالنسبة لمشكلات لميزان المدفوعات. غير أن قدرته على الصرف صغيرة نسبياً، إذ لا يزيد رأس ماله المُسدد عن ٣,٦ بليون دولار فقط، حيث تتراوح فرادى المساهمات فيه بين ٣٢٨ و ٦٥٦ مليون دولار. ومع

ذلك، فإن آليات التصويت لاتخاذ القرارات قد خلقت إحساساً بالملكية بين البلدان الأعضاء في الصندوق^(٤٩). وينعكس ذلك على مركزه كدائن مفضل، وتمتعه بمعدل صفري للتخلف عن السداد، وتمتعه بتصنيف ائتماني أعلى من فرادى البلدان نفسها، حتى في سياق التخلف عن سداد الديون السيادية. كما يُعرف عنه الاستجابة السريعة لطلبات القروض، دون تعليق أي شروط على ما يقدمه من مساعدة. ولا تزال البلدان الأعضاء الأكبر تميل لاعتباره آلية مكتملة لترتيبات تقاسم السيولة الأخرى مثل الدعم المقدم من صندوق النقد الدولي، وإن كانت بعض البلدان مثل إكوادور قد اقترضت من الصندوق الاحتياطي لأمريكا اللاتينية أكثر مما اقترضت من صندوق النقد الدولي (Fritz and Mühlich, 2014: 10). وتثير احتمالات توسيعه ليشمل اللاعبين الإقليميين الرئيسيين الآخرين، مثل الأرجنتين والبرازيل والمكسيك، مخاوف تتعلق بآلية التصويت والإشراف عليه (انظر Titelman et al., 2014)، بما يماثل مخاوف المخاطر المعنوية المتعلقة بالمبادرة المتعددة الأطراف، كما ذكر آنفاً.

وعلى غرار الصندوق الاحتياطي لأمريكا اللاتينية، يوفر صندوق النقد العربي التمويل الطارئ لميزان المدفوعات الذي يُصمم شروط الإقراض تبعاً لحالة كل مستفيد. والشروط عموماً أقل صرامة من شروط صندوق النقد الدولي. وقد بدأ صندوق النقد العربي عملياته في عام ١٩٧٧ بـ ٢٢ بلداً من بلدان غرب آسيا وأفريقيا. وبالنظر إلى أن إجمالي رأس ماله المكتتب يبلغ حوالي ١,٨ بليون دولار، أي أصغر من رأس مال الصندوق الاحتياطي لأمريكا اللاتينية، فإنه عادة ما يُكمل قروض صندوق النقد الدولي (للاطلاع على مزيد من المناقشة، انظر TDR 2007, and Fritz and Mühlich, 2014).

البلدان المتقدمة للمساعدة في حل مشكلات ميزان المدفوعات لدى البلدان الأعضاء. بل إنهما لم تُستخدما على الإطلاق خلال أزمة الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، ولم تُستخدما منذ ذلك الحين إلا نادراً. ففي الأصل، كان حجم السيولة الدولية التي يمكن سحبها من المبادرة المتعددة الأطراف يبدو أصغر من أن يشكل دفاعاً موثقاً به ضد تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

والأهم من ذلك، أن العضو الذي يسعى لسحب ما يتجاوز حصة معينة من الحد الأقصى لمبلغ التبادل الذي يمكنه الحصول عليه يجب أن يكون قد أبرم اتفاق قرض مع صندوق النقد الدولي وخضع لمشروطة الصندوق^(٤٧). غير أنه بمجرد دخول الخط التحوطي والإشراف الإقليمي من جانب مكتب بحوث الاقتصاد الكلي بالمبادرة

المتعددة الأطراف مرحلة التشغيل الكامل، سيكون من الممكن تقليص الارتباط بمشروطة صندوق النقد الدولي، بما يجعل هذه الأموال أكثر جاذبية. ولكن سيكون من المهم بعد ذلك التأكد من أن هذا الترتيب لا يربط قروضه بمشروطيات مماثلة لما يفرضه صندوق النقد الدولي، وهو ما يمكن أن يُنقِر البلدان من استخدامه.

يمكن لإقامة ترتيبات تبادل بين مؤسسات مالية إقليمية وأحد المصارف المركزية التي تصدر عملة دولية أن تحدث زيادة كبيرة في كمية دعم السيولة المتاح لأعضاء الترتيبات الإقليمية^(٤٨). ففي منطقة الآسيان، ستكون المبادرة المتعددة الأطراف مناسبة تماماً للاضطلاع بهذا الدور، حيث إنها تضم في عضويتها كلاً من الصين واليابان، اللتين سبق وأن شاركتا في ترتيبات تبادل ثنائية مع بلدان في المنطقة. ولكي تكون هذه الترتيبات المرتبطة للتبادل فعالة بشكل كامل، سيتعين عليها، من حيث المبدأ، أن توفر إمكانية الحصول على كميات غير محدودة من السيولة. وقد أشير إلى أنه يمكن حل مسائل المخاطر المعنوية ذات الصلة من خلال ربط هذه إمكانية بعملية التأهيل المسبق لمراقف خط الائتمان المرن وخط الائتمانات التحوطية وائتمانات السيولة في صندوق النقد الدولي. وبالتالي، يمكن للبلدان المؤهلة مسبقاً الوصول إلى مرافق صندوق النقد الدولي باعتبارها خط الدفاع الأول، ثم تتوفر لهم بعد ذلك إمكانية الوصول إلى مبادلات غير محدودة إذا ما حدث إقبال هائل على سحب السيولة (Park and Wyplosz, 2014). وفي حين يثير هذا الاقتراح العديد من المخاوف المرتبطة بقروض صندوق النقد الدولي، كما سبق ذكره، فإنه يستحق المزيد من النقاش، خصوصاً إذا أُجري الإصلاح المناسب لإدارة صندوق النقد الدولي ومهامه الإشرافية.

على أساس إقليمي، بالاستفادة من ترتيبات التبادل القائمة. ومن شأن ذلك أن يسمح للبلدان النامية بمواصلة مسارات تنميتها دون الاعتماد على إصلاح الهيكل النقدي والمالي الدولي، خاصة مع عدم أخذ مخاوفهم في الاعتبار بشكل كاف في المناقشات المتعلقة بالإصلاح. وبالنسبة لهذه البلدان، كما يقول كريغيل (Kregel, 2015: 21)، فإن "الميزة الأساسية لخطط اتحادات المقاصة هي انتفاء الحاجة لوجود عملة دولية للاحتياطي، فلن تكون هناك أسعار صرف في السوق أو تقلبات في أسعار الصرف، ولن يكون هناك تكافؤ يلزم الدفاع عنه".

وثمة مشكلة تؤثر على الترتيبات الإقليمية، وهي أن جميع أعضائها يمكن أن يتعرضوا للصدمات الخارجية في نفس الوقت. وتبرز هذه المشكلة بوضوح الحاجة لتلا يقل الحد الأدنى لحجم هذه الترتيبات عن حد معين. كما أن الارتباط بترتيبات التبادل الإقليمية سيكون مفيداً بشكل خاص في هذا الصدد. ويمكن أن تتمثل إمكانية أخرى في إنشاء صندوق مشترك مع زيادة رأسماله المدفوع بصورة دورية، حيث يمكن لاتحاد المقاصة أو تجمع الاحتياطي الإقليمي أن يزيد قدراته على توفير السيولة بالاقتران من تلقاء نفسه. بل يمكن أن يكون ذلك أداة فعالة لمنع انتشار العدوى داخل المناطق في حالة حدوث صدمات خارجية متفاوتة الكثافة أو بفوارق زمنية متباينة. وعلاوة على ذلك، ففي المجتمع الدولي غير المتجانس، يمكن للمبادرات الإقليمية القوية أن تنضم إلى المؤسسات العالمية والإقليمية والوطنية لخلق منظومة حوكمة أفضل من أي ترتيب منفرد لا يعتمد إلا على المؤسسات المالية العالمية.

ويذهب أحد الاقتراحات الأخيرة إلى ما هو أبعد من ذلك، ويبيّن على فكرة كينز المتعلقة بإنشاء غرفة مقاصة لتيسير التجارة والمدفوعات الدولية الأخرى باستخدام التحركات الدائنة والمدينة المقومة بوحدة حساب اسمية (Kregel, 2015) (٥٠). ويكون لوحدة الحساب سعر تحويل محدد مقابل العملات الوطنية، ولكن لا يجوز تداولها. ولا يمكن استخدام الحسابات الدائنة لدى غرفة المقاصة إلا مقابل حسابات مدينة لشراء الواردات. ويكون لدى البلدان التي تمتلك فائضاً في الحساب الجاري حافز لإنفاق حساباتها الدائنة حيث تنتهي صلاحيتها إذا لم يتم استخدامها خلال فترة محددة. ومن شأن هذا الشرط أن يساعد في دعم الطلب العالمي، وأن يؤدي إلى تقاسم أكثر إنصافاً لعبء التكيف، على حد سواء (٥١). وعلى وجه الخصوص، فإن الضرائب أو رسوم الفائدة على الأرصدة الدائنة والمدينة تحد من اختلالات ميزان المدفوعات بطريقة متماثلة؛ كما أن التغيرات في أسعار الصرف بناء على مفاوضات متعددة الأطراف يمكنها تصحيح الاختلالات عندما يتجاوز حدودها. ويمكن استخدام ما يتم جمعه من رسوم كرسيد إضافي لدعم حسابات المقاصة في البلدان النامية. وكميزة إضافية، يمكن لمركز الحساب الجاري لبلد ما أن يجد من تدفقات رؤوس الأموال إليه، بينما يمكن لرؤوس الأموال الخارجة في شكل استثمارات مباشرة أجنبية أو استثمارات محافظ مالية أن تحقق التوازن مع القروض الأجنبية بنفس الطريقة التي تحققه بها الواردات. ولن تكون هناك حاجة لتكديس احتياطات من النقد الأجنبي، وسيكون من الممكن تعديل أسعار الصرف الاسمية مع وحدة الحساب لدعم سياسات التنمية. ويمكن إنشاء غرف المقاصة هذه

دال - الاستنتاجات وجدول أعمال السياسات العامة: مزايا وعيوب مقترحات الإصلاح الحالية

والكساد المرتبطة ببعض التدفقات الخاصة تبين ضرورة إيلاء مزيد من الاهتمام للتحدي المتمثل في ضمان إمدادات منظمة ويمكن التنبؤ بها من السيولة الدولية الرسمية، وخاصة التمويل القصير الأجل اللازم لتعويض النقص المفاجئ في السيولة.

ويمكن أن تأخذ الجهود الرامية إلى إصلاح النظام النقدي الدولي شكل إحداث تغييرات إجمالية في ترتيبات واتفاقات التبادل العالمية، أو الأخذ بإصلاحات أكثر جزئية وأقل طموحاً لمعيار

كانت أوجه قصور النظام النقدي الدولي محل نقاش مكثف على مدى عقود، ولكن البيئة الاقتصادية العالمية الجديدة غيرت بعض التحديات واستحدثت شواغل جديدة. فالتحدي المتمثل في توفير مستوى كاف من السيولة الدولية، الذي كان يحتل مكانه في صلب النقاش حول إصلاح النظام النقدي الدولي خلال فترة بريتون وودز، قد فقد الكثير من أهميته. فتدفقات رؤوس الأموال الدولية الخاصة كانت في بعض الأحيان تكمل السيولة الدولية الرسمية، ولكنها كانت تتضاءل أمامها في كثير من الأحيان. كما أن دورات الازدهار

الصرف، وتجعل البلدان مكشوفة تماماً أمام دورات الازدهار والكساد التي تميز تدفقات رؤوس الأموال الدولية، فضلاً عما تخلقه من تحديات إضافية للسياسة النقدية في البلدان النامية. ويعني ذلك تدني مرتبة معيار الدولار الحالي، بالمقارنة بمرتبته قبل الأزمة، حيث تزيد الأزمة من شدة الاحتياج إلى حيازات النقد الأجنبي، وتزيد من حدة انحياز النظام وافتقاره للإنصاف، وتحد من المجال المتاح للسياسة المحلية،

يطرح الاقتصاد العالمي الآخذ في التطور تحديات جديدة على الإصلاح الذي يهدف إلى توفير تمويل مستقر وآمن في حالات الطوارئ، ومعالجة افتقار النظام النقدي الدولي إلى الإنصاف وتحيزه للتدابير الانكماشية.

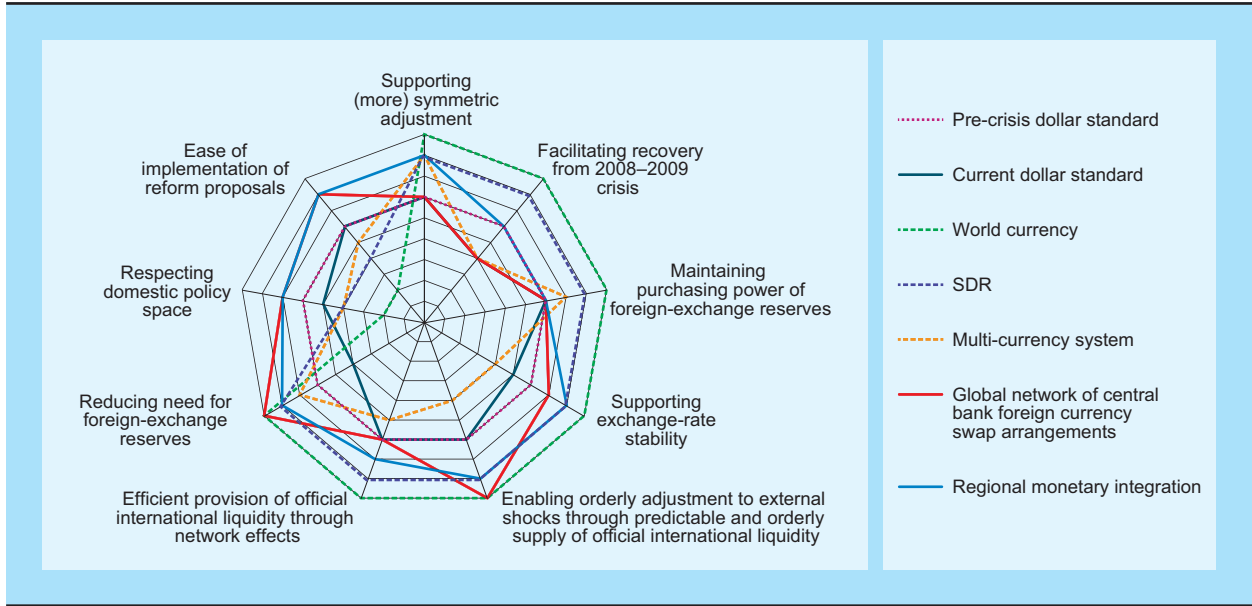
وتبطئ الانتعاش الاقتصادي.

ولخلق اختلالات خارجية مفرطة تشكل مخاطر على استقرار سعر

الدولار. وعادة ما تنطوي هذه الخيارات على المفاضلة بين الشمولية وإمكانية التطبيق، كما يوضح الشكل 3-3، حيث يمكن أن يكون معيار الدولار قبل الأزمة بمثابة المستوى المرجعي^(٥٢). ويعرض الشكل التحديات الأساسية الثلاثة التي تواجه النظام النقدي الدولي التي ورد ذكرها في المقدمة، إلى جانب التحديات التي تظهر في النقاش الأحدث. فقد كشفت الأزمة، على سبيل المثال، ميل معيار الدولار

الشكل 3-3

سمات معيار الدولار الحالي ومقترحات الإصلاح البديلة



المصدر: أمانة الأونكتاد.

الفعال في مجال السياسات الاقتصادية الكلية العالمية، فإنه لم يكن ملحوظاً إلا في حالات الأزمات الحادة، عندما تتوافق المصالح الوطنية للبلدان، ويكون من الممكن التغلب على الخلافات بشأن النموذج الاقتصادي الصحيح، فضلاً عن اتجاه وحجم تأثيرات السياسات وما يرتبط بها من آليات الرصد والالتزام. وتتضح هذه المفاضلة بين ما هو مستحسن وما هو ممكن بصورة خاصة في الوقت الحالي، عندما يمكن أن يستفيد الانتقال من الانتعاش الاقتصادي الضعيف إلى النمو العالمي المستدام استفادة كبيرة من تنسيق السياسات التوسعية.

والترتيبات الجديدة المتعددة الأطراف هي الإصلاحات الوحيدة التي من شأنها إيجاد حل فعال لتحيزات للنظام، من حيث انعدام الإنصاف والتماثل على حد سواء. ولذلك، يجب أن تظل هذه الترتيبات هدفاً طويلاً الأجل لأي برنامج للإصلاح الشامل. ولكن طالما ظلت المصالح الوطنية تهيمن على عملية رسم السياسات دون أن تكون هناك مؤسسة فوق وطنية تمتلك آليات فعالة للإنفاذ، مثل مصرف مركزي عالمي أو سلطة مالية عالمية، لن يكون هناك سوى احتمال ضئيل لوجود عملة عالمية. ورغم كل المزايا الواضحة للتعاون

في حالات الطوارئ بصورة منظمة ويمكن التنبؤ بها. غير أن تشجيع الدول النامية على الاحتفاظ بكميات أكبر وأكثر من احتياطات النقد الأجنبي إنما ينطوي على مخاطر جسيمة، لا تقتصر على تلك البلدان نفسها فحسب، بل تمتد أيضاً إلى الاقتصاد العالمي ككل. فاحتياطات النقد الأجنبي التي تراكمت من خلال الاقتراض في أسواق الائتمانات الدولية، أو على أساس تدفقات محافظ رؤوس الأموال يمكن أن تزيد من انكشاف البلدان أمام انتكاسات تدفق رؤوس الأموال وعدم الاستقرار المالي على الصعيد العالمي. وعلاوة على ذلك، فإن التكاليف المترتبة على الاحتفاظ بالاحتياطات المقترضة في أسواق الائتمانات الدولية ستزيد أيضاً من انعدام الإنصاف في النظام الحالي. وثمة حل آخر ممكن يتمثل في محاولة البلدان تحقيق فوائض في الحساب الجاري. غير أنه بالنظر إلى الأسئلة العديد المرتبطة بتوفر إمكانيات استراتيجيات النمو الذي تقوده الصادرات في البيئة الاقتصادية بعد الأزمة (TDR, 2013)، فإن هذا الخيار ربما يدفع البلدان النامية إلى استهداف خفض سعر الصرف، الأمر الذي قد يعرض للخطر قدرتها على تحمل الدين الخارجي، ويثير خطر اندلاع حرب عملات. وعلاوة على ذلك، فإن ازدياد التحيز الانكماشى للنظام النقدي الدولي المرتبط بالمحاولات الواسعة لتكديس احتياطات النقد الأجنبي سيؤدي إلى زيادة تقييد الطلب العالمي الضعيف أصلاً، وتأخير الانتعاش الاقتصادي.

ورما كان أحد الخيارات المفضلة للبلدان النامية يتمثل في القيام بصورة استباقية بسلسلة من المبادرات الإقليمية والأقليمية الرامية إلى تعزيز الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي على الصعيد الإقليمي، والحد من الحاجة إلى تكديس النقد الأجنبي، وتعزيز المرونة والقدرة على التعامل مع أزمات ميزان المدفوعات. وفي حين تعاني الترتيبات الإقليمية من بعض أوجه القصور المؤسسية، فإن أكبر مشكلاتها ربما كانت تتمثل في حجمها المحدود. ويمكن التغلب على ذلك عن طريق إنشاء مناطق التعاون النقدي على الصعيد الإقليمي، تشمل ترتيبات للمقاصة وأنظمة للتمويل في حالات الطوارئ يمكن أن تستوعب عدداً كبيراً من هذه الصدمات، وتقلل بالتالي الحاجة إلى التأمين الذاتي. ويمكن أن تتمثل إمكانية أخرى في ربط الترتيبات الإقليمية بمراقب عالمية، مثل صندوق النقد الدولي، أو بترتيبات لتبادل العملات الأجنبية تشمل مصرفاً مركزياً يصدر عملة دولية (TDR 2007; Aglietta and Coudert, 2014). حتى الآن، لم تكن مقترحات التعاون مع صندوق النقد الدولي (على

ومن المشكوك فيه أيضاً، في الطرف الحالي، ما إذا كان من الممكن تنفيذ التغييرات المؤسسية اللازمة للتحرك نحو نظام قائم على حقوق السحب الخاصة. وفي حين قد يكون التحرك نحو نظام نقدي متعدد الأقطاب مفيداً من حيث توفير السيولة الدولية الرسمية بشكل أكثر مرونة، فإن من المحتمل أن يشكل ذلك مخاطر على استقرار سعر الصرف. وقد تقوم عملات دولية بديلة، مثل اليورو والريميني، بأدوار متزايدة الأهمية في إعداد الفواتير التجارية وتسوية المعاملات الدولية. غير أنه من غير المرجح أن يزداد دورها كأصول احتياطية بدرجة كبيرة في المستقبل المنظور، حيث تستمر الأزمة في منطقة اليورو ويتبين أن تدويل الريميني سيكون عملية طويلة الأجل.

ويمكن أن توفر ترتيبات تبادل العملات الأجنبية التي أنشأتها المصارف المركزية لمختلف البلدان أداة يمكن أن تكون قوية لضمان توفير السيولة الدولية الرسمية بصورة منظمة ويمكن التنبؤ بها. وحالياً، تلي النسبة الأكبر من هذه التبادلات احتياجات البلدان المتقدمة، في حين أن التبادلات التي تضم بلداناً نامية لا تزال محدودة نسبياً.

وطالما ظلت محاولات تعزيز التنظيم المالي وتحسين مرونة النظم المالية غير فعالة إلى حد كبير في معالجة المخاطر العالمية وعوامل التأثير التي تحرك دورات الازدهار والكساد في تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وطالما ظلت البلدان النامية تعزف عن اعتماد سياسات إدارة حسابات رأس المال كأدوات عادية للسياسات، فإن المساعدة المالية من صندوق النقد الدولي تظل آلية التأمين الجماعية الوحيدة المتاحة لهم. غير أن مساعدات الصندوق غالباً ما تنطوي على تبني سياسات مساندة للدورات الاقتصادية خلال فترات الأزمات، ويختار العديد من البلدان بصورة أعم تجنب الشروط المرتبطة بالبرامج المدعومة من الصندوق. وبالتالي، فإن إشراك صندوق النقد الدولي في إصلاح النظام النقدي الدولي الذي يلي احتياجات البلدان النامية سيستلزم الإصلاح المسبق لإدارة صندوق النقد الدولي وتوجه سياساته وآلياته الإشرافية.

وهذه الصعوبات في تصميم وتنفيذ مختلف مقترحات الإصلاح تعزز التصور القائل بأن التأمين الذاتي في شكل الاحتفاظ بكميات كبيرة من النقد الأجنبي يُعد استراتيجية فعالة للبلدان النامية لتعزيز استقرار سعر الصرف وضمان توافر التمويل

إن إشراك صندوق النقد الدولي في إصلاح النظام النقدي الدولي بما يلي احتياجات البلدان النامية إنما يستلزم الإصلاح المسبق لإدارة الصندوق وتوجه سياساته وآلياته الإشرافية.

ويصعب فصل مقترحات الإصلاح التي يناقشها هذا الفصل عن المقترحات التي ترمي إلى تجنب عدم استقرار النظام المالي، أو التخفيف منه على الأقل. وفي الحقيقة، فإن المقترحات التي يناقشها هذا الفصل هي مكملات للإصلاح الضروري بنفس القدر للهيكلة التنظيمي والإشرافي للنظام المالي، ويجب ألا ينظر إليها كبديل لذلك الإصلاح. وهذا هو موضوع الفصل التالي.

سبيل المثال (Volz, 2012; IMF, 2013) تتضمن أي قواعد أو مبادئ توجيهية ملزمة، ولا يبدو أنه قد تحقق الكثير بشأن التنسيق مع ترتيبات التبادل خارج كل منطقة. ويتعين توضيح طرائق التنسيق قبل اندلاع أزمة جديدة، بحيث تكون هناك استجابة جاهزة عند الحاجة، والحد بأقصى درجة من الازدواجية وإحلال الموارد من مختلف المصادر.

الحواشي

- (١) تطور مفهوم "السيولة الدولية" بمرور الوقت. فقد كان يشير، بصورة تقليدية، إلى الأصول من الذهب والعملات الأجنبية التي يسهل للمصرف المركزي للبلد الوصول إليها. ولا يزال هذا المفهوم قائماً بالنسبة لتلك البلدان التي تتحكم بشكل مباشر في المعاملات الدولية للمقيمين فيها، والتي تدير أسعار الصرف. أما بالنسبة للبلدان التي تُعَوِّم أسعار الصرف ويمكن للمقيمين فيها أن يمارسوا المعاملات الدولية بحرية، على النقيض من ذلك، فتشمل السيولة الدولية أيضاً الأصول من الذهب والعملات الأجنبية والقروض التي يمكن للمقيمين فيها الوصول إليها.
- (٢) يتمثل الغرض من توفير التمويل القصير الأجل في الحيلولة دون عجز البلدان التي تواجه مشكلات في الحصول على السيولة الدولية أثناء الأزمات عن الوفاء بالتزاماتها الخارجية أو الاضطرار إلى اتخاذ تدابير جادة "للتصحيح". ولا يهدف ذلك إلى معالجة المشكلات المرتبطة بمسائل الديون السيادية، التي يتناولها الفصل الخامس من هذا التقرير.
- (٣) تجدر ملاحظة أن مسائل الاختلالات الخارجية وتصحيحها في سياق النظام النقدي الدولي تستند إلى مفهوم توازن ميزان المدفوعات، حيث يتوازن الحساب الجاري لأي بلد، في المتوسط، بمرور الوقت. ولا يأخذ ذلك بعين الاعتبار أن البلدان النامية، وبخاصة أقل البلدان نمواً، قد تواجه عجزاً في الحساب الجاري لفترة طويلة من الزمن نتيجة لاحتياجها لاستيراد السلع الرأسمالية والمشاريع الاستثمارية المالية. وفي الأوضاع المثالية، ينبغي تغطية الاحتياجات التمويلية المتصلة بذلك من خلال تمويل التنمية على المدى الطويل، وهو ما ينصب عليه تركيز الفصل السادس من هذا التقرير.
- (٤) في الواقع فإنه في حين شهدت هذه الفترة العديد من حالات تخفيض قيمة العملة من جانب البلدان النامية للتعويض عن ارتفاع معدلات التضخم، فإن انخفاض قيمة الفرنك الفرنسي، يليه الجنيه الإسترليني في المملكة المتحدة، في ستينات القرن الماضي
- (٥) كان يعني تزايد المشاكل في هذا النظام، مما كان يؤذن بزواله في نهاية المطاف.
- (٦) بتعبير أدق، سُمح للبلدان باختيار نظام سعر الصرف الذي يتبعه طالما ظلت تتجنب "التلاعب بالعملة"، رغم أنه لم يُطرح أبداً أي تعريف لفكرة التلاعب بالعملة.
- (٧) في الواقع، كما لاحظ محافظ بنك إيطاليا من قبل: "ليس ثمة مؤسسة رسمية تستطيع تزويد نظام المدفوعات الدولية بالسيولة اللازمة لمواصلة التوسع في التجارة. وأصبح النظام المصرفي الخاص، ومصارف الولايات المتحدة في المقام الأول، هو الذي يتولى هذه الوظيفة من خلال العمليات التي تقوم بها فروعها في الداخل والخارج" (Carli, 1976: 8).
- (٨) يرتفع حجم القروض الدولية خارج الولايات المتحدة إلى ٩ تريليونات دولار إذا أُدرج فيها المقترضون المليون غير المصرفيين، مثل الوكالة الألمانية الحكومية Kreditanstalt für Wiederaufbau التي بلغ حجم ديونها ١٠٠ بليون دولار في منتصف عام ٢٠١٤. هذه الأرقام هي حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى بيانات مستمدة من قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي، IMF's *International Financial Statistics*.
- (٩) تجدر الإشارة إلى أن مدى كفاية الاحتياطي يختلف عن مفهوم المستوى الأمثل للاحتياطيات. فهذا المفهوم الأخير يوازن بين فوائد الاحتياطيات من حيث تجنب الخسائر المحتملة في الناتج والاستهلاك بسبب نقص السيولة المفاجئ وبين تكاليف الفرصة البديلة التي تترتب على الاحتفاظ باحتياطيات، مثل ما ينطوي عليه ذلك من تحويل للموارد إلى بلدان عملة الاحتياطي. ويتحدد المستوى الأمثل الناجم عن ذلك بشدة بالمواقف من المخاطرة، وهي مواقف تخص كل بلد على حدة، وغالباً ما تتفاوت من وقت لآخر.
- (١٠) هذا الشكل الجديد من معضلة تريفين يثير أيضاً التساؤل حول المدى الذي سيظل الدور الدولي للدولار يحقق به فوائد اقتصادية

الاسمي. وفي حين جرى تناول العديد من المشاكل الفنية المرتبطة بهذا الاقتراح (على سبيل المثال، ٢٠١١، Bofinger)، فإن الشروط المحددة لمثل هذه الخطة تقتضي مزيداً من المناقشة.

(١٨) وفقاً لرواية عن استراتيجيتي ألمانيا واليابان، ظلت السلطات اليابانية تقاوم تدويل الين حتى منتصف سبعينات القرن الماضي لحماية النموذج التنموي الياباني الذي كان يستلزم تقليل انتقال الآثار غير المباشرة من الأسواق المالية الدولية إلى الأسواق المحلية، ومنع الضغوط الصعودية على سعر الصرف (Eichengreen, 2011). ولكن اعتباراً من عام ١٩٧٥ تقريباً فصاعداً، بدأت السلطات في تسهيل تدويل الين (انظر أيضاً، Matsukawa, 1982). غير أن إزالة القيود المفروضة على المعاملات المالية المحلية والدولية لم يسفر عن النتيجة المنتظرة، حيث أدت إلى وصول الشركات اليابانية إلى أسواق السندات الدولية في حين استعاضت المصارف المحلية عن عملائها من الشركات بشركات التطوير العقاري، مما أطلق دورة ضخمة من الازدهار والركود في سوق العقارات. أما ألمانيا، فقد أبتقت على القيود المفروضة على مشتريات غير المقيمين من أدوات سوق المال، وذلك كي تكون قادرة على معالجة المخاوف من التضخم عن طريق رفع أسعار الفائدة دون التسبب في حدوث ضغوط لرفع قيمة العملة، وهو ما كان سيعرض للخطر نموذج النمو الذي تقوده الصادرات في البلد (انظر أيضاً، Rieke, 1982)

(١٩) تبنى واضعو السياسات في الصين نهجاً متدرجاً في تدويل الرميني، بالتركيز في البداية على استخدامه كعملة للتسويات والاستثمار، ليعقب ذلك استخدامه كأصل من أصول الاحتياطي. وأدت خطة أطلقت في عام ٢٠٠٩ لتشجيع مدفوعات الواردات بالرميني إلى زيادة سريعة في استخدام الرميني لتسويات التجارة ونشوء أسواق للرميني في الخارج (الأول مرة في هونغ كونغ (الصين)، ثم في سنغافورة، ومقاطعة تايوان الصينية، وبعض البلدان الأوروبية). وعلاوة على ذلك، فإن تعامل المؤسسات الاستثمارية الأجنبية بالرميني قد عزز استخدامه كمخزن للقيمة. كذلك، فإن إنشاء ترتيبات مبادلة العملة الأجنبية (يرد أدناه مناقشة موسعة لذلك) قد زاد من إمكانية الاحتفاظ بالرميني كعملة احتياطية في سياقات معينة.

(٢٠) انظر تشو (Zhou, 2015) للاطلاع على استعراض موجز لكل من تاريخ تحرك الصين نحو قابلية حساب رأس المال للتحويل والإصلاحات المعنية المزمع إطلاقها في عام ٢٠١٥. ويقول تشو أيضاً بأن واحداً من الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية هو أنه لم يعد ينبغي النظر إلى قابلية حساب رأس المال للتحويل على أنها تعني أن تصبح العملات "قابلة للتحويل بالكامل وبحرية". بل إنها تعني بالأحرى الإبقاء على عدد من أدوات إدارة حساب رأس المال، مثل التدابير التحوطية على صعيد الاقتصاد الكلي التي تساعد على إدارة الديون الخارجية المفرطة في القطاع الخاص والتضارب الشديد بين العملات، فضلاً عن الضوابط الرأسمالية على تدفقات رؤوس الأموال المضاربة القصيرة الأجل.

(٢١) يرى بعض المراقبين أن الصين قد تواجه مشاكل مماثلة لتلك التي واجهتها اليابان: ففشل الين في الظهور كعملة دولية في سبعينات

للولايات المتحدة، وهو الأمر الذي كان محل جدل. إذ تذهب إحدى الحجج إلى أن هذا الطلب على الاحتياطيات الدولارية يدفع قيمة الدولار إلى الارتفاع، مما يبطئ نمو الناتج والعمالة في الولايات المتحدة، وخاصة في قطاع السلع المتداولة في البلد، كما يؤثر على الإيرادات الضريبية (Pettis, 2013; Galbraith, 2014). غير أن بمقدور الولايات المتحدة تسوية حسابها الجاري وحالات العجز المالي لديها عن طريق طباعة النقود؛ وبالتالي، فهي أقل عرضة للصدمات الخارجية، في حين يتعين على البلدان الأخرى التكيف مع سياسات الاقتصاد الكلي فيها. وبالإضافة إلى ذلك، فإن بلد عملة الاحتياطي عادة ما يكسب دخلاً من الاستثمار، لأن عائدات الأصول الأجنبية عادة ما تتجاوز عائدات التزاماته الخارجية. ووفقاً لغورينكاس وريي (Gourinchas and Rey, 2007)، تتجاوز هذه الفوائد ٣٠ بليون دولار سنوياً للولايات المتحدة.

(١١) للاطلاع على تقييم نقدي للصلة بين دور الدولار كعملة دولية، والعجز الكبير في الحساب الجاري للولايات المتحدة قبل الأزمة، والطريقة التي حدثت بها الأزمة، انظر، على سبيل المثال، Pettis, 2013; and TDR 2009.

(١٢) ومع ذلك، كان التمويل التجاري هو المجال الرئيسي الذي أصبح فيه تدويل الرميني [العملة الصينية] واضحاً بشكل خاص. فقد ظهر الرميني في عام ٢٠١٣ باعتباره ثاني أوسع العملات استخداماً لتسوية المدفوعات عبر الحدود في التجارة، حيث أصبح يستأثر بنسبة ٩ في المائة تقريباً منها (ECB, 2014: 32).

(١٣) يُستخدم اليورو في ما يقرب من ثلث جميع معاملات الصرف الأجنبي، بانخفاض عن نسبة استخدامه في عام ٢٠١٠ التي كانت تبلغ ٣٩ في المائة، بينما تتراوح نسبة استخدام الين حول مستوى ٢٠ في المائة. وتضم البقية سلة من عملات البلدان المتقدمة والنامية، لم تصنف مصادر البيانات تكوينها بأكثر من ذلك. وتجدر الإشارة إلى أن مجموع النسب المثوية سيتجاوز بالضرورة ١٠٠ في المائة حيث إن كثيراً من المعاملات تنطوي على عملتين.

(١٤) ومع ذلك، لا بد من موازنة تكلفة الاحتفاظ باحتياطيات نقد أجنبي مقابل التكاليف الاقتصادية الكلية المحتملة الناجمة عن الارتفاع الذي يمكن أن يحدث في سعر الصرف في غياب التدخلات في سوق العملات (انظر، TDR 2009: 124-125).

(١٥) للاطلاع على مزيد من التفاصيل التقنية لهذه المراحل الثلاث، انظر Mundell, 2012. وللإطلاع على الدروس المستخلصة من تجارب إنشاء وتسيير النظام النقدي الأوروبي والاتحاد النقدي الأوروبي، انظر TDR 2007.

(١٦) للاطلاع على هذا الاقتراح، وإن يكن بصورة تقتصر على الاتحاد الأوروبي واليابان والولايات المتحدة، انظر: Cooper, 2006.

(١٧) على سبيل المثال، فإن التعويم المدار على أساس القواعد بهدف الوصول إلى سعر صرف حقيقي مستقر يمكن تصميمه بحيث يعوض فوراً الفروق الناشئة في الأسعار والتكلفة من خلال تعديلات مناسبة في سعر الصرف الاسمي، بما يحول دون تراكم اختلالات كبيرة في الحساب الجاري. وفي مثل هذا الوضع، تتسم التدخلات في أسواق الصرف الأجنبي بأهمية حاسمة في تعديل سعر الصرف

- أو "احتياطات فائضة" - يمكن أن تقرضها المؤسسة للبلدان التي تحتاجها.
- (٢٨) تجدر الإشارة إلى أن التنقيح المتفق عليه للحصص تنقيح صغير نسبياً، بحيث إنه حتى بعد تنفيذه، ستظل الحصص لا تعكس زيادة حصص البلدان النامية في الاقتصاد العالمي (Ocampo, 2011: 23-24).
- (٢٩) في سبعينات القرن الماضي، تعثرت المناقشات بسبب عدم الاتفاق على الكيفية التي ينبغي أن تُوزع بها بين الدول الأعضاء مخاطر سعر الصرف والخسائر التي يمكن أن تترتب عليها. وتشير حسابات الخسائر الافتراضية خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٨ إلى أنها خسائر ضئيلة بالنسبة لحجم اقتصاد الولايات المتحدة، ولا تعرقل تبني خطة ماثلة اليوم (Kenen, 2010b).
- (٣٠) للاطلاع على مناقشة مفصلة لهذه المرافق، انظر، على سبيل المثال، مارينو وفولز (Marino and Volz, 2012).
- (٣١) تتعلق الآليات التي تجرى مناقشتها هنا بتضارب العملات وآجال الاستحقاق في تدفقات رؤوس الأموال الدولية الإجمالية. وكانت حقيقة لعب الدولار دوراً رئيسياً في حل المشاكل الناشئة تتصل بمركزه كعملة دولية مهيمنة، دون أن تكون لذلك علاقة مباشرة بالعجز الكبير المسجل في الحساب الجاري في الولايات المتحدة في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨. وفي الواقع، كان يتعين في الوقت نفسه معالجة حالات نقص مماثلة في السيولة بالنسبة لليورو، حيث سجلت منطقة اليورو ككل مركزاً متوازناً أساساً للحساب الجاري، وكذلك بالنسبة للين الياباني والفرنك السويسري، حيث سجلت اليابان وسويسرا فوائض كبيرة في الحساب الجاري.
- (٣٢) بين العرض القطري المحدد الذي يقدمه آيزمان وآخرون (Aizenman et al., 2011)، على سبيل المثال، أنه رغم استخدام جمهورية كوريا حصة كبيرة من احتياطياتها الضخمة من النقد الأجنبي، فإنها لم تتمكن من تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٨ إلا بعد تدخل المصرف المركزي الكوري في ترتيبات تبادل لأول مرة مع مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة، وبعد ذلك مع المصرف المركزي الياباني ومصرف الشعب (المصرف المركزي) الصيني.
- (٣٣) عندما كانت خطوط التبادل المستحقة في ذروتها في كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٨، بلغ مجموعها ٥٨٠ بليون دولار، تشمل ١٤ مصرفاً مركزياً أجنبياً، ويستأثر المصرف المركزي الأوروبي وحده بحوالي أربعة أخماس هذا المبلغ (Fleming and Klage, 2010; Bourgeon, 2015). وشملت مجموعة البلدان التي تغطيها هذه الترتيبات أربعة بلدان نامية، وهي البرازيل وجمهورية كوريا وسنغافورة والمكسيك، وإن كانت البرازيل وسنغافورة لم تسحبا أبداً من مبادلاتهما (Bordo et al., 2014; Bourgeon, 2015).
- (٣٤) غالباً ما تعمل ترتيبات التبادل التي يقدمها المصرف المركزي الصيني للمصارف المركزية في البلدان المتقدمة، مثل البنك الوطني السويسري، على تطوير أسواق الرميني في الخارج (SNB, 2014). فهي تمكن المستوردين في بلد المصرف الشريك للمصرف المركزي الصيني، وكذلك في المناطق المجاورة لهذا البلد، من الحصول بسهولة على أموال مقومة بالرمنيني إذا ما رغبوا في تسوية المعاملات بالرمنيني
- وثمانينات القرن الماضي لم يكن يرجع فحسب إلى إحجام واضعي السياسات اليابانية عن تدويل الين، وإنما أيضاً إلى فشل الين في إثبات نفسه أولاً كعملة إقليمية (Park, 2010; Lee, 2014).
- (٢٢) للاطلاع على مناقشة أوسع لمجموعة واسعة من المسائل التي ينطوي عليها تدويل الرمنيني، انظر، على سبيل المثال، *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, May 2013 - وهو عدد خاص مكرس لهذا الموضوع.
- (٢٣) تتكون حقوق السحب الخاصة حالياً من سلة من أربع عملات - الدولار واليورو والجنه الإسترليني والين - التي تمثل حالياً ٤١,٩، ٣٧,٤، ١١,٣، و ٩,٤ في المائة من إجمالي السلة، على التوالي.
- (٢٤) كثيراً ما يُشار إلى الحاجة إلى تطوير الاستخدام الخاص لحقوق السحب الخاصة باعتبارها تحدياً إضافياً (Mateos y Lago et al., 2009). غير أن من الممكن، كما يشير أوكامبو (Ocampo, 2014)، الجمع بين نظام نقدي عالمي يقوم على حقوق السحب الخاصة ونظام متعدد العملات تمثل فيه حقوق السحب الخاصة الأصل الاحتياطي العالمي مع إمكان الاستمرار في استخدام العملات الوطنية أو الإقليمية في المعاملات التجارية الخاصة. غير أن التحرك نحو مثل هذا النظام المختلط يظل يتطلب إحداث تغييرات مؤسسية كبيرة.
- (٢٥) كانت آخر عملية تخصيص لحقوق السحب الخاصة في عام ٢٠٠٩ تتألف من تخصيص ٢١,٤ بليون من حقوق السحب الخاصة سبق الموافقة عليها في عام ١٩٩٧، وتخصيص جديد لـ ١٦١,٢ بليون من حقوق السحب الخاصة (ما يعادل حوالي ٢٥٠ بليون دولار). ولما كان التخصيص يستند إلى الحصص في صندوق النقد الدولي، فقد ذهب أكثر من نصف هذه الأموال إلى البلدان المتقدمة. ورفعت هذه التخصيصات رصيد إجمالي حقوق السحب الخاصة المعلقة إلى ما يقرب من ٥ في المائة من الاحتياطيات العالمية غير الدولارية. وعلاوة على ذلك، كانت تخصيصات عام ٢٠٠٩ تقل بدرجة كبيرة عن المبلغ المقدر اللازم للحفاظ على استقرار المعروض من الأصول الاحتياطية العالمية، الذي تقدره مجموعة من الدراسات بما يتراوح بين ٢٠٠ و ٣٠٠ بليون دولار سنوياً. وللإطلاع على مقارنات بين العديد من هذه التقديرات، انظر Erten and Ocampo, 2012: 15.
- (٢٦) بمعنى من المعاني، سيكون ذلك أشبه بخلق رابط تنموي في منخصصات حقوق السحب الخاصة، على النحو الذي اقترحه الأونكتاد (UNCTAD, 1965). غير أنه يجب التمييز بوضوح بين إمكانية استخدام حقوق السحب الخاصة كأداة لتمويل التنمية وبين مهامها النقدية التي يمكن تعزيزها والتي يجري التأكيد عليها في هذا الساق.
- (٢٧) من الناحية التقنية، يمكن أن يتم ذلك بأي من طريقتين (Ocampo, 2011: 22): بالسماح لصندوق النقد الدولي "بإصدار حقوق السحب الخاصة بكمية غير محدودة تقريباً في مواجهة الاضطرابات العالمية الكبيرة"، أو باعتبار حقوق السحب الخاصة التي خصصها الصندوق من قبل ولكن لم تستخدمها البلدان بمثابة ودائع -

إدارة الصندوق وباستحداث تغييرات في النهج التي يتبعها في مهمته الإشرافية وعملياته على مستوى الاقتصاد الكلي.

(٤١) للاطلاع على استعراض شامل للترتيبات النقدية والمالية الإقليمية،

انظر UNCTAD, 2011; and Fritz and Mühlich, 2014.

(٤٢) من بين آليات تنسيق الاقتصاد الكلي والتكامل النقدي في أفريقيا،

التي لا ترتبط باليورو والتي تدعمها الخزانة الفرنسية، لا تعمل سوى آلية واحدة، هي المنطقة النقدية المشتركة. وهذا الترتيب القائم بين جنوب أفريقيا وسوازيلند وليسوتو وناميبيا يشكل سوقاً مالية متكاملة يمكن أن تتدفق فيها الأموال بحرية، ويصل فيها الأعضاء إلى الأسواق الرأسمالية لبعضها البعض (Fritz and TDR 2007; and Fritz and Mühlich, 2014).

(٤٣) وحدة النظام الموحد للمقاصة الإقليمية للمدفوعات (SUCRE)

هي وحدة مصطنعة للقيمة على غرار وحدات حقوق السحب الخاصة. ويتم حسابها من سلة من عملات البلدان المشاركة، المرجحة وفقاً لحجمها الاقتصادي.

(٤٤) تضم "الآسيان + ٣" أعضاء رابطة دول جنوب شرق آسيا

(إندونيسيا، وبروني دار السلام، وتايلند، وجمهورية لاو الديمقراطية الشعبية، وسنغافورة، والفلبين، وفييت نام، وكمبوديا، وماليزيا، وميانمار)، بالإضافة إلى جمهورية كوريا، والصين (بما فيها هونغ كونغ (الصينية))، واليابان.

(٤٥) انظر https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/rel140717a.pdf

(٤٦) لمزيد من التفاصيل، انظر موقع AMRO على العنوان التالي: <http://www.amro-asia.org/>

(٤٧) يتم تحديد الحد الأقصى للمبلغ بمضاعف للشراء يُطبق على

مساهمة البلد العضو في المبادرة المتعددة الأطراف، حيث تتراوح مضاعفات البلدان بين ٠,٥ (بالنسبة للصين واليابان) و ٥,٠ (بالنسبة لعدد من الاقتصادات الأعضاء الصغيرة). فعلى سبيل المثال، يصل ذلك المبلغ إلى قرابة ٣٤ بليون دولار للصين، و ٣٨ بليون دولار لليابان، ونحو ٢٣ بليون دولار لكل من اقتصاديات الآسيان الكبرى (إندونيسيا وتايلند والفلبين وسنغافورة وماليزيا).

وازدادت تدريجياً الحصة التي يمكن سحبها دون الارتباط بصندوق النقد الدولي، من ١٠ في المائة في البداية إلى ٣٠ في المائة حالياً، وهناك خطط لزيادتها إلى ٤٠ في المائة. وظل هذا الشرط قائماً منذ بداية مبادرة شيانغ ماي من أجل معالجة المخاطر المعنوية، التي تعتبر مشكلة بسبب استمرار عدم وجود إشراف إقليمي يتمتع بسلطة سياسية كافية، فضلاً عن نقص الموارد البشرية والمالية (Rhee et al., 2013; Shimizu, 2013). وللاطلاع على تفاصيل بشأن تعديل عام ٢٠١٤ للمبادرة المتعددة الأطراف، انظر: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/rel140717a.pdf

(٤٨) ترتيب التبادل المتوخي كجزء من ترتيب احتياطات الطوارئ

لمجموعة البريكس BRICS (لمؤسسيها البرازيل والاتحاد الروسي والهند والصين وجنوب أفريقيا)، الذي كان من المقرر في أيار/مايو ٢٠١٥ أن يبدأ عمله بحلول نهاية عام ٢٠١٥، سيكون ترتيباً أقاليمياً في طابعه. غير أنه لن تشمل مصرفاً مركزياً يصدر عملة

على هذا النحو، كان الغرض الرئيسي منها هو توفير السيولة في حال وجود نقص في تمويل التجارة، وتلبيّن عمل الأسواق المالية الناشئة للترميني في الخارج.

(٣٥) وفقاً لتحليل تجريبي وضعه غارسيا - هيريرو وشيا (Garcia-Herrero and Xia, 2015)، تأثر اختيار البلدان بالحجم الاقتصادي والقرب

الجغرافي للبلد الشريك، فضلاً عن حجم صادراته إلى الصين وتوقيعه على اتفاقية للتجارة الحرة مع الصين.

(٣٦) انظر: Wende P, "Por el swap con China, el BCRA

incorporó yuanes a las reservas", *Ambito Financiero*, 31 October 2014, available at: <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=765312> في تشرين الأول/

أكتوبر ٢٠١٤، عقد المصرف المركزي الصيني ترتيبات مماثلة مع المصرف المركزي للاتحاد الروسي (انظر: PBOC, "Central Banks of China and Russia signed bilateral local currency swap agreement", available at: <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20141015162604364930184/20141015162604364930184.html>).

وخلافاً للترتيبات مع المصارف المركزية في بلدان أخرى مثل شيلي (انظر: <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2015/20150528095203205835709/20150528095203205835709.html>).

لا يقتصر الغرض من هذا الترتيب على تسهيل "التجارة الثنائية والاستثمار المباشر" فحسب، وإنما أيضاً تعزيز "التنمية الاقتصادية في البلدين".

(٣٧) عقدت الصين ترتيبات مماثلة مع جمهورية فنزويلا البوليفارية، حيث أودعت في البداية قروض تمتد لعدة سنوات في احتياطات فنزويلا من النقد الأجنبي، ليبدأ استخدامها تدريجياً في مشاريع التنمية، وخاصة في قطاع النفط. وهناك قروض صينية أخرى إلى جمهورية فنزويلا البوليفارية قد تعزز أيضاً احتياطاتها، حيث إن سدادها سيكون في شكل نفط ووقود (انظر: Reuters, "China to lend Venezuela \$10 billion in coming months", 19 March 2015, available at: <http://www.reuters.com/article/2015/03/19/us-venezuela-china-idUSKBN0MF2AD20150319>).

(٣٨) للاطلاع على عرض مفصل لهذه الشبكات الإقليمية، انظر Allen and Moessner, 2010.

(٣٩) للاطلاع على اقتراح طُرح مؤخراً يستفيد من الخطة التي قدمها كينز إلى مؤتمر برنتون وودز عام ١٩٤٤، انظر Davidson, 2007. وللإطلاع على اقتراحات أخرى بشأن الطريقة التي يمكن بها الاستفادة اليوم من اقتراح كينز الأصلي، انظر Mateos y Lago et al., 2009, and United Nations, 2009.

(٤٠) تدعو مُنح أكثر طموحاً لتعديل المادة الرابعة من اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي من الاتفاق لاستحداث التزام على الدول الأعضاء بتوجيه سياساتها المحلية لتحقيق الاستقرار على الصعيدين الداخلي والعالمي على حد سواء (Palais Royal Initiative, 2011)، أو تحويل صندوق النقد الدولي حق تحديد التدابير اللازمة لتماسك سياسات الاقتصاد الكلي على الصعيد العالمي ورصد التقدم المحرز في هذا الصدد (King, 2011). ومن الواضح أن مثل هذه الإجراءات تحتاج إلى دعمها بإجراء إصلاح كبير في

- (٥٠) تشمل السوابق التاريخية لغرف المقاصة الإقليمية هذه اتحاد المدفوعات الأوروبي، الذي كان موجوداً في الفترة ١٩٥٠-١٩٥٨، وكذلك إلى حد ما رابطة تكامل أمريكا اللاتينية. وتتضمن مبادرة النظام الموحد للمقاصة الإقليمية للمدفوعات SUCRE، التي أطلقت في عام ٢٠٠٩، آلية مماثلة، وإن كانت لم تبدأ عملها بعد (للاطلاع على مزيد من المناقشة، انظر UNCTAD, 2011).
- (٥١) من الممكن أن تنتج الاختلالات داخل المناطق عن استراتيجيات إنمائية معينة يمكن أن تأخذها البلدان الأعضاء بعين الاعتبار عند تصميم آلية لمعالجة تلك الاختلالات، مثلما يحدث عندما يعمل بلد من البلدان باعتباره محرك النمو على الصعيد الإقليمي.
- (٥٢) ينبغي التأكيد على أن الهدف من هذا الشكل هو هدف توضيحي بحت، ولا يعكس أدلة عددية دقيقة.
- دولية، وإن كان ذلك يمكن يتغير بمرور الوقت، مع اضطلاع الرميني بدور متزايد الأهمية كعملة دولية. ولكن مع الاتفاق على حجم أولي للموارد يبلغ ١٠٠ بليون دولار، سيظل الترتيب أصغر بكثير حتى من المبادرة المتعددة الأطراف، كما أنه سيشمل هو الآخر وجود ارتباط بصندوق النقد الدولي في حالة سحب ما يتجاوز ٣٠ في المائة من الحد الأقصى للبلد العضو. للاطلاع على مزيد من التفاصيل، انظر: <http://brics6.itamaraty.gov.br/media2/press-releases/220-treaty-for-the-establishment-of-a-brics-contingent-reserve-arrangement-fortaleza-july-15>
- (٤٩) لكل عضو صوت واحد، بينما يتطلب اتخاذ القرارات موافقة ٧٥ في المائة من الأعضاء بالنسبة لمعظم الاتفاقات، مع اشتراط موافقة ٨٠ في المائة منهم بالنسبة للاتفاقات الخاصة مثل زيادة رأس المال.

المراجع

- Aglietta M and Coudert V (2014). *Le dollar et le système monétaire international*. Paris, Editions La Découverte.
- Aizenman J and Pasricha (2010). Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation. *International Review of Economics and Finance*, 19(3): 353–365.
- Aizenman J, Jinjarak Y and Park D (2011). International reserves and swap lines: Substitutes or complements? *International Review of Economics and Finance*, 20(1): 5–18.
- Aizenman J, Cheung YW and Ito H (2015). International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding? *Journal of International Money and Finance*, 52(April): 102–126.
- Allen WA and Moessner R (2010). Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. Working Paper No. 310, Bank for International Settlements, Basel.
- Auboin M (2012). Use of currencies in international trade: Any change in the picture? Working Paper ERSD-2012-10, World Trade Organization, Geneva.
- BIS (2011). Global liquidity: Concept, measurement and policy implications. CGFS paper No. 45, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (2014). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2013. Bank for International Settlements, Basel.
- Bofinger P (2011). The scope for foreign exchange market intervention. UNCTAD Discussion Paper No. 204, UNCTAD, Geneva.
- Bordo MD, Humpage OF and Schwartz JA (2014). The evolution of Federal Reserve swap lines since 1962. Working Paper No. 14/14, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland, OH.
- Borio C, James H and Shin HS (2014). The international monetary and financial system: A capital account historical perspective. Working Paper No. 457, Bank for International Settlements, Basel.
- Bourgeon P (2015). Background paper for the *Trade and Development Report, 2015*.
- Carli G (1976). Why banks are unpopular. Per Jacobsson lecture. Available at: <http://www.perjacobsson.org/lectures/1976.pdf>.
- Cooper R (2006). Proposal for a common currency among rich democracies. *International Economics and Economic Policy*, 3(3–4): 387–394.

- Davidson P (2007). *John Maynard Keynes*. London, Palgrave Macmillan.
- de Cecco M (1974). *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890–1914*. Oxford, Basil Blackwell.
- Destais C (2014). Central bank currency swaps and the international monetary system. Policy Brief No. 2014-05, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), Paris.
- Dorrucci E and McKay J (2011). The international monetary system after the financial crisis. Occasional Paper No. 123, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Eichengreen B (1992). *Golden Fetters*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Eichengreen B (2005). Sterling's past, dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition. Working Paper No. 11336, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Eichengreen B (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Erten B and Ocampo JA (2012). Building a stable and equitable global monetary system. Working paper No. 118, United Nations Department of Economic and Social Affairs, New York.
- ECB (2014). The international role of the euro. European Central Bank, Frankfurt.
- Farhi E, Gourinchas PO and Rey H (2011). *Reforming the International Monetary System*. London, Centre for Economic Policy Research.
- Financial Times (2014). China's foreign exchange reserves near record \$4tn, 15 April.
- Fleming MJ and Klagge NJ (2010). The Federal Reserve's foreign exchange swap lines. *Current Issues in Economics and Finance*, 16(4): 1–7. Federal Reserve Bank of New York.
- Fritz B and Mühlich L (2014). Regional monetary co-operation in the developing world: Taking stock. Paper for the UNCTAD project, Strengthening Pro-growth Macroeconomic Management Capacities for Enhanced Regional Financial and Monetary Cooperation among Selected Countries of Latin America and the Caribbean, and West and Central Africa.
- Galbraith JK (2014). *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*. New York, Simon & Schuster.
- Garcia-Herrero A and Xia L (2015). China's RMB bilateral swap agreements: What explains the choice of countries? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, forthcoming. Available at: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/16081625.2014.960059#.VUoJQ0102Hs>.
- Ghosh AR, Qureshi MS, Kim JI and Zalduendo J (2014). Surges. *Journal of International Economics*, 92(2): 266–285.
- Goldberg L (2011). The international role of the dollar: Does it matter if this changes? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 522, New York, NY.
- Goldberg L and Tille C (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*, 76(2): 177–192.
- Gourinchas PO and Rey H (2007). From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege. In: Clarida RH, ed. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago, University of Chicago Press: 11–66.
- IMF (2011a). IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis: IMF surveillance in 2004–07, Washington, DC.
- IMF (2011b). Criteria for broadening the SDR currency basket. Washington, DC.
- IMF (2011c). The case for a general allocation of SDRs during the tenth basic period. Washington, DC.
- IMF (2013). Stocktaking the Fund's engagement with regional financing arrangements. Washington, DC.
- IMF (2014). 2014 Triennial Surveillance Review – Managing Director's Action Plan for Strengthening Surveillance. Washington, DC.
- IMF (2015a). Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER). Washington, DC.
- IMF (2015b). Assessing reserve adequacy: Specific proposals. Washington, DC, 24 April. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>.
- IMF (2015c). Factsheet: The IMF's Flexible Credit Line (FCL). Washington, DC, 10 April. Available at: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>.
- IMF (2015d). Factsheet: The IMF's Precautionary and Liquidity Line (PLL). Washington, DC, 13 April. Available at: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pll.htm>.
- Kenen PB (2010a). Renovation of the global reserve regime: Concepts and proposals. Working Paper

- 208, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, Princeton, NJ. Available at: <https://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/208kenen.pdf>.
- Kenen PB (2010b). The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system. Policy Brief 10-6, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- King M (2011). Global imbalances: The perspective of the Bank of England. Financial Stability Review No. 15, Banque de France, Paris. Available at <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech473.pdf>.
- Kregel JA (2010). An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies. Economics Public Policy Brief Archive, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Kregel JA (2015). Emerging markets and the international financial architecture: A blueprint for reform. Working Paper No. 833, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Lee JW (2014). Will the renminbi emerge as an international currency? *World Economy*, 37(1): 42–62.
- Lin JY (2013). *Against the Consensus. Reflections on the Great Recession*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Marino R and Volz U (2012). Critical review of the IMF's tools for crisis prevention. Discussion Paper No. 4/2012, German Development Institute, Bonn. Available at: <https://www.die-gdi.de/en/discussion-paper/article/a-critical-review-of-the-imfs-tools-for-crisis-prevention/>.
- Mateos y Lago I, Duttgupta R and Goyal R (2009). The debate on the international monetary system. IMF Staff Position Note SPN/09/26, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Matsukawa M (1982). The yen: A newly-emerging reserve currency. In Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 24–31.
- McCauley R, McGuire P and Sushko V (2015). Global dollar credit: Links to US monetary policy and leverage. BIS Working Paper No. 483. Bank for International Settlements, Basel.
- Mundell R (2012). The case for a world currency. *Journal of Policy Modeling*, 34(4): 568–578.
- Obstfeld M, Shambaugh JC and Taylor AM (2009). Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008. *American Economic Review*, 99(2): 480–486.
- Ocampo JA (2011). Reforming the International Monetary System. WIDER Annual Lecture 14. World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Ocampo JA (2014). The provision of global liquidity: The global reserve system. WIDER Working Paper 2014/141, World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Palais Royal Initiative (2011). Reform of the international monetary system: A cooperative approach for the twenty-first century. Available at: http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf.
- Panic M (1992). *European Monetary Union: Lessons from the Classical Gold Standard*. New York, St. Martin's Press.
- Park YC (2010). RMB internationalization and its implications for financial and monetary cooperation in East Asia. *China & World Economy*, 18(2): 1–21.
- Park YC and Wyplosz C (2014). International monetary reform: A critical appraisal of some proposals. In: Kawai M, Lamberte MB and Morgan PJ, eds. *Reform of the International Monetary System: An Asian Perspective*. Tokyo, Asian Development Bank Institute and Springer: 19–40.
- PBOC (2012). The People's Bank of China Annual Report 2012. Beijing.
- Perez Caldentey E, Cipoletta G and Cruz M (2014). Un análisis comparado de los sistemas de pago en America Latina. Presentation at UNCTAD/ECLAC Conference, Santiago Chile, June 2014.
- Pettis M (2013). *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Prasad ES (2013). *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Rey H (2013). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole. Available at: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>.
- Rhee C, Sumulong L and Vallée S (2013). Global and regional financial safety nets: Lessons from Europe and Asia. Working Paper No. 2013/06, Bruegel, Brussels.
- Rieke W (1982). The development of the Deutschemarc as a reserve currency. In: Group of Thirty, ed.

- Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 16–23.
- Roosa RV (1982). The multiple reserve currency system. In: Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 1–15.
- Sgard J (2015). Central bank currency swaps and their potential role in international monetary reform. Background paper for UNCTAD's *Trade and Development Report, 2015*.
- Shimizu K (2013). Regional cooperation for financial and exchange rates stability in East Asia. Working Paper FG7, German Institute for International and Security Affairs. Berlin. Available at: http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/WP_FG7_2013_01_Dezember_Kenichi_Shimizu.pdf.
- SNB (2014). Renminbi swap agreement and granting of a renminbi investment quota to the Swiss National Bank. Press Release, 21 July, available at: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20140721/source/pre_20140721.en.pdf.
- Titelman D, Vera C, Carvallo P and Perez Caldentey E (2014). A regional reserve fund for Latin America. *Cepal Review*, 112: 7–28.
- Triffin R (1961). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven, CT, Yale University Press.
- UNCTAD (1965). *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*. Document TD/B/32. United Nations publication, New York and Geneva.
- UNCTAD (2011). *Regional Monetary Cooperation and Growth-Enhancing Policies: The new Challenges for Latin America and the Caribbean*. United Nations publication, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2001). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2007). *Trade and Development Report, 2007. Regional Cooperation for Development*. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E.09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2010). *Trade and Development Report, 2010. Employment, Globalization and Development*. United Nations publication. Sales No. E.10.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2012). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- United Nations (2009). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* (Stiglitz Commission Report), New York.
- Volz U (2012). The need and scope for strengthening co-operation between regional financing arrangements and the IMF. Discussion Paper No. 15/2012, German Development Institute, Bonn.
- Williamson J (2011). Getting surplus countries to adjust. Policy Brief No. 11-01, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- Yu Y (2014). How far can renminbi internationalization go? Working Paper No. 461, Asian Development Bank Institute, Tokyo. Available at: <http://www.adbi.org/working-paper/2014/02/13/6136.how.far.can.renminbi.internationalization.go>.
- Zhou X (2009). Reform of the International Monetary System. Essay posted on the website of the People's Bank of China, 9 April: <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.
- Zhou X (2015). International Monetary and Financial Committee Statement. Washington, DC, International Monetary Fund, 18 April. Available at: <http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>.

الفصل الرابع

إصلاح القواعد التنظيمية المالية بعد الأزمة

ألف - مقدمة

القائمة لا تزال تفتقر إلى الأدوات المناسبة للحد من تقلب تدفقات رؤوس الأموال، والحيلولة دون حدوث الأزمات البنوية، وضمان توفر التمويل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة وللابتكار. ولم تأخذ الإصلاحات التي استحدثت بعد أزمة الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ في حسابها بعض الاحتياجات المحددة للبلدان النامية إلا بصورة محدودة.

ويناقش هذا الفصل بعض الإصلاحات المالية الرئيسية المتفق عليها على الصعيد الدولي، والتي هي في طور التنفيذ من قبل السلطات الوطنية، ويُقيّم أثارها المحتملة، وبخاصة في البلدان النامية. ويبين الفرع بء، الذي يتناول شروط بازل الرأسمالية الجديدة التي تهدف إلى تعزيز المصارف، أنها لا تزال تعتمد بصورة مفرطة على القواعد الاحترازية بتعريفها الضيق باعتبارها النهج الأفضل لتنظيم العمل المصرفي. ويتناول الفرع أيضاً عدداً من المبادرات الرامية إلى إصلاح النظام المالي في البلدان المتقدمة. ويدرس الفرع جيم نظام مصارف الظل والتدابير المقترحة للحد من المخاطر الناجمة عن هذا النوع من الوساطة المالية. ويُقيّم الفرع دال المسائل الهامة الأخرى في التنظيم المالي، مثل الإفراط في استخدام تصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية، والتحديات الناشئة عن تزايد وجود المصارف الأجنبية في البلدان النامية، والحاجة إلى معالجة نقاط الضعف الناتجة عن تدفقات رؤوس الأموال الدولية المضاربة. ويذهب الفرع هاء إلى القول بالحاجة إلى برنامج إصلاح أكثر طموحاً، يتضمن الفصل أو العزل الضروري لبعض الأنشطة المصرفية. كما يناقش العناصر التنظيمية لنظام مالي أكثر توجهاً نحو التنمية.

في أعقاب الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، أقر القادة السياسيون بوجود أوجه قصور خطيرة في طريقة تنظيم الأسواق والمؤسسات المالية. وتجلى ذلك بوضوح في فشل المصارف الخاصة الكبرى في إدارة المخاطر، وفي توسع نظام مصارف الظل دون رادع، وفي شيوع مخططات المكافآت المفرطة في أنحاء القطاع المالي بكامله. وأظهر هؤلاء القادة، في البداية، استعداداً لإجراء إصلاح جذري للنظام بهدف جعله أكثر استقراراً وأقل عرضة للأزمات وأكثر تحملاً للصدمات، فضلاً عن توجيهه بشكل أكبر نحو دعم الاقتصاد الحقيقي والتنمية الاقتصادية. كما سلموا بضرورة مراعاة مصالح وشواغل الاقتصادات النامية الأكبر في تصميم أي برنامج لاحق للإصلاح. وهكذا، حلت مجموعة العشرين في أواخر عام ٢٠٠٨ محل مجموعة الثمانية، لتشمل البلدان النامية الأكبر، باعتبارها المنتدى الأكثر ملاءمة للتنسيق وصنع القرار على الصعيد الدولي. كما منح بعض هذه البلدان عضوية مجلس تحقيق الاستقرار المالي، الذي خلف منتدى تحقيق الاستقرار المالي، لتنسيق أنشطة مختلف هيئات وضع المعايير المالية وتولي مسؤولية رصد تنفيذ الإصلاحات المالية التي تتفق عليها بلدان مجموعة العشرين.

وكان برنامج الإصلاح الذي يتولى تنسيقه مجلس تحقيق الاستقرار المالي يهدف إلى تعزيز القدرات التنظيمية الاحترازية والرقابية والإشرافية للسلطات المالية. غير أنه أصبح من الواضح اليوم، بعد سبعة أعوام من اندلاع الأزمة العالمية، أنه باستثناء بعض أوجه التحسن الجزئية، لم يكن بمقدور البرنامج أن يحدث التغييرات المطلوبة. فلهياكل المالية

باء- الإصلاح المالي والتنظيم الاحترازي بعد الأزمة

الصياغة، وعلى الرغم من عدم أخذ أنظمتها المالية في الاعتبار عند وضع المبادئ التوجيهية^(١). وتسعى اتفاقات بازل إلى منع المصارف النشطة دولياً من بناء حجم أعمال لا يدعمها رأس مال كافٍ. كما تهدف إلى إزالة الحوافز التي تدفع فرادى الولايات القضائية لتخفيف الشروط المفروضة على المصارف من أجل اجتذاب الأعمال التجارية. وكانت قواعد بازل تعكس الاعتقاد بأن الأسواق والمؤسسات المالية قادرة على ضبط نفسها بنفسها، وأن اتباع مصرف ما لسلوك يتسم بالاحتراز والتروي هو جزء لا يتجزأ من رصيد سمعته. وبهذا الشكل، كان المتوقع من قوى السوق أن تمنع المصارف من الإقدام

على مخاطر مفرطة.

وكشفت الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، التي كانت الأسوأ حتى الآن منذ ثلاثينيات القرن الماضي، عن أوجه القصور الخطيرة للتحريم المالي وللإطار المفاهيمي القائم على أساس الالتزام بحرية الأسواق والتنظيم الذاتي (TDRs 2009 and 2011). فقد اُحِق التركيز الضيق للقواعد التنظيمية الاحترازية القائمة على أساس المتطلبات الرأسمالية للمصارف في منع حدوث الاضطرابات على نطاق واسع في أواخر عام ٢٠٠٨. بل إن العديد من أكبر المصارف في العالم التي أوفت تماماً بمعايير اتفاق بازل الثاني في عام ٢٠٠٨ قد أصابها الشلل من جراء أزمة الرهونات العقارية وتداعياتها، مما دفع الحكومات إلى التدخل بحزم إنقاذاً باهظة التكلفة أدت إلى زيادات كبيرة في الدين العام، وإلى ارتفاع التكاليف الاجتماعية.

وفي عملية الإصلاح في فترة ما بعد الأزمة، توافقت الآراء فيما يبدو على أن انعدام الاستقرار يأخذ طابعاً عالمياً، وأنه يتعين تعزيز التعاون الدولي (TDRs 2009 and 2011; Haldane, 2014). وأسفر برنامج الإصلاح الدولي في إطار توجيهات مجلس تحقيق الاستقرار المالي عن عدد من المبادرات، من بينها اتفاقات بازل الثالثة، وأحكام محددة للمصارف ذات الأهمية

توسع القطاع المالي بشكل كبير على مدى السنوات الأربعين الماضية، وازدادت تحركات رؤوس الأموال الدولية، على وجه الخصوص، بشكل هائل بعد موجات متتالية من الابتكار المالي وتحرير الأسواق. وأصبحت السيولة العالمية وتخصيصات التمويل العالمي تتأثر أكثر فأكثر بأوضاع الائتمان في المراكز المالية الرئيسية، وبعمليات المصارف النشطة على الصعيد الدولي، وبأنشطة مجموعة واسعة من شركات إدارة الأصول وغيرها من المؤسسات الاستثمارية.

وشمل التحرير المالي التخفيف

التدريجي للضوابط الكمية وغيرها من القيود

المفروضة على المصارف، مثل الحدود القصوى لأسعار الفائدة أو القيود المفروضة على القدرة على الانخراط في أنشطة أخرى بخلاف أنشطة الإقراض التقليدية. وكان أحد جوانب هذا التحرير يتمثل في التراجع عن التدخل الحكومي المباشر في القطاع المالي وتآكل الأدوات اللازمة لتحقيق أهداف التنمية. فقد حل محلها بروز نهج تنظيمي مخفف يستند إلى القواعد الاحترازية (مثل الرسملة اللازمة ونسب السيولة). وكانت الركيزة الأساسية لهذا النهج تتمثل في وجوب السماح للمصارف بتخصيص الائتمانات بحرية أو الانخراط في أنشطة قائمة على السوق، شريطة الاحتفاظ برأس مال كافٍ لمواجهة الخسائر غير المتوقعة. وكان يُفترض أن المنافسة في السوق كفيلة بتوفير التمويل المناسب للاستثمارات المرحة، وبالتالي تحقيق عائد اجتماعي مرتفع.

كشفت الأزمة المالية العالمية في

الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ أوجه القصور في الإطار المفاهيمي القائم على أساس الالتزام بحرية الأسواق المالية والتنظيم الذاتي.

ومنذ استحداث شروط بازل لكفاية رأس المال في عام ١٩٨٨، أصبحت مرجعاً هاماً للسياسات الاحترازية، ليس فقط في البلدان الممثلة في لجنة بازل للرقابة المصرفية - التي كانت تقتصر في الأصل على عدد قليل من البلدان المتقدمة - ولكن أيضاً في عدد كبير من البلدان النامية، حتى وإن لم تكن طرفاً في عملية

وبالإضافة إلى ذلك، استحدث اتفاق بازل الثالث مستويات أعلى من رأس المال مقارنة باتفاق بازل الثاني السابق. وظل الحد الأدنى لمجموع متطلبات رأس المال عند مستوى ٨ في المائة من الأصول المرجحة بالمخاطر، غير أنه تم رفع النسبة التي تستأثر بها الأسهم العادية من فئة رأس المال الأولى من ٢ في المائة إلى ٤,٥ في المائة من الأصول المرجحة بالمخاطر. كما يلزم اتفاق بازل الثالث المصارف بالاحتفاظ بـ "مخزون عازل من رأس المال" بمبلغ يعادل ٢,٥ في المائة من الأصول المرجحة بالمخاطر على الأقل، أيضاً في شكل أسهم عادية فئة رأس المال الأولى، وإتاحته في أوقات الشدة. وعند السحب من هذه المخزونات العازلة مع تكبد الخسائر، تُلزم المصارف بإعادة بنائها من خلال خفض التوزيعات التقديرية للأرباح ومكافآت المديرين التنفيذيين. وإجمالاً، وصلت هذه التدابير بمجموع متطلبات الأسهم العادية إلى ٧ في المائة من الأصول المرجحة بالمخاطر. كما يعطي الإطار الجديد السلطات الوطنية سلطة تقديرية في مطالبة المصارف بالعمل معاً لزيادة مخزونات رأس المال العازلة التي أنشئت للتعامل مع حالات الشدة، عندما ترى السلطات أن نمو الائتمانات قد أدى إلى تراكم غير مقبول للمخاطر البنوية. ويُفرض هذا العازل المعاكس للدورات الاقتصادية في حدود تتراوح بين صفر و ٢,٥ في المائة، ويجب أيضاً أن تتم تغطيته بأسهم عادية.

وثمة سمة أخرى تميز اتفاق بازل الثالث، وهي استحداث نسبة استنادة لا تقوم على المخاطر، على أساس حد أدنى من فئة رأس المال الأولى يبلغ ٣ في المائة على الأقل من إجمالي الأصول. ولحساب نسبة الاستنادة، يجب أن يغطي انكشاف المصارف بنوداً مدرجة في الموازنة العامة، مثل معاملات تمويل الأوراق المالية، فضلاً عن بنود غير مدرجة في الموازنة العامة، مثل المشتقات وخطابات الاعتماد.

وأخيراً، تشمل الأحكام المقترحة المتعلقة بالسيولة في حزمة اتفاق بازل الثالث متطلبات بشأن نسبة تغطية السيولة ونسبة صافي التمويل الثابت. وتهدف نسبة تغطية السيولة لضمان أن يتوفر للمصارف من السيولة في الأجل القصير ما يكفي للتعامل مع حالات الشدة التي تستمر لما يصل إلى شهر واحد. وتهدف نسبة صافي التمويل الثابت إلى مساعدة المصارف على التعامل مع مسائل السيولة، غير أن أفقها الزمني يمتد إلى سنة واحدة، مع التركيز على هيكل استحقاق أصول والتزامات المصرف. أي أنها تشجع المصارف على الاحتفاظ بتمويل أكثر استقراراً (من الودائع، على سبيل المثال)، فضلاً عن أصول أكثر سيولة (BCBS, 2014a and b). ورغم تصوير هذه الإصلاحات على أنها قفزة كبيرة إلى الأمام بالمقارنة مع اتفاق بازل الثاني السابق، فإن من غير المرجح أن تجعل المصارف أكثر مرونة.

البنوية على الصعيد العالمي"، وتوصيات لتحسين الرقابة على أنشطة نظام مصارف الظل^(٢).

واتفقت بلدان مجموعة العشرين على الأخذ تدريجياً باستحداث المعايير الجديدة في أطرها التنظيمية. غير أنه من المرجح أن تستمر مصادر المخاطر البنوية، أي خطر امتداد حالات التعثر أو شح السيولة أو الأزمة في سوق معينة إلى أسواق أخرى، وتحويلها في نهاية المطاف إلى أزمة كاملة الأركان، وظلت أشكال الهشاشة التي أسهمت في الأزمة العالمية تشكل مصدر قلق بالغ. ويتناول هذا الفرع بشكل نقدي روح عملية الإصلاح، ويسلط الضوء على نقاط الضعف والتحديات الرئيسية التي تخلقها بالنسبة للبلدان النامية.

١ - اتفاقات بازل الثالثة الجديدة

توفر اتفاقات بازل الإطار التنظيمي الأكثر شمولاً للقطاع المصرفي^(٣). غير أنها لم تكن كافية، من عدة نواح، لضمان تعزيز النظام المالي. وكان الأمر الأكثر أهمية أن قواعد كفاية رأس المال لم تحل دون ارتفاع معدلات الاستنادة، ولم تشجع على تنويع المحافظ المالية بدرجة كبيرة، كما أنها أضافت إلى الطابع المسامر للدورات الاقتصادية الذي يتسم به العمل المصرفي بالفعل، على النحو الذي لاحظته تحليلات عديدة (مثل Slovik, 2012).

وفي استجابة للأزمة ولزيادة التدقيق الذي تواجهه لجنة بازل للرقابة المصرفية، وافقت اللجنة على توفير مخطط تنظيمي جديد "لتعزيز مرونة المصارف والنظام المصرفي العالمي" (BCBS, 2011). وتشمل حزمة الإصلاحات، التي أعلنت في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٠، والمعروفة باسم اتفاق بازل الثالث، قواعد جديدة لكفاية رأس المال وعدداً من الأحكام المتعلقة بالسيولة. ووفقاً للجدول الزمني المتفق عليه، استحدثت بلدان مجموعة العشرين المعايير الجديدة منذ عام ٢٠١٣، وتستهدف الوصول إلى تنفيذ الإطار بالكامل في أول كانون الثاني/يناير ٢٠١٩.

وفيما يتعلق بقواعد رأس المال، يحسن اتفاق بازل الثالث نوعية رأس المال الذي يتعين على المصارف الاحتفاظ به لاستيعاب الخسائر المحتملة على نحو أفضل. فأصبحت الأسهم العادية والأرباح غير الموزعة هي الشكل السائد لرأس المال الفئة الأولى، حيث ألغى الإطار الجديد إمكانية استخدام الأسهم المفضلة والأوراق المالية الهجينة (التي تجمع بين الديون والأسهم) لزيادة رأس المال الأساسي.

كل منهما نموذج المخاطر الداخلي الخاص به، غالباً ما ينتهيان إلى احتياجات مختلفة من رأس المال لمخاطري أصول مماثلتين^(٦). وربما كان الأمر الأكثر جوهرية أن معايير بازل لا تزال تعتمد، بصورة ضمنية، على قيام المصارف الكبيرة بمراقبة نفسها من الناحية الفعلية، بدلاً من الاعتماد على الإشراف الخارجي، وذلك بناء على افتراض أن "انضباط السوق" سيضمن اتباع الوكلاء الماليين سلوكاً مسؤولاً. غير أنه ثبت الآن أن ذلك الافتراض معيب وغير واقعي.

وبموجب الإطار المرجح بالمخاطر، راکمت المؤسسات قدرًا مفرطاً من الاستدانة. ففي الفترة ما بين إنفاذ متطلبات بازل لرأس المال المرجح بالمخاطر في عام ١٩٩٢ (اتفاق بازل الأول) والأزمة الاقتصادية والمالية العالمية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، تراجعت بشكل مطرد نسبة إجمالي رأس مال المصارف إلى الأصول غير المرجحة. ففي عينة من المصارف الدولية الكبيرة، على سبيل المثال، انخفضت النسبة من ٤,٨ في المائة إلى أقل من ٣ في المائة فيما بين عامي ١٩٩٣ و٢٠٠٨ (Ingves, 2014)^(٧). أما نسبة الاستدانة وفقاً لاتفاق بازل الثالث، التي يُفترض أن تدعم متطلبات رأس المال على أساس المخاطر، فلن تحسن قاعدة رأس المال إلا بشكل هامشي فحسب. فـرأس المال المحدد بنسبة ٣ في المائة فقط من الأصول غير المرجحة، قد يكون أقل بكثير من المستوى اللازم لضمان أن تمتلك المصارف الحد الأدنى الذي يمكنها من تحمل الصدمات الكبرى (Admati and Hellwig, 2013)^(٨).

٢ - الإطار المقترح للمصارف ذات الأهمية البنوية

أسهمت المصارف الكبيرة النشطة دولياً إسهاماً لا يستهان به في اندلاع الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩. فوجودها في ولايات وطنية مختلفة وأنشطتها التجارية العابرة للحدود قد سهلت امتداد الأزمة إلى مختلف البلدان. ونظراً لحجم هذه المصارف الكبيرة وتعقيدها ووجودها عبر مختلف الولايات وترابطها، فقد خلقت للجهات المنظمة مخاطر وتحديات بنوية على الصعيد العالمي.

وعملياتها المعقدة والمتشابكة، التي يصعب على الجهات المنظمة للشؤون المالية تتبعها، بل وعلى كبار مديري المصارف أنفسهم، هي عمليات بعيدة كل البعد عن الشفافية. وقد تضخمت هذه المصارف

ولما كان اتفاق بازل الثالث لم يغير إطار الترحيح بالمخاطر، أصبح يتعين قياس رأس المال الأساسي، كما في السابق، بالأصول المرجحة بالمخاطر. ويعني ذلك أنه عند حساب الأصول التي يجب أن تكون مدعومة برأس المال المصرف، تحتسب الأصول التي تعتبر خطرة جداً بقيمتها الكاملة، في حين تحتسب الأصول التي تعتبر أكثر أماناً بجزء من قيمتها فحسب. ويزيد ذلك من حوافز الاستثمار في الأصول المرجحة بمخاطر منخفضة التي يمكن الاستفادة منها أكثر بكثير من الأصول الخطرة^(٩). وعلى مستوى الاقتصاد الكلي، قد تترتب على النهج القائم على المخاطر آثار سلبية بالنسبة للعمالة والنمو الاقتصادي، لأنه ينطوي على تمييز ضد المشاريع الصغيرة والمتوسطة. فلما كان يُنظر إلى هذه الشركات على أنها تشكل مخاطر أكبر من الشركات الكبيرة، فإن المصارف تحجم عن تقديم خطوط الائتمان لها (Moosa and Burns, 2013) عند اختيار محفظة مالية تميل إلى الأصول المرجحة بمخاطر منخفضة. وعلاوة على ذلك، لا يتشكك اتفاق بازل الثالث في الاعتماد على التقديرات الخارجية التي تضعها وكالات تقدير الجدارة الائتمانية أو استخدام نماذج المخاطر الداخلية للمصارف لمعايرة ترجيحات المخاطر^(١٠). وليس من الواضح لماذا تظل لجنة بازل ترى

قيمة في تصنيفات وكالات التصنيف الائتماني بينما يقول مجلس تحقيق الاستقرار المالي نفسه إنه "يضعط بصورة خاصة لإزالة أو استبدال هذه الحالات [أي لتصنيفات الائتمان الخارجية] حيث إنها تؤدي إلى استجابات آلية من قبل المشاركين في السوق" (FSB, 2010).

ومن خلال الإبقاء على نظام لترجيحات المخاطر قابل للتعديل، لم يعالج اتفاق بازل الثالث مسألة مسايرة الدورات الاقتصادية في اتفاق بازل الثاني. فعندما تعتبر مخاطر التعثر منخفضة، وهو الأمر المرجح خلال فترات التوسع الاقتصادي - كما كان الحال في فترة النمو ٢٠٠٣-٢٠٠٧ - تتم ترقية تقدير الجدارة الائتمانية، وبالتالي تحريك الأصول إلى فئة أقل خطراً من متطلبات رأس المال. ويؤدي ذلك إلى خفض رأس المال المطلوب لنفس محفظة الأصول، مما يسمح بزيادة الاستدانة خلال المرحلة التوسعية من الدورة الاقتصادية. وعلى العكس من ذلك، تزداد متطلبات رأس المال فجأة عندما ينتهي التوسع، ويُنظر إلى أصول المصارف على أنها أكثر خطراً. وعلاوة على ذلك، لا تعالج إصلاحات اتفاق بازل الثالث واحداً من العناصر الأكثر إثارة للجدل في قواعد بازل السابقة: إذ لا يزال مسموحاً للمصارف بحساب رأس مالها التنظيمي بنفسها كبديل لاستخدام التقدير الخارجية للجدارة الائتمانية، وهو ما يعني أن مصرفين مختلفين، يستخدم

المعقودة في لندن كذلك إخضاع المؤسسات المالية المعقدة لرقابة خاصة، وتمكين الجهات المنظمة من الوصول إلى المعلومات ذات الصلة بالمؤسسات والأسواق والأدوات المالية كي يتسنى لها رصد حالات الفشل أو الشدة المحتملة التي تشكل مخاطر بنوية.

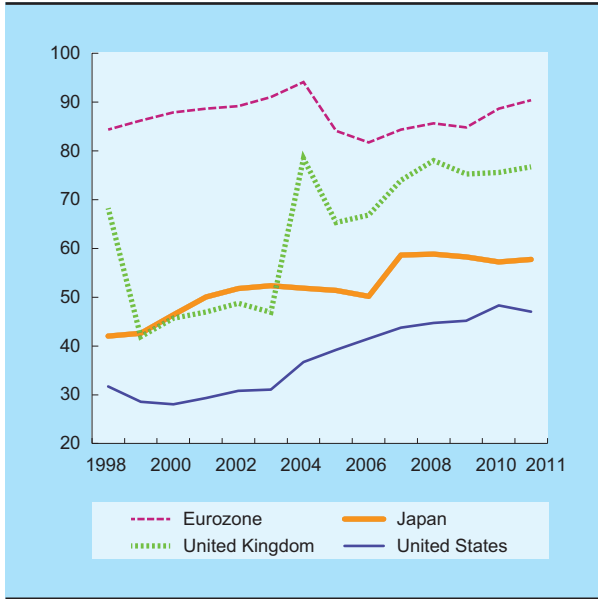
ونظراً لحجم هذه المصارف الكبيرة وتعقيدها ووجودها عبر مختلف الولايات وتربطها، فقد خلقت للجهات المنظمة مخاطر وتحديات بنوية على الصعيد العالمي.

بحيث أصبح الخبراء الماليون وصناع القرار يعتبرونها "أكبر من أن يُسمح لها بالفشل"، بمعنى أن من شأن السماح بأختيارها أن يحدث ضرراً لا يحتمل لمجمل النظام المالي الدولي. وتكون التكاليف المالية المترتبة على إنفاذها في حالة الإعسار باهظة، وتتطلب درجة عالية من التنسيق الدولي، الأمر الذي يصعب تحقيقه.

الشكل ٤-١

أصول المصارف الخمسة الأكبر كنسبة من مجموع أصول القطاع المصرفي في اقتصادات مختارة، ١٩٩٨-٢٠١١

(نسبة مئوية)



المصدر: Bankscope, Bureau van Dijk

ومنذ عام ٢٠١١، حدد مجلس تحقيق الاستقرار المالي المصارف ذات الأهمية البنوية العالمية باستخدام منهجية وضعتها لجنة بازل للرقابة المصرفية (BCBS, 2011)^(٩). ويحدد التحديث الصادر في تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠١٤ ثلاثين من هذه المصارف (جميعها من البلدان المتقدمة، باستثناء ثلاثة من الصين)، يُتوقع لها بناء قدرة أكبر على استيعاب الخسائر، فضلاً عن امتلاكها أفرقة لإدارة الأزمات، واتفاقيات للتعاون عبر الحدود، وخططاً لمواجهة الكوارث (تُعرف باسم "الوصايا الحية"). وفي عام ٢٠١٤، طرح مجلس تحقيق الاستقرار المالي مقترحات لتعزيز قدرات المصارف ذات الأهمية البنوية العالمية على استيعاب الخسائر عند التسوية، تواجه

ويصعب تفسير توسعها الدولي وضخامة حجم موازنتها على أساس الكفاءة (BIS, 2010a). بل إن الدلائل تشير إلى أن ما سَهّل هذا التوسع هو التقليل من شأن المخاطر، الذي ربما أحدث تشويهاً في حوافزها. ووصف هذه المصارف بأنها "أكبر من أن تفشل" يعطيها ميزة تنافسية تقوم على افتراض أنها إذا عانت من خسائر ضخمة من انخراطها في سلوك محفوف بالمخاطر، ستتدخل الحكومات لإنقاذها. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه يوفر لها إمكانية الوصول إلى مصادر تمويل أرخص، حيث تعتبر أقل عرضة للتعرض عن السداد. وثمة ميزة تنافسية أخرى تنشأ من أنه يمكن للمصارف الكبيرة، في إطار اتفاقات بازل، أن تختار النهج الأكثر ملاءمة لتحديد رأس المال. كما تتوفر لها الموارد اللازمة لاستخدام نماذج المخاطر الخاصة بها، الأمر الذي يعطيها المرونة اللازمة لتحديد متطلبات رأس المال والاحتفاظ برأس مال أقل بالنسبة للمصارف الصغيرة التي لا تملك سوى وسائل تبني النهج الأبسط لتحديد رأس المال.

وعلى الصعيد الوطني، كان توسع أنشطة المصارف الكبيرة سبباً رئيسياً وراء تركيز الأعمال المصرفية، وخاصة فيما بين عامي ١٩٩٨ و٢٠٠٧. وفي الفترة ما بعد عام ٢٠٠٨، توقف هذا الاتجاه بشكل عام، وإن كان قد استمر في عدد قليل من البلدان، من بينها الولايات المتحدة، وهو ما يعكس في جانب منه حالات الاندماج التي تمت بعد الأزمة برعاية الحكومة (الشكل ٤-١).

ومنذ الأزمة العالمية، أصبحت المخاطر البنوية المرتبطة بالمصارف الكبيرة مصدر قلق كبير. وأوصى تقرير للأمم المتحدة بإخضاع المؤسسات المالية الكبيرة لمتطلبات إضافية فيما يتعلق برأس المال (United Nations, 2009). واقترح أيضاً أن تتبنى الحكومات سياسات قوية لمكافحة الاحتكار لثني المصارف عن النمو بصورة أكبر من اللازم. واقترحت هيئات أخرى إحداث تغييرات تنظيمية مماثلة. فعلى سبيل المثال، أوصت مجموعة العشرين، في مؤتمر قمته المعقود في واشنطن في تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٨، باستعراض نطاق القواعد التنظيمية المالية للتأكد من تنظيم جميع المؤسسات المالية ذات الأهمية البنوية تنظيمياً كافياً. وبعد عام من ذلك، اقترحت قمة مجموعة العشرين

وتبني عدد كبير من البلدان النامية لمتطلبات رأس المال في اتفاق بازل الثاني، والخطوات التي اتخذتها للائتمثال لتريبات اتفاق بازل الثالث، هو أمر محير بعض الشيء. فتنفيذ توصيات بازل مسالة طوعية في نهاية الأمر، ولا تملك لجنة بازل أي سلطة إشرافية رسمية فوق وطنية. وعلاوة على ذلك، فإن العديد من البلدان النامية التي تتبنى معايير بازل لم تكن حتى طرفاً في عملية صياغتها. بل إن البلدان النامية لم تؤخذ في الاعتبار، في واقع الأمر، عند تصور معايير بازل؛ فقد كانت متوخاة للبلدان التي تستضيف مؤسسات مالية كبيرة ومعقدة ونشطة دولياً بهدف مواءمة القواعد التنظيمية الوطنية (Powell, 2004).

غير أن هناك العديد من الأسباب التي تكمن وراء تبني البلدان النامية لجوانب من قواعد بازل. فمنذ استحداث مبادئ بازل، أصبح صناع السياسات ينظرون إليها كما لو كانت ختم الموافقة العالمي على جودة نظم الرقابة المصرفية للبلدان. وعمد العديد من البلدان النامية إلى "استيراد" المصادقية التنظيمية نتيجة للضغوط الرسمية وضغوط السوق، وخصوصاً الاقتصادات التي وُضعت أطرها التنظيمية تحت المجهر في أعقاب الأزمات المالية في أواخر التسعينات من القرن الماضي وأوائل العقد الأول من القرن الحالي (Walter, 2008). وبالإضافة إلى ذلك، تعرضت بعض البلدان النامية الكبيرة التي انضمت إلى مجموعة العشرين لضغوط إضافية لتنفيذ قواعد بازل التنظيمية. فقد اتفقت جميع دول مجموعة العشرين، بما في ذلك البلدان النامية الأعضاء، على السماح لبرنامج تقييم القطاع المالي^(١٣) بإجراء تحليل لقطاعها المالي المحلي - بما يشمل تقييماً لمراجعتها لمعايير بازل - وكذلك قبول استعراضات الأقران لأطرها الإشرافية (Walter, 2015).

وقد لا يكون تنفيذ الاقتصادات النامية الكبرى لمتطلبات رأس المال الجديدة في اتفاق بازل الثالث أمراً بالغ الصعوبة، لأن أنظمتها المصرفية كانت تحتفظ قبل الأزمة العالمية بوجه عام بمستويات من رأس المال أعلى مما يشترطه اتفاق بازل الثالث^(١٤). غير أن هذه الصورة ليست موحدة. ففي الهند، على سبيل المثال، ستجد المصارف العامة، التي تستأثر بنسبة ٦٢ في المائة من القروض المصرفية الهندية، من الصعب عليها الوفاء بمتطلبات رأس المال في اتفاق بازل الثالث ففي الفترة من الآن وحتى عام ٢٠١٩ (Moody's, 2014). وتتفاوت درجة الامتثال بأكثر من ذلك فيما يتعلق بمتطلبات السيولة الجديدة في اتفاق بازل الثالث. ويشير استطلاع مجلس تحقيق الاستقرار المالي أن الأرجنتين وإندونيسيا والبرازيل والمكسيك تتخلف عن بلدان أخرى

هذه المصارف بموجبها رسوماً إضافية على رأس المال، بما يؤدي إلى متطلبات رأسمالية إجمالية تعادل ١٦-٢٠ في المائة من أصولها المرجحة بالمخاطر. ويهدف ذلك للسماح بعملية تسوية منظمة تقلل إلى أدنى حد أي أثر على الاستقرار المالي، وتكفل استمرار الوظائف الحاسمة^(١٥).

إلا أنه حتى هذه المقترحات قد لا تكون كافية لمواجهة مسألة المصارف "الأكثر من أن يُسمح لها بالفشل". أولاً، أن احتساب قدرات استيعاب الخسائر باستخدام ترجيحات المخاطر يخلق فرصة لممارسة قدر كبير من السلطة التقديرية في الوفاء بالمتطلبات. وثانياً، ليس من الواضح ما إذا كانت الجهات الوطنية المنظمة ستعاون دون نظام متفق عليه عالمياً لحل المصارف؛ بل إنه دون هذا النظام، يمكن حتى أن تنتشر موجة محمومة للاستيلاء على الأصول المحلية للدفاع عن المصالح الوطنية في حالة الإفلاس.

٣- الإطار الاحترازي والبلدان النامية

منذ بدء العمل بمبادئ بازل التوجيهية بشأن متطلبات رأس المال في عام ١٩٨٨، أصبحت مرجعاً هاماً للجهات المنظمة في جميع أنحاء العالم. واعتمد أكثر من ١٠٠ بلد المبادئ التوجيهية لاتفاق بازل الأول لمتطلبات رأس المال (Barth et al., 2006)، وكل البلدان النامية الأعضاء في مجموعة العشرين، وأيضاً عدد كبير من غير الأعضاء، تنفذ متطلبات اتفاق

بازل الثاني. ورغم تبني معظم هذه البلدان "النهج الموحد" لاتفاق بازل الثاني، فإن بعض البلدان من غير الأعضاء في مجموعة العشرين (مثل البحرين وتايلند وماليزيا) تنفذ أيضاً نهجاً أكثر تعقيداً يقوم على التقييمات الداخلية، بما يسمح للمصارف الكبيرة بتحديد متطلبات رأس المال على أساس التقييم الذاتي للمخاطر. ووفقاً لتقييم مجلس تحقيق الاستقرار المالي لتنفيذ الإصلاحات التنظيمية في تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠١٤، كانت كل الاقتصادات النامية الرئيسية الأعضاء في مجلس تحقيق الاستقرار المالي قد أصبحت بالفعل متوافقة تماماً مع قواعد اتفاق بازل الثالث الجديدة لكفاية رأس المال^(١٦). ومن بين الاقتصادات النامية الأخرى غير الأعضاء في مجلس تحقيق الاستقرار المالي، كان التقييد باتفاق بازل الثالث ضعيفاً إلى حد ما (BIS, 2014) and 2015^(١٧). ويلخص الجدول ٤-١ درجة تنفيذ اتفاقي بازل الثاني والثالث في البلدان النامية، حسب المنطقة.

بموجب اتفاق بازل الثالث، والتي لا تتطلب فحسب قدرات تقنية متطورة لتنفيذها، بل إنها تتسم أيضاً بكثافة استخدام الموارد (Haldane and Madouros, 2012). وتشير تقارير برنامج تقييم القطاع المالي لبلدان من مختلف المناطق النامية إلى عدم الامتثال بوجه عام لمعايير بازل بسبب وجود ثغرات حرجة في القدرات. وتشمل هذه الثغرات، عموماً، عدم كفاية وضعف تدريب الموظفين، الذين يفتقرون أيضاً إلى الخبرة اللازمة لأداء المهام التنظيمية والإشرافية بصورة مرضية. بل وتصبح هذه الثغرات أشد خطورة بالنسبة لقواعد اتفاق بازل الثالث البالغة التعقيد.

الجدول ٤-١

تنفيذ اتفاقي بازل الثاني والثالث في الاقتصادات النامية والانتقالية

اتفاق بازل الثالث		اتفاق بازل الثاني		مجموع الاقتصادات المشمولة بالاستطلاع	المنطقة (العينة الكاملة)
معدل تغطية السيولة	معدل الاستنادة	متطلبات رأس المال (النهج القائم على التقديرات الداخلية)	متطلبات رأس المال (النهج الموحد)		
(نسبة مئوية)	(نسبة مئوية)	(نسبة مئوية)	(نسبة مئوية)		
١٣	١٣	١٠	٢٧	٣٠	أفريقيا
٢٩	٤٧	٥٩	٨٢	١٧	شرق وجنوب وشرق آسيا
٢٤	١٤	٢٣	٣٨	٢١	أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي
١٨	١٨	٩	٧٣	١١	الاقتصادات الانتقالية من أوروبا وآسيا
٣٣	٣٣	٣٣	١٠٠	٩	غرب آسيا
					المنطقة (باستثناء الأعضاء في لجنة بازل للرقابة المصرفية)
١٠	١٠	٧	٢٣	٢٩	أفريقيا
٧	صفر	١٣	٢٧	١١	شرق وجنوب وشرق آسيا
٣	٧	٧	١٦	١٨	أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي
٣	٧	٣	٢٣	١٠	الاقتصادات الانتقالية من أوروبا وآسيا
٣	٣	٣	٢٣	٧	غرب آسيا

المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى BIS, 2014 and 2015.

ملاحظة: تغطي البيانات الاقتصادات التالية، حسب المنطقة: أفريقيا: أنغولا، أوغندا، بنن، بوتسوانا، بوركينا فاسو، توغو، تونس، جمهورية الكونغو الديمقراطية، جمهورية تنزانيا المتحدة، جنوب أفريقيا، زامبيا، زيمبابوي، السنغال، غامبيا، غانا، غينيا - بيساو، غينيا، كوت ديفوار، كينيا، ليبيريا، ليسوتو، مالي، مدغشقر، مصر، المغرب، ملاوي، موزامبيق، ناميبيا، النيجر، نيجيريا؛ شرق وجنوب وشرق آسيا: إندونيسيا، باكستان، بنغلاديش، بوتان، تايلند، إقليم تايوان الصيني، جمهورية كوريا، سنغافورة، سري لانكا، الصين، هونغ كونغ (الصينية)، الفلبين، فييت نام، ماليزيا، موريشيوس، نيبال، الهند؛ أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي: الأرجنتين، إكوادور، أوروغواي، باراغواي، البرازيل، بليز، بنما، دولة بوليفيا المتعددة القوميات، بيرو، ترينيداد وتوباغو، جامايكا، الجمهورية الدومينيكية، السلفادور، شيلي، غواتيمالا، غيانا، كوستاريكا، كولومبيا، المكسيك، هايتي، هندوراس؛ الاقتصادات الانتقالية من أوروبا وآسيا: الاتحاد الروسي، أرمينيا، ألبانيا، البوسنة والهرسك، بيلاروس، الجبل الأسود، جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية سابقاً، جمهورية مولدوفا، جورجيا، صربيا، قرغيزستان؛ غرب آسيا: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تركيا، عمان، قطر، الكويت، لبنان، المملكة العربية السعودية (البلدان بالخط العريض هم أعضاء في لجنة بازل).

البنوية في أنظمتها المالية. ومن بين جميع مقترحات الإصلاح التي ولدتها الأزمة المالية، كان أبعدا أثراً هي الإصلاحات التي تتضمن أحكاماً لـ "تجنيد" الأنشطة المالية، وهو ما يتجاوز النهج التحوطية الذي يتوخاه إطار بازل.

والحجة الأساسية للتجنيد هي أن عزل أصول المودعين عن أنشطة المصرف المحفوفة بالمخاطر من شأنه أن يحد من احتمال الاندفاع لسحب الودائع من المصرف في حالة الإعسار الناتجة عن قرارات الاستثمار الأشبه بالمقامرة. كما أن من شأن هذا العزل أن يسهل حل المجموعة المصرفية التي تواجه صعوبات، ويقلل من احتمال أو ضرورة تدخل الحكومة لإنقاذ المصارف التي تواجه مشاكل نتيجة لأنشطتها التجارية العالية المخاطر. ومن السوابق التاريخية لذلك قانون غلاس ستيفال Glass Steagall Act في الولايات المتحدة، الذي يحظر على المصارف التجارية التي تتمتع بالتأمين على الودائع المتميزة الانخراط في أنشطة السوق، مع استبعاد المصارف الاستثمارية من قبول الودائع. ونظم هذا الإصلاح، الذي كان جزءاً من سياسة "البرنامج الجديد" New Deal عام ١٩٣٣، عمل النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية لمدة تربو على ٦٥ عاماً حتى صدور قانون تحديث الخدمات المالية لعام ١٩٩٩ الذي رفع القيود المفروضة على المصارف.

رغم ازدياد تمثيل البلدان النامية في المحافل الدولية، ويبدو أن الإصلاحات المُضطلع بها تغفل عدداً من شواغل تلك البلدان.

وبعد الأزمة المالية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، لم تعد الولايات المتحدة لاستحداث تدابير عميقة لإعادة تنظيم المصارف، بل اختارت بدلاً من ذلك وضع قاعدة تقيد بعض أنشطة المصارف. وشمل قانون دود - فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك لعام ٢٠١٠، ضمن أحكامه المختلفة، قاعدة فولكر Volcker Rule، التي تحظر نوعين من الأنشطة. أولاً، لا يُسمح للكيان المصرفي الخاضع لولاية الولايات المتحدة الانخراط في تداول الممتلكات. ويعني ذلك أنه لا يمكن للمصارف شراء أو بيع الأوراق المالية لحسابها الخاص^(١). وثانياً، تحظر هذه القاعدة على المصارف رعاية أو حيازة أو الاحتفاظ بحصة ملكية في الصناديق التحوطية وصناديق الأسهم الخاصة.

وفي أواخر عام ٢٠١٣، أصدرت المملكة المتحدة تشريعاً بشأن الإصلاح المصرفي يستند إلى ما يسمى تقرير فيكرز. وخلافاً لما حدث في الولايات المتحدة، لم يتركز الإصلاح على حظر أنشطة المصارف المحفوفة بالمخاطر، وإنما تركز على تجنيد المؤسسات المتلقية للودائع. وبذلك، تقرر وجوب فصل الخدمات المصرفية الموجهة للأفراد عن الخدمات المصرفية الاستثمارية في شركة تابعة تتم رسميتها بصورة مستقلة. وكان الإصلاح يهدف إلى المساعدة في عزل مصارف التجزئة

وهناك شواغل أخرى لا يستهان بها فيما يتعلق بتنفيذ اتفاق بازل الثالث. فاعتماد معدل صافي التمويل الثابت، الذي يهدف إلى الحد من تفاوت آجال الاستحقاق بين أصول المصارف ومصادر التمويل، قد تترتب عليه عواقب سلبية على البلدان النامية، حيث إن المصارف في تلك الاقتصادات تُؤَل أساساً من خلال الودائع (القصيرة الأجل). ولذلك، فإن اشتراط التطابق الصارم بين آجال استحقاق الأصول والالتزامات قد يقلص قدرة المصارف على توفير القروض الطويلة الأجل. وثمة تحد آخر يتعلق بتنفيذ عوازل رأس المال المعاكسة للدورات الاقتصادية. وقد تشهد الاقتصادات التي تمر بالمراحل الأولى من التنمية المالية نمواً سريعاً للاتمانات، الأمر الذي يؤدي إلى آلية العوازل، حتى وإن لم يكن هناك تراكم للمخاطر البنوية (Drehmann and Tsatsaronis, 2014).

وهناك قلق أعم من أن قواعد بازل التنظيمية تركز بشكل متزايد (ودون كثير من النجاح) على نظرة ضيقة للاستقرار المالي على حساب القواعد التنظيمية الموجهة نحو تحقيق أهداف النمو والإنصاف. فالاعتماد على الترجيح بالمخاطر لتحديد رأس المال، سواء من خلال النهج الموحد أو الأساليب الأكثر تعقيداً، سيؤدي على الأرجح إلى تخصيص الائتمانات للقطاعات التي تحتاج إلى دعم من منظور التنمية. ومبادئ بازل التوجيهية لقياس مخاطر الائتمان قد تزيد من متطلبات رأس المال لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة (التي ينظر إليها عادة على أنها تطرح مخاطر أكبر) والمشاريع الطويلة الأجل، في حين تجعل الإقراض أرخص للشركات الكبيرة، بما فيها الشركات الدولية التي عادة ما تمنحها وكالات تقدير الجدارة الائتمانية الخارجية أعلى الدرجات.

ولذلك، يبدو أنه رغم ازدياد تمثيل البلدان النامية في المحافل الدولية، لا يبدو أن الإصلاحات المُضطلع بها في أعقاب الأزمة المالية العالمية تعالج عدد من شواغل تلك البلدان. وقد لا يكون التركيز على الإصلاحات الاحترازية المحددة بصورة ضيقة كافياً لمنع الأزمات في المستقبل. كما أنها إصلاحات معقدة ويصعب تنفيذها في العديد من البلدان النامية، بل وقد يشكل تنفيذها عقبات أمام التنمية الاقتصادية.

٤ - بعض محاولات تجنيد العمليات المصرفية

بالتوازي مع تبني الإصلاحات التنظيمية التي يتولى تنسيقها مجلس تحقيق الاستقرار المالي على الصعيد الدولي، قام العديد من البلدان المتقدمة بوضع تشريعات وطنية جديدة للتصدي للمخاطر

بعد بالكامل أي من قواعد التجنيد التي نوقشت أعلاه. وتم تأجيل تنفيذ قاعدة فولكر في الولايات المتحدة عدة مرات، ولا يزال يجري النظر في تأجيلها حتى ٢١ تموز/يوليه ٢٠١٦ حسبما حددت الجهات المنظمة في الولايات المتحدة. وفي المملكة المتحدة، تتوقع الجهات المنظمة الانتهاء من وضع القواعد في صيغتها النهائية في عام ٢٠١٦، مع امتثال المصارف لها بشكل كامل بحلول عام ٢٠١٩، غير أن هناك مقاومة كبيرة لذلك من جانب القطاع المصرفي.

ولا يزال من غير الواضح ما إذا كانت هذه التدابير ستستطيع منع المزيد من توسع المصارف الكبيرة، وتجعل من الأسهل على السلطات الحكومية إدارتها أو السيطرة عليها. وقد أدت ضغوط بعض الجهات المالية إلى جعل القواعد التنظيمية المقترحة أكثر تعقيداً بكثير مما كانت بحاجة إليه. فالاستثناءات والتعريفات الفضفاضة والصلاحيات التقديرية الإشرافية يمكن أن تضعف نتائج الإصلاحات. ففي الولايات المتحدة، هناك استثناءات مهمة لحظر الاتجار في الممتلكات والأنشطة التجارية الأخرى. وتشمل الاستثناءات التصريح

بمزاولة الأنشطة التحوطية لتخفيف المخاطر، والاتجار في الممتلكات التي تنطوي على أدوات دين حكومة الولايات المتحدة، وخلق الأسواق للأوراق المالية. وعدم وجود تعريف دقيق للاتجار في الممتلكات يُمكن المصارف من أن تحدد لنفسها ما يُسمح لها به من أنشطة تجارية، وما لا يُسمح به. وعلى الرغم من الإصلاحات في ألمانيا وفرنسا، يبدو أن النية تنصرف إلى الحفاظ على نموذج العمل المصرفي الشامل، وإن ظل المشرفون الوطنيون يتمتعون بالسلطة التقديرية لفصل أنشطة معينة عن الأعمال المصرفية الأساسية، ولكن فقط عندما يقدرون أن ملاءة مؤسسة مالية قد أصبحت مهددة.

وبالتالي، علينا الانتظار لنرى مدى كفاية فعالية مختلف التدابير الإصلاحية التنظيمية والهيكلية في الحد من تعقيد وترايط المصارف الكبيرة بما يجعلها أكثر أماناً، وما إذا كانت ستثبط نزوع هذه المصارف لأن تصبح حتى أكبر، أو ستساعد على عكس مسار الاتجاهات الطويلة الأجل لتركيز العمل المصرفي.

من شأن أنشطة التجنيد المصرفية أن تحد من احتمال الاندفاع لسحب الودائع من المصرف في حالة الخسائر الناتجة عن قرارات الاستثمار الأشبه بالمقامرة ...

أن يحدث في الأنشطة ذات التوجه العالمي (Wolf, 2014)^(١٦). ولم يُطبق التجنيد إلا على المجموعات المالية الكبيرة التي تحتفظ بودائع أساسية تزيد عن ٢٥ بليون جنيه إسترليني.

كما بحثت المفوضية الأوروبية إمكانية الإصلاح الهيكلي للنظام المالي للاتحاد الأوروبي. وبناء على توصيات فريق خبراءها الرفيع المستوى المعني بالإصلاح الهيكلي للمصارف (ما يسمى لجنة لايبانين (Liikanen Commission)، قدمت المفوضية الأوروبية مشروع قواعد تنظيمية كان أحد مقترحاته الأساسية يتمثل في وجوب إسناد أنشطة الاتجار في الممتلكات وغيرها من الأنشطة التجارية العالية المخاطر إلى كيان

قانوني مستقل عن بقية أعمال المصرف. وإذا ما تقرر هذا الإصلاح، فإنه سيقصر على المصارف التي تحتفظ بأصول تزيد عن ٣٠ بليون يورو، ولن تنطبق فحسب على المصارف التي تتلقى الودائع، وإنما أيضاً على الشركات الأم والشركات التابعة. وقد أصدرت ألمانيا وفرنسا بالفعل قواعد تستند في جانب منها إلى توصيات لجنة لايبانين.

وتهدف التدابير الهيكلية التي تقترحها الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي إلى تقليل احتمال فشل المصارف والآثار البنوية المترتبة عليه عن طريق تقليص الخطر الواقع على الودائع نتيجة للترابط بين المصارف (Viñals et al., 2013). وتشتمل إحدى الطرق الممكنة لإعادة هيكلة القطاع المالي في إنشاء جدار فاصل بين المصارف التي تتلقى الودائع والمصارف التي تنخرط في أنشطة الوساطة/التجارة. غير أن مبادرات التجنيد - بالضبط مثل مقترحات رفع الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال - تواجه مقاومة قوية من جماعات ضغط دوائر الصناعة المصرفية. وفي الحقيقة، لم تُنفذ

جيم- صعود نظام مصارف الظل

للاستقرار المالي، حيث إنها تؤدي نفس وظائف الأعمال المصرفية التقليدية لكن دون أن تخضع للقواعد التنظيمية الملائمة.

وفي نظام مصارف الظل، تجري أعمال الوساطة الائتمانية بشفافية أقل مما في المصارف التقليدية. فالوكلاء في هذا النظام يتلقون الودائع (تماماً كما تفعل المصارف) أو يقبلون الاستثمارات الأشبه بالودائع، ويقدمون الائتمانات وأداء الاستحقاقات وتحويل السيولة، ويعتمدون غالباً على أساليب الاستدانة لزيادة الربحية. ويقومون بتحويل الالتزامات القصيرة الأجل، مثل الأسهم الأشبه بالودائع في صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال، إلى مجموعة واسعة من الأصول الطويلة الأجل - من الأوراق المالية الحكومية إلى السندات التي تصدر من خلال أساليب معقدة للتوريق. ولا تواجه الشركات المالية التي تقوم بأعمال الوساطة شبه المصرفية إلا قيوداً أقل على حجمها وأثر استناداتها، غير أنها تفتقر إلى إمكانية الوصول إلى ضمانات السيولة الصريحة. وذلك يجعل نظام مصارف الظل هشاً في جوهره.

ودور نظام مصارف الظل في الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ هو دور معروف جيداً، وتم توثيقه وتحليله في تقارير الأونكتاد السابقة (على سبيل المثال *TDRs 2009 and 2011*). وقد حددت مجموعة العشرين ومجلس تحقيق الاستقرار المالي عدداً من المشاكل في هذا النظام، وهي المشاكل التي تسهم في الهشاشة المالية على الصعيد العالمي. ومع ذلك، لم يتحقق بالكاد سوى أقل القليل لتنظيم نظام مصارف الظل. ومن الواضح أن هناك حاجة إلى إصلاحات أكثر طموحاً في هذا الشأن.

ونظام مصارف الظل هو النتيجة التي أسفر عنها تحرير النظام المالي على مدى العقود الأربعة الماضية. وقد تطور هذا النظام القائم على السوق أساساً في ما يسمى البلدان الأنغلوسكسونية، ثم امتد لمعظم البلدان الأخرى، بما فيها البلدان النامية. وخلال هذه العملية، أصبحت مؤسسات الاستثمار (بما في ذلك شركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشترك) تشكل المشاركين الرئيسيين في الأسواق المالية العالمية، وسرعان ما أصبح حجم أصولها المدارة يماثل حجم أصول النظام المصرفي. وبعد ذلك، تحولت معظم المؤسسات إلى مديري الأصول المتخصصين لمساعدتها على الاستثمار، الذي صار القوة الدافعة للنمو في أسواق الأسهم خلال ثمانينات القرن الماضي، وفي صناعة الصناديق التحوطية في التسعينات من القرن

١ - ظهور نظام مصارف الظل وملامحه الرئيسية

بعد الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، قلصت المصارف الكبيرة بعض ما تقوم به من أنشطة الإقراض من أجل إصلاح موازاناتها العامة والتكيف مع تشديد القواعد التنظيمية. ونتيجة لذلك، شهدت الائتمانات التي تقدمها المصارف للقطاع الخاص في البلدان المتقدمة اتجاهاً نزولياً.

ورغم هذا التحرك، ارتفع إجمالي الديون العالمية بمقدار ٥٧ تريليون دولار بين عامي ٢٠٠٧ و ٢٠١٤، مما أدى إلى زيادة نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي العالمي بـ ١٧ نقطة مئوية، لتصل إلى ٢٨٦ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي (McKinsey, 2015). وحدث النمو في الاقتراض أساساً خارج النظام المصرفي المنظم التقليدي. ففي البلدان المتقدمة، ازدادت بشكل هائل منذ الأزمة العالمية أشكال التمويل غير المصرفية، مثل سندات الشركات والائتمانات المقدمة من مؤسسات غير مصرفية. وفي الوقت نفسه، استمر مديرو المصارف في نقل المزيد من الأنشطة خارج الموازنات العامة، بعد تغليف القروض في شكل أوراق مالية لبيعها في الأسواق. ورغم تراجع أهمية التوريق بالمقارنة بفترة ما قبل الأزمة، فإنه لا يزال كبيراً: ففي عام ٢٠١٤، كان قد تم توريق ٣٢ في المائة من مجموع ديون الأسر (رهونات عقارية وقروض بطاقات الائتمان أساساً) في البلدان المتقدمة، مقابل ٣٦ في المائة في عام ٢٠٠٧ (McKinsey, 2015).

ويعكس التحول في الوساطة الائتمانية من المصارف إلى القطاع غير المصرفي الدور الأكبر الذي أصبحت تضطلع به صناعة إدارة الأصول (IMF, 2015). وتتكون هذه الصناعة من مؤسسات الاستثمار، بما فيها شركات التأمين، وصناديق الاستثمار مثل الصناديق التحوطية وصناديق الاستثمار المشترك، فضلاً عن الكيانات الخارجة عن الموازنات العامة مثل الكيانات ذات الأغراض الخاصة، التي تقوم جميعها بشراء وبيع الأوراق المالية وغيرها من الأصول المالية^(١٧). ويشمل التمويل عن طريق أسواق رأس المال كلاً من آليات "التمويل المباشر"، التي يتحمل فيها المستثمرون جميع المخاطر الائتمانية، وما يسمى نظام مصارف الظل. وكلاهما يكمل الأعمال المصرفية التقليدية (وإن كانا يتنافسان معها أيضاً)، وهما مصادر بديلة لتمويل النشاط الاقتصادي الحقيقي. غير أن أعمال مصارف الظل تشكل عدداً من التهديدات

استحقاق كبيرة، فالتمويل القصير الأجل تقابله استثمارات قصيرة الأجل. غير أن الموارد السائلة المقدمة من خلال اتفاقات إعادة الشراء غالباً ما ينتهي الأمر باستخدام المقترض لها للشراء المباشر لسندات طويلة الأجل أو لأصول أخرى بالشكل الذي يحقق للنظام تحويلاً لأجل الاستحقاق، على غرار ما تقوم به المصارف وإن يكن بطريقة أقل شفافية. بل وقد يعتمد الوسيط - التاجر إلى استخدام الأموال التي جمعها من خلال اتفاقات إعادة الشراء في شراء أوراق مالية عالية الجودة، ثم يستخدمها عندئذ كضمان لإتمام المعاملات^(١٩). وعادة ما تنخرط الصناديق التحوطية في اتفاقات إعادة الشراء وغيرها من أنواع الاقتراض القصير الأجل للاستثمار من خلال الاستدانة.

في نظام مصارف الظل، تجري أعمال الوساطة الائتمانية بقدر أقل من الشفافية والتنظيم، وبقدر أعلى من الاستدانة، مما في المصارف التقليدية.

وينمو قطاع مصارف الظل بقوة في الاقتصادات النامية، وإن كانت الخطوات المتبعة في سلاسل الوساطة الائتمانية عادة ما تكون أكثر بساطة. ومع ذلك، يظل من الممكن أن يشكل نظام مصارف الظل مخاطر بنوية، سواء بصورة مباشرة، مع تنامي أهميته في مجمل النظام المالي، وبشكل غير مباشر من خلال ارتباطاته بالنظام المصرفي المنظم (Ghosh et al., 2012).

٢ - ما هو حجم نظام مصارف الظل؟

لا يزال الجدل يتقدم حالياً حول نطاق نظام مصارف الظل وحجمه الإجمالي. فمجلس تحقيق الاستقرار المالي، الذي ينخرط منذ عام ٢٠١١ في مشروع عالمي لرصد وقياس نظام مصارف الظل، كان يعرفه أصلاً بأنه "أنشطة وساطة ائتمانية تضم كيانات خارج النظام المصرفي العادي" (FSB, 2014c). وبعد هذا التعريف، يتحدد حجم النظام عن طريق حجم إجمالي الأصول المالية لمؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية، باستثناء شركات التأمين وصناديق التقاعد والمؤسسات المالية العامة (الخاضعة للتنظيم). ورأى كثيرون أن هذا التعريف فضفاض بأكثر من اللازم. فهو يشمل أنشطة غير الاستدانة يقوم بها مديرو الصناديق الذين يديرون الاستثمارات نيابة عن عملائهم، الذين يتحملون المكاسب والخسائر مباشرة، دون أن تكون هناك أي وساطة في حد ذاتها. ورداً على ذلك، بدأ مجلس تحقيق الاستقرار المالي الإبلاغ عن مقياس أضيّق، لتصفية الأنشطة المالية غير المصرفية التي لا تتصل اتصالاً مباشراً بالوساطة الائتمانية (مثل معاملات صناديق الأسهم غير القائمة على الاستدانة)، أو التي يتم توحيد بشكل تحوطي في مجموعات مصرفية (مثل المنتجات المضمونة كأوراق مالية التي تحتفظ بها المصارف والأصول الآتية من أنشطة الوساطة - التجارة التي تقوم بها مصارف عالمية).

الماضي. وكان الاستثمار المباشر من قبل مؤسسات الاستثمار يوفّر مصدر تمويل مستقر وموثوق للمقترضين، كما كان يتيح للمستثمرين فرصة للاحتفاظ بمحفظة متنوعة من الأصول المالية.

وسمح تطور أشكال مبتكرة لوساطة السوق للعديد من مديري الأصول (مثل الصناديق التحوطية) والوسطاء والتجار (الذين ينتمون غالباً إلى تكتلات مالية) بتوسيع الاستثمارات من خلال الاستدانة من داخل النظام المالي وتمويل شراء الأصول بديونهم. ولما كانت نسبة لا يستهان بها من الديون التي يصدرها الوسطاء هي ديون قصيرة الأجل، فقد عمدت الشركات المالية إلى تحويل آجال الاستحقاق. وفي النظام المصرفي التقليدي، تتم الوساطة بين المودعين والمقترضين في كيان واحد. وعلى النقيض من ذلك، يمكن ألا تقتصر عملية الوساطة الائتمانية التي يقوم بها نظام مصارف الظل

على كيان واحد فحسب، بل تشمل شبكة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تقوم بتمرير التمويل من المقرضين للمستثمرين من خلال العديد من المعاملات وأدوات الإقراض القائمة على السوق.

وثمة مثال بسيط يسهّل فهم الأداء الأساسي لنظام مصارف الظل. فالمقرض النموذجي في سلسلة الوساطة الائتمانية هو أسرة تستثمر موجوداتها النقدية في أسهم في صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال بحثاً عن عائدات أعلى مما يحققه عادة الإيداع في المصارف التجارية^(٢٠). وقد يكون المقرض أيضاً أمين صندوق شركة كبيرة يسعى لاستثمار النقد المتاح في شكل مختلف عن الودائع المصرفية، التي لا تتمتع بالتأمين عليها في حالة المبالغ الكبيرة في معظم البلدان. والمقترض النهائي في نظام مصارف الظل هو أي كيان يصدر أوراقاً مالية (أي حكومة أو مؤسسة خاصة) لتمويل نفقاته أو استثماراته. ويمكن أيضاً أن يكون أسرة إذا قامت مصارف أو مؤسسات مالية متخصصة بتجميع قروض الأسرة أو ديونها (مثل الرهن العقاري أو ديون بطاقات الائتمان) في شكل أوراق مالية. وسندات التوريق (بما في ذلك الأوراق المالية المركبة) هي في الواقع أحد المكونات الرئيسية لنظام مصارف الظل. فالموارد النقدية من صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال والشركات تُستثمر في الأوراق المالية للديون قصيرة الأجل (أي الأوراق التجارية أو السندات الحكومية أو أي دين يقترّب من أجل استحقاقه)، وفي اتفاقات إعادة الشراء القصيرة الأجل (التي لا تزيد عن يوم واحد في الغالب). واتفاقات إعادة الشراء هي شكل من أشكال الإقراض المضمون المدعوم بضمانات، بحيث إنها تبدو أكثر أماناً من الودائع المصرفية غير المضمونة (انظر الإطار ٤-١).

والاستثمارات في السندات أو الأوراق التجارية لا تنطوي على مخاطر

اتفاقات إعادة الشراء: المعاملة الأساسية لنظام مصارف الظل

اتفاق إعادة الشراء هو الحصول على أموال من خلال بيع الأوراق المالية، مع الاتفاق في نفس الوقت مع البائع لإعادة شرائها - أو شراء أوراق مالية مماثلة لها إلى حد كبير - في وقت لاحق، كثيراً ما يكون في اليوم التالي مباشرة. ويسدد المقترض الفائدة بسعر يتم التفاوض عليه مع المقرض، ويتحمل المخاطر والعائد على تلك الضمانات، بحيث ينحصر دور الأمان المتضمن في الصفقة في توفير الضمانات للمقرض فحسب. ولذلك، فإن اتفاقات إعادة الشراء هي وسيلة للإقراض المضمون للأموال القصيرة الأجل. غير أنه في الممارسة العملية، يبقى جزء كبير من الأموال المستخدمة في اتفاقات إعادة الشراء لفترات طويلة نسبياً، حيث يجري ترحيل العقود اليومية. وبهذا المعنى، فإن اتفاقات إعادة الشراء هي مصدر تمويل أشبه بالودائع بالنسبة للمقرض. وفي الوقت نفسه، يمكن لأصحاب الأموال معاملتها تقريباً كودائع تحت الطلب، حيث تتوفر لهم إمكانية الحصول فوراً على السيولة النقدية، إذا ما دعت الحاجة، فقط بعدم تجديد اتفاقات إعادة الشراء أو ترحيلها.

وتكون اتفاقات إعادة الشراء جذابة لأمناء صناديق الشركات وغيرهم من أصحاب الأرصدة النقدية الكبيرة لأنها تمكنهم من كسب عائد مضمون لسعر السوق حتى يتم استخدامها للسداد. وبالإضافة إلى ذلك، قد تبدو هذه الاتفاقات أكثر أماناً من وداائع المصارف، التي لا يحميها التأمين على الودائع ذات المبالغ الكبيرة. كما أن اتفاقات إعادة الشراء، إلى جانب الأوراق التجارية، هي نتاج نموذجي لاستثمارات صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال، التي يكون المساهمون فيها هم في نهاية المطاف المقرضين في نظام مصارف الظل.

وقد يستخدم المقرض في معاملات اتفاقات إعادة الشراء النقدية لتمويل مركز شراء في الأصول التي تنطوي عليها الضمانة، بكميات وبأسعار تعكس الصك المالي المقدم للمقرض (ICMA, 2015). وكثيراً ما يرتب الوسطاء - التجار أيضاً ترتيبات عكسية لاتفاقات إعادة الشراء من أجل اقتراض الأوراق المالية التي يشاركون بها في اتفاقات إعادة الشراء؛ وعن طريق مطابقة اتفاق إعادة الشراء والترتيب العكسي، يمكن أن يحققون ربحاً من خلال الفارق في أسعار الفائدة. ويستخدم التجار أيضاً اتفاقات إعادة الشراء العكسية للحصول على أوراق مالية للبيع.

والميزة التي تتحقق للمقرضين من خلال اتفاقات إعادة الشراء، بما في ذلك المصارف التجارية والوسطاء والتجار، هي عدم اضطرارهم للاحتفاظ باحتياطيات مقابل الأموال التي يحصلون عليها من خلال اتفاقات إعادة الشراء^(١). وثمة ميزة أخرى هي المرونة في تسجيل هذه المعاملات في الدفاتر، على الأقل بالنسبة للشركات العاملة في الولايات المتحدة في إطار مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً. فعلى سبيل المثال، يختار بعض المقرضين تسجيل ملكيتهم للأوراق المالية بدلاً من تسجيل ملكيتهم لاتفاقات إعادة الشراء، وهو ما قد يُعتبر أفضل من حيث المخاطر، وبالتالي أقل تكلفة من حيث متطلبات رأس المال. وبالنسبة للمقرضين، فإن الأصول التي تباع في اتفاقات إعادة الشراء يمكن رفعها (مؤقتاً) من الموازنات العامة، وبالتالي إخفاء المستوى الحقيقي للاستدانة (ICMA, 2015)^(٢).

ويُعد "الملاذ الآمن" من إفلاس لاتفاقات إعادة الشراء عاملاً من العوامل الهامة التي تسهم في نمو نظام مصارف الظل (Gorton and Metrick, 2009). ففي الولايات المتحدة، تُعفى اتفاقات إعادة الشراء من تطبيق قواعد الإفلاس الأساسية مثل الوقف التلقائي لتحصيل الديون بموجب الفصل ١١ من قانون الإفلاس بالولايات المتحدة. وبموجب قانون ولاية نيويورك (وهو الولاية القضائية الرئيسية في الولايات المتحدة لاتفاقات إعادة الشراء)، يُسمح للطرف في اتفاق إعادة الشراء منفرداً بإنفاذ أحكام إنهاء الاتفاق نتيجة لإشهار إفلاس الطرف الآخر عن طريق بيع الضمانات لاسترداد الودائع. ودون هذه الحماية، فإن الطرف في اتفاق إعادة الشراء يصبح مدينياً في إجراءات الإفلاس (Gorton and Metrick, 2009)^(٣). وفي أوروبا،

الإطار ٤-١ (تابع)

ينقل اتفاق إعادة الشراء الملكية القانونية للضمانات من البائع إلى المشتري عن طريق البيع المباشر. ولذلك، ففي المراكز المالية الرئيسية، يمكن بالنسبة لكبار المودعين، أن تعمل اتفاقات إعادة الشراء كبداية للودائع المضمونة تحت الطلب.

ومن الملاحظ المثيرة للاهتمام في اتفاقات إعادة الشراء أن الضمانات المقدمة من عميل إلى الوسيط يمكن أن يستخدمها الوسيط أيضاً كضمان لأغراضه الخاصة مع طرف ثالث ليس له صلة بالصفقة الأصلية. وبالتالي، يمكن للضمانة نفسها أن تُستخدم لدعم معاملات متعددة. وفي الواقع، قد يعيد الوسيط تخصيص الأصول المقدمة كضمانات، من أحد الصناديق التحوطية على سبيل المثال، للوصول إلى الأموال التي يقترضها لعملائهم. ويمكن للعميل الذي اقتترض المال (الصندوق التحوطية) أن يستخدم أصوله الزائدة في صفقة جديدة من اتفاقات إعادة الشراء. ويستخدم التاجر الضمانة لجمع المزيد من الأموال، وهلم جرا إلى ما لا نهاية (Singh and Aitken, 2010). وثمة قيود عملية على الاستدانة غير المحدودة. إذ يميل المشاركون في السوق لتطبيق خصم (بنسبة مئوية) على ضمانات اتفاقات إعادة الشراء من أجل حساب سعر الشراء. وتطبيق الخصم يعادل طلب زيادة قيمة الضمانة. ويهدف التعديل إلى مراعاة الخسائر غير المتوقعة التي قد يواجهها أحد طرفي اتفاق إعادة الشراء عند شراء (أو بيع) الأوراق المالية إذا تعثر الطرف الآخر. فنسبة الخصم تحد من الاستدانة. فالصندوق التحوطية الذي يمول مركز أصوله من خلال اتفاقات إعادة الشراء (ويستخدم الأصول المشتراة كضمان)، على سبيل المثال، سيتعين عليه شراء جزء من مركزه بموارده الخاصة. كما ستنشأ مضاعفات لانهائية مقابل حدود الائتمان التي تفرضها المؤسسات المالية على نظرائها، وإذا ما طبقت، على الحدود المفروضة بسبب القيود التنظيمية.

وفقاً لرابطة الأسواق الرأسمالية الدولية، توجد أسواق كبيرة لاتفاقات إعادة الشراء في أوروبا والولايات المتحدة وأمريكا اللاتينية واليابان، كما تنشأ بسرعة أسواق لإعادة الشراء في الصين وعدد من الدول الأفريقية (وإن كانت لا تزال صغيرة نسبياً). وكانت قيمة العقود القائمة في سوق إعادة الشراء في أوروبا تُقدر بـ ٥,٥ تريليون يورو في كانون الأول/ديسمبر ٢٠١٤، وإن لم يكن هذا التقدير شاملاً، حيث لا يشمل إلا المشاركين الأكثر نشاطاً في سوق إعادة الشراء الأوروبية (ICMA, 2015). وأعلن مصرف الاحتياط الاتحادي في نيويورك أن أعمال إعادة الشراء للتجار المتميزين الرئيسيين (الذين يستأثرون بقرابة ٩٠ في المائة من سوق الولايات المتحدة) وصلت إلى ما يقرب من ٥ تريليونات دولار في عام ٢٠١٤. وقد أشار مركز رابطة الأسواق الرأسمالية الدولية في جامعة ريدنغ إلى أنه، رغم تقلص السوق العالمية لاتفاقات إعادة الشراء منذ عام ٢٠٠٧، فإنها يمكن أن تكون قد بلغت ١٥ تريليون يورو في عام ٢٠١٢. ويطرح غورتون وميتريك (Gorton and Metrick, 2009) رقماً أكبر بثلاث مرات بالنسبة للولايات المتحدة.

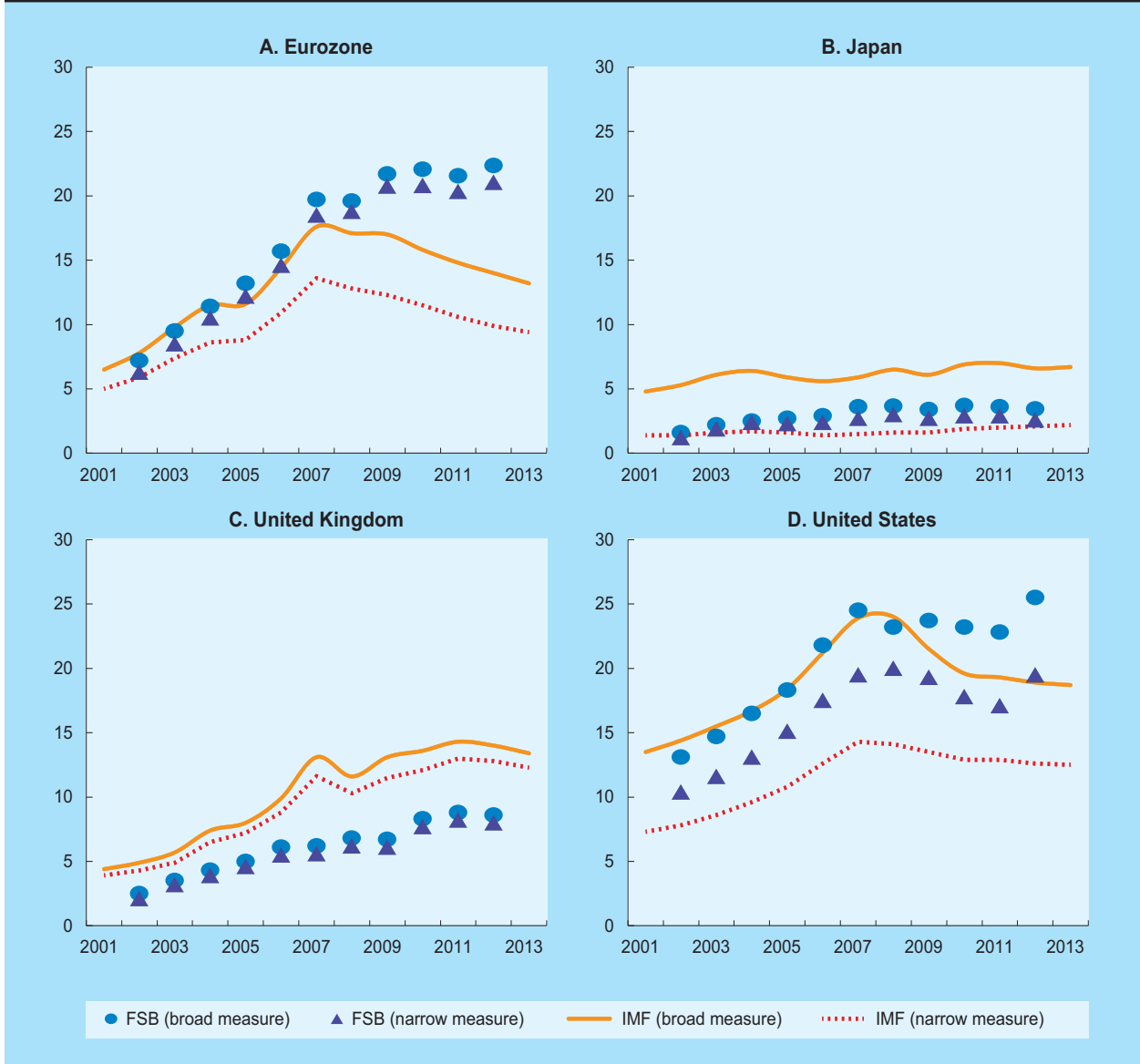
- (أ) إذا كانت مصارف، فقد تُطبق عليها نسبة الاستدانة، وفقاً للقواعد المحاسبية في الولايات القضائية التي تتخذ مقرها فيها.
- (ب) غالباً ما تستغل الشركات ثغرات تقتصر على مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً في الولايات المتحدة الأمريكية. وللتأكد من أن الموازنة العامة توضح أي الأصول هي التي تم بيعها في اتفاقيات إعادة الشراء، فإن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تشترط إعادة تصنيف الأوراق المالية مقابل اتفاقات إعادة الشراء من "استثمارات" إلى "ضمانات"، وموازنتها بالتزام على شكل "اقتراض مضمون".
- (ج) وفقاً لموريسون وآخرين (Morrison et al., 2014)، تبين الأدلة أن إعفاء اتفاقات إعادة الشراء من التطبيق المعتاد لقانون الإفلاس يشوه قرارات هيكل رأس المال للشركات المالية من خلال دعم التمويل القصير الأجل على حساب قنوات الدين الأخرى الأكثر أماناً، بما في ذلك التمويل الطويل الأجل. فعندما تفضل الشركات المالية الدين القصير الأجل المتقلب على الدين الطويل الأجل الأكثر استقراراً، فإنها (والأسواق عموماً) تصبح أكثر عرضة لمواجهة "اندفاع على سحب الودائع" في حالة حدوث صدمة في السوق، مثل التراجع في أسعار المساكن الذي لوحظ خلال الأزمة المالية العالمية.

الوساطة المالية غير التقليدية، فإن التوريق يكون أيضاً جزءاً من نظام مصارف الظل، بغض النظر عما إذا تم مباشرة في الموازنة العامة لمصرف ما أو بشكل غير مباشر من خلال كيان ذي غرض خاص. كما اقترح صندوق النقد الدولي مقياساً أضيق لنظام مصارف الظل يستبعد الديون بين المصارف.

وقد اقترح صندوق النقد الدولي قياس حجم الالتزامات "غير الأساسية" لكل من المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية لتقدير حجم نظام مصارف الظل (IMF, 2014). والالتزامات غير الأساسية هي كل مصادر التمويل من المؤسسات المالية التي تختلف عن الودائع المصرفية. ووفقاً لهذا التعريف، الذي يشمل جميع أعمال

الشكل ٤-٢

حجم نظام مصارف الظل باستخدام قياسات مختلفة، ٢٠١٣-٢٠٠١
(تريليونات الدولارات)



المصدر: Harutyunyan et al., 2015; and FSB, 2014c.

عام ٢٠١٣، بزيادة كبيرة عن مستواها البالغ ٦٧ تريليون دولار في عام ٢٠١١، و٧١ تريليون دولار في عام ٢٠١٢. وتوجد أكبر نظم مصارف الظل في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة (الشكل ٤-٢)، غير أن أنشطة ظل الوساطة المصرفية تتوسع أيضاً في عدد قليل من البلدان النامية، مثل الصين (انظر الإطار ٤-٢).

واستناداً إلى مقياس مجلس تحقيق الاستقرار المالي الأوسع نطاقاً، فقد توسعت أنشطة مصارف الظل بشكل كبير منذ عام ٢٠٠٢، ولا سيما في الاقتصادات المتقدمة، كما واصلت الارتفاع بصفة خاصة بعد الأزمة المالية. ويُقدر حجمها الإجمالي من حيث الأصول بـ ٧٥,٢ تريليون دولار، أو ما يعادل حوالي ربع إجمالي أعمال الوساطة المالية في جميع أنحاء العالم في نهاية

الإطار ٤-٢

نظام مصارف الظل في الصين

صعود نظام مصارف الظل ظاهرة حديثة العهد جداً في الصين، حيث تهيمن المصارف على نظام الائتمان تماماً منذ إصلاحات السوق في أواخر السبعينات من القرن الماضي. وحتى وقت قريب في نهاية عام ٢٠٠٨، كانت القروض المصرفية تمثل ما يقرب من ٩٠ في المائة من القروض غير المسددة في الصين (Elliott et al., 2015; Elliott and Yan, 2013). وأدت الإصلاحات التي أجريت في القطاعين المالي والمصرفي في البلد خلال تسعينات القرن الماضي والعقد الأول من القرن الحالي (Okazaki, 2007; Kruger, 2013) إلى ازدياد تعقيد الأدوات المالية، والتمكين من تجنب الضوابط التنظيمية بدرجة أكبر.

وتتم عمليات إقراض الظل في الصين من خلال مجموعة واسعة من الكيانات التي تشمل خمسة مصادر رئيسية للتمويل: منتجات إدارة الثروات، والقروض بين الشركات، والقروض المضمونة، وشركات التمويل، والقروض غير الرسمية. وكثير من أنشطة مصارف الظل مصممة تحديداً للتحايل على الأنظمة المصرفية، ويمكن أن تفسر بالتالي على أنها من أشكال مراجحة الثغرات التنظيمية الداخلية (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). فعلى سبيل المثال، ورغم الحدود القصوى المفروضة على أحجام الإقراض من المصارف والقيود المفروضة على القروض للمقترضين ذوي الخطورة المحتملة (مثل أدوات تمويل الأجهزة الحكومية المحلية، والمطورين العقاريين، ومناجم الفحم، ومصانع بناء السفن)، ظلت تلك القروض تزداد في واقع الأمر، لأنهم كانت تملأ من خلال عمليات إقراض الظل.

وتوفر منتجات إدارة الثروات عائداً بناءً إلى أداء الأصول الأساسية (في قرض واحد أو مجموعة من القروض)، وعادة ما يكون أعلى من أسعار الفائدة على الودائع المصرفية التي تنطبق عليها الحدود القصوى التي تفرضها السلطات النقدية، وبالتالي فهي تمكن من تحرير أسعار الفائدة "جلسة" (Kruger, 2013). ويجري الترويج لها بوصفها أدوات منخفضة المخاطر، كما أن عدداً كبيراً منها يقدم عوائد مضمونة (IMF, 2014). أما القروض بين الشركات، فهي قروض مشتركة بين الشركات تكون فيها إحدى الشركات هي المقرض النهائي وتسجل أصول القرض في موازنتها العامة، بينما تعمل المصارف كوسطاء وتجمع الرسوم. وعادة ما تدخل أموال القروض بين الشركات في أصول مثل العقارات والأسهم، وهي تشكل خطراً محتملاً على الاستقرار المالي لأنها تولد جولة جديدة من الائتمان وزيادة الاستدانة. وهناك قنوات أخرى يمكن من خلالها للشركات غير المالية تقديم القروض لبعضها البعض، مثل خصم الشركات للفواتير المقبولة للمصرف، التي يمكن أن تستخدم أيضاً لزيادة الاستدانة (Elliott et al., 2015).

وتفرض شركات الضمان، التي أنشئت أصلاً لمساعدة الشركات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على قروض مصرفية، رسوماً على المقترضين المحتملين، وفي المقابل تعمل كضامن لدى المصرف، حيث تتعهد بسداد أي خسائر في حال التعثر عن السداد. وفي الواقع، فإن شركة "ضمان القروض" تباع للمصرف التأمين على القروض المحفوفة بالمخاطر، مع تحمل المقرض قسط التأمين. ومثل أي نظام للتأمين، قد يكون هذا الترتيب محفوفاً بالمخاطر إذا تناظرت المخاطر بين المقرضين. وأخيراً، تشمل أشكال الوساطة الأخرى الإقراض غير الرسمي من قبل فرادى المرابنين (مثل محلات الرهن ومقرضي الأرصفة) للأسر والشركات الصغيرة.

وتتفاوت التقديرات المستقلة لنطاق مصارف الظل في الصين تفاوتاً هائلاً، من مستوى منخفض يتراوح بين ٨ و ٢٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي مستوى إلى أعلى يصل إلى ٧٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠١٣ (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). ووفقاً لصندوق النقد الدولي (IMF, 2014)، ارتفع التمويل الاجتماعي من خلال مصارف الظل إلى ٣٥ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي بحلول أوائل عام ٢٠١٤، كما أنه أخذ في التوسع بضعف معدل القروض المصرفية. وشكلت قيمة إجمالي أصول منتجات إدارة الثروات ٢٥ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، بعد أن نمت بنسبة ٥٠ في المائة منذ مطلع عام ٢٠١٣، وبمقدار ثلاث مرات منذ أوائل عام ٢٠١١. وبأوسع تعريفات مصارف الظل، لا يزال قطاع مصارف الظل في الصين أصغر بكثير بالنسبة لحجم الناتج المحلي الإجمالي للبلد، مقارنة بالولايات المتحدة (١٥٠ في المائة)، والمملكة المتحدة (٣٧٨ في المائة)، والعديد من بلدان منطقة اليورو.

وضمن الجهود التي تبذلها السلطات الصينية للحد من المخاطر المرتبطة بالقطاع المالي غير الرسمي، استحدثت تلك السلطات في نيسان/أبريل ٢٠١٥ التأمين على الودائع المصرفية حتى مبلغ ٥٠٠.٠٠٠ رمينبي للمودع الواحد في المصرف الواحد، وهو ما يغطي الأفراد والشركات على حد سواء. ومن شأن ذلك أن يوضح التمييز بين الودائع المصرفية ومنتجات إدارة الثروات غير المشمولة بالحماية، غير أنه لا يزال من المرجح ممارسة ضغط سياسي مكثف للتدخل وإنقاذ المستثمرين غير المشمولين بالحماية عند فشل هذه المخططات (EIU, 2015). وكثيراً ما يقول المسؤولون إن الحكومة لن تساند معاملات مصارف الظل التي تقوم بها المصارف، رغم أن المسألة معقدة، حيث إن الحكومة هي التي تحتفظ بملكية المصارف في الصين في شكل أسهم.

مخاطر مالية محددة. فعلى النقيض من المصارف، التي تطبق عليها السلطات متطلبات رأس المال وغير ذلك من القواعد، لا تخضع معاملات نظام مصارف الظل لقواعد تنظيمية، وتفترق إلى ضمانات ائتمانية واضحة من القطاع العام أو إلى الحصول على دعم للسيولة من المصرف المركزي. ولذلك، يمكن أن تؤدي المشاكل في سلسلة الوساطة إلى أزمة شاملة في النظام المالي بمرته.

ومنذ أزمة عام ٢٠٠٨، يجري تسليط الضوء على ملامح

مختلفة من نظام مصارف الظل باعتبارها تنطوي على مشاكل كبيرة بالنسبة للاستقرار المالي. وينصب أحد الشواغل الرئيسية على نوعية بعض المنتجات المالية المتداولة في ذلك النظام. فبعض القروض التي يتم طرحها في شكل أوراق مالية لبيعها في السوق (كأوراق مالية مدعومة بالأصول) كثيراً ما كانت ضعيفة الاكتتاب، حيث لا يسجل مصدرها المخاطر في موازنتهم العامة، بل ينقلونها بدلاً من ذلك إلى المشتريين (Coval et al., 2008).^(٢١) وكما أظهرت أزمة

عام ٢٠٠٨، فإن "نموذج الاستحداث والتوزيع" ينطوي على خطر معنوي. فالأرجح أن تصبح المصارف أكثر حذراً في تقييم المخاطر عندما تخطط للاحتفاظ بالقروض في دفاترها، في حين قد يؤدي التوريق إلى أضعاف معايير الإقراض وتدهور جودة الائتمان. ويتصل أحد المخاوف بصورة خاصة بتعقيد هياكل التوريق (مثل التزامات الديون المضمونة)، التي يصعب تقدير مخاطرها بشكل خاص.

ويتمثل نوع ثانٍ من الشواغل، يتصل اتصالاً مباشراً باستقرار الاقتصاد الكلي، في أن مصارف الظل يساير الدورات الاقتصادية بشدة. فعندما ترتفع أسعار الأصول، تزداد قيمة ضمانات اتفاقات إعادة الشراء، بما يمكن من زيادة الاستدانة. وبالتالي، تسهم مصارف الظل في حدوث فقاعات أسعار الأصول (Pozsar et al., 2013)، وأيضاً في أزمة الائتمان عندما تصل دورة مالية إلى نهايتها فجأة. بل وقد تصبح بعض أنواع الضمانات التي تستخدم في المعاملات غير مقبولة خلال فترات الاضطراب.

وفي الواقع، يتمثل شاغل ثالث في أن مصارف الظل تكون عرضة بشكل خاص لمخاطر قيام العملاء بشكل مفاجئ وواسع النطاق بسحب الأموال الناشئة عن معاملات القائمة في السوق بدلاً من الاندفاع على سحب الودائع. بل إن حالة الذعر التي حدثت في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨ كانت قد نشأت عن الاندفاع على سحب الأوراق المالية المصرفية (الاندفاع على سحب اتفاقات إعادة الشراء)

وأظهرت الأشكال الأخرى لنظام مصارف الظل اتجاهات مماثلاً للنمو حتى عام ٢٠٠٧، ولكن النمط تغير بعد الأزمة، عندما دخلت مرحلة ركود أو تراجع، وفقاً لقياسات صندوق النقد الدولي^(٢٢). وكان السبب الرئيسي لذلك، في الولايات المتحدة وفي منطقة اليورو على حد سواء، هو تباطؤ النشاط فيما بين مصدري الأوراق المالية المدعومة بالأصول وانخفاض إصدار ديون المصارف التجارية. كما أن أسهم صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال، التي انكشفت هي الأخرى بعد الأزمة، قد أسهمت في زيادة انخفاض إجمالي الالتزامات غير الأساسية. وفي المقابل، تشير تقديرات مجلس تحقيق الاستقرار المالي إلى تعافي نشاط مصارف الظل بعد انخفاض معتدل في عام ٢٠٠٨، مما يعكس نمواً في الأحجام التي جرت وساطتها من خلال صناديق الاستثمار، وتأثيرات تقييم إيجابية عقب انتعاش أسعار الأصول من القيم المتدنية التي كانت قد انخفضت إليها في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩.

غير أن هناك ميلاً للتقليل من

شأن حجم مصارف الظل بشكل فادح، حيث تستبعد معظم القياسات كيانات مصارف الظل التي تتخذ مقارها في العديد من المراكز المالية الخارجية off-shore، أو الملاذات الضريبية. وقد أقر مجلس تحقيق الاستقرار المالي بأن إدراج البيانات المستمدة من هذه المراكز الخارجية، التي تقع خارج ولايات أعضاء المجلس، من شأنه أن يساعد على سد الثغرات في عملية الرصد العالمية الحالية. وقد تكون هذه الفجوات كبيرة، حيث تحرك الكيانات المالية أجزاء كبيرة من أنشطة ظلها إلى المراكز الخارجية لتجنب القواعد التنظيمية في بلدانها الأصلية.

٣- المخاطر المرتبطة بمصارف الظل

يسمح تخصص كل مؤسسة مشاركة في سلسلة وساطة نظام مصارف الظل للمقترضين والمقرضين بتجنب فروق الائتمانات وغيرها من الرسوم التي تتقاضاها المصارف التقليدية. وبهذا المعنى، قد يحقق مصارف الظل مكاسب في الكفاءة من التخصص مع انخفاض التكلفة بالنسبة للعملاء، والمنافسة الصحية بين المصارف. وقد قيل إن التوريق يمكن من تعبئة الأصول غير السائلة، بما يوسع من نطاق المقرضين المحتملين، وأن تقنيات التمويل المركب يمكن أن تستخدم لتكييف توزيع المخاطر والعوائد بحيث تناسب بشكل أفضل مع احتياجات المستثمرين النهائيين (IMF, 2014). غير أن الأنشطة التي تماثل أنشطة المصارف، وخاصة تلقي الودائع، تخلق

بينها الاعتماد الشديد على التمويل بالجملة في الأجل القصير لبعض الوسطاء، وضعف معايير الإفراض بسبب بعض الأصول المورقة والمنتجات المركبة، والنقص العام في الشفافية الذي يخفي قدرًا متزايدًا من التباين بين الاستدانة وأجال الاستحقاق، فضلاً عن من يتحمل المخاطر المرتبطة بها في نهاية المطاف.

وتشمل الإصلاحات المقترحة أربعة مجالات (ترد أدناه مناقشة لها)، وقد اعتمدت بعض البلدان القواعد التنظيمية الجديدة بالفعل.

١٠ من أجل تخفيف المخاطر في تفاعلات المصارف مع كيانات مصارف الظل، هناك توصيات لتحديد متطلبات لرأس المال تراعي المخاطر لمصارف الاستثمار في صناديق الأسهم، وإطار إشرافي مقترح لقياس ومراقبة حالات الانكشاف الكبيرة للمصارف، بما في ذلك إزاء أنشطة مصارف الظل. وقد وافقت البلدان الأعضاء في لجنة بازل على تنفيذ الإطار بالكامل بحلول عام ٢٠١٩.

٢٠ من أجل الحد من حالات استرداد الأموال الضخمة والمفاجئة، يُقترح الأخذ بالتدابير التالية: الحد من استخدام قيمة صافي الأصول الثابتة للسماح لأسعار أسهم تلك الصناديق بالتقلب بما يتماشى مع القيمة السوقية لأصول الصندوق، وفرض حدود عازلة لرأس المال، والإلزام بفرض قيود على استرداد الأموال، ووضع متطلبات للسيولة واستحقاق آجال محافظ الأموال، والإلزام باختبار القدرة على تحمل الإجهاد^(٢٤).

٣٠ من أجل تحسين الشفافية في عمليات التوريق، يوصى بإدراج متطلبات تحمل المخاطر بالنسبة للكيانات الراعية للأوراق المالية، والإلزام المصارف وغيرها من الجهات المالية الراعية لمعاملات التوريق بالاحتفاظ بجزء من القروض في دفاتها. وقد وافقت الولايات المتحدة على هذا البند الأخير في عام ٢٠١٤.

٤٠ وفيما يتعلق باتفاقيات إعادة الشراء، نشر مجلس تحقيق الاستقرار المالي في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٤ إطاراً تنظيمياً لمعاملات تمويل الأوراق المالية من أجل الحد من الإفراط في الاستدانة، وكذلك الانكشاف غير المتماثل للسيولة وأجال الاستحقاق. ويتألف الإطار من المعايير النوعية الدنيا للمنهجيات التي يستخدمها المشاركون في السوق الذين يوفر تمويل الأوراق المالية لحساب الخصومات على الضمانات المقدمة، والحدود الدنيا العددية للخصومات التي

الذي كان مدفوعاً بسحب اتفاقيات إعادة الشراء (Gorton and Metrick, 2009). وأدى عدم التيقن من القيمة الحقيقية للأصول المقدمة كضمانات إلى موجة واسعة من عمليات استرداد القيمة في سوق إعادة الشراء.

وثمة شاغل رابع يتعلق بانتقال آثار الاندفاع إلى سحب الأموال من نظام مصارف الظل إلى بقية أنحاء النظام المالي. وتمثل أسعار الأصول إحدى آليات انتقال الآثار. ففي حالة الاندفاع لسحب الأموال من نظام مصارف الظل، يمكن أن تؤدي عمليات بيع الأصول الواسعة إلى حدوث مضاعفات على أسعار الأصول المالية والعقارية، وإحداث أثر مباشر على تقييم الأوراق المالية حسب القيمة السوقية العادلة في دفاتر المصارف التقليدية. وتعلق آلية أخرى لانتقال الآثار بحقيقة أن المصارف تمويل أيضاً أنشطة في سوق الجملة، حيث يمكن لنقص السيولة الناجم عن أنشطة مصارف الظل أن تدفع المصارف للتخلص من الديون بسرعة. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى مزيد من اهتزاز الأسعار، ويخلق حلقات متصلة من ردود الفعل السلبية. تحدث هذه الآثار غير المباشرة أيضاً على الصعيد الدولي. وأخيراً، وحيث إن المصارف وشركات التأمين توفر لكيانات الظل خطوط سيولة احتياطية وضمانات ضمنية للأدوات ذات الأغراض الخاصة، فإن الحوادث في قطاع مصارف الظل يمكن أن تؤثر تأثيراً مباشراً على الوسطاء التقليديين (Greene and Broomfield, 2014).

٤ - عدم كفاية الإصلاحات

من المثير للدهشة أن الإصلاحات التنظيمية لم تهتم، حتى الآن، إلا اهتماماً قليلاً نسبياً بالعديد من كيانات وأنشطة مصارف الظل. بل إن التركيز أساساً على إصلاح القطاع المالي المنظم قد يدفع إلى نزوح الأنشطة المصرفية بشكل كبير إلى نظام مصارف الظل، مثلما ألمح في موضع سابق (انظر أيضاً IMF, 2014).

وفي مؤتمر قمة مجموعة العشرين المعقود في سيول في تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠١٠، طلب القادة من مجلس تحقيق الاستقرار المالي وضع توصيات لتعزيز الرقابة على أنشطة مصارف الظل وتنظيمها^(٢٥). واستجابة لذلك، وضع مجلس تحقيق الاستقرار المالي إطاراً لإجراء عمليات رصد سنوية لتحديد الكيانات والأنشطة في مجال الوساطة الائتمانية وتقييم الاتجاهات العالمية والمخاطر التي يشكلها نظام مصارف الظل^(٢٦). وتعكف الآن السلطات الوطنية على دراسة توصيات التي قدمها المجلس لتحسين البنية الأساسية للسوق ومرونة المؤسسات. وتتناول هذه التوصيات عدداً من الشواغل المحددة، من

الخصومات الدنيا على اتفاقات إعادة الشراء للسندات الحكومية، التي كان يقترحها في البداية لجعل الاستدانة المدعومة باتفاقات إعادة الشراء أكثر تكلفة (FSB, 2012). وبالإضافة إلى ذلك، فإن عملية الرصد التي يضطلع بها مجلس تحقيق الاستقرار المالي ليست شاملة، ولا يتوفر جمع البيانات من المراكز المالية الخارجية.

وتغيب عن برنامج الإصلاح الذي وضعه مجلس تحقيق الاستقرار المالي تدابير مثل فرض ضريبة على المعاملات المالية التي تنطبق على اتفاقات إعادة الشراء، التي من شأنها أن تقلل إلى حد كبير الاستدانة في نظام مصارف الظل، والتي قوبلت بمعارضة شديدة من جانب معظم المشاركين في السوق (بما في ذلك المصارف المركزية)^(٢٥). واقترحت إصلاحات طموحة أخرى أكثر اتساقاً مع النهج القائم على السوق، ولكنها لم تلق الاعتبار الواجب. فعلى سبيل المثال، اقترح غورتون وميتريك (Gorton and Metrick, 2009) مبادئ لتنظيم كيانات مصارف الظل تقوم على فرضية إخضاع أي نوع من الخدمات المصرفية لمظلة تنظيمية. ومن هذا المنطلق، سيتعين على الجهات المنظمة وضع مبادئ توجيهية صارمة لأنواع الضمانات التي يمكن استخدامها لاتفاقات إعادة الشراء وللخصومات الدنيا (للحد من الاستدانة/المدىونية وتقليل إعادة التخصيص). وقد يظل من الممكن الإذن باتفاقات إعادة الشراء غير الخاضعة لأي نوع من أنواع التنظيم، ولكن سيتعين على السلطات أن توضح أن مشتري اتفاقات إعادة الشراء لن يتمتع بأي حماية خاصة من الإفلاس.

وخلاصة القول أنه على الرغم من بعض التحركات نحو تشديد القواعد المتعلقة بأنشطة محددة، يظل نظام مصارف الظل غير خاضع للتنظيم إلى حد كبير، ربما بسبب الضغوط الرامية لتجنب التأثيرات على أسعار الخدمات المالية أو على ربحية المؤسسات المالية. ويعني ذلك أن المخاطر البنوية المنبثقة عن طبيعة نظام مصارف الظل ذاته يمكن أن تظل تشكل تهديداً على الاستقرار المالي العالمي.

ستطبق على اتفاقات إعادة الشراء التي لا يجري تخليصها بصورة مركزية، حيث يتم توفير التمويل مقابل ضمانات خلاف الأوراق المالية الحكومية لكيانات أخرى خلاف المصارف والوسطاء والتجار.

كما تُبذل في مجلس تحقيق الاستقرار المالي جهود إضافية بشأن كيانات مصارف الظل الأخرى من أجل إعداد قائمة بالكيانات التي يمكن تغطيتها، ووضع خريطة بالأنظمة الرقابية والإشرافية الموجودة، وتحديد الثغرات في تلك الأنظمة، واقتراح تدابير احترازية إضافية لتلك الكيانات، حيثما كان ذلك ضرورياً.

وتهدف هذه المقترحات للإصلاح التنظيمي إلى تحويل مصارف الظل إلى نظام مرن للتمويل يقوم على السوق. غير أنه في حين تتناول هذه المقترحات مخاطر بعينها، لا يبدو أن الإجراءات المقترحة كافية للتعامل مع المخاطر البنوية الكامنة في النظام. ويتمثل أحد التحديات الرئيسية للإصلاح التنظيمي لنظام مصارف الظل في كيفية ضمان الرقابة المناسبة والحد من المخاطر على الاستقرار المالي مع الحرص في الوقت نفسه على مراعاة عدم كبح استدامة قنوات التمويل غير المصرفية التي لا تشكل مخاطر كبيرة، وبخاصة في الحالات التي تسد فيها مصارف الظل فجوات قائمة.

وفي حالة التوريق، يبدو اشتراط الاحتفاظ في الموازنة العامة برأس مال أقل من ٥ في المائة اشتراطاً تعسفياً وصغيراً؛ إذ يظل من الممكن أن يخلط المستثمرون بين صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال والودائع، ويكونون عرضة لحالات الذعر. وبالنسبة لاتفاقيات إعادة الشراء، لا تسري الخصومات المقترحة إلا على المعاملات الثنائية، بينما تترك الباب مفتوحاً أمام إمكانية حدوث عمليات تخصيص (واستدانة) كبيرة في الأسواق التي يجري التخليص فيها بصورة مركزية. بل لقد تخلي مجلس تحقيق الاستقرار المالي حتى عن متطلبات

دال - مسائل أخرى تتسم بالأهمية في التنظيم المالي

الكلية الدولية لترويض تحركات رؤوس الأموال الدولية المضاربة، وهو ما يتسم بأهمية خاصة بالنسبة للبلدان النامية. وفي هذا السياق، تُعد المصارف الأجنبية التي لها فروع وشركات تابعة في البلدان النامية قنوات هامة لانتقال الآثار المالية العالمية بصورة غير مباشرة لهذه الاقتصادات، وتطرح بالتالي تحديات تنظيمية محددة.

أثارت الأزمة المالية العالمية مخاوف غير مسبقة حول إدارة المؤسسات المالية وانعدام شفافية المعلومات في الأسواق المالية. وتطول قائمة الحوافز المشوهة التي تكمن في جذور الأزمة، ولكن يتربع على رأس هذه القائمة دور تقديرات الجدارة الائتمانية في أنظمة تقييم المخاطر (ترد أدناه مناقشة لها)، وكذلك غياب القواعد الاحترازية

غير أنه أصبح من المعترف به الآن أن الاستخدام الواسع لتقديرات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية يمثل تحديداً لاستقرار المالي ومصدراً للمخاطر البنوية.

وكانت الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨-٢٠٠٩ بمثابة تذكير بعدد من المشاكل الخطيرة في صناعة التصنيفات. وأصبح واضحاً أن كثيراً من التصنيفات، مثل التصنيفات المتصلة بالتزامات الديون الرهن العقاري المضمونة والأوراق المالية الأخرى - بما في ذلك التي تصدرها الحكومات - قد جرى تضخيمها بشكل مصطنع. ويرتبط ذلك بنماذج الأعمال التجارية لوكالات تقدير الجدارة الائتمانية، التي تنطوي على تضارب المصالح بصورة خطيرة: ففي الأساس، تتقاضى وكالات تقدير الجدارة الائتمانية المال من نفس مصدري الأوراق المالية الذين تقوم بتصنيفهم^(٢٦). فالمبالغة في تقدير الديون والتقليل من مخاطر التعثر في السداد يتيحان لمصدر الأوراق المالية اجتذاب المستثمرين. وقد يكون مستثمري "معسكر الشراء" حوافز لقبول تقييمات مبالغ فيها، حيث يزيد ذلك من مرونتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية ويقلل من كمية رأس المال التي يتعين عليهم الاحتفاظ بها مقابل استثماراتهم. وذلك ما يفسر أيضاً السبب الذي يدعو المؤسسات لشراء الأوراق المالية مبالغ في سعرها (Calomiris, 2009).

وقد أسهم الاعتماد المفرط على تقييمات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية للمنتجات المالية المركبة إسهاماً كبيراً في أزمة الرهن العقاري في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨، وهو الأمر الذي وثقه كذلك صندوق النقد الدولي (IMF, 2010)، على سبيل المثال. غير أن النقاش يسبق بدرجة كبيرة الأزمة العالمية لعام ٢٠٠٨، عندما كان من الواضح سوء أداء وكالات تقدير الجدارة الائتمانية في قياس مخاطر الديون عالية المخاطر. كما ترضت لانتقادات شديدة لدورها في الأزمة المالية الآسيوية عام ١٩٩٧، وفي فقاعة شركات الإنترنت (الدوت كوم) عام ٢٠٠١، لبطئها في توقع هاتين الأزميتين، ثم لقيامها بشكل مفاجئ بتخفيض تقديرات المدينين.

وقد أدت تخفيضات تصنيفات الجدارة الائتمانية إلى عمليات بيع واسعة للأوراق المالية نتيجة لتكيف المشاركين في السوق مع القواعد التنظيمية وسياسات الاستثمار ("التأثيرات الانحدار"). والتقلب الشديد في سوق الديون السيادية الأوروبية في عام ٢٠١١ بعد عدد من تخفيضات التصنيفات هو مثال للارتباطات بين التخفيضات وأسعار أدوات الدين. وعلى العكس من ذلك، يمكن أن يسهم رفع مستوى تصنيف في عمليات شراء آلية للأصول في

١ - وكالات تقدير الجدارة الائتمانية: الحاجة لما هو أكثر من مجرد مدونة لقواعد السلوك

أصبحت وكالات تقدير الجدارة الائتمانية مؤسسة من المؤسسات الأساسية للأسواق المالية اليوم^(٢٦). فمن خلال تصنيف المقترضين من الشركات الكبرى، والسندات السيادية، والسندات البلدية، والتزامات الديون المضمونة وغيرها من الأدوات المالية، تزود وكالات تقدير الجدارة الائتمانية المستثمرين المحتملين بتوجيهات بشأن الجدارة الائتمانية للمقترض. ويتمثل دور التصنيف في تزويد المستثمرين المحتملين بالمعلومات والآراء حول ما إذا كان مصدر السندات يمكن أن يتراجع عن التزاماته. وتلي خدمات التصنيف احتياجات كل من حملة السندات غير المتخصصين (مثل الجمهور العام والشركات المالية الصغيرة) والمستثمرين المتخصصين (أي الوسطاء الماليين مثل المصارف وشركات التأمين وصناديق التقاعد). وهي تساعد الفئة الأولى بتزويدها بالمعلومات اللازمة لتقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين؛ ويمكنها أن تساعد الفئة الأخيرة في الحصول على المعلومات المتعلقة بأسواق السندات غير المألوفة أو أنشطة الإقراض الجديدة.

وتؤثر أنشطة وكالات تقدير الجدارة الائتمانية، التي تعبر عنها أخبار التصنيفات، على توزيع الأصول، حيث تسهم التصنيفات في تحديد معدل الفائدة - أو السعر - الذي يتعين على المقترض سداده للحصول على التمويل. وقد ازداد الاعتماد على تقدير الجدارة الائتمانية بمرور الوقت مع تطور الأسواق المالية واستخدام التصنيفات في القواعد التنظيمية والمعايير والمبادئ التوجيهية للاستثمار، على الصعيدين الوطني والدولي على حد سواء، كما يتضح من إشاراتها المتكررة لتصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية. وهي تشكل عنصراً أساسياً في قياس المخاطر التنظيمية، ويمكن استخدامها لتحديد متطلبات رأس المال للمؤسسات المصرفية. كما أنها تؤثر في قرارات تحديد ما إذا كان يمكن استخدام الأصول المصنفة كضمان، وتحديد المعايير الأساسية

لاستراتيجيات إدارة الأصول. ويسمح إطار كفاية رأس المال في إطار اتفاق بازل الثاني للمصارف بأن تأخذ في اعتبارها التقديرات الخارجية للجدارة الائتمانية للمقترض - أو الضمانات المحددة التي يقدمها المقترض - لتحديد ترجيح المخاطر لانكشاف المصارف. وثمة مثال آخر في اعتماد العديد من المصارف المركزية على تقديرات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية للأدوات المالية التي تقبلها في عمليات السوق المفتوحة، سواء كضمان وللشراء المباشر.

**في تقييم القدرة على تحمل الديون
السيادية، تتبع وكالات تقدير الجدارة
الائتمانية تحيزاتها الأيديولوجية أكثر
مما تتبع أساسيات علم الاقتصاد.**

تحقيق الاستقرار المالي مبادئ الحد من الاعتماد على تصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية، التي أقرتها مجموعة العشرين. وتهدف المبادئ إلى الحد من استخدام وكالات تقدير الجدارة الائتمانية، وتقديم حوافز لتحسين التقديرات المستقلة للمخاطر الائتمانية وقدرات إيلاء العناية الواجبة. والتزمت الولايات الأعضاء في المجلس بتقديم جدول زمني وإجراءات محددة لتنفيذ التغييرات المستحدثة في القواعد التنظيمية. وفي الوقت نفسه، اقترح مجلس تحقيق الاستقرار المالي إزالة الإشارات إلى تصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية أو استبدالها بمجرد ما يصبح من الممكن تحديد أحكام بديلة في القوانين والقواعد التنظيمية وتنفيذها بشكل آمن.

"الأوقات الجيدة"، وهو ما يمكن أن يغذي الفقاعات المالية. وثمة شاغل رئيسي آخر من الشواغل المحيطة بوكالات تقدير الجدارة الائتمانية يتعلق بأوجه القصور في ما تقوم به من عمليات تقدير الجدارة الائتمانية. كما يتمثل مصدر إضافي للقلق في أن تصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية، التي تقوم على معايير ذاتية أكثر مما تقوم على أسس اقتصادية لتحديد القدرة على تحمل الديون السيادية، تمارس تأثيراً قوياً على الأسواق ومصدري الأوراق المالية وصناع القرار (انظر أيضاً الإطار ٤-٣).

وبالتالي، أصبح الاعتماد المفرط على التصنيفات مصدر قلق للسلطات التنظيمية الدولية. وفي عام ٢٠١٠، نشر مجلس

الإطار ٤-٣

التأثيرات المنحازة لتصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية للديون السيادية

التعادل بين التصنيفات السيادية لـ "الثلاثة الكبار"، كانون الثاني/يناير ١٩٩٠ إلى آذار/مارس ٢٠١٥			
ستاندرد آند بورز	موديز	فيتش	
٠,٩٧٠	٠,٩٥٥	١	فيتش
٠,٩٥٦	١		موديز
١			ستاندرد آند بورز

المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى قاعدة بيانات Thomson Reuters Eikon.

ملاحظة: تتضمن العينة ١٢٩ جهة إصدار. وبلغ عدد الملاحظات: فيتش مقابل موديز: ١٧ ٩٠٨ ملاحظة؛ فيتش مقابل ستاندرد آند بورز: ١٨ ٣١٧ ملاحظة؛ وموديز مقابل ستاندرد آند بورز: ٢٣ ٢٥٨ ملاحظة.

تنطوي تصنيفات المدينين السياديين على قدر كبير من تقديرات العوامل المتعلقة بالبلد، بما في ذلك التوقعات الاقتصادية والمخاطر السياسية والسماوات الهيكلية للاقتصاد. ولا توفر وكالات تقدير الجدارة الائتمانية الكثير من التوجيه فيما يتعلق بكيفية تعيين الأوزان النسبية لكل عامل، وإن كانت توفر معلومات عن المتغيرات التي تؤخذ في الاعتبار في تحديد التصنيفات السيادية. وبصفة عامة، تهدف المتغيرات الاقتصادية إلى قياس الجدارة الائتمانية للاقتصاد من خلال تقييم الوضع الخارجي للبلد وقدرته على خدمة التزاماته الخارجية، فضلاً عن تأثير التطورات الخارجية.

ويبدو أن تقديرات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية تقوم على التحيز ضد معظم أنواع التدخلات الحكومية. وبالإضافة إلى ذلك، فإنها كثيراً ما تربط "أوجه الجمود" في سوق العمل بضعف أداء الناتج، كما ترى أن ازدياد استقلالية المصارف المركزية يترك أثراً إيجابياً على القدرة على تحمل الديون (Krugman, 2013).

الإطار ٤-٣ (تابع)

وتتعاقد بشدة التصنيفات السيادية لوكالات تقدير الجدارة الائتمانية الثلاث الكبرى (انظر الجدول أدناه)، وهو ما يمكن أن يشير إلى التديني الشديد للمنافسة في سوق وكالات تقدير الجدارة الائتمانية. وفي الوقت نفسه، تتعاقد تصنيفاتها بشكل كبير مع المؤشرات التي تقيس مدى مراعاة البيئة الاقتصادية للأعمال التجارية، بغض النظر عن ما قد يتركه ذلك من أثر على ديناميات الدين.

ويبين نموذج اقتصادي قياسي، يستند إلى عينة مجمعة من متوسط قيم تصنيفات "الثلاثة الكبار" السيادية لـ ٥١ بلداً نامياً للفترة ٢٠٠٥-٢٠١٥، وجود تناسب خطي متقارب (R^2 من ٤٤ في المائة) بين تلك التصنيفات والمتغيرات التالية التي قدرتها مؤسسة التراث Heritage Foundation: "حرية العمل"، و"الحرية الضريبية"، و"حرية الأعمال التجارية" و"الحرية المالية" (الشكل ٤ بء-١-ألف). ومع ذلك، لا يبدو أن لهذه المتغيرات أي علاقة بالكاد مع العوامل الأساسية للبلد، التي من شأنها تحديد قدرته على خدمة ديونه السيادية.

فعلى سبيل المثال، تعتبر "الحرية المالية" مقياساً للاستقلال عن سيطرة الحكومة و"التدخل" في القطاع المالي. وبناء على ذلك، يعتقد أن بيئة الأعمال المصرفية والتمويل المثالية هي البيئة التي لا تشهد سوى الحد الأدنى من التدخل الحكومي، وتخصيص فيها تخصيص الائتمانات بشروط السوق، ولا تملك الحكومة فيها المؤسسات المالية. وفي هذه البيئة أيضاً، تكون المصارف حرة في منح الائتمانات وقبول الودائع وإجراء عملياتها بالعملة الأجنبية، ويمكن للمؤسسات المالية الأجنبية العمل بحرية ومعاملتها بنفس معاملة المؤسسات المحلية. أما مؤشر "حرية العمل"، فهو مقياس كمي ينظر في مختلف جوانب الإطار القانوني والتنظيمي لسوق العمل في البلد، بما في ذلك القواعد التنظيمية المتعلقة بالحد الأدنى للأجور وتسريح العمال، وشروط الفصل من العمل، والقيود التنظيمية القابلة للقياس بشأن التوظيف وساعات العمل. و"الحرية الضريبية" هي مقياس للعبء الضريبي الذي تفرضه الحكومة، استناداً إلى مزيج من أعلى معدلات الضريبة الحدية على دخول الأفراد والشركات والعبء الضريبي الكلي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. وأخيراً، تشير "حرية الأعمال التجارية" إلى القدرة على بدء وتشغيل وإغلاق الأعمال التجارية (Heritage Foundation, 2015).

وعلى النقيض من ذلك، تبين التقديرات الاقتصادية القياسية تعادلاً أضعف بكثير (R^2 من ١٦ في المائة) عند تراجع تصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية للمتغيرات الأربعة الأكثر أهمية المستخدمة في أدبيات الاقتصاد الكلي المعيارية لتقييم ديناميات الدين (الشكل ٤ بء-١-ألف). وتلك المتغيرات هي: مستوى فائض الميزانية الأولى، ونسبة الديون الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي، والنمو الاقتصادي، وميزان الحساب الجاري.

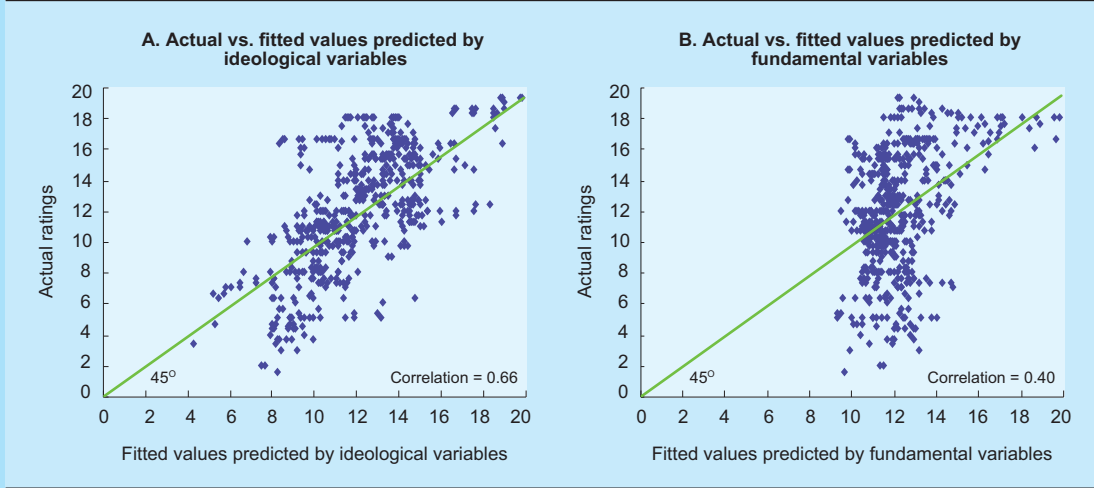
وتشير هذه التقديرات إلى أن تصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية السيادية تستند إلى التقييمات الذاتية والتحييزات (مثل القول بأن التدخل الحكومي يقلل من النمو والكفاءة) أكثر بكثير مما تستند إلى المتغيرات "الأساسية" المتعلقة بالقدرة على تحمل الديون.

وهناك خطر قوي من أن الأساليب البديلة لتقدير الجدارة الائتمانية قد تعيد إنتاج نفس العيوب التي تقوم عليها النماذج الأساسية لوكالات تقدير الجدارة الائتمانية. فوكالات تقدير الجدارة الائتمانية الأخرى، ومن بينها شركة داغونغ Dagong الصينية، أنتجت، في واقع الأمر، تقديرات مماثلة لتقديرات "الثلاثة الكبار": موديز، وستاندرد أند بورز، وفيتش (الشكل ٤ بء-٢). ويوحى ذلك إما بأن المشاركين الآخرين قد أسسوا أحكامهم على نماذج مماثلة، أو أن "الثلاثة الكبار" هم الذين يصنعون السوق في صناعة التصنيفات. وعلى هذا النحو، ينشأ قلق إضافي من أن التقديرات الداخلية للمخاطر الائتمانية التي تجربها إدارات المخاطر في مؤسسات المستثمرين قد تنتج هي الأخرى تصنيفات تعاني من عيوب مماثلة.

الشكل ٤ باء-١

التصنيفات السيادية للبلدان النامية، القيم الفعلية والمنتجة، ٢٠٠٥-٢٠١٥

(متوسط تصنيفات "الثلاثة الكبار")

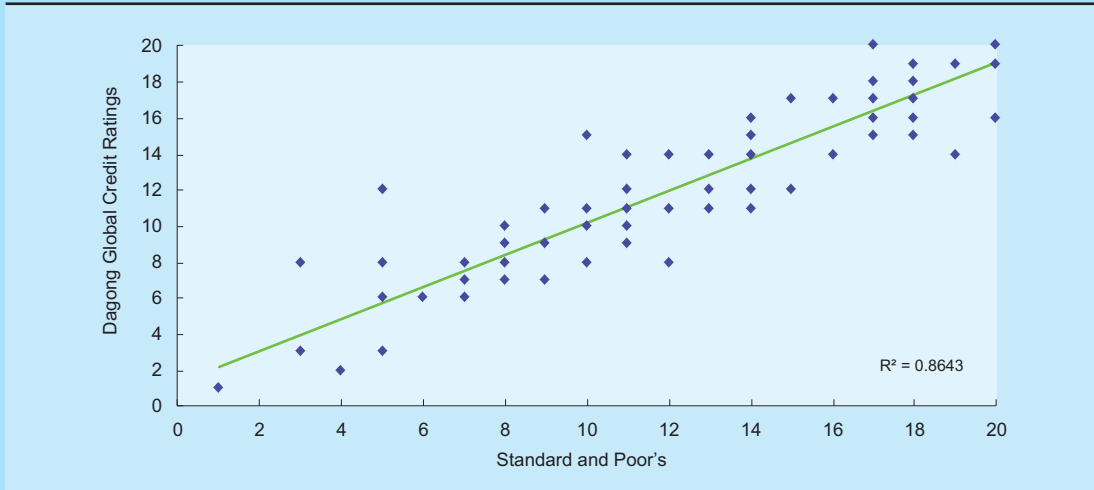


المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى بيانات Bloomberg and Heritage Foundation; and IMF, World Economic Outlook, 2015.

ملاحظة: البلدان المشمولة في الشكل هي التي توفرت بياناتها من كل وكالات تقدير الجدارة الائتمانية المختارة. وتم تحويل تصنيفات البلدان إلى ترتيب عددي، يتراوح بين صفر (التعثر عن سداد الأوراق المالية) و ٢٠ (أعلى تصنيف). وبالنسبة للشكل ألف، تتناظر القيم المنتجة مع أفضل تنبؤ ممكن للتصنيف المتوسط المستند إلى التراجع الخطي مقابل المتغيرات الأربعة المستمدة من مؤشر الحرية الاقتصادية الذي وضعته مؤسسة التراث Heritage Foundation: "حرية العمل"، و"الحرية الضريبية"، و"حرية الأعمال التجارية" و"الحرية المالية". وبالنسبة للشكل باء، تتناظر القيم المنتجة مع أفضل تنبؤ ممكن للتصنيف المتوسط المستند إلى التراجع الخطي مقابل متغيرات الاقتصاد الكلي الأربعة: مستوى فائض الميزانية الأولى، ونسبة الديون الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي، والنمو الاقتصادي، وميزان الحساب الجاري.

الشكل ٤ باء-٢

التعادل بين تصنيفات البلدان لوكالات مختارة من وكالات تقدير الجدارة الائتمانية



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى Standard and Poor's; and Dagong.

ملاحظة: تم تحويل تصنيفات البلدان إلى ترتيب عددي، يتراوح بين صفر (التعثر عن سداد الأوراق المالية) و ٢٠ (أعلى تصنيف). والبلدان المشمولة في الشكل هي التي توفرت بياناتها من وكالات تقدير الجدارة الائتمانية حتى تموز/يوليه ٢٠١٥.

وينبغي توعية صناع السياسات بالعيوب الحالية في هيكل مقاييس المخاطر، كما يجب تصميم إطار مفاهيمي لنهج بديل. ويجب أن تجنب المصادر البديلة للتقييم الائتماني تكرار مثل هذه الأنواع من الأخطاء التي أدت بوكالات تقدير الجدارة الائتمانية إلى التقليل من شأن المخاطر.

٢ - الآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية المضاربة

وثمة شاغل كبير آخر حول الإصلاحات المالية الجديدة يتمثل في الغياب الفعلي لقواعد تنظيمية دولية ملموسة لترويض تدفقات رؤوس الأموال الدولية المضاربة القصيرة الأجل. فعلى مدى العقود القليلة الماضية، شهدت بلدان عديدة تقلبات اقتصادية كلية ومالية قوية نتيجة لتدفقات رؤوس الأموال التي تدفع أسعار الصرف بعيداً عن الأساسيات، والتي تعقبها انتكاسات في مسارات رؤوس الأموال نتيجة للتغيرات في الظروف النقدية الدولية (TDRs 2009 and 2011). ونوقشت على مستوى السياسات بعض المقترحات التي يمكن أن تعالج هذه المسألة، مثل إبرام اتفاق دولي لفرض ضريبة على المعاملات النقدية الدولية، غير أنها لم تحظ بكثير من الدعم السياسي من جانب البلدان المتقدمة حتى الآن.

ولا تمثل المخاطر المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال الدولية مصدر قلق للبلدان المتقدمة وللاقتصادات النامية الكبيرة التي تعتبر أسواقاً ناشئة فحسب. فكثير من البلدان المتوسطة والمنخفضة الدخل التي تعتبر من "الأسواق شبه الناشئة" أصبح يتعين عليها هي الأخرى بشكل متزايد أن تواجه تقلبات تدفقات رؤوس الأموال. فازدياد اعتمادها على أسواق رأس المال الدولية لجمع التمويل، وهو الأمر الذي أصبح ممكناً بفضل انخفاض أسعار الفائدة الدولية وشهية المستثمرين المتزايدة للإقدام على المخاطرة، يجعلها مكشوفة أمام الانتكاسات المفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية. وكانت مثل هذه الانتكاسات هي التي أطلقت العديد من الأزمات المالية في البلدان النامية الكبرى في أواخر التسعينات من القرن الماضي.

ويمكن لإدارة حساب رأس المال لتنظيم كمية وتكوين تدفقات رؤوس الأموال الأجنبي أن تساعد في تخفيف هذه المخاطر. وقد اتخذت إندونيسيا والبرازيل وجمهورية كوريا، من بين بلدان أخرى، تدابير للحد من تدفقات رؤوس الأموال المفرطة، بدرجة معقولة من

وتسعى الجهود التنظيمية أيضاً لوضع مدونة لقواعد سلوك وكالات تقدير الجدارة الائتمانية. ويركز تقرير صادر عن المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (IOSCO, 2015) على جودة وسلامة عملية التصنيف، وتجنب تضارب المصالح، والشفافية، وإصدار التصنيفات في التوقيت السليم، وسرية المعلومات. وتتمتع الجهات المنظمة الإقليمية والوطنية بالسلطة التقديرية لاعتماد قواعد أكثر صرامة لوكالات تقدير الجدارة الائتمانية. ففي الولايات المتحدة، على سبيل المثال، يحاول قانون دود - فرانك معالجة المشاكل المتعلقة بتصنيفات وكالات تقدير الجدارة الائتمانية عن طريق إلزام المصارف بألا تستخدم بعد ذلك تلك التصنيفات في تقييم مخاطرها لغرض تحديد متطلبات رأس المال. كما اصدر الاتحاد الأوروبي مؤخراً قواعد تنظيمية تلزم بزيادة الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمنتجات المالية المركبة وعن الرسوم التي تتقاضاها وكالات تقدير الجدارة الائتمانية من عملائها (EC, 2013 and 2014). ومع ذلك، ظلت وتيرة التغيير التنظيمي تتسم بالبطء.

ولا تزال وكالات تقدير الجدارة الائتمانية تتسم بالأهمية بالنسبة للقطاع المالي، على الرغم من عدم دقة تقديرات تصنيفاتها التي وصلت إلى حد الكارثة في الفترات السابقة على الأزمات الكبرى. فعقب الاعتراف على نطاق واسع بأن تركز القطاع في وكالات تقدير الجدارة الائتمانية الدولية الثلاثة الأكبر قد خلق بيئة تخلو من التنافس، وأنه أصبح من الضروري لذلك الحد من قوتها، طُرحت مقترحات مختلفة لإحداث تغييرات أكثر جوهرية. فممنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي أبرزت الحاجة للحد من تضارب المصالح، وهي مسألة يمكن أن تعالجها وكالات تقدير الجدارة الائتمانية على سبيل المثال، عن طريق الانتقال من نموذج الأعمال القائم على مبدأ "جهة الإصدار تدفع" إلى نموذج "المشترك يدفع" (OECD, 2009). غير أن هذا النموذج الجديد يستلزم نوعاً من مشاركة القطاع العام لتجنب انتفاع بعض الجهات الانتهازية منه مجاناً. واقترح آخرون تدابير أكثر جذرية، مثل القضاء تماماً على استخدام التصنيفات لأغراض تنظيمية (Portes, 2008)، أو تحويل وكالات تقدير الجدارة الائتمانية إلى مؤسسات عامة، حيث إنها توفر منفعة عامة (Aglietta and Rigot, 2009).

ويمكن أن تسد المصارف أيضاً رسوماً لكيان عام يعين أشخاصاً لتصنيف الأوراق المالية. وكبديل لذلك، يمكن أن تعود المصارف إلى ما كان تاريخياً واحدة من مهامها الأكثر أهمية، وهي تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين المحتملين والجدوى الاقتصادية للمشاريع التي تعتمد تمويلها (Schumpeter, 1939; Brender, 1980).

لم تشمل الإصلاحات المالية قواعد تنظيمية دولية ملموسة لترويض تدفقات رؤوس الأموال المضاربة عبر الحدود.

النامية الرئيسية الأخرى. كما أن وجود المصارف الأجنبية في جنوب أفريقيا والصين والهند يقل عن غيرها من البلدان النامية، من حيث عدد المصارف وحصتها في إجمالي الأصول المصرفية على حد سواء.

وبالإضافة إلى الملكية المشتركة مع الشركاء المحليين، دخلت المصارف الأجنبية البلدان المضيفة عن طريق إنشاء مكاتب لفروعها أو شركات تابعة لها بالكامل - والشكل الأول هو النمط الأكثر اعتياداً في البلدان الآسيوية والأفريقية، بينما يشيع الشكل الأخير في أمريكا اللاتينية. وتأخذ الفروع الخارجية شكل المصارف الخاصة أو مكاتب المصرف الموجودة في بلد أجنبي. فهي أجزاء لا تتجزأ من المصرف الأم، وليست كيانات قانونية مستقلة بحسابات وقواعد رأسمالية مستقلة. ولا يمكنها تكبد التزامات وامتلاك أصول بنفسها؛ والتزاماتها تمثل مطالبات حقيقية من المصرف الأم. وهي تقدم ائتمانات محلية ممولة عالمياً. وعلى النقيض من ذلك، فإن الشركات التابعة الأجنبية هي كيانات قانونية مستقلة أنشئت بموجب قانون البلد المضيف. وهي تمتلك حسابات وقواعد رأسمالية مستقلة عن حسابات وقواعد الشركة الأم، كما أنها مستقلة مالياً. ويتعين عليها الامتثال لقواعد البلد المضيف التنظيمية ورقابته، وتغطيتها برامج التأمين على الودائع في البلد المضيف.

وقد كتب الكثير عن مزايا وعيوب وجود المصارف الأجنبية في البلدان النامية. وتشير بعض الأدبيات إلى أن المصارف الأجنبية قد تحقق مكاسب في الكفاءة وتحسين القدرة التنافسية والحد من تكاليف الوساطة وتوليد آثار غير مباشرة إيجابية على المصارف المحلية في البلدان النامية، وكذلك تعزيز قدرتها على مقاومة الصدمات المالية الخارجية.

غير أن وجودها قد يخلق تحديات أيضاً. فعلى سبيل المثال، كثيراً ما تنتقي المصارف الأجنبية أفضل الدائنين والمودعين، بينما تترك العملاء الأصغر والهامشين، بما في ذلك الشركات الصغيرة والمتوسطة، للمصارف المحلية كي تخدمهم. وعلاوة على ذلك، تميل المصارف الأجنبية إلى التركيز بشكل أكبر على الأنشطة المرحة التي تتمتع فيها بميزة تنافسية، وخاصة في مجال تمويل التجارة، وهو المجال الذي تتمتع فيه بميزة التكلفة على المصارف المحلية من حيث إن بمقدورها تأكيد خطابات الاعتماد من خلال مكاتبها الرئيسية؛ كما أن وساطتها المالية الدولية، بدلاً من الوساطة المحلية، غالباً ما تجتذب أفضل العملاء الذين يحتاجون إلى مثل هذه الخدمات. كما أنها أكثر قدرة على الاستفادة من المراجعة بين القواعد التنظيمية عن طريق تحويل عملياتها ذهاباً وإياباً بين بلدانها الأصلية والبلدان المضيفة. ويمكنها بسهولة أن تتجنب تكلفة الاحتياطات القانونية عن طريق تحريك ودائع كبيرة إلى حسابات خارجية offshore، وهو ما يتيح لها أيضاً عرض

النجاح. كذلك، لم تشجع البلدان النامية جميعها التسرع في الاندماج المالي الدولي. ففي حين سعى بعضها إلى تعزيز اندماجها في النظام المالي العالمي، ورحبت بإنشاء مصارف أجنبية وبدأت في إصدار ديون خارجية تجارية، فضل البعض الآخر إرجاء هذا الاندماج. فإثيوبيا، على سبيل المثال، لم تلجأ إلى رأس المال الأجنبي المتاح بسهولة، وفرضت قيوداً على حساب رأس المال في ميزان مدفوعاتها. ولا يُسمح للمصارف الأجنبية بالعمل في ذلك البلد. ولا تتعوق هذه الاستراتيجية تطوير النظام المالي المحلي لخدمة احتياجات الاقتصاد الحقيقي بسبب وجود استراتيجية لتوفير الائتمان الطويل الأجل من خلال مصرف التنمية الإثيوبي، إلى جانب تمويل لا يستهان به من المصارف المحلية الخاصة (Alemu, 2014). ونتيجة لذلك، يستطيع نظامها المالي تحويل الأموال إلى القطاعات ذات الأولوية، بما في ذلك الصناعة التحويلية والبنية التحتية.

٣ - وجود المصارف الأجنبية في البلدان النامية

ثمة مسألة أخرى تتصل بذلك وتتمثل في تنامي الوجود التجاري للمصارف المملوكة للأجانب في البلدان النامية. وقد بدأ هذا الاتجاه في أواخر التسعينات من القرن الماضي، واستمر بكل قوته في الألفية الجديدة حتى حدوث الأزمة المالية العالمية. وفي البداية، في التسعينات، كانت خصخصة المصارف المملوكة للدولة عاملاً هاماً في تنامي وجود المصارف الأجنبية في البلدان النامية. وبعد ذلك، ازدادت أهمية الملكية المشتركة مع المصارف الخاصة المحلية والشركات التابعة المملوكة بالكامل.

ووفقاً لأحد التقديرات الحديثة، يبلغ متوسط الحصة الحالية للمصارف الأجنبية في إجمالي عدد المصارف ٢٤ في المائة في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، وحوالي ٤٠ في المائة في البلدان النامية (Claessens and van Horen, 2014). وفي الفترة ما بين عامي ١٩٩٥ و٢٠٠٩، تضاعفت المصارف الأجنبية كنسبة مئوية من إجمالي عدد المصارف في هذه البلدان، والغالبية العظمى منها هي من الاقتصادات المتقدمة (Buch et al., 2014). وعلاوة على ذلك، عادة ما تكون هذه النسبة في البلدان الأفقر والأصغر أعلى مما هي عليه في الاقتصادات النامية الكبرى، حيث تصل في بعض الحالات إلى ١٠٠ في المائة. وهناك تباينات كبيرة في وجود المصارف الأجنبية بين الدول النامية الكبرى. فجمهورية كوريا، التي لم تدخلها أية مصارف أجنبية قبل انضمامها إلى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي في عام ١٩٩٦، شهدت أسرع زيادة في وجود تلك المصارف على مدى العقدين الماضيين، وإن كانت حصتها في إجمالي عدد المصارف في البلد لا تزال أقل من المتوسط بالنسبة للبلدان

(and Wu, 2014). وكان ذلك صحيحاً بشكل خاص حيثما كانت تمول نسبة كبيرة من القروض من الخارج، وليس من الودائع المحلية (Cetorelli and Goldberg, 2011). وفي ذروة الأزمة في عام ٢٠٠٨، كان نمو الائتمان المصرفي الأجنبي، في البرازيل والصين، يتخلف عن نمو ائتمانات المصارف المحلية، وانسحبت "المصارف الأجنبية في واحد [من اقتصادات السوق الناشئة] ... قبل انسحاب المصارف المحلية من السوق المشتركة بين المصارف" (BIS, 2010b). وخلال كل من الأزمة الآسيوية في عام ١٩٩٧ والأزمة في البلدان المتقدمة في عام ٢٠٠٨، كانت المصارف الأجنبية أبداً من المصارف المحلية في تكييف عمليات إقراضها مع التغيرات في السياسة النقدية للبلد المضيف، مما أضعف من فعاليتها (Jeon and Wu, 2013 and 2014).

تعمل المصارف الأجنبية في البلدان النامية كقنوات للضغوط التوسعية والانكماشية النابعة من الدورات المالية العالمية.

وتشير التجربة الأخيرة إلى أن الفروع المحلية للمصارف الدولية المملوكة للأجانب قد لا تعمل على تحقيق الاستقرار لصدقات أسعار الفائدة لأسواق السندات المحلية في الاقتصادات النامية. وخلال انهيار سوق السندات في عام ٢٠٠٨، بدلاً من زيادة انكشافها للتعويض عن أثر خروج المستثمرين الأجانب، انضمت هذه المصارف لها، وقلصت حيازاتها من السندات الحكومية المحلية وقللت نشاطها في خلق السوق (Turner, 2012).

وتنشأ تحديات أخرى من وجود المصارف الأجنبية تتعلق بهيكل النظام المصرفي. فقد تكون لهذه المصارف أهمية بنوية في البلد المضيف، رغم أن أنشطتها قد لا تمثل سوى نسبة صغيرة من أعمالها على الصعيد العالمي. ويخلق ذلك صعوبات تنظيمية للجهات الإشرافية المضيفة، وخصوصاً في غياب التنسيق بين البلدين الأصلي والمضيف في الإشراف على أنشطة المصارف العابرة للحدود. وتصبح هذه مسألة خطيرة بشكل خاص عندما يتعين على الجهات الإشرافية المضيفة التعامل مع مشاكل الحل الناجمة عن حالات فشل عبر الحدود. وكان أحد الردود على هذه التحديات يتمثل في ضمان إخضاع المصارف الأجنبية بشكل فعال للقواعد التنظيمية للجهات الإشرافية في البلد المضيف. ويتمثل رد آخر في قيام البلد المضيف بإلزام فروع المصارف الأجنبية بالاحتفاظ برؤوس أموالها الخاصة، وهو ما فعلته بعض البلدان. وثمة تدابير أخرى (استحدثتها المكسيك، على سبيل المثال) تفرض على المصارف الأجنبية متطلبات رأس مال أعلى، أو تفرض حدوداً قصوى على قيام المصرف بنقل الإيرادات وشراء الأصول للشركة الأم (FSB, 2014b).

أسعار فائدة أعلى. وحيث إنه لا يمكن للمصارف المحلية تجنب هذه التكاليف بسهولة، فإنها تواجه عيوب تنافسية.

وعلاوة على ذلك، تقوم المصارف الأجنبية بأعمال الوساطة بين الأسواق المالية الدولية والمقترضين المحليين بسهولة أكبر بكثير من المصارف المحلية، حيث تقوم بتمويل الإقراض المحلي من الخارج، بما في ذلك عن طريق المصارف الأم. وأثناء الطفرة الأخيرة في تدفقات رؤوس الأموال إلى البلدان النامية، انحطت المصارف الأجنبية بشكل واسع في أعمال وساطة أشبه بعمليات المراجعة بين أسعار الفائدة، والاستفادة من الفروق الكبيرة في هذه الأسعار بين البلدان المصدرة للاحتياطيات والبلدان النامية، فضلاً عن ارتفاع قيمة العملات في البلدان الأخيرة، على النحو الذي ناقشه الفصلان الثاني والثالث.

ومنذ اندلاع الأزمة المالية العالمية، أصبح من المعترف به بشكل متزايد أن وجود المصارف الأجنبية بشكل كبير في البلدان النامية يمكن أن يحدث آثاراً على التقلبات المالية (Fiechter et al., 2011). وفي الواقع، نظراً للارتباطات الدولية الوثيقة للمصارف الأجنبية، فإنها تعمل في هذه البلدان كقنوات للضغوط التوسعية والانكماشية النابعة من الدورات المالية العالمية، وبخاصة مع ازدياد تحرير التدفقات المالية الدولية. وبالتالي، فعندما تكون السيولة العالمية وحالة تقبل المخاطر مواتية، يمكن أن تسهم المصارف الأجنبية في التراكم المفرط للقروض؛ وعندما تصبح الظروف المالية العالمية أكثر تشدداً، يمكن أن تكتف المصارف تأثيرها المزعزع للاستقرار وتحث آثاراً انكماشية في البلدان المضيفة، وتنقل حالة الضائقة الائتمانية من البلدان الأصلية إلى البلدان المضيفة، بدلاً من عزل أسواق الائتمان المحلية عن الصدمات المالية الدولية. ويعني تحول المصارف الدولية من الإقراض عبر الحدود إلى الإقراض المحلي أنه في أوقات الشدة في البلد الأصلي، يمكن أن يؤدي تقليص مديونية المصارف الأم إلى انكماش الائتمان في البلدان المضيفة.

وقد شوهد ذلك في آسيا خلال أزمة منطقة اليورو، عندما كان الإقراض من الشركات التابعة والفروع المحلية يمثل جزءاً كبيراً من مطالبات المصارف الأوروبية الشاملة (Aiyar and Jain-Chandra, 2012). كما وجدت عدة دراسات أخرى أن الشركات الأجنبية التابعة قد قلصت قروضها أكثر من المصارف المملوكة محلياً خلال الأزمة العالمية (Chen, 2014; Claessens and van Horen, 2014).

هاء- إصلاح التمويل: الحاجة إلى خطة أكثر إيجابية

المالية "الأكبر من أن تفشل" مع أسواق رأس المال الشديدة التقلب، ولا يزال عالي الاستدانة، وسيظل بحاجة إلى عمليات إنقاذ عامة ضخمة في حالة حدوث أزمة.

واتفاقات بازل ليست كافية لتحقيق الاستقرار المالي، ولا لكفالة سعي المؤسسات المالية وراء تحقيق أهداف اجتماعية وتنموية. ولذلك، لا ينبغي أن ينصب التركيز الرئيسي على تنفيذ قواعد بازل أو إعطائه الأولوية في تحسين النظام المالي للبلدان النامية. فقد كان أحد أوجه القصور الرئيسية لهياكل الحوافز التي خلقتها الممارسات التنظيمية وتحرير القطاع المالي يتمثل في تجانس المؤسسات المالية وانتشار "المصارف الشاملة"، التي تضطلع بأنشطة التجزئة وأنشطة السوق على حد سواء. فعندما تكون جميع المصارف، بغض النظر عن الغرض منها وهيكل ملكيتها، محكومة بإطار تنظيمي متماثل، مثل قواعد بازل التي كانت مصممة أصلاً للمصارف النشطة دولياً، تتوفر لها الحوافز لتبني أنماط سلوك متماثلة.

وفي العقد الماضي، بصفة خاصة، لجأت المصارف بشكل جماعي إلى عمليات عالية المخاطر كان يمكن أن تكون أكثر ربحية، أدجحت فيها أنشطة الوسطاء - التجار وممارسات المستثمرين الأشبه بالصناديق التحوطية التي تقوم بها مكاتب الممتلكات التجارية الكبيرة (Haldane, 2009). ونتيجة لذلك، انتهى الأمر بالعديد من مصارف التنمية التعاونية، بل والمصارف العامة، إلى التصرف مثل المصارف التجارية، حتى وإن لم يكن دافعهم الوحيد هو الربحية، وإنما ضمان أنواع معينة من التمويل في سياقات معينة.

وقد أدى هذا الاتجاه نحو التجانس إلى تماثل المحافظ المالية ودرجات الانكشاف. ففي أوروبا، انخرط العديد من المصارف في أنشطة خطيرة لا علاقة لها بأعمالها الأساسية، وسجلت خسائر تداول كبيرة في أزمة الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ (Ayadi, 2010). غير أن بعض المؤسسات، مثل مصارف التعاونيات والادخار في ألمانيا، التي لا تتوافق مع النماذج المصرفية العالمية، صمدت أمام الأزمة، ولم تكن بالتالي بحاجة إلى عمليات إنقاذ حكومية (CEPS, 2010). كما أثبت مصرف Crédit Mutuel، وهو أكبر مصرف تعاوني فرنسي، أنه أفضل

من المؤكد أن إصلاحات النظام المالي الدولي لم تصل إلى حد تمكين النظام من إحباط الصدمات وجعله أكثر مرونة. والممارسات التنظيمية الحالية والإصلاحات المقترحة تبدو مصممة للحفاظ على النظام القائم - مع صقله قليلاً - بدلاً من إحداث تحول به. فقواعد بازل الجديدة، التي يُفترض أن تجعل المصارف أكثر أمناً، لا تزال تعتمد على ترجيح المخاطر لحساب رأس المال، ومن المؤسف أكثر أنها قد تكون مبنية على الاعتقاد المستمر بأن المؤسسات الخاصة يمكن أن تقوم بنفسها - أو من خلال وكالات تقييمات تقدير الجدارة الائتمانية - بتحديد المستوى الصحيح من رأس المال اللازم لتحمل الخسائر غير المتوقعة. وعلاوة على ذلك، لا تعالج تلك القواعد بطريقة مرضية الشواغل المتعلقة بالمخاطر المعنوية، التي أصبحت مسألة لا يستهان بها فيما يتعلق بالمؤسسات الهامة بنوياً. فسيظل يتعين إنقاذ تلك المؤسسات لمنع

انتشار آثار العدوى المحتملة، وليس من المرجح بالتالي أن ينجح "انضباط السوق" الذي تقوم عليه معايير بازل. وفي الوقت نفسه، لا يزال نظام مصارف الظل خارج نطاق التنظيم بصورة كاملة تقريباً. وفيما يتعلق بمبادرات التحنيب التي جرت في عدد من الولايات القضائية، لم تُعتمد القواعد الجديدة بالكامل بعد، وقد لا تكون فعالة على أية حال، حيث جرى تخفيف القيود بطائفة واسعة من الاستثناءات، مثل تلك الاستثناءات المطبقة على قاعدة فولكر المتعلقة بحظر تداول الممتلكات في الولايات المتحدة.

وكان جانب من بطء التقدم المحرز في الإصلاحات يرجع إلى المصالح القوية المرتبطة بالدوائر المالية التي تعارض بشكل منهجي وضع قواعد تنظيمية أكثر وأقوى - كما يرجع إلى العقبات الإيديولوجية. ولا يزال الرأي القائل بأن القطاع الخاص الذي يعمل بحرية سيجد الطريقة المثلى لتوزيع الموارد المالية مترسخاً بصورة عميقة في دوائر وضع السياسات على الصعيد الوطني والدولي.

ولما كانت مختلف المحاولات التي جرت مؤخراً لإعادة تنظيم التمويل لم تؤد إلى تغييرات جوهرية في النظام المالي، فإن العوامل التي أسهمت في حدوث الأزمات المالية تظل تشكل تهديداً مستمراً للاستقرار والنمو. فالنظام لا يزال يعتمد على تفاعل المؤسسات

يُعزى جانب من بطء التقدم المحرز في الإصلاحات إلى المعارضة المنهجية من جانب دوائر المصالح القوية في القطاع المالي لوضع قواعد تنظيمية أكثر وأقوى.

القواعد التنظيمية التحوطية والإشرافية المناسبة. وفي المقابل، يجب أن تتوفر لهذه الكيانات إمكانية الوصول إلى مرافق المصرف المركزي باعتباره مقرض الملاذ الأخير. وكبديل لذلك، يمكن لتلك الصناديق أن تعرض حسابات تقدم أسعار فائدة أعلى من الودائع، ولكن بقيمة متذبذبة تعكس القيمة السوقية لحفظ الأصول، ولكن بالطبع دون الحصول على ضمانات عامة. وفيما يتعلق بالتوريق، لا يسمح بشراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول إلا لكيانات معينة فقط (ما يسميه غورتون وميتريك "مصارف التمويل الضيقة") بمواثيق ومتطلبات لرأس المال ورقابة صارمة، في حين يُحظر ذلك على مؤسسات أخرى. وبدلاً من أن يشتري المستثمرون النهائيون الأصول المورقة، فإنهم يشترون التزامات هذه المصارف الضيقة. وينبغي أيضاً أن تحدد الجهات المنظمة معايير المحافظ المالية لمصارف التمويل الضيقة ومقدار الحد الأدنى لرأس المال الذي تحتاجه للعمل.

هناك ضرورة لخطة إصلاح أكثر طموحاً لجعل التمويل أقل هشاشة وتقلباً، وضمان أن يخدم بشكل أفضل احتياجات الاقتصاد الحقيقي والمجتمع.

وعلى أية حال، فإن التحنيب وحده لن يضمن أن يخصص النظام المالي ما يكفي من الموارد لتحقيق أهداف التنمية العريضة. فحيث المخاطر التي ينطوي عليها تمويل التنمية تتجاوز حدود المقبول للمصارف التجارية، فإن الدولة ينبغي أن توظف مختلف الأدوات للمساعدة في تشكيل نظام أكثر تنوعاً، من حيث مؤسساته ووظائفه على حد سواء.

وكما يناقش الفصل السادس بشكل أكبر، فإن توجيه الموارد المالية لأغراض منتجة من الناحية الاجتماعية يتطلب قدرًا من تدخل الدولة. ويمكن أن يشمل ذلك تقديم حوافز عامة، عندما لا تحتذب الربحية القطاع الخاص بصورة تلقائية. كما يستلزم ذلك دوراً أوسع للمصارف المركزية (IMF, 2011). فإلى جانب تركيزها على مكافحة التضخم، ينبغي أن يكون بمقدورها التدخل في توفير وتوجيه الائتمانات، كما كانت تفعل لعقود في العديد من البلدان الصناعية الناجحة في أوروبا، وأيضاً في شرق آسيا، وما زالت تفعل في عدد من البلدان النامية (IMF, 2013). وعلى أقل تقدير، يجب ألا تؤدي القواعد التنظيمية إلى تثبيط تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل والابتكار

يجب إخضاع كيانات مصارف الظل لمظلة تنظيمية، شأنها شأن أي نوع من الأعمال المصرفية.

والمشاريع الصغيرة والمتوسطة مجرد أنها قد تبدو، من منظور احترازي ضيق، أكثر خطورة. فتمويل هذه الأنشطة والوكلاء ضروري لنمو الاقتصاد وللتنمية، مما يحسن أيضاً الجودة الشاملة للأصول المصرفية، في حين سيؤدي انعدام النمو إلى تراكم الأصول المتعثرة.

المصارف الوطنية أداءً في اختبار الإجهاد الذي تولت تنسيقه الهيئة الأوروبية للمصارف في عام ٢٠١٤^(٢٨).

أما الشواغل المتعلقة بالتجانس، فهي على نفس القدر من الأهمية بالنسبة لجميع البلدان، وإن كانت هناك بعض المسائل الإضافية بالنسبة للبلدان النامية. فنقص التنوع يعني عدم كفاية تنوع المؤسسات اللازمة لتلبية مختلف الاحتياجات، وخاصة احتياجات ومصالح صغار المنتجين وغيرهم ممن يفتقرون إلى إمكانية الحصول على التمويل الرسمي (Ghosh, 2012). ويترتب على ذلك ضرورة إدراك نظام القواعد التنظيمية لأهمية الاختلافات، وتنظيم المؤسسات المالية وفقاً لوظائفها. وبالتالي، فإن القواعد التي تنطبق على المصارف التجارية أو المصارف الاستثمارية يجب أن تختلف عن تلك المطبقة على مصارف التنمية ومصارف الادخار والمصارف التعاونية.

ومن الواضح أن هناك ضرورة لخطة إصلاح أكثر طموحاً إذا ما أريد للتمويل أن يصبح أقل هشاشة وتقلباً، وأن يخدم بشكل أفضل احتياجات الاقتصاد الحقيقي والمجتمع. ولن تكون الجهود الجارية لتعزيز القواعد التنظيمية التحوطية كافية وحدها؛ فمن الضروري أيضاً إجراء إصلاحات هيكلية تركز على الاستقرار المالي، وعلى الأهداف الاجتماعية والإنمائية، على حد سواء. وينبغي أن تشمل هذه الإصلاحات شرط الفصل الصارم بين أعمال مصارف التجزئة والخدمات المصرفية الاستثمارية. ولا يعني هذا التحنيب أنه لن يكون بمقدور المؤسسات المالية الخاصة الكبرى أن تقرر ما ينبغي أن تخوّل فيه من أنشطة، بل بالأحرى أن يكون كل نشاط مستقلاً من الناحية المؤسسية لكيانات قانونية متميزة وتخضع لقواعد محددة.

ويجب أيضاً أن تُدخل الإصلاحات الهيكلية نظام مصارف الظل تحت مظلة تنظيمية، مع السماح له في نفس الوقت بالاحتفاظ بوظائف الوساطة التي يقوم بها. ويمكن أن تصبح صناديق الاستثمار في سوق المال (أو ما يعادلها) "مصارف ادخار ضيقة"، كما يشير غورتون

وميتريك (Gorton and Metrick, 2010). وبناء على ذلك، ينبغي إعادة تنظيم الكيانات الراغبة في تقديم خدمات مصرفية مثل حسابات المعاملات والسحب عند الطلب بنفس القدر مع ضمانات بالحفاظ على قيمة الحساب، كمصارف ذات أغراض خاصة، مع إخضاعها

وختاماً، لا بد من وجود خطة إصلاح أكثر إيجابية لإقامة ارتباط أوثق بين النظم المالية والاقتصاد الحقيقي. وذلك أمر بالغ الأهمية لضمان النمو الاقتصادي المستدام، ولدعم التطلعات العالمية التي عبّرت عنها خطة التنمية لما بعد عام ٢٠١٥، وأهداف التنمية المستدامة المرتبطة بها.

ولذلك، يجب أن تكون أهداف الإطار التنظيمي أكثر طموحاً من مجرد ضمان الاستقرار استناداً إلى المعايير الاحترازية الصارمة؛ كما ينبغي أن تشجع القواعد التنظيمية انتشار مختلف أنواع المنتجات والمؤسسات المالية لخدمة مختلف احتياجات الاقتصاد الحقيقي (Kregel and Tonveronachi, 2014).

الحواشي

- (١) صُممت لجنة بازل للرقابة المصرفية لتكون بمثابة منتدى للتعاون المنتظم بشأن مسائل الرقابة على المصارف، غير أن عضويتها كانت تقتصر أصلاً على ممثلي المصارف المركزية لـ ١٣ بلداً فحسب، هي: إسبانيا، وألمانيا، وإيطاليا، وبلجيكا، والسويد، وسويسرا، وفرنسا، وكندا، ولكسمبرغ، والمملكة المتحدة، وهولندا، والولايات المتحدة، واليابان. وبناء على اقتراح من مجموعة العشرين في تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٨، تم منح العضوية الكاملة لممثلي المصارف المركزية للاتحاد الروسي، والأرجنتين، واندونيسيا، والبرازيل، وتركيا، وجمهورية كوريا، وجنوب أفريقيا، وسنغافورة، والصين، والمكسيك، والمملكة العربية السعودية، والهند، وهونغ كونغ (الصينية).
- (٢) تشمل المبادرات الهامة الأخرى التي ينسقها مجلس تحقيق الاستقرار المالي وضع مبادئ لممارسات التعويض التنفيذية السليمة؛ وإصلاح سوق المشتقات المتداولة خارج البورصة، الذي يهدف إلى إضفاء مزيد من الشفافية على تنظيم هذه المعاملات؛ وتنفيذ النظام العالمي لتحديد هويات الكيانات القانونية، الذي يهدف إلى التحديد المتفرد للكيانات القانونية التي تنخرط في معاملات مالية.
- (٣) تجدر الإشارة إلى أن اتفاقي بازل الأول والثاني كانا يسعيان إلى توفير فرص متكافئة للمصارف النشطة دولياً، في حين يهدف اتفاق بازل الثالث إلى تحسين مرونة المصارف في مواجهة الأزمة العالمية.
- (٤) قبل أزمة الرهونات العقارية، على سبيل المثال، كان حساب رأس المال التنظيمي على أساس الأصول المرجحة بالمخاطر يشجع المصارف على تكديس الشرائح الممتازة triple-A من السندات المركبة المدعومة بالرهن العقاري.
- (٥) يعرض إطار بازل قائمة من الخيارات لمتطلبات الحد الأدنى لرأس المال لمخاطر الائتمان: '١' النهج الموحد، الذي ينطوي على تغيير ترجيحات المخاطر بناء على التقييمات التي تجريها وكالات
- (٦) تؤكد الدراسات التي أجرتها لجنة بازل للرقابة المصرفية وجود هذه الفوارق (BCBS, 2013).
- (٧) تدعي الأفكار الاقتصادية التقليدية السائدة أن خفض متطلبات رأس المال يقلل تكلفة الخدمات المالية، وأنه يمكن للمصارف بأمان أن تدير شؤونها من قاعدة رأسمالية ضيقة.
- (٨) يشير ألساندري وهالدان (Alessandri and Haldane, 2009) إلى أن رؤوس أموال المصارف يجب ألا تقل عن ٢٠-٣٠ في المائة من إجمالي أصولها غير المرجحة.
- (٩) في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٢، أقرت لجنة بازل بأن المشاكل المرتبطة بالمصارف "الأكبر من أن تفشل" لا تنطبق فحسب على المصارف العالمية الكبيرة، وأصدرت مجموعة من المبادئ بشأن منهجية التقييم والمتطلبات الأعلى لاستيعاب الخسائر للمصارف ذات الأهمية البنوية المحلية.
- (١٠) من المقرر اعتماد هذه القواعد في عام ٢٠١٩.
- (١١) من حيث متطلبات السيولة، من المتوقع أن يبدأ سريان القواعد النهائية في تركيا وجنوب أفريقيا والصين والهند، اعتباراً من كانون الثاني/يناير ٢٠١٥، في حين نشرت الأرجنتين واندونيسيا والبرازيل والمكسيك مشاريع القواعد التنظيمية.

- (١٢) يبين استطلاع أجره مصرف التسويات الدولية (BIS, 2014) أن عدداً قليلاً من البلدان فحسب، مثل باكستان وبيرو وبيلاروس وجمهورية مقدونيا اليوغوسلافية سابقاً وزمبابوي وقطر وكولومبيا وكينيا وليبريا، هي التي أدمجت المبادئ التوجيهية الجديدة بصورة جزئية في أطرها التنظيمية.
- (١٣) يشترك صندوق النقد الدولي والبنك الدولي معاً في إعداد برنامج تقييم القطاع المالي للاقتصادات النامية والناشئة، بينما يتولى صندوق النقد الدولي وحده إعداده للبلدان المتقدمة.
- (١٤) يفيد البنك الدولي، الذي يقيم آثار الإصلاحات بالاشتراك مع مجلس تحقيق الاستقرار المالي، أن نسب رأس مال واستدانة المصارف في بعض البلدان النامية أعلى مما يشترطه اتفاق بازل الثالث (World Bank, 2013).
- (١٥) يشير الاتجار في الممتلكات إلى تجار المصرف بموارده الخاصة في الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى، بدلاً من الاتجار نيابة عن العملاء، وذلك بغرض تحقيق الربح لنفسه.
- (١٦) يجب أن تكون أنشطة التجنب مستقلة من النواحي القانونية والمالية والتشغيلية عن بقية المجموعة المالية (FSB, 2014a: 7).
- (١٧) الكيان ذو الغرض الخاص، أو الأداة ذات الغرض الخاص، هو كيان قانوني تأسس لغرض معين محدود من قبل كيان آخر - هو الشركة الراعية، وعادة ما يكون أحد المصارف. وإحدى السمات الأساسية للكيان ذو الغرض الخاص هي أنه "بعيد عن الإفلاس"، بمعنى أنه لا يمكن أن يفلس من الناحية القانونية (Gorton and Souleles, 2005). وغالباً ما يوجد مقر الكيانات ذات الأغراض الخاصة في المراكز المالية الخارجية off-shore من أجل مزاوله الأنشطة المالية في بيئة ضريبية أكثر ملاءمة. كما تستخدم المؤسسات المالية الكيانات ذات الأغراض الخاصة للاستفادة من القواعد التنظيمية الأقل تقييداً فيما يتعلق بأنشطتها. وتستخدمها المصارف، على وجه الخصوص، لزيادة رأس المال الفئة الأولى في الولايات الأقل فرضاً للضرائب في المراكز المالية الخارجية. وتقوم المؤسسات المالية غير المصرفية أيضاً بتأسيس الكيانات ذات الأغراض الخاصة للاستفادة من قواعد استخلاص الصافي الأكثر ليبرالية مما هو سائد في بلدانها الأصلية، مما يسمح لها بتقليل متطلبات رأس مالها (FSF, 2000).
- (١٨) يمكن استرداد أسهم صناديق أسواق المال بنفس قيمتها، ولذلك يُعتبر على نطاق واسع (وإن يكن بشكل خاطئ أحياناً) أنها تتمتع بنفس درجة أمان الودائع المصرفية.
- (١٩) قد لا يحتفظ الوسيط - التاجر مباشرة بالأصول عالية الجودة التي يحتاجها لتمويل اتفاقات إعادة الشراء، ولكن يمكن أن يحصل عليها من خلال عملية لإقراض الأوراق المالية (عملية تبادل بين اثنتين من الأوراق المالية). ومن خلال معاملة إقراض الأوراق المالية، يقوم طرف ثالث (عادة ما يكون مؤسسة استثمار مثل شركة تأمين أو صندوق
- للتقاعد) بإقراض الأوراق المالية عالية الجودة إلى الوسيط - التاجر، كوسيلة "التعزيز" عائد مخفضته المالية، ويتلقى أوراقاً مالية عالية الجودة كضمان. ومع حدوث هذه الصفقات في نفس الوقت، يحصل الوسيط - التاجر على التمويل اللازم لشراء الأصول المحفوفة بالمخاطر. وإذا كان العائد على الأصول العالية الجودة مرتفعاً بما فيه الكفاية، سيكون بمقدور الوسيط - التاجر سداد أسعار الفائدة على اتفاقات إعادة الشراء وعلى إقراض الأوراق المالية، ويحقق ربحاً بعد ذلك. وللاطلاع على مناقشة لإقراض الأوراق المالية، انظر Pozsar and Singh, 2011; and Adrian et al., 2013.
- (٢٠) انظر (Harutyunyan et al. (2015).
- (٢١) كان ما تسبب في الأزمة العالمية عام ٢٠٠٨ على وجه التحديد هو سلسلة من حالات التعثر في سداد التزامات الديون المضمونة، وهي نوع معين من الديون المركبة تم تجميعها من رهونات العقارية عالية المخاطر. وفي حالة هذه الأوراق المالية المركبة، يتعين على المستثمرين النهائيين شطبها، حتى الشرائح "العليا" منها، التي يُتوقع أن تكون أكثر أماناً لأنها كانت الأولوية الأولى في تلقي التدفقات النقدية من المقترضين النهائيين وتمتع بأعلى التصنيفات من قبل وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية (انظر (TDRs 2009 and 2011).
- (٢٢) قبل إسناد هذه الولاية لمجلس تحقيق الاستقرار المالي من مجموعة العشرين، كان قانون دود - فرانك الصادر في تموز/يوليو ٢٠١٠ في الولايات المتحدة يتناول المسائل المتصلة بمصارف الظل. وأنشأت المفوضية الأوروبية عملية موازية، ونشرت كتاباً أحضر عن هذه المسألة في عام ٢٠١٢، ونشرت خطة عملها الخاصة في عام ٢٠١٣ (EC, 2012).
- (٢٣) انظر (FSB, 2012 and 2014c).
- (٢٤) على سبيل المثال، اعتمدت لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة في تموز/يوليو ٢٠١٤ تعديلات على القواعد التي تحكم صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال، على أن يتم تنفيذها بحلول عام ٢٠١٦. وتقضي هذه التعديلات بتعويض قيمة الأصول الصافية للصناديق الممتازة مع مؤسسات الاستثمار. أما بالنسبة للصناديق التي تعمل مع مستثمري التجزئة فقط، فتشمل القواعد الجديدة رسوماً للسهولة وقنوات لاسترداد الأموال لإدارة ضغوط الاسترداد، وتعزيز التنوع، ومتطلبات بشأن الإفصاح واختبار التحمل، فضلاً عن تحديث التقارير المقدمة.
- (٢٥) أحدث مشروع التوجيه المتعلق بتنفيذ ضريبة المعاملات المالية الذي أصدرته المفوضية الأوروبية في عام ٢٠١١ ضجة بين بعض المشاركين في السوق، وتم التخلي عنه في نهاية المطاف في عام ٢٠١٣. وأعلنت المؤسسات المالية أن هذه المبادرة

تقدر بـ ٤٠ في المائة، وفيئش Fitch بحصة في السوق تقدر بـ ١٥ في المائة (Schroeter, 2011).

(٢٧) باستثناء الأوراق المالية للمدينين السياديين.

(٢٨) أجري اختبار الإجهاد لعام ٢٠١٤ بالتعاون مع المجلس الأوروبي للمخاطر البنوية والمفوضية الأوروبية والمصرف المركزي الأوروبي، فضلاً عن السلطات المختصة من جميع الولايات القضائية الوطنية ذات الصلة في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي، بالإضافة إلى الترويج (EBA, 2014).

تضر بالقدرة التنافسية للقطاع المصرفي الأوروبي وتزيد من عدم الاستقرار المالي يجعلها إدارة المخاطر أكثر تكلفة وتقليصها للاستثمار في الشركات سريعة النمو (Gabor, 2014).

(٢٦) رغم وجود عدد كبير من وكالات تقدير الجدارة الائتمانية في جميع أنحاء العالم - أكثر من ٧٠ وكالة وفقاً لصندوق النقد الدولي (IMF, 2010) - تهيمن على السوق العالمية الوكالات "الثلاثة الكبار": ستاندرد آند بورز Standard & Poor's وموديز Moody's، اللتان تستأثر كل منهما بحصة في السوق

المراجع

- Admati A and Hellwig M (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to do about It*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Adrian T, Begalle B, Copeland A and Martin A (2013). Repo and securities lending. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 529, New York.
- Aglietta M and Rigot S (2009). *Crise et Rénovation de la Finance*. Paris, Odile Jacob.
- Aiyar S and Jain-Chandra S (2012). The domestic credit supply response to international bank deleveraging: Is Asia different? Working Paper No. 12/258, IMF, Washington, DC.
- Alemu G (2014). Financial inclusion, regulation and inclusive growth in Ethiopia. Working paper 408, Overseas Development Institute, London.
- Alessandri P and Haldane AG (2009). Banking on the State. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Chicago 12th Annual International Banking Conference, Chicago, 25 September.
- Ayadi R (2010). Diversity in European banking: Why does it matter?, CEPS Commentary, 18 October. Available at: <http://www.ceps.eu/ceps/dld/3815/pdf>.
- Barth J, Caprio G and Levine R (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. Cambridge, Cambridge University Press.
- BCBS (2011). Basel II: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2013). Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP): Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2014a). Basel III: The net stable funding ratio. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2014b). Guidance for supervisors on market-based indicators of liquidity. Basel, Bank for International Settlements.
- BIS (2010a). Long-term issues in international banking. Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System. CGFS Papers No. 41, Basel.
- BIS (2010b). The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. BIS Paper No. 54, Basel.
- BIS (2014). Financial Stability Institute : FSI Survey, Basel II, 2.5 and III Implementation. Available at: <http://www.bis.org/fsi/fsiop2014.pdf>.
- BIS (2015). Progress report on adoption of the Basel regulatory framework. Basel.
- Brender A (1980). Analyse cybernétique de l'intermédiation financière. *Cahiers de l'ISMEA*, CM n° 7, Paris.
- Buch CM, Neugebauer K and Schröder C (2014). Changing forces of gravity: How the crisis affected international banking. ZEW Discussion Paper No. 14-006, Centre for European Economic Research, Mannheim. Available at: <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp14006.pdf>.
- Calomiris CW (2009). The debasement of ratings: What's wrong and how we can fix it. New York, NY, Columbia University. Available at: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/RatingAgenciesE21.pdf>.

- CEPS (2010). *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks*. Brussels, Centre for European Policy Studies.
- Cetorelli N and Goldberg L (2011). Global banks and international shock transmission: Evidence from the crisis. *IMF Economic Review*, 59(1): 41–76.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). Who's afraid of China's shadow banking? *Business Line*. Available at: <http://www.thehindubusinessline.com/opinion/columns/c-p-chandrasekhar/whos-afraid-of-chinas-shadow-banking/article7244825.ece>.
- Chen G and Wu Y (2014). Bank ownership and credit growth in emerging markets during and after the 2008–09 financial crisis: A cross-regional comparison. Working Paper 14/171, IMF, Washington, DC.
- Claessens S and van Horen N (2014). Foreign banks: trends and impact. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46 (1): 295–326. February.
- Coval JD, Jurek JW and Stafford E (2008). The economics of structured finance. Finance Working Paper No. 09-060, Harvard Business School, Cambridge, MA. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1287363> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1287363>.
- Drehmann M and Tsatsaronis K (2014). The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: Questions and answers. *BIS Quarterly Review*, March. Basel, Bank for International Settlements.
- EBA (2014). Results of 2014 EU-wide stress test. London, European Banking Authority. Available at: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014/results>.
- EC (2012). Green paper: Shadow banking. Brussels. Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf.
- EC (2013). Stricter rules for credit rating agencies to enter into force. Press Release, 18 June, Brussels.
- EC (2014). EU moves to strengthen regulatory control of credit rating agencies. Brussels, 3 October. Available at: <http://www.out-law.com/en/articles/2014/october/eu-moves-to-strengthen-regulatory-control-of-credit-rating-agencies/>.
- EIU (2015). Financial Services Report China 2nd Quarter 2015. Economist Intelligence Unit, 8 May.
- Elliott D, Kroeber A and Qiao Y (2015). Shadow banking in China: A primer. The Brookings Institution, Washington, DC.
- Elliott, D and Yan K (2013). The Chinese financial system: An introduction and overview. Monograph Series No. 6, John L. Thornton China Center at the Brookings Institution, Washington, DC.
- Fiechter J, Ötoker-Robe İ, Ilyina A, Hsu M, Santos A and Surti J (2011). Subsidiaries or branches: Does one size fit all? Discussion Note SDN 11/4, IMF Washington, DC.
- Fitch (2015). Mexico's smaller banks to be more challenged meeting LCR. Fitch Ratings, New York/Monterrey.
- FSB (2010). Principles for reducing reliance on CRA ratings. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1.
- FSB (2012). Global Shadow Banking Monitoring Report. Basel, 18 November.
- FSB (2014a). Overview of progress in the implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders. Basel.
- FSB (2014b). Structural banking reforms: Cross-border consistencies and global financial stability implications. Report to G20 leaders for the November 2014 Summit. Basel.
- FSB (2014c). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*. Available at: <http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014/>.
- FSF (2000). Report of the Working Group on Offshore Financial Centres. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0004b.pdf?page_moved=1.
- Gabor D (2014). A step too far? The European financial transactions tax and shadow banking. Bristol, University of the West of England.
- Ghosh J (2012). Appreciating diversity: Regulatory reform and banking practices in the developed and developing worlds. *PSL Quarterly Review*, 65(263): 429–436.
- Ghosh S, Gonzalez del Mazo I and Ötoker-Robe İ (2012). Chasing the shadows: How significant is shadow banking in emerging markets? Economic Premise Number 88, World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network, Washington, DC.
- Gorton G and Souleles N (2005). Special purpose vehicles and securitization. Working Paper Series 11190, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

- Gorton G and Metrick A (2009). Haircuts. Working Paper Series No. 15273, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gorton G and Metrick A (2010). Regulating the shadow banking system. Brookings Papers on Economic Activity No. 2, Brookings Institution, Washington, DC.
- Greene E and Broomfield EL (2014). Dividing (and conquering?) shadows: FSB and US approaches to shadow banking at the dawn of 2014. *Butterworth Journal of International Banking and Financial Law*, 29(2): 111–115.
- Haldane AG (2009). Rethinking the financial network. Speech at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 April. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2009/speech386.pdf>.
- Haldane AG (2014). Managing global finance as a system. Speech at the Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture, Birmingham University. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech772.pdf>.
- Haldane AG and Madouros V (2012). The dog and the frisbee. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th economic policy symposium on The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming, 31 August. Available at: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>.
- Harutyunyan A, Massara A, Ugazio G, Amidzic G and Walton R (2015). Shedding light on shadow banking. IMF Working Paper WP/15/1. Washington, DC.
- He D and McCauley RN (2013). Transmitting global liquidity to East Asia: Policy rates, bond yields, currencies and dollar credit. Working Paper 431, BIS, Basel.
- Heritage Foundation (2015). Index of Economic Freedom. Washington, DC. Available at: <http://www.heritage.org/index/about>.
- ICMA (2015). Frequently asked questions on repo. Zurich, International Capital Market Association. Available at: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/>.
- IMF (2010). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington, DC. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/chap3.pdf>.
- IMF (2014). *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth*. Washington, DC.
- IMF (2015). *Global Financial Stability Report. Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. Washington, DC. Available at: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm>.
- Ingves S (2014). Implementing the regulatory reform agenda: The pitfall of myopia. Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, 6 November. Available at: <http://www.bis.org/speeches/sp141118.htm>.
- IOSCO (2015). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Final report of The Board of the International Organization of Securities Commissions, FRO/2015, London.
- Jeon BM and Wu J (2013). Foreign banks, monetary policy, and crises: Evidence from bank-level panel data in Asia. In: Jeon BM and Olivero MP, eds. *Global Banking, Financial Markets and Crises. International Finance Review*, 14. Bingley, Emerald Group Publishing Limited: 91–113.
- Jeon BM and Wu J (2014). The role of foreign banks in monetary policy transmission: Evidence from Asia during the crisis of 2008-9. Working Paper 01/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong. Available at: http://www.hkimr.org/uploads/publication/372/wp-no-01_2014-final-.pdf.
- Kregel J and Tonveronachi M (2014). Fundamental principles of financial regulation and supervision. Working Paper Series No. 29, Financialisation, economy, society and sustainable development (FESSUD), University of Leeds, Leeds.
- Kruger M (2013). Reform and risk in the Chinese financial system. China Institute Occasional Paper Series Issue No. 2. Available at: <http://www.china.ualberta.ca/Research%20and%20Publications/~//media/China%20Institute/Documents/Publication/Occasional%20Paper/ChinaInstituteOccasionalPaper2-MarKruger.pdf>.
- Krugman P (2013). Ideological ratings. *New York Times*, 8 November 2013. Available at: http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/?_r=0.
- McKinsey (2015). Debt and (Not Much) deleveraging. McKinsey Global Institute.
- Moody's (2014). Indian public-sector banks will require more capital for Basel III compliance. *Global Credit Research*, 22 September.

- Moosa I and Burns K (2013). The Basel III controversy: A critical assessment of the views of Australian regulators. *JASSA The Finsia Journal of Applied Finance*, 2: 26–29.
- Morrison ER, Roe MJ, Sontchi HCS (2014). Rolling back the repo safe harbors. *The Business Lawyer*, 69(4): 1015–1048.
- OECD (2009). *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. Paris.
- Okazaki K (2007). Banking system reform in China: The challenges of moving toward a market-oriented economy. Occasional paper, Rand Corporation. Available at: http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/occasional_papers/2007/RAND_OP194.pdf.
- Portes R (2008). Rating agency reform. Working paper, London Business School and CEPR, London. Available at: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>.
- Powell A (2004). Basel II and developing countries: Sailing through the sea of standards, Policy Research Working Paper Series 3387, World Bank, Washington, DC.
- Pozsar Z and Singh M (2011). The nonbank-bank nexus and the shadow banking system. Working Paper 11/289, IMF, Washington, DC.
- Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A and Boesky H (2013). Shadow banking. *Economic Policy Review*, 19(2). Federal Reserve Bank of New York, NY.
- Schroeter UG (2011). Credit ratings and credit rating agencies, In: Caprio G, ed, *Encyclopedia of Financial Globalization*, Elsevier.
- Schumpeter JA (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, Toronto and London, McGraw-Hill.
- Singh M and Aitken J (2010). The (sizable) role of rehypothecation in the shadow banking system. Working Paper 10/172, IMF, Washington, DC.
- Slovik P (2012). Systemically important banks and capital regulation challenges. OECD Economics Department Working Paper no. 916, OECD Publishing, Paris.
- Turner P (2012). Weathering financial crisis: Domestic bond markets in EMEs. BIS Papers 63, BIS, Basel.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- United Nations (2009). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. New York.
- Vināls J, Pazarbasioglu C, Surti J, Narain A, Erbenova M and Chow J (2013). Creating a safer financial system: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen structural measures help? Staff Discussion Notes No. 13/4, IMF, Washington, DC.
- Walter AW (2008). *Governing Finance: East Asia's Adoption of International Standards*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Walter AW (2015). Emerging countries and Basel III: Why is engagement still low? *New Thinking and the New G20 Series*, Paper No. 4, Centre for International Governance Innovation, Waterloo, Ontario.
- Wolf M (2014). *The Shifts and the Shocks: What We've Learned – and Have Still to Learn – from the Financial Crisis*. London, Penguin Press.
- World Bank (2013). Implementing post-crisis financial regulatory reforms: What does it mean for emerging market and developing economies and how the World Bank Group can help. Washington, DC, Available at: http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/EMDEs_note.pdf.

الفصل الخامس

الديون الخارجية وأزمات الديون: أوجه ضعف متزايدة وتحديات جديدة

ألف - مقدمة

من الأحيان، فإنها عادة ما تؤدي إلى مديونية عامة مفرطة، وإلى فترة ممتدة من الأزمات الاقتصادية والاجتماعية^(١).

وفي الفترات السابقة على الأزمات الكبرى الشمالي الأخيرة في الاقتصادات الناشئة (بدءاً من المكسيك في عام ١٩٩٤، التي أعقبها تايلند وإندونيسيا وجمهورية كوريا والاتحاد الروسي والبرازيل وتركيا، وأخيراً الأرجنتين في عام ٢٠٠١)، لم تكن الديون السيادية تمثل مشكلة إلا في أربعة اقتصادات - الاتحاد الروسي، والأرجنتين، والبرازيل، والمكسيك. ولكن في كل هذه الحالات تقريباً، ازدادت الديون السيادية بشكل مفاجئ مع الأزمة. وأسهمت عدة عوامل في هذه الزيادة. ففي معظم هذه الاقتصادات، هناك حصة كبيرة من الديون الخاصة، المحلية والخارجية على حد سواء، تم استيعابها اجتماعياً من خلال عمليات الإنقاذ الحكومية. كما استخدمت الأموال العامة لإعادة رسملة المصارف المتعثرة وتحمل تكاليف خفض قيمة العملة التي كان على القطاعات المالية وغير المالية الخاصة أن تتحملها لولا ذلك. وبعد هذه الأزمات، انخفضت الإيرادات الضريبية وارتفعت أسعار الفائدة على الدين العام. وفي الآونة الأخيرة، تكرر نفس النمط كثيراً في إسبانيا وأيرلندا خلال أزمة منطقة اليورو.

ويقدم الفرع التالي من هذا الفصل عرضاً موجزاً للتحديات التي تثيرها الديون السيادية الخارجية. ويعقب ذلك لمحة عامة عن

تناولت الفصول السابقة بالتحليل نقاط الضعف الرئيسية في النظام النقدي والمالي الدولي القائم، وهي النقاط التي تحد من قدرته على تعزيز الاستقرار الاقتصادي العالمي والحفاظ عليه. كما أنها تفرض قيوداً على الجهود التي يبذلها صناع السياسات في البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، لتحقيق مسارات نمو أكثر شمولاً واستدامة. وعلى مستوى الاقتصاد الكلي، فشل النظام الحالي في التقليل بدرجة كبيرة من تقلبات الأسواق المالية، وتصحيح الاختلالات العالمية المستمرة. وبالإضافة إلى التكاليف الاجتماعية والاقتصادية التي غالباً ما تكون مرتفعة علىفرادى البلدان، أدى ذلك أيضاً إلى استمرار تراكم الديون الخارجية الكبيرة. وعلى المستوى الاقتصادي الجزئي، كما نوقش في الفصل السابق، أخفقت القواعد التنظيمية في كبح جماح المخاطرة المرتفعة والسلوكيات المسايرة للدورات الاقتصادية من جانب مختلف المؤسسات المالية، والتي كانت تشكل جذور الأزمة المالية العالمية التي حدثت في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩. وبالتالي، فإن خطر حدوث الأزمات المالية وأزمات الديون في المستقبل لا يزال قائماً.

ويتناول هذا الفصل القصور الذي يعاني منه النظام النقدي والمالي الدولي منذ وقت طويل، وهو عدم وجود آلية فعالة لإدارة أزمات الديون الخارجية على نحو أفضل. ويولي الفصل اهتماماً خاصاً للديون السيادية، حيث إنه، كما هو مبين في الفصل الثاني، حتى عندما تنبع الأزمات المالية من القطاع الخاص، كما هو الحال في كثير

عامة، ويدرس النهج التاريخية المتبعة لحل مسألة الديون السيادية، بصفة خاصة. ويتناول الفرع هاءً بالتحليل المقترحات الحالية لإصلاح النظام الجزراً الحالي لحل مسألة الديون السيادية.

الاجتهات الكلية والإقليمية الأخيرة في أحجام الديون الخارجية للبلدان النامية وتكوينها (الفرع جيم). ويلخص الفرع دال الخصائص الأساسية للآزمات المالية وآزمات الديون الحالية في الاقتصادات النامية، بصفة

باء- القدرة على تحمل الدين الخارجي: القضايا الرئيسية

تسهم في تعزيز الدخل المحلي وحصائل الصادرات اللازمة لخدمة ذلك الدين. غير أن الديون الخارجية أصبحت تنتج بشكل متزايد عن تدفقات رؤوس الأموال الخاصة التي لا تتصل كثيراً بالاحتياجات الحالية لتمويل التجارة والاستثمار. ولما كان حجمها كثيراً ما يكون كبيرة جداً بالمقارنة بحجم الاقتصاد المتلقي، فقد أدت هذه التدفقات إلى نشوء فقاعات الأصول والمغالاة في قيمة العملة والواردات غير اللازمة وعدم استقرار الاقتصاد الكلي، مما يزيد بالتالي من خطر التخلف عن السداد. كما أنها تعرض تلك الاقتصادات لتقلبات أسواق رؤوس الأموال الدولية، حيث تسهل، أو حتى تشجع، تراكم الديون الخارجية خلال المرحلة التوسعية من الدورة المالية، وإن كان من الممكن أن تتسبب بسهولة في حدوث أزمة ديون عندما تتوقف تلك التدفقات الرأسمالية أو ينعكس اتجاهها بشكل مفاجئ.

وبالإضافة إلى هذه العلاقات الأساسية على مستوى الاقتصاد الكلي، تعتمد القدرة على تحمل الدين الخارجي أيضاً على هيكل الديون وتكوينها. والتعريف الشائع للدين الخارجي الإجمالي، بما في ذلك التعريف المستخدم في هذا الفصل، يعتمد معيار محل الإقامة، الذي يتألف من مطالبات غير المقيمين من موارد الاقتصاد المدين. وعلى وجه التحديد، فإن الدين الخارجي الإجمالي هنا يناظر المبلغ المستحق "للاتزامات المستحقة السداد من أصل الدين و/أو فوائده من جانب المدين في وقت ما مستقبلاً، التي يدين بها سكان اقتصاد ما لغير المقيمين فيه" (TFFS, 2013: 5). وهناك معايير أخرى محتملة لتعريف الدين بأنه إما "محلي" أو "خارجي"، منها ما إذا كان الدين مقوماً بعملة محلية أو أجنبية، واختصاص الولاية التي صدر الدين بموجبها والتي تتم فيها تسوية أي نزاع قانوني في حالة التخلف عن السداد.

وعندما يتألف معظم الديون الخارجية من قروض، وليس سندات، تميز معايير محل الإقامة والعملة والاختصاص إلى التوافق: فالمقرض غير مقيم والقرض صدر بعملة أجنبية بموجب قانون أجنبي. غير أن ذلك تغير بصورة كبيرة منذ أوائل التسعينات من القرن الماضي.

الديون الخارجية ليست مشكلة في حد ذاتها؛ بل إن أدوات الدين هي، في واقع الأمر، عنصر هام في أي استراتيجية للتمويل. غير أنها يمكن أن تصبح مشكلة عندما يكون الاقتراض من الخارج لا علاقة له بالاستثمار الإنتاجي، أو عندما يُصاب بلد مدين بصدمة شديدة في المتغيرات الرئيسية في اقتصاده الكلي. ففي هذه الظروف، يمكن أن تتجاوز المطالبات على المدين بسرعة قدرته على توليد الموارد اللازمة لخدمة ديونه. وما لم تكن هذه المطالبات يقابلها تدفقات استثمارية جديدة (أو حصائل فوائد أعلى من استثمارات في الخارج)، فإن خدمة الدين الخارجي ستبقى إلى حد نقل الموارد إلى بقية العالم، وهو ما يؤدي، إذا ما كان كبيراً، إلى خفض الإنفاق المحلي والنمو، بما يقوض بالتالي قدرة البلد على سداد الدفعات عند استحقاقها.

وتختلف أسباب ارتفاع الدين الخارجي وتتنوع آثاره في مختلف مجموعات الاقتصادات. ففي البلدان الأقل دخلاً، يحدث نتيجة لحالات العجز المزمن في الحساب الجاري، التي تعكس في المقام الأول محدودية القدرات التصديرية والاعتماد الكبير على الواردات لأغراض الاستهلاك والاستثمار على حد سواء. ويأتي الجانب الأعظم من التدفقات المباشرة لرؤوس الأموال المولدة للديون لهذه الاقتصادات من مصادر رسمية. وعلى النقيض من ذلك، تأتي نسبة كبيرة من الديون الخارجية للبلدان المتوسطة الدخل من دائنين من القطاع الخاص منذ منتصف السبعينات من القرن الماضي نتيجة لاندماجها بدرجة أكبر في النظام المالي الدولي، وهو الاندماج الذي كان يتيح لها الوصول بسهولة إلى الأسواق المالية الدولية.

وتعتمد القدرة على تحمل مثل عبء الديون الخارجية هذا على العلاقة بين نمو الدخل المحلي وحصائل الصادرات، من جهة، ومتوسط سعر الفائدة وآجال استحقاق رصيد الدين من جهة أخرى. ولذلك، فبقدر استخدام تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لتوسيع الطاقات الإنتاجية - بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال تحسين البنية التحتية، وخاصة في قطاع السلع والخدمات المتداولة - فإنها

أدوات الديون الخارجية هي عناصر هامة في أي استراتيجية للتمويل ...

ديونهم المقومة بالعملية المحلية، يكون من المرجح أن يقوموا بتحويل العائدات إلى عملات أجنبية وإعادة أرباحهم إلى بلدانهم الأصلية.

وأخيراً، فإن اختصاص الولاية التي تصدر الديون بموجبها تؤثر على القدرة على تحمل الدين، لأنه يحدد القواعد التي يتم بموجبها التفاوض حول أي نزاع بين المدينين والدائنين، وبخاصة الدرجة التي يُسمح بها للدائنين غير المتعاونين بعرقلة اتفاقات تسوية الديون بين الدول المدينة وغالبية الدائنين من القطاع الخاص المنتمين إليها. وبوجه أعم، فحيثما تصدر الديون الخارجية للبلدان النامية في معظمها في إطار ولايات أجنبية كضمان إضافي للمستثمرين الذين لا يثقون في النظام القضائي للبلد المدين، فإن ذلك ينطوي على إمكانية تعقيد حالات الأزمات، حيث قد يتعين على الاقتصاد المدين أن يتعامل مع ولايات قضائية

وأطر قانونية متعددة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن البلدان التي توقع اتفاقات استثمار دولية، بما في ذلك الاتفاقات التي تتضمن آليات لتسوية المنازعات بين المستثمرين والدول، يمكن مقاضاتها في محاكم التحكيم مثل المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار أو لجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي (الأونسيترال). وتميل طبيعة هذا التحكيم لأن تكون مخصصة لكل حالة على حدة، وتنحاز في أغلبها لصالح مطالب المستثمرين. وعلاوة على ذلك، فإنها تستند عادة إلى المنطق التجاري الخاص، دون اعتبار للآثار الاجتماعية والاقتصادية الطويلة الأمد على الاقتصاد المدين ككل (Van Harten, 2007؛ وانظر أيضاً TDR 2014).

وتستحق الديون السيادية اهتماماً خاصاً لعدد من الأسباب. ففي بعض الحالات، قد تواجه الحكومات صعوبات في خدمة الديون الخارجية التي تكبدتها لتمويل نفقاتها العامة.

وفي الأوقات يسهل فيها الوصول إلى الائتمانات الرخيصة، فإنها قد تقلل من شأن مخاطر انكشافها أمام تقلبات النظام المالي الدولي والصدمات المالية الناتجة عن تغيرات السياسة النقدية في الخارج. إلا أنه في العديد من الحالات الأخرى، قد يمثل السبب الأولي لأزمة الديون السيادية في تهور الأطراف الخاصة في جانبي المقترضين والدائنين على حد سواء. ومن حيث المبدأ، فإن تخلف المدينين الخاصين عن سداد ديونهم الخارجية يخضع لقانون الإعسار في الولاية القضائية التي تكبدوا الديون فيها. وعادة ما يكفل هذا الإطار

فعلى مدى العقدين الماضيين، توافقت الزيادات في أرصدة الديون المستحقة مع عملية إلغاء لوسطاء (أي تحول أدوات الدين من القروض المصرفية المشتركة إلى ديون السندات أكثر سيولة). ولما كان بمقدور المستثمرين الأجانب حيازة السندات الصادرة بالعملية المحلية وفقاً للقانون المحلي، وبمقدور السكان المقيمين بالمقابل حيازة الديون السيادية المقومة بعملية أجنبية، أصبحت هناك نسبة كبيرة من الديون يمكن اعتبارها "خارجية" وفقاً لبعض المعايير و"محلية" وفقاً لمعايير أخرى.

ويمكن أن يؤثر مقدار الدين الصادر مقوماً بعملات أجنبية تأثيراً كبيراً على القدرة على تحمل الدين. وذلك لأنه، من أجل خدمة هذا الدين، يتعين على المدين ألا يكفي بتوليد الدخل اللازم فحسب، ولكن أيضاً الحصول على النقد الأجنبي المقابل. ويعتمد ذلك على حالة ميزان المدفوعات في البلد. غير أنه قد تكون

هناك مفاضلة بين الشروط اللازمة لاستخلاص الفائض التجاري، من جهة، والشروط التي تحدد أرباح المدينين (أو الفوائض الأولية في حالة الحكومات) من جهة أخرى. فعلى سبيل المثال، قد يستلزم الأمر إجراء تخفيضات في قيمة العملة المحلية واتباع سياسات تكيف ركودية لتحسين أداء الصادرات وحفض الواردات، ولكن ذلك سيؤدي أيضاً إلى زيادة القيمة الحقيقية للديون الخارجية المقومة بعملات أجنبية وتقليص دخل الجانب المدين.

وفي الآونة الأخيرة، شهدت البلدان النامية الأعلى دخلاً في معظمها تهاجماً للتحويل في تقويم الديون من العملات الأجنبية إلى العملة المحلية. وقد أمكن حدوث هذا التحويل إلى حد بعيد نتيجة للتوسع الكبير في السيولة العالمية وما صاحبه من طفرات في تدفقات رؤوس الأموال إلى هذه الاقتصادات، مما كان يعكس استعداد المقرضين لتحمل مخاطر سعر الصرف والعمل في إطار اختصاص الولايات المحلية.

ولكن في هذه الحالة، يصبح معيار محل الإقامة ذا صلة بالقدرة على تحمل الديون، لأن استثمارات غير المقيمين في السندات والأوراق المالية المحلية تجعل أسواق الدين المحلية أكثر سيولة. وعلاوة على ذلك، فإن تزايد مشاركة غير المقيمين في هذه الأسواق يعني أيضاً تقليل استقرار الحيازات بالنسبة لمشاركة مؤسسات الاستثمار المحلية، حيث

إن هذه المؤسسات الأخيرة عادة ما تخضع لقواعد تنظيمية تلزمها بالاحتفاظ بنسبة مئوية معينة من أصولها في شكل أدوات دين محلية. وعلى النقيض من ذلك، عندما يقوم الدائنون غير المقيمين بتسهيل

... ولكن الديون الخارجية يمكن أن تصبح مشكلة إذا لم يكن للاقتراض من الخارج علاقة بالاستثمار الإنتاجي.

وكثيراً ما تنشأ أزمات الديون السيادية نتيجة لتهور الأطراف الخاصة في جانبي المقترضين والدائنين على حد سواء.

والقلق إزاء عدم وجود آلية لتسوية الديون السيادية الخارجية ليس جديداً^(٢). فمذ أواخر الثمانينات من القرن الماضي، دعت تقارير التجارة والتنمية الصادرة عن الأونكتاد مراراً وتكراراً للاستعاضة عن آليات تسوية الديون المخصصة التعسفية التي يقودها الدائنون، للديون الرسمية والتجارية على حد سواء، بآليات قانونية تتيح إجراء تقييم محايد لحالة ديون البلد، وتشجع التقاسم العادل للأعباء، وتستعيد القدرة على تحمل الديون. وجاء في تقرير التجارة والتنمية لعام ١٩٨٦: "إن عدم وجود إطار محايد واضح المعالم لحل مشاكل الديون الدولية يخلق خطراً كبيراً... من أن يعاني المدينون الدوليون من أسوأ ما يمكن من احتمالات: فقد يواجهون وصمة العار المالي والاقتصادي باعتبارهم مفلسين بحكم الأمر الواقع... وفي الوقت نفسه، فإنهم محرومون إلى حد كبير من التمتع بميزة تلقي مساعدات مالية وبفرصة إعادة التنظيم المالي التي تتواءم مع الإفلاس الفعلي عند التعامل معه بطريقة مماثلة للفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس بالولايات المتحدة". ومثلما هو الحال مع الإصلاحات اللازمة الأخرى في النظام النقدي والمالي الدولي، قد تكون هناك مفاضلة بين الاستحسان وإمكانية التنفيذ، على الأقل في المدى القصير. ولذلك، يتطلب الأمر النظر في مجموعة من الخيارات للتعامل مع مشاكل الديون السيادية.

القانوني درجة معينة من الحماية للمدين وإعادة هيكلة الديون (مع أو بدون دين شطب جانب منها)، أو تصفية أصول المدين في حالة الإفلاس. ولكن عندما تهدد موجة من حالات تخلف الأطراف الخاصة عن السداد بتعطيل النظام المالي، فإن القطاع العام كثيراً ما يتحمل ديون القطاع الخاص، وبخاصة ديون المصارف الكبيرة، ونتيجة لذلك يصبح هو نفسه مثقلاً بالديون (انظر الفصل الثاني من هذا التقرير).

وعلى أية حال، فإن مشاكل الديون السيادية لا تخضع للتشريعات التي تحكم حالات تخلف الأطراف الخاصة عن السداد. ولذلك، فإنها تستلزم معالجة محددة، لأسباب ليس أقلها أن الحكومات والإدارات العامة مكلفة بدور توفير المنافع العامة من خلال السياسات المناسبة على صعيد الاقتصاد الكلي والجزئي بغية تحقيق الأهداف الإنمائية الطويلة الأجل. ولذلك، فإن أي عائق أمام تحقيق هذه الواجبات، بسبب تراكم الديون أو الشروط المرتبطة بدعم إعادة هيكلة الديون، تكون له آثار اجتماعية واقتصادية وسياسية لا يستهان بها. ويشير ذلك مسألة أفضل السبل لمعالجة إعادة هيكلة الديون السيادية في اقتصاد آخذ في العولمة بشكل متزايد.

جيم - اتجاهات في حجم الديون الخارجية وتكوينها

قيوداً مؤقتة على فرص وصولها إلى ائتمانات أجنبية خاصة جديدة. غير أنه كان يرجع أيضاً في جانب منه إلى ما بذلته المنطقتان لاحقاً من جهود للحد من اعتمادهما على تدفقات رؤوس الأموال عن طريق تجنب حدوث حالات العجز المتكررة في الحساب الجاري، أو حتى عن طريق توليد فوائض كبيرة. وقد استفادت، في هذا الصدد، من تخفيض القيمة الحقيقية لعملائهما أثناء الأزمات، وفي بعض الحالات، من تحقيق مكاسب في معدلات التبادل التجاري بعد عام ٢٠٠٣. غير أنه منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، أخذت أرصدة ديونهما الخارجية في الارتفاع مرة أخرى، بشكل كبير في بعض الحالات، نتيجة لتدهور الحسابات الجارية ولتجدد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية مدفوعة بالسياسات النقدية التوسعية في البلدان المتقدمة.

وقد تراجعت نسبة الدين الخارجي إلى الدخل القومي الإجمالي بدرجات متفاوتة في جميع المناطق النامية منذ أواخر التسعينات من القرن الماضي حتى اندلاع أزمة عام ٢٠٠٨ (الشكل ٥-٢)،

١ - تطور الدين الخارجي في الاقتصادات النامية والانتقالية

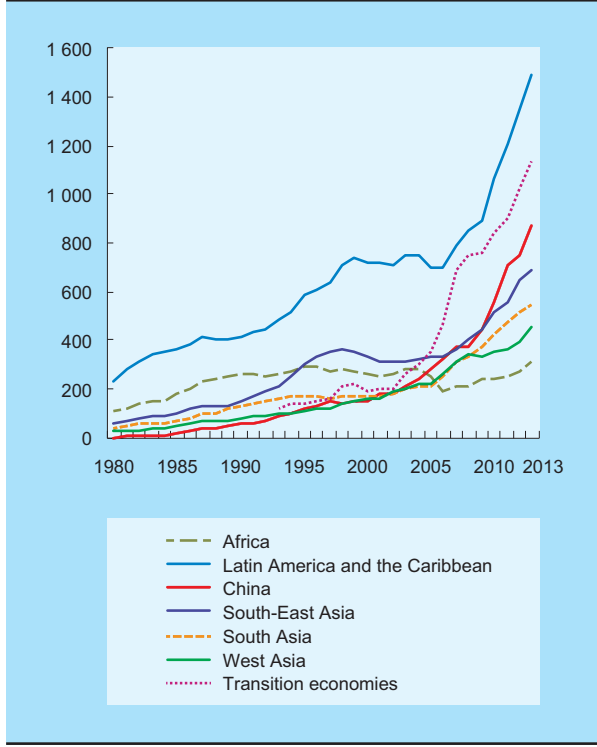
عند قياس الديون الخارجية للبلدان النامية والاقتصادات الانتقالية بالقيم الاسمية (وباتباع معيار محل الإقامة الذي وردت أعلاه مناقشة له)، فإنها تظهر اتجاهات صاعداً على المدى الطويل. فباستثناء أفريقيا، التي ظلت سوقاً أقل جاذبية لمستثمري القطاع الخاص، ولا تزال تستفيد كثيراً من برامج تخفيض الديون، أظهرت جميع المناطق الأخرى في عام ٢٠١٣ أرصدة ديون أعلى بكثير مما كانت عليه في التسعينات من القرن الماضي (الشكل ٥-١). غير أنه لم يكن اتجاهات ثابتاً: ففي أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا - وهما أكثر المناطق النامية اندماجاً في النظام المالي الدولي - كانت مستويات الديون الخارجية مستقرة نسبياً بين الفترتين ١٩٩٧-١٩٩٨ و ٢٠٠٦-٢٠٠٧. وكان ذلك نتيجة لأزمات ديونهما في النصف الثاني من التسعينات، التي خلقت

الشكل ٥-١

الديون الخارجية، مجموعات مختارة من البلدان

والصين، ١٩٨٠-٢٠١٣

(ببلايين الدولارات الحالية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى قاعدة بيانات World Bank، *World Development Indicators*؛ ومصادر وطنية.

ملاحظة: تستند الأرقام المجمعة إلى البلدان التي تتوفر عنها بيانات كاملة منذ عام ١٩٨٠ (باستثناء الاقتصادات الانتقالية حيث تتوفر بياناتها من عام ١٩٩٣). وتضم أفريقيا: إثيوبيا، أوغندا، بنن، بوتسوانا، بوركينا فاسو، بوروندي، تشاد، توغو، تونس، الجزائر، جزر القمر، جمهورية أفريقيا الوسطى، جمهورية الكونغو الديمقراطية، جمهورية تنزانيا المتحدة، جيبوتي، رواندا، زامبيا، زيمبابوي، سان تومي وبرينسيبي، السنغال، سوازيلند، السودان، سيراليون، سيشل، الصومال، غابون، غامبيا، غانا، غينيا - بيساو، غينيا، الكاميرون، كوت ديفوار، الكونغو، كينيا، ليبيريا، ليسوتو، مالي، مدغشقر، مصر، المغرب، ملاوي، موريتانيا، موريشيوس، النيجر، نيجيريا؛ وتضم أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي: الأرجنتين، إكوادور، البرازيل، بليز، بنما، دولة بوليفيا المتعددة القوميات، بيرو، جامايكا، الجمهورية الدومينيكية، سانت فنسنت وجزر غرينادين، السلفادور، غرينادا، غواتيمالا، غيانا، جمهورية فنزويلا البوليفارية، كوستاريكا، كولومبيا، المكسيك، نيكاراغوا، هايتي، هندوراس؛ ويضم جنوب شرق آسيا: إندونيسيا، تايلند، جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية، الفلبين، ماليزيا، ميانمار؛ ويضم جنوب آسيا: جمهورية إيران الإسلامية، باكستان، بنغلاديش، سريلانكا، ملديف، نيبال، الهند؛ ويضم غرب آسيا: الأردن، تركيا، الجمهورية العربية السورية، لبنان، اليمن؛ وتضم الاقتصادات الانتقالية: الاتحاد الروسي، أذربيجان، أرمينيا، ألبانيا، أوزبكستان، أوكرانيا، بيلاروس، تركمانستان، جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية سابقاً، جمهورية مولدوفا، جورجيا، صربيا، طاجيكستان، قيرغيزستان، كازاخستان.

وذلك بفضل أوضاع الاقتصاد الكلي المتنامية والنمو الاقتصادي القوي. وحدث أكبر انخفاض لهذه النسبة في أفريقيا، حيث انخفضت في المتوسط من أكثر من ١٠٠ في المائة في عام ١٩٩٤ إلى أقل من ٢٠ في المائة في عام ٢٠١٣. وبالإضافة إلى تسارع النمو في العقد الأول من القرن الحالي، استفادت هذه المنطقة أكثر من أي منطقة أخرى من برامج تخفيف عبء الديون الرسمية. غير أن هذا الاتجاه توقف بعد عام ٢٠٠٨، مع عودة نسبة رصيد الدين إلى الدخل القومي الإجمالي إلى الارتفاع مرة أخرى بصورة طفيفة. وفي الاقتصادات الانتقالية، راحت أرصدة الديون الخارجية تزداد تدريجياً من قاعدتها المنخفضة في أوائل التسعينات من القرن الماضي لتصل إلى نحو ٦٠ في المائة من الدخل القومي الإجمالي في عام ٢٠١٣، في حالة استبعاد الاتحاد الروسي من الحسابات، وإلى ١٥ في المائة فقط في حالة إدراجه في الحسابات.

وهذا الانخفاض العام في الحجم النسبي للديون الخارجية، مقترناً بالانخفاض العام لأسعار الفائدة على الديون الخارجية منذ أواخر التسعينات، يفسر إلى حد كبير تقلص وزن مدفوعات الفائدة كنسبة من صادرات جميع المناطق النامية. ففي أفريقيا، انخفضت هذه النسبة من ١٣ في المائة في المتوسط خلال الثمانينات إلى حوالي ١ في المائة في الفترة ٢٠١٢-٢٠١٣؛ وفي جنوب شرق آسيا وجنوب آسيا، انخفضت من ١١ في المائة إلى أقل من ٢ في المائة؛ وفي غرب آسيا، انخفضت من ١٨ في المائة إلى ٦ في المائة؛ وفي أمريكا اللاتينية، انخفضت من ٢٨ في المائة إلى ٦ في المائة خلال الفترة نفسها (الشكل ٥-٣).

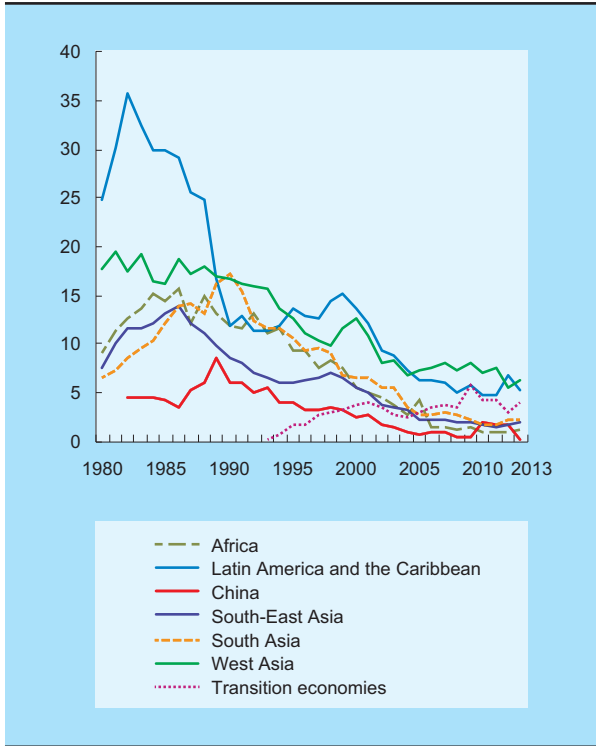
ونتيجة لذلك، واجهت البلدان النامية، بما في ذلك الاقتصادات الناشئة، الأزمة المالية العالمية بموازات عامة قوية نسبياً للقطاع العام وبمستويات منخفضة تاريخياً من الديون الخارجية، مما ساعدها في البداية على التعافي بصورة جيدة من هذه الصدمة. كما أنها أصبحت تشكل وجهات جذابة لرؤوس الأموال الباحثة عن عوائد أعلى مما يتوفر في الاقتصادات المتقدمة. غير أن ما كان يبدو من متانة واستقرار على صعيد الاقتصاد الكلي لم يدم طويلاً؛ فالحلقات الأخيرة من الاضطرابات في الأسواق المالية الدولية - التي سببتها توقعات تقليص التيسير الكمي في الولايات المتحدة وعودة أسعار الفائدة هناك إلى مستوياتها الطبيعية - أثرت سلباً على الاقتصادات الناشئة (UNCTAD, 2014). وبصورة أعم، فإن الزيادة المفرطة الأخيرة في السيولة في الأسواق المالية الدولية، التي لا تزال إلى حد كبير لا تتصل بتمويل التنمية على المدى الطويل، إلى جانب ارتفاع مديونية القطاع الخاص المقومة بالعملة الأجنبية، قد زادت من انكشاف البلدان النامية أمام تقلبات الأسواق المالية الدولية.

الديون الخارجية الطويلة الأجل لجميع البلدان النامية يبلغ ٧٢ في المائة، غير أن هذه النسبة انخفضت بحلول عام ٢٠١٣ إلى ما يقرب من نصف إجمالي الأرصدة (الشكل ٥-٤).

الشكل ٥-٣

مدفوعات الفائدة على الدين الخارجي كنسبة من الصادرات، مجموعات مختارة من البلدان والصين، ٢٠١٣-١٩٨٠

(نسبة مئوية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً قاعدة بيانات World Bank، *World Development Indicators*.

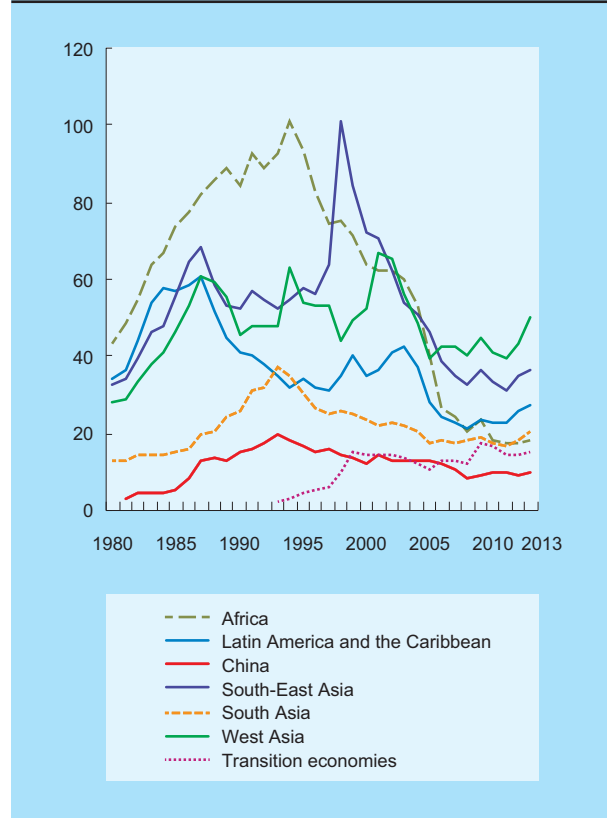
ملاحظة: تشير الأرقام المجموعة الإقليمية إلى نفس البلدان كما في الشكل ٥-١، باستثناء: الاتحاد الروسي، إثيوبيا، جمهورية إيران الإسلامية، باراغواي، تايلند، الجمهورية العربية السورية، جمهورية تنزانيا المتحدة، جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية، جيبوتي، ساو تومي وبرينسيبي، الصومال، غيانا، غينيا - بيساو، غينيا، لبنان، هايتي، اليمن، التي لم تتوفر بيانات بشأنها.

أما الديون الخاصة الخارجية، من ناحية أخرى، فقد كانت تاريخياً محدودة للغاية. وبالتالي، فإنها لم تحظ باهتمام كبير من الهيئات الرقابية. وعلاوة على ذلك، كانت تلك الهيئات تميل للتأثر بدعاة

الشكل ٥-٢

رصيد الدين الخارجي كنسبة من الدخل القومي الإجمالي، مجموعات مختارة من البلدان والصين، ٢٠١٣-١٩٨٠

(نسبة مئوية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى دليل إحصاءات الأونكتاد UNCTADstat؛ وقاعدة بيانات World Bank، *World Development Indicators*؛ ومصادر وطنية.

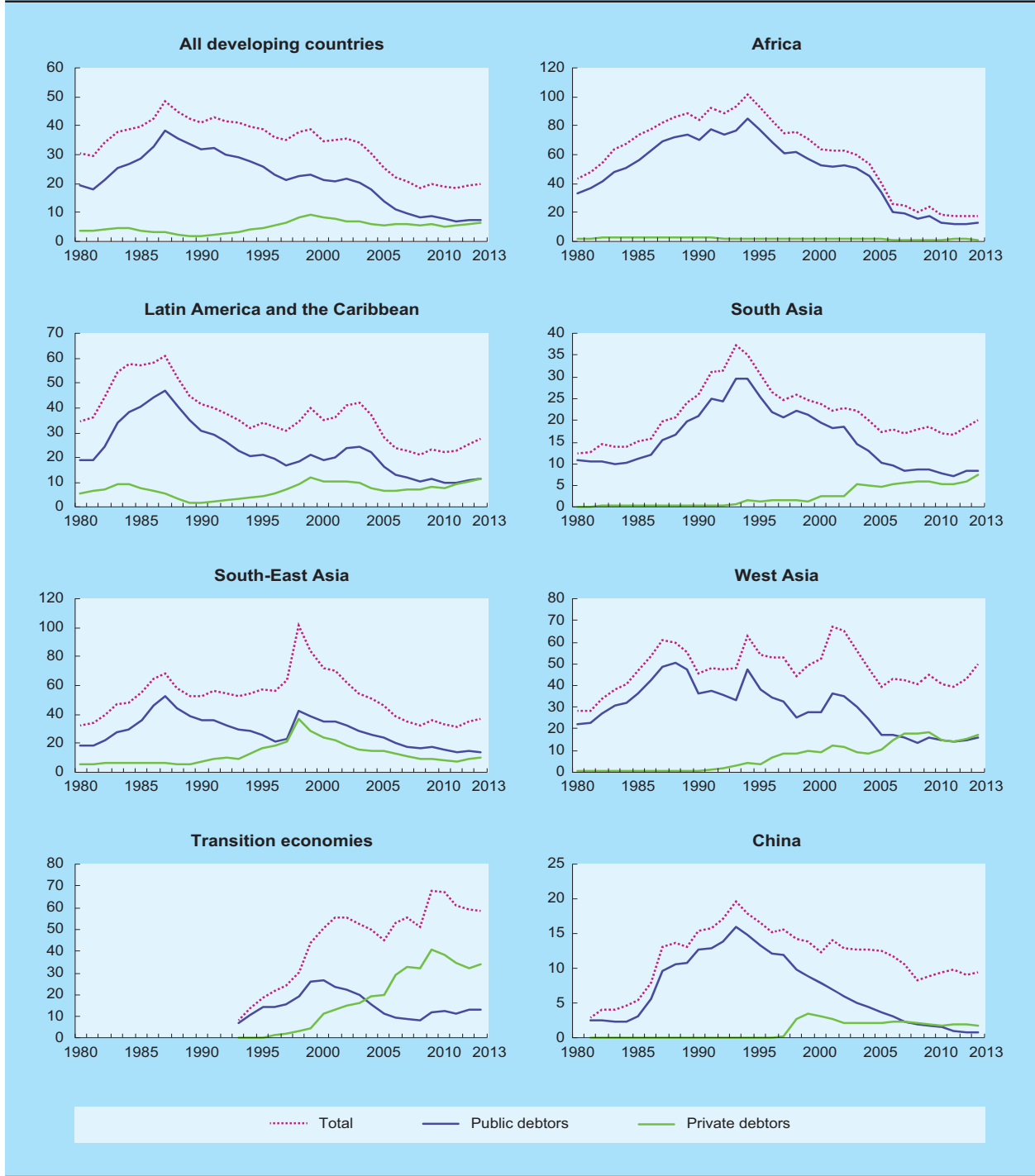
ملاحظة: انظر الشكل ٥-١. تشير الأرقام المجموعة الإقليمية إلى نفس البلدان كما في الشكل ٥-١، باستثناء إثيوبيا واليمن، اللتان لم تتوفر بيانات الدخل القومي الإجمالي لهما.

٢ - الاقتراض والإقراض العامان والخاصان

تؤثر الحصة النسبية للديون الخارجية المستحقة على المدينين العامين والخاصين تأثيراً هاماً على القدرة على تحمل الديون^(٣). وتاريخياً، كان الدين العام يشكل الجزء الأعظم من الديون الخارجية في البلدان النامية. ففي عام ٢٠٠٠، على سبيل المثال، كان نصيبها في أرصدة

الشكل ٥-٤

الدين الخارجي حسب نوع المدين، مجموعات مختارة من البلدان والصين، ١٩٨٠-٢٠١٣
(نسبة مئوية من إجمالي الدخل القومي)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى دليل إحصاءات الأونكتاد UNCTADstat وقاعدة بيانات World Bank، World Development Indicators. ملاحظة: انظر الشكل ٥-١. تشير الأرقام المجمعة الإقليمية إلى نفس البلدان كما في الشكل ٥-١، باستثناء الاتحاد الروسي وإثيوبيا واليمن، التي لم تتوفر بيانات الدخل القومي الإجمالي بشأنها. ويظهر الشكل إجمالي الدين الخارجي أكبر من مجموع المدينين العامين والخاصين، وذلك لأن الدين الخارجي ليست دائماً موزعة بالكامل بين المدينين العامين والخاصين.

المستحقة لدائنين من القطاع الخاص. وفي الفترة ١٩٧٠-١٩٧٢، كان ٦٧ في المائة من الديون الخارجية الأفريقية مستحقاً لدائنين رسميين ثنائيين أو متعددي الأطراف؛ وفي غرب آسيا، وصلت هذه النسبة إلى ٩٢ في المائة، وارتفعت إلى ٩٣ في المائة في جنوب آسيا. وعلى النقيض من ذلك، كان ٧٠ في المائة من ديون أمريكا اللاتينية، وقرابة نصف ديون جنوب شرق آسيا، تم مستحقاً لدائنين من القطاع الخاص (الشكل ٥-٥). وفي السنوات الأخيرة، ظلت حصة الديون الرسمية في الاقتصادات النامية والناشئة أقل من ٢٠ في المائة من مجموع الدين الخارجي.

وطوال السبعينات من القرن الماضي، ارتفع الدين الخارجي للبلدان النامية بشكل حاد (أساساً بسبب المقترضين من أمريكا اللاتينية). فقد ارتفع إجمالي ديونها الخارجية الطويلة الأجل من نحو ١٣ في المائة من الدخل القومي الإجمالي لها مجتمعة في عام ١٩٧٠ إلى ٢١ في المائة في عام ١٩٨٠، وهو ما كان يُعزى في المقام الأول إلى زيادة ديونها المستحقة لدائنين من القطاع الخاص بشكل حاد، من ٦ في المائة إلى ١٣ في المائة من دخلها القومي الإجمالي. ولعب تحرير حساب رأس المال والجهود التي بذلتها المصارف التجارية لـ "إعادة تدوير" دولارات النفط دوراً مهماً في هذا التطور. وسهّل ذلك بشكل أكبر التشريعات التي صدرت في الاقتصادات المتقدمة لتعزيز وتوضيح حقوق الدائنين في حالات التخلف عن سداد الديون الخارجية السيادية، مثل قانون الحصانات السيادية الأجنبية لعام ١٩٧٦ في الولايات المتحدة وقانون حصانة الدول لعام ١٩٧٨ في المملكة المتحدة (Bulow and Rogoff, 1990).

في حين أدت صدمة أسعار الفائدة التي قررها مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة، وأزمة الديون اللاحقة في البلدان النامية، إلى توقف تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الجديدة فعلياً إلى هذه الاقتصادات، ظلت الديون الخاصة تتزايد كنسبة مئوية من الدخل القومي الإجمالي حتى عام ١٩٨٧ بسبب النمو المنخفض (أو السلبي) للناتج والتخفيضات الحادة في قيمة العملات في الاقتصادات التي أصابها الأزمة. كما ارتفعت بسرعة الديون الرسمية - الثنائية والمتعددة الأطراف على حد سواء - كنسبة من الدخل القومي الإجمالي، وهو ما كان يرجع في معظمه إلى تدخلات الدائنين الرسميين لتجنب اتساع نطاق حالات التخلف عن السداد. ونتيجة لذلك، ارتفعت، فيما بين عامي ١٩٧٩ و١٩٨٧، نسبة الديون الخارجية للبلدان النامية المستحقة للدائنين الرسميين الثنائيين والمتعددي الأطراف من ٨ إلى ١٩ في المائة من دخلها القومي الإجمالي.

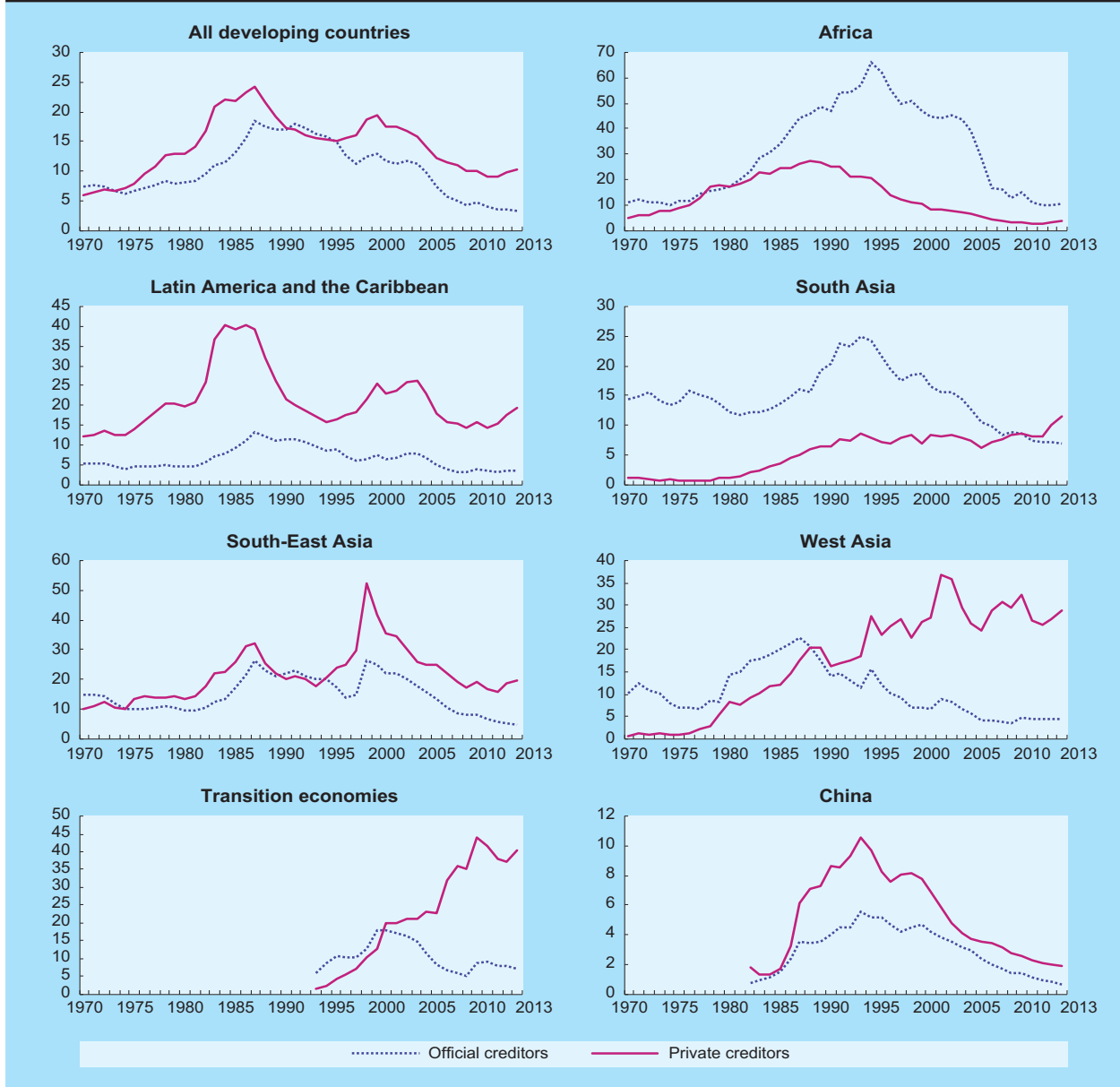
السوق الحرة، الذين يعارضون التدخل الحكومي في ازدياد الالتزامات الخارجية الخاصة، على أساس أن هذه الالتزامات نتجت عن تصرفات ما يسمونه "عوامل عقلانية" فيما يتعلق بقرارات الادخار والاستثمار الخاصة، ولن تؤدي بالتالي إلى حدوث ضائقة مالية. غير أن التجربة، وبخاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية، عندما أصبح الدين الخاص الخارجي القوة المحركة الرئيسية لأزمات ديون القطاع العام، قد فندت صحة هذه الحجة^(٤).

ولذلك، يجب ألا يركن صناع القرار إلى الرضا الشديد عن التدني العام لمستويات الدين العام في العديد من الاقتصادات النامية؛ بل عليهم، بدلاً من ذلك، توخي الحذر من المخاطر الكبيرة على الاستقرار المالي التي ترتبط بازدياد نسب الدين الخارجي الخاص إلى إجمالي الدخل القومي (الشكل ٥-٤). ويشمل ذلك ارتفاع مستويات الاقتراض الخارجي الخاص من جانب الشركات غير المالية، في المقام الأول لأغراض العمليات المالية من خلال الإصدار الخارجي offshore لسندات الدين على مدى السنوات القليلة الماضية (Avdjiev et al., 2014). ويفاقم من ذلك مخاطر سعر الصرف وخطر الانتكاسات المفاجئة لتدفقات رؤوس الأموال، مثلاً في أعقاب عودة معدلات الفائدة في الولايات المتحدة إلى مستوياتها الطبيعية و/أو تقلب أسعار السلع الأساسية. ومن ثم، فإن التوسع السريع للدين الخارجي الخاص يمكن أن تعقبه أزمات ديون وزيادة سريعة في الديون الخارجية العامة. بل إنه في أعقاب أزمة ديون أمريكا اللاتينية في الثمانينات من القرن الماضي، تم في واقع الأمر تحويل نسبة كبيرة من الديون الخارجية المستحقة على القطاع الخاص إلى القطاع العام. وبالمثل، خلال الفترة السابقة مباشرة على الأزمة المالية الآسيوية في عام ١٩٩٧، كانت نسبة كبيرة من الديون التي تكبدتها المنطقة في شكل قروض مصرفية للمقترضين الخاصين، وتم في واقع الأمر تأميمها عند حدوث الأزمة.

وقد تطور هيكل الدين الخارجي أيضاً بدرجة كبيرة على جانب الدائنين. ففي معظم البلدان النامية، وحتى السبعينات من القرن الماضي، وأحياناً في العقود اللاحقة، كانت نسبة كبيرة من الديون الخارجية طويلة الأجل مستحقة لدائنين رسميين على أساس ثنائي في الغالب. وكان هذا هو الحال بصفة خاصة بالنسبة للبلدان النامية التي ظلت روابطها الاقتصادية مع المراكز الحضرية السابقة قوية، وبالنسبة للبلدان الأقل نمواً التي كانت المصارف التجارية تحجم عن إقرضها. وفي أوائل السبعينات، كانت الديون الخارجية المستحقة لدائنين رسميين، في جميع المناطق النامية الأخرى خلاف أمريكا اللاتينية، تفوق الديون

الشكل ٥-٥

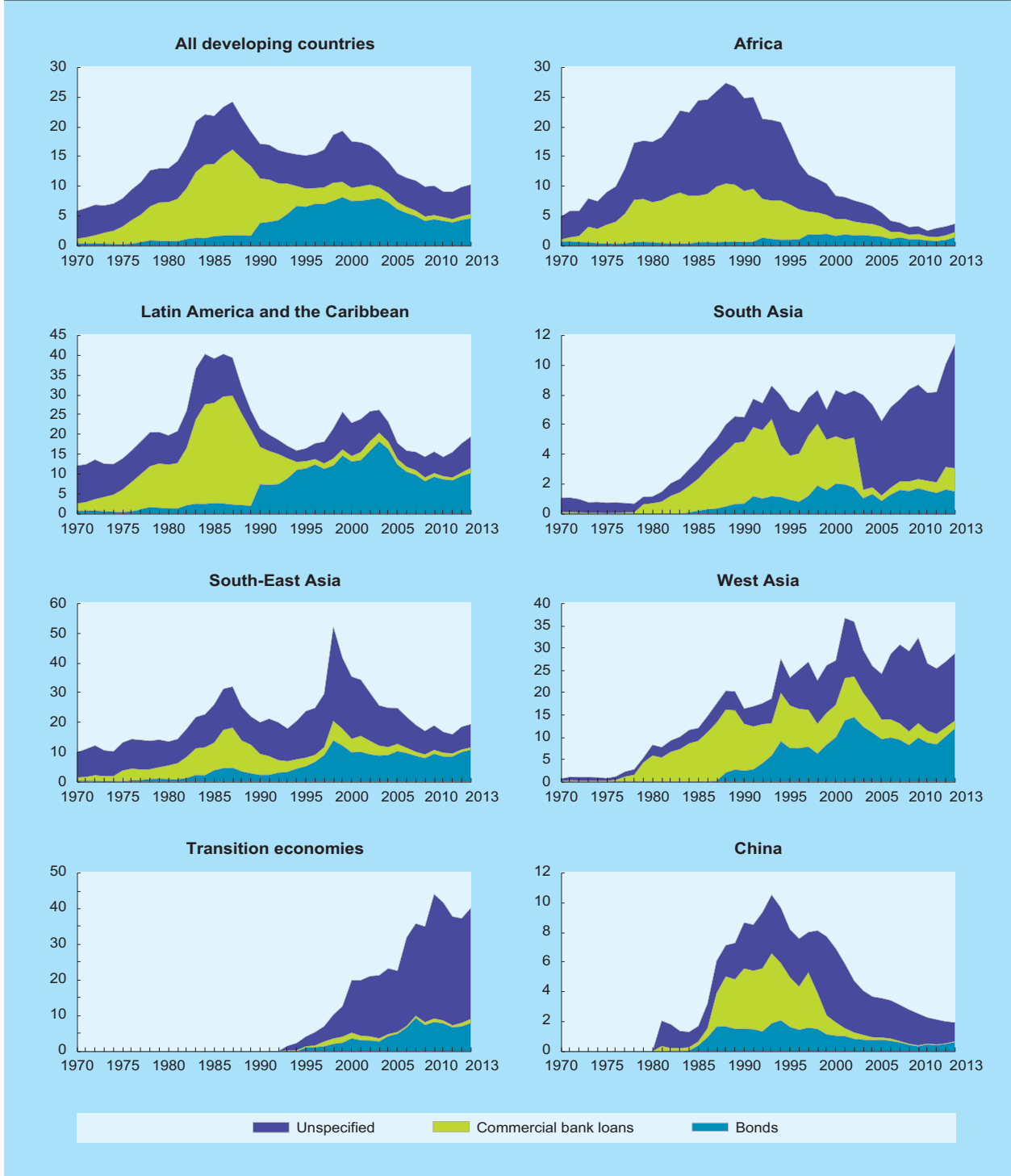
الديون الخارجية الطويلة الأجل حسب نوع الدائن، مجموعة مختارة من البلدان والصين، ١٩٧٠-٢٠١٣ (نسبة مئوية من إجمالي الدخل القومي)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى دليل إحصاءات الأونكتاد UNCTADstat وقاعدة بيانات World Bank, World Development Indicators. ملاحظة: تستند الأرقام المجمعة إلى البلدان التي تتوفر عنها بيانات كاملة منذ عام ١٩٨٠ (باستثناء الاقتصادات الانتقالية حيث تتوفر بياناتها من عام ١٩٩٣). وتضم أفريقيا: أوغندا، بنن، بوتسوانا، بوركينا فاسو، بوروندي، تشاد، توغو، تونس، الجزائر، جزر القمر، جمهورية أفريقيا الوسطى، جمهورية الكونغو الديمقراطية، جيبوتي، رواندا، زامبيا، زيمبابوي، السنغال، السودان، سيراليون، سيشل، غابون، غامبيا، غانا، غينيا - بيساو، غينيا، الكاميرون، كوت ديفوار، الكونغو، كينيا، ليسوتو، مدغشقر، مصر، المغرب، ملاوي، موريتانيا، موريشيوس، النيجر، نيجيريا؛ وتضم أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي: الأرجنتين، إكوادور، البرازيل، بليز، بنما، دولة بوليفيا المتعددة القوميات، بيرو، جامايكا، الجمهورية الدومينيكية، سانت فنسنت وجزر غرينادين، السلفادور، غواتيمالا، غيانا، جمهورية فنزويلا البوليفارية، كوستاريكا، كولومبيا، المكسيك، نيكاراغوا، هندوراس؛ ويضم جنوب شرق آسيا: إندونيسيا، تايلند، الفلبين، ماليزيا؛ ويضم جنوب آسيا: باكستان، بنغلاديش، سريلانكا، نيبال، الهند؛ ويضم غرب آسيا: الأردن، تركيا، لبنان؛ وتضم الاقتصادات الانتقالية: أذربيجان، أرمينيا، ألبانيا، أوزبكستان، أوكرانيا، بيلاروس، تركمانستان، جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية سابقاً، جمهورية مولدوفا، جورجيا، طاجيكستان، قيرغيزستان، كازاخستان. وتشير البيانات إلى جميع الديون المسددة والمستحقة.

الشكل ٥-٦

الديون الخارجية الطويلة الأجل المستحقة لدائنين خاصين، حسب نوع الدين، مجموعة مختارة من البلدان والصين، ١٩٧٠-٢٠١٣
(نسبة مئوية من إجمالي الدخل القومي)



المصدر: انظر الشكل ٥-٥.

ملاحظة: انظر الشكل ٥-٥.

تأثيره على العملة المحلية، وأحياناً بصورة بالغة الخطورة. وبشكل أعم، وحتى دون تخفيض قيمة العملة، لن يتسنى للمدينين سداد ديونهم الخارجية إلا إذا ولدوا ما يكفي من الإيرادات (وفي حالة الحكومات، إذا حققت فائضاً أولياً كبيراً بما يكفي في الميزانية)، وإذا ما حقق الاقتصاد ككل فائضاً تجارياً. غير أنه قد يصعب تلبية الشرطين معاً في نفس الوقت. فزيادة الإيرادات الخاصة والعامة تتطلب نمو الناتج الذي يتعذر تحقيقه عموماً دون توسع الواردات، غير أن ذلك يؤثر بدوره على القدرة على توليد فائض تجاري. وفي المقابل، فإن التكيف الانكماشى مع تراجع الواردات كوسيلة لتحقيق فائض تجاري بسرعة يجعل من الصعب جداً تحقيق فوائض أولية مالية، ويمكن أن يخلق حالة من الإعسار لدى المدينين الخاصين. وهذه المفاضلة بين الموازين التجارية والموازين المالية هي عامل آخر يفسر السبب في أن القدرة على تحمل الديون السيادية المقومة بعملات أجنبية عادة ما تكون أقل من القدرة على تحمل الديون المقومة بالعملة المحلية.

والأهم من ذلك أن المدينين الذين يواجهون مشاكل في الملاءة أو السيولة المالية إزاء التزاماتهم بالعملة الأجنبية لا يمكنهم الاعتماد على دعم مقرض الملاذ الأخير المحلي (مثل المصارف المركزية الوطنية)؛ وحتى المدينين ذوي الملاءة قد يضطرون إلى تعليق سداد ديونهم إذا عجزوا عن الحصول على ما يكفي من العملة الصعبة بسبب قيود ميزان المدفوعات الخارجة عن إرادتهم. وعلى النقيض من ذلك، فإن الديون بالعملة المحلية تقلل من خطر تباين العملات بين الدين، من جهة، والأصول والإيرادات من جهة أخرى، وتقع مخاطر سعر الصرف على عاتق الدائنين. وعلاوة على ذلك، فمع هذا النوع من الديون، يمكن أن يتدخل المصرف المركزي الوطني عندما تنشأ حالة طوارئ.

وبناء على ذلك، راح عدد متزايد من الاقتصادات النامية يتحول إلى الديون المقومة بالعملة المحلية. ومع ذلك، تظل عيوب الديون المقومة بالعملات الأجنبية مسألة تهمها أيضاً، لأن نسبة كبيرة من إجمالي ديونها الخارجية لا تزال في شكل قروض مصرفية وديون رسمية، ومقومة بالتالي بالعملة الأجنبية. وهذا هو الحال بصفة خاصة مع البلدان النامية الفقيرة التي تتسم أسواق ديونها المحلية بالصغر، والتي تعتمد بشدة على الإقراض الرسمي، والتي تتدنى تصنيفاتها الائتمانية، وإن كان يوجد أيضاً في بعض البلدان النامية والاقتصادات الانتقالية المتوسطة الدخل الأكبر. ففي عام ٢٠١٣، على سبيل المثال، بلغت حصة الديون الخارجية المقومة بالعملات الأجنبية ٩٥ في المائة في الأرجنتين، و٩٣ في المائة في تركيا، و٨٠ في المائة في الهند، و٧٤ في المائة في الاتحاد الروسي، و٧٠ في المائة في جمهورية كوريا، و٦٤ في المائة في المكسيك^(٥). ومن بين اقتصادات الأسواق النامية والناشئة التي هي أعضاء في مجموعة

وبعد عام ١٩٨٧، انخفض رصيد الديون المستحقة على مقترضى البلدان النامية لدائني القطاع الخاص من ذروته البالغة ٢٤ في المائة من الدخل القومي الإجمالي في ١٩٨٧ إلى ٩ في المائة في عام ٢٠١١. وتخلل هذا الانخفاض العام عدد من حلقات الازدهار والكساد في عدد من الاقتصادات النامية الكبيرة، مما أدى إلى أزمات مالية جديدة، وانعكس في شكل زيادات مؤقتة وإن كانت حادة في الديون الخارجية المستحقة للقطاع الخاص (بلغت ١٩ في المائة من الدخل القومي الإجمالي للبلدان النامية في أواخر التسعينات من القرن الماضي). وانخفضت الديون الخارجية المستحقة لدائنين رسميين بشكل أكثر ثباتاً، وهو ما كان يرجع في جانب منه إلى تخفيف أعباء الديون عن الدول الفقيرة، بينما كان يرجع في جانب آخر إلى سياسة متمهدة من جانب البلدان المتوسطة الدخل للحد من لجوئها إلى التمويل المتعدد الأطراف.

وأدى تراكم المتأخرات شبه المقبولة على خدمة الدين - بما في ذلك سياسة صندوق النقد الدولي لـ "الإقراض لسداد المتأخرات" - بالإضافة إلى أن المصارف الخاصة الكبرى في المراكز المالية قد أصبحت قوية بما يكفي لتحملها بيع محافظ قروضها بسعر مخفض، إلى دفع حكومة الولايات المتحدة إلى اعتماد خطة برادي عام ١٩٨٩. وكان ذلك اعترافاً ضمنياً بعدم قدرة المدينين المتعثرين على خدمة ديونهم بالكامل واستعادة النمو في نفس الوقت، مما مهد الطريق أمام إجراء مفاوضات بين المصارف الدائنة والدول المدينة لتحويل التركيز الرئيسي من إعادة جدولة الديون إلى تخفيف عبء الديون. وشملت معظم عمليات إعادة الهيكلة بموجب خطة برادي تبادل القروض المصرفية بسندات، إما بنفس القيمة الاسمية ولكن بسعر فائدة ثابت وأقل من أسعار السوق، أو بأقل من القيمة الاسمية. وهكذا، بدأت الخطة عملية "إلغاء الوساطة المالية"، أي زيادة الاقتراض المباشر من أسواق رأس المال من خلال سندات بدلاً من الاقتراض من المصارف التجارية. ومنذ ذلك الحين، أصبح ذلك هو الاتجاه المتسارع (الشكل ٥-٦). وفي حين أدى هذا التغيير في أدوات التمويل إلى جعل ديون البلدان النامية أكثر سيولة، فإنه أدى أيضاً إلى عمليات أكثر تعقيداً لإعادة التفاوض حول الديون مع عدد لا يحصى من حملة السندات، بالإضافة إلى زيادة انكشاف البلدان النامية أمام الديون الخارجية الأكثر خطراً.

٣- المسائل المتعلقة بالعملات

تؤثر العملة التي يُقوّم بها الدين الخارجي تأثيراً كبيراً على القدرة على تحمل الديون. فالديون المقومة بعملات أجنبية تكون أكثر خطورة من الديون المقومة بالعملة المحلية، لأنه في حالة خفض قيمة العملة، سيزداد على الفور عبء النوع الأول من الديون من حيث

والتشريعات التي تنقرر بموجبها عملية إعادة هيكلة الديون في نهاية المطاف. ويلاحظ شوماخر وآخرون (Schumacher et al., 2014) أن قرابة ٥٠ في المائة من حالات التخلف عن سداد الديون السيادية في السنوات الأخيرة قد تضمنت منازعات قانونية في الخارج، بالمقارنة بنسبة ٥ في المائة فقط في الثمانينات من القرن الماضي؛ وكان ٧٥ في المائة من حالات التقاضي هذه تشمل صناديق الديون المتعثرة، المعروفة أيضاً باسم "الصناديق الانتهازية".

وسابقاً، كان هناك تطابق وثيق بين مكان الإصدار والولاية القضائية على الدين، ومحل إقامة صاحب الدين النهائي، وإلى حد أقل، العملة المقيّم بها الدين. غير أن بعض المؤشرات الأخيرة تشير إلى أن المزيد والمزيد من المستثمرين الدوليين أخذوا يدخلون إلى أسواق الدين المحلية للبلدان النامية، وأن المستثمرين المحليين أصبحوا كثيراً ما يجوزون سندات صادرة في الأسواق العالمية (Panizza, 2008). ويصعب في بعض الأحيان الحصول على هذه المعلومات، التي تتسم بأهمية بالغة في تحديد الديون الخارجية من خلال محل إقامة الدائن.

والبيانات الأخيرة، التي تنظر في جميع السندات العامة المستحقة (بغض النظر عن محل إقامة الدائنين وعملة التقييم)، تشير إلى أن غالبيتها قد صدرت في أسواق محلية. وفي بعض المناطق دون الإقليمية النامية، مثل شرق وجنوب آسيا، كانت نسبة إصدار السندات العامة المحلية مرتفعة بمستوى متوسط إصدارها في الاقتصادات المتقدمة. وفي الاقتصادات الانتقالية، وفي أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، وفي غرب آسيا، كان ٢٨ و ٣٢ في المائة على التوالي من السندات العامة المستحقة في بداية أيار/مايو ٢٠١٥ قد صدرت في أسواق خارجية (عادة في ظل ولايات قضائية أجنبية)^(٧). ويترك ذلك مجالاً للصناديق الانتهازية لرفع دعاوى للتعطيل في ولايات قضائية أجنبية من أجل إعادة هيكلة الديون مستقبلاً.

العشرين (والتي تتوفر بيانات بشأنها)، كانت جنوب أفريقيا وحدها هي التي كانت فيها حصة الديون الخارجية المقومة بالعملة المحلية أكبر من تلك المقومة بالعملة الأجنبية (أي ٥٥ في المائة من مركز ديونها الخارجية الإجمالية). ورغم أن هذه الأرقام تمثل نسبة منخفضة نسبياً من إجمالي الدخل القومي، يظل الخطر قائماً من أن الديون الخارجية يمكن أن تنمو بشكل لا يستهان به في حال انخفاض قيمة العملة المحلية.

ونتيجة للمزايا الكبيرة المرتبطة بالديون المقومة بالعملة المحلية، فإن البلدان المتقدمة صاحبة العملات المقبولة في المدفوعات الدولية وفي تشكيل الاحتياطيات الدولية، والتي تملك إصدار سندات وقروض بعملائها الخاصة، تميل إلى تكبد كميات أكبر من الديون الخارجية، بما في ذلك في الأوقات الصعبة. ففي الفترة ما بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠١٣، على سبيل المثال، ارتفع الدين الخارجي الإجمالي للولايات المتحدة من ٦٠ في المائة من الدخل القومي الإجمالي إلى ١٠٠ في المائة تقريباً. وفي الفترة ما بين ٢٠٠١-٢٠٠٣ و ٢٠١٣، ارتفعت هذه النسبة من ٣١ إلى ٥٥ في المائة في اليابان، ومن ١١٣ إلى ١٤٤ في المائة في ألمانيا، ومن ١١٤ إلى ١٩٤ في المائة في فرنسا. وأخيراً وليس آخراً، ارتفعت هذه النسبة في المملكة المتحدة من ١٩٨ في المائة في ١٩٩٩ إلى ٣٥٤ في المائة في عام ٢٠١٣^(٨). ومن المهم أن هذه الزيادات الكبيرة في الديون الخارجية في البلدان المتقدمة كان يقابلها تراكم احتياطيات بالعملات الأجنبية في العديد من البلدان النامية منذ أواخر التسعينات من القرن الماضي. ويخلق ذلك أمام بعض هذه الدول - وخاصة التي تعاني من عجز في الحساب الجاري - مجالاً لتراكم الديون بتكلفة منخفضة.

٤ - الولاية القضائية التي تصدر فيها الديون

تتسم الولاية القضائية التي يصدر فيها عقد الديون بالأهمية في حال التخلف عن السداد، لأنها تحدد المحاكم

دال - تسوية الديون الخارجية

الديون في منع تهديد الأزمات المالية أو أزمات الديون عندما تواجه البلدان صعوبات في الوفاء بالتزاماتها الخارجية، واستباق ذلك النوع من الانهيارات المفاجئة لثقة السوق التي يمكن أن يكون لها عواقب وخيمة على الاقتصاد المدين في الأجل الطويل. غير أن آليات تسوية

مع عمولة وأمولة الاقتصاد وتكرار انكشافه وتعرضه المستمر لأزمات الديون، أصبح صناع السياسات على الصعيد الوطني والدولي بحاجة إلى أدوات أكثر ملائمة لمعالجة هذه الأزمات بطريقة تقلل تكاليفها. ومن حيث المبدأ، يجب أن تساعد آليات تسوية

خلال السماح للبلدان النامية بالاقتراض أثناء فترات التباطؤ الاقتصادي ثم السداد أثناء فترات التوسع. لكن ذلك يتطلب استجابة لتدفقات رؤوس الأموال بشكل سلمي على الطلب من البلدان النامية، فضلاً عن استخدامها على نحو فعال لأغراض معاكسة للدورات الاقتصادية. وفي الواقع، فإن العوامل "الطاردة" في الاقتصادات المتقدمة، مثل سياساتها النقدية وتصورات المخاطر ودورات الاستدانة لمصارفها، غالباً ما تكون هي القوى المحركة (O'Connell, 2014). بل إن جميع الموجات الكبرى لتدفقات رؤوس الأموال إلى البلدان النامية منذ منتصف السبعينات من القرن الماضي كانت مدفوعة بالسياسات النقدية التوسعية التي ترمي إلى التخفيف من آثار حالات الركود الاقتصادي في البلدان المتقدمة الرئيسية (Akyüz, 2012). ومع محدودية الطلب على الائتمان وانخفاض أسعار الفائدة في الأسواق الخاصة، راحت المؤسسات المالية في البلدان المتقدمة توجه جزءاً من ائتماناتها الخاصة إلى الاقتصادات النامية أو الناشئة بحثاً عن عائدات أعلى (TDR 2014). وكثيراً ما كانت هذه التدفقات تتجاوز حجم الأموال الذي يمكن لمعظم البلدان النامية استخدامه بشكل منتج (Haldane, 2011).

وبالتالي، عادة ما تؤدي تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة جداً إلى اقتصادات صغيرة نسبياً إلى توليد طفرات في سوق الائتمان المحلية وزيادات قوية في أسعار الأصول وارتفاع في قيمة العملات. كما أنها تسهل ازدياد الواردات من السلع والخدمات الاستهلاكية، بما يؤدي إلى حالات عجز في الحساب الجاري ومديونيات مفرطة، وخاصة في القطاع الخاص. وعندما تتغير الظروف الاقتصادية وتصورات المخاطر في البلدان المتقدمة أو تصادف البلدان النامية المثقلة بالديون صعوبات في السداد، يمكن أن ينعكس فجأة مسار تحركات رؤوس الأموال، بما يحدث أزمات الديون الخارجية. وتؤدي عمليات التخفيض الحادة لقيمة العملة إلى زيادة قيمة الديون الخارجية بالعملة المحلية، مما يؤدي إلى إعسار الأطراف التي تُقوّم دخولها أساساً بالعملة المحلية، والتي لا تقابل التزاماتها الخارجية أصول خارجية. وعادة ما تؤدي حالات الإفلاس الواسعة النطاق، التي لا يقتصر أثرها على الاقتصاد الحقيقي فقط، وإنما يمتد أيضاً إلى القطاع المالي، إلى دفع المصارف المركزية للتدخل في محاولة لاحتواء الأزمة، بما في ذلك من خلال عمليات الإنقاذ والتمويل في حالات الطوارئ والتدابير المعاكسة للدورات الاقتصادية. ونتيجة لذلك، فإن أزمات الديون الخارجية كثيراً ما تكون أيضاً أزمات للقطاع العام. وحتى في الحالات التي لم تنخرط فيها الحكومات نفسها في الاقتراض بشكل واسع من الخارج خلال فترة الازدهار، فإنها كثيراً ما تضطر لاستيعاب الديون الخاصة المعدومة.

الديون يجب أن تهدف أيضاً إلى توزيع عادل لأعباء إعادة هيكلة الديون بين المدينين والدائنين عند اندلاع الأزمة. وأخيراً، يجب على هذه الآليات احترام سيادة الوطنية والحفاظ على حيز السياسات العامة المحلية بغية تمكين الاقتصاد المدين من النمو، وتحسين قدرته على تحمل الديون، وتصميم وتنفيذ استراتيجياته التنموية الخاصة. ويلخص هذا الفرع الخصائص الرئيسية لأزمات الديون الخارجية، ويعقبه تحليل للتطور التاريخي لمشاكل الديون السيادية، ثم يطرح بصفة خاصة مُجسماً لحلها.

1 - أزمات الديون الخارجية: مشكلة متكررة

في حين تختلف الأسباب الهيكلية لأزمات ديون البلدان النامية، فإن الأزمات الأخيرة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتحريك السريع للأسواق المالية، وعوامل عدم الاستقرار الكامنة و"الدورات المالية العالمية" التي أنتجت هذه العوامل (UNCTAD, 2014). وتحدث أزمات الديون عموماً في منعطفات معينة في الدورات المالية. وهي تبدأ عندما يعجز عدد كبير من المدينين (أو بعض من كبارهم) عن خدمة الديون التي تراكمت خلال مرحلة التوسع. ونتيجة لذلك، تتحول تصورات المخاطر من الثقة المفرطة إلى القلق الشديد، بما يؤدي إلى نقص السيولة وانحيار أسعار الأصول والانكماش الاقتصادي. وتزيد عمليات تصفية الأصول في نهاية المطاف من الانخفاض في أسعار الأصول، وبخاصة أسعار الأصول التي كانت هدفاً رئيسياً للمضاربات خلال فترة الازدهار، والتي كانت بمثابة ضمانات للديون. ولا يتسبب ذلك فحسب في إفلاس الأطراف المثقلة بالديون، ولكنه يؤثر أيضاً على الأطراف الأكثر تعقلاً الذين كانوا ليمتلكوا الملاءة المالية في الأوقات العادية. وعندما تحدث أزمة الديون، يتحتم أن تجري عملية طويلة لتثبيت الأوضاع المالية قبل أن يتمكن الاقتصاد من البدء في التعافي، ويتسنى استئناف الاقتراض، ويمكن الخروج من الأزمة في نهاية المطاف.

ترتبط أزمات الديون الخارجية الأخيرة ارتباطاً وثيقاً بالتحريك السريع للأسواق المالية، وبالذورات المالية العالمية التي أنتجتها.

وعادة ما تؤدي خصوصيات الديون الخارجية، التي نوقشت في الفروع السابقة من هذا الفصل، إلى زيادة أوجه الضعف المرتبطة بالدورات المالية. فازدياد انفتاح العديد من الاقتصادات النامية على الأسواق المالية الدولية السيئة التنظيم هو المسؤول إلى حد كبير عن تراكم ديونها

الخارجية وما يتوأكب مع ذلك من تعرضها لمخاطر عالية من عدم استقرار الاقتصاد الكلي. ومن الناحية النظرية، يمكن أن يُحدث الانفتاح على تدفقات رؤوس الأموال تأثيراً معاكساً للدورات الاقتصادية من

أو بما يعادله. وكان الدائنون، من ناحية أخرى، في موقف تفاوضي ضعيف في ذلك الوقت الذي كان احترام الحصانة السيادية فيه أقوى مما هو عليه اليوم، وكانوا لا يملكون وسيلة فعالة لتنسيق مطالباتهم. وحتى بعد تشكيل هياكل دعم، مثل رابطة حملة السندات الأجنبية (في المملكة المتحدة)، التي أصبحت فيما بعد مجلس حماية حملة السندات الأجنبية، كثيراً ما كانوا يفتقرون إلى الدعم من جانب الحكومات (Eichengreen and Portes, 1986; Feldmann, 1991; Adamson, 2002). وعلاوة على ذلك، كان الإنفاذ القانوني مستحيلاً تقريباً بالنسبة لهم، لأن الحصانات السيادية كانت تُراعى بصورة أكثر صرامة مما هي عليه اليوم، حيث كانت

توفر للدول حماية فعلية من هذا الإنفاذ، إن لم يكن من الإجراءات القانونية. وكان التحكيم الدولي نادراً بوجه عام، بل أكثر ندرة في حالة الديون السيادية، بينما ظلت حالات التدخل العسكري ودبلوماسية البوابح المسلحة من قبيل الاستثناء^(٣). ومن ثم، كانت عمليات إعادة هيكلة الديون تتبع نموذج القانون الخاص، الذي يتسم بالحوارات الأفقية بين طرفين متساويين نسبياً، دون أن تتطلب تدخل مؤسسات دولية تمثل مصلحة عامة أوسع.

وتغير ذلك بعد الحرب العالمية الأولى، عندما اكتسبت مسائل الديون السيادية دينامية جديدة في سياق تحلف ألمانيا عن سداد التعويضات، والأثر الاقتصادي الأوسع الذي تركته الحرب العالمية الأولى على الاقتصادات الأخرى، وبشكل أعم، الآثار الضارة لزيادة هشاشة النظام النقدي الدولي. ولعبت الجهود المتعددة الأطراف لمنع حدوث أزمات الديون السيادية، ولحل هذه الأزمات عند وقوعها بالفعل، دوراً هاماً طوال هذه الفترة في رفع مسألة القدرة على تحمل الديون وتسويتها إلى مستوى أن تصبح شاغلاً دولياً، ورفع الوعي الدولي بالمصالح العامة المطروحة على المحك في مفاوضات الديون السيادية. واتخذت الولايات المتحدة زمام المبادرة في تصميم سبل تسوية ديون تعويضات الحرب العالمية الأولى المستحقة على ألمانيا دون المخاطرة بانتهابها الاقتصادي التام وتفككها سياسياً، من خلال خطة داويز عام ١٩٢٤، وخليفتها خطة يونغ عام ١٩٢٩. وقامت عصبة الأمم بالعديد من المحاولات المتعددة الأطراف الأخرى لمعالجة مشكلات الديون السيادية. ولم تكن عصبة الأمم تمتلك الأموال اللازمة لتوفير الدعم المالي للدول المدينة المتعثرة، ولكنها قامت بتدقيق وضع الأحكام التعاقدية المستخدمة في السندات السيادية، وإسداء النصح للدول الأعضاء بشأن الإصلاح الاقتصادي، ومراقبة تنفيذ توصياتها بهدف مساعدة الدول المدينة على الوصول إلى أسواق رأس

ولا يشكل التخلف عن سداد الديون الخارجية الخاصة في حد ذاته مشكلة محددة: فطالما لا يؤثر الدين على الاقتصاد الأوسع بطريقة منهجية، فإن إدارة التخلف عن سداد الديون الخاصة لا تتطلب إلا تطبيق القانون التجاري الخاص في الولاية القضائية التي صدر فيها الدين. وعلى النقيض من ذلك، فإن مشاكل الديون الخارجية السيادية تنطوي على سمات معينة تتطلب ترتيبات محددة لإدارتها في حالة التخلف عن السداد. وتناقش الفروع المتبقية من هذا الفصل المسائل البنوية التي تثيرها الديون السيادية وحالات التخلف عن سدادها، فضلاً عن التحديات القانونية والاقتصادية التي تطرحها.

٢ - المسائل المتعلقة بالديون السيادية من منظور تاريخي^(٤)

يبدو المديون السياديون، من بعض النواحي، أكثر ضعفاً من المدينين الخاصين: فعلى النقيض من المدينين الخاصين، إذا عجزوا عن خدمة ديونهم في الموعد المحدد، لا يمكنهم التماس الحماية التي تكفلها قوانين الإفلاس لإعادة هيكلة ديونهم أو تأجيل مدفوعاتهم. ومن ناحية أخرى، فإنهم أقل ضعفاً من المدينين الخاصين، لأنه ليس بمقدور الدائنين الاستيلاء على معظم الأصول العامة سداداً للدين المتعثر. فمعظم هذه الأصول تخضع، في الواقع، للولاية القضائية السيادية وتتمتع بحماية القوانين المحلية. أما الأصول الموجودة في الخارج، فتستفيد من أحكام الحصانة السيادية التي تحد من أنواع الأصول التي يمكن لمحكمة أجنبية مصادرتها. فلا يمكن الاستيلاء إلا على الأصول المرتبطة بالأنشطة التجارية، وليس الأصول المرتبطة بأحد الأدوار الجوهرية للدولة، بما في ذلك الاحتياطيات الدولية. ونتيجة لذلك، فإن الطريقة الرئيسية لحل مسائل الديون السيادية كانت تتمثل تاريخياً في التفاوض بين الحكومات المدينة ودائنيها، باتباع نموذج القانون الخاص بشكل عام.

وبالتالي، كانت عمليات إعادة هيكلة الديون، طوال القرن التاسع عشر، مسألة ثنائية تقتصر على المدين والدائن وحدهما. ولم يكن حل الأزمات دائماً سريعاً أو سلساً، ولكن المصلحة الذاتية المتبادلة كانت تساعد الأطراف على التوصل إلى اتفاق. وعموماً، لم يكن خفض قيمة العملة المحلية خياراً، لأن أدوات الدين كثيراً ما كانت تتضمن بنود تتعلق بالذهب، تلزم الدولة المدينة بالسداد ذهباً،

الديون قد أصبح الآن واضحاً بأكثر مما كان عليه في مطلع القرن. وفي هذا الإطار، تحولت القوة التفاوضية بين المدينين والدائنين لصالح الدائنين. فالقوانين مثل قانون الحصانات السيادية الأجنبية لعام ١٩٧٦ في الولايات المتحدة، وقانون حصانة الدول لعام ١٩٧٨ في المملكة المتحدة، وغيرهما من القوانين المماثلة التي أصدرتها معظم البلدان في أوروبا الغربية، قد أنهت مفهوم الحصانة السيادية المطلقة. ويعني ذلك أن الحكومة التي تعتبر أنشطتها "تجارية"، وليست جوهرياً للدولة، لا يحق لها المطالبة بالحصانة السيادية، ويمكن إخضاعها للتقاضي أمام المحاكم الأجنبية^(١١). وأصبحت هذه التغييرات تتسم بأهمية خاصة مع عودة أزمة الديون السيادية في أوائل الثمانينات من القرن الماضي، بعد ما يقرب من ٣٠ سنة خالية من الأزمات (Reinhart and Rogoff, 2009).

٣- ظهور نظام مجزأ لتسوية الديون السيادية الخارجية

كانت خطة برادي لعام ١٩٨٩ تقوم على الاعتراف بأن الحل المستدام لعبء الديون المتراكمة على البلدان النامية يتطلب إعادة هيكلة الديون وتخفيف أعبائها. ووصولاً لهذه الغاية، شرعت الخطة في التحول من القروض المصرفية المشتركة إلى تمويل الديون الخارجية بسندات دون وساطة.

وبحلول نهاية الثمانينات من القرن الماضي، أدى تجدد المخاوف بشأن القدرة على تحمل الديون أيضاً إلى دفع نادي باريس (انظر أدناه) لأن يدرج في قواعده المعاملة الخاصة لديون البلدان الفقيرة المستحقة للدائنين الرسميين. فالأول مرة، منحت "شروط تورونتو" المعتمدة في عام ١٩٨٨ تخفيفاً للديون بنسبة تصل إلى ٣٣ في المائة من الائتمانات التي تلقتها البلدان الفقيرة بخلاف المساعدة الإنمائية الرسمية. وارتفعت في وقت لاحق مستويات إلغاء الديون بصور "شروط لندن" في عام ١٩٩١، و"شروط نابولي" في عام ١٩٩٤، و"شروط كولونيا" في عام ١٩٩٩، إلى ٥٠ و ٦٧ و ٩٠ في المائة على التوالي^(١٢). كما أتاح نادي باريس إمكانية تخفيف عبء الديون للبلدان النامية بخلاف البلدان الفقيرة المثقلة بالديون، على أساس كل حالة على حدة، في إطار "شروط إيفيان" في عام ٢٠٠٣ (Paris Club, 2015).

المال (Myers, 1945; Florez and Decorzant, 2012). بل إنها أنشأت لجنة عقود القروض الدولية، التي تولت التحقيق بشكل منهجي في مسائل الديون السيادية في الفترة ما بين عامي ١٩٣٥ و ١٩٣٩. وفي الوقت نفسه، ساعدت محكمة العدل الدولي الدائمة الدائنين الفرنسيين في إنفاذ الحقوق التعاقدية في السداد بالذهب من البرازيل وصربيا (Waibel, 2011). عموماً، ورغم أن عمليات إعادة هيكلة الديون السيادية قد احتفظت إلى حد كبير بالهيكل التوافقي والأقفي للمفاوضات بين الدول المدينة ولجان الدائنين، يبدو أنه كان معترفاً عموماً بضرورة عودة الدول المدينة بسرعة إلى أسواق رأس المال، وبخاصة في أعقاب الكساد الكبير وما استتبعه من حالات عديدة للتخلف عن سداد الديون السيادية (Lindert and Morton, 1989; Feldmann, 1991; Reinhart and Rogoff, 2009).

ومع ظهور نظام بريتون وودز بعد الحرب العالمية الثانية، ظهر نظام اقتصادي دولي جديد كان أكثر قدرة على التعامل مع مشكلات الديون السيادية، رغم أنها أصبحت أقل شيوعاً بكثير طوال فترة بريتون وودز. وفي حين أن بعض البلدان، مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة، انتعشت لتخرج من مأزق ديونها المحلية في أغلبها (Grossman 1988)^(١٣)، فإن عمليات إعادة هيكلة الديون الأخرى أصبحت أحد شواغل القانون الدولي. وكان من أشهرها اتفاق لندن عام ١٩٥٣ (انظر الإطار ٥-١) لإعادة هيكلة الديون الخارجية الألمانية - الرسمية والخاصة على حد سواء - الموروثة من فترة ما بين الحربين العالميتين، حيث شدد الاتفاق على أهمية تخفيف عبء الديون بدرجة كبيرة، ليس فقط من أجل الازدهار الاقتصادي للبلد المدين وشركائه الاقتصاديين، ولكن أيضاً لخدمة الاستقرار السياسي والسلام على الصعيد العالمي.

وبالنسبة للاقتصادات النامية والناشئة التي تحتاج إلى إعادة هيكلة ديونها الرسمية الثنائية، يوفر نادي باريس منتدى شاملاً إلى حد ما للتفاوض منذ منتصف الخمسينات من القرن الماضي (Cosio-Pascal, 2008). غير أنه، على مدى سنوات عديدة، يبدو أن عمليات إعادة الهيكلة التي تحققت من خلال هذه المؤسسة كانت تعطي الأسبقية لسداد الدائنين أكثر مما توليها للتخفيف من أعباء الديون (Eskridge, 1985).

وهكذا، لا يزال نموذج القانون الخاص هو السائد، على وجه العموم، رغم أن القلق العام العالمي بشأن القدرة على تحمل

الإطار ٥-١

اتفاق لندن بشأن الديون الخارجية الألمانية

كان اتفاق لندن بين جمهورية ألمانيا الاتحادية ودائيتها في ذلك الوقت، المبرم في لندن في ٢٧ شباط/فبراير ١٩٥٣، اتفاقاً لتخفيف عبء الديون. وكان اتفاقاً لا غنى عنه لإعادة بناء اقتصاد ألمانيا الغربية في أعقاب الحرب العالمية الثانية مباشرة، كما كان عاملاً رئيسياً أسهم في ما يسمى "المعجزة الاقتصادية لفترة ما بعد الحرب" في ذلك البلد.

وشمل الاتفاق الديون الألمانية في مرحلتي ما قبل الحرب العالمية الثانية وما بعدها على حد سواء. وكان ما يزيد قليلاً على ٢٠ بليون مارك ألماني من هذا الدين، بما في ذلك الفوائد، ينبع من قروض تم الحصول عليها قبل عام ١٩٣٩ لسداد التعويضات المتفق عليها بعد الحرب العالمية الأولى؛ أما الجزء المتبقي الذي يربو على ١٦ بليون مارك ألماني، فكان يمثل قروض إعادة الإعمار المقدمة من الولايات المتحدة بعد الحرب العالمية الثانية. ورغم اقتصر المفاوضات على جمهورية ألمانيا الاتحادية وحدها، فقد شملت مجمل الديون الألمانية بأكملها مع المدينين الغربيين التي ورثتها جمهورية ألمانيا الاتحادية بالكامل بعد نهاية الحرب العالمية الثانية. وبموجب اتفاق لندن، تم تخفيض ديون ألمانيا الغربية بما يزيد قليلاً عن ٦٠ في المائة (بما في ذلك مدفوعات الفائدة) إلى ١٤,٥ بليون مارك ألماني.

ويجب فهم اتفاق لندن في سياق سياسة الولايات المتحدة الأوسع بشأن إعادة إعمار أوروبا الغربية بعد عام ١٩٤٥. ففي تشرين الأول/أكتوبر ١٩٥٠، كان الحلفاء الغربيون قد وقعوا بالفعل إعلاناً بشأن مشكلة الديون الألمانية، وفيه "اتفقت البلدان الثلاثة على أن تشمل الخطة الترضية المناسبة للمطالب الموجهة إلى ألمانيا بحيث لا يهدد تنفيذها الوضع المالي للاقتصاد الألماني من خلال تداعيات غير مرغوب فيها، ولا أن تترك تأثيراً مفرطاً على احتياطياتها المحتملة من العملات. والبلدان الثلاثة الأولى على ثقة من أن الحكومة الاتحادية الألمانية تشاطرهم وجهة نظرهم، وأن استعادة الملاءة المالية الألمانية تتضمن حلاً مناسباً للديون الألمانية يأخذ مشاكل ألمانيا الاقتصادية بعين الاعتبار ويتيقن من أن المفاوضات عادلة لكافة المشاركين فيها" (ورد في Toussaint, 2006). وكان إلغاء قدر كبير من ديون ألمانيا الغربية يحتل مرتبة متقدمة في أولويات الحلفاء الغربيين لإعادة الإعمار بعد الحرب، كوسيلة لضمان الاستقرار الاقتصادي والسياسي للبلد مستقبلاً، وإدماجها بشكل راسخ في الكتلة الناشئة لحلفاء الحرب الباردة المناهضين للاتحاد السوفيتي. وإلى جانب هذه الاعتبارات السياسية، كان المنطق الاقتصادي الذي يقوم عليه الاتفاق يتناقض تناقضاً حاداً مع شروط التقشف التي تنسم بها النهج المعاصرة لإزالة عبء الديون، مثلما في حالة اليونان. وبصرف النظر عن إلغاء الديون في حد ذاته، يتضح ذلك في التدابير والترتيبات المحددة الواردة في اتفاق لندن:

- خدمة الديون والتجارة: حدد الاتفاق كمية عائدات التصدير التي يمكن أن تنفقها جمهورية ألمانيا الاتحادية على خدمة الديون بنسبة ٥ في المائة من مجموع العائدات في أي سنة واحدة. ويقال ذلك بشكل ملحوظ عن النسب المسموح بها لخدمة ديون البلدان النامية منذ ثمانينات القرن الماضي، التي تراوحت بين ٨ و ٢٠ في المائة من عائدات التصدير. وبالإضافة إلى ذلك، تم ربط مدفوعات سداد الديون بفوائض التجارة، وأصبح من الممكن تأجيلها إذا حقق البلد عجزاً تجارياً، بحيث لم يعد بحاجة إلى اللجوء إلى مصادر جديدة للاقتراض، وبالتالي تجنب خلق ما يمكن أن يكون حلقة مفرغة من تراكم الديون. وفي نفس الوقت، كان ذلك يضمن أيضاً أن يكون من مصلحة الدول الدائنة زيادة طلبها على الصادرات الألمانية.
 - أسعار الفائدة وتقييم العملة: تراوحت أسعار الفائدة على ديون جمهورية ألمانيا الاتحادية بين صفر و ٣ في المائة، وهو ما يقل أيضاً بدرجة كبيرة عن متوسط أسعار الفائدة على الديون التي تتحملها البلدان النامية اليوم. والأهم من ذلك، كان يمكن سداد الديون بالمارك الألماني بدلاً من عملة أي دائن، وبالتالي تحرير ذلك البلد من الاضطرار إلى استخدام عائدات صادراتها الخارجية في سداد الديون.
 - شمولية إعادة هيكلة الديون: جمع اتفاق لندن الغالبية العظمى من دائني جمهورية ألمانيا الاتحادية حول طاولة واحدة، بما في ذلك الدائنين الرسميين والخاصين. وكفل ذلك معاملة الدائنين على قدم المساواة، فضلاً عن سرعة اتخاذ القرارات التي وضعت خطة واضحة وشاملة وطويلة الأجل لسداد الديون. ولم يكن هناك إمكانية لانسحاب الدائنين الخاصين من الترتيب بغية المضاربة على الديون الألمانية وإلزام البلد بالدخول في عمليات طويلة من التفاوض والتفاوض.
 - خيار إعادة التفاوض: يتضمن اتفاق لندن بوضوح منح جمهورية ألمانيا الاتحادية خيار وقف خدمة الدين، والتماس إعادة التفاوض على الشروط إذا ما طرأت أية تغييرات جوهرية على وضعها.
- وبذلك، كان الاتفاق يستند بوضوح إلى منطق اقتصادي يقوم على الرأي القائل بأن تأمين وتعزيز إمكانات النمو المستقبلي للاقتصاد المدين أمر ضروري لتمكينه من خدمة ديونه. وكانت السياسات الاقتصادية التوسعية، التي تتمتع بدعم نشط من الدائنين، شرطاً مسبقاً لسداد الديون. وبالنظر إلى نجاح جمهورية ألمانيا الاتحادية الملحوظ في إعادة الإعمار بعد الحرب، يمكن القول بأن اتفاق لندن يوفر اليوم نموذجاً بناءً للدائنين، الخاصين والرسميين على حد سواء.

من ١٩ من البلدان المتقدمة التي تُعد المصدر الرئيسي للائتمانات الرسمية للبلدان النامية. وعادة ما تجري المفاوضات، التي تغطي الديون المتوسطة والطويلة الأجل، بما في ذلك ائتمانات التصدير التي تزيد عن سنة واحدة، بعد موافقة الحكومة المدينة على قرض من صندوق النقد الدولي بما يرتبط به من شروط، وإن كان قد تم في الآونة الأخيرة قبول بضعة استثناءات. وتسفر المفاوضات عن "محضر متفق عليه"، يتضمن الشروط العامة لإعادة هيكلة الدين. ويعقب ذلك اتفاقات ثنائية مع كل من الحكومات المشاركة التي قد تطرح بعض الاختلافات، طالما ظلت في نطاق المبادئ التوجيهية العامة. ويسعى نادي باريس لوضع إطار لإعادة هيكلة الديون من خلال التماس "المساواة في المعاملة"، حيث تلتزم الحكومة المدينة بطلب معاملة مماثلة من الدائنين الرسميين الآخرين من غير الأعضاء في نادي باريس، وأيضاً من الدائنين الخاصين الأجانب^(١٣). وتُستثنى من هذا الشرط الديون المحلية والديون المتعددة الأطراف.

يطبق النظام الجزأ الحالي لتسوية الديون السيادية إجراءات مختلفة لمعالجة أنواع مختلفة من الديون السيادية الخارجية.

وتلعب المؤسسات المتعددة الأطراف دوراً رئيسياً في تسوية الديون السيادية، رغم استثناء الديون المتعددة الأطراف عموماً من إعادة هيكلة الديون أو التخفيف من أعبائها. وعادة ما تتمثل مشاركة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومصارف التنمية المتعددة الأطراف في توفير تمويل استثنائي عندما تنضب المصادر الخاصة الطوعية أو لا تعد متوفرة. وفي المقابل، تستفيد هذه المؤسسات من وضع الدائن المفضل. ويكون تمويلها بشكل عام مشروطاً بمتطلبات صارمة وشاملة على صعيد السياسات، حيث يهدف أصلاً إلى كفاءة تمكين البلدان من تصحيح الاختلالات التي تعاني منها وسداد قروضها^(١٤). ولذلك، فإن إبرام اتفاق قرض مع هذه المؤسسات (وبخاصة مع صندوق النقد الدولي) هو شرط مسبق للتفاوض مع الدائنين الآخرين على إعادة هيكلة الديون أو التخفيف من أعبائها، حيث تعتبر الشروط المرتبطة بذلك بمثابة التزام من البلد المدين بمعالجة أسباب مشاكل ديونه.

والاستثناء الرئيسي لقاعدة استثناء الديون المتعددة الأطراف من إعادة الهيكلة أو التخفيف هو الديون المستحقة على الدول الفقيرة، وذلك أساساً من خلال مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون التي أُطلقت في عام ١٩٩٦، وتم توسيعها في عام ١٩٩٩، ثم تعميمها من خلال المبادرة المتعددة الأطراف لتخفيف عبء الديون في عام ٢٠٠٥. وتهدف مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون الأصلية إلى توفير مخرج للبلدان الأشد فقراً من تكرار عمليات إعادة جدولة الديون. وجرى تصميمها لتنسيق جهود الدائنين المشاركين من خلال مشاركة واسعة منصفة، وأبرزها جهود المؤسسات المتعددة الأطراف

وعلاوة على ذلك، وفيما يتعلق بالديون الرسمية المتعددة الأطراف للبلدان الفقيرة، أُطلق صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في عام ١٩٩٦ مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون، التي تم تعزيزها في عام ١٩٩٩. وبموجب هذه المبادرة، عُرض على البلدان الفقيرة المثقلة بالديون مرتفعة جداً تخفيف عبء الديون المتعددة الأطراف والحصول على قروض بشروط ميسرة. وبالإضافة إلى ذلك، حرر صندوق النقد الدولي تدريجياً عمليات إقراضه من خلال استحداث سياسة "الإقراض لسداد المتأخرات" للدول التي تراكمت عليها متأخرات في المدفوعات لدائنيها الخاصين، شريطة دخولها في مفاوضات بحسن نية مع دائنيها. وبالتالي، تم تدريجياً استحداث أدوات محددة للتعامل مع ضائقة الديون الخارجية السيادية مع الدائنين الثنائيين أو المتعددي الأطراف، كما شملت مفاوضات لكل حالة على حدة بين النظراء الرسميين.

وعلى النقيض من ذلك، أثارت سلسلة أزمات الأسواق الناشئة، التي بدأت في المكسيك في عام ١٩٩٤، استجابات تقليدية على صعيد السياسات من نفس هاتين المؤسستين. فعمليات إقراضهما الجديدة كانت مشروطة بالالتزام بالبلد المتلقي بالتقشف، وتبني سياسات "ملائمة" على صعيد الاقتصاد الكلي، وإجراء إصلاحات هيكلية. ولما كانت هذه الائتمانات الرسمية تستخدم إلى حد كبير للحيلولة دون تخلف البلدان عن سداد ديونها للدائنين الخاصين، فإنها لم تقلل من التباطؤ الاقتصادي في هذه البلدان أو تخفف من عبء ديونها؛ بل كان يبدو على العكس من ذلك أنها تمثل إنقاذاً للدائنين. وأدى ارتفاع تكلفة هذه الاستجابات على صعيد السياسات من حيث الناتج المفقود والقيود المفروطة على حيز السياسات الوطني إلى توليد استياء واسع إزاء آليات تسوية الديون السيادية، مما دفع بصندوق النقد الدولي إلى اقتراح إنشاء آلية لتسوية الديون السيادية للديون المستحقة لمستثمرين خاصين. وبعد فشل هذه المبادرة - التي لم يقتصر رفضها على الدائنين الخاصين وحدهم، بل قوبلت بالرفض أيضاً من جانب حكومات الولايات المتحدة وبعض اقتصادات الأسواق الناشئة - ظلت مسائل الديون الخارجية الخاصة من اختصاص المحاكم التجارية والمفاوضات المباشرة بين الدائن والمدين.

وقد أدت هذه التطورات إلى ظهور نظام مجزأ لتسوية الديون السيادية، مع اختلاف إجراءات التعامل مع الأنواع المتنوعة من الديون السيادية الخارجية (الديون الثنائية والمتعددة الأطراف، والقروض المصرفية، والسندات الخارجية) عندما نشوء صعوبات (UNCTAD، 2015). ويوفر نادي باريس المنتدى التفاوضي الرئيسي لإعادة هيكلة الديون الثنائية الرسمية للدول الدائنة الأعضاء فيه. وتتألف هذه المجموعة

معتاد لتوقيع اتفاق مع صندوق النقد الدولي. وفيما يتعلق باتفاقات نادي باريس، عادة ما يُطلب من المصارف التجارية تقديم "معاملة مماثلة" (أي تخفيف عبء الديون) لما يقدمه الدائنون الرسميون. وقد تعرض هذا النهج الأخير مراراً للانتقاد لافتقاره إلى الشفافية فيما يتعلق لمنهجيته الأساسية لتحديد إمكانية مقارنته بغيره، فضلاً عن عدم إمكان إنفاذه (UNCTAD, 2015).

وقد زاد التحول الكبير من القروض المصرفية المشتركة إلى

التمويل بالسندات الخارجية على مدى العقدين الماضيين بصورة لا يستهان بها من تعقيد عملية إعادة هيكلة الديون. فالآلاف من حملة السندات أصحاب المصالح المتنوعة يمكن أن يواجهون قيوداً تنظيمية مختلفة، ويمكن أن تصدر سلاسل سندات في إطار ولايات قضائية مختلفة. وعادة ما تجري مفاوضات غير رسمية في لجان تُمثل فيها فئات مختلفة من حملة السندات^(٦٦). وفي نهاية المطاف، يقترح البلد المدين مبادلة السندات مع انخفاض

القيمة الاسمية و/أو تمديد آجال الاستحقاق و/أو خفض أسعار الفائدة. ويمكن أيضاً أن تتغير بعض السمات الرئيسية للسندات، كتقويم السندات الجديدة بعملة مختلفة أو خضوعها لولاية قضائية مختلفة أو تضمينها أحكاماً جديدة، مثل أحكام العمل الجماعي. وعندئذ، يصوت حملة السندات لصالح قبول المبادلة أو رفضها. وإذا كانت السندات القديمة تتضمن بنوداً للعمل الجماعي، فيمكن للأغلبية المشروطة أن تجعل التصويت ملزماً لجميع حملة السندات. أما إذا لم تكن هناك بنود للعمل الجماعي، أو لم يتم الحصول على الأغلبية المطلوبة عن طريق التصويت، فيمكن للدائنين الذين لا يقبلون المبادلة ("حملة السندات المُعطّلون" أو "المتنعون") السعي وراء شروط أفضل، أو حتى سداد الدين بالكامل من خلال التفاوض.

ويمكن أن يحاول المدينون تحقيق قبول أوسع لاقتراحهم من خلال تشجيع "موافقات الخروج"، التي يُطلب من خلالها من حملة السندات الذين يقبلون المبادلة التصويت لتغيير شروط عدم السداد المتضمنة في السندات القديمة لجعلها أقل سيولة وجذباً

للمعارضين. كما يمكنهم تحديد عتبات دنيا للمشاركة، وهو ما يعني أن عرض إعادة الهيكلة لا يسري إلا إذا حظي بقبول عدد محدد من حاملي السندات كحد أدنى. وفي هذه الحالة، قد يعمد الدائنون،

والدائنين الرسميين أعضاء نادي باريس، ولكن أيضاً الدائنين الرسميين الثنائيين غير الأعضاء في نادي باريس والمقرضين التجاريين^(٦٧). وتم ربط العمليات المتكررة اللاحقة التي خفت من عبء الديون بمختلف الطرق بأداء البلد. كما تم تطوير نهج أكثر منهجية للتقييم الكمي للقدرة على تحمل الديون من خلال صياغة القيم الحدية لمؤشرات الدين القياسية بناء على الخبرة التاريخية، وإدراج تعديل فيما يتعلق بالصدمات الخارجية. وبُذلت جهود لاحقة لتحسين منهجية هذا التقييم، غير أنها لا تزال معطلة بسبب الانتقادات المتعلقة بغياب الشفافية في الافتراضات التي يقوم عليها ما يشكل السياسات "الجيدة" أو "الردية" والترتيبات المؤسسية، فضلاً عن المشاكل المستمرة في التمييز على نحو فعال بين خصائص السيولة والملاءة المالية في أزمات الديون الوشيكية (Ocampo et al., 2007).

وبالتالي، فإن إعادة هيكلة الديون

العامّة مع الدائنين الرسميين تتبع إجراءً محدداً مسبقاً لا يتيح سوى حيز ضئيل للتفاوض. ويتناقض ذلك مع معاملة الديون السيادية

المستحقة لدائنين خاصين، التي تتكون من قروض مصرفية وسندات خارجية. فالقروض المصرفية تخضع للمفاوضات في نادي لندن، وهي مجموعة غير رسمية من المصارف التجارية الدولية أنشئت في عام ١٩٧٦. وعندما يطلب مدين سيادي إعادة هيكلة الديون، تُنشأ لجنة استشارية مصرفية في إطار عملية نادي لندن، يرأسها أحد المصارف الرئيسية - عادة ما يكون المصرف صاحب أكبر انكشاف - وتكون مهمتها الرئيسية هي تنسيق الموقف التفاوضي للدائنين. وتتوصل اللجنة الاستشارية المصرفية في نهاية المطاف إلى اتفاق مع الحكومة المدينة، وتسعى لإقناع جميع المصارف الدائنة (حتى التي ليست أعضاء في اللجنة) بالتوقيع عليه. وما كان نادي لندن لا يصدر قرارات ملزمة، وليست له إجراءات تصويت محددة، فإن الاتفاقات تستلزم مفاوضات طويلة في بعض الأحيان، وتمثل الأطراف الاستغلالية فيها مشكلة متكررة في هذا الشأن. ورغم أن عملية التفاوض تتيح قدرًا كبيراً من المرونة في إطار نموذج القانون الخاص، فإنها تحفظ ببعض الروابط مع المفاوضات المتعلقة بالديون الثنائية والمتعددة الأطراف الرسمية. فالتوصل إلى اتفاق قرض

مع صندوق النقد الدولي، على سبيل المثال، هو شرط فعلي للحكومة التي تسعى لإعادة هيكلة ديونها مع نادي لندن؛ وبالمثل، فإن تجنب التأخر في سداد المدفوعات المستحقة للمصارف الخاصة هو شرط

يميل المخطط الحالي لتسوية الديون إلى التأخر في اتخاذ الإجراءات السريعة والشاملة اللازمة للحيلولة دون خروج أزمة الديون عن نطاق السيطرة.

ويجد الدائنون من جهتهم مصلحة في تأجيل الاعتراف الصريح بوجود أزمة إعسار، وليس مجرد أزمة سيولة، حيث إنه في حالة الإعسار، لا يمكن لأي دائن أن يتوقع أن يستوفي دينه بالكامل (فيما عدا، إلى حد ما، المؤسسات المتعددة الأطراف التي تتمتع بمركز الدائن المفضل). لذا يميل المقرضون الخاصون في بادئ الأمر إلى التهوين من خطورة مشاكل الديون. ويمكن أن يحظى ذلك بتأييد رسمي من التشخيص الأولي لصندوق النقد الدولي، الذي يوافق على تقديم دعم طارئ (كما حدث في كل أزمات الديون الكبرى منذ ثمانينات القرن الماضي)، ويتنبأ بانتعاش سريع بعد تنفيذ سياسات التكيف. غير أن تلك التنبؤات كانت بشكل عام مفرطة في التفاؤل (IMF, 2003b; TDR 2011, chap. III)، وإن كانت قد قدمت مبررات لفرضية "مشكلة السيولة". ونتيجة لذلك، تتلقى الحكومات المدن قروضاً من مصادر رسمية، في حين يحجم الدائنون الخاصون عن تحديد خطوط الائتمان، ويختارون السداد الفوري. وكان أحد الآثار المترتبة على ذلك هو ما يسمى بعملية "الباب الدوار"، حيث تُستخدم أموال القروض الرسمية لتسديد الديون المستحقة للعملاء الخاصين، بدلاً من دعم الاقتصاد الحقيقي والمساعدة على استعادة النمو. ومن أجل تجنب مثل هذا الاستخدام علم الكفاءة للتمويل الاستثنائي، على وجه التحديد، تشمل اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي قاعدة مفادها أنه "لا يجوز للعضو أن يستخدم الموارد العامة للصندوق لمواجهة التدفقات الخارجة الكبيرة أو المستمرة من رؤوس الأموال" (المادة السادسة). ومنذ الثمانينات من القرن الماضي، تكرر التفاوض عن هذه القاعدة في إدارة أزمات الديون السيادية.

(ب) عمليات التسوية المتباينة والمسايرة للدورات الاقتصادية

خلافاً للشركات الخاصة، لا يمكن للدول المدينة أن تعلن إفلاسها. ففي نهاية المطاف، يتعين أن تتركز عمليات تسوية الديون على قدرة الاقتصاد المدين على استرداد عافيته في أسرع وقت ممكن، وعلى تقليل التكاليف الاجتماعية والسياسية والاقتصادية لعملية التكيف. ويتطلب ذلك وجود إطار دولي داعم يسمح للبلد المدين بتبني سياسات معاكسة للدورات الاقتصادية تمكنها من استعادة القدرة على خدمة ديونها من خلال الاستثمار ونمو الناتج والصادرات، أكثر من استعادتها من خلال تقليص الواردات. كما يجب أن تكفل السياسة الوطنية إمكان خفض الدين الحكومي من خلال زيادة الإيرادات العامة بدلاً من خفض الإنفاق.

الذين يرغبون في إنهاء حالة التجميد ويبدأون في تلقي المدفوعات، إلى محاولة إقناع الدائنين الآخرين بقبول الاتفاق. غير أن كثيراً من حملة السندات قد يفضلون أيضاً بيع سنداتهم بسعر مخفض في السوق الثانوية بدلاً من الانتظار للانتهاء من عملية التفاوض. وأصبح المستثمرون المتخصصون، الذين لا يهتمون بالتوصل إلى تسوية، وإنما يسعون للحصول على مبلغ السداد كاملاً من خلال التقاضي (بما في ذلك ما يسمى "الصاديق الانتهازية")، يملون بشكل متزايد محل حملة السندات التقليديين. وأصبح ذلك هو التحدي الأكثر خطورة لإعادة هيكلة الديون، على النحو الذي ترد مناقشته أدناه.

٤ - نهج لتسوية الديون يفتقر إلى الكفاءة والتوازن

(أ) قليل جداً ومتأخر جداً

إن توفر تشخيص مبكر يحدد، بصفة خاصة، ما إذا كان البلد يواجه أزمة سيولة أو أزمة ملاءة مالية، هو أمر ضروري لإدارة مشكلة الديون بطريقة منظمة. وقد ثبت عدم كفاءة النظام الجزأ الحالي في توفير مثل هذه التشخيصات المبكرة، وميله إلى التأخر في اتخاذ الإجراءات السريعة والشاملة، التي كثيراً ما تكون ملحة، للحيلولة دون خروج أزمة الديون عن نطاق السيطرة.

يبدو، في ظل النظام الحالي، أنه ليس لدى الحكومات المدينة ولا لدى الدائنين ما يدفعهم للإقرار بوجود حالة من المديونية المفرطة ويحفزهم على اتخاذ إجراءات مبكرة وشاملة (Buchheit et al., 2013). فبالنسبة للحكومات المدينة، تتمثل عقبة كبرى في احتمال أن يُحدث إعلان التوقف مؤقتاً عن سداد الديون أثراً تلقائياً بإحداث أزمة اقتصادية. وعلاوة على ذلك، فإن الدائنين قد يعتبرون التخلف "المبكر أكثر من اللازم" عن السداد بمثابة تخلف استراتيجي (أي يمكن تجنبه) يرمي إلى خفض تكاليف خدمة الدين. وقد تفضل الحكومات تفادي ما يترتب عن ذلك من تأثير ضار على سمعتها - يحد من قدرتها على الاقتراض في المستقبل - بما يفوق ما تجنبه من فوائد. ومن ثمة، فقد توجّل ما تحتاجه من توقف عن السداد حتى يصبح واضحاً أنه أمر "لا مفر منه"، حتى لا تثير الشكوك حول حسن نواياها ورغبته في الدفع. وأخيراً، ففي حالات كثيرة جداً، تخفق الحكومات في أن تدرّك تماماً المخاطر المتزايدة، ولا تتصرف إلا بعد بدء الأزمات بالفعل.

لم تكن مناسبة لمنع أو معالجة أزمات الديون الخارجية الناجمة عن التقلبات في حساب رأس المال. وبناء على ذلك، فقد أنشأ خطوط ائتمان جديدة مع تخفيض المشروطة بما من شأنه أن يوفر "خط دفاع وقائي" للأعضاء الذين قد يعانون من آثار العدوى (IMF, 1997 and 2004; Ocampo, 2015).^(١٧) غير أن خطوط الائتمان الجديدة هذه لم تُستخدم حتى الآن بصورة كبيرة^(١٨)، ولا تلي احتياجات البلدان الأشد ضعفاً، بما في ذلك البلدان التي تعاني من أزمة ديون خارجية (TDR 2001).

يجب أن تركز عمليات تسوية الديون على الانتعاش الاقتصادي، وعلى تقليل تكاليف التكيف ...

ويعاني النظام المالي والنقدي الدولي الحالي من قصور في هذا الصدد، ويتسم بالتحيز للتدابير الانكماشية. ويتضح ذلك من خلال "الاتفاقات الاحتياطية" لصندوق النقد الدولي، التي عادة ما تشمل الائتمانات الموحدة المعيارية بموجبها شرط اتخاذ تدابير تقشف مالي ونقدي استناداً إلى "نهج الاستيعاب". ويقوم هذا النهج على الرأي القائل بأن العجز في الحساب الجاري وما ينجم عنه من ديون خارجية إنما ينتج عن تجاوز مستوى "الاستيعاب" (أي الاستهلاك المحلي والاستثمار) للناتج الإجمالي (Mussa and Savastano, 1999).

(ج) ازدياد حالات التقاضي من جانب الدائنين غير المتعاونين

كان متوقعاً على نطاق واسع أن يؤدي الارتفاع السريع للتمويل بالسندات في أسواق الديون الخارجية في أعقاب خطة برادي إلى إضفاء الاستقرار على أوضاع الديون الخارجية من خلال انضباط السوق، إلى جانب توفير الضمانات القانونية الكافية للدائنين. وهكذا، على سبيل المثال، جرى تضمين عقود السندات بنوداً للإنفاذ تتضمن تنازلاً عن الحصانة السيادية. وكما ذكر سابقاً (أنظر الجزء الفرعي دال-٢) في إطار عدد من الولايات القضائية، لم يعد يمكن للجهات السيادية التذرع بالحصانة لما يُعتبر من قبيل النشاط التجاري. وبالإضافة إلى ذلك، فتح المجلس التشريعي لنيويورك في عام ٢٠٠٤ فرصاً جديدة لما يسمى "الصناديق الانتهازية" عندما قلص بشدة نطاق مبدأ تشميرتي الذي يحظر شراء دين من الديون لا لغرض إلا التقاضي في المستقبل^(١٩).

... غير أن هذه العمليات تتسم بالتحيز للتدابير الانكماشية من خلال المشروطة المرتبطة ببرامج قروض صندوق النقد الدولي والمصادر الرسمية الأخرى.

وهناك شكل جديد من المشروطة تفرضه برامج قروض صندوق النقد الدولي اللاحقة، بالإضافة إلى التعديلات التقليدية على صعيد الاقتصاد الكلي، وهو اشتراط إجراء إصلاحات هيكلية. وتظل هذه الإصلاحات، في مختلف مظاهرها، تركز على التدابير الانكماشية، وكذلك على تقليص تدخل الدولة في المجالات الاقتصادية والمالية بوجه عام من خلال سياسات التحرير والخصخصة البعيدة المدى. وإلى جانب تعديلات الاقتصاد الكلي والإصلاحات الهيكلية، كان عنصر أساسي ثالث من البرامج المدعومة من صندوق النقد الدولي يتمثل في تأمين التدفق المستدام للتمويل الأجنبي. وبناء على ذلك، عادة ما تتضمن هذه البرامج أيضاً اشتراط أن يواظب الاقتصاد المتلقي على سداد مدفوعات خدمة الدين الحكومي والقضاء على أي متأخرات ديون متراكمة قبل الموافقة على البرنامج. وبالتالي، فبدلاً من إشراك الدائنين الخاصين في عملية إعادة هيكلة الديون، أدرج صندوق النقد الدولي خدمة الدين الخاص ضمن شروطه المعتادة.

ويمكن القول بأن هذه الشروط

لم تحقق شيئاً يذكر، إن كانت قد حققت أي شيء، لتعزيز القدرة على تحمل الديون

وفي هذا السياق لتعزيز حقوق

الدائنين، ازدهرت الصناديق الانتهازية.

وكانت استراتيجيتها تتألف من شراء السندات المتعثرة بمخضم كبير، فقطم لمقايضة الحكومات بعد ذلك بقوة لسداد ديونها بالقيمة الاسمية زائداً الفائدة والمتأخرات وتكاليف التقاضي، لتحقيق مكاسب تتراوح بين ٣٠٠ و ٢٠٠٠ في المائة^(٢٠). ووفقاً لشوماخر وآخرين (Schumacher et al., 2014)، أصبح هذا التقاضي المعطل ممارسة شائعة ومتزايدة في عمليات إعادة هيكلة الديون، من حوالي ٥ في المائة فقط في الثمانينات من القرن الماضي إلى قرابة ٥٠ في المائة في عام ٢٠١٠؛ ووصل إجمالي حجم أصل الديون قيد التقاضي

من خلال النمو، وبأنها كثيراً ما أدت إلى نتائج عكسية. ويقوم صندوق النقد الدولي تدريجياً بالأخطاء في مشروطيات سياسته في أوضاع الأزمة. وهو يقول الآن بأن التقشف المالي خلال فترات الركود كان أكثر تكلفة مما كان يفترض في السابق، لأن المضاعفات المالية أعلى، وأن افتراض المفاضلة بين الطلب العام والخاص أمر مشكوك فيه، وأن تخفيضات الإنفاق العام لا يعوضها ارتفاع الطلب الخاص بصورة تلقائية (IMF, 2012). كما اعترف بأن مشروطيته الصارمة والعملية المرهقة لتقديم الدعم الائتماني

المتنعين، حتى على حساب القدرة على تحمل الديون السيادية، وعلى حساب المصالح التي لا تقتصر على مصالح البلد المدين فحسب، وإنما أيضاً مصالح حملة السندات الذين على استعداد للتوصل إلى اتفاق قابل للتنفيذ. والحجة الرئيسية التي تُساق في هذا الصدد هي القول بأنه يجب ألا يُسمح لغالبية الدائنين المتعاونين بتعديل الشروط المالية لعقود الدائنين الأخرى، ما لم التعاقدات شروطاً محددة تسمح بهذا الاحتمال. وفي غياب الشروط التعاقدية التي تنص على التصويت بالأغلبية، تقضي محاكم الولايات المتحدة باستمرار بسيادة مبدأ "قدسية العقود"، بحيث يلزم أن يتحقق الإجماع بين الدائنين لكي يكون اتفاق إعادة الهيكلة ملزماً لكل دائن منهم^(٢٧). أما تدرع الدول المدينة بحالة الضرورة، فإنه يُقابل بالرفض في معظمه من قبل المحاكم في جميع أنحاء العالم، سواء كانت محاكم وطنية أو هيئات تحكيم تعمل ضمن آلية لتسوية المنازعات بين المستثمرين والدولة^(٢٨).

... فإن دعاوى التقاضي المعطل والأحكام الأخيرة التي تحظر على الحكومات سداد الديون المُعاد هيكلتها تجعل إعادة هيكلة الديون أصعب مما هي عليه بالفعل ...

وفي حالات نادرة، تأخذ المحاكم في اعتبارها الشواغل المتعلقة بالقدرة على تحمل الديون. وتبعاً للآثار العالمية المحتملة لإعادة الهيكلة المطروحة على المحك، أقرت محاكم في الولايات المتحدة في حالات قليلة بأنه يمكن أن تكون هناك مصلحة مشروعة في إعادة هيكلة الديون، على أساس الحفاظ على الاستقرار المالي^(٢٩). وفي ولايات قضائية أخرى، اعترفت المحاكم على نحو أوسع بمبدأ القدرة على تحمل الديون، عن طريق منح الحصانة للتصل من الدين بهدف تأمين حقوق الإنسان الأساسية للمواطنين في الدول المدينة^(٣٠). غير أنه لم يكن لهذه القضايا أي أثر أوسع نطاقاً، وطمح عليها في الآونة الأخيرة الحكم المعروف في قضية *NML Capital, Ltd. et al. v. The Republic of Argentina*، التي دعمت بقوة موقف الدائنين المتنعين.

... وتظهر هذه الأحكام تجاهلاً تاماً لسيادة المدين، ولمصالح الأطراف الأخرى، وللآثار الاجتماعية والاقتصادية التي قد تترتب على الاقتصاد المدين.

وتُبرز هذه القضية عاملين رئيسيين يسهل دعاوى المتنعين القضائية ويهددا القدرة على تحمل الديون. الأول هو ما يسمى "اختيار المحفل الأنسب"، الذي يشير إلى قدرة الدائنين المتنعين على البحث عن القضاة الأميل لموقفهم. وهكذا، وجد دائنو الأرجنتين قضاة متعاطفين معهم، ليس فقط في الولايات المتحدة، وإنما أيضاً في المحكمة الدستورية الألمانية^(٣١)، وفي المحكمة العليا في المملكة المتحدة^(٣٢)، وفي محكمة المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار^(٣٣)، فضلاً عن قاضٍ في غانا^(٣٤). وينشأ

٣ بلايين دولار في عام ٢٠١٠. وفي الفترة ما بين عامي ١٩٧٦ و٢٠١٠، كان هناك حوالي ١٢٠ دعوى قضائية رفعها دائنون تجاريون (ضد ٢٦ حكومة متخلفة عن السداد) في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وهدمها، وهما الولايتان القضائيتان اللتان صدر فيهما معظم السندات السيادية. واستمر هذا الاتجاه منذ ذلك الحين برفع دعاوى ضد إكوادور^(٣١) واليونان، من بين بلدان أخرى^(٣٢).

وكان لهذه الدعاوى القضائية من جانب المتنعين أثر معطل بشكل خاص في سياق الجهود المتعددة الأطراف المبذولة لتخفيف أعباء الديون الخارجية للبلدان الفقيرة المثقلة بالديون^(٣٣). وعلى صعيد الممارسة، أدى هذا النوع من الدعاوى القضائية بدرجة كبيرة إلى تآكل الحيز المالي المحدود الناجم عن الجهود المبذولة لتخفيف عبء الديون من أجل تخفيف وطأة الفقر وتعزيز التنمية الاقتصادية في هذه البلدان.

ومنذ عام ١٩٩٩، رفع هؤلاء الدائنون دعاوى قانونية ضد ما لا يقل عن ١٨ بلداً فقيراً مثقلاً بالديون أو هددوا برفعها، ما تمخض عن عدد يُقدر بأكثر من ٥٠ دعوى قضائية من هذا النوع^(٣٤). ففي قضية مقامة ضد زامبيا، على سبيل المثال، قام صندوق دونيغال Donegal International، وهو صندوق انتهازي يتخذ مقره في جزر فيرجن البريطانية، بشراء أدوات دين بمبلغ ٣,٢٨ مليون دولار، وأقام دعوى قضائية ضد المدين ليحصل منه على القيمة الاسمية للدين التي تبلغ ٥٥ مليون دولار. وبعد أن أعربت المحكمة العليا إنكلترا وويلز عن رفضها السياسي والأخلاقي بشكل ملحوظ، قضت بإلزام الحكومة بأن تسدد للصندوق الانتهازي مبلغ ١٥,٤ مليون دولار، وهو ما يمثل ٦٥ في المائة مما وفرته زامبيا نتيجة لتخفيف عبء الدين المستحق عليها من خلال المبادرة المتعددة الأطراف في عام ٢٠٠٦^(٣٥). وفي رد فعل على ذلك، أصدرت المملكة المتحدة تشريعاً يمنع مطالبة البلدان الفقيرة المثقلة بديون تتجاوز ما يمكن أن يحصل عليه الدائن المتنع لو انه قبل إعادة الهيكلة^(٣٦).

وتسلط أعمال الصناديق

الانتهازية الضوء على الصراع بين نموذج القانون الخاص المحض الذي يسعى لتنفيذ العقود بأي ثمن ومنطق القانون العام الذي يُفترض أن يأخذ في الاعتبار العواقب الاقتصادية والاجتماعية الأوسع التي تترتب على الإجراءات القانونية. وتؤيد المحاكم عموماً وجهات نظر

بموجب إجراء تشريعي لاحق، لتسهيل إعادة هيكلة محفظة الديون أيضاً. وقبيل إجراء التخفيض مباشرة، اشترت صناديق انتهازية السندات اليونانية الصادرة بموجب تشريع صادر في المملكة المتحدة ولا يسمح لليونان بتفعيل بنود العمل الجماعي. وبعد شهر من إتمام التخفيض، قررت الحكومة اليونانية دفع ٤٣٥ مليون يورو للمستثمرين الذين رفضوا المشاركة في عملية إعادة الهيكلة. وفي حزيران/يونيه وتموز/يوليه ٢٠١٣، سددت الحكومة اليونانية للدائنين الممتنعين دفعتين إضافيتين أكبر حجماً، بمبلغي ٧٩٠ مليون يورو و ٥٤٠ مليون يورو، على التوالي.

(د) دور الالتزامات الطارئة في الديون السيادية

وأخيراً، هناك ما يبرر الإشارة بصورة موجزة إلى مجال آخر من مجالات القلق المتزايد في الآونة الأخيرة، وهو مشكلة الالتزامات المحتملة للدول ذات السيادة ومعالجتها في عمليات إعادة هيكلة الديون (انظر Buchheit and Gulati, 2013). وتشير الالتزامات السيادية الطارئة في معظمها إلى ضمانات الأطراف الثالثة للديون، وهي ضمانات تُمنح إما بشكل صريح من خلال تعهد رسمي، أو بصورة ضمنية من خلال ترتيبات غير رسمية أو شبه رسمية تشير للدائن بعلم الدولة ذات السيادة وموافقتها الضمنية على معاملة من المعاملات. وثمة شكل آخر من أشكال الالتزامات الطارئة للجهة السيادية، يُعترف به بصورة أقل رسمياً، وهو ما ينشأ عن دورها كمقرض الملاذ الأخير أثناء أزمات الديون. وكما أشير بالفعل، ونظراً لخصائص أزمات ديون البلدان النامية الأخيرة، فإن هناك احتمالاً قوياً نسبياً، في حالة اندلاع أزمة من هذا القبيل في القطاع الخاص من اقتصاد ما، أن يتم من الناحية الفعلية "تأميم" جزء على الأقل من الديون المستحقة للقطاع الخاص.

وبحسب التعريف تقريباً، يتم إبقاء ضمانات الأطراف الثالثة للديون خارج الموازنات العامة، تحديداً لأنها تشكل التزامات تتوقف على قدرة المدين الأساسي على خدمة الدين. وفي الوقت نفسه، فإن هذه الممارسة تبقي معدلات الدين الرسمي للدولة ذات السيادة منخفضة، بما يسهل بالتالي استمرار قدرتها على الاقتراض مستقبلاً، وبخاصة عندما تكون الدولة ذات السيادة مثقلة بالفعل بمستويات عالية من المديونية، على الأقل في نظر المشاركين في السوق. وتشير الأدلة الأولية إلى أنه منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، ازدادت الالتزامات الطارئة السيادية بصورة كبيرة، رغم أن معظمها يوجد في أوروبا الغربية (Buchheit et al., 2013).

العامل الثاني من التفسير الواسع للغاية لشرط المساواة في المعاملة الذي يستخدم على نطاق واسع في عقود الديون السيادية. فوفقاً للتفسير التقليدي، يتمثل الغرض منه في ضمان عدم تأسيس أي ترتيب للأولوية بين الدائنين غير المضمونين (Buchheit and Pam, 2004). وعلى النقيض من ذلك، اتبع القاضي الذي ينظر في قضية *NML Capital, Ltd. et al. v. The Republic of Argentina* بلجيكية سابقة^(٣٥)، وفسر شرط المساواة في المعاملة على أنه يلزم الأرجنتين بسداد مدفوعات متناسبة إلى شركة *NML* في كل مرة تسدد فيها حملة السندات التي أعيد هيكلتها^(٣٦). وبشكل أكثر تحديداً، حظرت المحكمة المحلية على أي من الوسطاء الماليين التعاون مع الأرجنتين في تسديد المبالغ المستحقة لحملة السندات الموافقين على إعادة الهيكلة ما لم يتم إخطارهم بأن الدائنين الممتنعين قد تلقوا مدفوعاتهم بالتناسب.

ويهدد هذا الحكم القدرة على تحمل الديون من ثلاثة جوانب على الأقل. أولاً، أنه يجعل إعادة هيكلة الديون مستقبلاً أكثر صعوبة مما هي عليه بالفعل، من خلال تقوية حوافز الدائنين على عدم الموافقة على اتفاقات إعادة هيكلة الديون. فلم يعد الأمر يقتصر الآن على أنه صار بمقدور الدائنين أن يتوقعوا التمتع بقوة أكبر في الحصول على سداد مستحقاتهم بالكامل، بل أيضاً لم يعد بمقدور من يوافقون على إعادة هيكلة الديون التيقن من أنهم سيحصلون على أموالهم فعلاً. وثانياً، وبالنظر إلى النطاق العالمي الذي يتحرك فيه العديد من الوسطاء الماليين الذين تشملهم هذه القضية، فإن أصداء الحكم يمكن أن تتردد في أنحاء العالم. وثالثاً، أن الحكم يركز بشكل حصري على حقوق الدائنين، ويتجاهل أي آثار اجتماعية واقتصادية أوسع نطاقاً تترتب على مطالبة البلد المدين بسداد مدفوعات متناسبة، إلى حد المخاطرة بتخلف الأرجنتين عن سداد ديونها، وعلى أي حال، بتقويض فرص وصولها مستقبلاً إلى التمويل الخارجي تقويضاً شديداً، وبالتالي تقويض احتمالات نموها.

وخلاف الأرجنتين، أحدث الدائنون الممتنعون أيضاً تعقيدات في عمليات إعادة هيكلة الديون اليونانية مؤخراً. فعادة ما تقتصر دعاوى الممتنعين القضائية على الديون الصادرة بموجب قوانين أجنبية لا تملك الدولة المدينة تعديل من جانب واحد. وفي عام ٢٠١٢، وتحت رعاية مرفق تحقيق الاستقرار المالي الأوروبي، أعادت اليونان هيكلة ٢٠٦ بلايين دولار من ديونها من خلال عرض سندات جديدة على حملة السندات بتخفيض نسبه ٧٥ في المائة، مع خفض أسعار الفائدة وإطالة آجال الاستحقاق. وقبل ٩٧ في المائة من الدائنين هذه السندات الجديدة. كما تم إخضاع السندات المحكومة بالقانون اليوناني ل بند يتعلق بالعمل الجماعي،

وجود طرق مستقرة لمعالجتها في سياق عمليات إعادة الهيكلة، فإن تجاهل الالتزامات الطارئة على المدى الطويل سيكون مكلفاً جداً، ليس فقط للدول ذات السيادة، ولكن لجميع الأطراف في عمليات إعادة هيكلة الديون.

وليس من الواضح حالياً كيف يمكن إدراج هذه الالتزامات الطارئة المتزايدة في عمليات إعادة هيكلة الديون السيادية، حيث لا يكاد يكون هناك أي سوابق فيما يتصل بذلك. وفي حين قد تستفيد الدول ذات السيادة مؤقتاً من حداثة هذه القضية وعدم

هاء- آليات بديلة لإعادة هيكلة الديون^(٣٧)

ودرجة تنسيق ومركزية آليات إعادة هيكلة الديون السيادية، ودرجة المشاركة والشفافية التي ينبغي أن تقوم عليها هذه الآليات، وما إذا كان يجب أن تتضمن آليات إعادة هيكلة الديون السيادية إمكانية الفصل القضائي في الحالات التي لا يتم التوصل فيها إلى اتفاق طوعي، ومدى الاتساق المطلوب في نتائج شتى عمليات إعادة الهيكلة.

منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية وهناك اعتراف متزايد بالحاجة إلى تسهيل إعادة هيكلة الديون السيادية. وهذه الشواغل ليست جديدة. غير أنه في السنوات التي سبقت عام ٢٠٠٨، كان الرأي السائد هو أنه كلما كان التخلف عن سداد الديون السيادية أكثر تكلفة، كلما تضاءل احتمال حدوثه (انظر Buchheit et al., 2013). ووفقاً لهذا الرأي، فإن أي تخفيض في تكاليف التخلف عن السداد سيثني الحكومات عن سداد ديونها، ويشجعها على الإفراط في الاقتراض، بما يزيد من المخاطر المتصورة لدى الدائن ويقلل من فرص الوصول إلى الائتمانات الأجنبية. غير أنه، كما هو مبين أعلاه، أثبتت التجربة الأخيرة أن السيناريو الأكثر ترجيحاً لا يتمثل في أن الحكومات قد تعيد هيكلة ديونها بسهولة بالغة، وإنما يتمثل، على العكس من ذلك، في أن تؤول الحكومات العمليات اللازمة لإعادة هيكلة الديون.

١- النهج التعاقدية أو القائمة على السوق

يسعى عدد من المقترحات البارزة لتسهيل إعادة هيكلة الديون السيادية إلى الحفاظ على سلامة النهج الحالية القائمة على السوق من خلال توضيح وتعزيز أسسها القانونية، وبخاصة عن طريق تحسين بنود العمل الجماعي في عقود السندات (IMF, 2014). وثمة نهج أخرى تشمل أحكاماً بشأن المدفوعات الطارئة، وتوضيحاً لأحكام المساواة في المعاملة بين حملة السندات، وخاصة في أعقاب قضية الأرجنتين الجارية، وآليات للحد من مشاركة الدائنين في عمليات إعادة الهيكلة من خلال معالجة مسألة مبادلات الديون السيادية المتعثرة. ولا تتعلق أحكام المدفوعات الطارئة في المقام الأول بآلية إعادة هيكلة الديون السيادية نفسها؛ بل إنها تسمح، بدلاً من ذلك، بأن تكون المدفوعات التي يسدها المدينون السياديون في المستقبل مشروطة بالأوضاع الاقتصادية الملحوظة، عن طريق استخدام سندات مربوطة بمؤشر الناتج المحلي الإجمالي أو سندات قابلة للتحويل في الحالات الطارئة، على سبيل المثال

إن الأدوات القائمة على السوق، مثل بنود العمل الجماعي، قد تحسن إعادة هيكلة الديون، ولكنها لا تمنع حدوث الأزمات، حيث إنها لا توفر الأدوات اللازمة للخروج منها.

ويتناول هذا الفرع بالتفصيل المقترحات القائمة لاتباع نهج أكثر فعالية في إعادة هيكلة الديون السيادية، ومدى تسهيلها تسوية الديون السيادية بصورة ناجحة وشاملة مع بقائها أيضاً في حدود الإمكان من الناحية السياسية. وهناك ثلاثة أنواع من النهج العريضة لآليات إعادة هيكلة الديون السيادية: النهج القائم على السوق

الذي يركز على التحسينات القانونية للنظام التعاقدية القائم؛ والنهج شبه المؤسسي الذي يدعو إلى استخدام المبادئ الدولية القانونية غير الملزمة للمساعدة في توعية وتوجيه عملية إعادة الهيكلة؛ والنهج القانوني الذي يهدف إلى وضع قواعد وإجراءات ملزمة دولياً بشأن إعادة هيكلة الديون السيادية. ويهدف هذا النهج في نهاية المطاف إلى وضع معاهدة متعددة الأطراف ملزمة قانوناً.

والميزة الرئيسية لهذه النهج القائمة على السوق هي أن عمليات إعادة هيكلة الديون تظل طوعية، كما تتم بالتوافق، فرضياً على الأقل. كما أنها تمهد الطريق أمام الإصلاح التدريجي، بمعنى أن

وتختلف هذه المقترحات في عدد من الجوانب الرئيسية لإعادة هيكلة الديون السيادية، مثل أي أنواع الديون ينبغي إدراجها،

للأطراف التعاقدية حماية من الشروط النمطية التي يستخدمها أحد الأطراف، والتي تضر دون مبرر بحقوق طرف آخر. ويتعين أن يصدر تشريع يقرر عدم إدراج بعض بنود العمل الجماعي ضمن هذه الفئة. وعلاوة على ذلك، فإن بنود العمل الجماعي لا تنطبق إلا على ديون السندات؛ أما إذا كان مستحقاً على الدولة المدينة ديون مستحقة كبيرة من الديون المتعددة الأطراف أو الثنائية أو المصرفية، فإن هذه البنود لن تفيدها كثيراً. كما ظل أحد الشواغل المستمرة ينصب على التنسيق بين مختلف فئات الدائنين وخطر استغلال الأطراف الانتهازية لغياب مثل هذا التنسيق. كما أن بنود العمل الجماعي تعتمد نخباً بالغ الضيق إزاء مسائل الديون السيادية. فهي لا تمنع حدوث الأزمات، ولا توفر الأدوات اللازمة للخروج منها، أو التمويل المؤقت خلال عملية إعادة هيكلة الديون (Krueger and Hagan, 2005). وعلاوة على ذلك، فإن بنود العمل الجماعي لا تضمن أن تكون نتائج المفاوضات - التي ستعتمد على قوى التفاوض النسبية للأطراف - متسقة مع هدف الحل الدائم القائم على استعادة النمو.

٢ - الحاجة إلى مبادئ مقبولة دولياً لآليات إعادة هيكلة الديون السيادية

يهدف هذا النهج، من حيث المبدأ، إلى إيجاد حل مقبول دولياً لآليات إعادة هيكلة الديون السيادية، وبالتالي إلى تحقيق درجة من التنسيق فيما بينها، وربما توحيدها بشكل مركزي، أعلى مما يتوفر في النهج التعاقدية القائم على السوق. وخلافاً للنهج القانوني (انظر أدناه)، فإنه يركز على المبادئ أو المبادئ التوجيهية للقانون غير الملزم، المستمدة من القانون الدولي العام. وقد دعت قرارات الجمعية العامة بشأن الديون الخارجية والتنمية مراراً وتكراراً للنظر في هذه النهج المعززة لآليات إعادة هيكلة الديون السيادية التي تستند إلى الأطر والمبادئ القائمة، بمشاركة واسعة من الدائنين والمدينين^(٣٨). ويمكن الاطلاع على مثال لهذه المبادئ فيما وضعه الأونكتاد من خريطة طريق ودليل لتسوية الديون السيادية (UNCTAD, 2015).

وبصفة عامة، يمكن أن يجدد نهج القانون غير الملزم عدداً من المبادئ لتوجيه عمليات إعادة هيكلة الديون السيادية ومعالجة التحديات التي تواجه القدرة على تحمل الديون. وعادة ما تشير هذه المبادئ القانونية العامة إلى قواعد غير مكتوبة للسلوك وممارسات

اتساع نطاق استخدام هذه المقترحات التعاقدية قد يساعد على تعزيز القدرة على تحمل الديون، ويقلل من انعدام اليقين بشأن النتائج، ويمهد الأرض أمام مزيد من الإصلاحات البعيدة المدى.

وإلى جانب ذلك، تسلط مسألة بنود العمل الجماعي الضوء أيضاً على أوجه القصور الرئيسية. فكما يوضح مثال اليونان، فإن البنود التقليدية التي تتعلق بمجموعات سندات بعينها، وتقتضي موافقة أغلبية مشروطة من حملة سندات كل مجموعة، يمكن تعطيلها بسهولة بواسطة الدائنين الممتنعين الذين يشترطون أقلية معطلة من السندات. أما بنود العمل الجماعي المركبة، التي تستلزم أغلبية مشروطة مزدوجة - تتألف من حملة سندات كل مجموعة ومن حملة جميع السندات المشمولة معاً - فيمكنها أن تحد من مخاطر هذا السلوك، دون أن تلغيها تماماً. غير أنه حتى أفضل بنود العمل الجماعي الموحدة التي لا تشترط التصويت على كل مجموعة من السندات على حدة، لا يمكنها أن تضمن عدم تواصل الممتنعين إلى أساليب لتعطيل الموافقة اللازمة (Galvis and Saad, 2004).

وتتطلب بنود العمل الجماعي هذه مشاركة ٧٥ في المائة من جميع فئات الديون المستحقة المشمولة. وفي حين قد يصعب حتى على أكبر المستثمرين الاستحواذ على ثلث معطل، فإن تفعيل هذه البنود - التي لم تصمد بعد أمام اختبار الممارسة - يتطلب أن تُعرض على جميع الدائنين شروط متماثلة بموجب اتفاق إعادة الهيكلة، بغض النظر عن شروط سندااتهم القديمة. وما لم يحدث ذلك، سيكون هناك خطر كبير بأن تتحقق إعادة الهيكلة على حساب بعض مجموعات السندات. غير أن هذا الشرط يوفر أساساً للتمييز بين الدائنين. فاتفاقات إعادة هيكلة التي تصلح للجميع ستؤدي بالضرورة إلى الإضرار بمن كانوا يتمتعون قبل إعادة الهيكلة بأوضاع أفضل من أغلبية حملة السندات، مثل الدائنين الذين يجوزون أدوات ذات آجال

استحقاق طويلة. وفي نهاية المطاف، فحتى بنود العمل الجماعي الموحدة من الجيل الثالث تظل قاصرة بصورة هيكلية (Bohoslavsky and Goldmann, 2015).

ويعاني النهج التعاقدية البحث الذي يركز على بنود العمل الجماعي من عدد من أوجه القصور الإضافية. فاستحداث بنود معينة للعمل الجماعي قد يتطلب إدخال تعديلات تشريعية في بعض الولايات القضائية لحمايتها من الاستعراضات المعتادة التي تجريها المحاكم كل فترة. والعديد من الأحكام القانونية توفر

السري الذي اتسمت به بعض مفاوضات تسوية الديون في الماضي.

- **حسن النية**، الذي يشمل المتطلبات الأساسية للعدالة والنزاهة والجدارة بالثقة، وهو ما يحظى بقبول واسع كمبدأ عام من مبادئ القانون. وحسن النية يعني أن تلبي النتائج القانونية والاقتصادية لتسويات الديون السيادية التطلعات المشروعة. ولذلك، فإنه يترك أثراً هاماً بصفة خاصة على جميع العناصر الإجرائية لتسوية دين من الديون - من التوقف عن السداد، إلى وقف الدعاوى القضائية، إلى أوامر تقييد الأطراف الممتنعة.

- **القدرة على التحمل**، التي تعتبر أن من الممكن تحمل الديون السيادية إذا أمكن خدمتها دون أن يحدث ذلك ضرراً خطيراً بالتنمية الاجتماعية والاقتصادية للمجتمع. ومن الناحية الاقتصادية، يعني ذلك أن النمو المستدامة الشامل للجميع هو وحده الذي يهيئ الشروط اللازمة لخدمة الدين الخارجي في الأجل الطويل، وأن شروط إعادة هيكلة الديون السيادية يجب ألا تقوض ديناميات تعزيز النمو. وقد أصبحت القدرة على التحمل تشكل مبدأً عاماً (أو ناشئاً على الأقل) من مبادئ القانون. وعلى مدار العقود القليلة الماضية، امتد مفهوم القدرة على التحمل من الأنظمة البيئية إلى المجالات السياسية الأخرى، بما في ذلك الاقتصاد السياسي. وهو يميز الآن قطاعات واسعة من مجالات السياسة الداخلية، ويحظى بالاعتراف في العديد من المنتديات والقرارات الدولية.

ووضع أنصار هذا النهج القائم على مبادئ عامة شبه مؤسسية مجموعة من الاقتراحات حول كيفية تنظيم الجوانب المؤسسية لتعزيز المبادئ العامة أو المبادئ التوجيهية لإعادة هيكلة الديون السيادية. ويقضي أحد الآراء باستمرار مفاوضات إعادة الهيكلة في المنتديات القائمة أو على أساس مخصص، ولكن مع الإشراف عليها وتنسيقها من قبل هيئة مستقلة جديدة، مثل منتدى للديون السيادية (منظمة خاصة) أو معهد لتسوية الديون (يتم إقراره من خلال عملية متعددة الأطراف)^(٣٩). ويبرز رأي آخر، وإن كان مكماً للرأي الأول، الفائدة التي تتحقق من إضفاء الطابع شبه المؤسسي على آليات إعادة هيكلة الديون السيادية على مستوى التقاضي أو التحكيم، وإن لم يصل إلى مستوى النهج القائم على معاهدة متعددة الأطراف. ويشمل ذلك أساساً تعزيز واستخدام قواعد وإجراءات محددة، أو تطبيقات لمبادئ عامة، عبر عمليات تحكيم المخصصة.

عرفية، ينبغي الاعتراف بما في معظم النظم القانونية المحلية، وينبغي أن تكون قابلة للتطبيق في إطار القانون الدولي القائم. وفيما يلي المبادئ الأساسية المطروحة للمناقشة فيما يتعلق بآليات إعادة هيكلة الديون السيادية:

- **السيادة**، التي تؤسس حق الحكومات في وضع السياسات وتنظيم شؤونها الداخلية بشكل مستقل، وتنفيذها من أجل الصالح العام. وهذا مبدأ أساسي يقوم عليه أي نظام قانوني محلي، ويظل يشكل أساس التفاعلات الاقتصادية والسياسية على المستوى الدولي. أما الظروف التي قد تتخذ بموجبها الهيئات الدولية قرارات تؤثر على الدول أو الأفراد، فهي مسألة محل نقاش مستمر.

- **الشرعية**، التي تشير إلى المبرر الأساسي لسلطة الحكومة على مواطنيها (أو لسلطة هيئة دولية أو فوق وطنية على أعضائها)، وإجراءات إنشاء هذه السلطة، وممارستها والحفاظ عليها. وفي سياق آليات إعادة هيكلة الديون السيادية، من المفهوم أن هذا المبدأ يشير إلى متطلبات من قبيل الشمولية، والاتساع للجميع، والقدرة على التنبؤ، وحس الملكية. وهو يعكس بصورة واسعة الفكرة القائلة بأنه يجب أن تراعي آليات إعادة هيكلة الديون السيادية، وتصحيح الاتجاه إلى تقليل حماية الدول بالحصانات السيادية وإخضاعها أكثر وأكثر لقرارات المنظمات الدولية وغيرها من الهياكل، مثل لجان الدائنين.

- **النزاهة**، التي تشير إلى عدم وجود تحيز. وهي تعزز بذلك قبول القرارات عن طريق توليد الثقة أو إعادة تأكيدها في الأطراف الفاعلة والمؤسسات. وهي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمبدأ الشرعية. وفي سياق تسويات الديون السيادية، يشير مبدأ النزاهة إلى المؤسسات المشاركة في تسويات الديون، ويشمل وضعها المالي، واختيارات وتصرفات أفرادها، وما يتوفر لها من معلومات. والفكرة الأساسية هنا هي أن تسويات الديون السيادية تتطلب منظوراً محايداً، وبخاصة فيما يتعلق بتقييمات القدرة على تحمل الديون والقرارات المتعلقة بشروط إعادة هيكلة.

- **الشفافية**، التي تنطوي على بعدين يتسمان بأهمية خاصة لتسويات الديون السيادية: شفافية بيانات مراكز المدينين والدائنين، والتوقعات التي تقوم عليها عمليات إعادة الهيكلة المقترحة، وأي مؤشرات تستخدم في سياق عمليات إعادة هيكلة الديون؛ والشفافية المؤسسية، وذلك لتجنب الطابع

الإطار ٢-٥

التشريع البلجيكي المتعلق بأنشطة الصناديق الانتهازية

في تموز/يوليه ٢٠١٥، اعتمد البرلمان البلجيكي بأغلبية ساحقة مشروع قانون "لمكافحة أنشطة الصناديق الانتهازية". ويكمن في قلب هذا القانون الجديد استحداث حد أقصى للمبلغ الذي يمكن لما يسمى الصناديق الانتهازية المطالبة باسترداده من السندات الحكومية التي اشترتها تلك الصناديق بأسعار مخفضة للغاية في أسواق السندات الثانوية من الاقتصادات التي على وشك التخلف عن سداد ديونها. ويسمح القانون للقضاة البلجيكيين بمنع الصناديق الانتهازية من المطالبة بسداد مبلغ أعلى من سعر السوق المخفضة التي دفعتها عند شرائها للسندات الحكومية، مثل المطالبة بالقيمة الاسمية الأصلية للسندات.

ويأتي هذا القانون في أعقاب تشريع بلجيكي سابق، اعتمد في آذار/مارس ٢٠١٣، لمنع استيلاء الدائنين على الأموال المخصصة للتنمية (المادة ٣٦ من قانون التعاون الإنمائي). وبشكل أكثر تحديداً، يوفر التشريع الجديد الذي يستهدف الصناديق الانتهازية إطاراً قانونياً لمنع حملة السندات غير المتعاونين من تحقيق "مزاي غير مشروعة"، وهو ما يُعرف بأنه عدم تناسب واضح بين المبلغ الذي يطالب به الدائن والقيمة الاسمية للدائن. ومن المزايا الهامة لهذا التشريع أنه يحدد الخصائص الأساسية للصناديق الانتهازية والسياقات التي تكون فيها تصرفاتها غير مقبولة. ووفقاً لأحكام القانون، فبمجرد ما يتقرر أن دائناً ما يسعى وراء "ميزة غير مشروعة"، بناء على التعريف السابق، يمكن محكمة بلجيكية إبطال أي أمر سداد من شأنه أن يعطي الدائن ميزة غير مشروعة إذا تحقق واحد على الأقل من المعايير التالية: ١' إذا تمت إعادة شراء الديون عندما يكون المدين السيادي معسراً أو متخلفاً عن السداد، أو على وشك الإعسار أو التخلف عن السداد؛ ٢' إذا كان المقر القانوني للدائن يوجد في ملاذ ضريبي معروف؛ ٣' إذا كان للدائن سجل حافل باستخدام الدعاوى القضائية للحصول على سداد لقيمة ديون أعاد شراءها؛ ٤' إذا شارك المدين السيادي في عملية إعادة هيكلة الديون رفضها الدائن؛ ٥' إذا استغل الدائن ضائقة ديون المدين السيادي للحصول على تسوية غير متوازنة بشكل واضح للديون لصالح الدائن؛ ٦' إذا أحدث سداد المدين للقيمة بالكامل آثاراً اجتماعية واقتصادية سلبية و/أو أثر سلباً على المالية العامة للاقتصاد المدين.

ويقلص القانون بوضوح أي حوافز تدعو الدائنين غير المتعاونين وحملة السندات الممتنعين والصناديق الانتهازية لرفع دعاوى قضائية في بلجيكا، ويجعل بلجيكا رائدة في جهود الحكومات للحد من أنشطة هذه الصناديق. ويتسم ذلك بأهمية خاصة، حيث إن بلجيكا هي موطن Euroclear، وهي واحدة من أكبر غرف المقاصة في العالم للمعاملات المالية العالمية. فموجب القانون الجديد، على سبيل المثال، لم يعد مسموحاً بالمطالب السابقة لشركة NML Capital, Ltd بتجميد حسابات الأرجنتين في بلجيكا في سياق الدعوى القضائية الممتنعة التي رفعتها في الولايات المتحدة ضد الأرجنتين، حيث إن أي قاضٍ بلجيكي يمكن أن يرفض الالتزام بأي قرارات قانونية تصدر في ولايات قضائية أخرى.

والمبادرة الوطنية الأخرى الوحيدة المتعلقة بالصناديق الانتهازية التي اجتازت اختبار التصويت البرلماني هي قانون تخفيف عبء الديون (البلدان النامية) لعام ٢٠١٠ في المملكة المتحدة، الذي يمنع الصناديق الانتهازية من تحقيق أرباح ضخمة من عمليات إعادة هيكلة الديون في الاقتصادات النامية. وقد اقترحت في العديد من الدول الأوروبية والولايات المتحدة مبادرات تشريعية وطنية أخرى لهذا الغرض، مع التركيز بشكل خاص على ديون البلدان النامية، ولكنها لم تصدر حتى الآن. وقانون تخفيف عبء الديون الصادر في المملكة المتحدة هو أقل صرامة وشمولاً من التشريع البلجيكي الجديد في عدد من الجوانب: فهو يقتصر تحديداً على البلدان الفقيرة المثقلة بالديون. كما أن حدوده القصوى أقل صرامة بالنسبة للأرباح التي يمكن تحقيقها من ضائقة الديون في هذه الاقتصادات، بربطه تلك الحدود القصوى بـ "النسبة ذات الصلة" لأي تخفيف لعبء الديون يتم الحصول عليه في إطار صيغة مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون (وهي نسبة تتراوح عادة بين ٦٧ و ٩٠ في المائة). وُستثنى من هذا النظام التلقائي لتخفيض الديون الدائنون الذين يتوصلون لتسوية بشأن مطالبات الديون المؤهلة. وبالتالي، يقتصر هذا التشريع عموماً على معالجة الأرباح "غير المناسبة" التي تحققها الصناديق الانتهازية بدلاً من كبح جماح أنشطتها في حد ذاتها. وعلى النقيض من ذلك، فإن القانون البلجيكي يأخذ في الاعتبار صراحة الآثار الاجتماعية والاقتصادية الأوسع لأنشطة الصناديق الانتهازية واحتمال افتقارها للشريعة.

وكثيراً ما يلفت دعاة إجراءات تسوية الديون المتعددة الأطراف الانتباه إلى التباين بين قوانين الإفلاس الوطنية القوية، باعتبارها جزءاً لا يتجزأ من اقتصاد السوق الصحي، وبين غياب أي قوانين مناظرة لمعالجة إعادة هيكلة الديون السيادية. ونظراً للدور المتفرد للجهات السيادية فيما يتعلق بالنتائج الاقتصادية والقانونية والسياسية، ينبغي لأية إجراءات من هذا القبيل أن تلي هدفاً. أولاً، ينبغي أن تساعد في منع الانهيار المالي في البلدان التي تواجه صعوبات في خدمة التزاماتها الخارجية. وغالباً ما يؤدي مثل هذا الانهيار إلى فقدان ثقة السوق، وانهيار العملة، ورفع أسعار الفائدة بصورة حادة بما يلحق أضراراً خطيرة بالموازنات العامة والخاصة، ويؤدي إلى خسائر كبيرة في الناتج والعمالة، ناهيك عن الزيادة الحادة في معدلات الفقر. وثانياً، ينبغي أن توفر آليات لتسهيل إعادة الهيكلة المنصفة للديون التي يتعذر خدمتها وفقاً للعقد الأصلي. وينطوي تحقيق هذين الهدفين على تطبيق بعض المبادئ البسيطة:

(أ) السماح بالتجميد المؤقت للدين، سواء كان عاماً أو خاصاً، وبغض النظر عما إذا كانت صعوبات السداد ناجمة عن مشكلات تتعلق بالملاءة المالية أم بالسيولة (وهو تمييز ليس واضحاً دائماً). ولتجنب تضارب المصالح، ينبغي أن يكون البلد المدين هو الذي يقرر التجميد من جانب واحد، على أن تقرّه لجنة مستقلة وليس مؤسسة (مثل صندوق النقد الدولي) تكون هي نفسها من بين الدائنين أيضاً. وينبغي أن يترتب على هذا الإقرار بتجميد أي دعاوى قضائية من جانب الدائن بصورة آلية؛

(ب) ينبغي أن يقترن التجميد مصحوباً بفرض ضوابط على صرف العملات، بما في ذلك وقف إمكانية تحويل الودائع بالعملات الأجنبية وغيرها من الأصول المملوكة للأطراف المقيمة وغير المقيمة على السواء؛

(ج) توفير التمويل للمدين المتعثّر الحائز للأصول، بما يعطي تلقائياً مركز الأسبقية لأي دين يتم التعاقد عليه بعد التجميد المؤقت. وينبغي أن يقدم صندوق النقد الدولي قروضاً للبلدان التي عليها متأخرات كي يتسنى لها تمويل معاملات الحساب الجاري الفاتحة الأهمية؛

(د) التمكين من إعادة هيكلة الديون، بما في ذلك ترحيل الديون أو شطبها، استناداً إلى مفاوضات بين المدين والدائن، وتيسيرها عن طريق إدراج أحكام الترحيل والعمل الجماعي تلقائياً في عقود الاستدانة.

وتتمثل إحدى طرق تعزيز تطبيق المبادئ العامة أو القانون غير الملزم على آليات إعادة هيكلة الديون السيادية في العمل من خلال التشريعات المحلية، مثل قانون تخفيف عبء الديون (البلدان النامية) لعام ٢٠١٠ في المملكة المتحدة، لمعالجة المشاكل الناجمة عن الدعاوى القضائية التي يرفعها حملة السندات غير المتعاونين. وبالمثل، أقر البرلمان البلجيكي في وقت قريب للغاية (تموز/يوليه ٢٠١٥) قانوناً "يتعلق بمكافحة أنشطة الصناديق الانتهازية"^(٤٠)، يهدف إلى كبح جماح المضاربات الضارة التي تقوم بها هذه الصناديق (الإطار ٥-٢). ويمكن أن يكون هذا الطريق للعمل من خلال التشريعات الوطنية فعالاً بشكل خاص إذا تم اعتماد المبادئ الأساسية في تلك الولايات القضائية التي تصدر بعمالتها معظم الديون حالياً. غير أن ثمة قيد واضح يتمثل، بطبيعة الحال، في خطر انعدام التوحيد والتنسيق والاتساق بين مختلف الولايات القضائية، فضلاً عن احتمال ألا تتبع هذا المسار سوى دول قليلة جداً فحسب.

وعموماً، فمن الواضح أن النهج شبه المؤسسي القائم على أساس القانون غير الملزم، وإن كانت جذوره تمتد أيضاً إلى القانون الدولي العام، هو خطوة أخرى نحو إطار أكثر دواماً، وأقل تجزؤاً، وأكثر شفافية وقابلية للتنبؤ به لآليات إعادة هيكلة الديون السيادية. وينطوي هذا الإطار على ميزة البناء، في معظمه، على الآليات القائمة للتفاوض وإعادة الهيكلة. وعلاوة على ذلك، فمن الممكن الارتقاء به مستقبلاً إذا ما اجتذب الأطراف بما فيه الكفاية. ومع ذلك، فإن أوجه القصور الرئيسية التي ينطوي عليها النهج التعاقدية تنطبق أيضاً على هذا النهج، وإن يكن بدرجة أقل: فالمبادئ غير ملزمة، وليس هناك ما يضمن تشكل كتلة حرجية من الأطراف التي ستكون على استعداد لتقديم التزامات أكثر دواماً بهذه المبادئ. فلن يكون من الممكن حل هذه المشكلة إلا من خلال نهج قانوني متكامل متعدد الأطراف.

٣- النهج القانونية لإعادة هيكلة الديون المتعددة الأطراف

في أيلول/سبتمبر ٢٠١٤، أصدرت الجمعية العامة للأمم المتحدة القرار ٣٠٤/٦٨، الذي دعا إلى إنشاء "إطار قانوني متعدد الأطراف لعمليات إعادة هيكلة الديون السيادية". ويمثل ذلك القرار خطوة أولى ممكنة نحو الخيار الأخير، وهو تبنى نهج رسمي وقانوني دولي لوضع قواعد تنظيمية ملزمة لجميع الأطراف من خلال عملية متعددة الأطراف. وينطوي هذا الاقتراح بالتأكيد على آثار أعمق، كما يمثل تحديات أكبر.

ومن المرجح أيضاً أن تنشأ شواغل مشروعة حول طبيعة الصلاحيات التي ستُحول لمثل هذه المحكمة الدولية أو لمرفق صندوق النقد الدولي، وكيفية إخضاع المصالح المؤسسية القوية التي قد تكون موجودة بالفعل، أو التي قد تتطور داخل هذا الكيان.

وتتمثل الميزة الرئيسية وبالغة

الأهمية لتبني هذا النهج القانوني المتعدد الأطراف، إذا اعتمد بنجاح، في تعزيز مجموعة من القواعد التنظيمية والممارسات التي تجسد أهدافاً ومبادئ طويلة الأمد، مثل التنمية المستدامة والتكافؤ والإنصاف في النتائج وشفافية العملية، بما يتجاوز نطاق المصالح الخاصة. ونظراً للمشاكل المتجددة التي تعترض العديد من آليات إعادة هيكلة الديون القائمة، المتمثلة في انعدام المساءلة والانحياز وغياب الشرعية، فضلاً عن تجزؤ هذه الآليات، فإن مجرد اعتماد إطار مؤسسي واضح ومستقر لإعادة هيكلة الديون السيادية من شأنه أن يساعد في

جعل تسوية الديون أكثر فعالية وزيادة القدرة على التنبؤ بالنتائج من خلال تعزيز الاتساق في الحكم على القضايا. وبالإضافة إلى المنافع الواضحة التي تعود على الاقتصاد الكلي من التشخيص المبكر لمشاكل الديون السيادية وتنفيذ إجراءات سريعة لحلها، فإنه يصعب التشديد بما فيه الكفاية على أهمية توفر درجة عالية من الشرعية لآلية إعادة هيكلة الديون السيادية الناجحة ذات التأثير العالمي - وهي الآلية التي يتم إنشاؤها بمشاركة نشطة من جانب جميع الدول الأعضاء وأصحاب المصلحة الآخرين.

وغني عن القول أنه لا يلزم أن تكون النهج التي تستعرضها هذه الدراسة مُهجاً يستبعد بعضها بعضاً. فمن الممكن تماماً السعي لإحداث تحسينات في النهج التعاقدية القائمة، وفي الوقت نفسه تعزيز المشاريع القانونية الوطنية ومبادئ القانون غير الملزم لتسوية الديون السيادية، مع الدفع في نفس الوقت من أجل خطط أطول أجلاً لحل مؤسسي ملزم قانوناً وأكثر دواماً.

وهناك حالياً مجموعتان رئيسيتان من المقترحات المتعلقة بالنهج قانوني يمكن أن تحققا هذه الأهداف. تتوخى المجموعة الأولى القيام، بصورة أو أخرى، بإنشاء مرفق لإعادة هيكلة الديون السيادية تحت مظلة صندوق النقد الدولي؛ وهو ما يستلزم تعديل اتفاقية تأسيس الصندوق. وتشدد المجموعة الثانية من الاقتراحات على الحاجة إلى مؤسسة دولية دائمة أكثر حياداً، لا تستغرق هي نفسها في الإقراض السيادي، وتميل إلى إنشاء محكمة مستقلة، سواء ضمن المحاكم القائمة (مثل محكمة التحكيم الدائمة أو محكمة العدل الدولية)، أو محكمة جديدة تماماً. وفي أي من الحالتين، ينبغي أن تُنشأ أي مؤسسة دائمة بموجب معاهدة متعددة الأطراف (أو بتعديل معاهدة قائمة على النحو الواجب).

غير أن الميزة الأساسية التي

تشارك فيها جميع مقترحات النهج القانوني لإعادة هيكلة الديون السيادية تتمثل في

أن عملية صنع القرار القانوني في قضايا إعادة هيكلة الديون تكون محكومة بمجموعة من القوانين الدولية المتفق عليها مسبقاً كجزء من الآلية الدولية لتسوية الديون. كما أن الغرض الأساسي من أي مرفق أو محكمة لإعادة هيكلة الديون السيادية هو تسوية الديون بصورة عادلة وفعالة وشفافة ويمكن التنبؤ بها، بحيث تكون قراراتها ملزمة لجميع الأطراف، وكذلك واجبة النفاذ عالمياً، بغض النظر عن الولاية القضائية.

ومن الواضح أن تأسيس مثل هذا الحل القانوني لإعادة هيكلة الديون سيكون أمراً بالغ الصعوبة، فضلاً عن أنه سيكون عملية طويلة من بدء التفاوض على معاهدة إلى التصديق عليها في نهاية المطاف. ولكي يكون النهج القانوني فعالاً، يجب أن يتوفر له عدد حاسم من الأطراف الموقعة على المعاهدة المتعددة الأطراف التي يقوم عليها هذا النهج. وعلى وجه الخصوص، يجب أن يضم تلك الاقتصادات التي صدر معظم الديون الخارجية حالياً في إطار ولايتها القضائية. ومن المحتم أن يكون ذلك أمراً يتسم بالصعوبة،

ينبغي أن يسمح الإطار القانوني المتعدد الأطراف لإعادة هيكلة الديون بالتجميد المؤقت للدين، ووقف دعاوى القضائية، وفرض ضوابط على صرف العملات، والإقراض لسداد المتأخرات لمنع الانهيار المالي في البلدان التي تواجه تراكمًا للديون، والسماح لها بالتوصل إلى اتفاق لإعادة هيكلة الديون يساعد على استعادة النمو والقدرة على تحمل الديون.

واو- الاستنتاجات

وهكذا فإن جوانب الضعف والتحديات المستمرة التي تفرضها الأسواق المالية الدولية تزيد من أهمية ضمان أخذ النقاش المتعلق بتعزيز آليات إعادة هيكلة الديون على محمل الجد. وتعكس النهج المختلفة إزاء هذه المسألة الاختلافات الواسعة في فهم طريقة سير الاقتصاد واحتياجاته، على النحو الذي تطرق إليه هذا الفصل، وهي اختلافات قد لا يسهل التوفيق بينها. وبالتالي، فقد يكون من الحكمة تبني نهج تدريجي إزاء التغيير في هذا المجال، انطلاقاً من أبسط المقترحات إلى أبعدها مدى. وما يبدو جلياً في هذا الصدد هو أنه رغم ما ينطوي عليه بناء توافق سياسي من صعوبات واضحة، فإنه لا غنى عن تبني إطار شامل وقابل للتنبؤ ومنصف ومتسق لإعادة هيكلة الديون السيادية بصورة تحقق الفعالية والكفاءة، ليكون هذا الإطار مفيداً للمدينين السياديين في الأمد البعيد، فضلاً عن فائدته للغالبية العظمى من الدائنين كذلك.

من المرجح أن تظل أزمات الديون الخارجية المتكررة تمثل تحدياً كبيراً للحكومة المالية العالمية. وكما هو مبين أعلاه، فإن إحدى القوى المحركة الرئيسية لهذه المديونية المتزايدة هي عامل الدفع الذي تمارسه الزيادة السريعة في تدفقات رؤوس الأموال الوافدة في سياق توسع عالمي سريع ومفرط في السيولة. وعلاوة على ذلك، فإن ما يصاحب ذلك من نمو في الأدوات المالية والديون التي كثيراً ما تكون معقدة ومبهمه، إلى جانب التغيرات الجوهرية في هيكل وتركيبه الديون الخارجية للبلدان النامية، يجعل ديونها مكشوفة بشدة أمام تقلبات الأسواق المالية الخاصة بوجه خاص، وفي الاقتصاد العالمي الحالي بصورة أعم. وحتى بالنسبة للبلدان النامية الأكبر والأكثر تقدماً، ليس من الواضح مدى استعدادها لمواجهة التحديات المتعددة الجوانب الناجمة عن انكشاف ديونها الخارجية بشكل أكبر أمام مخاطر السوق، والنظام المخصص والمجزأ لإعادة هيكلة الديون، والبيئة المؤسسية والاقتصادية إجمالاً التي تتسم بتوجه انكماش في عمليات تكييف الاقتصاد الكلي.

الحواشي

- (١) رغم تفاوت التقديرات الأخرى، فإن مثل هذه الأزمات، وفقاً لفورسيري وزدينكا (Furceri and Zdzienicka, 2011) من صندوق النقد الدولي، يمكن أن تقلص نمو الناتج بما يتراوح بين ٥ و ١٠ نقاط مئوية. وعلاوة على ذلك، وجد المؤلفان أنه بعد ٨ سنوات، يظل الناتج أقل بنحو ١٠ في المائة من اتجاه البلد قبل الأزمة.
- (٢) انظر، على سبيل المثال، *TDR 1986*, annex to chap. VI; *TDR 1998*, chap. IV; *TDR 2008*, chap. VI; Radelet, 1999; IMF, 2001.
- (٣) في هذه الوثيقة، يشمل مصطلح "الدين العام" الديون الخاصة التي تضمها الدولة، فيما يقتصر مصطلح "الدين الخاص" على الديون الخاصة غير المضمونة من الدولة، سيراً على التصنيف المتبع في إحصاءات الديون الدولية للبنك الدولي.
- (٤) تقدم حالتنا إسبانيا والولايات المتحدة مثلاً جيداً لهذه الظاهرة. ففي عام ٢٠٠٧، كانت الديون الخارجية للقطاع الخاص (باستثناء
- (٥) المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي، *World Bank, Quarterly External Debt Statistics - Special Data Dissemination Standard (QEDS-SDDS)*.
- (٦) المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي، *QEDS-SDDS*.
- (٧) المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى أداة تحليل هيكل الديون *Thomson Reuters' EIKON*.
- (٨) يعتمد هذا الفرع في جانب منه على مؤلف بوسلافسكي وغولدمان (Bohoslavsky and Goldmann, 2015).

- (٩) كان أبرز الأمثلة غزو فرنسا للمكسيك بعد أن أوقفت حكومة بينيتو خواريز مدفوعات الفائدة على ديونها الخارجية في عام ١٨٦١. وهناك مثال آخر هو حصار أساطيل ألمانيا وإيطاليا والمملكة المتحدة للموانئ الفنزويلية في الفترة ١٩٠٢-١٩٠٣ لإجبار الحكومة الفنزويلية على سداد ديونها الخارجية لمواطني تلك الدول. ودفعت مثل هذه الحالات إلى إبرام اتفاقية دراغو - بورتير لعام ١٩٠٧، التي أنشأت المبدأ العالمي الذي يقضي بعدم جواز استخدام الدول للقوة من أجل تحصيل المطالبات الناشئة عن الديون السيادية المستحقة لمواطنيها لدى دولة ما (Benedek, 2007).
- (١٠) أوقفت المملكة المتحدة أيضاً قابلية الجنيه للتحويل؛ واضطر ذلك الدائنين الأجانب إلى استخدام الموارد التي يتم الحصول عليها من مدفوعات سداد الديون للمملكة المتحدة في شراء السلع أو الأصول من داخل منطقة الجنيه.
- (١١) انظر أيضاً: الحكم الخاص بجمهورية الأرجنتين ضد شركة ويلتوفر لعام ١٩٩٢ (Republic of Argentina v. Weltover, Inc.)، الذي اعتبر إصدار السندات "نشاطاً تجارياً".
- (١٢) في جميع هذه المخططات، يمكن للدائنين الاختيار بين "خيار تخفيض الديون"، الذي يطبق المعدلات المناسبة لإلغاء الديون وإعادة جدولة الديون المتبقية، بما في ذلك قروض المساعدة الإنمائية الرسمية، وبين الخيارات الأخرى التي تقلل عبء الدين عن طريق تمديد فترة السداد وتخفيض أسعار الفائدة.
- (١٣) على سبيل المثال، ألزم نادي باريس أوكرانيا وباكستان بالحصول من الدائنين الخاصين على مستوى لتخفيف عبء الديون مماثل للتنازلات المقدمة من النادي.
- (١٤) تسعى شروط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي (وبخاصة التي تنطوي على إصلاحات هيكلية)، في الواقع، على بعض الأهداف الإضافية، مثل إعادة تعريف خيارات التنمية الوطنية وفقاً لآراء الدائنين ومصالحهم (Akyüz, 2005). وتعترف بعض تقارير صندوق النقد الدولي بأن هناك "مخاوف مشروعة من أن الشروط الهيكلية تذهب في كثير من الحالات إلى ما هو أبعد مما يمكن تبريره فيما يتصل بالغرض المقصود من المشروطة والمتمثل في حماية موارد الصندوق" (IMF, 2001: 27). وعلاوة على ذلك، يؤكد تقرير صادر عن مكتب التقييم المستقل التابع لصندوق النقد الدولي أنه "لا ينبغي استغلال الأزمة كفرصة لتمرير برنامج طويل من الإصلاحات بمداول زمنية مفصلة لمجرد قدرة [الصندوق] العالية على الضغط، حتى وإن كانت هذه الإصلاحات مفيدة للكفاءة الاقتصادية في الأجل الطويل" (IMF, 2003a: 50).
- (١٥) كان النجاح محدوداً في إشراك الدائنين التجاريين، وبدأ بعضهم مقاضاة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون من أجل سداد الديون بالكامل.
- (١٦) في عملية إعادة هيكلة الديون اليونانية في عام ٢٠١٢، على سبيل المثال، كانت المصارف التجارية صاحبة السندات اليونانية ممثلة بواسطة معهد التمويل الدولي، الذي يضم في عضويته مصارف، وشركات تأمين، ومديري أصول، وصناديق ثروات سيادية، وصناديق تقاعد، ومصارف مركزية، ومصارف تنمية.
- (١٧) في عام ١٩٩٧، أطلق صندوق النقد الدولي مرفق الاحتياطي التكميلي لمساعدة البلدان على مواجهة "الاحتياجات الكبيرة من التمويل القصير الأجل الناجمة عن فقدان ثقة السوق بصورة مفاجئة ومعطلة، بما ينعكس في شكل ضغوط على حساب رأس المال والاحتياطيات للبلد العضو" (IMF, 1997). وفي وقت لاحق، يمكن للبلدان التي تستوفي معايير الأهلية المحددة مسبقاً الوصول بسرعة إلى خطوط الائتمان التحوطية القصيرة الأجل. وتم توفير خط الائتمان الطارئ في عام ١٩٩٩، وأعقبه خط زيادة الاحتياطي في عام ٢٠٠٦، ومرفق السيولة قصيرة الأجل في عام ٢٠٠٨، عقب انهيار بنك ليمان براذرز مباشرة. ولما لم يتقدم المستخدمون المحتملون لهذا التمويل التحوطي، اضطر صندوق النقد الدولي لاقتراح خطوط ائتمان جديدة لكي يتلقى في النهاية عدداً من الطلبات: خط الائتمان المرن في عام ٢٠٠٩، وخط الائتمان التحوطي في عام ٢٠١٠ - التي تتسم بفرص أكبر للاستفادة منها، وبفترات أطول السداد مع مزيد من المرونة، ودون مشروطيات لاحقة.
- (١٨) تقدمت بولندا وكولومبيا والمكسيك بطلبات لصندوق النقد الدولي للاستفادة من خط الائتمان المرن، بينما تقدمت جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية سابقاً والمغرب بطلبات للصندوق للاستفادة من خط الائتمان التحوطي.
- (١٩) لم يبلغ التشريع الجديد مبدأ تشميرتي بالكامل، وإنما أضاف إليه شرط "الملاذ الآمن" لدعاوى التقاضي التي لا يقل فيها سعر الشراء الإجمالي عن ٥٠٠ ٠٠٠ دولار.
- (٢٠) انظر: الموقع مصرف التنمية الأفريقي على شبكة الإنترنت: <http://www.afdb.org/en/topics-and-sectors/initiatives-partnerships/african-legal-support-facility/vulture-funds-in-the-sovereign-debt-context> (تم الاطلاع عليه في ١٠ آب/أغسطس ٢٠١٥).
- (٢١) قضية *GMO Trust v. The Republic of Ecuador*, (1:14-cv-09844), United States District Court for the Southern District Court of New York (تمت تسويتها في نيسان/أبريل ٢٠١٥).
- (٢٢) انظر، على سبيل المثال، محكمة العدل الأوروبية، قضية *European Court of Justice, Fahnenbrock et al. v. Greece*, C-226/13 et al., judgment pending; *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8.
- (٢٣) انظر التقرير المتعلق بالصناديق الانتهازية وحقوق الإنسان المقدم من الخبير المستقل المعني بمسائل الدين الخارجي وحقوق الإنسان في مجلس حقوق الإنسان التابع للأمم المتحدة لعام ٢٠١٠ (A/ HRC/14/21، ٢٠١٠)، متاح على الموقع: http://www2.ohchr.org/english/bodies/hrcouncil/docs/14session/A.HRC.14.21_AEV.pdf.
- (٢٤) البلدان المتضررة هي: إثيوبيا، أنغولا، أوغندا، بوركينا فاسو، جمهورية الكونغو الديمقراطية، جمهورية تنزانيا المتحدة، زامبيا، ساو تومي

- Fedax v. Venezuela*, ICSID Case ARB/96/3; *Československa obchodní banka v. Slovak Republic*, ICSID Case ARB/97/4; *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8. انظر الاستثمارات المباشرة، انظر (٣٤)
- Cf. ITLOS Case No. 20, *ARA Libertad (Argentina v. Ghana)*, Order of 15 December 2012. وأمرت المحكمة الدولية لقانون البحار بالإفراج عن السفينة الأرجنتينية التي فرضت السلطات الغانية الحراسة عليها. (٣٥)
- Elliott Associates*, Brussels Court of Appeals, 8th Chamber, General Docket 2000/QR/92, 26 September 2000. (٣٦)
- NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, No. 08 Civ. 6978 (TPG), United States District Court for the Southern District of New York, Order of 23 February 2012؛ وجاء في الحكم: "كلما سددت جمهورية [الأرجنتين] أي مبلغ مستحق بموجب [...] [سندات الصرف] ... يتعين على الجمهورية في نفس الوقت أو في وقت سابق سداد 'مبلغ متناسب' إلى المدعين. [...] ويجب أن يكون هذا 'المبلغ متناسب' مبلغاً مساوياً 'نسبة السداد' مضاعفة بالمبلغ الإجمالي المستحق حالياً [للمدعين]. وتكون 'نسبة السداد' هذه هي الجزء المحسوب بقسمة المبلغ المسدد فعلاً أو الذي تعتمده الجمهورية سداده بموجب سندات صرف على المبلغ الإجمالي المستحق عندئذ بموجب شروط سندات الصرف هذه". (٣٧)
- Lienau O, Institutional Options for Debt Restructuring, Background Paper for the UNGA Ad Hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring, Revised draft 21 April 2015. يعتمد هذا الفرع في جانب منه على: (٣٨)
- انظر قرارات الجمعية العامة ١٩١١/٦٤، ١٤٤٤/٦٥، ١٨٩/٦٦، و١٩٨/٦٧، ٢٠٢/٦٨، و٣٠٤/٦٨. (٣٩)
- بالنسبة للاقتراح الثاني، انظر UNCTAD, 2015. (٤٠)
- انظر: www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbn.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057
- وبرينسيبي، السودان، سيراليون، الكاميرون، كوت ديفوار، الكونغو، ليبيريا، مدغشقر، موزامبيق، النيجر، هندوراس. (٢٥)
- Donegal International Ltd. v. Zambia*, High Court of Justice (England and Wales), [2007] EWHC 197 (Comm). (٢٦)
- المملكة المتحدة، قانون تخفيف عبء الديون (البلدان النامية) لعام ٢٠١٠. (٢٧)
- انظر: *Allied Bank International v. Banco Credito Agricola de Cartago*, United States Court of Appeals, 2d Cir., March 18, 1985 (757 F.2d 516); *Pravin Banker Associates v. Banco Popular del Peru*, 109 F. 3d 850, 854 (2d Cir. 1997); *Elliot Associates v. Banco de la Nación and the Republic of Peru*, 12 F.Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 1998). (٢٨)
- انظر، على سبيل المثال، المحكمة الدستورية الاتحادية (ألمانيا)، Federal Constitutional Court (Germany), cases 2 BvM 1-5/03, 1, 2/06, decision of 8 May 2007, BVerfGE 118, .124. For ICSID cases, see Waibel, 2007a. (٢٩)
- Supreme Court of New York, *Crédit francais, S.A. v. Sociedad financiera de comercio, C.A.*, 128 Misc.2d 564 (1985); *EM Ltd. v. Argentina*, Summary Order, 05-1525-cv, 13 May 2005 (obiter dictum lacking precedential value). (٣٠)
- انظر، على سبيل المثال، القضية المتعلقة بالحصانة القضائية للأرجنتين في المحاكم الإيطالية (Corte Suprema di Cassazione, Sezioni Unite Civile, 21 April 2005)، وحالات دعاوى تقاضي الممتنعين أمام المحاكم الأرجنتينية (Juzgado Nacional en lo Contencioso Administrativo Federal N° 1, 12 October 2006). (٣١)
- Federal Constitutional Court, Case 2 BvM 1/03 et al., decision of 8 May 2007. (٣٢)
- NML Capital Limited (Appellant) v. Republic of Argentina (Respondent)* [2011] UKSC 31. (٣٣)
- Abaclat v. Argentine Republic*, ICSID Case ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 14 August 2011؛ وانظر أيضاً Gallagher 2011; and Waibel, 2007b. وفيما يتعلق بمسألة ما إذا كان يمكن اعتبار الديون السيادية من قبيل

المراجع

- Adamson MR (2002). The failure of the Foreign Bondholders Protective Council Experiment, 1934-1940. *Business History Review*, 76: 479-514.
- Akyüz Y (2005). Reforming the IMF: Back to the drawing board. *Global Economic Series 7*, Third World Network, Penang.
- Akyüz Y (2012). The boom in capital flows to developing countries: Will it bust again? *Ekonomi-tek*, 1: 63-96.
- Avdjiev S, Chui M and Shin HS (2014). Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, December: 67-77.
- Benedek W (2007). Drago-Porter Convention (1907). In: Wolfrum R, ed. *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online edition). Oxford, Oxford University Press. Available at: <http://opil.ouplaw.com/view/10.1093/law:epil/9780199231690/law-9780199231690-e733?rskey=v9R9cj&result=1&prd=EPIL>.
- Bohoslavsky JP and Goldmann M (2015). Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law: An incremental approach. Background paper prepared for *TDR 2015*, May.
- Buchheit L and Pam JS (2004). The pari passu clause in sovereign debt instruments. *Emory Law Journal*, 53: 869-922.
- Buchheit L and Gulati M (2013). The gathering storm: Contingent liabilities in a sovereign debt restructuring. Social Science Research Network (SSRN). Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292669.
- Buchheit L, Gelper A, Gulati M, Panizza U, Weder di Mauro B and Zetterlmeyer J (2013). Revisiting sovereign bankruptcy. Committee for International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, Washington, DC.
- Bulow J and Rogoff K (1990). Cleaning up third world debt without getting taken to the cleaners. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1): 31-42.
- Cosio-Pascal E (2008). The emerging of a multilateral forum for debt restructuring: The Paris Club. UNCTAD Discussion Paper No. 192, UNCTAD, Geneva.
- Eichengreen B and Portes R (1986). Debt and default in the 1930s: Causes and consequences. *European Economic Review*, 30: 599-640.
- Eskridge W (1985). Les jeux sont faits: Structural origins of the international debt problem. *Virginia Journal of International Law*, 25(2): 281-400.
- Feldmann H (1991). Internationale Umschuldungen im 19. und 20. Jahrhundert, 20 et seq.
- Furceri D and Zdzienicka A (2011). How costly are debt crises? Working paper 11/280, IMF, Washington, DC.
- Florez JH and Decorzant Y (2012). Public borrowing in harsh times: The League of Nations Loans revisited. Working Paper Series, WPS 12091, University of Geneva, Geneva.
- Galvis S and Saad A (2004). Collective action clauses: Recent progress and challenges ahead. *Georgetown Journal of International Law*, 35(4): 713-730.
- Grossman HI (1988). The political economy of war debts and inflation. Working Paper Series, No. 2743, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gallagher KP (2011). The new vulture culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties. Working Paper 02/2011, International Development Economics Associates (IDEAs), New Delhi.
- Haldane AG (2011). The big fish, small pond problem. Speech delivered at the Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, New Hampshire, 9 April 2011.
- IMF (1997). IMF approves supplemental reserve facility. Press release no. 97/59, Washington, DC, 17 December.
- IMF (2001). Conditionality in fund-supported programs – Policy Issues, Washington, DC, 16 February.
- IMF (2003a). Evaluation report: The IMF and recent capital account crises, Indonesia, Korea, Brazil. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2003b). Evaluation report: Fiscal adjustment in IMF-supported programmes. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2004). Evaluation report: IMF and Argentina: 1991-2001. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2012). *World Economic Outlook*, Washington, DC, October.

- IMF (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. Staff report, Washington, DC.
- Krueger A and Hagan S (2005). Sovereign workouts: An IMF perspective. *Chicago Journal of International Law*, 6: 214–215.
- Lienau O (2015). Institutional options for debt restructuring. Background Paper for the United Nations General Assembly Ad Hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring (revised draft 21 April).
- Lindert PH and Morton PJ (1989). How sovereign debt has worked. In: Sachs JD, ed. *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago, IL, University of Chicago Press: 225–227.
- Mussa MI and Savastano MA (1999). The IMF approach to economic stabilization. Working Paper 99/104, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Myers MG (1945). The League loans. *Political Science Quarterly*, 60: 492–526.
- Ocampo JA (2015). Resolution of balance of payment crises: Emergency financing and debt workouts. WIDER Working Paper 2015/11, UNU-WIDER, Helsinki.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. London, ZED books.
- O’Connell A (2014). Beyond austerity: Default, debt restructuring or no recovery. Speech delivered at the Institute for New Economic Thinking–Centre for International Governance Innovation Conference, Toronto, 10–13 April 2014.
- Panizza U (2008). Domestic and external public debt in developing countries. UNCTAD Discussion Paper No. 188, UNCTAD, Geneva.
- Paris Club (2015). Rescheduling and cancellation. Available at: <http://www.clubdeparis.org/sections/types-traitement/reechelonnement>.
- Radelet S (1999). Orderly Workouts for Cross-Border Private Debt. Development Harvard Institute for International Development Discussion Paper No. 721. Harvard University, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff K (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Schumacher J, Trebesch C and Enderlein H (2014). Sovereign defaults in court. Social Science Research Network. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2189997>.
- TFFS (Task Force on Finance Statistics) (2013). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. IMF, Washington, DC.
- Toussaint E (2006). The Marshall Plan and the Debt Agreement on German Debt. Available at: <http://cadtm.org/The-Marshall-Plan-and-the-Debt>,
- UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief No. 29. UNCTAD, Geneva.
- UNCTAD (2015). *Sovereign Debt Workouts: Going Forward. Roadmap and Guide*. Geneva, United Nations. Available at: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf.
- UNCTAD (TDR 1986). *Trade and Development Report, 1986*. United Nations publication. Sales No. E.86.II.D.5, New York.
- UNCTAD (TDR 1998). *Trade and Development Report, 1998. Financial Instability. Growth in Africa*. United Nations publication. Sales No. E.98.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2001). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2008). *Trade and Development Report, 2008. Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- Van Harten G (2007). *Investment Treaty Arbitration and Public Law*. Oxford, Oxford University Press.
- Waibel M (2007a). Two worlds of necessity in ICSID arbitration: CMS and LG&E. *Leiden Journal of International Law*, 20: 637–648.
- Waibel M (2007b). Opening Pandora’s box: Sovereign bonds in international arbitration. *American Journal of International Law*, 101: 711–759.
- Waibel M (2011). *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge, Cambridge University Press.

الفصل السادس

التمويل الدولي الطويل الأجل للتنمية: التحديات والفرص

ألف - مقدمة

الاستثمار والعائدات الاجتماعية التي تتحقق من ورائه. ومن المسلم به أيضاً أن الأسواق المالية الخاصة، إذا ما تُركت لحركتها الخاصة، نادراً ما توجه التمويل إلى فئات من قبيل مقترضي المشاريع الصغيرة والمتوسطة، أو المشاريع المبتدئة، أو إلى الأنشطة التي لا تكون عائداً واضحة بصورة فورية ولا يمكن حسابها بسهولة. ويؤثر ذلك سلباً على الأنشطة التي يمكن أن تكون حاسمة بالنسبة للنمو مستقبلاً، والتي يمكن أن تنتج فوائد اجتماعية كبيرة، مثل الابتكار والتقدم التكنولوجي وحماية البيئة. وهذه السمات تميز بنفس القدر الأسواق المالية العالمية. ومن ثم، فإن ازدياد الاندماج المالي للبلدان النامية لم يحقق توقعات تسهيل الوصول إلى هذا النوع من التمويل الطويل الأجل اللازم لتعزيز النمو والتنمية. ونتيجة لذلك، يبدو أن هناك حاجة لاتخاذ إجراءات من جانب الدولة لكفالة توفير التمويل الخارجي والمحلي على حد سواء لهذه الأغراض على المدى الطويل.

ويمكن أن تتفاوت طبيعة مثل هذا التدخل من جانب الدولة وفقاً لأنواع الأنشطة المقرر تمويلها. فتمويل المنافع العامة البحتة يتطلب بالضرورة توفر الإيرادات المحلية العامة المناسبة؛ وفي سياق التمويل الخارجي، من الأكثر ترجيحاً أن يجري دعمه من المساعدة الإنمائية الرسمية أو غيرها من أشكال التعاون الإنمائي. أما في حالة السلع والخدمات المستحقة للجميع، فضلاً عن الأنشطة الأخرى التي تنطوي عوامل خارجية إيجابية كبيرة، فيمكن تصور مزيج من الترتيبات العامة والخاصة، بما يشمل عادة قدرًا من الدعم الحكومي الصريح أو الضمني، وهو ما يتطلب بدوره موارد داخلية أو خارجية، يتم توجيهها

ينبع أحد الشواغل التي تكرر ظهورها في الفصول السابقة في ما يبدو من انعدام قدرة النظامين النقدي والمالي العالميين الحاليين على توفير التمويل الطويل الأجل للنمو والتنمية. وينظر هذا الفصل في بعض الاستراتيجيات الممكنة لضمان توفير هذا التمويل. وينصب التركيز على تمويل تكوين رأس المال الإنتاجي، بما في ذلك البنية التحتية، مما يساعد بشكل مباشر وغير مباشر على تسريع وتيرة النمو والتغيير الهيكلي. ويتطلب ذلك من الناحية الفعلية تحدي الأساس المنطقي للتدفقات المالية الخاصة التي تحركها الأرباح وأشكال الربح القصيرة الأجل، وتعزيز آليات تعبئة وتخصيص التمويل المحلي والخارجي لخلق القيمة والتنمية على مدى أفق زمني أطول. وفي حين من المرجح أن تظل الموارد المحلية (الخاصة والعامة) هي الأكثر أهمية (*TDRs 2008 and 2013*)، فإن التمويل الدولي يمكن أن يؤدي دوراً هاماً عندما لا يتوفر التمويل المحلي أو يكون غير كافٍ، وبخاصة عندما يكون البلد بحاجة إلى نقد أجنبي لاستيراد السلع الرأسمالية ومدخلات الإنتاج بما يتجاوز حصائله من صادراته من السلع والخدمات.

ومن المعروف أنه لا يمكن الاعتماد على الأسواق المالية الخاصة لتمويل المشاريع الاستثمارية بشكل كامل على المدى الطويل. ويرجع ذلك إلى أن الاستثمارات المرتبطة بذلك عادة ما تشمل فترات أطول كفي تؤتي المشاريع ثمارها، وتنطوي على قدر أكبر من المخاطر وعدم اليقين بشأن النتائج في نهاية المطاف، حتى في الوقت الذي تخلق فيه عوامل خارجية إيجابية هامة لبقية الاقتصاد والمشاريع الاستثمارية المكتملة. وتولد هذه العوامل اختلافات بين الربحية الخاصة لمثل هذا

الطويل الأجل من أجل التنمية إلى ترتيبات أخرى، أبرزها من خلال زيادة التركيز على البرامج والمشاريع التي تنطوي على الشراكات بين القطاعين العام والخاص، على النحو الذي يدرسه الفرع جيم. غير أنه بينما توفر هذه الشراكات فرصاً لإشراك شركات القطاع الخاص في استثمارات البنية التحتية، فإن هناك أيضاً مخاطر ترتبط بها، وخاصة من حيث التكاليف المالية، التي يمكن أن تكون أكبر بكثير مما هو متوقع، ويمكن أن تمتد إلى فترة زمنية طويلة جداً. ويتناول الفرع دال دور صناديق الثروات السيادية. فبعضها يتحكم في كميات كبيرة من رؤوس الأموال، ويمكن تصور أن تؤدي دوراً هاماً في توفير جانب من التمويل طويل الأجل للتنمية؛ غير أن مشاركتها في هذا المجال كانت محدودة للغاية حتى الآن. ويتناول الفرع هاء بالتحليل استخدام مصارف التنمية الوطنية والإقليمية والأقليمية، التي لا تزال توفر خياراً فعالاً لتعبئة التمويل طويل الأجل. والمبادرات الجديدة التي شهدتها هذا المجال في الآونة الأخيرة هي مبادرات مشجعة، وإن كان الأمر يتطلب زيادتها بشكل كبير لكي تنجح في تحقيق أهداف التنمية الحالية والمستقبلية.

يتطلب تمويل تكوين رأس المال الإنتاجي تحدي الأساس المنطقي للتدفقات المالية الخاصة التي تحركها الأرباح وأشكال الربح القصيرة الأجل.

عادة من خلال الخزينة العامة. وتتمثل إحدى الاستجابات المحتملة في المبادرات الأخيرة القائمة على أساس الشراكة بين القطاعين العام والخاص. وأخيراً، هناك بعض الأنشطة التي تحدث تغييرات في الهياكل الإنتاجية، والتي يمكن أن تكون مربحة (مثل بعض أنواع الاستثمار في البنية التحتية)، وإن كان مستثمرو القطاع الخاص يتجنبونها مع ذلك بسبب عدم اليقين الذي يرتبط باحتياجاتها الهائلة من الاستثمارات مع ضخامة التكاليف الأولية، وطول فترات نضج المشاريع والمخاطر المرتبطة بها. وتقتضي هذه المشاريع دوراً أكبر للمؤسسات المالية المصممة تحديداً للقيام بمثل هذه الاستثمارات طويلة الأجل، مثل مصارف التنمية.

وينظر هذا الفصل في كل نوع من هذه الأنواع للتمويل الخارجي طويل الأجل للتنمية. فالفرع باء يرى أنه في حين

ازداد التمويل الرسمي في العقد الماضي، فإنه لا يزال أقل بكثير من المستوى المطلوب، وتظل هناك بعض الشواغل حول فعاليتها وحول الشروط التي تُدرج أحياناً في المساعدة الإنمائية الرسمية. ونتيجة لذلك، تلجأ بعض الدول النامية التي تسعى وراء التمويل الخارجي

باء- التمويل من خلال التعاون الرسمي

وقد جرت العادة على النظر إلى التمويل الرسمي كنوع من التدفقات من البلدان المتقدمة إلى البلدان النامية، وبخاصة البلدان الأشد فقراً. غير أن الاتجاهات الأخيرة تشير إلى تنامي أهمية البلدان النامية الناشئة كجهات مانحة، وإن كانت توفر أشكالاً لتعاون الإنمائي والمساعدة تختلف عن ما تقدمه الجهات المانحة التقليدية.

١ - المساعدة الإنمائية الرسمية المقدمة من البلدان المتقدمة

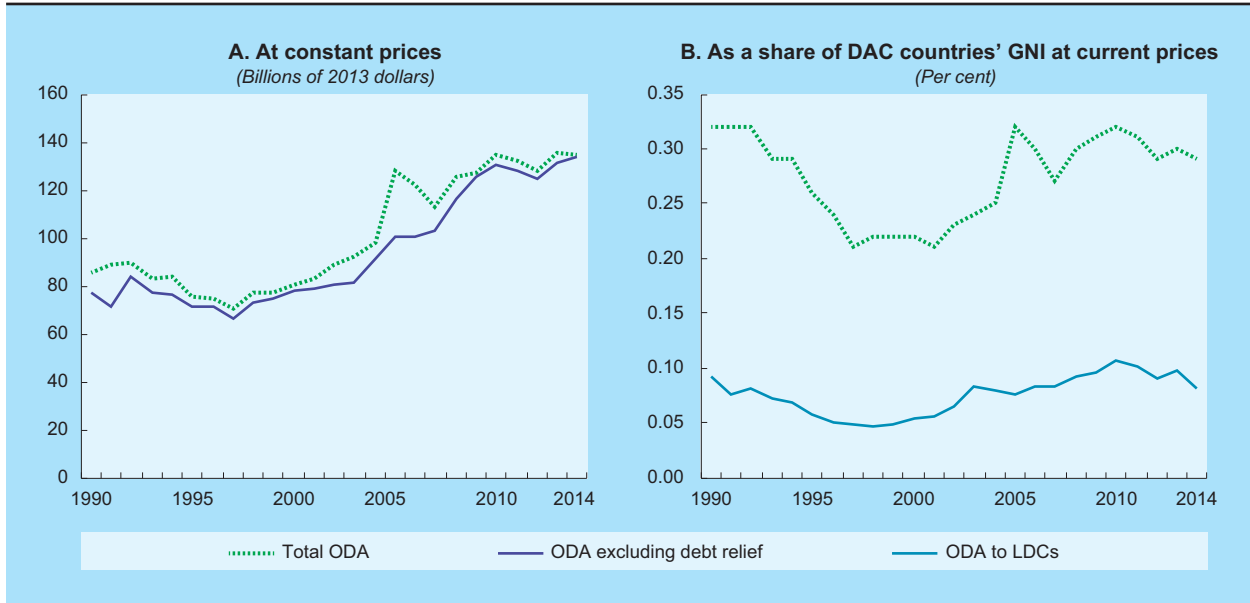
إن ما يُعرف حالياً باسم المساعدة الإنمائية الرسمية هو مجموعة فرعية من المعونات الخارجية الرسمية المقدمة من البلدان المتقدمة

يشير التمويل الإنمائي الرسمي إلى النفقات الموجهة إلى تدعيم القدرات الإنتاجية والنهوض بعملية التغيير الهيكلي وتعزيز الرفاه الاجتماعي في البلدان المتلقية. وهي لا تتضمن المساعدات الإنسانية والعسكرية بمختلف أنواعها. وهي تشمل تقديم المنح أو القروض، التي يمكن توفيرها على المستوى الثنائي أو توجيهها من خلال الوكالات المتعددة الأطراف والمنظمات غير الحكومية. والمنح لا تتطلب السداد، في حين يتم تقديم القروض ببعض عناصر الدعم وإن كان لا بد من سدادها، بما يعني بالتالي تحقيق عائد للمانح بشكل أو بآخر. ومن الأهمية ملاحظة هذا التمييز، لأن الأشكال المختلفة من النفقات المتصلة بالتنمية تكون لها تأثيرات مختلفة على قدرات البلدان على خدمة ديونها، وبالتالي فإن استخدام القروض التي تشكل جزءاً من المساعدة الإنمائية ينبغي أن تولد الدخل اللازم لسداد الديون.

المائة فقط من إجمالي الدخل القومي، وهي نسبة أقل بكثير عن الهدف المترجم به البالغة ٠,٧ في المائة من الدخل القومي الإجمالي، بل وأقل من الحصة المسجلة في أوائل التسعينات من القرن الماضي^(١). وعلاوة على ذلك، كانت هذه النسبة تأخذ اتجاهًا نزوليًا منذ عام ٢٠١٠، سواء بالنسبة لمجموع المساعدة الإنمائية الرسمية والمساعدة الإنمائية الرسمية الموجهة لأقل البلدان نموًا (الشكل ٦-١ ب). وكان حوالي ثلث المساعدة الإنمائية الرسمية موجهًا إلى أقل البلدان نموًا، حيث كانت تستأثر، في المتوسط، بأكثر من ٧٠ في المائة من التمويل الخارجي (United Nations, 2014a). وبالقائمة الثابتة للدولار، ازدادت هذه المساعدات إلى أكثر من الضعف بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠١٠، ولكنها أخذت في التراجع في السنوات الأخيرة. وفي واقع الأمر، انخفضت المعونات الثنائية لأقل البلدان نموًا بنسبة ١٦ في المائة في عام ٢٠١٤ (OECD, 2015). وعلاوة على ذلك، تشير خطط الإنفاق لدى الجهات المانحة الرئيسية إلى أنه من غير المرجح أن يحدث نمو كبير في تدفقات المساعدة الإنمائية الرسمية في المدى المتوسط (OECD, 2014a).

الشكل ٦-١

المساعدة الإنمائية الرسمية المقدمة من بلدان لجنة المساعدة الإنمائية، ١٩٩٠-٢٠١٤



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى قاعدة بيانات إحصاءات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي OECD.stat.

تحقيق الأهداف الإنمائية للألفية. وازدادت المساعدة الإنمائية الرسمية الموجهة لهذا القطاع بنسبة ١١٧ في المائة (بالقيمة الثابتة للدولار) بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٨. وسُجّلت زيادة مماثلة للمساعدة الإنمائية

إلى البلدان النامية. وكانت ضرورة إيجاد تدفق مستقر للمساعدة الإنمائية الرسمية محل نقاش بالفعل في الخمسينات والستينات من القرن الماضي. وفي نهاية المطاف، أدت المفاوضات التي جرت في منظومة الأمم المتحدة إلى إعلان البلدان المتقدمة التزامها بتحويل ما لا يقل عن ٠,٧ في المائة من دخلها القومي الإجمالي سنوياً كمساعدات خارجية للبلدان النامية^(٢).

وبعد فترة من التراجع والركود في التسعينات من القرن الماضي، ازدادت بشكل كبير تدفقات المساعدة الإنمائية الرسمية المسجلة إلى البلدان النامية في العقد الأول من القرن الحالي (الشكل ٦-١ أ). وارتفع صافي المدفوعات من أعضاء لجنة المساعدة الإنمائية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي من ٨٩ بليون دولار في عام ٢٠٠٢ إلى ١٣٤ بليون دولار في عام ٢٠١٤ (بالقيمة الثابتة للدولار عام ٢٠١٣) - بزيادة نسبتها ٥١ في المائة، وإن كان بمبلغ أقل قليلاً من المستويات القياسية المسجلة في عامي ٢٠١٠ و ٢٠١٣. غير أن ذلك ظل لا يمثل إلا ٠,٢٩ في

وقد وُجّهت نسبة متزايدة من مساعدات لجنة المساعدة الإنمائية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي إلى القطاع الاجتماعي - وهو ما جاء في جانب منه نتيجة للجهود الرامية إلى

يمكن أن تحسن مراقبة استخدام الأموال، بما في ذلك عن طريق ربط تقديمها بشراء السلع والخدمات التي تنتجها شركات البلد المانح. وتشير التقديرات إلى أن المعونة المشروطة ترفع تكلفة السلع والخدمات، وتقلل من إمكانيات التنمية المحلية^(٥). وتُعد المعونة المتعددة الأطراف ودعم الميزانية خيارات أفضل بوجه عام للمستفيدين، لأنها تقلل من احتمالات أن تمارس تفضيلات المانحين تأثيرات مشوّهة، وتزيد بالتالي من امتلاك البلد المتلقي لزام المعونة. كما أنها قد تساعد في تحسين القدرة على التنبؤ بالمعونات واتساقها وشفافيتها والمساءلة عنها (UNCTAD, 2006). وكانت المعونات المتعددة الأطراف تمثل ٣٩ في المائة من مجموع المساعدة الإنمائية الرسمية في الفترة ٢٠١٢-٢٠١١ (OECD, 2014b). كما أن المعونات المقدمة على أساس متعدد السنوات تكون أكثر قابلية للتنبؤ بالنسبة للبلد المتلقي؛ فعندما تكون المعونة متقلبة ولا يمكن التنبؤ بها، يمكن أن تنخفض قيمتها بنسبة تصل إلى ١٥-٢٠ في المائة^(٦).

وإلى جانب طرائق المساعدة الإنمائية الرسمية، فإن طبيعة بعض مكوناتها تؤثر أيضاً على فعاليتها. وفي الواقع، فإن بعض التدفقات المدرجة في تعريف لجنة المساعدة الإنمائية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي لا توفر سوى مساعدات إنمائية محدودة. فعلى سبيل المثال، ظل من الممكن لسنوات عديدة تسجيل جانب من القروض المقدمة بأسعار الفائدة السائدة في السوق كمساعدات إنمائية رسمية حتى وإن لم تكن تعكس أي جهد من جانب الجهة المانحة، مجرد أن سعر الفائدة المرجعي البالغ ١٠ في المائة كان مرتفعاً بشكل مفرط. وثمة عناصر أخرى من مكونات المساعدة الإنمائية الرسمية لا تنطوي على نقل للموارد إلى البلدان النامية، مثل النفقات التي يتم إنفاقها في البلدان المانحة، بما في ذلك المساعدة التقنية والتكاليف الإدارية وتكاليف تعليم الطلبة الأجانب وتكاليف استضافة اللاجئين (Charnoz and Severino, 2015). وعلاوة على ذلك، يتم إدراج تخفيف عبء الديون كعنصر هام من عناصر المساعدة الإنمائية الرسمية، حتى في الحالات التي لا يكون لها سوى قليل من التأثير، إن كان لها أي تأثير، من حيث التدفقات المالية الصافية (انظر الشكل ٦-١ ألف). بل وقد تُحسب بعض القروض مرتين ضمن المساعدة الإنمائية الرسمية: عند تقديمها، ومرة أخرى عند إلغائها. ووفقاً لمنظمة أكشن إيد (ActionAid, 2005)، كان ٣٩ في المائة فقط من المساعدة الإنمائية الرسمية في عام ٢٠٠٣ هي "معونات حقيقية"^(٧).

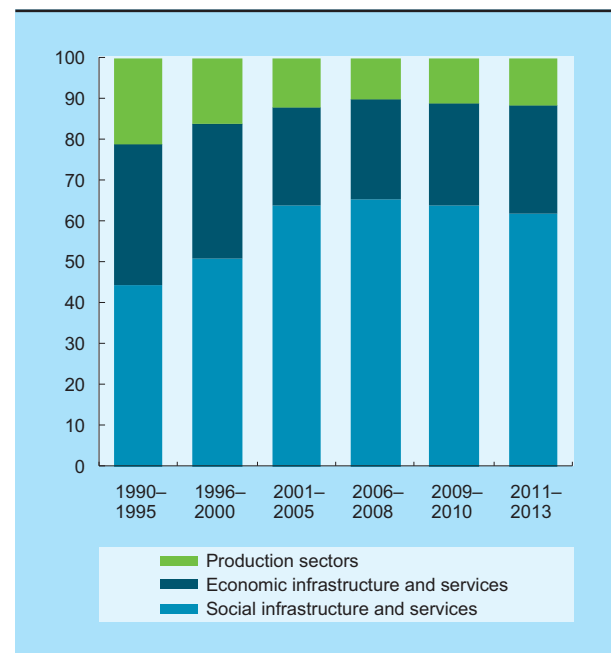
واستجابت لجنة المساعدة الإنمائية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي لهذه الانتقادات بالتمييز بين مجموع المساعدة الإنمائية الرسمية المعونة القابلة للبرمجة القطرية، المعروفة أيضاً باسم المعونات الأساسية. وتستثني المعونة القابلة للبرمجة القطرية من المساعدة الإنمائية الرسمية تلك الأنشطة الثنائية التي لا يمكن التنبؤ بها

الرسمية الموجهة إلى البنية التحتية الاقتصادية وإلى قطاع الخدمات، في حين سجلت المعونة المقدمة لقطاع الإنتاج زيادة أقل بلغت ٧٨ في المائة. وعند النظر إليها من منظور آخر، نجد أن حصة المساعدة الإنمائية الرسمية الموجهة للقطاع الاجتماعي في إجمالي المعونات الإنمائية^(٨) قد ارتفعت من أقل من ٥٠ في المائة في التسعينيات من القرن الماضي إلى أكثر من ٦٠ في المائة في عام ٢٠٠٨، ثم ظلت مستقرة نسبياً منذ ذلك الحين. وفي المقابل، تراجع حصة تدفقات المساعدة الإنمائية الرسمية الموجهة إلى البنية التحتية الاقتصادية وقطاع الخدمات، فضلاً عن قطاعات الإنتاج (الشكل ٦-٢).

الشكل ٦-٢

تكوين المساعدة الإنمائية الرسمية التنموية حسب الفئات الرئيسية، ١٩٩٠-٢٠١٣

(نسبة مئوية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى قاعدة بيانات إحصاءات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي OECD.stat.

وتتفاوت فعالية المساعدة الإنمائية الرسمية^(٩) في دعم التنمية متفاوتاً كبيراً تبعاً لطرائق عملها، وما إذا كانت تتكون من المنح أو القروض، وما إذا كانت تُقدم بشكل ثنائي أو من خلال وكالات متعددة الأطراف، وما إذا كانت تأخذ شكل دعم للميزانية (دون تخصيصه لأي غرض محدد) أو شكل تمويل لمشاريع. وتفضل البلدان المانحة عموماً تمويل المشاريع من خلال إجراءات ثنائية، لأنها

دولار و ١٩ بليون دولار، وكان نصيبها في إجمالي التعاون الإنمائي يبلغ ١٠ في المائة في عام ٢٠١١، بارتفاع عن نسبتها البالغة ٦,٧ في المائة في عام ٢٠٠٦. غير أن ذلك قد يكون أقل من الواقع كثيراً، خاصة مع اختلاف تعريفات المساعدة الإنمائية، وعدم وجود بيانات منهجية وقابلة للمقارنة بين البلدان. وبالنسبة للعديد من البلدان النامية، يرتبط التعاون الإنمائي ارتباطاً وثيقاً بعلاقات التجارة والاستثمار، وغالباً ما يكون من الصعب التمييز بين العناصر العامة والخاصة في مكوناته (Zhou, 2010).

وتشير إحدى الدراسات إلى أن المساعدة المالية فيما بين بلدان الجنوب كانت تمثل في عام ٢٠٠٨ حوالي ١٥ في المائة من المعونات الحقيقية المقدمة من لجنة المساعدة الإنمائية، حيث كانت أكبر البلدان النامية المانحة في ذلك العام هي المملكة العربية السعودية والصين وجمهورية فنزويلا البوليفارية وجمهورية كوريا وتركيا والهند، وإن كانت البرازيل أيضاً من بين الدول المانحة المهمة في سنوات أخرى (The Reality of Aid Management Committee, 2010). ومنذ ذلك الحين، ازداد حجم المساعدات المالية بشكل كبير، وعلى رأسها الصين. وتجدر الإشارة إلى أن هذه المساعدة المالية لا تعتبر جميعها من قبيل المساعدة الإنمائية الرسمية بالمعنى الذي يستخدمه أعضاء لجنة المساعدة الإنمائية. وتأخذ المساعدات المالية من البلدان غير الأعضاء في اللجنة شكل المنح والقروض الميسرة وغير الميسرة والتخفيف من عبء الديون. ويختلف مزيج المساعدة المالية من بلد إلى آخر، وإن كانت القروض هي الشكل السائد.

وتتميز المصادر الصينية الرسمية بوضوح بين ثلاث فئات من المساعدة المالية: المنح، والقروض بدون فوائد، والقروض الميسرة. ويتم تمويل الشكّلين الأولين من خزائنة الحكومة مباشرة، في حين يتم تمويل الشكل الثالث من مصرف التصدير والاستيراد الصيني (انظر الفرع هاء). ونسبة كبيرة من هذه المعونات هي مساعدات مشروطة، الأمر الذي يستلزم أن يكون نصف المشتريات التي تتم في إطار برامج المساعدة على الأقل من البضائع الصينية، بل ومن العمالة الصينية أيضاً في العديد من الحالات. ومع ذلك، وحيث إن نسبة كبيرة من مثل هذه المساعدات الصينية تكون موجهة إلى تطوير البنية التحتية، فإنها يمكن أن تسهم إسهاماً لا يستهان به في إحداث تحول في القدرات الإنتاجية على المدى المتوسط والطويل. ويقدر وولف وآخرون (Wolf et al., 2013) أنه خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١١، تلقت أمريكا اللاتينية أكبر قدر من هذه المساعدة الصينية (معظمها لبرنامج متعدد البلدان موجه إلى الموارد الطبيعية)، تليها أفريقيا (مزيج من برامج الموارد الطبيعية

بمكّم طبيعتها (مثل المساعدات الإنسانية وتخفيف عبء الديون)، التي لا تنطوي على تدفقات عبر الحدود، والتي لا تمثل جزءاً من اتفاقات بين الحكومات (OECD, 2014a). ويقدر أنه ما بين عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٣، كانت المعونة القابلة للبرمجة القطرية تمثل ٥٧ في المائة من إجمالي المساعدات الإنمائية الرسمية الثنائية. ومع ذلك، ظل مجموع المساعدة الإنمائية الرسمية هو المستهدف في التزامات بلدان لجنة المساعدة الإنمائية. وعلاوة على ذلك، قرر الاجتماع الرفيع المستوى للجنة المساعدة الإنمائية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، في كانون الأول/ديسمبر ٢٠١٤، تنقيح تعريف وقياس المساعدة الإنمائية الرسمية من أجل "تحديثه" (OECD, 2014c). ويتعلق التغيير الرئيسي بالطريقة التي يتم بها الإبلاغ عن القروض الميسرة كمساعدة إنمائية رسمية.

ومنذ مطلع الألفية الثالثة والمجتمع الدولي يركز بصورة مطردة على تحسين الطريقة التي يتم بها تقديم المعونات. ويشير ذلك إلى إدراك متزايد لأن حجم المساعدة الإنمائية الرسمية ليس وحده المهم؛ فنوعية المساعدة الإنمائية الرسمية تتسم هي الأخرى بأهمية بالغة في تحقيق أقصى قدر من الأثر الإنمائي لها^(٨). وأدى ذلك إلى وضع عدد من المبادئ من أجل تحسين فعالية المعونة، بما في ذلك امتلاك زمام استراتيجيات التنمية الوطنية، ومواءمة الجهات المانحة مع تلك الاستراتيجيات، والتنسيق فيما بين الجهات المانحة، والتركيز

على النتائج، والمساءلة المتبادلة والشفافية. كما أدى إلى إجراء تقييمات دورية لتطور المساعدة الإنمائية الرسمية. وأوضح تقييم لفعالية التنمية اجري في عام ٢٠١٠ أن التقدم كان بالغ البطء في تحقيق معظم الأهداف المحددة في إعلان باريس (UNCTAD, 2011a). وأسفر اتفاق شراكة بوسان في عام ٢٠١١ عن تأسيس الشراكة العالمية من أجل التعاون الإنمائي الفعال، التي عقدت اجتماعها الرفيع المستوى الأول في المكسيك في عام ٢٠١٤. وأظهر تقييم التقدم المحرز في فعالية المعونة، الذي تم إعداده لهذا الاجتماع، أن النتائج كانت مختلطة (OECD and UNDP, 2014).

٢ - التعاون الإنمائي فيما بين البلدان النامية

هناك اتجاه جديد يمكن أن يكون مهماً في المساعدة الإنمائية العالمية، وهو تنامي أهمية المانحين من البلدان النامية. ووفقاً للأمم المتحدة (United Nations, 2014b)، فُدرت القيمة الإجمالية للتعاون فيما بين بلدان الجنوب في عام ٢٠١١ بما يتراوح بين ١٦,١ بليون

المولندي، ومزاحة مصادر التمويل الأخرى، والحد من الجهود الضريبية، والفساد. غير أنه كثيراً ما يكون بعض هذه المخاوف مبالغاً فيه (UNCTAD, 2006)، بينما يمكن حل البعض الآخر عن طريق الإدارة السليمة للمعونات وسياسات الاقتصاد الكلي، وكذلك من خلال الإجراءات المناسبة للمساءلة والمراقبة. ومن الواضح أن الشروط المرتبطة بالمساعدات تتسم بالأهمية في هذا الصدد، ويمكن أن يكون لها آثار إيجابية أو سلبية تبعاً لشروطها وكيفية تنفيذها.

ومنذ توافق آراء مونتريري في عام ٢٠٠٢، الذي شدد على ضرورة زيادة المساعدة الإنمائية الرسمية كشرط مسبق لتحقيق الأهداف الإنمائية للألفية، كانت هناك بعض أوجه التحسن في إدارة تدفقات المعونات. وتشمل هذه التحسينات الجهود الرامية إلى عدم تقييد المعونات بشروط، والإبلاغ عن المساعدة الإنمائية الرسمية في الميزانيات الوطنية للبلدان المتلقية، واستخدام النظم الإدارية للبلد في إدارة البرامج والمشروعات الممولة من المعونة (United Nations, 2014b). ففي عام ٢٠١٢، على سبيل المثال، أفيد أن ٧٩ في المائة من المساعدة الإنمائية الرسمية الثنائية المقدمة من لجنة المساعدة الإنمائية كانت غير مقيدة، بارتفاع من نحو ٥٠ في المائة في مطلع الألفية (OECD and UNDP, 2014).^(١) غير أن "الشروط المرفقة بالمساعدة الإنمائية الرسمية لا تزال عديدة ومفصلة في بعض الحالات، (و) لا تزال الإجراءات معقدة وغير مرنة بما فيه الكفاية". وعلاوة على ذلك، لا تزال تجزئة المساعدات مرتفعة، وآخذة في الازدياد، لدى الجهات المانحة والجهات الفاعلة الناشئة، مما يشكل تحديات كبيرة على صعيد التنسيق (United Nations, 2014b: 8). والأهم من كل ذلك أنه على الرغم من الزيادات الأخيرة، لا يزال هذا النوع من التمويل الطويل الأجل للتنمية أقل بكثير من الالتزامات والاحتياجات على حد سواء.

وثمة مجال هام من مجالات التمويل الرسمي ظل مهملاً نسبياً، وهو ما يتعلق بتمويل برامج المنافع العامة العالمية. ويتضح ذلك بشكل خاص في مجالات التخفيف من آثار تغير المناخ والتكيف معه. وتشدد الاتفاقات العالمية الرئيسية بشأن تغير المناخ على ضرورة أن يكون تمويل المناخ "جديداً وإضافياً". وبموجب اتفاق كوبنهاغن، التزمت البلدان المتقدمة بشكل جماعي بتوفير تمويل "للبدء السريع" بحوالي ٣٠ بليون دولار للفترة ٢٠١٠-٢٠١٢، مع تخصيصها بشكل متوازن بين التكيف وتخفيف الآثار. كما التزمت بهدف القيام معاً بتعبئة ١٠٠ بليون دولار سنوياً بحلول عام ٢٠٢٠ لتلبية احتياجات البلدان النامية (UNFCCC, 2009). ووجد تقييم لتمويل البدء السريع بين عامي ٢٠١٠ و ٢٠١٢ أنه قد تم تعبئة ٣٥ مليون دولار في هذه الفترة. غير أنه يُقدر أن ٨٠ في المائة من هذه الموارد قد اعتبرت أيضاً ضمن المساعدة الإنمائية الرسمية (Nakhooda et al., 2013). وتمثل التعهدات التي قطعتها المانحون بتعبئة ١٠,٢ بليون دولار (UNFCCC, 2014)

والبنية التحتية)، وجنوب آسيا (البنية التحتية والمعونات المالية لدعم الميزانية)، وجنوب شرق آسيا (معظمها للبنية التحتية).

وتأخذ المساعدة المالية الهندية شكل الائتمانات والقروض الميسرة والمنح. وهي تستخدم لتمويل تطوير البنية التحتية (مثل إعادة بناء السكك الحديدية في أنغولا)، وشراء الآلات والمعدات الزراعية، وتطوير تكنولوجيات المعلومات والاتصالات، وإنشاء شركات تجهيز المواد الغذائية (مثل جوز الكاجو في جمهورية تنزانيا المتحدة)، وللأغراض الصحية والإنسانية. ويقدم مصرف التصدير والاستيراد الهندي الجانب الأعظم من هذه المساعدات. كما تقدم جمهورية كوريا والمملكة العربية السعودية منحاً وقروضاً ميسرة. وتدعم المساعدة المقدمة من جمهورية كوريا مجالات الصحة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات والتعليم والزراعة. ومن خلال مشروع بيتروأمريكا Petroamérica Project، الذي بدأ في عام ٢٠٠٥، توفر جمهورية فنزويلا البوليفارية النفط بشروط مالية ميسرة جداً لبلدان أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي (TDR 2007). ويقدم عدد من بلدان غرب آسيا مساعدات للقطاعات الإنتاجية (مثل النقل والاتصالات والطاقة والزراعة). ويأتي الجانب الأعظم من تمويلها من وزارات المالية، بينما يأتي جزء صغير من الصندوق السعودي للتنمية، بالإضافة إلى المساعدات المقدمة من خلال القنوات المتعددة الأطراف. وتأخذ المساعدات التركية شكل المنح واعتمادات التصدير والقروض لدعم قطاعي التعليم والصحة، وتنمية الموارد المائية والبنية التحتية والزراعة والثقافة (Kragelund, 2008).

ويمكن الإشارة بصفة خاصة إلى البرازيل باعتبارها البلد الذي يمثل فيه التمويل المشترك الشكل الأكثر شيوعاً للمساعدة، التي تشترك ثلاثة أطراف في تقديمها، هي الوكالة الحكومية البرازيلية، ووكالة من الحكومة المضيفة، وجهة مانحة من إحدى البلدان المتقدمة (Kragelund, 2008; UNCTAD, 2010)؛ وهي موجهة على وجه الخصوص إلى قطاعات الزراعة والتعليم والصحة ومصائد الأسماك، فضلاً عن إعادة الإعمار (Gottschalk et al., 2011). كما أن المصرف الوطني للتنمية يقدم عدداً متزايداً من القروض، وبخاصة لمشروعات البنية التحتية الكبيرة في أفريقيا وأمريكا اللاتينية.

٣ - التحديات التي تواجه التعاون الرسمي

يتفق أنصار زيادة المعونات على أنها، وإن لم تكن حلاً سحرياً أو محرراً للنمو، فإنها يمكن أن تكون بمثابة محفز للتنمية، على سبيل المثال من خلال دعم تطوير البنية التحتية. أما المتشككون في المعونات، من ناحية أخرى، فيشيرون إلى مختلف المخاطر السلبية، مثل محدودة الطاقات الاستيعابية لبعض البلدان المتلقية، وآثار المرض

والخاصة، فإن تمويل التنمية برتمته يصبح مختلطاً؛ وتغدو القضية الأكبر هي تناول من الذي يقوم بعملية المزج، وكيف ولأي غاية. وقد تنطوي هذه المبادرات على مزايا من حيث زيادة تعبئة الموارد^(١)، وإن كانت أيضاً لا تخلو من بعض العيوب، على النحو الذي تبينه البحوث التي أجريت مؤخراً^(٢). وعلى وجه الخصوص، فإنها تواجه خطر السماح لتدفقات المساعدة الإنمائية الرسمية بتعزيز التفاوتات التي تولدها الأسواق الخاصة من حيث التغطية الجغرافية والقطاعية والمؤسسية. فمن المرجح بدرجة أكبر أن تذهب المعونات المربوطة بتوسيع استثمارات القطاع الخاص إلى البلدان المتوسطة الدخل، وإغفال البلدان المنخفضة الدخل. وعلاوة على ذلك، عادة ما لا يكون دعم الشركات الصغيرة والمتوسطة في البلدان النامية كافياً. والعديد من المحاولات المبذولة لاستغلال المساعدات الإنمائية الرسمية في دعم الاستثمار الخاص لا يعبر بدرجة كافية عن التنوع في القطاع الخاص؛ فهي مثلاً لا تأخذ دائماً بعين الاعتبار الفرق بين الإنفاق الموجه للتنمية لدعم صغار المزارعين في مشتريات المدخلات وبين الاستثمارات التي تقوم بها في البلدان النامية الشركات عبر الوطنية التي تسعى ببساطة لتحقيق عائدات أفضل. وبالإضافة إلى ذلك، فحيثما تتراكم الفوائد التي تعود على الشركات عبر الوطنية من الدول المانحة، مع تجاوز شركات البلدان النامية، ينشأ خطر من أن يتم، على نحو متزايد، ربط المعونات بتوفير السلع والخدمات التي تنتجها شركات البلدان المانحة.

قد تكون تكلفة الفرصة البديلة لاستخدام المساعدة الإنمائية الرسمية في الاستفادة من التمويل الخاص تكلفة مرتفعة للغاية.

وفي ضوء هذه العيوب، ينبغي أن ينظر المجتمع الدولي في مواصلة استكشاف عمل هذه الآليات والأثر الذي يمكن أن تتركه على التنمية قبل إبداء توصيات تتعلق بالسياسات العامة في هذا الصدد. ويجب إجراء تقييم مسبق للتيقن من وجود صناديق استثمارية إضافية ستقوم بدعم الشركات التي لن تستثمر، لولا ذلك، في الأغراض والأنشطة المقررة، والتأكد من أنه لا تتوفر لتلك الشركات فرصة الوصول إلى أي صناديق أخرى. وينبغي أن تكون الآثار على الحد من الفقر والتنمية ظاهرة بشكل واضح. وعلاوة على ذلك، فإن تكلفة الفرصة البديلة لاستخدام المساعدة الإنمائية الرسمية في اجتذاب التمويل الخاص قد تكون مرتفعة للغاية. وبدلاً من ذلك، قد يكون من المفضل توجيه تدفقات المساعدة الإنمائية الرسمية نحو بناء القطاع الخاص الإنتاجي في البلدان النامية من خلال دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة المحلية والمزارعين من أصحاب الحيازات

خطوة مهمة لتفعيل صندوق الأمم المتحدة للمناخ الأخضر، وإن كانت لا تمثل إلا حوالي ١٠ في المائة من الهدف الملتزم به لعام ٢٠٢٠.

وحيث إنه لا يوجد فيما يبدو أي تعريف مناسب لمعنى التمويل "الجديد والإضافي"، ولا أي تعريف متفق عليه دولياً لتمويل المناخ وكيفية توفيره، فإن "جانباً كبيراً من تمويل المناخ يتم توفيره حالياً من التزامات وتدفقات المعونة القائمة من خلال نظام لا مركزي يهيمن عليه عدد كبير من وكالات المعونة الثنائية وسلسلة من الصناديق المتعددة الأطراف" (Pickering et al., 2015:149). ولذلك، فإن جانباً كبيراً من تمويل المناخ ليس تمويلياً إضافياً، فضلاً عن أنه جعل مشكلة تجزؤ المساعدات أكثر تعقيداً. وعلاوة على ذلك، فإن المعونات المقدمة حتى الآن كانت موجهة أساساً إلى جهود التخفيف، والتي تعود بالنفع بشكل غير متناسب على البلدان النامية المتوسطة الدخل. أما التمويل لأغراض التكيف، وهو الأمر الحاسم بالنسبة لأفقر البلدان، فلا يزال غير كافٍ (UN-DESA, 2015; Nakhoda et al., 2013). ويوفر ذلك حجة قوية لزيادة التركيز على التمويل الرسمي من جانب البلدان الأكثر ثراءً - وغيرها من البلدان التي يمكنها القيام بذلك - للتخفيف من تغير المناخ والتكيف في البلدان الأفقر.

واعترافاً بصغر حجم التمويل الرسمي المتوفر حالياً نسبياً، تتواصل المناقشات حول إمكانية استخدام "التمويل المختلط"، الذي تُستخدم فيه المساعدة الإنمائية الرسمية في "الاستفادة" من رأس المال الخاص لخدمة الاستثمار الطويل الأجل. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تقدم المساعدة الإنمائية الرسمية إعانات للقروض والاستثمارات في الأسهم، أو ضمانات للمستثمرين الخاصين أو توفر

ترتيبات للتمويل المشترك. وقد أصبح هذا النهج لاستخدام المعونات كأداة لجذب التمويل الخاص بالفعل جزءاً من برامج المساعدات الخارجية للعديد من البلدان النامية، بما فيها الصين، كما ذكر أعلاه. كما أصبحت الجهات المانحة الأخرى تشجعه الآن، فضلاً عن الترويج له بقوة من جانب منظمات دولية، مثل البنك الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي^(٣).

ويعنى من المعاني، وحيث إن الاستثمار الموجه نحو التنمية يولد بالضرورة عوامل خارجية وأوجه للتكامل بين القطاعين العام والخاص، وحيث إن تمويل الاستثمار الفعال يمزج بين المبادرات العامة

تحويل الأرباح المحتملة أساساً إلى القطاع الخاص في حالة المكسب. وأخيراً، ينبغي أن تتأسس الأموال المستغلة بهذه الطريقة على نفس مبادئ الفعالية المتصلة بالمساعدة الإنمائية الرسمية بشكل عام.

الصغيرة. ومن الأهمية أيضاً الحيلولة دون أن تصبح هذه المعونات آلية لنقل المخاطر من القطاع الخاص إلى القطاع العام، بحيث يتحمل القطاع العام الخسارة في حالة فشل المشروع، ولكن مع

جيم- الشراكات بين القطاعين العام والخاص من أجل التنمية

الأخرى المتاحة، مثل أنظمة المشتريات العامة والمنظومات التقليدية لتوصيل الخدمات. وتشير الأدلة المستقاة من مختلف الأزمنة والبلدان إلى أن تمويل القطاع العام سيظل مضطراً للقيام بالمهام الثقيلة. ويلزم توخي نهج يتسم بالحذر إذا أريد لشراكات القطاعين العام والخاص أن تحقق الفوائد الإنمائية المتوقعة، مع تجنب أو تقليل التكاليف التي يمكن أن تولدها مثل هذه الشراكات (IEG, 2014).

١ - حجم شراكات القطاعين العام والخاص ونطاقها واستخدامها

في عام ٢٠١٣، بلغ تمويل شراكات القطاعين العام والخاص لمشاريع البنية التحتية في البلدان النامية حوالي ١٥٩ بليون دولار، بعد تعافيه في أعقاب الأزمة الاقتصادية والمالية في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، وإن يكن مبهوط حاد من الذروة التي بلغها في عام ٢٠١٢^(١٥). وحتى مع الانخفاض الأخير، ازداد استخدام شراكات القطاعين العام والخاص بشكل ملحوظ منذ استحداثها في الثمانينات من القرن الماضي (الشكل ٦-٣ ألف)، حيث تعافت من الانتكاسات التي أعقبت أزمات أمريكا اللاتينية وآسيا، فضلاً عن فضيحة شركة إنرون وغيرها من فضائح الشركات الأخرى التي تركت أثرها حتى على البلدان التي نجحت من قبل في اجتذاب رؤوس الأموال (World Bank, 2009). كما أظهر استخدامها في البلدان المتقدمة زيادة كبيرة بصورة إجمالية، بما كان يعكس من جديد حساسية للصدمات الخارجية والدورات الاقتصادية الأوسع. غير أن قيمة شراكات القطاعين العام والخاص في أوروبا بلغت حوالي ١٣ بليون يورو في عام ٢٠١٢، وهو أدنى مستوى لها خلال عشر سنوات على الأقل. وتشير هذه الاتجاهات الأخيرة إلى التحديات المنتظرة. ولم يحدث قط أن كانت تكلفة الديون أقل مما هي عليه، ومع ذلك تزداد صعوبة الحصول على تمويل للاستثمارات الجديدة في البنية التحتية، وخصوصاً عند اشتراط الالتزام بحصة من الأسهم (Helm, 2010).

الشراكة بين القطاعين العام والخاص هي تعاقد بين الحكومة وشركة خاصة، تقوم الشركة الخاصة بمقتضاه بتمويل وبناء وتشغيل عنصر ما من عناصر خدمة تعتبر تقليدياً مجالاً من مجالات الحكومة^(١٦). وفي بعض أشكال شراكات القطاعين العام والخاص، قد تصل الشركة الخاصة حتى إلى حد "امتلاك" الأصول الأساسية اللازمة لتوفير الخدمة لفترة من الزمن. ويتم السداد للشركة على مدى عدد من السنوات، إما من خلال الرسوم التي يسدها المستخدمون مباشرة، أو من خلال مدفوعات من السلطة العامة، أو من مزيج من الاثنين معاً. وحيث إن الشريك الخاص ليس بالضرورة مستثمراً أجنبياً، ولا يحصل بالضرورة على تمويل من مصادر خارجية، فإن شراكات القطاعين العام والخاص نفسها لا تمثل فحسب وسيلة للتمويل الدولي. ففي الواقع، وكما هو موضح أدناه، كثيراً ما تمتلك بلدان كبرى عديدة شركات محلية كبيرة قادرة على تنفيذ استثمارات كبيرة في البنية التحتية وتشغيل الشراكات بين القطاعين العام والخاص.

وقد استخدمت شراكات القطاعين العام والخاص على نطاق واسع في البلدان المتقدمة والنامية على مدى السنوات العشرين الماضية، وتشهد حالياً اهتماماً متجدداً بما في سياق المفاوضات المتعلقة بتمويل التنمية وأهداف التنمية المستدامة. وثمة آمال بأن "حشد" القطاع الخاص في هذا الاتجاه يمكن أن يساعد في مضاعفة ملايين الدولارات إلى بلايين، ومضاعفة البلايين إلى تريليونات.

وقد تبدو شراكات القطاعين العام والخاص فعالة من حيث توليد وتنفيذ مشاريع البنية التحتية في حالات فرض قيود على الميزانيات العامة، وهناك بالتأكيد بعض قصص النجاح في هذا الصدد. وإذا ما أديرت هذه الشراكات بصورة سليمة، فإنها يمكن أيضاً أن تحسن كفاءة الخدمة العامة من خلال الخبرة التقنية التي يقدمها القطاع الخاص (ECLAC, 2015). غير أن هناك أيضاً أدلة على كثير من المزالق والتكاليف المالية وغيرها من التكاليف غير المتوقعة، ونادراً ما كان من الممكن مقارنة أداؤها بشكل صحيح مع الآليات

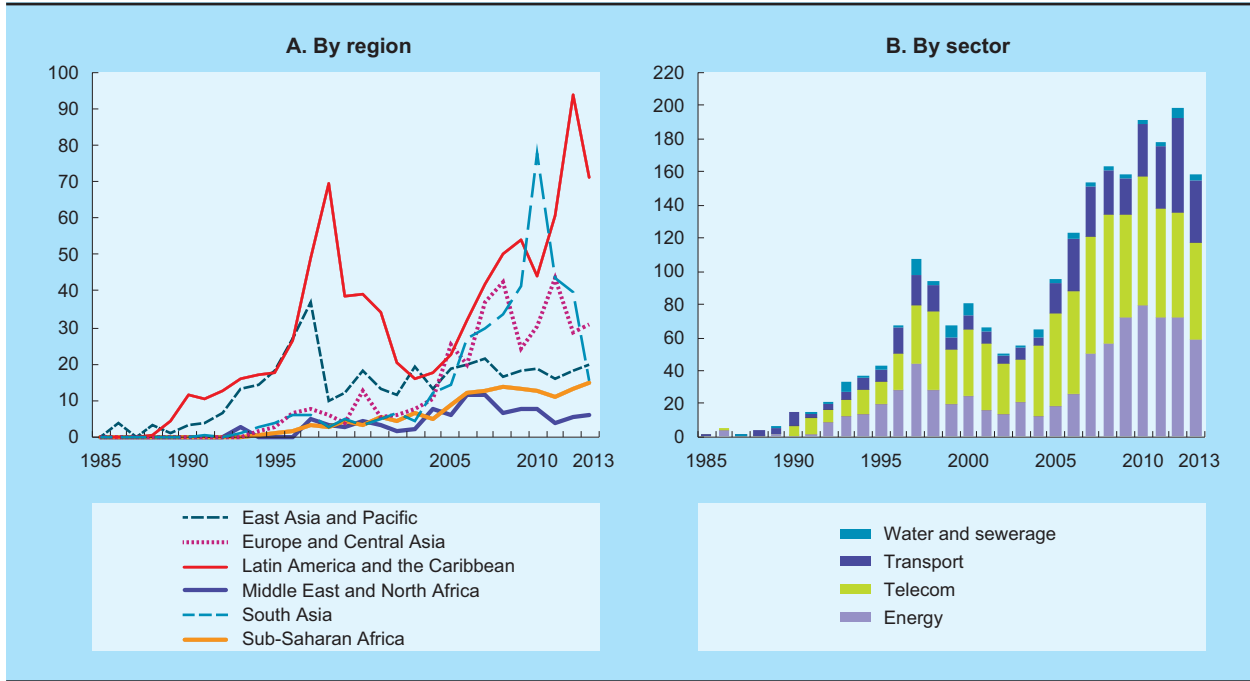
الأكثر ضعفاً التي تكون احتياجاتها التمويلية أعظم. ومن بين المناطق النامية، كانت أمريكا اللاتينية تستضيف بصورة تقليدية أكبر حصة من شركات القطاعين العام والخاص، وكانت لا تزال تستأثر بنسبة ٤٥ في المائة من مجموع هذه الشركات في عام ٢٠١٣. ولم يذهب إلى أفريقيا سوى ١٠ في المائة فقط من ذلك الإجمالي، وإن كانت الاستثمارات في أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى تشهد ارتفاعاً مطرداً (أساساً لأنها استثمارات في قطاع الاتصالات).

وتتركز استثمارات شركات القطاعين العام والخاص في عدد قليل نسبياً من البلدان والقطاعات. وكان ما يقرب من ٦٠ في المائة من مجموع مشاركة القطاع الخاص في المشاريع المسجلة في البلدان النامية يوجد في الصين والبرازيل والاتحاد الروسي والهند والمكسيك وتركيا (مرتبة حسب الحجم). ويشير ذلك إلى أن مستثمري شركات القطاعين العام والخاص لا يختلفون عن غيرهم من المستثمرين المؤسسيين، حيث يفضلون الأسواق الكبيرة والحيوية على الاقتصادات

الشكل ٦-٣

مشاركة القطاع الخاص في البنية التحتية، ١٩٨٥-٢٠١٣

(ببلايين الدولارات الحالية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى البنك الدولي، *Private Participation in Infrastructure Project Database* (حتى تموز/يوليه ٢٠١٥).
ملاحظة: مجموعات البلدان في الشكل ألف هي الواردة في المصدر. وتشير الاستثمارات إلى سنة التنفيذ.

كما أن استثمارات شركات القطاعين العام والخاص تركزت في عدد قليل نسبياً من القطاعات، حيث تستأثر الاتصالات بنسبة ٣٧ في المائة من المجموع، أو ٥٨ بليون دولار، في عام ٢٠١٣، ثم الطاقة بنسبة ٣٧ في المائة من المجموع، أو ٥٩ بليون دولار (الشكل ٦-٣). ورغم أن المياه والصرف الصحي هي من بين خدمات البنية التحتية التي تشهد الحاجة إليها للتخفيف من المعاناة الإنسانية، فإنها حتى الآن الأقل احتمالاً لتمويلها من خلال هذه الطريقة، حيث لم تحصل إلا على ٣,٥ بليون دولار في عام ٢٠١٣ (انظر أيضاً

UNCTAD, 2013). وفي الحقيقة، يتوجه معظم الاهتمام التجاري إلى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والأنشطة المتصلة بالطاقة، في حين لا تكاد القطاعات الصعبة اجتماعياً تجتذب أي نشاط من جانب القطاع الخاص (AICD, 2010). كما أن شركات القطاعين العام والخاص تظهر على الأرجح في تطوير المشاريع القائمة من قبل (تغيير ملكية الأصول الموجودة بالفعل) أكثر مما تظهر في مشاريع ناشئة جديدة تماماً أو في أنشطة تحويلية خطيرة مثل الأنشطة المتصلة بتغير المناخ (WEF, 2014).

الشكل ٦-٤

تغطية التكاليف (والإعانات المالية الموجهة جيداً) هي محور مجمل توفير البنية التحتية المستدامة، سواء كانت عامة أو خاصة".

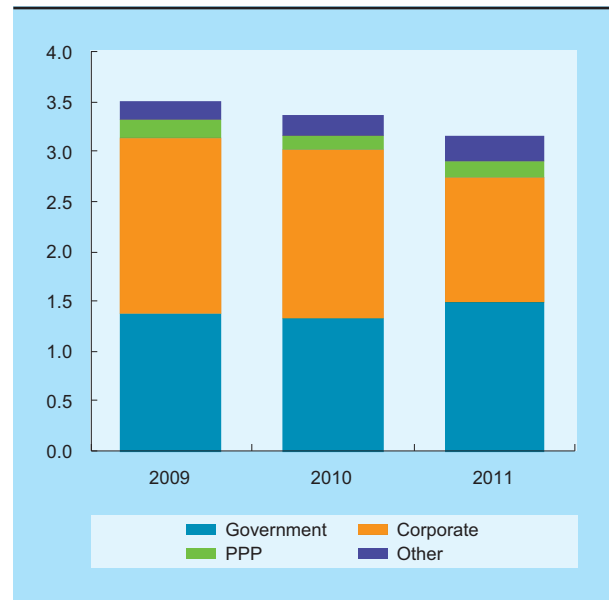
ونتيجة لذلك، وحتى مع وجود شركات القطاعين العام والخاص، يظل التمويل العام أمراً بالغ الأهمية. فمن بين مجموع الاستثمارات في البلدان النامية التي يصفها البنك الدولي عموماً بأنها شركات بين القطاعين العام والخاص، بلغت نسبة الديون والأسهم العامة ٦٧ في المائة، بينما مثلت البقية الديون والأسهم الخاصة (Mandri-Perrott, 2014). وعلاوة على ذلك، لا تتصل هذه البيانات إلا بالمرحلة السابقة على تشغيل المشاريع، التي تؤدي بعدها الالتزامات الطارئة وغيرها من الرسوم عموماً إلى زيادة إجمالي التكاليف العامة بصورة كبيرة.

ومن الناحية التاريخية، كانت الشركات عبر الوطنية الكبيرة المقيمة في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي تهيمن على مشاركة القطاع الخاص في البنية التحتية (OECD/NEPAD, 2005)، وخاصة بالنسبة للمشاريع الكبيرة. وتشير البيانات المستمدة من قاعدة بيانات مشاركة القطاع الخاص في البنية التحتية التي وضعها البنك الدولي للفترة ٢٠١٠-٢٠١٤ إلى أنه لا يزال للأطراف الخارجية حضور لا يستهان به في العديد من البلدان النامية، حيث يمثل حوالي ٥٨ في المائة من استثمارات شركات القطاعين العام والخاص في المكسيك و ٣٥ في المائة في الصين (محسوبة على أساس حصة من الاستثمارات المشمولة برعاية أجنبية، سواء كاملة أو جزئية). ويتمثل أحد الآثار المترتبة على ذلك بالنسبة للبلدان النامية في أنه يضيف بعض المخاطر المرتبطة بالتمويل الخارجي الخاص التي نوقشت في الفصول السابقة، بالإضافة إلى الجوانب الأخرى من توفير البنية التحتية. ويمكن تمويل المشاريع من خلال الإقراض الدولي، الذي ينطوي على المخاطر التي تتعرض لها العملات الأجنبية بالنسبة لكل من سداد الديون وتوزيعات الأرباح، في حين تكون العائدات (الأرباح، إذا كانت هناك أرباح) بالعملة المحلية الأضعف. ويمكن لصدمات أسعار الصرف المفاجئة أن تؤثر بشدة على الربحية، وهو ما حدث في أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا خلال التسعينات من القرن الماضي، وهو ما "يساعد على تفسير تقلص الحماس لمثل هذه المشاريع في أوساط مجتمع الاستثمار الدولي" (OECD/NEPAD, 2005: 171).^(١) ولذلك، تتحمل الحكومة المضيفة في بعض البلدان المخاطر المرتبطة بالعملة في مشاريع الشراكة بين القطاعين العام والخاص. غير أن قاعدة بيانات مشاركة القطاع الخاص في البنية التحتية تشير إلى أنه خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٤، كانت الشركات المحلية أكثر أهمية من الشركات الأجنبية في أربعة من الاقتصادات النامية والانتقالية الستة التي تستأثر بأكثر حصة من شركات القطاعين العام والخاص. ففي الهند، كان ٨١ في المائة من المشاريع يتم برعاية محلية فقط؛ وفي الصين، كانت الحصة حوالي ٦٠

تمويل قطاع البنية التحتية في الاتحاد الأوروبي،

حسب الفئات، ٢٠٠٩-٢٠١١

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر: European Investment Bank, 2012

ولذلك، فليس من المفاجئ أن نمو شركات القطاعين العام والخاص لم يخفف من مسؤوليات الدولة عن الاستثمار في تطوير البنية التحتية، وأن مساهمة القطاع العام تظل ضرورية، وخصوصاً في أوقات انعدام اليقين. وتتفاوت تقديرات حصة الاستثمار العام في البنية التحتية فيما بين ٧٥ في المائة و ٩٠ في المائة (Estache, 2010; Briceño-Garmendia et al., 2008; Hall, 2015). وحتى في الاتحاد الأوروبي، لا تسهم شركات القطاعين العام والخاص، في المتوسط، إلا بحصة صغيرة جداً في مجموع استثمارات البنية التحتية، مع اختيار بعض البلدان عدم الاستعانة بشركات القطاعين العام والخاص على الإطلاق (الشكل ٦-٤). وفي البلدان النامية، قامت الحكومات بتمويل نحو ٧٠ في المائة من الاستثمار في البنية التحتية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٠، وترتفع النسبة إلى ٩٠ في المائة في أقل البلدان دخلاً^(١). ويعكس ذلك إلى حد كبير طبيعة البنية التحتية في حد ذاتها. ومثلما يشير البنك الدولي (World Bank, 2009:78)، فإن "العديد من الحكومات تعتبر القطاع الخاص حلاً. غير أن التمويل الخاص، وإن كان يوفر موارد إضافية، فإنه لا يغير أساسيات توفير البنية الأساسية: فالزبائن أو دافعو الضرائب (المليون أو الأجانب) لا بد وأن يدفعوا في نهاية المطاف تكلفة الاستثمارات، وتظل رسوم

لا توفر الشراكات بين القطاعين العام والخاص عموماً موارد إضافية للقطاع العام" (6: IEG, 2014). وإذا كانت شراكات القطاعين العام والخاص أكثر كفاءة من القطاع العام وبمقدورها تعويض ارتفاع تكاليف التمويل، فإنها يمكن أن تحقق إضافة بمعنى تحقيق وفورات. غير أن النتائج من حيث تحسين الكفاءة كانت مختلطة.

وعلاوة على ذلك، تفيد التجربة في البلدان المتقدمة أن الفوائد الإضافية لا يمكن أن تتحقق إلا في ظل ظروف محددة للغاية. بل قد يكون بعضها مجرد شكل من أشكال "أشباه الإضافات التي تسهلها القواعد المحاسبية" (15: Winch et al., 2012)، التي تصبح بفضلها الشراكة بين القطاعين العام والخاص وسيلة لتجنب القيود الإدارية (خلافًا لقيود الاقتصاد الكلي أو القيود الحقيقية)، مثل متطلبات المسؤولية المالية. ويُعد تنفيذ مشاريع بتمويل من خارج الميزانية من القطاع الخاص أحد سبل تجنب مثل هذه القيود. غير أنه بقدر ما تكون هناك تكاليف مالية أخرى تنشأ بمرور الوقت ويتعين إدراجها في الميزانية، مثل الإعانات أو الحوافز الأخرى التي يجب توفيرها في وقت لاحق، فحتى هذه "الميزة" المحاسبية قد لا تستمر طويلاً - وهو ما يحدث عادة.

وتتعلق حجة أخرى من الحجج المؤيدة لشراكات القطاعين العام والخاص في كفاءتها وقدرتها الأكبر على تقديم قيمة أفضل مقابل المال. ووفقاً لمقاييس أداء الأعمال خلال مرحلة البناء، كانت معظم شراكات القطاعين العام والخاص التي يدعمها البنك الدولي ناجحة، بمعنى الانتهاء منها في الوقت المحدد أو في حدود الميزانية المحددة، حيث استعرضها فريق التقييم المستقل وصنّف 62 في المائة منها على أنها مرضية أو أفضل. غير أنه لم يتم تقدير القياسات الأوسع التي تبين الاستدامة في الأجل الطويل على مدى عمر المشروع. ومن بين 128 مشروعاً جرت دراستها، لم يكن هناك سوى 10 نتائج مسجلة عن جودة الخدمة، و8 نتائج مسجلة عن الكفاءة، ونتيجة مسجلة واحدة عن المالية. ولم يتسنى التأكد من تحسين فرص حصول الفقراء على الخدمات إلا في حوالي 10 في المائة من الحالات (IEG, 2014). ونظراً لندرة البيانات، يصعب استخلاص استنتاجات حول أثر شراكات القطاعين العام والخاص على المستخدمين النهائيين.

وقد لوحظ أن شراكات القطاعين العام والخاص عادة ما تكون أكثر تكلفة من شراء أو تقديم الخدمات بالصورة التقليدية من خلال القطاع العام، وإن يكن فقط لأنه بمقدور الحكومات أن تقترض بتكلفة أقل من القطاع الخاص^(٢٠). ووجدت دراسة استقصائية أجرتها منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي في 18 بلداً يتوفر لها ما يكفي من المعلومات للإبلاغ عن نسبة

في المائة؛ وفي تركيا، كانت 55 في المائة؛ وفي البرازيل، 39 في المائة (مقارنة بـ 14 في المائة للشركات الأجنبية التي تعمل وحدها)^(١٧). وبصفة خاصة، يبدو أن الرعاية المحلية ترتبط بالمشاريع الأصغر حجماً، وإن كان من السابق لأوانه معرفة ما إذا كان ذلك تغييراً دائماً في مصادر التمويل أم مجرد تغير دوري يتصل ببيئة ما بعد الأزمة. وعلى أي حال، إذا تم اقتراض الأموال دولياً، ستظل الشواغل المتعلقة بالنقد الأجنبي هي ذاتها بغض النظر عن جنسية الشركاء في المشروع.

وبعض الشركات الكبيرة التي تدخل في شراكات القطاعين العام والخاص هي احتكارات شبه عامة في بلدانها الأصلية؛ بينما ترتبط شركات أخرى بروابط ثقافية ولغوية مع البلد المضيف^(١٨). ويعني هذا التركيز أن الحكومات التي تتفاوض على شروط مشاركة القطاع الخاص في شراكات القطاعين العام والخاص لا تتعامل بالضرورة مع عدد من الموردين المتنافسين من الحجم الصغير جداً. فعلى سبيل المثال، عادة ما لا يكون أكثر من اثنين أو ثلاثة من مقدمي العطاءات في مناقصات النقل (Estache and Serebrisky, 2004)، ويمكن أن تضيق المنافسة أكثر بسبب عمليات المناقصة المتعددة المراحل، حيث يتم اختيار شركة في الجولة الأولى دون الحاجة إلى تحديد تفاصيل العقد حتى الجولة الثانية التي يتم فيها استبعاد المنافسين. وعلاوة على ذلك، يمكن أن تتعامل الحكومة مع شركة تمتلك قوة سوقية مساوية لها أو تفوقها (OECD/NEPAD, 2005). ولا يقتصر أثر ذلك على أنه يمكن أن يخل بالتوازن عند الاتفاق على شروط العقد، بل إنه يمكن أن يؤثر أيضاً على حل النزاع إذا ما ساءت الأمور، حيث إن الشركات الشريكة قد تكون كبيرة وقوية بما يكفي "لاستمالة الجهات المنظمة" في حالة النزاع (Shaoul, 2009)^(١٩).

٢ - تقييم مساهمات الشراكات بين القطاعين العام والخاص وتكاليفها

يتمثل وحد من أكثر الأسباب شيوعاً لتفضيل الحكومات للشراكات بين القطاعين العام والخاص على استثماراتها ومشترياتها المباشرة في أنها تتوقع أن تجلب الشراكات تمويلاً إضافياً يفوق ما يمكن أن توفره الحكومات. غير أن النتائج تأتي ملتبسة على أحسن تقدير. ويقول بعض المراقبين بأن التمويل الإضافي يحدث على الأرجح في البلدان النامية أكثر مما يحدث في البلدان المتقدمة (Winch et al., 2012)، وخاصة إذا تم جمع رأس المال من خارج البلد. غير أنه بعد استعراض تجربة البنك الدولي في دعم الشراكة بين القطاعين العام والخاص لمدة عشر سنوات في البلدان الانتقالية والنامية وأقل البلدان نمواً، خلص فريق التقييم المستقل إلى أنه "خلافاً للحدس السائد،

ومن بين ١٢٨ شراكة من شركات القطاعين العام والخاص تضمها عينة البنك الدولي، خلص إلى أنه لم يكن من الممكن تبيان مدى المخاطر التي يتحملها الشركاء في القطاع الخاص أو العام نظراً لأنه "نادراً ما يجري قياس الالتزامات المحتملة غير المباشرة بصورة كمية على مستوى المشروع" (IEG, 2014: 40). ويرجع ذلك في جانب منه إلى عدم توحيد الإبلاغ المالي، الأمر الذي يجعل من الصعب على كل من المستثمرين والحكومات تقدير المخاطر التي تنطوي عليها مشاريع شركات القطاعين العام والخاص. وقد خفضت الصين بشدة استخدام شركات القطاعين العام والخاص لأنها وجدت أنها تخلق التزامات يصعب إدارتها على المستويات المحلية؛ وبعد الذروة التي وصلتها تلك الشركات بنسبة ٦ في المائة من الإنفاق الحكومي و٠,٨ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٥-١٩٩٧، انخفضت بسرعة (Ahmad et al., 2014). واستحدثت البرازيل حدوداً لانكشاف حكومات الولايات والحكومات المحلية، بعد أن وصلت بعض الولايات بالفعل إلى الحد الأقصى، مما دفعها لطلب المساعدة الاتحادية.

ويمكن أن تكون هذه مشكلة، ليس فقط للبلدان حديثة العهد بشركات القطاعين العام والخاص، وإنما أيضاً بالنسبة للبلدان التي تضم بالفعل مثل هذه الشركات. وقد وجدت دراسة استقصائية أجرتها منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي أن معظم البلدان تعتمد على القدرة على تحمل التكاليف في الأجل المتوسط عند اتخاذ قرار بشأن اختيار استخدام الشراكة بين القطاعين العام والخاص أو الشراء التقليدي للبنية التحتية. غير أن النظرة البعيدة الأمد يمكن أن تكون مختلفة جداً، وقد تحتاج الحكومات إلى رصد ميزانية التكاليف الرأسمالية بالكامل بصورة مسبقة (Burger and Hawkesworth, 2013). وحتى إذا كان من المتوقع تغطية تكلفة المشروع بالكامل من رسوم المستخدمين، وليس من خلال الإيرادات الحكومية، سيتعين على مخططي المشروع أن يكونوا على بينة بالآثار المالية المترتبة عليه مستقبلاً إذا لم ينجح السداد من المستخدمين لسبب ما، كأن يقل الطلب عما كان متوقعاً، أو أن يكون المستهلكون غير راغبين في الدفع أو غير قادرين عليه. وبمجرد الإبلاغ عن التزامات الحكومة مستقبلاً على مدى دورة حياة المشروع، يمكن أن يزيد ذلك التكاليف المالية الفعلية زيادة كبيرة. ففي المملكة المتحدة، على سبيل المثال، دفعت الشواغل المتعلقة بحجم المدفوعات الموحدة المطلوبة من الحكومة سنوياً (حوالي ٩ بلايين جنيه إسترليني سنوياً على مدى العقود القليلة القادمة)

كثيراً ما يكون حجم الالتزامات والمسؤوليات التي تتكبدتها الحكومات من خلال استخدام شركات القطاعين العام والخاص أكبر بكثير مما كان متوقفاً.

مساهمة شركات القطاعين العام والخاص في البنية التحتية العامة أنه "لا يوجد الكثير من المعلومات لإجراء تقييم تجريبي لما إذا كانت شركات القطاعين العام والخاص تنفق على مشاريع مشتركة البنية التحتية التقليدية على مدى عمر المشروع. ويتناقض ذلك بشدة مع الدافع المزعوم للسير في الطريق شركات القطاعين العام والخاص، ألا وهو تعظيم القيمة الكلية للمال المتفق على مدار عمر المشروع" (Burger and Hawkesworth, 2013: 69).

كما لا يتوفر سوى القليل نسبياً من البيانات بشأن الأثر الإنمائي لشركات القطاعين العام والخاص. فعادة ما يتأثر أداؤها بمرور الوقت بدرجة كبيرة بأن أكثر من نصف جميع عقود الشركات يُعاد التفاوض بشأنها، في المتوسط كل سنتين (IEG, 2014). وعادة ما تكون الشروط الجديدة في صالح صاحب الامتياز، مع رفع الرسوم الحمركية أو خفض الرسوم أو تأجيل الالتزامات، بما يمكن أن يضيف من جديد إلى أعباء الشريك الحكومي لضمان توفير الخدمة المناسبة (من حيث الجودة والسعر والتغطية). ولا يقتصر ذلك على المشاريع التي يدعمها البنك الدولي؛ فقد وجدت الدراسة الاستقصائية التي أجرتها منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي للبلدان الأعضاء التي تستخدم شركات القطاعين العام والخاص أنه عند إعادة التفاوض على العقود بناء على طلب الشريك من القطاع الخاص، يكون هناك احتمال كبير لأن تخسر الحكومة قيمة مقابل المال بالمقارنة مع العقد الذي تم التفاوض عليه أصلاً (Burger and Hawkesworth, 2013).

وكل ذلك يعني أن حجم الالتزامات والمسؤوليات التي تتكبدتها الحكومات من خلال استخدام شركات القطاعين العام والخاص كبير بشكل يدعو للدهشة، وهو ما يستحق بالتالي اهتماماً أكبر. وقد تكون الالتزامات صريحة أو ضمنية، تعاقدية أو غير تعاقدية. ويكون بعضها واضحاً منذ البداية. ففي الصين، على سبيل المثال، عادة ما يطلب المستثمرون الأجانب عائداً ثابتاً أو أدنى مضموناً؛ وفي جمهورية كوريا، لعب عرض حد أدنى من الإيرادات المضمونة دوراً هاماً في اجتذاب رأس المال الخاص، وإن كان قد تسبب أيضاً في مشاكل المخاطر المعنوية (Winch et al., 2012). وقد تظهر التزامات أخرى بمرور الوقت، وهو ما يمكن أن يكون مشكلة كبيرة للحكومات، بالنظر إلى أن دورة حياة المشاريع تمتد إلى ٣٠ عاماً أو أكثر.

٣- الآثار المترتبة على السياسات

قد تظل شركات القطاعين العام والخاص مصدرًا مفيداً للتمويل الطويل الأجل من أجل التنمية، نظراً لقلّة الموارد الخارجية الأخرى، وبخاصة إذا استمرت القيود المالية الحقيقية والمتصورة التي تحول دون اضطلاع الحكومات مباشرة بمهام المشتريات العامة للاحتياجات التنموية على المدى الطويل. غير أن من الأهمية أن تفهم الحكومات تماماً مختلف عواقب وتداعيات مثل هذه الآليات، وأن تدرك التكاليف والفوائد المحتملة على مدى دورة حياة المشروع بالكامل حتى لا تواجه صدمات مالية غير سارة بعد ذلك.

ويتطلب ذلك، بادئ ذي بدء، بذل جهود لتحسين الشفافية والمساءلة في شركات القطاعين العام والخاص، بما في ذلك توحيد عملية تغطية المعاملات العامة والإبلاغ عنها، ويستوجب على وجه الخصوص اعتماد نظم المحاسبة على أساس الاستحقاق التي تأخذ في اعتبارها الاستثمارات والالتزامات في الأجل الطويل. وحتى في حالة عدم وجود ضمانات صريحة من قبل الحكومات، ستضطر على الأرجح لتحمل حصة لا يستهان بها من الالتزامات. وثمة شاغل خاص يتمثل في أن العديد من البلدان لا تزال تفتقر إلى النظم المحاسبية الأساسية اللازمة. ومن المفارقات، أن البلدان التي قد تعقد أعلى الآمال على شركات القطاعين العام والخاص قد تكون هي الأقل قدرة على إدارتها بشكل صحيح.

ومن الضروري أيضاً تحسين عمليات صنع القرار فيما يتعلق بالشركات بين القطاعين العام والخاص. فقد لا تكون هذه الشركات مناسبة في جميع الظروف كآلية لضمان الاستثمارات الطويلة الأجل التي تتضمن أهدافاً اجتماعية. ولذلك، يلزم إجراء تقييم سليم قبل تفضيلها على الوسائل الأخرى لتوفير المنافع والخدمات العامة. وينبغي ذلك أيضاً على تحسين التخطيط السابق للمشروع، وإجراء المقارنات الدقيقة مع الوسائل الأخرى مثل الشراء، وتحسين الشفافية فيما يتعلق بشروط التعاقدات - بما في ذلك عمليات إعادة التفاوض والخيارات المتاحة للانسحاب من العقود أو فسخها - وكذلك تحديد وقياس الآثار المالية. كما يستلزم ذلك أن تفصح الحكومات عن الوثائق والمعلومات المتعلقة بالشركات بين القطاعين العام والخاص وعقودها لتشجيع نزاهة وشفافية العمليات، التي تخضع أيضاً للمساءلة من الناحية الاجتماعية. وقد يكون من المفيد أيضاً إنشاء منتدى لتبادل التجارب والخبرات، وبناء شبكات من البلدان النامية لهذا الغرض.

وزارة الخزانة بالمملكة المتحدة إلى استعراض جميع شركات القطاعين العام والخاص وإصدار مبادئ توجيهية جديدة.

ويمكن أن تنشأ التزامات الحكومات بطرق مختلفة، سواء من التعهدات الرسمية من خلال العقود أو بصورة غير رسمية تنبثق من حقيقة بسيطة وهي أن الحكومات هي الملاذ الأخير لتوفير المساعدة. وعندما تسوء الأمور، يمكن أن تكون التكاليف المالية عالية، كما يتضح من الخبرات المتصلة بالبنية التحتية في المكسيك. ففي مطلع التسعينات من القرن الماضي، بدأت المكسيك برنامجاً طموحاً لشق الطرق ضم أكثر من ٥٠ شركة (امتيازاً) بين القطاعين العام والخاص لبناء وإدارة ٥٠٠ كيلومتر من الطرق الخاضعة لرسوم المرور. وكانت الامتيازات تقوم على الاستدانة بشدة، بقروض مقدمة بأسعار فائدة معوّمة من المصارف المحلية، التي كانت مملوكة للحكومات المحلية الواقعة تحت ضغط لدعم المشروع من خلال الإقراض. وكان من المتوقع أن توفر رسوم المرور إيرادات لا تكفي فحسب لسداد الدين، بل وتحقيق أيضاً أرباحاً للشركاء من القطاع الخاص. غير أنه اتضح أن التكاليف كانت أعلى وحجم حركة المرور أقل مما كان متوقفاً، مع ارتفاع أسعار الفائدة بمرور الوقت، واستيعاب النظام المصرفي للالتزامات الزائدة. وكان النظام يكافح بالفعل عندما وقعت صدمة الاقتصاد الكلي، فزادت الأمور سوءاً. وتدخلت الحكومة الاتحادية، حتى على الرغم من عدم وجود ضمانات صريحة تلزمها بالقيام بذلك. وأعدت الحكومة هيكل برنامج الطرق بكامله، وأنقذت أصحاب الامتياز، فاحتضنت أكثر من ٢٥ منهم، وتحملت قرابة ٨ بلايين دولار من الديون (Ehrhardt and Irwin, 2004).

وفي العديد من البلدان، كانت النتائج غير المرضية لمشاريع شركات القطاعين العام والخاص تعني التخلي عن بعض المخططات في وقت مبكر. وفيما يتعلق بالمياه تحديداً، استعاد أكثر من ١٨٠ مدينة ومجتمعاً محلياً في ٣٥ بلداً السيطرة على خدمات المياه في السنوات الخمس عشرة الماضية (Water Justice, 2014). وقد حدثت هذه الحالات "لاستعادة سيطرة البلديات" لثلاثة أسباب رئيسية: المشاكل الواسعة الانتشار التي تؤثر على خصخصة المياه، بصورة مستقلة فيما يبدو عن البلد أو القواعد التنظيمية؛ كفاءة خدمات المياه العامة المساوية أو الأكبر، وانخفاض الأسعار التي يمكن أن تتحقق عندما لا تكون هناك حاجة لدفع فوائد أو أرباح لمشغلي الخدمة الخاصة؛ والميزة النسبية التي يتمتع بها القطاع العام في توفير الرفاه الإنساني وتحقيق الأهداف الاجتماعية والبيئية (Lobina and Hall, 2013).

دال- هل يمكن أن تحدث صناديق الثروات السيادية فرقاً؟

استثمارات في الصناعات الطبية وصناعة الإسمنت والصناعات الغذائية، وغيرها.

وعلى صعيد الممارسة، لا يستفيد سوى القليل من صناديق الثروات السيادية من هذه الحرية في الاستثمار بالطرق التي من شأنها أن تدعم الاحتياجات الاستثمارية للبلدان النامية في الأجل الطويل. بل إن قراراتها الاستثمارية تعكس قرارات اللاعبين في السوق الخاصة، التي تحابي بعض البلدان (مثل الصين والمملكة المتحدة والولايات المتحدة) وما تعتبره قطاعات منخفضة المخاطر وقصيرة الأجل في السوق (Inderst and Steward, 2014; IPE and Stirling, 2013). وفي حين يستثمر أكثر من نصف صناديق الثروات السيادية بعض الموارد في البنية التحتية (عادة في مجالات الطاقة والنقل والاتصالات)، فإن معظم هذه الاستثمارات يتركز مرة أخرى في البلدان المتقدمة (Inderst and Steward, 2014).

وعمليات صنع القرار في صناديق الثروات السيادية ليست معروفة جيداً، حيث لا يفصح عن تفاصيل أنشطتها سوى أقل من نصفها (Bauer, 2015). وبعض هذه الصناديق تكون مقيدة بمبائليها القانونية. فالعديد من الصناديق، على سبيل المثال، مثل صندوق بولا في بوتسوانا، لا يُسمح لها بالاستثمار محلياً، غير أن بعضها الآخر تسمح له ولاياته بالاستثمار على الصعيد المحلي وفي البنية التحتية. ويمكن أن تساعد المساعدة التقنية في تعزيز قدرات إدارة المشاريع في البلدان النامية، وهو ما يستجيب للانتقادات القائلة بأن بعض صناديق الثروات السيادية لا ترغب في الاستثمار في تلك البلدان لأنها لا تضم سوى القليل جداً من المشاريع الضخمة التي تجتذب هذه الصناديق. ويمكن أن تكون بعض آليات تخفيف المخاطر مفيدة، مثل عمليات التقييم السابقة على المشاريع أو ضمانات الطوارئ. غير أنه لما كان الهدف المعلن لصناديق الثروات السيادية يتمثل عادة في الادخار لبلداتها حتى تتمكن الأجيال القادمة ربما من الاستفادة من نجاحات اليوم (التي قد تكون غير متوقعة)، فإن ذلك يستلزم بالضرورة التركيز على الاستثمارات المنخفضة المخاطر التي تحقق عائداً إيجابية، سواء على الصعيد الاجتماعي أو من الناحية المالية.

عمد العديد من الحكومات الوطنية أو السلطات الإقليمية، التي راکمت كميات كبيرة من الأصول الأجنبية في السنوات الأخيرة، إلى إنشاء صناديق للثروات السيادية باعتبارها وسيلة أكثر ربحية لاستخدام هذه الأصول بدلاً من مواصلة زيادة احتياطياتها الدولية. ويزيد إجمالي قيمة هذه الأصول العامة حالياً عن ٧ تريليونات دولار. وقد أثار ذلك في بعض الأوساط آمالاً بإمكان استخدام صناديق الثروات السيادية لإكمال المصادر الحالية لتمويل التنمية، خاصة وأن أكثر من ٤٠ صندوقاً من بين صناديق الثروات السيادية الاثنى والخمسين التي أنشئت منذ عام ٢٠٠٠ توجد في البلدان النامية، وأن ٣٢ صندوقاً منها تحتفظ بأصول تروبو على ١٠ بلايين دولار. وكان مجموع أصولها يُقدر بقرابة ٦ تريليونات دولار في آذار/مارس ٢٠١٥ (SWF Institute, 2015)، منها ٨٧ في المائة من أموال صناديق ثروات سيادية في سبعة بلدان نامية فحسب (الإمارات العربية المتحدة، جمهورية كوريا، سنغافورة، الصين، قطر، الكويت، المملكة العربية السعودية).

وبصرف النظر عن الأموال التي يُحتفظ بها لأغراض تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي فقط (والتي تحتفظ بالتالي بأدوات عالية السيولة يمكن توظيفها بسرعة، مثل السندات الحكومية أو النقد)، يُكلف العديد من صناديق الثروات السيادية ببناء احتياطيات رأسمالية للأجيال القادمة، وبالتالي يمكنها النظر في توظيف أموالها المتبقية في الأسهم و"الاستثمارات البديلة" التي تتسم بعدم السيولة وطول الأجل. بل ويُتوقع من بعضها صراحة دعم التنمية الوطنية أو الإقليمية من خلال الاستثمار في البنية التحتية. وعادة ما تكون صناديق الثروات السيادية أكثر حرية في اختيارها لفئات الأصول مقارنة بالصناديق الأكثر نفوراً من المخاطر التي تديرها المصارف المركزية وصناديق المعاشات التقاعدية وغيرها من الصناديق. ويمكن استخلاص ملامح خيارات محافظ الأموال من أمثلة القرارات الأخيرة لمختلف صناديق الثروات السيادية: فنصندوق الثروة السيادية للحكومة النرويجية أعلن مؤخراً تعهداً يتصل بتغيير المناخ بالخروج من الأسهم العالمية المستثمرة في الفحم، ولدى صندوق تيماسيك Temasek في سنغافورة استثمارات في البنية التحتية الوطنية والإقليمية، وصندوق الثروة الصناعية الإنتاجية في دولة بوليفيا المتعددة القوميات لديه

هاء- مصارف التنمية: تطورها وقدرتها على دعم التنمية

نفس القدرات التقنية اللازمة لتقييم جدوى المشروع وإمكانياته. ولذلك، تتسم مصارف التنمية بسمات فريدة من نوعها توفر لها ميزة نسبية قوية على المؤسسات المالية الخاصة، بما في ذلك الأدوات اللازمة لتخفيف المخاطر المحددة التي لا يكون القطاع الخاص على استعداد لتحملها، والقدرة على استغلال أوجه التكامل بينها وبين شركائها من القطاع الخاص بصورة فعالة (Buiter and Fries, 2002).

وتُكلف هذه المصارف عموماً بتقديم الائتمان بشروط تجعل الاستثمارات في الصناعة وفي البنية التحتية ممكنة ومجدية. وهي توفر رأس المال المتداول والتمويل للاستثمارات الطويلة الأجل، وهو ما يتم أحياناً في شكل أسهم. ولحماية استثماراتها، كثيراً ما تراقب هذه المصارف عن كثب أنشطة الشركات التي تقوم بإقراضها، وتقوم أحياناً بتعيين مديريين في مجالس إدارات تلك الشركات.

وقد ظهرت مصارف التنمية الوطنية إلى الوجود قبل المصارف متعددة الجنسيات بزمان طويل. ففي ألمانيا في القرنين التاسع عشر والعشرين، على سبيل المثال، أصبحت المصارف الألمانية الشاملة، المعروفة باسم Grossbanken، تشارك بشدة في عمليات تحويل آجال الاستحقاق. ولما كانت هذه الأنشطة تؤدي في بعض الأحيان لأن تواجه هذه المصارف حالات من انعدام للسيولة، فقد كانت بحاجة إلى الوصول بشكل مستمر وموثوق به للاقتراض كمالأخيراً من المصرف المركزي Reichsbank. وقيل إن ذلك يمثل "حالة واضحة من بناء المؤسسات المخطط"، لتمويل الاستثمارات اللازمة على المدى الطويل. وكانت المصارف الشاملة مصارف خاصة مساهمة ذات مسؤولية محدودة، ولكنها كانت أيضاً أدوات من أدوات الدولة، وتعمل بالنيابة عنها في مقابل الدعم الواسع بالسيولة (De Cecco 2005: 355). واتباعاً للتجربة الألمانية، إلى جانب تجربة نظام المصرف الرئيسي في اليابان، الذي قام بتمويل التوسع الصناعي الذي تقوده الصادرات بدعم وتوجيه من مصرف اليابان والحكومة اليابانية، اختارت بلدان نامية عديدة إنشاء مؤسسات قائمة بذاتها لتمويل التنمية موجهة صراحة إلى أهداف تمويلية محددة (Chandrasekhar, 2014).

١- السمات المميزة لمصارف التنمية

تلعب مصارف التنمية المتعددة الأطراف، ويمكن أن تظل تلعب، دوراً حاسماً كمصدر لتوفير التمويل الطويل الأجل الذي لا يوفره مقرضو القطاع الخاص^(١١). وعادة ما تستلزم التنمية التحويلية، ضمن جملة أمور، قيام مشاريع كبيرة تحتاج آجالاً طويلة لتؤتي ثمارها وتنطوي على مخاطر تعزف المصارف الخاصة عن تحملها،

خاصة عندما تكون التزاماتها قصيرة الأجل بطبيعتها. وبالإضافة إلى ذلك، فإن كثيراً من المشاريع الكبيرة تولد آثاراً خارجية إيجابية، وبالتالي عائدات اجتماعية أكبر من العائدات الخاصة. ومصارف التنمية (الوطنية والمتعددة الأطراف على حد سواء) مصممة تحديداً لتعويض هذه النواقص في تدفقات وأسواق رؤوس الأموال الخاصة. وتُسند إلى مصارف التنمية ولاية واضحة لدعم المشاريع الموجهة نحو التنمية التي

تُسند إلى مصارف التنمية ولاية واضحة لدعم المشاريع الموجهة نحو التنمية التي تتطلب عادة تمويلًا طويل الأجل وقاعدة تمويل تكون التزاماتها طويلة الأجل في الغالب.

تتطلب عادة تمويلًا طويل الأجل وقاعدة تمويل تكون التزاماتها طويلة الأجل في الغالب، بما يتماشى بالتالي مع ولاياتها. وتكون رؤوس أموالها مملوكة في أغلبها لجهات سيادية تتمتع بتصنيف مرتفع، بما يسمح للمصارف بالاقتراض الطويل الأجل بتكاليف منخفضة نسبياً في الأسواق المالية^(١٢). وبالإضافة إلى توفير التمويل الطويل الأجل، تعمل مصارف التنمية باعتبارها من "صناع السوق" من خلال خلق وتوفير أدوات تمويل توزع المخاطر على نحو أفضل، سواء بين الدائنين والمقرضين وعلى مر الزمن، بما في ذلك من خلال التمويل المشترك مع مستثمرين من القطاع الخاص.

كما يمكن لمصارف التنمية أن تساعد على التغلب على بعض أوجه القصور المعلوماتية التي تواجه القطاع الخاص من خلال المساعدة في فحص المشاريع وتقييمها ورصدها. فعلى العكس من المصارف الخاصة، عادة ما تمتلك المصارف الإنمائية خبرات فنية وإدارية داخلية تتيح لها المشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة باختيار تكنولوجيا المشاريع ونطاقها وموقعها. ويعزز ذلك قدرتها على تعبئة الموارد، حيث يمكنها أن تجتذب المقرضين الآخرين الذين لا يملكون

حيث يمكنها معالجة مشاكل العمل الجماعي والتنسيق نظراً لطبيعتها الدولية أو الإقليمية، وما يتراكم لديها من معارف وإمكانية للوصول إلى مختلف أدوات التمويل والتنفيذ.

ويمكن لمصارف التنمية الدولية تزويد البلدان المنخفضة الدخل بقروض لمشاريع التنمية بأسعار فائدة مدعومة. وفي عام ٢٠١٣، بلغت قروضها الميسرة ما يقرب من ٢٠ بليون دولار، وهو ما يمثل ٤,٣ في المائة من إجمالي محفظة قروضها^(٣٣). وبالإضافة إلى ذلك، يمكن لكل من مصارف التنمية الوطنية والمتعددة الأطراف أن تلعب أدواراً معاكسة للدورات الاقتصادية، بتوفير تمويل المشاريع لسد الفجوات عندما يقلص مقرضو القطاع الخاص الائتمانات خلال فترات الركود والأزمات (Ocampo et al., 2007). وقد يكون بمقدورها أيضاً مواصلة الإقراض أو حتى زيادته أثناء الصدمات الاقتصادية، مثل التغيرات الحادة في أسعار السلع الأساسية أو الكوارث الطبيعية. ويمكن لذلك بدوره أن يساعد بلداً من البلدان في الحفاظ على مستوى دخله ونشاطه الاقتصادي، فضلاً عن قدرته على الاستيراد بعد مثل هذه الصدمة. وكان ذلك واضحاً خلال الأزمة المالية العالمية، على سبيل المثال، عندما كان الإقراض من جانب كل من مصرف التنمية الصيني والمصرف الوطني البرازيلي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية كبيراً بما فيه الكفاية لتعويض بعض الانخفاضات المتوقعة في الاستثمار أثناء

الأزمة (Ferraz, 2012). وأسندت إلى بعض المصارف الإقليمية، مثل مصرف الاستثمار الأوروبي، ولاية صريحة لتوفير الإقراض المعاكس للدورات الاقتصادية^(٣٤)، مما يدل على أن مصارف التنمية الدولية/ الإقليمية، إلى جانب مصارف التنمية الوطنية، يمكن أن تساعد بشكل مباشر في دعم الدخل والعمالة كجزء من أهدافها السياسية.

٢ - المشهد المتغير لمصارف التنمية

على مدى أكثر من نصف قرن، ظل البنك الدولي والعديد من مصارف التنمية الإقليمية، مثل مصرف التنمية الآسيوي ومصرف التنمية الأفريقي ومصرف التنمية للبلدان الأمريكية ومصرف الاستثمار الأوروبي والبنك الإسلامي للتنمية، تضطلع بدور حيوي في تمويل المشاريع الطويلة الأجل في كافة أنحاء العالم. وساعدت هذه المصارف على سد بعض الفجوات التمويلية، وخصوصاً في مشاريع البنية التحتية الكبيرة، ومؤخراً، في المشاريع الاجتماعية والبيئية. غير أنه لم يكن

وأكثر من نصف مؤسسات تمويل التنمية في العالم النامي هي مؤسسات صغيرة نسبياً، تقل أصولها عن ١٠ بلايين دولار. غير أن نحو ٥ في المائة منها هي مصارف عملاقة تربو أصولها على ١٠٠ بليون دولار، بما في ذلك مؤسسات مثل مصرف التنمية الصيني والمصرف الوطني البرازيلي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (Chandrasekhar, 2014).

ومن الواضح أن مصارف التنمية الدولية أو المتعددة الأطراف يمكن أن تلعب أدواراً أكثر أهمية إذا ساعدت أيضاً في تقليص فجوات النقد الأجنبي في البلدان النامية، وإذا قدمت قروضاً حتى بأسعار فائدة منخفضة بسبب قدرتها الأكبر على الوصول إلى أسواق رأس المال العالمية. وكما أشير أعلاه، تنشأ فجوات التمويل هذه بسبب الطابع العام لبعض المشاريع الاستثمارية، ومحدودية القدرة التمويلية للحكومات الوطنية (والمحلية) على الاضطلاع بمشاريع كبيرة، وعدم استعداد القطاع الخاص للقيام بالمشاريع الكبيرة الطويلة الأجل، التي يرى أنها تشكل مخاطرة كبيرة للغاية. ولما كان الاستثمار العام، بحكم طبيعته، لا يولد عادة عائدات مالية مباشرة للاستثمارات، وإنما فقط عائدات غير مباشرة وطويلة الأجل من حيث ازدياد معدلات النمو، والتي يمكن سداد خدمة الدين منها في نهاية المطاف، فإن ذلك يمكن أن يصبح عقبة كبرى أمام التمويل التجاري، وهو ما يحدث عادة.

والبنية التحتية هي من المجالات

التي تظل فجوات التمويل ضخمة فيها، حيث تُقدر الفجوة الحالية فيها بأكثر من تريليون دولار (Bhattacharya and Romani, 2013). وكما كان واضحاً في الفرع جيم، فحتى الآليات المبتكرة لسد هذه الفجوة من خلال الشراكات بين القطاعين العام والخاص لم تكن كافية حتى الآن، بل وعادة ما كانت تنطوي على تكاليف مالية باهظة للغاية علاوة على ذلك. وتشير التقديرات إلى أنه لتلبية احتياجات النمو والتنمية في البلدان النامية، سيتعين زيادة الإنفاق على البنية التحتية من ٣ في المائة إلى ٦-٨ في المائة من إجمالي الناتج المحلي للبلد النامي. غير أن الأمر لا يقتصر على أن استثمار القطاع الخاص في البنية التحتية صغير نسبياً فحسب، بل إنه أيضاً يتركز بشدة في قطاعات الطاقة والنقل وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات (Estache, 2010). ويكون عدم مشاركة القطاع الخاص ملحوظاً بشكل خاص في مشاريع البنية التحتية الإقليمية بسبب تعقيد الإطار التنظيمي للمشاريع العابرة للحدود والمخاطر السياسية التي تنطوي عليها. ويمكن أن تضطلع مصارف التنمية المتعددة الأطراف، وخاصة المصارف الإقليمية، بدور رائد في توفير التمويل لتطوير البنية التحتية على الصعيد الإقليمي،

الموجهة نحو التنمية على النطاق الذي يلبي احتياجات كل من هذه المناطق دون الإقليمية^(٢٧). وقد يفسر ذلك صغر قاعدتها الرأسمالية، وكون معظم المساهمين فيها من البلدان المقترضة نفسها، وهو ما يحد من الموارد المالية اللازمة لتوسيع القواعد الرأسمالية لهذه المصارف بدرجة كبيرة. وفي آسيا، يلعب مصرف التنمية الآسيوي دوراً رئيسياً في تمويل المشاريع الطويلة الأجل، بما في ذلك على صعيد البنية التحتية، كما أن هناك نقصاً في المصارف دون الإقليمية.

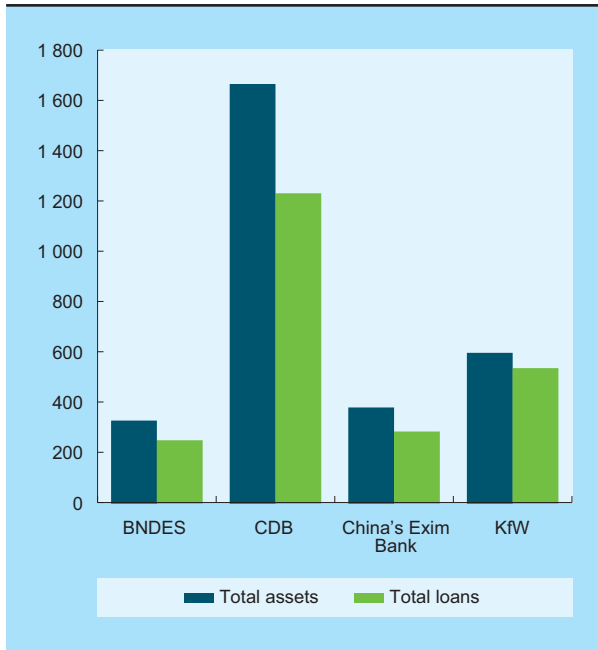
وفي السنوات الأخيرة، أصبحت بعض مصارف التنمية الوطنية أطرافاً دولية فاعلة متزايدة الأهمية، من خلال توفير التمويل الخارجي كجزء من عملياتها الدولية. وكان المقرضون الدوليون الأكثر نشاطاً هم مصرف التنمية الصيني، ومصرف التصدير والاستيراد الصيني، والمصرف الوطني البرازيلي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومصرف التنمية الألماني. وتستأثر العمليات الدولية لمصارف التنمية الرئيسية هذه بنسبة كبيرة من إجمالي أصولها وقروضها، التي يمكن أن تكون كبيرة جداً (الشكل ٦-٥).

الشكل ٦-٥

إجمالي الأصول والقروض، مصارف تنمية وطنية

مختارة، ٢٠١٤

(ببلايين الدولارات)



المصدر: التقارير السنوية للمصارف.

بمقدورها تقليص هذه الفجوات إلا بصورة طفيفة، نظراً لتواضع حجم قروضها نسبياً^(٢٥).

كما تغطي مصارف التنمية دون الإقليمية الأخرى هذه الاحتياجات التمويلية بصورة جزئية. ففي أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، تشمل هذه المصارف مصرف أمريكا الوسطى للتكامل الاقتصادي، ومصرف التنمية الكاريبي، ومؤسسة تنمية الأنديز. وقد أنشئت المؤسسة الأخيرة، التي تعرف الآن باسم مصرف التنمية لأمريكا اللاتينية، وأسندت لها ولاية تعزيز التنمية المستدامة والتكامل الإقليمي فيما بين البلدان الأعضاء المؤسسة لها، وهي إكوادور ودولة بوليفيا المتعددة القوميات وبيرو وجمهورية فنزويلا البوليفارية وكولومبيا. ومنذ إنشاء المصرف، جرى توسيع العضوية تدريجياً لتشمل معظم بلدان أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، فضلاً عن إسبانيا والبرتغال. ويدعم المصرف تعزيز القطاعات الإنتاجية الوطنية لأعضائه، وخاصة تطوير المنتجات والخدمات ذات القيمة المضافة، فضلاً عن خلق فرص العمل وتعزيز فرص الوصول إلى الخدمات الاجتماعية، بما في ذلك التعليم والصحة والمياه والصرف الصحي. وفي عام ٢٠١٣، تجاوز حجم القروض التي وافق عليها مصرف التنمية لأمريكا اللاتينية ١٢ بليون دولار، وهو ما يماثل حجم إجمالي القروض من مصرف التنمية للبلدان الأمريكية^(٢٦). ورغم أن مصرف التنمية لأمريكا اللاتينية مملوك في معظمه لبلدان نامية، فإنه يمتلك قاعدة رأسمالية كبيرة إلى حد ما، إلى جانب سجل ممتاز من حيث سداد قروضه، مما أسهم في وضعه في الفئة الاستثمارية من جانب وكالات التصنيف الدولية - وهو تصنيف أعلى من تصنيفات معظم بلدان أمريكا اللاتينية. وتساعد ولاية المصرف الواضحة والمركزة، وهيكله الإداري غير المترهل، وتقييمه الاقتصادي الصارم للمشاريع، وسرعة عملية الموافقة على القروض الممنوحة دون شروط على تفسير نجاحه وارتفاع تصنيفه الائتماني بصورة مستمرة (Griffith-Jones et al., 2008).

وفي أفريقيا، يمثل مصرف التنمية الأفريقي مصدراً هاماً من مصادر التمويل الخارجي الطويل الأجل. وتضم أفريقيا أيضاً عدداً كبيراً من المصارف دون الإقليمية، من بينها: مصرف تنمية شرق أفريقيا، ومصرف تنمية غرب أفريقيا، ومصرف تنمية دول وسط أفريقيا، ومصرف التنمية والتجارة لشرق أفريقيا والجنوب الأفريقي المعروف باسم مصرف منطقة التجارة التفضيلية، ومصرف التنمية للجنوب الأفريقي (المملوك بالكامل لجنوب أفريقيا، وإن كان يخدم الجماعة الإنمائية للجنوب الأفريقي، مع التركيز على مشاريع البنية التحتية الكبيرة). غير أن هذه المصارف لا تمتلك سوى قدرة محدودة على توفير التمويل للمشاريع الكبيرة

منها ١٥,٢ في المائة على عقود البناء في الخارج و٧,٩ في المائة على مشاريع الاستثمار في الخارج. وفي الآونة الأخيرة، قدم المصرف الدعم "لتطوير السكك الحديدية عالية السرعة والطرق السريعة وشبكات الطيران الإقليمية (الشبكات الثلاث)" في أفريقيا من خلال القروض (بعضها ميسر) وآليات المساعدة الأخرى (China Exim Bank, 2014: 9).

وبالإضافة إلى مصارف التنمية الوطنية الصينية هذه ذات الامتداد الدولي، يبرز مصرف وطني آخر للتنمية هو المصرف الوطني البرازيلي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، الذي يواصل في السنوات الأخيرة تقديم التمويل للتنمية على الصعيدين الوطني والخارجي. ومع إنشائه في عام ١٩٥٢ بالتركيز في البداية على تمويل تطوير البنية التحتية المحلية كجزء من استراتيجية التحديث والتصنيع في البلد، توسع نطاق تركيزه بعد ذلك ليشمل تعزيز صناعة السلع الرأسمالية والقطاعات الصناعية الأخرى في البرازيل. ومنذ تسعينات القرن الماضي، ينخرط المصرف أيضاً في توفير التمويل لقطاعات التصدير. وفي العقد الأول من القرن الحالي، وسع المصرف عملياته الدولية، مما يعكس رغبة الحكومة البرازيلية في الاضطلاع بدور أكبر على الساحة الدولية. وتشمل هذه الاستراتيجية الجديدة دعم التكامل الاقتصادي الإقليمي، وبالتالي تشجيع الاستثمار في البلدان المجاورة، فضلاً عن تعزيز روابط البرازيل الاقتصادية مع المناطق النامية السريعة النمو، وبخاصة في أفريقيا. كما تعزز قروض المصرف تدويل الشركات البرازيلية الكبيرة.

وفي عام ٢٠١٤، كان ١٤ في المائة من إجمالي محفظة قروض المصرف الوطني البرازيلي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية بالعملة الأجنبية. ولما كان المصرف يحتل مكانه بين أكبر مصارف التنمية الوطنية في العالم، بمحفظة قروض إجمالية تبلغ ٢٤٥ بليون دولار في عام ٢٠١٤ (الشكل ٦-٥)، فإن توفيره للقروض الأجنبية يعتبر كبيراً، وخاصة بالنسبة للبلدان الصغيرة التي تفتقر إلى التمويل اللازم لمشاريع التنمية الكبيرة. ففي أمريكا الجنوبية، على سبيل المثال، يلعب المصرف دوراً بالغ الأهمية في دعم التنمية من خلال إقراض البلدان الصغيرة مثل إكوادور، وكذلك الكبيرة مثل الأرجنتين، لتمويل البنية التحتية الاقتصادية. وفي أفريقيا، قدم المصرف قروضاً لشركات بناء وطنية كبيرة للاستثمار في البنية التحتية وغيرها من المشاريع.

ومصرف التنمية الألماني هو مثال لمصارف التنمية الوطنية في البلدان المتقدمة. فهو يلعب دوراً متزايد الأهمية على الصعيد الدولي باعتباره جناح الإقراض لبرامج التعاون الإنمائي الألمانية. وهو يشجع برامج التنمية في جميع المناطق النامية. وفي نهاية عام ٢٠١٤، بلغ إجمالي محفظة قروضه ٥٣٦ بليون دولار (الشكل ٦-٥)، وكان ١٠ في المائة من أنشطته لتشجيع الأعمال التجارية يرتبط ببرامج تنمية

ومصرف التنمية الصيني ومصرف الاستيراد والتصدير الصيني هما من بين مصارف "السياسات" الثلاثة التي أنشأتها الصين في عام ١٩٩٤ لدعم أهداف التنمية التي وضعتها الحكومة الصينية. ومصرف التنمية الصيني هو الجهة الرئيسية للتمويل الطويل الأجل لمشاريع البنية التحتية، مثل السكك الحديدية والطرق والاتصالات السلكية واللاسلكية، وللاستثمارات الكبيرة في الصناعات الأساسية والثقيلة مثل البتروكيماويات. وتتمثل ولاية مصرف الاستيراد والتصدير الصيني في دعم الصادرات والواردات الصينية من المنتجات الميكانيكية والإلكترونية والمعدات ومنتجات التكنولوجيا المتقدمة، فضلاً عن استثمارات الشركات الصينية في الخارج. ويعمل المصرف أيضاً باعتباره الجناح التمويلي لبرامج التعاون الدولي الصينية من خلال تقديم القروض الميسرة في الخارج (Poon, 2014; China Exim Bank, 2014).

ومنذ مطلع القرن الحالي، ينشط كلا المصرفين الصينيين في تقديم التمويل الدولي للبلدان النامية. وتدعم قروضهما استراتيجية "الخروج إلى العالم" التي تتبعها الصين كجزء من دورها الجديد كقوة عظمى ناشئة على الساحة العالمية. وتشمل المبادرات الأخيرة ما تخطط له من مساهماتها في استراتيجية "طريق الحرير" الجديدة، التي تتضمن استثمارات كبيرة في البنية التحتية في جميع أنحاء آسيا، إلى جانب استمرار التمويل في أفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية من خلال اتفاقات التعاون فيما بين بلدان الجنوب.

وفي عام ٢٠١٤، بلغ مجموع القروض التي قدمها مصرف التنمية الصيني بالعملة الأجنبية ٢٦٧ بليون دولار، وهو ما يمثل حوالي ٢٢ في المائة من مجمل محفظة قروضه. وتدعم هذه القروض عموماً تطوير البنية التحتية في بلدان نامية مختلفة، مع تسهيل وصول الصين إلى المواد الخام بتكاليف نقل منخفضة^(٢٨). كما يقدم المصرف التمويل من خلال آليات أخرى، مثل صندوق التنمية الصيني الأفريقي، الذي كان المصرف هو المصدر الوحيد لتوفير رأس ماله في مرحلتيه الأولى والثانية. وفي عام ٢٠١٤، التزم الصندوق بتوفير ٣,١ بليون دولار من الاستثمارات في ٨٠ مشروعاً في مجموعة متنوعة من المجالات على الصعيد الإقليمي، من بينها الطيران والموانئ والكهرباء والأدوية وتجميع السيارات (CDB, 2014).

وإلى جانب مصرف التنمية الصيني، يقدم مصرف الاستيراد والتصدير الصيني دعماً قوياً لشراكة الصين الاستراتيجية مع غيرها من البلدان النامية. ويقدم المصرف التزامات قروض تفضيلية لمختلف البلدان والمناطق، بما في ذلك أفريقيا وآسيا ومنطقة المحيط الهادئ ووسط وشرق أوروبا ومنطقة البحر الكاريبي (China Exim Bank, 2014). وفي عام ٢٠١٤، بلغت مدفوعاته الفعلية للائتمانات المقدمة لبائعي الصادرات ٢٨٧,٨ بليون دولار، أنفق

"تعبئة الموارد لمشاريع البنية التحتية والتنمية المستدامة في دول البريكس وغيرها من الاقتصادات الناشئة والنامية" (BRICS, 2014, paragraph 11). وهذا التركيز مرير بوضوح في ضوء الاحتياجات الكبيرة غير الملباة في هذه المجالات، على النحو الذي تم تسليط الضوء عليه أعلاه. وقد أنشئ برأس مال أولي مصرح به يبلغ ١٠٠ بليون دولار (ورأس المال مكتتب به يبلغ ٥٠ بليون دولار). ووفقاً للإعلان الصادر عن مؤتمر القمة السابع لمجموعة البريكس في تموز/يوليه ٢٠١٥ في أوكا (الاتحاد الروسي)، من المتوقع أن يبدأ مصرف التنمية الجديد الموافقة على أول مشاريعه الاستثمارية في بداية عام ٢٠١٦ (BRICS, 2015a). ويجب أن تمثل نوعية قروضه المقدمة إلى البنية التحتية وغيرها من المشاريع أولوية هامة، وذلك لتحقيق أقصى قدر من التأثيرات التنموية لمثل هذه المشاريع وتقليل مخاطر التخلف عن السداد. وعلاوة على ذلك، فإن القدرة على تحقيق أرباح ستساعد المصرف على توسيع قاعدة رأسماله، وبالتالي زيادة القروض التي يقدمها مستقبلاً.

ومن حيث التغطية الجغرافية، سيكون من المهم أن يحتفظ مصرف التنمية الجديد بمحفظة قروض متوازنة تشمل البلدان المتوسطة والمنخفضة الدخل على حد سواء، حيث إن من شأن هذا المزيج أن يولد فوائد التنوع الجغرافي ويزيد من جدارة المصرف الائتمانية. ومن أجل إقراض البلدان المنخفضة الدخل، ينبغي أن يكون هناك عنصر دعم وإعانة، بتيسير تقديم القروض لهذه المجموعة من البلدان. ويمكن دعم مثل هذه القروض بإنشاء صندوق استثماري، بتمويل من البلدان المتقدمة (Griffith-Jones, 2014).

تأسس المصرف الآسيوي للاستثمار في البنية التحتية في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠١٤ في بيجين، بواسطة ٣٣ عضواً مؤسساً من داخل المنطقة الآسيوية و١٧ عضواً (من بينهم العديد من البلدان المتقدمة) من خارج المنطقة؛ ولم يوقع بعد سبعة أعضاء إضافيين محتملين^(٢٩). وستساهم الصين بالجزء

الأعظم من رأس المال المصرح به للمصرف والبالغ ١٠٠ بليون دولار. وتعبيراً عن الطابع الإقليمي للمصرف، سيكون أعضاؤه الإقليميون هم أغلبية حملة الأسهم، حيث يجوزون قرابة ٧٥ في المائة من الأسهم. وجاء إنشاء المصرف استجابة لإدراك أهمية البنية التحتية في تنمية آسيا، والحاجة إلى تمويل إضافي كبير طويل الأجل لبناء البنية التحتية في المنطقة. وفي حين يقدر مصرف التنمية الآسيوي احتياجات تمويل البنية التحتية في آسيا بحوالي ٧٢٠ بليون دولار سنوياً خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠٢٠، فإن قروضه التي تتم الموافقة عليها لا تزيد عن ١٣ بليون دولار سنوياً (Junio, 2014). ويهدف

في جميع أنحاء العالم. وتتمثل ولايته في تحسين أوضاع المعيشة في ألمانيا وأوروبا وفي أنحاء العالم بصورة مستدامة، مثلما من خلال تعزيز التنمية الاقتصادية الصديقة للمناخ، بما في ذلك في البلدان النامية. وتشمل مشاريعه خطوطاً لإمدادات الطاقة في الهند، ومحطة للطاقة الحرارية الشمسية في شيلي، وبناء مساكن مستدامة في أفريقيا (KfW, 2014). وترتبط أجزاء من هذه البرامج التمويلية بمشاركة المصرف في مجموعة متنوعة من مبادرات حماية المناخ، مثل مبادرة حماية المناخ والبيئة ومبادرة المناخ الدولي. كما أنشأ صندوق تأمين المناخ، الذي يهدف إلى دعم شركات التأمين وإعادة التأمين المحلية، ومن المتوقع أن يسهم في الصندوق الأخضر للمناخ التابع للأمم المتحدة لحماية المناخ والتكيف معه. وبالإضافة إلى ذلك، تتمر الحكومة الألمانية الأموال من خلال هذا المصرف لتقديم منح وقروض ميسرة للغاية لأقل البلدان نمواً (KfW, 2014).

٣- الدور التمويلي الذي يمكن أن تضطلع به المصارف المتعددة الأطراف التي تقودها بلدان الجنوب

ينبغي أن يشمل نظام مصارف التنمية التي توفر التمويل الدولي لدعم النمو والتنمية المصارف المتعددة الأطراف التي تقودها بلدان الجنوب، وذلك إلى جانب المصارف المتعددة الأطراف والإقليمية ودون الإقليمية والمصارف الوطنية التي تقوم بعمليات دولية. وتهدف المبادرات الأخيرة لتصميم وإنشاء مثل هذه المصارف إلى معالجة النقص في رؤوس الأموال الطويلة الأجل اللازمة للاستثمار في مجالات البنية التحتية الحيوية والصناعات كثيفة رأس المال الأساسية للتنمية. وتشمل هذه المبادرات مصرف التنمية الجديد الذي أنشأته مؤخراً مجموعة

البلدان المعروفة باسم مجموعة البريكس (BRICS) (البرازيل والاتحاد الروسي والهند والصين وجنوب أفريقيا)، والمصرف الآسيوي للاستثمار في البنية التحتية، ومصرف الجنوب. وكانت قرارات إنشاء هذه المؤسسات مدفوعة في جانب منها بخيبة أمل البلدان النامية في هياكل الحوكمة وأنماط الإقراض والشروط المرتبطة بالاقتراض من مؤسسات بريتون وودز وبعض مصارف التنمية الإقليمية الرئيسية.

وقد أنشأت مجموعة البريكس مصرف التنمية الجديد في قمة فورتاليزا المعقودة في تموز/يوليه ٢٠١٤، وأسندت له ولاية محددة هي

وفي هذه الشبكة، يمكن أن تعمل المصارف الجديدة التي تقودها بلدان الجنوب بشكل وثيق مع مصارف التنمية الوطنية، وبخاصة مصارف بلدان مجموعة البريكس، مثل المصرف الوطني البرازيلي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومصرف التنمية للجنوب الأفريقي، ومصرف التنمية الصيني، على النحو الذي اقترحه مؤتمر القمة السابع لبلدان مجموعة البريكس في تموز/يوليه ٢٠١٥ (انظر BRICS, 2015b). وفي حين قد تمتلك المصارف المتعددة الأطراف خبرات أكبر في الجوانب الهندسية والتمويلية للقروض، فإن مصارف التنمية الوطنية تمتلك قدرًا أكبر من المعرفة المحلية، بما يساعد بالتالي في تقليل تضارب المعلومات على المستوى الوطني.

ومن المتوقع ألا يقتصر دور المصارف الجديدة التي تقودها بلدان الجنوب على إكمال كمية التمويل للاستثمارات الطويلة الأجل المعروضة على الصعيد العالمي فحسب، بل ويمتد أيضاً إلى خدمة مصالح التنمية الاقتصادية، إلى جانب الاهتمام الأكبر بالاستدامة والشمولية، على نحو أفضل من المصارف المتعددة الأطراف التي تهيمن عليها الدول المتقدمة. ويتوقف ذلك على عدة عوامل، تتمثل أحدها في الدرجة التي يؤدي بها ظهور هذه المصارف إلى إحداث تغيير يُعتد به في النظام المالي العالمي، وربما، بالتالي، في سلوك المؤسسات التي تهيمن عليه حالياً. ويتصل عامل آخر بما إذا كانت ستختلف في ممارسات إقراضها عن المؤسسات القائمة - ليس فقط من حيث زيادة كمية تمويل التنمية في الأجل الطويل، ولكن أيضاً من زاوية تغيير نوعيته للتركيز بدرجة أكبر على إحداث التحول الاقتصادي الشامل والمستدام. وبالتالي، ففي حين تظل زيادة التنوع في المشهد المالي والنقدي الدولي محل ترحيب بالتأكيد، وفي حين أن الموارد الإضافية التي تقدمها هذه المؤسسات الجديدة يمكن أن تترك أثراً إيجابياً لا يستهان به من حيث توليد المزيد من التمويل الطويل الأجل للتنمية، فإن ذلك لا يستتبع بالضرورة أن تكون هناك تغييرات كبيرة في شروط وأحكام هذا التمويل. فلكي يحدث ذلك، سيتعين على الحكومات والمجتمع المدني في البلدان النامية أن تشدد بدرجة أكبر على رصد تمويل أنماط التمويل وشروطه وأحكامه في أنشطة الإقراض التي تقوم بها مصارف التنمية الجديدة.

المصرف الآسيوي للاستثمار في البنية التحتية لتمويل مشاريع البنية التحتية الوطنية والإقليمية على حد سواء. وينبغي أن تحدف هذه المشاريع الأخيرة إلى دعم التجارة وزيادة تطوير شبكات الإنتاج في المنطقة. وستكون آلية التمويل الرئيسية من خلال إصدار سندات في الأسواق الإقليمية والعالمية على حد سواء.

وفي أمريكا اللاتينية، يوجد مصرف الجنوب، وهو كيان دون إقليمي تنتمي كل البلدان الأعضاء المؤسسة له إلى أمريكا الجنوبية: الأرجنتين، إكوادور، أوروغواي، باراغواي، البرازيل، دولة بوليفيا المتعددة القوميات، جمهورية فنزويلا البوليفارية. وقد أنشئ المصرف في عام ٢٠٠٩ برأس مال أولي معلن يبلغ ٢٠ بليون دولار، وهو يهدف إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والتكامل الإقليمي في منطقة أمريكا الجنوبية دون الإقليمية.

ولم يبدأ أي من هذه المصارف الثلاثة عمله حتى الآن، غير أنها تمثل مؤشرات واعدة بتحدد الاهتمام بمصارف التنمية وبالخاصة إلى تمويل إنشاء البنية التحتية للتنمية الاجتماعية والاقتصادية على حد سواء. كما أنها تضيف إلى أجواء المنافسة الصحية مع مصارف التنمية الأخرى؛ فعلى سبيل المثال، وعلى سبيل الاستجابة جزئياً لهذه التطورات، قرر البنك الدولي تكثيف وجوده في مجال تطوير البنية التحتية من خلال إنشاء مرفق البنية التحتية العالمية، الذي يعرفه البنك بأنه "برنامج عالمي مفتوح لتسهيل إعداد وهيكله شراكات القطاعين العام والخاص في مجال البنية التحتية المعقدة لتعبئة رؤوس الأموال القطاع الخاص ومؤسسات الاستثمار"^(٣٠). وهذه خطوة طموحة، نظراً لمحدودية إنفاق البنك الدولي نسبياً على تطوير البنية التحتية حتى الآن - نحو ٢٤ بليون دولار في عام ٢٠١٤، بارتفاع عن مستواه البالغ ١٦,٧ بليون دولار في عام ٢٠١٣^(٣١) - وسجله المختلط فيما يتعلق بالمعايير الاجتماعية والبيئية. غير أنه يشير، مع ذلك، إلى دور الحفاز الذي يمكن أن تضطلع به هذه المؤسسات الجديدة في تغيير شروط مؤسسات التمويل متعددة الأطراف القائمة والنهج الذي تتبعه على حد سواء. وعلاوة على ذلك، فإنها يمكن أن تصبح قوة دافعة للتعاون في شبكة من مصارف التنمية، وخلق التآزر والتكامل فيما بينها.

واو - الاستنتاجات

القطاع العام بالغ الأهمية. وقد استعرض هذا الفصل أهم المصادر المحتملة للتمويل الدولي التي يمكن، لوجود قدر من المشاركة العامة، استخدامها لتمويل التنمية. ويمكن لآليات أخرى تتصل بذلك أن تنتج مباشرة عن الإنفاق العام، كما هو الحال مع المساعدة الإنمائية الرسمية وغيرها من أشكال التعاون، أو قد تنطوي على تغيير شروط الربحية والحوافز المتاحة للمستثمرين الخاصين لمراعاة العوامل الخارجية، كما هو الحال مع شراكات القطاعين العام والخاص، أو قد تنشأ من المؤسسات العامة، مثل مصارف التنمية المنشأة لهذا الغرض، التي تضمنها الحكومات بشكل فعال.

وتظل المساعدة الإنمائية الرسمية هي الآلية الوحيدة الموجودة التي تتمثل الهدف المحوري لها في إعادة توزيع الدخل على المستوى العالمي. ورغم ما تنطوي عليه المساعدة الإنمائية الرسمية من إمكانيات، يظل حجمها أقل بكثير من الاحتياجات والتوقعات على حد سواء. وفي السنوات القليلة الماضية، كان هناك تقدم فيما يتعلق بكل من حجم المساعدة المقدمة والجهود المبذولة لتحسين فعاليتها. وبالإضافة إلى ذلك، يتزايد التعاون فيما بين بلدان الجنوب بشكل ملحوظ. غير أن الجانب الأعظم من المساعدات الإنمائية الرسمية لا يزال يعكس التدفقات من البلدان المتقدمة إلى البلدان النامية، ويظل سد الفجوة بين المستوى الحالي لهذه المساعدة الإنمائية الرسمية (٠,٢٩) في المائة من الدخل القومي الإجمالي للبلدان المتقدمة) والمستوى الملزم به البالغ ٠,٧ في المائة يتسم بأقصى قدر من الأهمية لمواصلة استراتيجيات التنمية، وبخاصة في أقل البلدان نمواً. وفي هذا السياق، يزداد التركيز في النقاش المتعلق بتمويل التنمية على إمكانية استخدام المساعدة الإنمائية الرسمية في تخفيف عبء

موارد إضافية، عامة وخاصة على حد سواء. غير أنه ينبغي توخي الحذر عند النظر في استخدام المعونات العامة للاستفادة من التمويل الخاص، لتجنب مخاطر خصخصة الفوائد والاستيعاب الاجتماعي للخسائر. فتكلفة الفرصة البديلة لاستخدام المساعدة الإنمائية الرسمية في هذا الغرض قد تكون مرتفعة للغاية.

في اقتصاد عالمي تغمره السيولة، لا تتمثل العقبة الرئيسية أمام تمويل التنمية في عدم وجود القدرة التمويلية. بل إن السؤال، بالأحرى، هو كيفية نقل الموارد من المؤسسات العالية الاستدانة ذات الآفاق المالية القصيرة الأجل إلى الأطراف الاقتصادية الراضية في تمويل مشاريع استثمارية طويلة الأجل تولد عوامل خارجية إيجابية كبيرة، وتشجع بالتالي على المزيد من الاستثمار. ويؤكد هذا التقرير أنه لا يمكن ضمان ذلك ببساطة من خلال عمل آليات السوق، سواء على المستوى الوطني أو الدولي. ويرجع ذلك إلى أن المؤسسات المالية الخاصة عادة

ما تتحرك مدفوعة بدافع الربح، بحيث تميل خلال فترات الازدهار إلى إنتاج الكثير من القروض والديون، في حين أنه خلال فترات الركود يتوقف الائتمان وتنكمش الديون. ونتيجة لذلك، فإن التمويل الخاص، إذا ترك لحركته الذاتية، يجد صعوبة في إدماج المنافع الاجتماعية أو التنموية في حساباته. فحيثما توجد عوامل خارجية، مثلما في حالة المنافع العامة، يقصر التمويل الخاص عن تلبية الاحتياجات الاجتماعية. وبالإضافة إلى ذلك، يميل التمويل الخاص لأن يتركز جغرافياً في البلدان المرتفعة والمتوسطة الدخل وفي القطاعات التي تكون الربحية فيها أكثر ضماناً، وليس في المشاريع المخوفة بالمخاطر أو المشاريع التي تحتاج إلى فترات طويلة لتحقيق النتائج المرجوة منها، والتي قد تكون أكثر ضرورة للتنمية.

وداخل البلدان، يميل التمويل الخاص إلى تقليل ما يقدمه من تمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة، وللقطاعات التي تتسم بمختلف أشكال المخاطر مثل الزراعة، وللمشاريع التي تنطوي على متطلبات استثمار أولية ضخمة مثل البنية التحتية الاقتصادية والاستثمارات الاجتماعية الضرورية في مجالات الصحة والصرف الصحي والتعليم، من بين مجالات أخرى. غير أن من الواضح الإنفاق بصورة كافية في كل مجال من هذه المجالات أمر ضروري لعملية التنمية المستدامة والشاملة.

لذلك، فإن ضمان توفر التمويل للتنمية يتطلب وكلاء متخصصين وآليات مصممة خصيصاً لهذا الغرض، يكون فيها دور

يجد التمويل الخاص صعوبة في إدماج المنافع الاجتماعية أو التنموية في حساباته ...

... لذلك، فإن ضمان توفر التمويل للتنمية يتطلب وكلاء متخصصين وآليات مصممة خصيصاً لهذا الغرض، يكون فيها دور القطاع العام بالغ الأهمية.

وأخيراً، يمكن لمصارف التنمية المتعددة الأطراف والإقليمية المخصصة لمواجهة التحديات الخاصة الكامنة في البنية التحتية أن تضطلع بدور أكبر في تقديم المساعدة التقنية فضلاً عن التمويل. وفي الواقع، فإن لمصارف التنمية القائمة والجديدة دوراً أساسياً كمصدر للتمويل الطويل الأجل، في مقابل المؤسسات المالية الخاصة. فحيث إن ولاية هذه المصارف الواضحة تتمثل في دعم المشاريع الموجهة نحو التنمية، وحيث إن قاعدة تمويلها تغلب عليها الالتزامات الطويلة الأجل، فضلاً عن الخبرة التقنية الداخلية التي تتيح لها المشاركة في اتخاذ القرارات التي تنطوي على خيارات تتعلق بالتكنولوجيا ونطاق المشاريع ومكانها، فإنها تتسم بسمات فريدة من نوعها تمنحها مزايا نسبية قوية على المؤسسات المالية الخاصة. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن لمصارف التنمية الدولية أن تلعب دوراً مهماً معاكساً للدورات الاقتصادية من خلال توفيرها التمويل في حالات الأزمات لفرادى البلدان، وذلك استجابة للصدمات الاقتصادية (مثل الصدمات المتصلة بأسعار السلع الأساسية) أو الكوارث الطبيعية، وهو التمويل الذي يمكن أن يساعد في الحفاظ على مستويات الدخل والنشاط الاقتصادي والقدرة على الاستيراد خلال فترات الهبوط. ■

وقد أظهر هذا الفصل أيضاً أنه على الرغم من شعبية شركات القطاعين العام والخاص في الآونة الأخيرة، فإن الخبرة معها كانت مختلطة ومحدودة من حيث توليد استثمارات خاصة إضافية في المجالات المنشودة. وكما هو الحال مع أدوات التمويل المختلطة الأخرى، فإن هذه الشركات قد "تقلل المخاطر المحددة للاستثمارات وتحفز التمويل الإضافي من القطاع الخاص في قطاعات التنمية الرئيسية" (خطة عمل أديس أبابا للمؤتمر الدولي الثالث لتمويل التنمية في عام ٢٠١٥). غير أن حجم الالتزامات والمسؤوليات التي تكبدها الحكومات من خلال استخدام شركات القطاعين العام والخاص كثيراً ما تكون أكبر بكثير مما كان متوقعاً، وبالتالي، كانت التكاليف المالية غالباً ما تكون مرتفعة جداً إلى الحد الذي يوحي بأنه كان يمكن للحكومات أن تكون أكثر فعالية وكفاءة لو كانت قد قامت مباشرة بالاستثمار العام في هذه المجالات. ولذلك، فإن هناك حاجة إلى تحسين عمليات التخطيط السابقة على المشاريع، وزيادة الشفافية والمساءلة، وتحديد الآثار المالية المترتبة طوال دورات حياة هذه المشاريع.

الحواشي

- (١) اعتمد في البداية هدف للتدفقات الرسمية يعادل ٠,٧٥ في المائة من الناتج القومي الإجمالي لكل من البلدان المتقدمة في المؤتمر الثاني للأونكتاد المعقود في نيودلهي في عام ١٩٦٨. ولقي هذا الاقتراح قبول معظم، وإن لم يكن كل، البلدان المتقدمة. وبعد مزيد من المفاوضات، أقرت الجمعية العامة للأمم المتحدة هذه المبادرة في تشرين الأول/أكتوبر ١٩٧٠، وإن كانت قد خفضت النسبة المستهدفة إلى ٠,٧ في المائة من الناتج القومي الإجمالي. وأيد هذا الالتزام أعضاء لجنة المساعدة الإنمائية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، التي عرّفت المساعدة الإنمائية الرسمية بأنها "تلك التدفقات المالية الخارجية التي توفرها الجهات الرسمية، والتي يكون الهدف الرئيسي منها تعزيز التنمية الاقتصادية للبلدان النامية ورفاهها، والتي تكون ميسرة في طابعها".
- (٢) لم يتجاوز هدف الـ ٠,٧ في المائة من الدخل القومي الإجمالي سوى خمسة أعضاء فقط: الدانمرك، السويد، لكسمبرغ، المملكة المتحدة، الرويغ (OECD, 2015).
- (٣) تشمل المساعدة الإنمائية الرسمية التنمية كلاً من البنية التحتية والخدمات الاجتماعية والبنية التحتية والخدمات الاقتصادية والقطاعات الإنتاجية، التي كانت تمثل في عام ٢٠١٣ نحو ٦٣ في المائة من مجموع المساعدة الإنمائية الرسمية المسجلة.
- (٤) للاطلاع على أدلة تجريبية بشأن العلاقة بين المعونة والنمو، انظر TDR 2008 and UNCTAD, 2006. وللإطلاع على استعراضات أحدث عهداً للأدبيات المتعلقة بذلك، انظر أيضاً Alonso, 2012; Edwards, 2014; Glennie and Sumner, 2014; Morrissey, 2015; Qian, 2014; and Quibria, 2014.
- (٥) تزداد هذه التكاليف بنسبة ١٥-٣٠ في المائة، في المتوسط، ونسبة تصل إلى ٤٠ في المائة أو أكثر بالنسبة للمعونات الغذائية (DIIS, 2009).
- (٦) عن التنبؤ بالمعونات، انظر منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، الموقع: <http://www.oecd.org/dac> لجنة المساعدة الإنمائية/aid-architecture/ (اطلع عليه في ٢١ تموز/يوليه ٢٠١٥).

- (٧) وكانت نسبة الـ ٦١ في المائة المتبقية من قبيل "المعونات الوهمية" - أي المعونات غير الموجهة للحد من الفقر، أو التي تُحسب مرتين كتخفيف لعبء الديون، والمساعدات التقنية المبالغ في قيمتها وغير الفعالة، والمربوطة بشراء السلع والخدمات من البلد المانح، والسيئة التنسيق، مع ارتفاع تكاليف المعاملات، والتي لا يمكن التنبؤ بتأثيراتها للمتلقي، والتي يتم إنفاقها على التكاليف المتعلقة بالهجرة في البلد المانح أو إنفاقها على التكاليف الإدارية المفرطة.
- (٨) يمكن الاطلاع على أدلة على ذلك في المتديبات الرفيعة المستوى المعنية بفعالية المعونة، التي عقدت في روما (٢٠٠٣)، وباريس (٢٠٠٥)، وأكرا (٢٠٠٨)، وبوسان (٢٠١١).
- (٩) حتى مع الزيادات المسجلة في المعونات الرسمية غير المشروطة، قد يظل جزء منها مشروطاً من حيث "الأمر الواقع". وقد يكون ذلك بسبب القواعد المنظمة لدى الجهة المانحة، ونقص القدرات المحلية، والصعوبات التي يواجهها المتعاقدون المحليون والإقليميون في المنافسة على الصعيد الدولي، وعدم المساواة في فرص الحصول على المعلومات، واحتمالات نفور الجهات المانحة من المخاطر المحتملة، والضغط من أجل سرعة التنفيذ (UNCTAD, 2011b).
- (١٠) وبالمثل، تشدد خطة عمل أديس أبابا للمؤتمر الدولي الثالث لتمويل التنمية (١٣-١٦ تموز/يوليه ٢٠١٥)، في فقرتها ٥٤ على أن: "من أوجه الاستخدام المهمة للتمويل العام الدولي، بما في ذلك المساعدة الإنمائية الرسمية، تحفيز تعبئة موارد إضافية من مصادر أخرى، عامة وخاصة. ويمكن لذلك أن يدعم تحسين توصيل الضرائب ويساعد في تعزيز بيئات محلية مواتية وتوفير الخدمات العامة الأساسية. ويمكن استخدامه أيضاً لإتاحة تمويل إضافي عن طريق التمويل المختلط أو الجماعي وتخفيف المخاطر، ولا سيما في استثمارات الهياكل الأساسية وغيرها من الاستثمارات التي تدعم تنمية القطاع الخاص".
- (١١) غير أن "تقييم المشاريع المختلطة ليس بالأمر السهل، وقد يكون من الصعب إظهار عوامل النجاح الرئيسية، مثل الإضافة والشفافية والمساءلة، وتقدم أدلة على الأثر الذي تحدثه التنمية" (UNCTAD, World Investment Report 2014: 169).
- (١٢) انظر على سبيل المثال، Griffiths et al. (2014), UK Aid Network (2015), Concord (2014), ActionAid (2014), Bretton Woods Project (2012), Eurodad (2012), ActionAid, Eurodad and Oxfam (2015), Eurodad (2013), Kwakkenbons and Romero (2013).
- (١٣) تختلف تعريفات الشراكة بين القطاعين العام والخاص بدرجة كبيرة، بما يعكس اختلاف الترتيبات المؤسسية والتفاهات النظرية، غير أنها تشترك كذلك في العديد من أوجه التشابه. ففي أبسط صورها، تشير الشراكة بين القطاعين العام والخاص إلى "ترتيبات يوفر بموجبها القطاع الخاص الأصول وخدمات البنية التحتية التي تتولى الحكومة بصورة تقليدية مهمة توفيرها" (IMF, 2006:1).
- ويمكن أن يشمل هذا التعريف الأصول الموجودة وحيارة الأصول الجديدة، أو الخدمات التي يسددها المستخدم منها، أو المنظومات
- المحامية للمستخدم حيث تسد الحكومة رسوماً موحدة إلى منتج الخدمة. وتتركز تعريف أخرى على المخاطر وكيفية اعتراف توزيعها بين الشركاء من القطاعين العام والخاص. فعلى سبيل المثال، ينص أحد التعريفات على أن الشراكة بين القطاعين العام والخاص هي "اتفاق بين الحكومة وواحد أو أكثر من الشركاء من القطاع الخاص (وقد تشمل المشغلين والممولين)، يقوم بموجبه الشركاء من القطاع الخاص بتوفير الخدمة على النحو الذي يكفل توافر الأهداف التي تتوخاها الحكومة من توفير الخدمات مع أهداف الربح التي يتوخاها الشركاء من القطاع الخاص، والذي تتوقف فيه فعالية التوافر على نقل المخاطر بما فيه الكفاية إلى الشركاء من القطاع الخاص" (OECD, 2008: 17). وفي الواقع، فإن جانباً كبيراً من النقاش الدائر حالياً يتعلق بالخلل المتصور في توزيع المخاطر بين الشركاء من القطاعين العام والخاص؛ خاصة وأن القطاع العام يتحمل مخاطر أكثر من اللازم، وخاصة في المراحل التشغيلية الطويلة الأجل للمشروع خلافاً لأول عامين يتم خلالها بناء المشروع.
- (١٤) معظم البيانات المستخدمة في هذا الفرع مستمدة من قاعدة بيانات مشاركة القطاع الخاص في البنية التحتية، التي اشترك في وضعها وحدة سياسات البنية التحتية لشبكة التنمية المستدامة في البنك الدولي والمرفق الاستشاري للبنية التحتية المشتركة بين القطاعين العام والخاص، وهو صندوق استثماري متعدد المانحين. وتسجل قاعدة البيانات الترتيبات التعاقدية المتعلقة بمشاريع البنية التحتية في البلدان المنخفضة والمتوسطة الدخل (حسب تصنيف البنك الدولي)، التي يتحمل فيها شركاء من القطاع الخاص قدراً من المخاطر التشغيلية من خلال الملكية أو التمويل أو أنشطة التشغيل. وهي تركز على القطاعات التي تتسم بدرجة من خصائص احتكار الفرد أو القلة، بما في ذلك الطاقة والاتصالات والنقل والمياه. ولا ينبغي النظر إلى هذه "المشاركة الخاصة" على أنها من قبيل استثمارات القطاع الخاص في البنية التحتية. فهي، أولاً، لا تتوافق بالضرورة مع الاستثمار الحقيقي، حيث تشمل أيضاً إدارة وتأجير العقود ومشاريع الامتياز وتصفية الاستثمارات؛ وثانياً، تشير الاستثمارات المسجلة إلى الالتزامات المتعهد بها (وليس المقدمة فعلاً بالضرورة) للمشروع بأكمله؛ وثالثاً، عندما تكون شركات المشروع مملوكة للطرفين العام والخاص، تعرض قاعدة البيانات استثمارات الطرفين على حد سواء، وليس استثمارات مستثمري القطاع الخاص وحدهم.
- (١٥) انظر: World Bank (2009). وكانت الاستثناءات الملحوظة هي البلدان المتوسطة الدخل وقطاعات الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، حيث كان التمويل من القطاع الخاص أكثر توافراً.
- (١٦) على سبيل المثال، انسحبت شركة سويس Suez الفرنسية من امتياز للمياه في الأرجنتين بعد تراجع البيزو بشكل حاد في عام ٢٠٠٢ وعدم موافقة السلطات على زيادة الرسوم لتعويض انخفاض قيمة العملة. ونتيجة لانخفاض قيمة العملة أساساً، كانت هناك ٢٨ دعوى مقامة ضد الأرجنتين في إطار الاتفاقية الدولية لتسوية

- الانتاجية في المنطقة من آثار الانكماش الاقتصادي العميق. ويزيد المصرف حجم التمويل الذي يوفره من خلال الاستدانة وتجميع الموارد من مصادر التمويل الأخرى (مثل ميزانية الاتحاد الأوروبي والقطاع الخاص)، وهو ما ينطوي على تأثير مضاعف كبير (<http://www.eib.org/about/index.htm>)، اطلع عليه في ٩ آذار/مارس ٢٠١٥).
- (٢٥) في عام ٢٠١٤، كان إجمالي مدفوعات مصرف الاستثمار الأوروبي (٧٨ بليون دولار) والبنك الدولي (٤٤ بليون دولار) هي الأكثر أهمية إلى حد بعيد، مقارنة ببنك التنمية الإسلامي ومصرف التنمية الآسيوي (نحو ١٠ بلايين دولار) ومصرف التنمية الإفريقي (قربة ٥ بلايين دولار)، على النحو الوارد في التقارير السنوية للمصارف.
- (٢٦) انظر: صحيفة وقائع مصرف التنمية لأمريكا اللاتينية لعام ٢٠١٤، من خلال الموقع: www.caf.com.
- (٢٧) بلغ إجمالي أصول مصرف تنمية الجنوب الأفريقي ٦ بلايين دولار في نهاية آذار/مارس ٢٠١٤. أما أصول مصرف تنمية غرب أفريقيا ومصرف منطقة التجارة التفضيلية ومصرف تنمية دول وسط أفريقيا ومصرف تنمية شرق أفريقيا، فكانت ٣ بلايين دولار، و٢,٥ بليون دولار، و٥,٠ بليون دولار، و٢,٠ بليون دولار، على التوالي، في كانون الأول/ديسمبر ٢٠١٣، على النحو الوارد في التقارير السنوية للمصارف.
- (٢٨) على سبيل المثال، تشمل بعض المشاريع الخارجية التي يدعمها مصرف التنمية الصيني حالياً منجم نحاس لاس بامباس في بيرو، الذي التزم المصرف بتوفير ٣,٥ بليون دولار له (تم صرف ٢,٦ بليون دولار منها حتى نهاية عام ٢٠١٤)، ومحطة توليد الكهرباء بالفحم في بالي، إندونيسيا، الذي التزم المصرف بتوفير ٤٧٣ مليون دولار له (تم صرف ٣٦٧ مليون دولار منها)، ورفع مستوى طريق مانسا - لوينغو في زامبيا، الذي التزم المصرف بتوفير ١٧٥ مليون دولار له (تم صرف ٦٥ مليون دولار منها) (CDB, 2014).
- (٢٩) انظر: <http://www.aiibank.org/>
- (٣٠) انظر: <http://www.worldbank.org/en/programs/global-Infrastructure-facility>
- (٣١) انظر: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/07/18/world-bank-group-infrastructure-spending-increases-to-24-billion>
- منازعات الاستثمار في أوائل عام ٢٠٠٤ (OECD/NEPAD, 2005).
- (١٧) البلدان الآخرون هما الاتحاد الروسي والمكسيك.
- (١٨) من بين البلدان النامية الخمسة الأكبر التي تستضيف شركات القطاعين العام والخاص، تستأثر إسبانيا والولايات المتحدة معاً بما يقرب من ٣٠ في المائة من المشاريع التي تتم برعاية أجنبية منفردة، وهو ما يمكن أن يعكس عوامل اللغة أو القرب الجغرافي.
- (١٩) للاطلاع على التحديات التي قد يشكلها ذلك على سياسات المنافسة، انظر: <http://unctad.org/en/Pages/DITC/CompetitionLaw/ResearchPartnership/Contact4114.aspx>
- (٢٠) وجد استعراض أجره مكتب مراجعة الحسابات الوطني في المملكة المتحدة (٢٠١٥) أنه يجري تحميل صفقات التمويل الخاصة سعر فائدة يعادل ضعف ما يفرض على كل الاقتراض الحكومي. وظل هذا الاتجاه ثابتاً بمرور الوقت: ففي عام ٢٠١٠، قدرت هيئة البنية التحتية في المملكة المتحدة *Infrastructure UK* تكلفة رأس المال للتمويل العام بنسبة ٣,٩ في المائة، مقارنة بتكاليف تصل إلى ٦,٩ في المائة للشركات العاملة في الأسواق المنظمة (مثل المرافق المياه أو الكهرباء المخصصة)، و١٠,٩ في المائة للشركات في الأسواق غير المنظمة (مثل امتيازات خدمات الدفع مقابل الاستخدام).
- (٢١) تؤكد ذلك مجدداً في خطة عمل أديس أبابا، التي تنص في فقرتها ٧٥ على أنه: "يمكن للمصارف الإنمائية أن تضطلع بدور هام للغاية في تخفيف القيود المفروضة على تمويل التنمية، بما في ذلك الاستثمار في الهياكل الأساسية النوعية".
- (٢٢) يمكن لمصارف التنمية الإقليمية ذات السجلات الممتازة في استرداد القروض أن تتمتع بتصنيفات أفضل حتى من الدول التي تمتلكها.
- (٢٣) يشير ذلك إلى إجمالي الإقراض المتعدد الأطراف من البنك الدولي، ومصرف التنمية الإفريقي، ومصرف التنمية الآسيوي، ومصرف التنمية للبلدان الأمريكية، والمصرف الأوروبي للإنشاء والتعمير.
- (٢٤) منذ الأزمة العالمية، لعب مصرف الاستثمار الأوروبي دوراً قوياً معاكساً للدورات الاقتصادية للمساعدة في الحفاظ على مستويات الدخل والاستثمار في أنحاء أوروبا وحماية البنية التحتية والقدرات

المراجع

- ActionAid (2005). Real aid: An agenda for making aid work. Available at: http://www.actionaid.se/sites/files/actionaid/real_aid.pdf.
- ActionAid (2014). Aid to, with and through the private sector: emerging trends and ways forward. Available at: http://www.actionaid.org/sites/files/actionaid/private_discussion_paper_v1.2.pdf.
- ActionAid, Eurodad and Oxfam (2014). Policy brief on the role of the private sector in Europe's development cooperation. Available at: <http://www.eurodad.org/files/pdf/548870976e1f9.pdf>.
- Ahmad E, Bhattacharya A, Vinella A and Xiao K (2014). Involving the private sector and PPPs in financing public investments: Some opportunities and challenges. Working Paper No. 67, London School of Economics Asia Research Centre, London.
- AICD (2010). Africa's infrastructure: A time for transformation. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Available at: http://siteresources.worldbank.org/INTAFRICA/Resources/aicd_overview_english_no-embargo.pdf.
- Alonso JA (2012). From aid to global development policy. UN-DESA Working Paper No. 121. New York.
- Bauer A (2015). Six reasons why sovereign wealth funds should not invest or spend at home. Natural Resource Governance Institute, April. Available at: <http://www.resourcegovernance.org/news/blog/six-reasons-why-sovereign-wealth-funds-should-not-invest-or-spend-home>.
- Bhattacharya A and Romani M (2013). Meeting the infrastructure challenge: The case for a new development bank. Paper prepared for the Global Economic Governance Seminar, Madrid, 11 March 2013. Available at: <http://www.g24.org/TGM/Bhattacharya.pdf>.
- BNDES (2014). *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Annual Report 2014*. Rio de Janeiro.
- Boylan H (2012). Public private partnerships in Africa: Part I – Infrastructure. Available at: www.consultancyafrica.com.
- Bretton Woods Project (2012). Leveraging private sector finance: How does it work and what are the risks? Available at: <http://www.brettonwoodsproject.org/wp-content/uploads/2013/10/leveraging.pdf>.
- Briceño-Garmendia C, Smits K and Foster V (2008). Financing public infrastructure in sub-Saharan Africa: Patterns and Emerging Issues. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Available at: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/08/13/000386194_20120813045956/Rendered/PDF/718150WP0v10P10Fiscal0costs0maintxt.pdf.
- BRICS (2014). Sixth Summit: Fortaleza Declaration and Action Plan. Available at: <http://brics6.itamaraty.gov.br/category-english/21-documents/223-sixth-summit-declaration-and-action-plan>.
- BRICS (2015a). Seventh BRICS Summit. Ufa Declaration. Ufa, the Russian Federation, 9 July. Available at: <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- BRICS (2015b). Memorandum of Understanding on Cooperation with the New Development Bank. Available at: <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- Buiter W and Fries S (2002). What should the multilateral development banks do? Working Paper No. 74, EBRD, London.
- Burger P and Hawkesworth I (2013). Capital budgeting and procurement practices. *OECD Journal on Budgeting*, 13(1): 57–104.
- CDB (2014). *The China Development Bank Annual Report 2014*. Beijing.
- Chandrasekhar CP (2014). National development banks in a comparative perspective. Background paper prepared for UNCTAD.
- Charnoz O and Severino JM (2015). *L'Aide Publique au Développement*. Paris, Collection Repères, Editions La Découverte.
- China Exim Bank (2014). *The Export and Import Bank of China Annual Report 2014*. Beijing.
- CONCORD (2014). AidWatch 2014: Aid beyond 2015. Europe's role in financing and implementing sustainable development goals post 2015. Available at: http://www.concordeurope.org/images/AidWatch_2014.pdf.
- De Cecco M (2005). Sraffa's lectures on continental banking: A preliminary appraisal. *Review of Political Economy*, 17(3): 349–358.

- DIIS (2009). Untying aid: Is it working? Evaluation of the Paris Declaration. Danish Institute for International Studies, Copenhagen. Available at: <http://www.oecd.org/dac/untied-aid/untyingaidisitworking.htm>.
- ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015: Desafíos para Impulsar el Ciclo de Inversión con Miras a Reactivar el Crecimiento*. Santiago, Chile.
- Edwards S (2014). Economic development and the effectiveness of foreign aid: A historical perspective. Working Paper Series no. 20685, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Ehrhardt E and Irwin T (2004). Avoiding customer and taxpayer bailouts in private infrastructure projects: Policy toward leverage, risk allocation and bankruptcies. Policy Research Working Paper No. 3274, World Bank, Washington, DC.
- EIB (2012). PPPs and their financing in Europe: Recent trends and EIB involvement. ECON Department SG/ECON/ES/2012-523/Aka/as. European Investment Bank. Available at: http://www.eib.org/attachments/efs/econ_note_2012_ppp_and_financing_in_europe_en.pdf.
- Estache A (2010). Infrastructure finance in developing countries: An overview. *EIB Papers*, 15(2): 60–88.
- Estache A and Serebrisky T (2004). Where do we stand on transport infrastructure deregulation and public-private partnerships? Policy Research Working Paper No. 3356, World Bank, Washington, DC.
- Eurodad (2012). Private profit for public good? Can investing in private companies deliver for the poor. Available at: <http://www.eurodad.org/files/pdf/520a35cb666a7.pdf>.
- Eurodad (2013). A dangerous blend? The EU's agenda to "blend" public development finance with private finance. Available at: <http://eurodad.org/files/pdf/527b70ce2ab2d.pdf>.
- Ferraz JC (2012). Financing development in an uncertain world: BNDES experience. Presentation at Development Banks as Agents of Change, Doha, 26 April. Available at: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Ferraz_abr2012.pdf.
- Glennie J and Sumner A (2014). The \$138.5 billion: When does foreign aid work (and when doesn't it). CGD Policy Paper No. 049, Center for Global Development, Washington, DC.
- Gottschalk R, McKinley T, Martins P, Drammeh H and Sireh-Jallow A (2011). Prospects of non-traditional sources of development finance in Ethiopia. Study prepared for the Ministry of Finance and Economic Development of Ethiopia and UNDP. Centre for Development Policy and Research (CDPR), SOAS, London.
- Griffiths J, Martin M, Pereira J and Strawson T (2014). Financing for development post-2015: Improving the contribution of private finance. Available at: https://europa.eu/eyd2015/sites/default/files/users/maja.ljubic/expo-deve_et2014433848_en.pdf
- Griffith-Jones S (2014). A BRICS development bank: A dream coming true? Discussion Papers, No. 215, UNCTAD, Geneva.
- Griffith-Jones S, Griffith-Jones D and Hertova D (2008). Enhancing the role of regional development banks. G-24 Discussion Paper Series, No. 50, UNCTAD, Geneva.
- Hall D (2015). Why public-private partnerships don't work: The many advantages of the public alternative. Public Services International Research Unit, University of Greenwich, London.
- Heald D and Hodges R (2014). Watch the public sector balance sheet: Guarantees as the next big thing in government accounting. Paper presented at the CIGAR workshop on Whole of Government Accounting and Auditing: International Trends, Kristianstad University, Sweden, 8–9 September.
- Helm D (2010). Infrastructure and infrastructure finance: The role of the government and the private sector in the current world. *EIB Papers*, 15(2): 8–27.
- IEG (Independent Evaluation Group) (2014). World Bank Group support to public-private partnerships: Lessons from experience in client countries, FYO2-12. World Bank Group, Washington, DC.
- IPE and Stirling (2013). Institutional Infrastructure Survey 2015. London, Investment and Pensions Europe and Stirling Capital Partners.
- IMF (2006). *Public-Private Partnerships, Government Guarantees and Fiscal Risk*. Fiscal Affairs Department, Washington, DC.
- Inderst G and Stewart F (2014). Institutional investment in infrastructure in emerging markets and developing economies. Public-Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank Group, Washington, DC.
- Junio DRO (2014). Asian Infrastructure Investment Bank: An idea whose time has come? *The Diplomat*, 4 December. Available at: <http://thediplomat.com/2014/12/>

- asian-infrastructure-investment-bank-an-idea-whose-time-has-come/.
- KfW (2014). *The Kreditanstalt Für Wiederaufbau Annual Report 2014*. Frankfurt.
- Kragelund P (2008). The return of non-DAC donors to Africa: New prospects for African Development? *Development Policy Review*, 26(5): 555–584.
- Kwakkenbons J and Romero MJ (2013). Engaging the private sector for development: The role of development finance institutions? Available at: http://www.oefse.at/fileadmin/content/Downloads/Publikationen/Oepol/Artikel2013/2_Kwakkenbos_Romero.pdf.
- Lobina E and Hall D (2013). List of water remunicipalisations worldwide – as of November 2013. A briefing commissioned by Public Services International. PSIRU, Business School University of Greenwich, London.
- Mandri-Perrott C (2014). East Asian public-private partnerships in a global context. Presentation at the World Bank OECD South East Asia Forum, 25–26 March, Singapore.
- Morrissey O (2015). Why do economists disagree so much on aid effectiveness? Aid works (in mysterious ways). Paper prepared for presentation at the IMF-CFD Conference on Financing for Development, Geneva 15–17 April. Available at: http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/cfd/shared/EVENTS/2015/IMFCFD_1517April/papers/Morrissey_Aid%20Effectiveness_Draft.pdf.
- Nakhoda S, Fransen T, Kuramochi T, Caravani A, Prizzon A, Shimizu N, Tilley H, Halimanjaya A and Welham B (2013). Mobilising international climate finance: Lessons from the fast-start finance period. London, Overseas Development Institute, World Resources Institute and Institute for Global Environmental Strategies, Available at: <http://www.odi.org/publications/7987-mobilising-international-climate-finance-lessons-fast-start-finance-period>.
- National Audit Office (2015). The choice of finance for capital investment. HM Treasury, London.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. London, ZED Books (in association with the United Nations).
- OECD (2008). *Public-Private Partnerships: In Pursuit of Risk Sharing and Value for Money*. Paris.
- OECD (2014a). *2014 Global Outlook on Aid: Results of the 2014 DAC Survey on Donors' Forward Spending Plans and Prospects for Improving Aid Predictability*. Paris.
- OECD (2014b). *Development Cooperation Report 2014*. Paris.
- OECD (2014c). DAC High Level Meeting: Final communiqué. 15–16 December 2014. Paris. Available at: <http://www.oecd.org/dac/OECD%20DAC%20HLM%20Communique.pdf>.
- OECD (2015). Development aid stable in 2014 but flows to poorest countries still falling. Detailed summary of press release. Paris. Available at: <http://www.oecd.org/newsroom/development-aid-stable-in-2014-but-flows-to-poorest-countries-still-falling.htm>.
- OECD/NEPAD (2005). Encouraging public-private partnerships in the utilities sector: The role of development assistance. Background paper for Roundtable 5 at NEPAD/OECD Investment Initiative, Entebbe, 25–27 May.
- OECD and UNDP (2014). *Making Development Co-operation more Effective – 2014 Progress Report*. Paris and New York.
- Pickering J, Skovgaard J, Kim S, Roberts JT, Rossati D, Stadelmann M and Reich H (2015). Acting on climate finance pledges: Inter-agency dynamics and relationships with aid in contributor states. *World Development*, 68: 149–162.
- Poon D (2014). Development finance in China. A road less travelled. Geneva, UNCTAD (unpublished).
- Posner P, Ryu S and Tkachenko A (2009). Public-private partnerships: The relevance of budgeting. *OECD Journal on Budgeting*, 1: 49–74.
- Qian N (2014). Making progress on foreign aid. Working Paper No. 20412, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Quibria MG (2014). Aid effectiveness: Research, policy and unresolved issues. *Development Studies Research: An Open Access Journal*, 1(1): 75–87.
- Shaoul J (2009). Using the private sector to finance capital expenditure: The financial realities. In: Akintoye A, ed. *Policy, Finance and Management for Public-Private Partnerships*. Chichester, Wiley-Blackwell: 27–46.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2015). Sovereign wealth fund rankings. Available at: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>.
- The Reality of Aid Management Committee (2010). South-South development cooperation: A challenge to the aid system? *Special report on South-South Cooperation 2010*. Available at: <http://www>.

- realityofaid.org/wp-content/uploads/2013/02/ROA-SSDC-Special-Report1.pdf.
- UK Aid Network (2015). Leveraging aid. A literature review on the additionality of using ODA to leverage private investments. Available at: <http://www.ukan.org.uk/wordpress/wp-content/uploads/2015/03/UKAN-Leveraging-Aid-Literature-Review-03.15.pdf>.
- UN-DESA (2015). *World Economic Situation and Prospects 2015*. United Nations publication. Sales No. E.15.II.C.2, United Nations, New York.
- UNCTAD (2006). *Economic Development in Africa 2006 – Doubling Aid: Making the “Big Push” Work*. United Nations publication. Sales No. E.06.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (2010). *Economic Development in Africa Report 2010 – South-South Cooperation: Africa and the New Forms of Development Partnership*. United Nations publication. Sales No. E.10.II.D.13, New York and Geneva.
- UNCTAD (2011a). Enhancing aid effectiveness: From Paris to Busan. Note by the UNCTAD secretariat. TD/B/EX(53)/3, Geneva.
- UNCTAD (2011b). Towards an international development architecture for LDCs. UNCTAD Policy Brief N° 20/G, Geneva. Available at: http://unctad.org/en/Docs/presspb201110_en.pdf.
- UNCTAD (2013). *Economic Development in Africa – Intra-African trade: Unlocking private sector dynamism*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.2, New York and Geneva.
- UNCTAD (2014). *World Investment Report 2014 – Investing in the SDGs: An Action Plan*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2007). *Trade and Development Report 2007: Regional Cooperation for Development*. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2008). *Trade and Development Report, 2008: Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNFCCC (2009). Report of the Conference of the Parties on its fifteenth session, held in Copenhagen from 7 to 19 December 2009. United Nations Framework Convention on Climate Change. FCCC/CP/2009/11/Add.1. Available at: <http://unfccc.int/resource/docs/2009/cop15/eng/11a01.pdf>.
- UNFCCC (2014). Report of the Conference of the Parties on its twentieth session, held in Lima from 1 to 14 December 2014. Decision 7/CP.20. United Nations Framework Convention on Climate Change. Available at: <http://unfccc.int/resource/docs/2014/cop20/eng/10a02.pdf#page=14>.
- United Nations (2014a). *MDG Gap Task Force Report 2014: The State of the Global Partnership for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.I.7, New York.
- United Nations (2014b). Trends and progress in international development cooperation. United Nations Economic and Social Council. E/2014/77, New York.
- Water Justice (2014). Here to stay: Water renationalization as a global trend. Available at: <https://www.tni.org/en/publication/here-to-stay-water-remunicipalisation-as-a-global-trend>.
- Winch G, Onishi M and Schmidt S, eds. (2012). Taking stock of PPP and PFI around the world. Summary of research report 126. The Association of Chartered Certified Accountants, London.
- WEF (2014). Infrastructure investment policy blueprint. World Economic Forum, Geneva.
- Wolf C, Wang X and Warner E (2013). China's foreign aid and government-sponsored investment activities: Scale, content, destinations, and implications. RAND Corporation, Santa Monica, CA.
- World Bank (2009). *Global Monitoring Report 2009: A Development Emergency*. Washington DC.
- Zhou Y (2010). The future of South-South development assistance and the role of the UN. Remarks at the OECD meeting of National Focal Points for Policy Coherence for Development, Paris, 1 October. Available at: <http://www.oecd.org/development/pcd/46188961.pdf>.



UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT

Palais des Nations
CH-1211 GENEVA 10
Switzerland
(<http://unctad.org>)

مجموعة مختارة من منشورات الأونكتاد

منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.14.II.D.4
ISBN 978-92-1-112877-2

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١٤

الحكومة العالمية وحيز سياسات التنمية

الاتجاهات الحديثة في الاقتصاد العالمي	الفصل الأول
نحو انتعاش اقتصادي مستدام: استعراض الخيارات السياسية	الفصل الثاني
حيز السياسات والحكومة العالمية: القضايا المطروحة	الفصل الثالث
حيز السياسات والأصول التاريخية للنظام الاقتصادي المتعدد الأطراف	الفصل الرابع
السياسات التجارية والصناعية في ظل نظام متطور للحكومة العالمية	الفصل الخامس
التمويل الدولي وحيز السياسات	الفصل السادس
مرفق: هل تجذب معاهدات الاستثمار الثنائية تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصادات النامية؟	
الحيز المالي للاستقرار والتنمية: التحديات المعاصرة	الفصل السابع

منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.13.II.D.3
ISBN 978-92-1-112867-3

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١٣

التكيف مع ديناميات الاقتصاد العالمي المتغيرة

الاتجاهات الحالية في الاقتصاد العالمي والتحديات التي يواجهها	الفصل الأول
المرفق: سيناريوهات بديلة للاقتصاد العالمي	
نحو نمو أكثر توازناً: إسناد دور أكبر للطلب المحلي في استراتيجيات التنمية	الفصل الثاني
المرفق: تحول استراتيجيات النمو: الآثار الرئيسية والتحديات	
تمويل الاقتصاد الحقيقي	الفصل الثالث

منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.12.II.D.6
ISBN 978-92-1-112846-8

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١٢

سياسات من أجل نمو متوازن يتسع للجميع

الاتجاهات والتحديات الراهنة في الاقتصاد العالمي	الفصل الأول
التفاوت في الدخل: القضايا الرئيسية	الفصل الثاني
تطور التفاوت في الدخل: الرؤى والأبعاد في مختلف الأزمنة	الفصل الثالث
التغيرات في العمولة والتكنولوجيا وآثارها على تفاوت الدخل على الصعيد الوطني	الفصل الرابع
دور السياسة المالية في توزيع الدخل	الفصل الخامس
إعادة النظر في اقتصاديات التفاوت وسياساته	الفصل السادس

منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.11.II.D.3

ISBN 978-92-1-112822-2

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١١

الاقتصاد العالمي بعد الأزمة: تحديات السياسات

الاتجاهات والمسائل الراهنة في الاقتصاد العالمي	الفصل الأول
الجوانب المالية الحكومية للأزمة المالية وأثرها على الدين العام	الفصل الثاني
الحيز المالي، والقدرة على تحمل الديون، والنمو الاقتصادي	الفصل الثالث
إعادة تنظيم وهيكل القطاع المالي	الفصل الرابع
أسواق السلع الأساسية المأفولة: مسائل السياسات والتطورات الأخيرة	الفصل الخامس
المرفق: إصلاح التدابير التنظيمية لأسواق مشتقات السلع الأساسية	
النظام النقدي العالمي والنظام التجاري الدولي	الفصل السادس

منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.10.II.D.3

ISBN 978-92-1-112807-9

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١٠

العمالة والعمولة والتنمية

ما بعد الأزمة العالمية: انتعاش متفاوت وهش	الفصل الأول
المرفق: مبادلات الائتمانات المتعترية	
الآثار المحتملة لإعادة التوازن العالمي على العمالة	الفصل الثاني
المرفق: محاكاة لآثار إعادة التوازن العالمي على التجارة والعمالة: مذكرة تقنية	
الجوانب الاقتصادية الكلية للعمالة والبطالة	الفصل الثالث
التغيير الهيكلي واستحداث العمالة في البلدان النامية	الفصل الرابع
تنقيح إطار السياسات العامة من أجل تحقيق النمو المستدام وخلق فرص العمل والحد من الفقر	الفصل الخامس

منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.09.II.D.16

ISBN 978-92-1-112776-8

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠٠٩

التصدي للأزمة العالمية وتخفيف آثار تغير المناخ والتنمية

تأثير الأزمة العالمية واستجابة السياسات في المدى القصير	الفصل الأول
المرفق: الركود العالمي يفاقم الأزمة الغذائية	
هيمنة العمليات على أسواق السلع الأساسية	الفصل الثاني
التعلم من الأزمة: سياسات من أجل أنظمة مالية آمنة وأسلم	الفصل الثالث
إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي	الفصل الرابع
التخفيف من تغير المناخ والتنمية	الفصل الخامس

منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.08.II.D.21

ISBN 978-92-1-112752-2

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠٠٨

أسعار السلع الأساسية، وتدفقات رؤوس الأموال، وتمويل الاستثمار

الاتجاهات والقضايا الراهنة في الاقتصاد العالمي	الفصل الأول
جدول مرفق بالفصل الأول	
الارتفاع الحاد في أسعار السلع الأساسية	الفصل الثاني
تدفقات رأس المال الدولية، وأرصدة الحسابات الجارية والتمويل الإنمائي	الفصل الثالث
المرفق: تحليلات بطرق الاقتصاد الرياضي للعوامل التي تحدد حالات رد العجز في الحساب الجاري التوسعية والانكماشية	
موارد التمويل المحلية والاستثمار في الطاقة الإنتاجية	الفصل الرابع
المساعدة الإنمائية الرسمية للأهداف الإنمائية للألفية والنمو الاقتصادي	الفصل الخامس
المرفق: معلومات مفصلة عن دراسات أجريت بطرق الاقتصاد الرياضي	
القضايا الراهنة المتصلة بالديون الخارجية في البلدان النامية	الفصل السادس

A.07.II.D.11 منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع

ISBN 978-92-1-112721-8

تقرير التجارة والتنمية، ٢٠٠٧

التعاون الإقليمي من أجل التنمية

القضايا الراهنة في الاقتصاد العالمي	الفصل الأول
المرفق الإحصائي بالفصل الأول	
العملة الإقليمية والتحديات الإنمائي	الفصل الثاني
"الإقليمية الجديدة" واتفاقات التجارة بين بلدان الشمال والجنوب	الفصل الثالث
التعاون الإقليمي والتكامل التجاري فيما بين البلدان النامية	الفصل الرابع
التعاون المالي والنقدي الإقليمي	الفصل الخامس
المرفق الأول: المجتمع الإنمائي للجنوب الأفريقي	
المرفق الثاني: مجلس التعاون الخليجي	
التعاون الإقليمي في إمدادات التجارة والطاقة والسياسة الصناعية	الفصل السادس

* * * * *

Trade and Development Report, 1981–2011*Three Decades of Thinking Development*

United Nations publication, sales no. E.12.II.D.5

ISBN 978-92-1-112845-1

Part One Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development

1. Introduction
2. Interdependence
3. Macroeconomics and finance
4. Global economic governance
5. Development strategies: assessments and recommendations
6. Outlook

Part Two Panel Discussion on “Thinking Development: Three Decades of the *Trade and Development Report*”

Opening statement

by Anthony Mothae Maruping

Origins and evolving ideas of the *TDR*

Introductory remarks by Richard Kozul-Wright

Statement by Rubens Ricupero

Statement by Yılmaz Akyüz

The *TDR* approach to development strategies

Introductory remarks by Taffere Tesfachew

Statement by Jayati Ghosh

Statement by Rolph van der Hoeven

Statement by Faizel Ismail

The macroeconomic reasoning in the *TDR*

Introductory remarks by Charles Gore

Statement by Anthony P. Thirlwall

Statement by Carlos Fortin

Statement by Heiner Flassbeck

Evolving issues in international economic governance

Introductory remarks by Andrew Cornford

Statement by Jomo Kwame Sundaram

Statement by Arturo O’Connell

The way forward

Closing remarks by Alfredo Calcagno

Summary of the debate

* * * * *

Rethinking Development Strategies after the Financial Crisis*Volume I: Making the Case for Policy Space*

Edited by Alfredo Calcagno, Sebastian Dullien, Alejandro Márquez-Velázquez, Nicolas Maystre and Jan Priewe

United Nations publication, sales no. E.15.II.D.9
ISBN 978-92-1-112894-9*Introduction*

Alfredo Calcagno

Rethinking Development Strategies after the Global Financial Crisis

Jan Priewe

Seven Strategies for Development in Comparison

Eric Helleiner

Restoring the Development Dimension of Bretton Woods

Veerayooth Kanchoochat

The Middle-Income Trap and East Asian Miracle Lessons

Robert H. Wade

The Role of Industrial Policy in Developing Countries

Roberto Frenkel and Martín Rapetti

The Real Exchange Rate as a Target of Macroeconomic Policy

Rachel Denae Thrasher and Kevin P. Gallagher

*Defending Development Sovereignty: The Case for Industrial Policy and Financial Regulation in the Trading Regime***The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries**

Edited by Sebastian Dullien, Detlef J. Kotte, Alejandro Márquez and Jan Priewe

United Nations publication, sales no. E.11.II.D.11
ISBN 978-92-1-112818-5*Introduction***The Crisis – Transmission, Impact and Special Features**

Jan Priewe

What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis

Daniela Magalhães Prates and Marcos Antonio Macedo Cintra

The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis

Jörg Mayer

The Financialization of Commodity Markets and Commodity Price Volatility

Sebastian Dullien

*Risk Factors in International Financial Crises: Early Lessons from the 2008-2009 Turmoil***The Crisis – Country and Regional Studies**

Laike Yang and Cornelius Huizenga

China's Economy in the Global Economic Crisis: Impact and Policy Responses

Abhijit Sen Gupta

Sustaining Growth in a Period of Global Downturn: The Case of India

André Nassif

Brazil and India in the Global Economic Crisis: Immediate Impacts and Economic Policy Responses

Patrick N. Osakwe

Africa and the Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Responses and Opportunities

Looking Forward – Policy Agenda

Alejandro Márquez

The Report of the Stiglitz Commission: A Summary and Comment

Ricardo Ffrench-Davis

Reforming Macroeconomic Policies in Emerging Economies: From Procyclical to Countercyclical Approaches

Jürgen Zattler

A Possible New Role for Special Drawing Rights In and Beyond the Global Monetary System

Detlef J. Kotte

The Financial and Economic Crisis and Global Economic Governance

* * * * *

**The Global Economic Crisis:
Systemic Failures and Multilateral Remedies***Report by the UNCTAD Secretariat Task Force
on Systemic Issues and Economic Cooperation*

United Nations publication, sales no. E.09.II.D.4

ISBN 978-92-1-112765-2

Chapter I A crisis foretold

Chapter II Financial regulation: fighting today's crisis today

Chapter III Managing the financialization of commodity futures trading

Chapter IV Exchange rate regimes and monetary cooperation

Chapter V Towards a coherent effort to overcome the systemic crisis

* * * * *

**Regional Monetary Cooperation and Growth-enhancing Policies:
The new challenges for Latin America and the Caribbean**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2010/1

- Chapter I What Went Wrong? An Analysis of Growth and Macroeconomic Prices in Latin America
- Chapter II Regional Monetary Cooperation for Growth-enhancing Policies
- Chapter III Regional Payment Systems and the SUCRE Initiative
- Chapter IV Policy Conclusions

* * * * *

Price Formation in Financialized Commodity Markets: The role of information

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2011/1

1. Motivation of this Study
2. Price Formation in Commodity Markets
3. Recent Evolution of Prices and Fundamentals
4. Financialization of Commodity Price Formation
5. Field Survey
6. Policy Considerations and Recommendations
7. Conclusions

* * * * *

يمكن الاطلاع على هذه المنشورات عن طريق الدخول إلى الموقع الإلكتروني: <http://unctad.org> ويمكن الحصول على نسخ من هذه المنشورات بالاتصال ب: Publications Assistant, Macroeconomic and Development Policies Branch, Division on Globalization and Development Strategies, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; .e-mail: gdsinfo@unctad.org

سلسلة أوراق المناقشة الصادرة عن الأونكتاد

No. 222	July 2015	Ulrich Hoffmann	Can green growth really work and what are the true (socio-) economics of climate change?
No. 221	May 2015	Eric Helleiner	International policy coordination for development: The forgotten legacy of Bretton Woods
No. 220	May 2015	Martin Falk and Eva Hagsten	E-commerce trends and impacts across Europe
No. 219	March 2015	Piergiuseppe Fortunato, Carlos Razo and Kasper Vrolijk	Operationalizing the product space: A road map to export diversification
No. 218	Dec. 2014	Daniel Poon	China's development trajectory: A strategic opening for industrial policy in the South
No. 217	Nov. 2014	Yilmaz Akyüz	Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies
No. 216	April 2014	Andrew Cornford	Macroprudential regulation: Potential implications for rules for cross-border banking
No. 215	March 2014	Stephany Griffith-Jones	A BRICS development bank: A dream coming true?
No. 214	Dec. 2013	Jörg Mayer	Towards more balanced growth strategies in developing countries: Issues related to market size, trade balances and purchasing power
No. 213	Nov. 2013	Shigehisa Kasahara	The Asian developmental State and the Flying Geese paradigm
No. 212	Nov. 2013	Vladimir Filimonov, David Bicchetti, Nicolas Maystre and Didier Sornette	Quantification of the high level of endogeneity and of structural regime shifts in commodity markets
No. 211	Oct. 2013	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	Structural change and economic development: Is Brazil catching up or falling behind?
No. 210	Dec. 2012	Giovanni Andrea Cornia and Bruno Martorano	Development policies and income inequality in selected developing regions, 1980–2010
No. 209	Nov. 2012	Alessandro Missale and Emanuele Bacchiocchi	Multilateral indexed loans and debt sustainability
No. 208	Oct. 2012	David Bicchetti and Nicolas Maystre	The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: Evidence from high frequency data
No. 207	July 2012	Amelia U. Santos-Paulino	Trade, income distribution and poverty in developing countries: A survey
No. 206	Dec. 2011	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	The long-term "optimal" real exchange rate and the currency overvaluation trend in open emerging economies: The case of Brazil
No. 205	Dec. 2011	Ulrich Hoffmann	Some reflections on climate change, green growth illusions and development space
No. 204	Oct. 2011	Peter Bofinger	The scope for foreign exchange market interventions
No. 203	Sep. 2011	Javier Lindenboim, Damián Kennedy and Juan M. Graña	Share of labour compensation and aggregate demand discussions towards a growth strategy
No. 202	June 2011	Pilar Fajarnes	An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets
No. 201	Feb. 2011	Ulrich Hoffmann	Assuring food security in developing countries under the challenges of climate change: Key trade and development issues of a fundamental transformation of agriculture
No. 200	Sep. 2010	Jörg Mayer	Global rebalancing: Effects on trade flows and employment

* * * * *

يمكن الاطلاع على سلسلة أوراق المناقشة الصادرة عن الأونكتاد عن طريق الدخول إلى الموقع الإلكتروني: <http://unctad.org>. ويمكن الحصول على نسخ من تلك الأوراق عن طريق الاتصال ب: Publications Assistant, Macroeconomic and Development Policies Branch, Division on Globalization and Development Strategies, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; e-mail: gdsinfo@unctad.org



استبيان تقرير التجارة والتنمية، ٢٠١٥

من أجل تحسين نوعية وفائدة تقرير التجارة والتنمية، ترحو أمانة الأونكتاد أن تفضلوا بإبداء آرائكم بشأن هذا المنشور. ويرجى ملء هذا الاستبيان وإعادته إلى:

Readership Survey
Division on Globalization and Development Strategies
UNCTAD
Palais des Nations, Room E.10009
CH-1211 Geneva 10, Switzerland
E-mail: tdr@unctad.org

ونشكركم على حسن تعاونكم.

ضعيف	مقبول	جيد	ممتاز	ما هو تقييمكم لهذا المنشور؟
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	مجمّل المنشور
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	مدى أهمية القضايا التي يتناولها
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	نوعية التحليل
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	الاستنتاجات على صعيد السياسة العامة
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	طريقة العرض

٢- ما هي، في رأيكم، نقاط القوة في هذا المنشور؟

٣- ما هي، في رأيكم، نقاط الضعف في هذا المنشور؟

٤- ما هي الأغراض الرئيسية لاستخدامكم هذا المنشور؟

<input type="checkbox"/>	التعليم والتدريب	<input type="checkbox"/>	التحليل والبحث
<input type="checkbox"/>	أغراض أخرى (يرجى تحديدها)	<input type="checkbox"/>	صياغة السياسة العامة وإدارتها

٥- ما هو أقرب وصف لمجال عملكم؟

<input type="checkbox"/>	مؤسسة عامة	<input type="checkbox"/>	حكومة
<input type="checkbox"/>	جهة أكاديمية أو بحثية	<input type="checkbox"/>	منظمة غير حكومية
<input type="checkbox"/>	وسائط إعلام	<input type="checkbox"/>	منظمة دولية
<input type="checkbox"/>	أخرى (يرجى تحديدها)	<input type="checkbox"/>	مؤسسة خاصة

٦- اسم وعنوان المجيب عن الاستبيان (اختياري):

٧- هل لديكم أي تعليقات أخرى؟



