

## سياسات أسعار الصرف في الأزمات الناشئة والاقتصاديات الانتقالية في ضوء الاضطرابات المالية العالمية - الدروس المستفادة للاقتصاد الجزائري -

د. سماعيل فوزي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
جامعة 8 ماي 1945 - قالمة

الملخص:

تخلق العولمة المالية تحديات كبرى، فالنظام الدولي الراهن يكشف أوجه الضعف الاقتصادية للبلدان بسرعة، ويعاقبها عليها كما أنه ييسر نقل الاضطرابات المالية على الصعيد العالمي، لذلك فمن الضروري أن تتمتع البلدان بسياسات اقتصادية مناسبة و متجانسة، وعلى الرغم من أن العديد من الاقتصاديات الناشئة عانت من صعوبات كبيرة من جراء التدفقات الرأسمالية، فمن المهم أن لا يؤدي ذلك إلى تقييد حركة التدفقات بين البلدان فالمطلوب هو انتهاز تدابير مناسبة، لتقليل المخاطر التي يمكن أن تخلقها تدفقات رؤوس الأموال، و يجب أن تكون أساسيات الاقتصاد الكلي سليمة، مع وجود وضعية مالية سليمة للميزانية و توازن خارجي، غير أنه من المهم بخاصة، تحسين الإشراف على النظم المالية و لوائحها و شفافيتهما. و على ضوء ما حدث في البلدان الآسيوية في 1997-1998، في المكسيك 1994، في الأرجنتين 2001-2002 و نظام النقد الأوروبي 1992، ينبغي للبلدان أن تعمل كذلك على جعل ترتيباتها المتعلقة بسعر الصرف أكثر مرونة، بالنظر إلى السياق الراهن للاقتصاديات المفتوحة أمام تدفق رؤوس الأموال، التي تتحرك بسرعة مرتفعة من بلد لآخر. **كلمات مفتاحية:** تحرير مالي، تدفق رؤوس الأموال، أسعار صرف مثبتة ومربوطة، المناطق المستهدفة، الدولار.

### Résumé :

La mondialisation des finances est à l'origine de sérieux défis, Le système financier international d'aujourd'hui montre du doigt et sanctionne rapidement, les faiblesses économiques des pays, tout en facilitant la propagation des secousses financières dans le monde entier, Il est donc essentiel pour les pays de maintenir des politiques économiques appropriées et cohérentes, Bien que plusieurs économies émergentes aient connu récemment de graves difficultés liées aux flux de capitaux, il importe de ne pas entraver la mobilité internationale des fonds, Il convient plutôt de prendre les mesures nécessaires pour réduire les risques qu'il peuvent présenter, Les données macroéconomiques fondamentales doivent être

solides, la situation budgétaire saine, et la position extérieure équilibrée, Surtout, La surveillance, la régulation et la transparence des systèmes financiers doivent être améliorées.

S'inspirant de ce qu'ont fait les pays asiatiques en 1997-1998, le Mexique 1994, l'Argentine 2001-2002 et le système monétaire européen en 1992, les pays devrait envisager aussi d'assouplir davantage leur régimes de change, car les économies n'opposent plus d'obstacles aux flux de capitaux passant très rapidement d'un pays à l'autre.

**Mots Clés:** Libéralisation Financière, Flux de Capitaux, Taux de Change Fixe et Arrimé, Zone-Objectif, Dollarisation.

## تمهيد:

طرحت الأزمات المختلفة عددا من القضايا المهمة في النظام المالي الدولي، يتصل الكثير منها بإقامة بنیان مالي دولي جديد، فقد أكد تكشف الأزمة الصعوبة الكامنة في وقت تداعيات الأزمة بمجرد أن تبدأ، و ذلك بالنظر إلى السرعة التي يستطيع بها رأس المال قصير الأجل أن يتحرك، استجابة لحساسية السوق المتغيرة و الوقاية هي الحل لهذه المشكلة.

و لكن كيف تستطيع الدول الحيلولة دون تراكم مظاهر الضعف من ذلك النوع الذي أدى إلى تلك الأزمات في الأسواق الناشئة؟ من الواضح أن جزءا من الإجابة يكمن في انتهاج سياسات اقتصادية كلية سليمة، و يمثل نظام سعر الصرف على وجه الخصوص جانبا مثيرا للخلاف، لأن كثيرا من المراقبين ظلوا يركزون على دور المرونة المحدودة في سعر الصرف، في تعزيز تدفقات رأس المال للداخل قبل وقوع الأزمة، و انتهى بعضهم إلى أن الخيارات الوحيدة القادرة على البقاء، هي المرونة الكاملة في سعر الصرف أو الطرف العكسي، و هو التثبيت المؤسسي لسعر الصرف من خلال "مجلس للعملة (\*) - Caisse d'émission" أو "الدولة \*\* - la Dollarisation"،

(\*) مجلس العملة أو Caisse d'Émission أو Currency Board: ففي ظل ترتيبات مجلس العملة تلتزم سلطات النقد بمبادلة العملة الوطنية بالنقد الأجنبي عند طلبه بسعر صرف محدد، و هي الآلية الوحيدة التي يستطيع البنك المركزي أن يستخدمها لزيادة العرض الأساسي للنقد، لأنه ليس هناك مثلا أي توسيع لنطاق الائتمان الداخلي للحكومة أو للبنوك، و بذلك تكون العملة المحلية مدعومة دعما كاملا برصيد مناظر من النقد الأجنبي.

في حين عبر البعض الآخر عن تحفظاتهم حول قانون "الكل أو اللاشيء - Tout ou Rien"، هذا و لا يزال ذلك الأمر مجالاً نشطاً لمناقشات و أبحاث السياسات.

و هناك عنصر أساسي آخر هو تحسين الإشراف و التنظيم المالي، في كل من البلدان المدينة و الدائنة على السواء، فقد كشفت الأزمة أيضا عن وجود أوجه خلل محتملة في إدارة المخاطر من جانب الوسطاء الماليين الدوليين.

كذلك فإن الشفافية مهمة لمنع الأزمات، فيمكن أن تؤدي التحسينات في مستويات نشر البيانات والخطوات التي تتخذ لزيادة شفافية السياسات، إلى مساعدة الأسواق على تحسين تسعيرها للمخاطر، مما يحول دون تراكم حالات من الخلل، و يدفع صانعي السياسات إلى اتخاذ الإجراءات الضرورية في الوقت المناسب لمعالجة مظاهر الضعف.

كما أن الإشراف الدولي القوي مع المراقبة عن كثب للقطاع المالي والتركيز على المعايير الدولية، ربما يساعد في تنبيه صانعي السياسة إلى المشكلات المتوقعة، و ينبغي أن يجسد هذا الإشراف أيضا منظورا إقليميا لتقديم تحذيرات عن العدوى الإقليمية الوشيكة.

كما أن هناك قضية شائكة أخرى هي قضية الضوابط على رأس المال، و إشكالية تسلسل تحرير حسابات رأس المال، و هي من أشد القضايا التي تواجه البلدان النامية<sup>(1)</sup> و منها الجزائر، في إطار سعيها لأن تصير أسواقا صاعدة و الاندماج بالأسواق المالية الدولية.

(\*\*) الدولار أو La Dollarisation: و تستخدم عملية الدولار أيضا لوصف الاستخدام الثنائي في بلد ما للدولار الأمريكي إلى جانب عملته المحلية في معاملاته المالية، و مع ذلك فإن عبارة الدولار يمكن أن تستخدم لتشير إلى إحلال الدولار محل العملة المحلية بشكل كامل أي الدولار الكاملة.

في 28-29 ماي 1999<sup>(2)</sup> عقدت دائرة الأبحاث بصندوق النقد الدولي مؤتمرا، عنوانه " قضايا رئيسية في إصلاح النظام النقدي و المالي الدولي "، بغرض مزدوج لتوسيع النقاش حول البنين المالي الدولي، ليشمل قضايا الإصلاح المالي الدولي بصورة أعم، والسماح للخبراء من خارج المنتديات المألوفة للسياسات و بصورة خاصة من الأوساط الأكاديمية، بالإسهام في ذلك النقاش.

يأتي الاهتمام بإصلاح النظام النقدي و المالي الدولي مثله مثل التدفقات الرأسمالية الحديثة إلى الأسواق الناشئة في شكل موجات، ذلك أنه يتصاعد مع الأزمات و ينحسر عندما يعود الهدوء و إن مؤقتا، و بهذا الصدد كان مؤتمر بريتون وودز في 1944، الذي أرسى أسس النظام النقدي و المالي الدولي بعد الحرب استثناء نادرا لهذا النمط، و لا غرابة في أن يتصاعد الاهتمام بالإصلاح من جديد الآن في ضوء تعاقب الأزمات، التي بدأت مع الأزمة في " آلية سعر الصرف الأوروبي - le mécanisme de taux de change européen" في 92-1993 و استمرت مع أزمة التكيلا - Crise Tequila في 1995، و في غضون عامين فقط الأزمة الآسيوية و الأزمة الروسية و أزمة صندوق تغطية - Fonds d'Arbitrage إدارة رأس المال طويل الأجل (LTCM) Long-Term Capital Management، و الأزمة البرازيلية و بعدها بعامين في ديسمبر 2001 و 2002 في الأرجنتين.

و الواقع أن القضايا التي تكمن وراء جدول أعمال تقوية بنين النظام المالي الدولي، الدعوة المدوية حاليا لإصلاح النظام ليست جديدة، و لا غرابة في هذا نظرا لأن أهداف النظام باقية كما هي: تعزيز الكفاءة في التجارة في السلع والأصول، و تأمين استقرار النظام و السماح بتوزيع منصف و مقبول اجتماعيا للدخل و الثروة.

و الأسئلة التي يتطلب الأمر الإجابة عنها في هذا السياق باقية أيضا كما هي:  
 - كيف يتم اقتسام التصحيح الاقتصادي و ما هي السرعة المرغوبة  
 للتصحيح؟ و بالتالي ما هو الحجم المرغوب للتمويل؟ و ما هي أداة التثبيت  
 التي ينبغي توفيرها للنظام النقدي الدولي؟ إذا اكتفينا بالقليل من الأسئلة.

غير أن هذه القضايا الدائمة تظهر بأشكال جديدة مع تغير الظروف<sup>(3)</sup>  
 و تشمل هذه الظروف بصورة خاصة:

- ثورة تكنولوجيا الاتصالات السلكية واللاسلكية البعيدة المدى،  
 وأنظمة المعلومات التي حفزت و شكلت أساس اندماج الأسواق المالية.

- و سهولة انتقال رؤوس الأموال بالإضافة إلى التحرير المالي  
 المحلي والدولي.

و نتيجة لهذا تغدو أسواق السلع و الخدمات والأصول موحدة بصورة  
 متزايدة دوما، و جرى جذب الاقتصاديات النامية بصورة متزايدة إلى  
 الاندماج في هذه الأسواق التي تمت عولمتها، و صارت تدفقات رؤوس  
 الأموال الخاصة تلعب دورا مهيمنا في تمويل إختلالات الحسابات الجارية  
 في البلدان المتقدمة، و دورا متزايدا دوما في تمويل وأحيانا في إحداث  
 إختلالات الحسابات الجارية في الاقتصاديات النامية، و في الوقت نفسه ما  
 تزال السياسات توضع في الأغلب الأعم على المستوى الوطني مع أن  
 الأسواق عالمية.

و كان برنامج المؤتمر معدا لبحث السياسات الملائمة و الاستجابات  
 المؤسسية في عالم اليوم، الذي يتميز بالحراك المتزايد لرؤوس الأموال على  
 المستويين الوطني و الدولي، و عليه فالمسألة الملحة في ذلك، هي في تخفيف  
 عدم الاستقرار في ظل أوضاع الحراك المرتفع لرؤوس الأموال أو إن شأنا  
 التمويل العالمي.

و قد تجلى عدم الاستقرار بطرق متنوعة خلال التسعينيات (4):

أولاً: أظهرت أسعار الصرف بين العملات الرئيسية، و بصورة خاصة الدولار و الين و المارك الألماني و في الآونة الأخيرة " اليورو"، تقلبا قصير الأجل و تحركات ضخمة متوسطة الأجل في آن واحد معا، و قد أثارت هذه الملامح لسلوك سعر الصرف مخاوف، فيما يتعلق بآثارها ليس فقط على الاقتصاديات المتقدمة، بل أيضا و ربما كان هذا أكثر أهمية على بلدان أخرى ثالثة، و بصورة خاصة بلدان الأسواق الناشئة، أي البلدان النامية و البلدان التي تمر بمرحلة انتقال و البلدان الآخذة بالتصنيع.

ثانياً: كانت تدفقات رؤوس الأموال و في المحل الأول إلى اقتصاديات الأسواق الناشئة متقلبة بصورة خاصة، مع طور الرواج للتراكم المتعاضم من التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال للداخل، الذي تعقبه انعكاسات في اتجاهها مفاجئة و ضخمة كذلك.

و بالطبع فإن أسعار الصرف المتقلبة و انعكاس اتجاه تدفقات رؤوس الأموال المفاجئة ليست جديدة، و تحمل أزمات التسعينيات أوجه شبه كبيرة مع أزمات سابقة، و بصورة خاصة مع أزمات الديون في الثمانينيات، غير أنه توجد اختلافات مهمة، و يمكن أن نذكر من بينها الدور المتزايد لتدفقات رؤوس الأموال الخاصة و ضمن هذه الفئة:

- التنوع المتزايد لكل من مصدري و حائزي الاستحقاقات على اقتصاديات الأسواق الناشئة.
- العدوى الأوسع انتشارا و نقاط ضعف النظم المالية التي تجعلها معرضة بصورة خاصة للتأثر بأزمات السيولة.
- حزم التمويل الرسمية الضخمة و الممتدة التي لم تتجنب الخسائر الكبيرة بصورة استثنائية في تصحيحات حساب الصفقات الجاري و الناتج (5).

تطرح هذه الأشكال من عدم الاستقرار عددا من القضايا الرئيسية تتعلق بتصميم النظام النقدي والمالي الدولي، نتعرض لها بعد مناقشة أشكال عدم الاستقرار في ظل الحراك المتزايد لرؤوس الأموال خلال التسعينيات.

### I - التخفيف من حدة تقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية.

يمكن للتقلبات الكبيرة في سعر صرف العملات الأساسية، أن تكون مكلفة لأقصى حد ليس فقط بالنسبة للبلدان المعنية بالأمر بشكل مباشر بل أيضا لباقي بلدان العالم، فهل يمكن إقامة إطار للتعاون الدولي بتحقيق استقرار أسعار الصرف؟

منذ توقف العمل بنظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة في السبعينيات، حظي موضوع استقرار أسعار الصرف باهتمام كبير، فقد تدخلت الحكومات فرادى و مجتمعة في أسواق العملات الأجنبية في عدة مناسبات، في محاولات للحد من الآثار المدمرة للتقلبات الواسعة في أسعار الصرف و اختلال تعادل العملات بصورة متطرفة، إلا أن الترتيبين الأكثر إحكاما اللذين أنشأتهما البلدان الصناعية الكبرى لتحقيق استقرار أسعار الصرف الخاصة بها، و هما : اتفاقية بلازا - l'accord du plaza في 1985 و اتفاق اللوفر - l'accord du Louvre في 1987 كان لهما سجل متباين، وتوصل الكثيرون من المراقبين إلى أن الحكومات لا يجب أن تهدر الموارد النادرة في التدخل في أسواق العملات الأجنبية.

و مع ذلك فإنه على الرغم من النتائج المخيبة للآمال لترتيبات اتفاقيتي بلازا و اللوفر، إلا أنه يجب استكشاف وسائل جديدة للتنسيق بين أسعار الصرف، خاصة في ضوء الأزمات المالية المتعاقبة و بشكل دوري في العديد من الاقتصاديات الصاعدة، التي كانت عملاتها مرتبطة بشكل رسمي

أو غير رسمي بالدولار الأمريكي، و بدء العمل بالأورو في أول جانفي 1999.

### 1-1 - تأثير الأورو.

على الرغم من أن نظام تعدد العملات الذي بدأ بإدخال اليورو ويعكس بشكل أدق حالة الاقتصاد العالمي اليوم، و لذلك فهو يوفر أساسا للتجارة والنمو أكثر سلامة من النظام الذي كان يسوده الدولار الأمريكي و يهيمن عليه، إلا أنه يمكن توقع بعض التقلبات في أسعار الصرف في المرحلة التي يقوم فيها العالم بضبط نفسه للنظام الجديد، و يمر صناعات السياسة في أوروبا بعملية التعلم في ظل رقابة الأسواق اليقظة.

و علاوة على ذلك <sup>(6)</sup> فإن خلق عملة جديدة سيؤدي إلى إثارة صدمات في العرض و الطلب على العملات الدولية، فمع وجود سوق مالية أوروبية موحدة و تزايد إمكانية إحلال الأصول المقدرة بالأورو محل تلك المقدرة بالدولار، فقد يقرر المستثمرون الدوليون إجراء تغييرات عميقة في محافظهم، و رغم أن تطور اليورو منذ بدء العمل به يشير على ما يبدو إلى أن مثل هذه الإعادة في تخصيص المحافظ لم تحدث بعد على نطاق واسع، فسوف يكون من السابق لأوانه استبعاد و نفي هذا الاحتمال، فلقد حدثت بالفعل تغييرات في العرض خاصة في أسواق السندات الدولية، فقد أصبحت الأوراق المالية المسماة باليورو تمثل 44% من إجمالي الإصدارات في الفترة من جانفي إلى أفريل 1999، أي بالتقريب مثل الأوراق المصدرة بالدولار (46%) في حين كانت النسبة 35% و 48% على التوالي في عام 1998.

و هناك سبب آخر لاحتمال ازدياد عدم استقرار أسعار الصرف في الأجل القريب، أن سعر الصرف بين الأورو والدولار سيكون أقل أهمية لدى



البنك المركزي الأوروبي عما كان بالنسبة للبنوك المركزية الوطنية، لأن اقتصاد منطقة اليورو ككل سيكون أكثر انغلاقاً على نفسه و توجهها نحو الداخل عما هي عليه اقتصاديات الدول الأعضاء كل على حدى، إن معدل انفتاح<sup>(\*)</sup> منطقة اليورو هو حوالي 14% بالمقارنة بنسبة 25% لكل من فرنسا و ألمانيا.

و تتفاعل كل هذه العوامل معا في ظل مناخ نقدي مضطرب، فالخلل في ميزان الحساب الجاري للولايات المتحدة يمثل تهديدا لاستقرار الدولار، في حين يعاني الين من ضعف محلي عميق الجذور، و العديد من العملات الصاعدة تبدأ بالكاد في استعادة عافيتها بعد أزمت عنيفة بشكل استثنائي.

**I - 2 - مخاطر عدم الاستقرار.**

إن عدم استقرار أسعار الصرف المعومة معروف و موثق جيدا، ورغم أن تقلبات العملة المتوسطة الشدة يمكن مواجهتها بدون صعوبات كبرى، إلا أن اختلال تعادل الأسعار بصورة كبيرة ضار خاصة بين العملات الرئيسية:

**أولا:** أسعار الصرف بين العملات الأساسية لها طبيعة السلع العامة بالنسبة للاقتصاد العالمي، و أوروبا و اليابان و الولايات المتحدة أسواق تصدير ضخمة لبلدان عديدة، و أي تأرجح كبير في أسعار صرف الدولار و اليورو و الدولار و الين، له تأثير مزعزع للاستقرار في هذه البلدان، كما حدث في 1997 عندما ساهم ارتفاع سعر الدولار الأمريكي في انهيار العملات الآسيوية، التي كانت تتخذة كمثبت رسمي أو غير رسمي لها.

و رغم أن بعض هذه البلدان قد تستتج من الأزمة أنه ينبغي لها أن تترك عملاتها للتعويم بحرية، أو على العكس تأخذ بمجلس العملة، و تظل

(\*) معدل الانفتاح: و الذي يقاس بنسبة التجارة و الخدمات إلى الناتج المحلي الخام PIB.

الأطروحة صحيحة بالنسبة للبلدان التي لديها نظام وسيط - Régime  
.Intermédiaire

**ثانياً:** إن اختلال تعادل أسعار الصرف يمكن أن يكون سببا للقلق لأسباب محلية، ففي الولايات المتحدة قد يكون ذلك سببا لإثارة الصراعات بين جماعات المصالح المختلفة و يشعل الضغوط الحمائية، و علاوة على ذلك لا بد أن تزيد الإمكانية العالية لإحلال الأصول سواء كانت مقدرة بالدولار أو الأورو، بالإضافة إلى الحاجة لتمويل عجز الحساب الجاري للولايات المتحدة من احتمالات حدوث تعديلات مفاجئة في المحافظ، و تجعل كل من المقترضين وصناع السياسة الأمريكيين أكثر حساسية لتطورات سعر الصرف.

كما أن التآرجح الكبير في أسعار الصرف من المحتمل أن يثير صراعات في أوروبا، لأن كل الحكومات ليست على نفس الدرجة من الاستجابة لطلبات قطاع السلع المتداولة دولياً، و قد يثير هذا صعوبات في إدارة الإتحاد الاقتصادي و النقدي الأوروبي، و قد تصر بعض الحكومات على الاستفادة من أدوات سياسة سعر الصرف التي وردت في معاهدة ماستريخت، في حين قد ترفض ذلك حكومات أخرى على أساس أن هذا قد يهدد استقلال البنك المركزي الأوروبي.

### 1-3 - دروس من عصر ما بعد بريتون وودز.

كان التنسيق بين أسعار الصرف في عصر ما بعد بريتون وودز هو عملية تخضع للتجربة والخطأ، و لم يظهر توافق الرأي إلا تحت ضغط الأحداث عندما أدت السياسات الاقتصادية غير المنسقة، إلى اختلال حمائي في تعادل أسعار الصرف و توترات محلية، أو عندما فشلت المحاولات لتحقيق استقرار أسعار الصرف.

و أكثر ما يوضح عملية التجربة و الخطأ هذه<sup>(7)</sup> هو عملية تغيير السياسة في الولايات المتحدة في أواسط الثمانينيات، فقد اتبعت إدارة "ريغن" الأولى سياسة الحرية الاقتصادية في أسواق الصرف، إلا أنه بحلول شهر فيفري 1985 كان الدولار قد ارتفع إلى مستوى عال جدا و أصبح العجز التجاري الأمريكي كبيرا، لدرجة أن قررت الولايات المتحدة أن تتخذ إجراءات لمواجهة ذلك، و طبقا لبنود اتفاقية بلازا الموقعة في 11 سبتمبر 1985، اتفق وزراء مالية و محافظو البنوك المركزية في الولايات المتحدة و فرنسا و ألمانيا و اليابان و المملكة المتحدة، على تخفيض الدولار والتعاون بشكل أوثق.

و تم التوصل لاتفاقية ثانية في قمة طوكيو - Sommet de Tokyo في ماي 1986، عندما طلب وزراء مالية البلدان الصناعية الكبرى بصورة جماعية مراجعة أهدافهم و تنبؤاتهم، فقاموا بوضع قائمة من المؤشرات ( تشمل معدل نمو الناتج الوطني الإجمالي، معدلات التضخم، أسعار الفائدة، معدلات البطالة، نسب العجز المالي، موازين الحسابات الجارية الخارجية، الميزان التجاري، معدلات النمو النقدي، الاحتياطيات و أسعار الصرف)، التي استخدمت كأدوات للتنسيق بين السياسات الاقتصادية منذ ذلك الحين.

و بنهاية 1986 انخفضت قيمة الدولار، و اتفقت الولايات المتحدة مع اليابان على تثبيت سعر التكافؤ بين الدولار والين، و قد أصبح اتفاقهما رسميا في إطار متعدد الأطراف، اتفاقية اللوفر الأولى التي تم توقيعها في 21-22 فيفري 1987<sup>(8)</sup>، و التي أنشأت بشكل سري شبكة تدخل ضيقة لعملات بلدان مجموعة السبعة، و قد عملت الاتفاقية بشكل جيد لبعض الوقت، إلا أن الالتزام الدولي بها ضعف مع مرور الوقت فقد رفعت ألمانيا سعر الفائدة في

1990 بعد إعادة توحيدها، في حين أرخت (خفت) الولايات المتحدة من سياستها النقدية لتعادل أثر التراجع في النشاط الاقتصادي.

و رغم أن التفاوت في سعر الفائدة بين الولايات المتحدة و أوروبا تسبب في ارتفاع سعر العديد من العملات الأوروبية، إلا أن مجموعة السبعة لم تقم بأي رد فعل كما أنها لم تحاول وقف انخفاض سعر الين في 1990، وبحلول عام 1993 كانت اتفاقية اللوفر قد انتهت عمليا، نظرا لأن الأهداف المحلية نالت الأولوية على الأهداف المتفق عليها دوليا، كما أدت الصدمات السياسية (مثل، توحيد ألمانيا و غزو الكويت )، و الحقائق الاقتصادية (مثل استمرار الفائض في الحساب الجاري لليابان رغم قوة الين) إلى إضعاف الالتزام بالاتفاقية، و تغير نهج مجموعة السبعة بحيث لم تعد تدخلاتها بشكل منتظم، إلا في حالات التقلبات الشديدة لأسعار الصرف، و تحول التركيز من مستويات أسعار الصرف إلى تقلبات أسعار الصرف.

إن الضبط الدقيق لأسعار الصرف هو أمر غير قابل للتنفيذ و لا هو مرغوب فيه، و ليس حتى لمجرد أن سعر الصرف هو أداة مهمة لتصحيح الاقتصاد الكلي الذي يحركه السوق، إن الارتفاع و الانخفاض في عجز الحساب الجاري في الولايات المتحدة في الثمانينيات، قد بين أن سعر الصرف المرن يمكن أن يلعب دورا كبيرا في التصحيح، حتى على الرغم من الارتفاع المقابل في الفائض الياباني، أوضح أن هذا الدور لا يجب المبالغة في تقديره.

و علاوة على ذلك لم يكن الالتزام بالتنسيق بين السياسات الذي وعدت به اتفاقيتي بلازا و اللوفر واقعا لأسباب سياسية، نظرا للصعوبة التي تلاقيها الاقتصاديات الكبيرة المغلقة نسبيا في المحافظة على الدوائر المؤيدة لتحقيق

الاستقرار الخارجي، و لم يعد هناك مجال لبريتون وودز أخرى في المناخ الاقتصادي و السياسي الحالي.

و نفس الأسباب و المبررات فإن المناطق المستهدفة لأسعار الصرف - Le Ciblage des Taux de Change، رغم أنها<sup>(9)</sup> قد تكون مفيدة بعض الشيء بالنسبة للاقتصاديات الناشئة، إلا أنها ليست بديلا عمليا للاقتصاديات الكبيرة، فمن ناحية يجب أن تكون هوامش التدخل ضيقة حتى يكون لها التأثير الباعث على الاستقرار، و من ناحية أخرى قد تحدث صدمات كبيرة غير متماثلة، أو توترات في السوق مما يجعل تغيير سعر الصرف أو الدفاع عنه أمرا مكلفا من الناحية السياسية (سياسة نقدية)، و لكي تستطيع أن تبقى و تستمر يجب أن تكون المناطق المستهدفة واسعة نسيبا، و في هذه الحالة تصبح شكل آخر من تعويم أسعار الصرف.

#### I - 4 - تغيرات في المحيط.

ليس من المحتمل أن تكون الأهداف الرقمية المعلنة لأسعار الصرف فعالة، لأسباب أخرى أيضا، هي بالتحديد المواقف المتغيرة تجاه السياسة النقدية و تجلي التغيرات الهيكلية في أسواق الصرف الأجنبية. و في التسعينيات أصبحت الاقتصاديات الكبرى<sup>(10)</sup> تفضل سياسة نقدية لها هدف واحد رئيسي هو تحقيق استقرار الأسعار المحلية، و تولي لإدارة سعر الصرف وزن أقل كثيرا، و نتيجة لذلك يمكن استخدام السياسة النقدية للتنسيق بين السياسات على المستوى الدولي فقط، إذا ما كان هناك تناسق للأهداف الخارجية مع الإستراتيجيات النقدية المحلية فعلى سبيل المثال، لا بد للبنك المركزي الأوروبي أن يرفع أسعار الفائدة لإبطال مفعول انخفاض سعر اليورو إذا ما تعرض استقرار الأسعار للخطر، و لكنه على الأرجح لن يخفض سعر الفائدة في حالة ارتفاع سعر اليورو المرتبط بالتوسع المالي.

لقد كانت التطورات و التغييرات الهيكلية في أسواق الصرف الأجنبي مثيرة، ففيما بين عامي 1989 و 1998 ارتفع حجم المبيعات الإجمالية في أسواق الصرف الأجنبي إلى ثلاثة أمثال تقريبا فوصل إلى 1 500 مليار دولار يوميا، في حين زادت الصادرات في العالم بنسبة 80% فقط بالقيمة الاسمية، و قد خلق استخدام اليورو بين عشية و ضحاها سوقا متكاملة للسندات و الأدوات المالية يقارن في الحجم بالسوق الأمريكية، و أصبحت الأسواق أكثر تركيزا بكثير فقد أصبحت لندن و نيويورك تمثلان 50%، من إجمالي حجم حركة الأسواق المالية في العالم بعد أن كانتا تمثلان 42% منها في عام 1989، و ارتفع نصيب أكبر عشرة متعاملين من 44% إلى 50% في لندن و من 48 إلى 51% في نيويورك في نفس الفترة، و علاوة على ذلك فمع إنشاء أدوات جديدة مثل، الأسواق الآجلة و المشتقات انكمش نصيب سوق العمليات الحاضرة من إجمالي المعاملات من 59% في 1989 إلى 40% في 1998 (11).

و رغم أن مثل هذه التطورات و التغييرات الهيكلية تجعل من الممكن للأعوان أن ينوعوا المخاطر و بذلك يساهمون في استقرار الاقتصاد الكلي، إلا أن هذه التطورات تزيد أيضا من مخاطر الحركات الكبيرة المسببة لعدم الاستقرار، و يزيد من هذه المخاطر تشتت المتعاملين و ندرة المعلومات حول الصفقات الذي تميز سوق العمليات الحاضرة، و لا تفيد المعلومات حول أساسيات الاقتصاد الكلي رغم سهولة الحصول عليها كثيرا على المدى القصير للمشاركين في السوق، نظرا لسوء التعديل و عدم ملائمة نماذج أسعار الصرف التطبيقية في هذا النطاق، و بسبب تكلفة الصفقات فإن المعلومات يمكن بسهولة أن تظل حبيسة في أحد أقسام السوق حتى يكشف

عنها أحد المتدخلين، فتطلق عددا كبيرا من العمليات و هذا له نتائج مهمة بالنسبة لتحليل و إدارة سعر الصرف:

**أولاً:** إن الآراء النظرية حول تحديد سعر الصرف تتغير، و كما هو معروف جيدا فإن أسعار الصرف المعومة يمكن في بعض الحالات أن تبتعد بشكل دائم عن أساسيات الاقتصاد الكلي، رغم أنها على المدى الطويل تعود إلى توازنها، إن نماذج تحديد سعر الصرف بواسطة المتعاملين الممثلين، تشمل الآن السلوك الصريح لتحديد السعر الأمثل الآجل ( مع مرور الزمن)، و تولي اهتمام متزايد لمسائل مثل، التوقعات المختلفة - Les Hétérogène Attentes و العلاقة بين الأسعار و تدفقات الأوامر بالبيع أو بالشراء، و تأثير المعلومات غير المنشورة و الطريقة التي تجمع بها السوق المعلومات.

**ثانياً:** يتطلب التدخل الآن احتياطات أكبر وإعدادا دقيقا و تدخلا معلنا، و يكون أكثر فعالية عندما يدعم التغيرات في السياسة المتبعة.

**I - 5 - مقارنة ذات امتدادين.**

في ضوء هذه التطورات يجب أن يكون التركيز في أي ترتيبات دولية جديدة على تنسيق ردود الفعل إزاء صدمات الاقتصاد الكلي، بدلا من التركيز على تحديد أهداف رقمية لأسعار الصرف و على مراقبة التطورات في أسواق الصرف الأجنبي و على توفير المعلومات للمشاركين في السوق.

#### **I - 5 - 1 - تنسيق الاستجابات إزاء صدمات الاقتصاد الكلي.**

قد يؤدي عدم اليقين بالنسبة لمسار السياسة النقدية والمالية في المستقبل إلى عدم استقرار سعر الصرف، فخلال الأزمة الروسية في أوت 1998 على سبيل المثال، كان لدى الأسواق توقعات متباينة حول ردود الفعل لدى الولايات المتحدة و أوروبا، فكان من المتوقع أن يكون رد فعل الأولى بفعالية في حين تحتفظ الأخيرة بسعر فائدة تحت السيطرة، و في خلال أسابيع قليلة

ارتفعت قيمة عملات البلدان التي كانت تستخدم اليورو في المستقبل بأكثر من 10% بالنسبة للدولار، و لكن أوروبا خفضت سعر الفائدة في 03 ديسمبر 1998 و في أبريل 1999، مما ساعد على قلب وضع انخفاض قيمة الدولار بالنسبة لليورو، و بحلول ربيع 1999 عاد سعر صرف اليورو بالنسبة للدولار إلى مستوى الصيف السابق، و كان يمكن تفادي هذه التأرجحات في سعر الصرف، و ذلك بإبلاغ الأسواق بأن ردود الفعل بالنسبة للأزمة ستكون متماثلة (12).

إن تقليل عدم اليقين بالنسبة للسياسة، يمكن أن يتم إما من خلال التنسيق السري-Coordination Discretionnaire في داخل مجموعة السبعة (G-7) أو من خلال إقرار قواعد، إلا أن التنسيق السري يثير مشاكل بالنسبة لأوروبا، في حين أنه لا يروق كثيرا للولايات المتحدة النهج المعتمد على القواعد، الذي تفضله أوروبا بسبب هيكلها الداخلي.

إن النهج المبني على الالتزام المشترك من جانب أوروبا واليابان والولايات المتحدة على مجموعة أساسية من المبادئ العريضة لسياسة الاقتصاد الكلي، يمكن أن تقدم حلا وسطا بين نموذج الولايات المتحدة المعتمد على التنسيق الضمني أو السري و النموذج الأوروبي المعتمد على القواعد، و الأساس لمثل هذا التقارب موجود بالفعل، إذ أن مجموعة السبعة قد قطعت شوطا طويلا نحو تكوين فلسفة اقتصادية مشتركة، و يجب أن تنفذ بطريقة فعالة ترتيبات للتمثيل الفعال لمنطقة اليورو (13)، و أكبر أعضاؤها وهم فرنسا و ألمانيا في داخل مجموعة السبعة.

و بعد ذلك يجب وضع مبادئ مشتركة تتسق مع هدف المحافظة على استقرار الأسعار المحلية، وذلك لتحديد دور كل من السياسة المالية والسياسة النقدية في الاستجابة للصدمات، و هذه المبادئ لن تكون ملزمة ولكن



بالأحرى أدوات للتقليل من عدم اليقين و لتخفيض تكاليف الصفقات وتوفير هيكل لمناقشة السياسات، و لا يجب إدراج كل من سعر الصرف ولا المناطق المستهدفة المعلنة ضمن إمكانيات التدخل، رغم أن المبادئ يجب أن تأخذ في حساباتها النتائج التي يمكن أن تكون لسياسات معينة على أسعار الصرف، و في الوقت نفسه يجب أن تسعى الحكومات والبنوك المركزية من أجل شفافية أكبر بالنسبة لأهداف سياساتها و تنبؤاتها على المدى المتوسط، ولحماية الاستقلالية الوطنية يمكن أن يتم تنفيذ هذه المبادئ بشكل يناسب المؤسسات المحلية، و يجب أن يسمح للحكومات الوطنية بالخروج على الأهداف و المبادئ السابق إعلانها، و دائما في إطار من الشفافية إذا ما تطلبت الظروف ذلك.

و يمكن تحديد الاستجابة المناسبة للصدمة المشتركة ببسر نسبيا أما الصدمات غير المتماثلة فهي أمر آخر، و من منظور أوروبي يتعين علاج صدمات الطلب التي تصيب البلدان الأوروبية بشكل متماثل (و لكنها تؤثر على الولايات المتحدة بشكل مختلف) من خلال السياسة النقدية، و نفس الشيء ينطبق على الولايات المتحدة أو اليابان و لكن صلاحية هذا التدخل سوف تواجه بالضرورة بعض التقلبات في سعر الصرف، لأن ردود فعل السياسة النقدية ستضخم من أثر الصدمات على أسعار الصرف، و سواء كان هذا مقبولا أم لا فهو أمر لا يمكن تقريره مسبقا و رغم أنه يجب السماح بتعديلات في سعر الصرف، إلا أن التقلبات الكبيرة قد لا تكون مستصوبة، وإذا كان هذا هو الحال فإن السياسة المالية سيكون عليها أن تتدخل في العملية، و ستكون هناك ضرورة لتغيير تركيبة السياسة.

## I - 5 - 2 - مراقبة أسواق الصرف الأجنبي:

إن الطبيعة المتغيرة لأسواق الصرف الأجنبي<sup>(14)</sup> تزيد من ضرورة الرقابة، و الرقابة لا يجب أن تتدخل في الأسواق و لكنها يجب أن تحسن من تدفق المعلومات للمشاركين في الأسواق، حتى تحد من التقلبات التي تتسبب فيها هذه الأسواق، و قد أثمرت المناقشات حول البنين الجديد للنظام المالي والنقدي الدولي، بالفعل توصيات قوية تهدف لتحسين عمل الأسواق المالية وهي بالتحديد:

- زيادة متطلبات الشفافية بالنسبة للحكومات و كذا المشاركين في السوق من القطاع الخاص أو العام، و تدعيم القواعد التنظيمية التحوطية والإشراف.

و تستحق مسألة الشفافية مناقشة مفصلة في ضوء الخواص المعينة لأسواق الصرف الأجنبي، و كما ذكرنا أعلاه فإن المعلومات ليست كافية في أسواق العمليات الحاضرة لأنه لا يتم الإفصاح عن تدفق الطلبات (أوامر البيع والشراء)، و لأن المعلومات حول الأساسيات لا تكون مفيدة عادة وغير قابلة للاستعمال على المدى القصير، و لا تتوافر للأسواق البيانات التي قد تساعد على تفسير توقيت و حجم التغيرات التي قد تطرأ على تكوين المحافظ، مثل أوضاع الأصول الأجنبية القائمة و التوقعات بالنسبة للعائد، والآثار المترتبة على ذلك فيما يخص الترابط فيما بين الأسواق، تعرض المؤسسات المالية الكلي للمخاطرة، رغم أنها قد تكون معروفة لبعض المشاركين و التي يعتبرونها و لأسباب واضحة معلومات سرية (خاصة).

إلا أنه ليس هناك سبب لعدم إتاحة الإحصائيات المرتبطة بهذه المعلومات، و من الضروري للقيام بمزيد من العمل من الجائز بواسطة بنك التسويات الدولية تحت رعاية " منتدى الاستقرار المالي - Forum sur la

Stabilité Financière"، للكشف عن الطرق التي يمكن بها إبلاغ مثل هذه المعلومات للبنوك المركزية و منظمي الأسواق، ثم تجميعها و نشرها في الأسواق، و ينبغي أن ترسل المعلومات المجمعّة حول المراكز والتوقعات بالنسبة للعائد إلى الأسواق بشكل منتظم و دون تأخير، و إذا تطلب الأمر التدخل يستطيع رئيس منتدى الاستقرار المالي، أن يخبر بشكل سري مجموعة السبعة بوجود تعرض غير عادي للمخاطر، حتى يستطيع الوزراء و محافظو البنوك إصدار التحذيرات اللازمة للسوق، و تبين أن الندرة في السيولة<sup>(15)</sup> التي واجهتها عدة أسواق مالية أصابتها الأزمة، و تراكم المراكز المفتوحة في الأسواق العالمية، إن الحصول على المعلومات له طابع السلعة العامة و لا يمكن أن يترك للسوق بمفردها.

هل يكون من المفيد حساب أسعار صرف التوازن التي تعطينا فكرة عن التعادل في مستويات أسعار الصرف الجارية؟ فإن قدرا كبيرا من الأبحاث التطبيقية قد وفر نماذج قوية بشكل معقول لتحديد سعر الصرف على المدى المتوسط، و رغم أن التقديرات غير دقيقة، إلا أنها تقدم أساسا عقلانيا (عكس الأساس السياسي) للمناقشة حول أسعار الصرف، بواسطة مجموعة السبعة إلى جانب أنها تقدم قيمة إرشادية للأسواق.

و مع مراعاة مثل هذه التقديرات يمكن مطالبة صندوق النقد الدولي، بأن يحدد و بشكل منتظم ما إذا كانت أسعار الصرف السوقية السائدة ومراكز الحساب الجاري التي تطبقها في مجملها متسقة مع الأساسيات في المدى المتوسط، و سيتمكن هذا وزراء المالية و البنوك المركزية من التعرف على تقلبات أسعار الصرف في وقت أكثر تبكيرا، عما هو ممكن حاليا و أن يصدروا الإشارات المناسبة للأسواق.

إن تنفيذ الإطار الموضح أعلاه<sup>(16)</sup> لن يتطلب إجراء تغييرات مؤسسية جذرية، إذ يمكن أن يتم في سياق ممارسة مجموعة السبعة لإشرافها مستندا إلى خبرة و نصائح الهيئات، مثل صندوق النقد الدولي و بنك التسويات الدولية، و سيحمي ذلك الاقتصاد العالمي من الأضرار التي من المحتمل أن تسببها التقلبات المفردة في أسعار الصرف بين الدولار و اليورو و الين.

II - التقلبات في أسعار الصرف أم في أسعار الفائدة المفاضلة التي تواجهها البلدان النامية.

نظرا لأن الأفكار السائدة بشأن ترتيبات أسعار الصرف تغير عبر السنين، فإن المقترحات التي ترمي إلى إنشاء منطقة مستهدفة لتقلبات أسعار الصرف - Zone-Objectif de Fluctuation، فيما بين عملات العالم الثالث الكبرى الدولار و اليورو و الين، ظلت دائما تظهر من وقت لآخر، و كانت الفكرة هي أن المناطق المستهدفة<sup>(\*)</sup> يمكن أن توفر للبلدان الصناعية استقرارا أكبر لأسعار الصرف منذ انهيار أسعار الصرف الثابتة، و هل يكون استقرار سعر الصرف الذي تحققه منطقة مستهدفة لأهم ثلاث عملات في العالم مفيدا لبلدان الأسواق الناشئة و الدول النامية بصفة عامة ؟ تبين دراسة<sup>(17)</sup> أجريت مؤخرا أن هذا الاستقرار قد يأتي على حساب أسعار فائدة أكثر تقلبا.

و قد انصب العمل الرائد حول المناطق المستهدفة الذي قام به "رونالد ماكينون و جون ويليامسون - Ronald Mckinnon et John Williamson"، على المنافع التي يمكن أن تعود على العالم الصناعي، غير أن الباحثين بدعوا يتساءلون في الأعوام الأخيرة عن مدى استفادة بلدان الأسواق الناشئة أيضا، لأن عناصر الأزمات المالية التي اجتاحت الأسواق الناشئة منذ منتصف

(\*) المنطقة المستهدفة : المدى المسموح به للتقلبات في أسعار الصرف مقيسا كنسبة مئوية و الذي توافق عليه البلدان المصدرة لهذه العملات.

التسعينيات، و قد أعتبر بوجه خاص أن الارتفاع طويل الأمد للدولار إزاء الين و المارك الألماني قبل الأزمة الآسيوية، قد جعل القدرة على المنافسة بالنسبة لكثير من اقتصاديات الأسواق الناشئة في حالة أسوأ.

و تقوم الحجة في هذا الصدد على أن أحد سبل تقليل الصدمات الباعثة على عدم الاستقرار و القادمة من الخارج، يمكن أن يتمثل في تقليل التباين في أسعار الصرف بين مجموعة العملات الثلاث، و هي عملات الولايات المتحدة واليابان و الـ 12 عضوا في منطقة اليورو ( إسبانيا، ألمانيا، إيطاليا، البرتغال، بلجيكا، فرنسا، فنلندا، اليونان، النمسا، هولندا، لكسمبورغ، أيرلندا)، وذلك بإنشاء مناطق مستهدفة، فهل يعد ذلك صفقة جيدة لاقتصاديات الأسواق الناشئة و العالم النامي؟

للإجابة عن هذا السؤال قامت الدراسة (18) بفحص تأثير التقلبات خلال الثلاثين عاما الأخيرة، في أسعار صرف العملات الثلاث الرئيسية و أسعار الفائدة فيها على 128 بلدا ناميا، و جاءت النتائج تدعو أنصار المنطقة المستهدفة إلى التفكير و التمهل في دعواهم.

## II - 1 - أسعار الفائدة أم أسعار الصرف.

من المهم لفهم تكاليف و مزايا المنطقة المستهدفة الإجابة عن هذا السؤال، كيف يمكن أن تضمن البنوك المركزية لمجموعة العملات الثلاث (نظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، بنك اليابان، البنك المركزي الأوروبي)، أن تظل أسعار الصرف في داخل النطاق المحدد؟ يمكن من حيث المبدأ استخدام ثلاث أدوات متاحة :

**الأولى:** يمكن للسلطات الوطنية الاعتماد على تدخل معقم في سوق الصرف الأجنبي - Une Intervention Stérilisée أي المشتريات أو المبيعات

من عملة البلد المحلية، التي تتم دون التأثير على عرض النقود المحلي لتقييد حركة أسعار الصرف الثنائية.

و الثانية: يمكن للسلطات المحلية فرض شكل من أشكال التحكم في الصرف أو في حركة رؤوس الأموال مثل، فرض ضريبة على المعاملات أو فرض اشتراكات تحوطية على النظام المصرفي.

و الثالثة: يمكن لسلطات النقد في البلدان الكبرى أن تغير ظروف السوق المحلي لتجعل أسعار صرف عملاتها في النطاق المرغوب، و هذا يشمل التدخل العادي أو غير المعقم--Interventions Ordinaires Non-stérilisées، في سوق الصرف الأجنبي (المشتريات أو المبيعات من عملة البلد التي تؤثر في عرض النقود داخليا)، و بذلك تربط بطريقة مباشرة بدرجة أكبر أسعار الفائدة المحلية بقيمة صرف العملة.

و كما يتضح في النهاية فإن الخيار الوحيد الصالح للتطبيق هو الثالث، لأنه ثبت أن التدخل المعقم غير فعال و أن المجتمع الدولي يؤيد بوجه عام حرية تحرك رأس المال، كيف يعمل الخيار الثالث ؟ إذا كانت قيمة صرف الدولار بالنسبة للين ترتفع صوب الحد الأعلى للمنطقة المتفق عليها (أي إذا ارتفعت قيمة الدولار بالنسبة للين) مثلا، فإن بنك الاحتياطي الفيدرالي يمكن أن يعمل على خفضها بشراء الين بالدولارات، و هذا بدوره يمكن أن يزيد كميات الاحتياطي في النظام المصرفي الأمريكي، و يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل في الولايات المتحدة، و في هذا الموقف يمكن إجراء مفاضلة للاختيار، فأسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل في الدول الثلاث يمكن أن تكون أكثر قابلية للتغير لتجعل أسعار صرف مجموعة العملات الثلاث أقل تقلبا، و فضلا عن ذلك<sup>(19)</sup> فإن إخضاع السياسة النقدية في بلدان

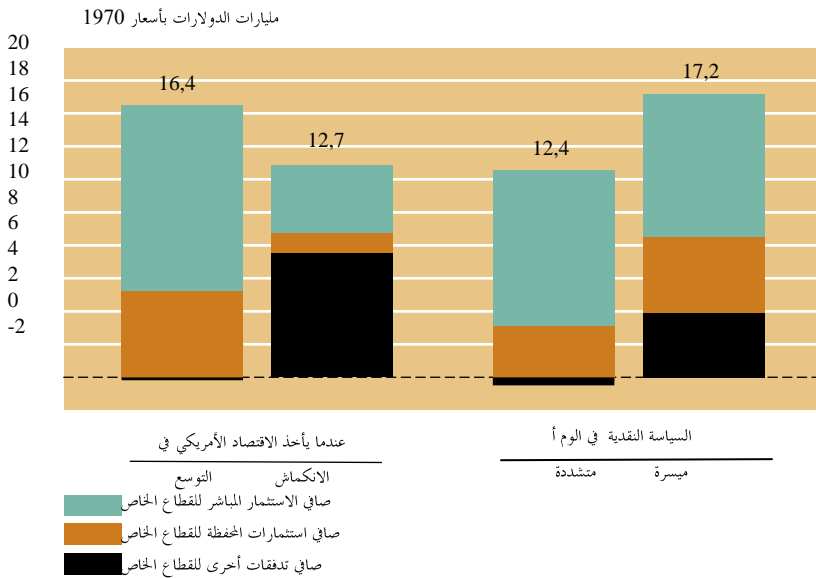
مجموعة العملات الثلاث لهدف سعر الصرف، يمكن افتراض أنه يغير ديناميات أعمالها و تدفقات رؤوس أموالها إلى العالم النامي.

و من ثم فإن المنطقة المستهدفة يمكن أن تقلل تقلب سعر الصرف في حين تزيد تقلب سعر الفائدة، و لتقييم هذه المفاضلة من المهم التنكير أن معظم البلدان النامية مدين بمديونية صافية للعالم الصناعي، و ديونها عادة قصيرة الأجل و مسماة بعملة إحدى دول مجموعة العملات الثلاث، و نتيجة لذلك فإن أسعار صرف مجموعة العملات الثلاث الأكثر استقرارا، قد يعني معدلات تبادل تجاري أكثر استقرارا للدول النامية، و لكنه يمكن أيضا أن يزيد تقلب تكاليف خدمة الدين الأجنبي و أن يرفع أيضا علاوات المخاطر، وحين توضع كل الأمور بعين الاعتبار فإن اقتصاديات السوق الناشئة والدول النامية ككل لن تكون بالضرورة في حالة أفضل، و يتعين أن توازن مزايا معدلات التبادل التجاري الأكثر استقرارا إزاء تكاليف تتمثل في أعباء فائدة غير يقينية بدرجة أكبر، و هو تقرير يعتمد على تكس كل من تدفقات التبادل التجاري و مقدار الدين، والواقع أن هذا الحساب قد يكون معقدا للغاية، إذا أدت مثلا زيادات كبيرة في تكاليف الاقتراض إلى ضغوط شديدة في الميزانية و أسفرت عن تقييد الائتمان، مما يلحق الضرر بإمكانيات دخل البلد بدرجة أكبر من المساعدة التي توفرها تخفيضات في تكاليف الاقتراض لنفس الحجم، و إذا أخذنا في الاعتبار ردود فعل أكثر تعقيدا و واقعية بين العالمين الصناعي و النامي، فإن ذلك يجعل التقييم أكثر مدعاة للتشاؤم، حيث أن التقلب الشديد في أسعار فائدة مجموعة العملات الثلاث، قد يؤثر على إجمالي مستوى الطلب في البلدان الصناعية أو على رغبة المستثمرين هناك في توفير الائتمان في الخارج.

## II- 2 - تدفقات رؤوس الأموال من الشمال إلى الجنوب.

لما كانت النظرية الاقتصادية تتحدث عن تعدد قنوات التأثير، التي لا تعمل جميعا في نفس الاتجاه واجهنا المسألة على أساس تطبيقي، و قد بدأنا بالسؤال عن كيف أثرت حالة الأعمال في الولايات المتحدة - أي حالات الانكماش و التوسع - Récession ou Expansion، في تدفقات رأس المال الحقيقية إلى الأسواق الناشئة خلال 1970-1999<sup>(20)</sup> و كما يتبين من الشكل (1).

الشكل (1): آثار دورات الأعمال في الولايات المتحدة على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة



Source : Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2000, du FMI, Finances & Développement, Mars 2002, p 18.



فإن صافي التدفقات إلى الأسواق الناشئة كانت و هو أمر لا يثير الدهشة، أكبر بكثير بالمعدلات الفعلية حين كانت الولايات المتحدة في حالة توسع عنها حين كانت تعاني من الركود، و قد نشأ هذا الاختلاف في الأساس عن الوفرة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ( و قد زاد بما يقرب من ثلاثة أضعاف بين فترة التوسع و الركود)، و في تدفقات الاستثمار في المحفظة (التي ارتفعت بمقدار خمس مرات تقريبا عن حالتها الركود والتوسع).

و الفئة الرئيسية الموازنة هي التدفقات الأخرى الصافية ( الإقراض المصرفي بوجه خاص)، التي تبخرت في حالة التوسع و الواضح أن البنوك كانت تنزع إلى البحث عن فرص أكبر للإقراض ( قروض قصيرة الأجل غالبا)، في الخارج حيث يضعف الطلب المحلي على القروض و تتخفف أسعار الفائدة، كما يحدث كثيرا خلال فترات الركود و يفترض أن الطلب على القروض من البلدان الصناعية يزداد أيضا حيث يقل الاستثمار الأجنبي. و كان تعاطف إقراض بنوك الولايات المتحدة لأمريكا اللاتينية في أواخر السبعينيات و أوائل الثمانينيات، و تدفق القروض من البنوك اليابانية إلى بلدان آسيا الناشئة في أعوام التسعينيات، هما مثالان على الطابع الدوري للتدفقات الأخرى الصافية، و مع أن الركود في الولايات المتحدة قد لا يكون أنباء سيئة بشأن تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة، فإن هذه التدفقات تشتمل في الأساس على تمويل قصير الأجل أقل استقرارا، و ليس على مزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر.

و قد قسمنا نفس هذه العينة السنوية وفقا لاتجاه السياسة النقدية للولايات المتحدة الأمريكية، ففي الأعوام التي انطوت فيها السياسة النقدية للولايات المتحدة على التيسير، كانت الأسواق الناشئة في كل المناطق

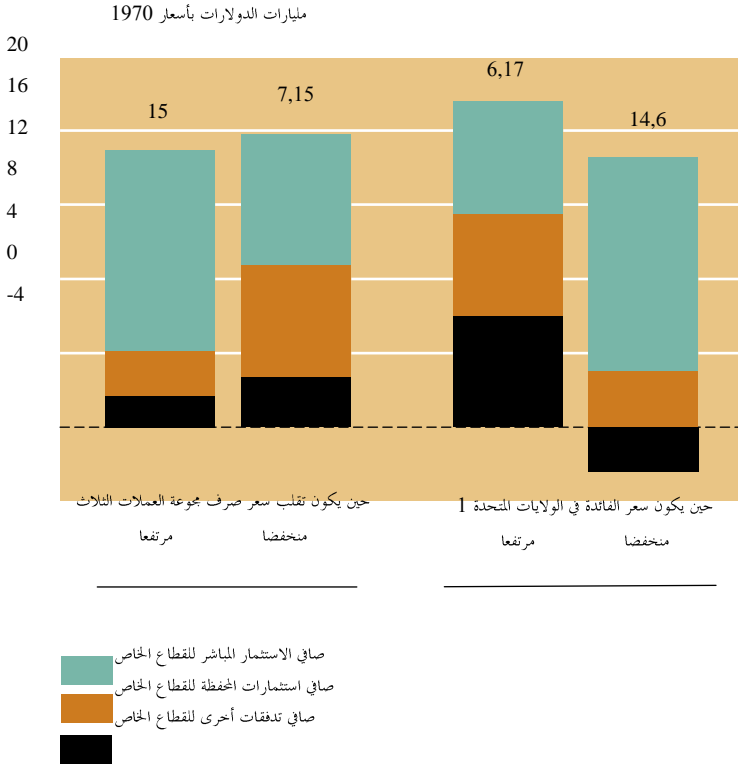
( باستثناء إفريقيا التي كانت كلها تقريبا مغلقة تجاه أسواق رأس المال الدولية)، تتلقى حجما أكبر بشكل ملحوظ من تدفقات رأس المال، و مع أن الاستثمار الأجنبي المباشر و الاستثمار في المحفظة لا يتغيران كثيرا خلال دورة سعر الفائدة، فإن التدفقات الأخرى (قصيرة الأجل) تواجه الكثير من التقلب خلالها.

## II - 3 - ما هو التقلب الذي له أهمية ؟

نظرا لأنه توجد قنوات عديدة مؤثرة من الشمال إلى الجنوب و تمارس تأثيرها من خلال أسواق رأس المال، فإن الاستفادة الصافية من استقرار سعر الصرف على حساب تقلب سعر الفائدة، ليست مسألة مؤكدة و للوصول إلى توضيح تطبيقي قاطع<sup>(21)</sup> فإن الشكل (2).

يبين نتائج تقسيم بيانات الثلاثين عاما الماضية على التدفقات الحقيقية لرأس المال، حسب ما إذا كانت أسعار الصرف الحقيقية لمجموعة العملات الثلاث أكثر (أو أقل) تقلبا عن الحد الأوسط، و ما إذا كانت أسعار الفائدة الحقيقية قصيرة الأجل للولايات المتحدة أكثر (أو أقل) تقلبا عن الحد الوسط. و كما يمكن أن يرى من تقارب العمودين الأولين، فإن تدفقات رأس المال السنوية تقارب نفس التدفقات حيث تكون أسعار صرف مجموعة العملات الثلاث متقلبة بالمقارنة بحالتها حين تكون مستقرة، غير أنه من الواضح أن تقلب سعر الصرف كان مرتبطا باتجاه تلك التدفقات بعيدا عن استثمارات المحفظة و متجها نحو الاستثمار المباشر، و تتضح النتائج بدرجة أكبر حين تتعرض أسعار فائدة الولايات المتحدة قصيرة الأجل لتقلبات أكبر من المتوسط.

الشكل (2): أثار تقلب أسعار الصرف و الفائدة على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة.



و كانت تدفقات رأس المال خلال الثلاثين عاما الماضية أكبر حين تتغير أسعار الفائدة بدرجة أكبر، و هذا يرجع كلية إلى تدفقات استثمارات المحفظة وغيرها من التدفقات (و خاصة تدفقات البنوك)، التي كانت معدومة تقريبا على أساس الصافي حين كانت أسعار الفائدة مستقرة، و لكن تزيد على 10 مليارات دولار في الحساب الكلي عندما كانت أسعار الفائدة متقلبة،

وعلى العكس كان من الواضح أن الاستثمار المباشر عانى من تقلب سعر الفائدة، فقد كان المبلغ المشاهد خلال فترات التقلب نصف المبلغ المشاهد في فترات الاستقرار (22).

فحين يبحث صانعو السياسة مسألة المنطقة المستهدفة للعملة الثلاث، ينبغي أن يتساءلوا عما إذا كان ذلك يتفق مع مصلحة العالم النامي، و لا يوحي السجل التاريخي بأن تقلب سعر صرف العملة الثلاث يؤثر بشدة على تدفقات رأس المال إلى اقتصاديات الأسواق الناشئة، و إذا تم تأمين استقرار سعر الصرف لمجموعة العملة الثلاث، يجعل أسعار الفائدة في البلدان الصناعية أكثر تقلبا، فإن ذلك قد يضر باقتصاديات الأسواق الناشئة والعالم النامي، و حين تستجيب القنوات المالية بطريقة مختلفة في الجنوب عنه في الشمال فإن ذلك لا ينبغي أن يثير دهشة، و عموما فإن اقتصاديات الأسواق الناشئة، التي تخلت عن قدر كبير من استقلالها الذاتي في سياساتها النقدية، كثيرا ما تقوم بتسعير سلعها بالعملة الأجنبية، و يمكن أن تغلق الأسواق المالية أبوابها في وجهها فجأة تختلف كثيرا عن مثيلاتها الصناعية.

III- تخفيف حدة التقلبات في تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة.

ما هي التحديات و القيود التي تواجه المقترحات الخاصة بتخفيف حدة التقلبات في تدفقات رؤوس الأموال الدولية و مواجهتها و التغلب عليها ؟ وكيف يمكن للتدخل و التنظيم العام الدولي أن يساعدا في التصدي للأزمات و تخفيف حدتها مستقبلا ؟

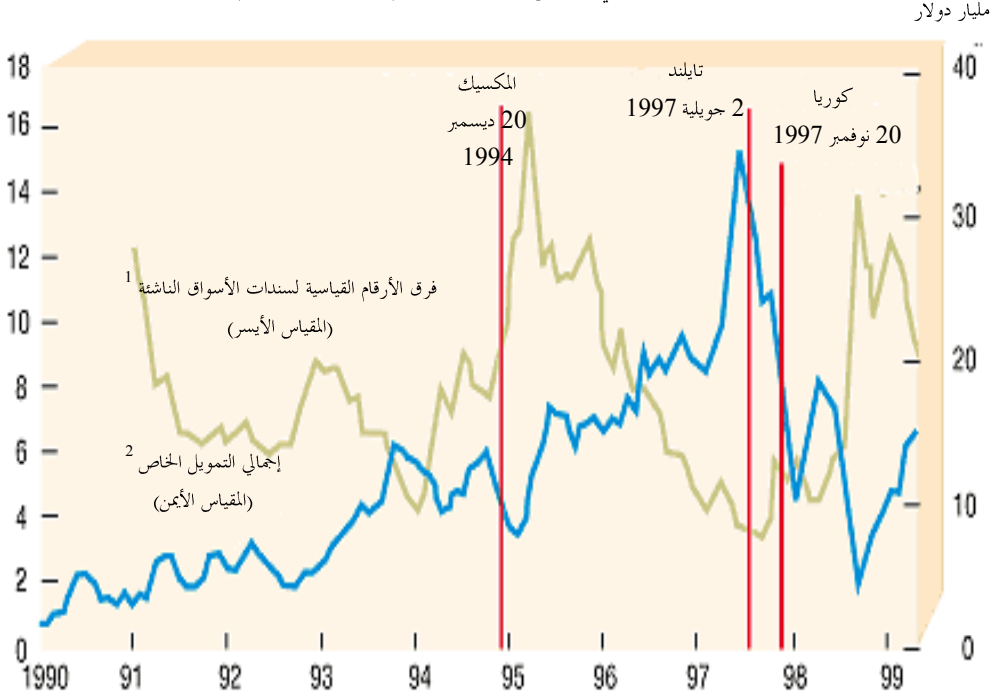
أوجدت أزمات الأسواق الناشئة في التسعينيات، و بصفة خاصة الأزمة الآسيوية إدراكا لجوانب النقص العميقة في النظام المالي الدولي، و أثارت مناقشات ساخنة حول الإصلاح المالي العالمي خاصة فيما يتعلق بتدفقات

رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، و قد صار من المسلم به حاليا على نطاق واسع أن هذه الأزمات قد نجمت عن كل من إخفاقات السياسة الداخلية، التي ضاعف من تأثيراتها في بعض الحالات الصدمات الخارجية و السياسية المعاكسة و مظاهر الضعف في النظام المالي الدولي (23).

و قد شملت إخفاقات السياسات حالات عدم توازن تقليدية في الاقتصاد الكلي، مثل المغالاة في تقدير العملات، حالات العجز في الميزانية و في الحساب الجاري خاصة في أمريكا اللاتينية و روسيا، و بالإضافة إلى ذلك فإن مظاهر الضعف في الاقتصاد الجزئي التي ترجع في حد ذاتها إلى التنظيم غير الملائم، والإدارة السيئة للمخاطر والضمانات الحكومية الصريحة والضمنية، قد لعبت دورا مهما متخذة مسرحها الرئيسي في الأزمة الآسيوية، و قد تجلت مظاهر الضعف هذه في زيادة انكشاف الشركات والمؤسسات المالية للمخاطر، من جراء ارتفاع أسعار الفائدة أو انخفاض أسعار الصرف أو كليهما، إضافة إلى وجود علامات واضحة على عدم القدرة على الوفاء بالديون في قطاعات الشركات و البنوك، حتى قبل الأزمة كان معدل القروض المعدومة (غير المنتجة) أكثر من 15% في اندونيسيا، كوريا، ماليزيا و تايلندا، و في كوريا كانت هناك ثماني شركات من بين أكبر ثلاثين شركة من الشركات متعددة الأنشطة، مفلسة بصورة فعلية بحلول منتصف 1997 (24).

غير أنه من الصعب تفسير أزمات التسعينيات فقط بإرجاعها إلى ضعف الأسس المحلية أو إلى الصدمات المعاكسة، فقد سبقت الأزمة الآسيوية موجة عالية من عمليات التمويل بفروق أسعار متناقصة في الأسواق الناشئة حتى وقت تخفيف قيمة العملة النرويجية، أنظر الشكل (3).

الشكل (3) : البلدان النامية : فروق الأرقام القياسية لسندات الأسواق الناشئة و التدفق الإجمالي لرؤوس الأموال الخاصة (1990 - 1999) .



1- جي ب مورغان ، الأرقام القياسية لسندات الأسواق الناشئة، فرق محافظ الأوراق المالية مبنية على أساس المنحنى الأمريكي النظري للقوائم الذي يساوي إجمالي نمو القيمة الحالية للتدفقات النقدية للخطر السيادي بالصفير.

2- متوسطات الحركة في ثلاث شهور سنويا

Sources : FMI, Département des études, Base de données des obligations, et Bloomberg. Financial Services, L.P,Finances et Développement,Septembre 1999 , P 09.

على الرغم من المناقشات العامة قبل الأزمة لكثير من جوانب النقص الأساسية، التي تشخص الآن بشكل واسع على أنها أسهمت في وقوع الأزمات الأخيرة، كذلك فإنه من المستحيل إرجاع شدة تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج بمجرد اندلاع الأزمة، إلى مجموعة واحدة من "الأخبار السيئة" والتي اتسمت بالخصائص التقليدية للذعر المالي - Panique Financière، فقد

هرب المستثمرين بسبب هروب المستثمرين الآخرين وكانت تلك طريقة رشيدة لتقليل الخسائر، وأخيراً فقد انتشرت الأزمة بسرعة و شملت بلدانا ومناطق تعد بعيدة من ناحية الجغرافيا و العلاقات التجارية، و قد أثرت هذه الظاهرة التي أصبحت تعرف بالعدوى المالية<sup>(25)</sup>، حتى على بلدان تتمتع بأسس قوية و لم تكن تشترك إلا في القليل مع البلدان التي نشأت فيها الأزمة في الأصل.

و في إطار هذا التحليل يمكن التمييز بين نوعين من مقترحات الإصلاح و يتضمن:

**النوع الأول:-** إدخال تحسينات في السياسات الداخلية و زيادة الشفافية، فمن شأن ذلك أن يؤدي إلى تقليل مظاهر الضعف الأساسية، التي تجعل البلدان مكشوفة أمام الأزمات المالية، و إلى تقليل احتمال تراكم أوجه الضعف القائمة دون ملاحظة ذلك لفترات زمنية طويلة، و يشتمل :

**النوع الثاني:-** على إجراءات للتحكم في المخاطر النظامية واحتواء الأزمات بشكل مباشر بدرجة أكبر، مثل تحسين المؤسسات الدولية و القواعد الخاصة بإعادة هيكلة الديون، و تنظيم أنواع معينة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

### III-1 - الإصلاح في الداخل بتحسين الإشراف و المعايير.

هناك اتفاق واسع النطاق على أن الأسواق الناشئة يمكن أن تقلل من تعرضها للأزمات، و أن تشجع النمو عالي الجودة عن طريق تقوية التنظيم المالي، و تحسين الإطار القانوني الذي يحكم العلاقات بين الدائنين و المدينين و تعزيز نشر البيانات و الاستغناء عن الضمانات الصريحة و الضمنية، و في بعض الحالات دعم السياسات الاقتصادية الكلية و إدارة الدين العام، غير أن عبأ تشجيع الشفافية والإشراف المالي لا يقع فقط على عاتق الأسواق الناشئة،

ذلك أن تلهف المؤسسات الدائنة على المشاركة في التدفقات و في الإقراض المفرط، و هو النمط الذي يلاحظ في الفترة التي تسبق الأزمات، يمكن أن يرجع جزئيا إلى عيوب مؤسسية أو تنظيمية في البلدان المقرضة، وهناك مجال لتحسين إدارة المخاطر في مؤسسات الإقراض، و لضمان أن تكون المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات عالية الاستدانة، مثل صناديق التغطية<sup>(26)</sup> مفهومة على نحو صحيح من جانب دائنيها.

و بالنظر إلى أن هذه القضايا تعتبر بشكل عام أمورا تتعلق بالسياسة الداخلية، فكيف يستطيع المجتمع الدولي المساعدة إلى جانب تقديم المساعدة الفنية في تشجيع الشفافية الداخلية و الإصلاح التنظيمي؟ و تتمثل الإجابة بشكل عام في القيام "بوضع معايير"، و يشمل ذلك وضع معايير دولية للمحاسبة و مراجعة الحسابات، و كفاية رأس المال و مبادئ تنظيم البنوك الأوراق المالية، و تشريعات الإفلاس و إيلاغ البيانات من طرف الحكومات الوطنية.

و يمكن لهذه المبادرات أن تقطع شوطا بعيدا نحو الحد من أنواع المخاطر التي يتعرض لها القطاع المالي و التي تسبق عادة وقوع الأزمات، غير أن التنفيذ الناجح و الكامل في مجمله لاقتصاديات الأسواق الناشئة (وكذلك الكثير من الاقتصاديات المتقدمة)، يبدو من المرجح أنه مهمة طويلة الأمد، و من غير المرجح في ظل عدم وجود إجراءات إضافية لمعالجة مظاهر الضعف النظامية، أن يتم تقليل مخاطر الأزمات المالية إلى مستوى مقبول، ولذلك يتطلب الأمر اتخاذ إجراءات للتحسينات النظامية، من أجل التخفيف من حدة الأزمات التي تحدث و احتوائها.



### III-2 - المفاضلات الأساسية في تحسين النظام المالي الدولي.

يتفق معظم المشاركين في الحوار الدائر حاليا حول البنين المالي الدولي، على أن إصلاح النظام ينبغي أن يتضمن ثلاثة أهداف رئيسية هي (27):

أولاً :- دعم الكفاءة و النمو من خلال إتاحة الفرصة للتخصيص الدولي لرأس المال إلى حيث يمكنه توليد أعلى مردودية تكون متناسبة مع المخاطر.

ثانياً:- تقليل مخاطر حدوث الأزمات المالية الدولية.

ثالثاً:- تخفيف آثار الأزمة من خلال التوزيع المنصف لأعباء الأزمة المالية التي تحدث.

غير أنه بسبب مشكلات عدم التماثل في المعلومات بين المقترضين والمقرضين، و التشوهات الأخرى التي تعوق أي نظام مالي عن العمل بكفاءة تامة، فإن السعي المتزامن لتحقيق هذه الأهداف يولد ضغوطات شديدة، و في الواقع التطبيقي و في ظل أية إصلاحات مأمولة، فإن الإجراءات التي تتخذ بشكل صارم لتنفيذ أحد هذه الأهداف الثلاثة، من شأنها تعويق الجهود المبذولة لتحقيق أحد الهدفين الآخرين على الأقل (28) :

❖ و الأمر الأول والأكثر أهمية هو أن السياسات التي تميل إلى الاحتفاظ بحساب مغلق نسبيا لرأس المال، من المفترض أن توفر حماية كبيرة من الأزمات المالية الدولية، على النحو الذي تبينه حقيقة أن عددا من بلدان الأسواق الناشئة التي حافظت على ضوابط محكمة على تدفقات رؤوس الأموال، تبدو أقل تأثرا بالأزمات من البلدان التي كانت أسواق رأس المال بها أكثر انفتاحا، إلا أن الإبقاء على هذه الضوابط لفترة طويلة، يضعف كثيرا قدرة الدولة على الاستفادة من مكاسب الكفاءة، الناتجة عن زيادة مشاركتها

في النظام المالي العالمي، و بالنسبة لمعظم اقتصاديات أسواق الناشئة فإن هناك إدراكا بأن الانفتاح الأكبر على تدفقات رؤوس الأموال الدولية، يحقق فوائد صافية مهمة حتى و لو انطوى ذلك على بعض المخاطر التي لا يمكن تجنبها، و بالنظر إلى أن المزيد من الدول تقوم بتحرير أنظمة أسواق رأس المال بها، فإن الأمر يقتضي تحسين هذه المفاضلة بتكثيف الجهود المبذولة لاحتواء المخاطر و الأضرار الناجمة عن الأزمات المالية.

❖ و هناك مفاضلة متصلة بذلك تنطبق على معظم الاقتراحات الرامية إلى الحد من احتمالات و شدة الأزمات المالية، عن طريق التأثير على تراكم الأوضاع المؤدية إلى هذه الأزمات، و تزيد تدفقات القروض خاصة تدفقات القروض قصيرة الأجل و المسماة بعملة أجنبية، من احتمالات حدوث الأزمات المالية و صعوبة سداد الديون بالنسبة للدولة - خاصة بالمقارنة بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر أو استثمار أسهم محافظ الأوراق المالية -، و نتيجة لذلك فإن إجراءات تغيير مكونات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، مثل الضوابط من النوع الذي استخدمته شيلي على تدفقات القروض قصيرة الأجل، أو القواعد التحوطية التي لا تشجع الإقراض قصير الأجل من جانب البنوك إلى بلدان الأسواق الناشئة، تبدو مناسبة للحد من مخاطر الأزمات، غير أن استخدام الضوابط من النوع الذي استخدمته شيلي والتي تشبه من الناحية التحليلية ضريبة على تدفقات الائتمان قصير الأجل، يواجه التعارض القائم بين توفير السلع العامة وتكاليف الضرائب الباعثة على التشويه، ذلك أن فرض ضرائب على التدفقات الداخلة قصيرة الأجل من خلال إطالة هيكل استحقاق التمويل الدولي لبلد ما من البلدان، قد يوفر سلعة عامة من خلال تقليل مخاطر أزمات السيولة و إمكانية حدوث عجز عن سداد الديون، غير أن هذا النمط المقيد لتدفقات رؤوس الأموال القصيرة

الأجل، يحرض على الالتفاف حولها و محاولة تجنبها مما يؤثر في مقدار وتوزيع رؤوس الأموال والأنشطة المالية الأخرى، بطرق لا تؤدي بالضرورة إلى دعم المصلحة العامة، و لعل الاستخدام الرشيد لهذه الأداة قد يحد من أحد أشكال تدفق رأس المال للداخل الذي يطرح مخاطر معينة، ولكن مدى ملائمته وفائدته سوف يعتمد بشكل واضح على ظروف كل دولة.

❖ كذلك تؤثر المفاضلة على مختلف المقترحات الرامية إلى تجنب الحاجة لتدخل كبير في حالة حدوث أزمة و المساعدة في حلها عن طريق "مشاركة القطاع الخاص في تحمل الأعباء"، أن يطلب من الدائنين من القطاع الخاص وفق شروط معينة محددة مسبقا الحفاظ على أو توسيع نطاق مخاطرهم لبلد من البلدان، وذلك في حالة وقوع أزمة مالية، و يخشى البعض من أن تؤدي مثل هذه الآليات إلى زيادة تكاليف الاقتراض لكثير من بلدان الأسواق الناشئة، و قد لا يكون ذلك بالضرورة أمرا سيئا شريطة أن تكون التكاليف الزائدة متناسبة مع مخاطر الإقراض الدولي، و لعل ما يثير المخاوف على نحو أكبر، ما يحدث عندما جرى تطبيق هذا النوع من الآلية على قروض البنوك التجارية خلال أزمة الديون في الثمانينيات، فقد ساعد على تجنب فوضى حالات العجز عن سداد الديون، و لكنه قطع أيضا الطريق أمام البلدان المتضررة للحصول على تدفقات رأس المال الخاص الطوعي لفترة ممتدة<sup>(29)</sup>، و أخرج التمويل السيادي (أي إلى الحكومات) من البنوك إلى سوق السندات الدولية، حيث يعتبر ترتيب مثل هذه العمليات الخاصة بإعادة الهيكلة الاضطرارية أكثر صعوبة، و مع وجود عدد كبير من الدائنين الذين يحتفظون بصورة نمطية بمجموعة متنوعة من الاستحقاقات، ضد مجموعة متباينة من المدينين (مقابل اتحادات البنوك التي لديها استحقاقات ضد حكومة الدولة في أزمة الديون في الثمانينيات)، فإن تحسين هذه المفاضلة سوف

يكون أمرا صعبا، غير أن تحسين إجراءات التفاوض حول الديون ( لتسوية الديون التي مضى على استحقاقها فترة طويلة ) قد يقلل من نطاق المشكلة. وهناك مشكلة أخرى تتعلق باقتراحات مشاركة القطاع الخاص في تحمل العبء، تتمثل في أنها قد تولد مفاضلة عكسية بين تخفيف مخاطر الأزمات (بالحد من الاقتراض المفرط) و احتواء الأزمات عندما تحدث بالفعل، و بالتحديد فإن استخدام مثل هذه الآليات بشكل منتظم<sup>(30)</sup>، ربما يزيد من دوافع الدائنين للفرار من أي بلد من البلدان عند ظهور أولى بوادر المتاعب.

### III-3 - الخطر المعنوي و المساعدة الدولية.

رغم أن معظم الإجراءات الرامية إلى جعل النظام المالي الدولي أكثر مرونة على نحو مسبق، و تحسين حل الأزمات بعد وقوعها تتطوي على تكاليف ومفاضلات، فإن ذلك لا يعني أنها غير مفيدة و على العكس فإن كثيرا منها، و بصفة خاصة الجهود المبذولة لإشراك القطاع الخاص، بشكل أكبر في الوقاية و التصدي للأزمات و حلها من أجل احتواء الارتفاع الكبير في تدفقات رؤوس الأموال المفاجئة، ينبغي مواصلتها بصورة أقوى، و لكن ذلك يعني أن التوفيق بصورة معقولة بين أهداف الكفاءة و منع الأزمة وتخفيف حدتها لن يقضي على خطر الأزمات المالية، و أن المساعدة المالية الدولية سوف تظل عنصرا مهما في التغلب عليها، و في هذا السياق فإن أحد المخاوف البارزة في المناقشات الأخيرة، يتمثل في أن توقع مثل هذه المساعدة يخلق خطرا معنويا، يأخذ شكل دوافع لعدم المسؤولية و السياسات السيئة بالنسبة للمستثمرين أو البلدان المضيفة أو كليهما، و بدون الرغبة في التقليل من أهمية الخطر المعنوي الدولي في بعض الحالات، خاصة في تبين

مقدار و مدى استمرار تدفقات رؤوس الأموال على روسيا قبل أوت 1998، فإننا نعتقد أن هناك حاجة إلى توضيح العديد من جوانب هذه المناقشة (31) :

**أولاً :-** إن حقيقة أن الوعد بتقديم مساعدة مالية دولية يزيد من مقادير تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصاديات الناشئة، ليست بالضرورة علامة على وجود خطر معنوي، وبقدر ما تؤدي عمليات الدعم الدولي إلى تقليل إجمالي الخسائر الاقتصادية، الناتجة عن الأزمة (مع الأخذ بعين الاعتبار أية تكاليف ناشئة عن توفير هذه المساعدة) أو احتمال وقوع أزمة سيولة، و يقل كذلك الخطر الاقتصادي المرتبط بتدفقات رؤوس الأموال الدولية، بالتقليل على حد سواء من ردود الفعل الاجتماعية الغير متفهمة للخطر المتزايد الذي ينجر على زيادة التدفقات في رؤوس الأموال، و يحد كذلك من عمليات الإقراض الأكثر خطرا التي قد تحدث في ظل غياب الدعم الدولي.

**ثانياً:-** تعد القنوات التي يمكن أن تخلق المساعدة المالية من خلالها خطرا معنويا أكثر تعقيدا مما هو معترف به في العادة، و بشكل خاص فإن الخطر المعنوي الدولي لا يمكن فهمه بصفة عامة على أنه نقل بسيط في سياق دولي لتشوهات الخطر المعنوي في البلدان فرادى، ذلك أن الخطر المعنوي الناجم عن السياسات الداخلية خاصة من خلال ضمانات حكومية صريحة أو ضمنية لديون القطاع الخاص و التنظيم غير الملائم للمؤسسات المالية، ينتج عنه توقع أنه في حالة حدوث نتائج سيئة، فإن تكاليف التصرفات المتسمة بمخاطر مفرطة من جانب المقترضين والمقرضين، ستقع على عاتق طرف ثالث في نهاية الأمر، أي على دافعي الضرائب في الداخل، و على النقيض من ذلك فإن عنصر الدعم الدولي يميل إلى أن يكون صغيرا، لأن القروض والفائدة التي يحصل عليها المقرضون الرسميون الدوليون يتم سدادها دائما تقريبا، و نتيجة لذلك فإن توقع خطر معنوي مفاده

أن المجتمع الدولي سوف يستوعب الخسائر التي يسببها الآخرون لا يمثل مشكلة كبيرة.

غير أن المساعدة المالية الدولية يمكن أن تسهم في حدوث الخطر المعنوي بشكل غير مباشر، من خلال تضخيم نقل الخسائر بين المقرضين والمقرضين بطرق تشجع على المخاطرة بصورة غير رشيدة، فمثلا قد يتيح توقع الحصول على مساعدة مالية دولية للمؤسسات المحلية أو الحكومات، الاقتراض من الخارج بأكثر مما كان يمكن أن يتاح لها في ظروف أخرى، مما يزيد التكاليف النهائية للكفالة بالنسبة لدافعي الضرائب المحليين، و لذلك فإن المساعدة المالية الدولية<sup>(32)</sup> قد تسهم في حدوث الخطر المعنوي بتضخيم إخفاقات السياسة الداخلية.

ونتيجة لذلك فإنه من الأهمية بمكان أن يشجع المجتمع الدولي الإشراف المالي والسياسات المالية السليمة في بلدان الأسواق الناشئة، ولتحقيق ذلك فإن المجتمع الدولي من خلال المشروطة - La Conditionnalité المرتبطة بدعمها المالي، يمكنه أن يصر بل و يصر بالفعل على أن تقوم البلدان المتلقية للدعم بإصلاح سياساتها الوطنية، لتقليل حجم الخطر المعنوي الذي قد يتولد عنها، كذلك فإنه بالإضافة إلى حزم الدعم المالي يقوم المجتمع الدولي ببذل جهد أوسع نطاقا، لتشجيع الإصلاحات الوطنية لتقليل الخطر المعنوي، عن طريق زيادة الشفافية و تحسين التنظيم الداخلي و الحد من الضمانات المالية الضمنية.

و يمكن للمجتمع الدولي<sup>(33)</sup> كذلك التمسك بمبدأ استقرار بوضوح في طريقة معالجة أزمة ديون الثمانينيات و الأحداث الأكثر حداثة، إن دعمه ليس غير محدود كما أنه ليس متاحا في جميع الأحوال، لتجنب حالات العجز عن سداد الديون إذ قد يتطلب ذلك إشراك مقرضين دوليين خواص في حل

الأزمات بدرجة أكبر مما كان عليه الوضع في الماضي، و في الحالات القصوى فإنه قد يتعين السماح لبلد ما بأن تتخلف عن سداد الديون، و لا ينبغي وجود ضمان دولي بأن ذلك سيتم منعه، غير أن أفضل سبيل للعمل لا يمكن أن يتمثل في الأخذ بسياسة موحدة بعدم تقديم أي دعم في كل موقف، حيث قد يكون هناك احتمال ظهور خطر معنوي بشكل غير مباشر، و في الغالب و كما حدث في المكسيك عام 1995 فإن عاقبة رفض الدعم الدولي، قد تكون المخاطرة بفرض خسائر إضافية و فورية كبيرة للغاية على المجتمع المحلي للأزمة المالية، من أجل فرض خسائر معتدلة على أولئك المدانين بالإقراض و الاقتراض غير المسؤول.

### هوامش:

- 1 – Timothy D. Line et al, 1999, " IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment", Etude Spéciale N° 178 du FMI, P 14.  
Available at: [WWW.Economics.Hardvard.EDU/~DL.Timothy/NBER.1999.HTM](http://WWW.Economics.Hardvard.EDU/~DL.Timothy/NBER.1999.HTM)
- 2 – سفوبودا ألكسندر، سبتمبر 1999، " إصلاح البنيان المالي الدولي"، التمويل والتنمية ص 02.
- 3 – المرجع السابق، ص 02.
- 4 – المرجع السابق، ص 03.
- 5 – المرجع السابق، ص 03.
- 6 – بينوا كيري و جان بيزاني- فيري، " قضية الإهمال بحسن نية للعمل على إستقرار سعر الصرف"، التمويل و التنمية، سبتمبر 1999، ص 05.
- 7 – المرجع السابق، ص 06.
- 8 – المرجع السابق، ص 06.
- 9 – المرجع السابق، ص 07.
- 10 – المرجع السابق، ص 07.
- 11 – Alexandre Lamfalussy, 2002, " Financial Crises in Emerging Markets: An essay on Financial Globalization and Fragility",

- ترجمة د. خالد وهيب الراوي و د. أمينة العالي جرش، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، عمان 2003، ص 27.
- 12 - بينوا كيري و جان بيزاني- فيري، " قضية الإهمال بحسن نية للعمل على إستقرار سعر الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص 08.
- 13 - المرجع السابق، ص 08-09.
- 14 - المرجع السابق، ص 09.
- 15 - المرجع السابق، ص 09.
- 16 - المرجع السابق، ص 09.
- 17 - Guillermo. A Calvo and Carmen M. Reinhart, 1999, "For Coming Fear of Floating", Quarterly Journal of economics, P 19.
- 18 - IB.ID, P 19.
- 19 - IB.ID, P 20.
- 20 - IB.ID, P 21.
- 21 - Carmen. M Reinhart, 2000, "Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises", Working Paper, university of Maryland, P 06.
- 22 - IB.ID, P 06.
- 23 - IB.ID, P 07.
- 24 - Alexandre Lamfalussy, "Financial Crises in Emerging...", OP.Cit, P 43.
- 25 - IB.ID, P 44.
- 26 - IB.ID, P 44.
- 27 - G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, 1998, "What Caused The Asian Currency and Financial Crises ", Part II, The policy Debate, P 109.  
Available at: [WWW.Stern.NYU.EDU/~Roubini/Asia.6833/Asia CRI 2.PDF](http://WWW.Stern.NYU.EDU/~Roubini/Asia.6833/Asia CRI 2.PDF)
- 28 - IB.ID, P 110.
- 29 - IB.ID, P 111.
- 30 - Alexandre Lamfalussy, "Financial Crises in Emerging...", OP.Cit, P 47.
- 31 - IB.ID, P 48.
- 32 - IB.ID, P 49.
- 33 - IB.ID, P 50.