

تقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٨

تقرير من إعداد أمانة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

لا يُسمح باقتباس محتويات هذا التقرير أو تلخيصها في الصحافة أو الإذاعة أو التلفزة قبل يوم ١٦ أيلول/سبتمبر ١٩٩٨، الساعة ٢٢/٠٠ بتوقيت غرينتش.

تصدير المحتويات ملاحظات تفسيرية المختصرات استعراض عام		UNCTAD/TDR/(1998)
عدم الاستقرار المالي الدولي والاقتصاد العالمي الاقتصاد العالمي: الأداء والتوقعات الآثار التجارية لازمة شرق آسيا تأثير الأزمة الآسيوية على سلع أساسية محددة	الجزء الأول الفصل الأول الفصل الثاني مرفق الفصل الثاني	UNCTAD/TDR/(1998)(Vol.I)
عدم الاستقرار المالي الدولي والأزمة في شرق آسيا ثلاث حلقات في الأزمة المالية بعد بريتون وودز إدارة الأزمات المالية ودورها	الفصل الثالث مرفق الفصل الثالث الفصل الرابع	UNCTAD/TDR/(1998) (Vol.II)
التنمية الأفريقية من منظور مقارن النمو والتنمية في أفريقيا: الاتجاهات والتوقعات دور الزراعة وهيكلها وأداؤها	الجزء الثاني مقدمة الفصل الأول الفصل الثاني	UNCTAD/TDR/(1998)(Vol.III)
الزراعة: السياسات والأسعار والإنتاج التجارة والتراكم الرأسمالي والصناعة تحديات السياسة العامة والإصلاح المؤسسي	الفصل الثالث الفصل الرابع الفصل الخامس	UNCTAD/TDR/(1998)(Vol.IV)

الفصل الثالث

عدم الاستقرار المالي الدولي والأزمة في شرق آسيا

ألف - مقدمة

في غضون أقل من سنة من منتصف عام ١٩٩٧، انتقلت اقتصادات شرق آسيا من كونها أمثلة على أكثر التجارب الإنمائية نجاحاً في التاريخ الحديث إلى ركود وانحدار اقتصاديين. فإن معدلات النمو التي كانت تتراوح في المتوسط بين ٨ و ١٠ في المائة في السنة طيلة سنوات كثيرة قد تحولت إلى معدلات سلبية، والاقتصادات التي كانت تتمتع بارتفاع مستمر في العمالة وتشهد حالات نقص في الأيدي العاملة ذات الخبرة قد باتت تعاني الآن بطالة واسعة النطاق وآخذة في الارتفاع السريع، والأصول في أسواق الأوراق المالية التي كانت قد قادت عملية التنوع العالمي في الأسواق الناشئة قد فقدت نصف قيمتها أو أكثر. وفي فترة زمنية أقل كثيراً من الفترة التي استغرقها انهيار سوق الأوراق المالية في عام ١٩٢٩ للتحويل إلى الكساد العظيم الذي حدث في الثلاثينات، فإن الاقتصادات الآسيوية التي كانت تعد في وقت من الأوقات أمثلة على السياسات الاقتصادية المتعقبة والمستدامة قد تحولت في أذهان الكثيرين من "معجزات" اقتصادية إلى نظم غير مستقلة هيكلياً وغير قادرة على صياغة سياساتها الاقتصادية الخاصة بها ووضعت تحت وصاية صندوق النقد الدولي. إن الاحتمالات المرتقبة لمجموعة كبيرة من الاقتصادات كهذه لم تتغير قط مثل هذا التغير الجذري وبمثل هذه السرعة.

وقد ارتفع الستار عن الفصل الأول من الأزمة في شرق آسيا في أوائل تموز/يوليه ١٩٩٧ عندما قام بنك تايلند بسحب الدعم عن "الباهت"، متيحاً له أن يتحرك خارج نطاق سعر صرفه بالنسبة للدولار، وهي خطوة ما لبثت أن اتبعتها البلدان الأخرى في المنطقة. غير أن التحول إلى تعويم أسعار الصرف، بدلاً من أن يعمل على إيجاد توقعات لتحسن القدرة على المنافسة وتسوية المدفوعات اللازمة لإدامة النمو السريع، قد أحدث تدفقات هائلة لرؤوس الأموال إلى الخارج في جميع أنحاء المنطقة، مخفضاً بذلك أسعار أسهم رأس المال والعملات إلى مستويات قياسية من التدني. وحدث ضرر اقتصادي يكون عادة مرتبطاً بالحروب أو الكوارث الطبيعية، وذلك عندما تحولت تسوية أسعار الصرف إلى مرض خبيث أصاب المنطقة بكاملها بذعر مالي.

وثمة تفسير شعبي للأزمة يشدد على رد فعل أسواق العملات وأسهم رأس المال على اختلال المدفوعات وضعف الأساسيات الاقتصادية. وأحد أكثر العوامل شيوعاً من بين العوامل التي يقال إنها تسهم في الأزمة هو التراخي في وضع لوائح تنظيم النظام المالي والإشراف عليه. ويعتبر أن هذا العامل، إلى جانب الضمانات الحكومية الضمنية، قد أفضى إلى مخاطرة معنوية وأسفر عن اقتراض خارجي مفرط. وإضافة إلى ذلك، فإن تفشي التدخل الحكومي في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية قد أفضى إلى الفساد والمحسوبية ومحاباة الأصدقاء، الأمر الذي زاد من تشوه هياكل الحوافز وقلل من كفاءة الاستثمار.

إن هذا التشخيص، وإن كان يتضمن بعض عناصر الحقيقة، لا يقدم تفسيراً مرضياً لسبب نشوء الهلع في حينه أو في أماكن نشوئه، أو لسبب انتشاره إلى جميع أنحاء المنطقة، والأهم من ذلك، أن هذا التفسير للأزمة يعتمد على خصائص تنفرد بها النظم الاقتصادية للمنطقة ويهمل أوجه شبه بالآزمات التي حدثت في اقتصادات متقدمة ونامية تحكمها نظم اجتماعية - اقتصادية مختلفة إلى حد ما. وفي الواقع، حدث عدم استقرار مالي بتواتر متزايد منذ أواخر السبعينات، على نحو ما تدل عليه الأزمة المصرفية وأزمة الديون في المخروط الجنوبي في أمريكا الجنوبية، وأزمة الديون في أمريكا اللاتينية في الثمانينات، والأزمات المصرفية والعقارية في الولايات المتحدة اللتان دامت أكثر من عقد من الزمن ابتداءً من أواخر السبعينات، وحالتا الهبوط الرئيسيتان في سوق الأوراق المالية العالمية في عامي ١٩٨٧ و ١٩٨٩. وعلى الرغم من ازدياد شيوع السياسات الاقتصادية الكلية السليمة وتزايد استقرار الأسعار في التسعينات، فقد هزت الآزمات النظم المالية كل سنتين تقريباً: أزمة عملات النظام النقدي الأوروبي في عام ١٩٩٢، فالأزمة المكسيكية عام ١٩٩٤، فالأزمة شرق آسيا عام ١٩٩٧. وعليه، فإن هذه الأزمة الأخيرة، على الرغم من سماتها المميزة، تبدو جزءاً مما بات سمة مستوطنة من سمات الاقتصاد المعولم.

ويحاول هذا الفصل شرح الأزمة في شرق آسيا في سياق الزيادة في عدم الاستقرار في النظام المالي العالمي. ويتضمن الفرع بء دراسة لمختلف العناصر التي اتصفت بها الآزمات المالية منذ عام ١٩٧٠. ويقدم الفرع جيم تحليلاً للعوامل التي أدت إلى حدوث ضعف مالي في شرق آسيا كمقدمة للأزمة، وتقديراً للعوامل الأساسية التي عملت على انتشارها إلى جميع أنحاء المنطقة وعالمياً. ونظراً لوجود أدلة واضحة على أن رد السياسة إزاء الأزمة قد أسهم في شدتها، يتضمن الفرع دال دراسة لهذه المسألة، بينما يحدد الفرع هاء العواقب الاجتماعية للأزمة. ويختتم الفصل بمناقشة موجزة للآثار العامة للأزمة على نموذج التنمية الاقتصادية في شرق آسيا.

باء - تحليل الآزمات في الفترة اللاحقة على بريتون وودز

منذ انهيار نظام بريتون وودز، رافق الحركة العالمية المتزايدة لرؤوس الأموال تواتر متزايد في الآزمات المالية في البلدان المتقدمة والبلدان النامية على السواء. واتخذت هذه الآزمات أشكالاً مختلفة: آزمات مالية محلية أثرت في القطاع المصرفي و/أو السوق المالية، واضطراب في العملات، وآزمات ديون خارجية. وتبين التجربة أن الآزمات المالية المحلية في البلدان النامية كثيراً ما تتّرجم إلى اضطراب في العملات وصعوبات في المدفوعات، بل وحتى إلى آزمات في الديون الخارجية. وعلى نحو مماثل، فإن انعكاس اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الخارجية أو الهجمات التي تتعرض لها العملات تشكل بلا استثناء تقريباً خطراً على الاستقرار المالي المحلي في البلدان النامية. وعلى خلاف ذلك، فإن اضطراب العملات في البلدان الصناعية لا تنتشر آثاره عادة إلى الأسواق المالية المحلية، كما أن الاضطرابات المالية المحلية لا تُفرض بالضرورة على آزمات في العملات والمدفوعات. والمديونية الخارجية، إلى جانب "دولة" اقتصادات الجنوب، هي السبب الذي يعزى إليه قدر كبير من هذا التباين.

ويتضمن مرفق هذا الفصل عرضاً موجزاً للسمات البارزة لثلاثة حلقات للآزمات في الحقبة اللاحقة لبريتون وودز، وهي: أزمة عملات، وأزمة مصرفية، وأزمة تجمع بين عدم استقرار مالي داخلي وخارجي، بما في ذلك صعوبات في خدمة الديون الخارجية. ففي الأزمة الأولى - أزمة النظام النقدي الأوروبي عام ١٩٩٢ - حدث اضطراب لا يستهان به في أسواق العملات، لكنه لم يهدد النظام المصرفي والمالي في البلدان

المعنية، وفي الحلقة الثانية - الأزمة المصرفية والعقارية في الولايات المتحدة - كانت المصاعب الرئيسية في النظام المالي المحلي، لكن آثارها لم تنتشر لتحدث عدم استقرار في العملات. ولم تفعل ذلك أثناء حالتي هبوط أسواق الأوراق المالية العالمية عامي ١٩٨٧ و١٩٨٩ وانهيار أسواق السندات عام ١٩٩٤. غير أن المصاعب، في هذه الحالات الثلاث جميعها، كانت محتواة داخل الأسواق المالية، ولم يكن لها سوى أثر قليل في استقرار النظم المصرفية. أما الحلقة الثالثة، وهي أزمة المخروط الجنوبي في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات - فكان لها سمات شبيهة بسمات الأزمة التي حدثت مؤخراً في شرق آسيا: فقد جمعت بين عدم استقرار محلي وعدم استقرار خارجي، أسفر عن مصاعب في خدمة الديون الخارجية، وفي كلتا الحالتين، وعلى خلاف الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٤ وأزمة ديون أمريكا اللاتينية في الثمانينات، حدث تراكم الديون الخارجية بكامله تقريباً داخل القطاع الخاص.

ولئن كانت لكل فصل سماته المميزة الخاصة به، فثمة عدد من السمات المشتركة التي ميزت تاريخ الأزمات التي حدثت في الفترة اللاحقة على بريتون وودز. فأولاً، سبق كثيراً منها تحرير للاقتصاد، لا سيما القطاع المالي. وعلى وجه الخصوص، فإن رفع الضوابط التنظيمية المالية وتحرير الحسابات الرأسمالية يبدوان أفضل وسيلة للتنبؤ بالأزمات في البلدان النامية، وثانياً، فإن جميع فصول عدم الاستقرار في العملات قد بدأت بحدوث زيادة حادة في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل أعقبها انعكاس في الاتجاه بنفس الدرجة من الحدة. إن تأرجحات من هذا النوع في هذه التدفقات تتصل بتغيرات داخلية أو خارجية في السياسة العامة تؤدي إلى حدوث تباينات كبيرة في الأوضاع المالية المحلية بالنسبة إلى بقية أنحاء العالم. وكثيراً ما تتجلى هذه التباينات في تفاوتات في أسعار الفائدة وتوقعات المكاسب الرأسمالية. إن حالات انعكاس تدفقات رؤوس الأموال تكون مرتبطة في كثير من الأحيان، ولكن ليس دوماً، بحدوث تدهور في الأوضاع الاقتصادية الكلية للبلد المستفيد. غير أنه كثيراً ما يحدث هذا التدهور نتيجة لآثار تدفقات رؤوس الأموال الوافدة ذاتها ونتيجة لتطورات خارجية، وليس نتيجة لتحولات في السياسات الاقتصادية الكلية المحلية. وأخيراً، تكون الأزمات المالية عادة مرتبطة ارتباطاً وثيق بأنواع معينة من التدفقات المالية وأصناف معينة من المقرضين والمقرضين مما تكون مرتبطة بغيرهم. غير أن الأوضاع التي حدثت فيها هذه الأزمات كانت متنوعة نوعاً ما فيما يتعلق بأنواع التدفقات المالية وأنواع المقرضين والمقرضين.

١- التحرير والمراجعة الدولية

إن التحرير وتفاوتات أسعار الفائدة واستقرار أسعار الصرف الأسمية هي العوامل الرئيسية التي تجتذب تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل. وكثيراً ما يؤدي التحرير السريع إلى توقعات بحدوث تحسنات في الأساسيات الاقتصادية ومكاسب رأسمالية كثيرة، وإلى تصورات بتقليل المخاطر. وتوفّر تفاوتات أسعار الفائدة حافزاً قوياً للشركات والمصارف المحلية للتقليل من كلفة تمويلها بالاقتراض في الخارج (مراجعة أسعار الفائدة)، مع إتاحة المجال للمستثمرين الأجانب لزيادة عائداتهم على رأس المال عن طريق تنويع محافظاتهم المالية والإقراض في البلدان النامية. وتنشأ هذه التفاوتات عن عامل المخاطرة، إلا أنها قد تعزى أيضاً إلى فروق في معدلات التضخم أو إلى اختلافات في مواقف السياسة النقدية. وفي أوضاع من الاستقرار العام في أسعار الصرف، يكون المقرضون والمقرضون عادة مستعدين لتحمل مخاطر كبيرة فيما يتعلق بالنقد الأجنبي. وينسحب هذا بوجه خاص على المقرضين المحليين في اقتصاد رُفعت عنه الضوابط التنظيمية مؤخراً، حيث لا يدرك دوماً هؤلاء المقرضون جميع المخاطر المتصلة بالاقتراض بعملات أجنبية. وفي معظم الحالات، يمثل استقرار أسعار الصرف جزءاً من السياسة الاقتصادية. وكثيراً ما تعمل تدفقات

رؤوس الأموال ذاتها إلى الداخل على تعزيز التوقعات السوقية السائدة فيما يتعلق بمخاطر النقد الأجنبي حيث تفضي هذه التدفقات إلى زيادة قيمة العملة.

والواقع أن وجود تدفقات مراجعة هائلة تستغل التفاوتات الكبيرة في أسعار الفائدة الدولية يبدو عنصراً هاماً في كل أزمة من أزمات العملات التي حدثت في الفترة اللاحقة على بريتون وودز. ففي المخروط الجنوبي، أفضى قرار إزالة القيود عن تدفقات رأس المال الوافدة، في وجود سياسة نقدية متشددة، مع الأخذ بسعر صرف ثابت، إلى حدوث تدفقات وافدة هائلة. وفي أزمة ديون أمريكا اللاتينية، كان الجمع بين السيولة العالمية المفرطة، والتدني النسبي في أسعار الفائدة الدولية، وانعدام فرص الاستثمار المربحة في البلدان الصناعية في أعقاب أزمة النفط، هي العوامل التي شجعت الإقراض إلى البلدان النامية. وفي أزمة النظام النقدي الأوروبي عام ١٩٩٢، كانت أيضاً تفاوتات أسعار الفائدة هي التي لعبت دوراً رئيسياً - ارتفاع المعدلات في إيطاليا والمملكة المتحدة بالنسبة للمعدلات في ألمانيا والولايات المتحدة - اجتذب أموال المراجعة، وشجعها في ذلك قرار إيطاليا رفع كل القيود المتبقية المفروضة على تدفقات رأس المال واعتماد النطاق الضيق لأسعار الصرف في إطار آلية أسعار الصرف. وفي التطورات التي أفضت إلى حدوث الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٤، كانت التدفقات تُعزى إلى سياسة تخفيض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة للعمل على امتصاص تضخم الديون، وإلى سياسة لتثبيت الأسعار في المكسيك استناداً إلى أسعار الصرف، رافقتها خصخصة على نطاق واسع وازدهار في المضاربة في أسواق الأسهم. وترجع أصول أزمة شرق آسيا إلى الفترة ذاتها، حيث إن تدني أسعار الصرف في الولايات المتحدة قد دفع المستثمرين الباحثين عن إيرادات أعلى إلى الأسواق الناشئة. وأدى ارتفاع معدلات النمو وارتفاع أسعار الفائدة في شرق آسيا، إلى جانب المشاكل في أسواق أمريكا اللاتينية، إلى إيجاد تفاوتات كبيرة كانت من الجاذبية بحيث لم يكن المستثمرون الدوليون قادرين على مقاومتها. فقد استمدوا التشجيع من تجربة دامت ١٠ سنوات تمت أثناءها مقايضة العملات، مما أسفر عن حدوث تقلبات لم تتجاوز ١٠ في المائة في الأسعار بالنسبة للدولار.

إن المراجعة، بمفهومها التقليدي، ليست دائمة وتتم إزالتها في نهاية الأمر في الوقت الذي يجري فيه السعي إلى تطبيقها. غير أن التدفقات الدولية لمراجعة أسعار الفائدة تنزع إلى تعزيز ذاتها بدلاً من إزالة ذاتها، مما يجعل من الصعب إقامة السياسات المحلية. فهذه التدفقات، إن لم يتم تعقيمها، تفضي إلى ارتفاع قيمة العملة، مما يعزز تدفقات رأس المال ويزيد وضع المدفوعات الخارجية سوءاً. ويؤدي التعقيم أولاً إلى زيادة الاحتياطات المحلية، مما يعطي الانطباع بقوة دعم سعر الصرف. غير أن ذلك يقتضي إصدار ديون محلية، مما يضع مزيداً من الضغط التصاعدي على أسعار الفائدة ويزيد التفاوت بين هذه الأسعار ويعمل على اجتذاب مزيد من تدفقات المراجعة. كما أن التعقيم من خلال الديون المحلية ذات أسعار الفائدة المرتفعة قد يفضي إلى حالات عجز مالي. وعليه، ففي غياب القيود، تسفر تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، عادة، عن مجموعة غير مستدامة قوامها ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية وارتفاع العجز الأجنبي و/أو ارتفاع العجز المالي.

٢- طبيعة التدفقات المالية

ثمة عامل يختلف اختلافاً ملحوظاً بين مختلف تجارب الأزمات في الفترة اللاحقة على بريتون وودز، ألا وهو شكل دخول رؤوس الأموال. ففي المخروط الجنوبي، اتخذ ذلك بصفة رئيسية شكل الإقراض

بواسطة المصارف الأجنبية، وقبل أزمة الديون في أمريكا اللاتينية، تطور الإقراض المصرفي التكتلي بحيث بات يلبي احتياجات إعادة تدوير فوائض منتجي النفط. وفي أعقاب أزمة الديون التي حدثت عام ١٩٨٢، اختفى الإقراض المصرفي تقريباً، وحل محله إصدار السندات. وقد بدأت هذه العملية بإصدار سندات برادي، واستخدمت فيما بعد إصدارات الدول لسداد الديون الخارجية المستحقة. وفي الأزمة المكسيكية، كانت رؤوس الأموال الوافدة تتألف في المقام الأول من استثمار الحافظات المالية في الأسهم والديون الحكومية، وكلاهما بالبيسو^(١)، وحدة العملة المكسيكية. وتمثل الأزمة الآسيوية عودة الإقراض المصرفي الدولي، مع ارتفاع نصيب الإقراض القصير الأجل. وعليه، فإن شكل الإقراض قد دار دورة كاملة - من إقراض من جانب مصارف فردية إلى قروض مصرفية تكتلية، إلى سندات حكومية، إلى تدفقات الحافظات المالية، ثم عودة إلى الإقراض المصرفي. وكان لدى بلدان آسيا أصلاً نسب مرتفعة نسبياً من تدفقات الاستثمار المباشر، ومنذ الأزمة المكسيكية، زادت هذه التدفقات إلى أمريكا اللاتينية زيادة كبيرة.

وعلى نحو مماثل، فإن آجال التمويل قد تحولت من أجل قصير بصفة رئيسية إلى أجل متوسط (كان لبعض القروض التكتلية آجال تصل إلى ١٠ سنوات)، فإلى أجل طويل (السندات والأسهم) ثم عاد ليصبح أجلاً قصيراً. وكانت أسعار الفائدة المفروضة على الإقراض ثابتة وعائمة على السواء. غير أنه على الرغم من هذه الاختلافات في شكل الإقراض وفي الآجال والشروط، ثمة عامل ثابت واحد، هو التقلب الشديد في التدفقات المالية في فترات الأزمات. إن أوجه التباين في شكل التدفقات الواردة إلى بلد ما لا يبدو أنها قد أحدثت تغييراً كبيراً في أثر هذه التدفقات على الأوضاع المحلية وفي انعكاس اتجاه هذه التدفقات في وقت لاحق.

كما أن ثمة تبايناً بين مقترضي الأموال. ففي أزمة المخروط الجنوبي، كان المقترضون بصفة أساسية مصارف وشركات خاصة، كما هي الحال كذلك في شرق آسيا. ومع أنه كثيراً ما يقال أن أزمة ديون أمريكا اللاتينية عام ١٩٨٢ كانت مختلفة نظراً لهيمنة الدول المقترضة، فهذا ليس صحيحاً. إن كثرة القروض المكفولة من قبل الدول لم تظهر إلا بعد انفجار الأزمة والشروع في محاولات إعادة هيكلة الديون^(٢). وعليه فإن المصارف، بالاشتراك مع الحكومات، هي التي قامت بحل الأزمة في نهاية المطاف، وجرى التباحث بين الطرفين ذاتيهما بشأن إعادة جدولة القروض.

إن التمييز بين الاقتراض الخاص والاقتراض العام هو تمييز له بعض الأهمية نظراً لأن اقتراض القطاع الخاص يحدث استجابة لإشارات السوق، بينما يفترض أن اقتراض القطاع العام تحركه المنفعة السياسية، مما يؤدي في كثير من الأحيان إلى عدم كفاءة في استخدام الأموال. ويعبر عن هذا الرأي مذهب لوسن الشهير. وهو يقول إنه إذا كان ثمة نقص في وفورات القطاع الخاص يسفر عن اقتراض في الخارج لتمويل عجز ميزان المدفوعات، لا حاجة إلى اتخاذ أي إجراء لتقويم الاختلال، حيث إن ذلك لا يمثل سوى تيسير للاستهلاك، أي أن المدخرات الخاصة سترتفع مستقبلاً وستتيح للبلد سداد ما اقترضه. وبدلاً من ذلك، إذا استخدم الاقتراض الأجنبي لتمويل الاستثمار، فإن الارتفاع المتوقع في معدلات العائدات من الاستثمار الجاري سيُنتج الإيرادات اللازمة لسداد الدين الأجنبي. غير أن توقعات الأوضاع مستقبلاً قد لا تتحقق، ومستوى المدخرات المرتفعة أو الارتفاع المتوقع في العائدات مستقبلاً قد لا يتحققان، مما يفضي بالاختلال إلى إحداث أزمة. والواقع أن تجربة الفترة اللاحقة على بريتون وودز توحى بأن طبيعة المقترض لا تغير كثيراً من احتمال حدوث أزمة.

إن لكل مقترض مقرضاً. وكثير من الحافز على تزايد تدفقات رؤوس الأموال في الفترة اللاحقة على بريتون وودز يتصل بأزمة المصارف التجارية في البلدان الصناعية الرئيسية. ففي مطلع السبعينات، أخذ نصيب مجموع الأصول التي توسطت من أجلها المصارف في الولايات المتحدة في الانحدار. وعلاوة على ذلك، كانت المصارف تعاني فقدان المقترضين الجيدين من جهة وتدنياً في هوامش الفائدة مع تزايد المنافسة من الوسطاء الماليين غير المصرفيين، من جهة أخرى. وتمكنت المصارف، بتوسيع نطاق إقراضها الأجنبي، من زيادة هوامش الفائدة، بما كان يعتبر زيادات مقبولة في المخاطر. وفي حلقة أمريكا اللاتينية، سادت فكرة أن ليس ثمة مخاطرة ائتمانية في الإقراض إلى الحكومات. وفي الوقت ذاته، فإن الغرض من زيادة التنوع الدولي لحافظة القروض هو التقليل من تقلب الإيرادات المصرفية. وعليه فقد حدثت زيادة في عرض الأموال مع محاولة المصارف زيادة عائداتها المعدلة حسب المخاطر على الأصول عن طريق زيادة إقراضها الأجنبي. غير أنه تبين أن الافتراضات التي استندت إليها هذه الزيادة لم تكن صحيحة.

وعلى الرغم من ذلك، فإن حل أزمة الديون التي حدثت في الثمانينات، بإعادة جدولة سداد الديون عن طريق إصدار سندات برادي ثم إصدار سندات حكومية جديدة، قد أتاح للمصارف إمكانية جني ربح من التجارة في السندات في السوق الثانوية، ومن الرسوم والعمولات التي يتم كسبها من أعمال المشورة والضمان فيما يتصل بالإصدارات الحكومية الجديدة وإصدارات الأسهم المتعلقة ببرامج الخصخصة. ومن ثم، فإن الدور المختلف للمصارف في أزمتي عامي ١٩٨٢ و ١٩٩٤ في أمريكا اللاتينية يعكس التحول في تشديد هذه المصارف من زيادة الدخل من خلال هوامش الفائدة إلى الزيادة الأقل مخاطرة في الإيرادات من الرسوم والعمولات على الضمان والتجارة. وكان هذا سبباً رئيسياً للتحول في التدفقات من تكتل القروض إلى استثمار الحافظات المالية، حيث باتت المصارف تشجع المستثمرين على الإفادة من خدماتها من أجل الاستثمار في الأسواق الناشئة. وبحلول أزمة النظام النقدي الأوروبي، أصبحت المصارف التجارية هي مصدر التمويل للمصارف الاستثمارية الكبيرة ومراجحي أموال التغطية. وهكذا قبلت المصارف مخاطر الائتمان، إلا أن مخاطر الأسواق وأسعار الصرف قد تحملها المراجحون. وفي الأزمة الآسيوية، اعتمدت المصارف أنفسها استراتيجية المراجعة من خلال تجارة المالكيين. وأغلب الظن أنه لولا الضغط على المصارف لتجد مصادر بديلة للأعمال التجارية بغية زيادة عائداتها على رأس المال، لما حدث قط قدر كبير من الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال، أو من التغيرات في توزيعها فيما بين البلدان. وعليه فإن المنافسة في القطاع المالي نتيجة لإزالة الضوابط التنظيمية هي السبب في تزايد عدم الاستقرار المالي أكثر من أي سبب آخر.

٢- انعكاس اتجاه تدفقات رؤوس الأموال وعدم الاستقرار المالي

من الخصائص المشتركة للآزمات المالية التي حدثت مؤخراً أن الزيادة الكبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الوافدة قد انعكست اتجاهاتها في نهاية الأمر بتدفق مماثل في الحجم والسرعة إلى الخارج عندما انعكس اتجاه الأوضاع التي أحدثت التدفقات الوافدة أو عندما جعلت هذه التدفقات الأخيرة السياسات والأوضاع الاقتصادية المحلية غير مستدامة. وعلى وجه العموم، فإن حلقات تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج وآزمات الديون في البلدان النامية كانت كلها تقريباً متصلة بتزايد أسعار الفائدة الدولية. وهنا أيضاً، فإن ارتفاع قيمة العملات و/أو اتساع نطاق حالات العجز الخارجي هما من بين السمات الهامة المتصلة بهذه الآزمات. والسياسات المحلية التي تبدو مستدامة في أوضاع من النمو السريع وارتفاع تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل تبدو أقل استدامة مع تدفق الأموال إلى الخارج.

إن تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة الوافدة تفضي عادة إلى إفراط في الإقراض المصرفي، هذا الإفراط الذي ينكشف عندما ينعكس اتجاه التدفقات، مما يسفر عن عدم استقرار في النظام المصرفي أو انهيار هذا النظام.

ويوجد الآن ميل إلى إرجاع عدم الاستقرار هذا إلى عدم ملاءمة اللوائح التنظيمية المحلية للقطاع المالي أو تراخي الإشراف على وضع اللوائح موضع التنفيذ، وإلى التشديد على أهمية التسلسل الزمني المناسب للتحرير بوجود نظام فعال من اللوائح التنظيمية ذات الحيلة المالية. وهذه استجابة مستحسنة لكنها متأخرة. وعلى سبيل المثال، من بين الدروس العشرة التي استخلصها البنك الدولي من أزمة الديون في أمريكا اللاتينية بعد مرور عشر سنوات على حدوثها أنه، أولي الاعتبار لأهمية إتاحة فرص الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية، ولكن لم يرد أي ذكر للتسلسل الزمني أو اللوائح التنظيمية ذات الحيلة المالية^(٣). ومن جهة أخرى، وعلى نحو ما يناقش في الفصل القادم، هناك حد لما يمكن أن تحققه اللوائح التنظيمية ذات الحيلة المالية. ففي حين أن من الصحيح بالتأكيد أن النظم المصرفية، في الأزمات التي حدثت في شيلي والمكسيك وشرق آسيا، كانت قد خضعت لتوها للتحرير ورفع الضوابط التنظيمية عنها، وأن المنظمين والمشرفين بطيئون بشكل معهود في التكيف مع التغيرات في هيكل ونشاط الأسواق المالية، لا توجد أية حالة معروفة في أي بلد، متقدمًا كان أم ناميًا، لم تفرض فيها زيادة كبيرة في السيولة في القطاع المصرفي إلى إفراط في الإقراض وتدّن في جودة الأصول وتراخ متزايد في تقدير المخاطر.

إن إفراط المصارف في الإقراض أثناء الفترة السابقة لحدوث الأزمات كانت تيسره إلى حد كبير، بوجه عام، قدرتها على الاقتراض في الخارج بأسعار فائدة أدنى كثيرًا مما تطلبه على الإقراض المحلي. وبينما سمح لها ذلك بكسب هوامش أعلى، كانت تميل في كثير من الأحيان إلى إيلاء قدر أقل من العناية لتقدير مخاطر الائتمان. وفي معظم الأزمات، كانت الزيادة في الإقراض المصرفي ناتجة عن انتقال المصارف إلى مجال ما من مجالات النشاط لأول مرة، واستخدم الإقراض المصرفي في المقام الأول لتمويل زيادة سريعة في أسعار الأصول - وهو ما يطلق عليه فقاعات الأصول. فقد ارتفعت أسعار العقارات والأسهم ارتفاعاً سريعاً جداً في حالة شيلي، وكذلك في الفترة التي سبقت الأزمة المكسيكية وفي معظم بلدان جنوب شرق آسيا. وفي هذه الحالات جميعها تقريباً، كانت المصارف قد وسّعت مؤخراً نطاق مشاركتها في الإقراض مقابل ممتلكات سكنية وتجارية، واستثماراتها في شركات مالية وعقارية. ونظراً لكون موظفي الإقراض المصرفي جديدين في مجال هذه الأنشطة، لم تكن لديهم عادة سوى خبرة قليلة في تقييم الرهن، وكانوا يميلون إلى قبول أسعار سوق قد تتجاوز إلى حد كبير أي تقدير موثوق لقيم التصفية.

وفي الأزمات جميعها ما عدا أزمة النظام النقدي الأوروبي، كان انعكاس اتجاه تدفقات رؤوس الأموال ترافقه أزمة في النظم المصرفية. ولم يكن سبب ذلك عائداً إلى الإقراض المفرط فحسب، على النحو المشروح في الفقرة السابقة، بل أيضاً إلى وجود حالات لا يستهان بها من سوء التنسيق بين العملات في كشوف الموازنات العامة التي رافقت الإقراض في عملات أجنبية بغية جني أرباح من التفاوتات في أسعار الفائدة. وهيمن الإقراض بالدولار على توسع الائتمان في شيلي؛ وكانت أزمة الديون في أمريكا اللاتينية تنطوي بأكملها تقريباً على إقراض مصرفي تكتلي بدولارات الولايات المتحدة؛ كما كانت الأزمة الآسيوية تتصف بكبر حافظات القروض، للمصارف والشركات على السواء، بعملات أجنبية. ولم يكن هذا العامل غائباً إلا في أزمة النظام النقدي الأوروبي. ففي هذه الحالة، كان المستثمرون يضاربون على أرباح على أصول أجنبية نظراً لتغيرات أسعار الفائدة، ولكن، حتى في تلك الحالة، كانت ضرورة تغطية مخاطرة العملة هي العامل الذي أدى إلى استفحال الأزمة في نهاية المطاف.

إن حافضة القروض بالعملات الأجنبية تنطوي على مخاطرتين تهددان الاستقرار، إحداهما مخاطرة أسعار الفائدة، حيث إن الإقتراض بعملة أجنبية يكون عادة قصير الأجل ويستجيب بسرعة لتغيرات أسعار الفائدة الدولية، مما يجعل التفاوتات متقلبة. أما المخاطرة الثانية فهي مخاطرة أسعار الصرف. فالتغيرات الكبيرة في أسعار الصرف قد تحدث تغيرات سريعة في القيمة المحلية للخصوم الأجنبية، دون إحداث أي تغير مقابل كبير في قيمة الأصول - وبالنسبة للمصارف أو الشركات التي ليست لديها مبيعات أجنبية، لن يكون ثمة أثر مباشر في قيمة الأصول. وعليه فإن تدني سعر الصرف يسفر عن زيادة في الخصوم المستحقة بالنسبة إلى الأصول، مما يفضي إلى خسائر مباشرة في رؤوس الأموال وتناقص في رأس المال السهمي. إن حدوث تقلب كبير بدرجة كافية في سعر الصرف قد يجعل مقترضي النقد الأجنبي ليس فقط مفتقرين إلى السيولة بل أيضاً معسرين. ونظراً لأن تدفق رأس المال بسرعة إلى الخارج يفضي عادة إلى أزمة في العملة وانخفاض في قيمتها، فهو يكون مصحوباً بزيادة تلقائية في الهشاشة المالية للمصارف وبضعف الشركات. إن الجهود الرامية إلى كبح الخسائر من خلال سداد الديون أو تغطية المخاطر المتبقية تفرض ضغوطاً إضافية على العملة. وعليه، ففي الحالات التي يكون فيها الإقراض بعملات أجنبية من جانب المصارف والاقتراض بعملات أجنبية من جانب الشركات كبيراً، تكون تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج مصحوبة عادة بتعدد حالات إفلاس المصارف والشركات.

٤- أزمة نمطية في الفترة اللاحقة على بريتون وودز

نظراً لكبر عدد العوامل المشتركة للآزمات التي حدثت في الفترة اللاحقة على بريتون وودز، يمكن إيجاز خصائص أزمة مالية نموذجية تجمع بين عدم استقرار داخلي وخارجي. وتنطوي أزمة من هذا النوع على تزايد التفاوت في أسعار الفائدة، تزايد كثيراً ما يكون مرتبطاً بسياسة نقدية تشددية ترمي إلى بلوغ استقرار في الأسعار أو الإبقاء عليه. ويتم الأخذ برفع الضوابط التنظيمية للأسواق المالية وتحرير الحسابات الرأسمالية بالتلازم مع نظم عملات تعمل على الإبقاء على استقرار سعر الصرف الإسمي. وتجتمع هذه العوامل لإحداث هوامش موازنة تكون كبيرة بما يكفي لاجتذاب رؤوس أموال سائبة وقصيرة الأجل وتعزيز استقرار مقايضة أسعار الصرف. إن المصارف، بتحريرها ورفع الضوابط التنظيمية عنها، تكون حرة للتوسع إلى مجالات جديدة من الأعمال التجارية داخلياً، وتكون الشركات المحلية حرة للاقتراض من الخارج، حيث تتجنب أسعار الفائدة المحلية المرتفعة لكنها تزيد من حدود المخاطرة المتصلة بالعملات الأجنبية. والجمع بين النجاح في الحد من التضخم وتحقيق استقرار في أسعار الصرف الاسمية يميل إلى أن يسبب ارتفاعاً حقيقياً في قيمة العملة، مما يضعف الميزان الأجنبي. أن محاولات تعقيم ما تحدثه تدفقات رؤوس الأموال الوافدة من أثر في توسع الائتمان المحلي تفضي إلى زيادة الضغوط على أسعار الفائدة. ونظراً إلى أن السندات المحلية يتم إصدارها لتمويل تعقيم التدفقات إلى الداخل، التي يتم الاحتفاظ بها كاحتياطات في مراكز أجنبية بأسعار فائدة أدنى، يميل الوضع المالي إلى التدهور.

وفي نهاية المطاف، يخرج إما الميزان الأجنبي أو الميزان المالي عن السيطرة، وتدهور الأوضاع المالية المحلية تدهوراً كبيراً (أو كلاهما)، الأمر الذي يحدث تعرضاً لتغير في الأفكار ولزيادات في الأسعار الأجنبية قد تؤدي إلى إحداث تدفق سريع إلى الخارج وكسر مقايضة أسعار الصرف في نهاية المطاف، مما يفضي إلى خسائر رأسمالية في كشوف الموازنة للمصارف والشركات التي تكون عرضة لحدود مخاطرة غير مغطاة فيما يتعلق بالعملات الأجنبية. إن تزايد الطلب على النقد الأجنبي نتيجة لمحاولة تغطية هذه الخسائر قد يؤدي إلى حدوث سقوط حر في العملة، مما يسفر عن حدوث حالات إفلاس واسعة الانتشار.

وقد تحدث هذه العملية في ظل أوضاع متباينة فيما يتعلق بالمقترضين والمقرضين وأنواع التدفقات المالية. وهي لا تبدأ بسياسات غير مستدامة، بل بالأخذ بسياسات تستهدف الإبقاء على الاستقرار الاقتصادي الكلي وإدماج الاقتصاد في النظام العالمي والاستفادة بذلك من فرص الأسواق العالمية. غير أنه، في غياب ضوابط فعالة، يعمل أثر التدفقات الرأسمالية على تشويه آثار السياسات العامة، مما يجعل من المتعذر جداً عليها بلوغ أهدافها الأصلية.

جيم - الهشاشة المالية والأزمة في شرق آسيا

١- تدفقات رؤوس الأموال الوافدة وتفاقم الضعف الخارجي

إن الأزمة في شرق آسيا، شأنها شأن الأزمات في كل مكان تقريباً، قد سبقتها زيادة حادة في تدفقات رؤوس الأموال إلى المنطقة، فقد بدأت تحدث في أوائل التسعينات زيادة سريعة في الإقراض القصير الأجل من المصارف التجارية إلى مصارف وشركات في المنطقة. وكانت الاقتضادات الآسيوية قد قامت منذ زمن طويل بتكميل معدلات الادخار المحلية العالية باقتراض أجنبي، لكن نسب ديونها الخارجية إلى صادراتها لم تبلغ قط مستويات شبيهة بتلك التي سببت المصاعب في أمريكا اللاتينية في الثمانينات؛ بل إن اقتضاداتها كانت تعتبر نماذج للإدارة الناجحة للاقتراض الخارجي. ويعود السبب في ذلك، من جهة، إلى توجيه حكومي صريح أو ضمني لضمان استخدام الاقتراض الأجنبي لتمويل الاستثمار مع القدرة على توليد حصائل صادرات، ويعود من جهة أخرى إلى أن وجود فوائض عامة في الميزانية الحكومية كان يعني أنه لا يوجد سوى قدر قليل من الاقتراض الحكومي^(٤).

وفي التسعينات، كانت بعض الاقتضادات - مثل هونغ كونغ، الصين، وماليزيا؛ وسنغافورة - تعتمد في المقام الأول على الاستثمار المباشر الأجنبي، في حين أن اقتضادات أخرى، بما فيها الفلبين وجمهورية كوريا، كانت تحصل على تمويل خارجي بصفة رئيسية من خلال استثمارات حافطات مالية صادرة دولياً^(٥). إن الإقراض المصرفي، الذي كان قد اختفى تقريباً في أعقاب أزمة الديون في أمريكا اللاتينية، لم يكن كبيراً إلا في إندونيسيا حتى منتصف العقد، عندما أصبحت المصارف مصدر تمويل متزايد الأهمية. وكان معظم الإقراض المصرفي موجهاً إلى مقترضين غير ماليين في القطاع الخاص. إلا أنه، في جمهورية كوريا، وفي غيرها بدرجة أقل، كان القطاع المالي متلقياً هاماً للأموال (الجدول ٢٥). وعلى خلاف الإقراض المصرفي التكتلي أثناء السبعينات، كان هذا الإقراض بصفة رئيسية غير تكتلي وكان معظمه بآجال استحقاق قصيرة (الجدول ٢٦).

وكان ثمة عدد من الأسباب لهذه الزيادة في الإقراض المصرفي القصير الأجل إلى آسيا، سواء من جانب العرض أم من جانب الطلب. ففي أوئل التسعينات، اعتمدت البلدان الصناعية الرئيسية معدلات فائدة متدنية رداً منها على الانتكاس، حيث خُفضت معدلات الفائدة في اليابان تخفيضاً مفرطاً إثر عجز اقتصادها عن الانتعاش من انهيار فقاعتي سوقي العقارات والأوراق المالية في الفترة ١٩٨٩-١٩٩٠. إن ارتفاع العائدات النسبي في الاقتضادات الآسيوية العالية النمو والقليلة المخاطر وذات سجل أسعار الصرف المستقرة نسبياً قد جعلها مواقع استثمارية جذابة. وعملت الأزمة المكسيكية على تعزيز هذه الفكرة عن السوق. وبحلول عام ١٩٩٤، كان حجم متزايد من هذا الاستثمار يتألف من أموال مراجعة قصيرة الأجل تسعى

إلى تحقيق ربح من تفاوتات أسعار الفائدة، بدلاً من كونها أموالاً تسعى إلى تحقيق عائدات قصيرة الأجل على استثمار منتج.

إن الاقتراض القصير الأجل بالعملة الأجنبية بأسعار فائدة أجنبية منخفضة قد أتاح للشركات الآسيوية تخفيض تكاليف تمويلها وعزل أنفسها عن الأوضاع النقدية المحلية التي كثيراً ما كانت نتيجة لسياسات رامية إلى كبح الاقتصاد بغية إبقاء سيطرتها على موازين مدفوعاتها. كما حرصت الشركات على تخفيض تكاليف التمويل نظراً لانخفاض إيراداتها نتيجة لسلسلة من العوامل الداخلية والخارجية. ومع أن الانتكاس الذي حدث في البلدان الصناعية في الفترة ١٩٩٠-١٩٩١ لم يكن له سوى أثر قليل في نمو الصادرات الآسيوية، من المفارقات أن التجارة أخذت في التباطؤ عندما بدأ الانتعاش في هذه البلدان في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥. نظراً لانخفاض نزعتها إلى الاستيراد. ونتيجة للهبوط في الطلب الأجنبي وأسعار الصادرات، هبط معدل نمو حصائل الصادرات هبوطاً ملحوظاً في عام ١٩٩٦ في جميع أنحاء المنطقة، وخصوصاً في ماليزيا (بما يزيد عن ١٥ نقطة مئوية) وفي تايلند (بما يزيد عن ٢٠ نقطة مئوية).

وكما يرد في تقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٦، فقد بات من الصعب بصورة متزايدة على كثير من بلدان جنوب شرق آسيا أن تبقي على القدرة على المنافسة في المصنوعات الكثيفة اليد العاملة نظراً لدخول منتجين منخفضي الكلفة. وتجلّى ذلك في ظهور كميات مفرطة من كثير من المنتجات المصنوعة المصدرة من شرق آسيا والمعروضة للبيع في الأسواق العالمية، وفي هبوط سريع في أسعار تلك المنتجات. ومع تزايد اكتساب المصنوعات المتدنية التكنولوجية طابع السلع الأساسية، انخفضت معدلات التبادل التجاري انخفاضاً سريعاً في كثير من بلدان المنطقة في الوقت الذي كان العالم المتقدم يتحرك فيه نحو معدلات أعلى من التوسع ويركز بدرجة متزايدة على الإنتاج الأكثر تقدماً من الناحية التكنولوجية. وتمثل رد فعل كثير من الاقتصادات الآسيوية في زيادة الاستثمار في الطاقة الانتاجية على أمل زيادة أنصبتها في الأسواق والتوسع إلى مجالات إنتاج جديدة، ولكنها زادت بذلك من الإفراط في العرض عالمياً.

إن السعي إلى توسيع القدرة ونصيب السوق يمكن ملاحظته في الزيادة في نسبة الاستثمار إلى الناتج من مستويات مرتفعة أصلاً (الجدول ٢٧)، هذه الزيادة التي تيسرت بتوافر تمويل أجنبي منخفض الكلفة نسبياً. وحدث هذا التوسع في القدرة في وقت كانت فيه معدلات النمو في المنطقة آخذة في الانحدار من حوالي ١٠ في المائة إلى حوالي ٨ في المائة في المتوسط، وهي مجموعة أوجت بأن العائد على الاستثمار قد أخذ في الانحدار. والواقع أن العائد على أصول من "تشايبولز" في جمهورية كوريا قد هبط إلى حوالي ١ في المائة، على الرغم من نسبة استدانيتها المرتفعة للغاية، وأن العائد على رأس المال السهمي في إندونيسيا وتايلند وماليزيا في الفترة بين ١٩٩٢ و ١٩٩٦ قد هبط إلى أدنى من أسعار الفائدة القصيرة الأجل المحلية^(٦). وعليه، كان ثمة حوافز قوية تدفع الشركات إلى السعي إلى تخفيف تكاليف تمويلها أو زيادة عائداتها على أسهم رأس المال. وهذا الأمر الثاني كان سيتطلب زيادة نسبة استدانيتها، بينما تحقق الأمر الأول بالتماس تمويل منخفض الكلفة بواسطة اقتراض قصير الأجل من مصارف أجنبية.

الجدول ٢٥

إقراض المصارف التي ترفع تقاريرها إلى مصرف التسويات الدولية لاقتصادات
آسيوية مختارة، بحسب القطاع، في نهاية حزيران/يونيه ١٩٩٧

الاقتصاد	جميع القطاعات	المصارف	القطاع الخاص غير المصرفي	القطاع العام
	(بملايين الدولارات)		(بالنسب المئوية)	
هونغ كونغ، الصين	٢٢٢ ٢٨٩	٦٤,٨	٣٣,٩	٠,٥
إندونيسيا	٥٨ ٧٢٦	٢١,١	٦٧,٧	١١,١
ماليزيا	٢٨ ٨٢٠	٣٦,٤	٥٧,١	٦,٤
الفلبين	١٤ ١١٥	٣٨,٩	٤٨,٠	١٣,١
جمهورية كوريا	١٠٣ ٤٣٢	٦٥,١	٣٠,٦	٤,٢
سنغافورة	٢١١ ١٩٢	٨٢,٨	١٦,٦	٠,٥
مقاطعة تايوان الصينية	٢٥ ١٦٣	٦١,٦	٣٦,٨	١,٦
تايلند	٦٩ ٣٨٢	٣٧,٦	٥٩,٥	٢,٨

المصدر: BIS, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, First Half 1997, Basle, January 1998.

ملاحظة: تتصل الأرقام بمطالبات موحدة عبر الحدود بجميع العملات وبمطالبات محلية بعملات غير محلية. إن أنصبة المصارف والقطاع الخاص غير المصرفي والقطاع العام لا يبلغ مجموعها دوماً ١٠٠ في المائة نظراً للمطالبات غير المخصصة.

الجدول ٢٦

توزيع استحقاقات قروض المصارف التي ترفع تقاريرها إلى مصرف
التسويات الدولية لاقتصادات آسيوية مختارة
(بملايين الدولارات)

أجل استحقاق القروض									
أقل من سنة					جميع القروض				
من سنة إلى سنتين		أقل من سنة			جميع القروض				
حزيران/ يونيه ١٩٩٧	كانون الأول/ ديسمبر ١٩٩٦	حزيران/ يونيه ١٩٩٦	كانون الأول/ ديسمبر ١٩٩٦	حزيران/ يونيه ١٩٩٦	حزيران/ يونيه ١٩٩٧	كانون الأول/ ديسمبر ١٩٩٦	حزيران/ يونيه ١٩٩٦	حزيران/ يونيه ١٩٩٦	الاقتصاد
٤ ٤١٧	٥ ٢٤٨	٥ ١١٩	١٨٣ ١١٥	١٧٠ ٧٠٥	١٧٩ ٧٨٤	٢٢٢ ٢٨٩	٢٠٧٠٣٧	٢١١ ٢٣٨	هونغ كونغ، الصين
٣ ٥٤١	٣ ٥٨٩	٣ ٤٧٣	٣٤ ٦٦١	٣٤ ٢٤٨	٢٩ ٥٨٧	٥٨ ٧٢٦	٥٥ ٥٢٣	٤٩ ٣٠٦	إندونيسيا
٦١٥	٧٢١	٨٣٤	١٦ ٢٦٨	١١ ١٧٨	٩ ٩٩١	٢٨ ٨٢٠	٢٢ ٢٣٤	٢٠ ١٠٠	ماليزيا
٢٢٦	٥٦٥	٥٣١	٨ ٢٩٣	٧ ٧٣٧	٥ ٩٤٨	١٤ ١١٥	١٣ ٢٨٩	١٠ ٧٩٥	الخليج
٤ ١٣٩	٤ ١٠٧	٣ ٤٣٨	٧٠ ١٨٢	٦٧ ٥٠٦	٦٢ ٣٢٢	١٠٣ ٤٣٢	٩٩ ٩٥٣	٨٨٠٢٧	جمهورية كوريا
١ ٧١٩	١ ٧٩٩	٢ ٧٠٧	١٩٦ ٦٠٠	١٧٥ ٢٢٨	١٧٦ ٠٨٠	٢١١ ١٩٢	١٨٩ ٢٣٥	١٨٩ ١٩٥	سنغافورة
٢٣٦	٤٨٣	٥٨٥	٢١ ٩٦٦	١٨ ٨٦٩	١٩ ٤٠٥	٢٥ ١٦٣	٢٢ ٣٦٣	٢٢ ٤٧٠	مقاطعة تايوان الصينية
٤ ٥٩٢	٤ ٨٢٩	٤ ٠٨٣	٤٥ ٥٦٧	٤٥ ٧٠٢	٤٧ ٨٣٤	٦٩ ٣٨٢	٧٠ ١٤٧	٦٩ ٤٠٩	تايلند

المصدر: BIS, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, First Half 1997, Basle, January 1998.

ملاحظة: تتصل الأرقام بمطالبات موحدة عبر الحدود بجميع العملات وبمطالبات محلية بعملات غير محلية.

لقد تفاقمت هذه المصاعب الهيكلية بفعل تقلبات معاكسة في أسعار الصرف ناشئة عن تأرجحات في سعر الدولار بالنسبة إلى الين. وكان استقرار أسعار الصرف عنصراً هاماً من عناصر الاستراتيجية الانمائية التصديرية الوجهة لبلدان شرق آسيا. ومما زاد من أهميتها عملية التكامل في سياق نمط "الإوزّات الطائرة" في التقسيم الاقليمي للعمل. ونظراً لشدة تركيز الصادرات الآسيوية في الأسواق المتعاملة بالدولار، فإن أسعار الصرف في المنطقة، وإن لم تكن ثابتة، كانت مستقرة عموماً ضمن نطاق يبلغ حوالي ١٠ في المائة بالنسبة إلى الدولار منذ أواخر الثمانينات (انظر الإطار ٢).

وكان سعر الين بالنسبة إلى الدولار متقلباً للغاية في التسعينات، حيث ارتفعت قيمة الين بنحو ٤٠ في المائة إلى أن بلغت ٨٠ ينّاً للدولار الواحد في ربيع عام ١٩٩٥، ثم عادت للهبوط إلى حوالي ١٣٥-١٣٠ ينّاً للدولار بحلول نهاية عام ١٩٩٧، وهو انخفاض يزيد عن ٥٠ في المائة. وفي حين أن الارتفاع السابق في قيمة الين مقابل الدولار قد أحدث زيادة في عبء الديون المحسوبة بالين، فقد رافق ذلك - على خلاف الحالة في بلدان أمريكا اللاتينية التي واجهت ارتفاعاً في قيمة الدولار في الثمانينات - انخفاض أسعار الفائدة وزيادة في الاستثمار الياباني في شرق آسيا وجنوب شرقها. وعلى نقيض ذلك، فإن انخفاض قيمة الين لم يقلل فقط من حافز الشركات اليابانية في الاستثمار في شرق آسيا، بل قلل أيضاً من القدرة التنافسية لمنتجات شرق آسيا الذين حافظوا على أسعار صرف مستقرة مقابل الدولار. وعليه، فإن الارتفاع البطيء في قيمة الدولار الذي بدأ في الوقت ذاته تقريباً الذي بدأ فيه الطلب العالمي ومعدلات التبادل التجاري في الهبوط قد أفضى إلى انخفاض القدرة التنافسية وتقليل الاستثمار المباشر الأجنبي من اليابان وتخفيض الصادرات إلى اليابان وغيرها من الأسواق. وعلاوة على ذلك، اتخذت الصين، في الفترة ذاتها، إجراءات أسفرت عن تعديل القيمة الخارجية لعملة، مما زاد من التحدي التنافسي أمام الاقتصادات الحديثة التصنيع في شرق آسيا.

إن فقدان القدرة التنافسية وانخفاض حصائل الصادرات قد زادا من احتمال التعرض لمخاطر النقد الأجنبي، حيث إن الشركة التصديرية الوجهة التي تقترض بعملة أجنبية تكون لديها ضمناً تغطية ضد مخاطر تقلب قيمة النقد الأجنبي بما لديها من حصائل صادرات. والتجربة السابقة المتمثلة في النمو السريع في حصائل النقد الأجنبي قد أوجدت توقعات لإدامة هذه الزيادات. وعليه، فبعد عقد من الاستقرار النسبي في أسعار الصرف والارتفاع المستدام في نمو الصادرات، لم يكن ثمة حاجة تذكّر للتغطية الصريحة لمخاطر تقلب قيمة العملة في القروض الأجنبية. إن العوامل ذاتها قد أفضت أيضاً بدائني الشركات المصدرة إلى عدم رؤية ضرورة للتغطية الصريحة لمخاطر الائتمان التي تُعزى إلى تقلبات العملة. ومع تباطؤ خطى نمو الصادرات، انخفضت التغطية الضمنية وبقيت الشركات عرضة لمخاطر متزايدة فيما يتعلق بالنقد الأجنبي.

وهكذا عانت اقتصادات شرق آسيا الآخذة في النمو السريع، بعد منتصف العقد، تدهوراً في الحصائل والإيرادات على الاستثمار نظراً لحدوث تغيرات في البيئة العالمية. وبينما وفر الاقتراض الأجنبي القصير الأجل، للشركات قدراً من الوقاية من مصاعبها المالية، فقد جعلها شديدة التعرض للتغيرات في أسعار الصرف وأسعار الفائدة الدولية، على نحو شبيه جداً بما حدث في المخروط الجنوبي في مطلع الثمانينات (انظر المرفق).

الجدول ٢٧

النسبة المئوية للمثوية للاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي
في نخبة من البلدان الآسيوية، ١٩٨٦-١٩٩٥
(متوسطات سنوية)

البلد	١٩٨٦-١٩٩٠	١٩٩١-١٩٩٥
الصين	٢٧,٨	٣٥,٣
إندونيسيا	٢٦,٣	٢٧,٢
ماليزيا	٢٣,٤	٣٩,١
الفلبين	١٩,٠	٢٢,٢
جمهورية كوريا	٣١,٩	٣٧,٤
سنغافورة	٣٢,٤	٣٤,١
تايلند	٣٣,٠	٤١,١

المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى بيانات من مصرف التنمية
الآسيوي، Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries
أعداد مختلفة.

الإطار ٢

أنظمة سعر الصرف في شرق آسيا

كانت أكثر اقتصادات شرق آسيا تأثراً (باستثناء هونغ كونغ، الصين)، في بداية الأزمة، تأخذ بنظم صرف نقد أجنبي يتدخل بموجبها المصرف المركزي لتثبيت سعر الحاضر وفقاً لمبادئ توجيهية صريحة. أما هونغ كونغ، الصين، فكان لديها ترتيب وضعه مجلس العملة، مع ربط عملتها بدولار الولايات المتحدة. وكان هدف المبادئ التوجيهية إما تثبيت العملة بالنسبة إلى عملة معينة أو سلة من العملات أو رفع قيمتها أو تخفيضها تدريجياً. فالباهت التايلندي، مثلاً، كان مرتبطاً بسلة عملات الشريك التجاري الرئيسي للبلد (بترجيح للدولار نسبتته ٨٠ في المائة)، وكان سعر الباهت بالنسبة إلى الدولار قد بلغ نطاقاً ضيقاً في التسعينات حتى حدوث الأزمة. وسمحت إندونيسيا لسعر الروبية بالنسبة إلى الدولار بأن يتقلب ضمن نطاق بلغ حوالي السعر النصفي، مع تعديله لتخفيض قيمة العملة بنسبة ٤ في المائة في السنة لمعادلة الفرق بين التضخم المحلي والتضخم الدولي. وفي ماليزيا والفلبين، استهدف التدخل تثبيت سعر الصرف بالنسبة إلى الدولار. ففي ماليزيا، كانت هذه السياسة مرتبطة منذ مطلع التسعينات برفع قيمة الرينغيت تدريجياً، أما في الفلبين، فكانت تغيرات البيسو بالنسبة إلى الدولار صغيرة منذ عام ١٩٩٣. وكان الهدف من تدخل سنغافورة تثبيت الدولار السنغافوري مقابل سلة مرجحة تجارياً من العملات، مع السماح برفع إسمي لسعر الصرف الفعلي بنسبة تتراوح بين ٢,٥ و ٤,٠ في المائة سنوياً. وسمحت جمهورية كوريا بأن يعوم الوون يومياً داخل نطاق يتراوح بين زائد وناقص ٢,٢٥ في المائة حول متوسط سعر الوون بالنسبة إلى الدولار في اليوم السابق. وانتهت في منتصف عام ١٩٩٦ فترة من الارتفاع الطفيف مقابل الدولار منذ عام ١٩٩٤، وأعقبها ارتفاع واحد أسرع، بلغت نسبته ١٣ في المائة أثناء الاثني عشر شهراً من نهاية أيار/مايو ١٩٩٦.

إن التغييرات في أسعار الصرف الحقيقية في هذه البلدان كانت في غالبيتها محدودة نوعاً ما أثناء الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦: فقد شهدت إندونيسيا انخفاضاً قليلاً في قيمة عملتها أعقبه انعكاس في الاتجاه، وشهدت ماليزيا ارتفاعاً قليلاً، وشهدت جمهورية كوريا انخفاضاً حتى عام ١٩٩٣، أعقبه انعكاس في الاتجاه، وشهدت تايلند ارتفاعاً طفيفاً بين ١٩٩٣ و ١٩٩٦. أما في الفلبين وسنغافورة، فقد ارتفعت قيمة العملة ارتفاعاً كبيراً - بنسبة ٣٠ في المائة تقريباً في حالة الفلبين.

وفي وجه دخول رساميل كبيرة أثناء التسعينات، قررت الحكومات عموماً التدخل منعاً لارتفاع قيمة العملة. ومارست تايلند تعقيماً محدوداً بإحداث فوائض مالية وإيداع الحصائل لدى المصرف المركزي. وفي إندونيسيا أثناء الفترة ١٩٩٠-١٩٩٣، أصدرت شهادات مصرف إندونيسيا، واستخدمت الفوائض المالية بعد ذلك لأغراض التعقيم. وتمثل رد إندونيسيا أولاً في اقتراض المصرف المركزي اقتراضاً شديداً فيما بين المصارف، ولكن عندما ثبت عدم كفاية هذا الأسلوب، لجأت الحكومة أيضاً إلى فرض ضوابط على رؤوس الأموال.

٢- التحرير المالي وفضاعة المضاربة

رافقت التطورات المشروحة أعلاه تغييرات أساسية في النظام المالي في المنطقة فكان يجري حث اقتصادات شرق آسيا في بعض الأوساط على أن تتبع اليابان على درب من التحرير المالي، بمنح المؤسسات المالية مزيداً من الحرية في قراراتها المتعلقة بالاقتراض والإقراض، والأخذ بسياسة نقدية قائمة على الأسواق عن طريق تخفيف الضوابط التنظيمية. وفي جمهورية كوريا، فإن التخلي عن الممارسة المتبعة في فترة ما بعد الحرب والمتمثلة في فرض رقابة على الاقتراض الخارجي الخاص قد تصادف مع سعي البلد إلى الانضمام إلى عضوية منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي. غير أن التحرير المالي قد ذهب أبعد من ذلك بين الاقتصادات المصنعة حديثاً من الفئة الثانية. فقد استحدثت تايلند مرفق بانكوك المصرفي الدولي للتوسط في الاستثمار الأجنبي الذي يتوقع أن يكون موجهاً إلى الفئة التالية من الاقتصادات الآسيوية الحديثة التصنيع (جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية وفييت نام وكمبوديا وميانمار). هذا الاستثمار الذي كان سيذهب في خلاف ذلك إلى سنغافورة أو هونغ كونغ، الصين. وفي الواقع، عمل هذا المرفق قناة للاقتراض الأجنبي القصير الأجل إلى المصارف ودور التمويل التايلندية المحررة.

ونظراً لأنه قد تم التشديد في تمويل التنمية في آسيا على توزيع الائتمانات على الصناعة التحويلية التصديرية التوجه، فعندما منحت المؤسسات المالية مزيداً من الحرية سعت إلى تنويع حافظاتها المالية من أجل زيادة إيراداتها. ونظراً لارتفاع مستويات المدخرات الخاصة، كانت إمكانية توسيع نطاق الاقتراض الاستهلاكي قليلة، بينما كان يعتقد أن إيرادات الصناعة التحويلية آخذة في الانحطاط. وفي جنوب شرق آسيا، مع تسارع خطى النمو وتزايد الاهتمام الأجنبي، ظهر قطاع العقارات التجارية والسكنية كمجال جذاب للإيراد المرتفع. وعليه، بدت شركات التشييد والتنمية العقارية مجالات جيدة للاستثمار، سواء من وجهة نظر الإيرادات المتوقعة للمصارف أو من وجهة نظر التنوع من جانب المصارف، وقد بدت كذلك أيضاً لرابطات الادخار والإقراض التي رُفعت عنها الضوابط التنظيمية في الولايات المتحدة قبل ذلك بعقد من الزمن (انظر المرفق).

ويقدر أن القروض العقارية قد استأثرت بما يتراوح بين ٢٥ في المائة و٤٠ في المائة من الإقراض المصرفي في تايلند وماليزيا والفلبين في عام ١٩٩٨. وقد تم تمويل هذه القروض بدرجة كبيرة بواسطة إقراض أجنبي قصير الأجل. فمثلاً، بلغ صافي الخصوم الأجنبية للنظام المصرفي التايلندي ٢٠ في المائة من أصوله المحلية. وما بين ثلث ونصف نمو الناتج المحلي الإجمالي التايلندي منذ عام ١٩٩٤ يمكن إرجاعه إلى أنشطة متصلة بالعقارات. واتصل هذا النمو بزيادة حادة في أسعار العقارات، وكذلك في أسعار أسهم شركات الاستثمار والتنمية العقاريين، الأمر الذي أدى، إلى جانب توسع الإقراض لتمويل المضاربة في سوق الأوراق المالية، إلى إحداث فقاعة في سوق الأوراق المالية التايلندية. وأسفر ذلك عن زيادة في الإقراض بالمrabعة، مما جعل نجاح هذه الشركات والمصارف التي مولتها متوقفاً على استمرار الزيادة في أسعار العقارات. وكانت قيمة الرهن المتعهد به مقابل القروض المصرفية محكومة بالزيادات المتوقعة في أسعار الأصول، بدلاً من أن تكون محكومة بافتراض واقعي لقيمة التصرف بها في بيئة أكثر تواضعاً. ومن ثم، كانت المصارف والشركات العقارية شديدة التعرض لاتجاه تنازلي في الأسعار أو ارتفاع في أسعار الفائدة أو انخفاض في قيمة الباهت.

وعلى الرغم من أن اقتصادات شرق آسيا كانت قد بدأت تحسن نظمها اللوائح والرقابية قبل معظم البلدان النامية الأخرى بوقت طويل، فلم تكن هذه الإجراءات فعالة في ضبط التزايد المفرط في المخاطر والهشاشة في القطاع المالي (انظر الإطار ٣). ومن الصعوبة بمكان للقائمين على المصارف أن يمنعوا حدوث فورات ازدهار عابرة في مجال العقارات، حيث إن قيمة الأصول المعنية تستند إلى ما يتوقع مستقبلاً من نمو في الدخل، أو تستند، في حالة الشركات العقارية، إلى أسعار السوق، التي كثيراً ما تعتبر الأساس الصحيح لتحديد القيمة. بل ومن الأصعب من ذلك تقدير قيم التصفية، حيث إن العقارات تحيطها دوماً حالة تضي عليها قيمة موضوعية حقيقية مستقلة عن الأصول المالية، على الرغم من أن هذه الاعتبارات لا تمت بصلة إلى سلامة المصرف المقدم للتمويل. وعلاوة على ذلك، لم يكن واضعو اللوائح التنظيمية الآسيويون وموظفو الرقابة المصرفيون يفتقرون إلى الخبرة اللازمة للتعامل مع نظم محررة جديدة فحسب، بل إن كثيراً من المؤسسات كانت تفتقر أساساً إلى اللوائح التنظيمية كذلك. وفي نظم ذات معايير محاسبية متراخية^(٧)، ومع عدم وجود قواعد صحيحة للإبلاغ عن القروض العديمة الأداء، لم يكن لدى المشرفين على هذه القروض فكرة واضحة عن مدى تعرضها للمخاطر. وأخيراً، فإن قدراً كبيراً من الاقتراض الخاص من مصارف دولية كانت تقوم به شركات غير مصرفية - ثلثها في جمهورية كوريا، وحوالي ٦٠ في المائة منها في ماليزيا وتايلند، وأكثر من ذلك أيضاً في إندونيسيا (الجدول ٢٥).

إن البحث عن مصادر تمويل جديدة ومنخفضة الكلفة وأشكال جديدة من الإقراض العالي الهوامش لم يسفر فقط عن توسع سريع في الاقتراض الأجنبي القصير الأجل بل أيضاً عن توسع سريع في الإقراض المحلي، وعلى الأخص في ماليزيا وتايلند (الجدول ٢٨). وكانت النتيجة شبيهة جداً بالحالة في الولايات المتحدة في الثمانينات، حيث أدى التزايد السريع في الإقراض من أجل شراء العقارات التجارية إلى الإيهام بحدوث زيادة في الدخل الحقيقي لم يكن لها أساس في النشاط الإنتاجي الحقيقي وعملت على إخفاء حقيقة المصاعب الهيكلية والدورية التي كان يواجهها الاقتصاد الحقيقي (انظر المرفق). غير أن المراجعة في الحالة الآسيوية كانت قائمة على الاقتراض الأجنبي. فالأقتراض الأجنبي، بدلاً من إرسائه قاعدة تصديرية لكسب القطع الأجنبي اللازم لخدمة الديون الخارجية، كان يمول الاستثمار في القطاع العقاري وغيره من القطاعات التي لا تتم المتاجرة فيها دولياً والتي تضي قدراً كبيراً من النشاط على النمو. ونتيجة لذلك، كانت استدامة النمو تتوقف على استمرار تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل لتوفير تمويل بأسعار فائدة منخفضة.

الإطار ٢

التنظيم المصرفي في شرق آسيا

تتباين نوعية التنظيم المالي تبايناً كبيراً فيما بين بلدان شرق آسيا. ففي الطرف الأقصى، توجد لدى سنغافورة وهونغ كونغ بالصين نظم متطورة جيداً، تتجلى في قوة مصارفها (على نحو ما تظهره سمات مثل ارتفاع نسب رأس المال إلى الأصول المرجحة بالمخاطر والانخفاض - بالمعايير الإقليمية - في نسب القروض العديمة الأداء في مجموع القروض). ومن المثير للاهتمام أن حافضة القروض المصرفية العقارية كبيرة بشكل خاص في هونغ كونغ بالصين. وعمدت السلطات، إدراكاً منها لما أسفر عنه ذلك من جعل المصارف عرضة للمخاطر، إلى فرض قواعد تقييدية بدرجة استثنائية فيما يتعلق بالمستويات المسموح بها لقيمة قرض ما بالنسبة إلى قيمة العقار الذي منح القرض بشأنه، بهدف حماية القطاع من أثر حدوث انخفاضات كبيرة في القيم العقارية^(١). وفي بلدان أخرى تأثرت بالآزمة، تعاني أجزاء كبيرة من القطاع المصرفي مواطن ضعف في بعض المجالات أو جميعها، من قبيل تنظيم الائتمان ومخاطر السوق^(٢)، والحد من عدم التناسق بين العملات، وتصنيف القروض العديمة الأداء ووضع أحكام بشأنها، ونوعية الإشراف المصرفي. ومنذ مطلع التسعينات، اتخذت خطوات على نطاق واسع في سبيل الأخذ بنظم مناسبة للتنظيم المصرفي. إلا أنه، عند انفجار الأزمة، ظلت ثمة فجوات هامة في الأطر القانونية، ولم يكن قد تم وضع الأنظمة القائمة موضع التنفيذ التام بعد في كثير من الأحيان.

وفي تايلند مثلاً، اعتمدت في عام ١٩٩٢ معايير بازل الرأسمالية فيما يتعلق بمخاطر الائتمان وأصبحت نافذة تماماً في كانون الثاني/يناير ١٩٩٥، وكانت قد طبقت صيغة أكثر تساهلاً نوعاً ما لتمويل الشركات منذ تموز/يوليه ١٩٩٤. وكان كثير من المشاكل المتصلة بالآزمة تعزى إلى تعرض الشركات المالية لمخاطر السوق في نظام لوائح يفتقر إلى الضوابط المناسبة لهذه المخاطر، وإلى سوء معايير التصنيف والاحتياطات المتعلقة بالقروض العديمة الأداء، وتراخي رهن القروض العقارية، وعدم كفاية سبل الرقابة على مخاطر العملة. وفي جمهورية كوريا، كانت معايير بازل الرأسمالية نافذة منذ ١٩٩٥، وكان من المقرر إجراء إصلاح رئيسي في نظام التنظيم والإشراف الماليين. غير أن رأس المال في عام ١٩٩٧ كان لا يزال مقصراً بدرجة كبيرة عن احتياجات عام ١٩٩٥، كما أن تسيب معايير المحاسبة لم يتج مجاًلاً للإبلاغ بشكل واف. وكان هذا الأمر الأخير ذا أهمية خاصة في مجال القروض العديمة الأداء، حيث كان يُعتقد عموماً أن المستويات المعلنة متدنية للغاية وأن التدابير الاحتياطية لتدارك حدوث خسائر في القروض قليلة للغاية. وفي إندونيسيا أيضاً، قبل الأزمة، كان يفترض أن المصارف خاضعة لمعايير بازل الرأسمالية، إلا أن إنفاذ هذه المعايير وغيرها من الأنظمة لم يكن منتظماً: ففي عام ١٩٩٦ كان لدى مصارف عديدة نسب رأسمالية دون الحد الأدنى النظامي، ونسبته ٨ في المائة، كما حدث تقصير كبير في مراعاة غير ذلك من قواعد الحيلة المالية من قبيل ما يتعلق منها بصافي أوضاع أسعار صرف القطع الأجنبي بين يوم وآخر.

لقد أفضت أزمة شرق آسيا إلى بذل جهود واسعة النطاق في سبيل تعزيز النظم اللوائحية، واتخذ كثير من التدابير استيفاء لشروط مرتبطة بالصفقات الاجمالية التسي عقدتها صندوق النقد

الإطار ٣ (تابع)

الدولي من أجل الدعم المالي. ففي تايلند، شملت عملية التعزيز هذه فرض متطلبات رأسمالية أعلى على شركات التمويل، وتشديد معايير تصنيف القروض العديمة الأداء، وسن قانون جديد بشأن الإفلاس. وفي جمهورية كوريا من المقرر أن تقوم المصارف التي تقل نسب رؤوس أموالها عن ٨ في المائة بوضع جداول زمنية لبلوغ هذا المستوى في غضون عامين، ومن المقرر، في الإطار الزمني ذاته، الأخذ بتدابير احتياطية وافية لتدارك الخسارة في القروض. وفي إندونيسيا، التي شهدت هلعاً مصرفياً في أعقاب قرار إغلاق ١٦ مصرفاً معسراً كشرط وضعه صندوق النقد الدولي في صفقة الدعم الإجمالية التي عقدها مع البلد، شملت التغييرات اللوائح ضمانةً واسع النطاق للمطالبات على المصارف المندمجة محلياً واستخدام الوكالة الإندونيسية لإعادة هيكلة المصارف أداة لإنفاذ المعايير المصرفية، مع نقل المصارف التي لا تستوفي معايير معينة إلى الوكالة المذكورة. وفي ماليزيا، وهو بلد لديه مشاكل مصرفية أقل مما لدى البلدان الثلاثة المذكورة آنفاً، يجري اتخاذ خطوات لتشديد القواعد المتعلقة بتصنيف القروض العديمة الأداء واحتياطات خسارة القروض، ولزيادة نسب رأس مال المصارف من ٨ في المائة إلى ١٠ في المائة، ولتوسيع إطار كفاية رأس المال ليشمل مخاطر السوق. وعلاوة على ذلك، قامت إندونيسيا وجمهورية كوريا وتايلند جميعها بتحرير القواعد المتعلقة بالمشاركة في أسهم رأس المال الأجنبي في المصارف المحلية. ومن المأمول أن يفضي هذا التحرير إلى تدفقات وافدة من أسهم رأس المال الأجنبي تعمل على تيسير زيادة رأس مال النظم المصرفية لهذه البلدان، ويقدر أن تتراوح كلفة ذلك بين ٢٠ و ٣٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. وتدل التغييرات المشروحة آنفاً على المغزى الأساسي لسياسة العمل في البلدان المعنية، إلا أنه لا يمكن توقع وضع هذه التدابير موضع التنفيذ الفعال إلا بقدر من البطء.

(١) هذه القواعد، مع ما لها من منفعة، لم تكن قادرة على توفير حماية كاملة من تغيرات كبيرة في أسعار الأصول مع إحداث أثر غير مؤات في أرباحية المصارف، على نحو ما أوضحه نطاق الانحطاط في أسعار الأسهم في تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٧، الأمر الذي يمكن ترجمته إلى تخفيضات ضمنية في أسعار العقارات بنسبة قد تصل إلى ٥٠ في المائة. انظر JP Morgan, Emerging Markets Data Watch, 24 October 1997, p. 5.

(٢) تنجم المخاطر الائتمانية عن إمكانية أن يتخلف الطرف المناظر للمصرف عن الوفاء بالتزاماته، أما المخاطرة السوقية فهي مخاطرة الخسارة بسبب تغيرات في القيمة السوقية لأصول مصرف ما قبل تصفية هذه الأصول أو معادلتها بطريقة ما.

وبذلك فإن الاعتماد المتزايد على رأس المال الأجنبي والهيكل الجديد للاقتراض الخارجي قد عملا على زيادة تعرض المنطقة للتغيرات في خطى تدفق رأس المال الأجنبي الوافد. وكانت أوضح نتائج هذه الحالة ما شهدته الميزان الخارجي في التسعينات من تدهور رافق التغير في حجم وتكوين تدفقات رؤوس الأموال الوافدة إلى المنطقة (الجدولان ٢٩ و ٣٠). وكان التدهور ملحوظاً في تايلند، حيث كانت تدفقات رؤوس الأموال الوافدة تستخدم بشكل متزايد في تمويل الاستثمار في القطاعات اللاتبادلية بدلاً من تمويل الاستثمار في أنشطة تكسب قطعاً أجنبياً.

وكان المقروضون والمستثمرون الدوليون في عام ١٩٩٧ يدركون هذه العوامل المسؤولة عن زيادة تعرض اقتصادات شرق آسيا للمخاطر، وربما كان يتوقع منهم أن يدركوا أنها تشير إلى تغير وشيك في حركات النمو في المنطقة. غير أنه كان ثمة أيضاً عدد من العناصر الإيجابية لمعادلة الضعف المتزايد. فقد كانت عناصر الاقتصاد الكلي الأساسية جيدة، وكان الموقف المالي يتصف بالحيطة. ونالت بلدان المنطقة ثناءً متواصلاً من المؤسسات المالية المتعددة الأطراف على إدارتها الاقتصادية. وعندما لم تكن حالتا التجارة الخارجية والمدفوعات متوازنتين، تم الأخذ بتدابير سياسة عامة أظهرت في معظم الحالات، وعلى الأخص في ماليزيا وجمهورية كوريا، نتائج إيجابية؛ كما أخذت المديونية الخارجية قصيرة الأجل في الانخفاض. وفي القطاعات المالية التي كانت تظهر فيها دلائل واضحة على الاستقرار، كان يجري تشديد الأنظمة والإشراف ومعايير الإفصاح عن خسارة القروض، وتحرير القواعد التي تحد من الملكية الأجنبية للعقارات.

وعليه، بينما كان يوجد في مستهل عام ١٩٩٧، دليل واضح على تزايد إمكانية التعرض للمخاطر وعدم الاستقرار، كان يوجد أيضاً عدد من العوامل المشجعة، بما فيها إجراءات السياسة العامة. وأظهر الاقتصاد التايلندي أوضح أعراض الاختلال وعدم الاستقرار الخارجيين في القطاع المالي. واستمرار المستثمرين الأجانب، مع ذلك، في إغداق الأموال على المنطقة لا يعني أنه لم يتم الإقرار بالمشاكل، بل فقط أنهم اعتبروا أن العوامل الإيجابية تفوق العوامل السلبية. والواقع أن تقديرات درجة الجدارة الائتمانية ظلت مؤاتية للغاية إلى أن بدأت الأزمة فعلاً.

٣- انفجار الأزمة والعدوى

ما هو، إذن، السبب الذي أدى إلى حدوث التغير المفاجئ والكارثي في رغبة المستثمرين الأجانب في مواصلة حيازة أصول وخصوم تايلندية؟ من الصعب تعيين سبب معين لحدوث التحول في أفكار السوق. ونظراً لضرورة اتخاذ تدابير قوية لمعالجة الاختلال الأجنبي وعدم الاستقرار المتنامي في القطاع المالي، كان من الواضح أن حالة عدم التيقن السياسي السائدة أمر يتصف بالأهمية. ففي الواقع أن الباهت كان قد تعرض لضغط مضاربة متقطع منذ أواخر عام ١٩٩٦، لكن تدخل المصرف المركزي قد نجح في إبقاء العملة ضمن نطاق التقلب.

من المفارقات أن أهم العوامل في تعجيل حدوث الأزمة كان، فيما يبدو، الانعكاس المفاجئ في قيمة الدولار مقابل الين في مطلع أيار/مايو ١٩٩٧ وما تولد عن ذلك من توقع واسع الانتشار بحدوث زيادة في أسعار الفائدة اليابانية. وقد حدا ذلك بأموال المراجعة القصيرة الأجل من جنوب شرق آسيا إلى أن تعود للتدفق إلى اليابان وولد ضغطاً مبيعياً قوياً على الباهت. إن الدفاع التام عن العملة قد ترك لدى مصرف تايلند صافي احتياطي من القطع الأجنبي بمبلغ ٢,٥ مليار دولار بحلول منتصف الشهر. وعلى الرغم من

أن الأرقام الرسمية تقدر الاحتياطيات بحوالي ٣٠ مليار دولار، فقد كان المصرف قد استنفد تقريباً صافي رصيده، وذلك، إلى حد كبير، من خلال التزامات في التجارة الآجلة، ولم يعد بإمكانه التصدي لضغط بيع الباهت دون اقتراض كبير من الخارج. وعليه، فقد تعيّن، من أجل مواصلة الدفاع عن العملة، الاعتماد على تدابير إدارية وضوابط سوقية انتقائية، بما فيها قيود على مبيع الباهت إلى غير المقيمين. ومع وجود القطاع المالي في حالة تقارب الانهيار وبلا احتياطيات، رضخ مصرف تايلند لضغوط السوق وتخلّى رسمياً عن نطاق سعر الصرف في ٢ تموز/يوليه.

ونظراً للضعف المالي للاقتصادات الآسيوية، وقع التأثير الرئيسي لتسوية أسعار الصرف على حافظات القروض الأجنبية للمصارف والشركات التجارية وشركات التنمية العقارية. فأولاً، أوضح تعويم الباهت مخاطر الاقتراض الأجنبي غير المضمون. وثانياً أحدث زيادة آنية في قيمة الخصوم الأجنبية للشركات التايلندية بالباهت دون توفير أية زيادة معادلة في قدرة الأصول على تحصيل عائد، باستثناء شركات التصدير (على النحو الموصوف في الفرع بـ أعلاه). وثالثاً، أحدث زيادة في الالتزامات النقدية لدفع الفائدة على الديون الأجنبية. وبذلك، كان رد الفعل الأول هو الحط من صافي القيمة الراهنة للشركات؛ وفي الواقع، كانت أسعار الأسهم آخذة في الهبوط طيلة العام إذ سادت السوق إشاعات بتخفيض قيمة العملة. أما المصارف، التي تفتقر إلى المصد المتمثل في حصائل الاستثمار الأجنبي، فكانت ظروفها أصعب من ذلك أيضاً.

الجدول ٢٨

الائتمان المصرفي إلى القطاع الخاص في اقتصادات آسيوية مختارة، ١٩٩٧-١٩٨١ (بالنسب المئوية)

النسبة المئوية من الناتج المحلي الإجمالي	المعدل الحقيقي السنوي للتوسع ^(أ)	
١٩٩٧	١٩٩٧-١٩٩٠	١٩٨٩-١٩٨١
		الاقتصاد
١٥٧	٨	١٣
١٣٨	١٣	١٥
٥٧	١٨	٢٢
٩٥	١٦	١١
٥٢	١٨	٥-
٦٤	١٢	١٣
٩٧	١٢	١٠
١٠٥	١٨	١٥
		بنود للتذكير:
٦٥	٢/١	٥
١١١	١ ٢/١	٨
٨٩	٤	٦

.BIS, 68th Annual Report, Basle, June 1998, table VII.1

المصدر:

(أ) القيم الجارية مؤطرة بالرقم القياسي لأسعار الاستهلاك؛ وبيانات عام ١٩٩٧ أولية.

(ب) ألمانيا وإيطاليا وبلجيكا والسويد وسويسرا وفرنسا والمملكة المتحدة وهولندا. متوسط مرجح، استناداً إلى معدلي الناتج المحلي الإجمالي وتعادل القوة الشرائية.

الجدول ٢٩

ميزان الحساب الجاري والتمويل الخارجي للبلدان الآسيوية الخمسة (أ)
١٩٩٨-١٩٩٤
(بليارات الدولارات)

١٩٩٨ (ج)	١٩٩٧ (ب)	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	
١٧,٦	٢٦,٠-	٥٤,٩-	٤١,٣-	٢٤,٦-	ميزان الحساب الجاري
١٥,٢	١٥,٢	٩٢,٨	٨٠,٩	٤٧,٤	صافي التمويل الخارجي
٩,٨	٧,٢	٧,٠	٤,٩	٤,٧	التدفقات السهمية المباشرة
١,٩-	١١,٦-	١٢,١	١٠,٦	٧,٦	تدفقات الحافظات
١٤,١-	٢١,٣-	٥٥,٥	٤٩,٥	٢٤,٠	الإقراض المصرفي التجاري
٣,٣-	١٣,٧	١٨,٤	١٢,٤	٤,٢	الإقراض الخاص غير المصرفي
٢٤,٦	٢٧,٢	٠,٢-	٣,٦	٧,٠	صافي التدفقات الرسمية
٢٧,١-	٢٢,٧	١٨,٣-	١٣,٧-	٥,٤-	التغير في الاحتياطيات (د)

المصدر: Institute of International Finance, "Capital flows to emerging market economies", Washington, D.C., 29 January 1998, p. 2.

(أ) إندونيسيا وتايلند وجمهورية كوريا والفلبين وماليزيا.

(ب) تقدير.

(ج) تنبؤ.

(د) تدل إشارة ناقص على زيادة.

إن المقرضين الأجانب، إقراراً منهم بما تتعرض له قروضهم المستحقة من مخاطر متزايدة، أخذوا يطالبون الشركات والمصارف بالقروض عند استحقاقها. وإن انخفاض مخاطر الصرف وكلفة خدمة الديون الأجنبية كان يقتضي من الشركات إما أن تغطي حدود مخاطرتها القائمة أو أن تلغي هذه الحدود بسداد ديون العملة الأجنبية. وأي من هذين الردين يقتضي بيع الباهت مقابل الدولار. ونظراً لأن نظام سعر الصرف الجديد لم يحدد نطاقاً جديداً بل ترك العملة تعوم بحرية، كان من المنطقي للشركات والمصارف والمقرضين الأجانب أن يتحركوا بالسرعة الممكنة. ومع استمرار هبوط أسعار الصرف، باتت تكاليف التأخير أعلى، وبات الضغط من أجل المبيع أشد، وبذلك، كان قدر كبير من الضغط المتزايد على سعر الصرف مرده في المقام الأول محاولة الشركات والمصارف تغطية الديون أو تصفيتها بشراء دولارات، وبقيام المصارف الأجنبية بالمطالبة بالقروض القائمة.

الجدول ٢٠

النسبة المئوية لميزان الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي
في اقتصادات آسيوية مختارة، ١٩٨٩-١٩٩٧

الاقتصاد	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧
الصين	١,٣-	٣,٩	٤,٣	١,٤	٢,٧-	١,٣	٠,٢	٠,٩	١,٢
هونغ كونغ، الصين	١١,٥	٨,٥	٦,٦	٥,٣	٧,٠	٢,١	٣,٤	١,٠-	١,٠-
الهند	٢,٣	٢,٢-	١,٥-	١,٥-	١,٥-	٠,٩-	١,٧-	١,٢-	١,١-
إندونيسيا	١,٢	٢,٨-	٣,٧-	٢,٢-	١,٣-	١,٦-	٣,٤-	٣,٤-	٣,٦-
ماليزيا	٠,٨	٢,٠-	٨,٩-	٣,٧-	٤,٤-	٥,٩-	٨,٥-	٥,٣-	٥,٩-
الفلبين	٣,٤-	٦,١-	٢,٣-	١,٩-	٥,٥-	٤,٤-	٤,٤-	٥,٩-	٤,٥-
جمهورية كوريا	٤,٢	٠,٩-	٣,٠-	١,٥-	٠,١	١,٢-	٢,٠-	٤,٨-	٣,٩-
سنغافورة	٩,٦	٨,٣	١١,٢	١١,٤	٧,٣	١٥,٩	١٧,٧	١٥,٠	١٣,٧
مقاطعة تايوان	٧,٦	٦,٩	٦,٧	٣,٨	٣,٠	٢,٦	١,٩	٣,٨	٣,١
الصينية									
تايلند	٣,٥-	٨,٥-	٧,٧-	٥,٧-	٥,٦-	٥,٩-	٨,٠-	٨,٠-	٤,٦-

المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى إحصاءات دولية ووطنية.

ونظراً لأن قرار تعويم الباهت قد شكك في افتراض استقرار أسعار الصرف، هذا الاستقرار الذي بنيت عليه الديناميات الإقليمية القائمة، تعرض البيسو الفلبيني والرينغيت الماليزي للضغط فور إعلان التحرك التايلندي. وبعد تدخل في السوق دعمته زيادة أسعار الفائدة، سمح بتعويم العملاتين. ونظراً لأنه من المقبول عموماً أن إندونيسيا كان لديها أساسيات أفضل، لا سيما فيما يتعلق بحسابها الجاري، فإن ضغط المبيع قد استغرق بعض الوقت للانتقال إلى البلد المذكور. واستجاب مصرف إندونيسيا بسرعة، فوسع نطاق التدخل، محاولة منه لوقف المضاربة المعديّة، ولكن ما لبثت الروبية أن خسرت، هي أيضاً، من قيمتها.

ومع انتشار الذعر إلى الإقليم بأكمله وانهايار العملات، انضم إلى تجار ومضاربي النقد الأجنبي الذين كانوا يبيعون الباهت عدد متزايد من الشركات والمؤسسات المالية المحلية سعياً منها إلى تفادي الضغط الذي كانت تتعرض له ميزانياتها بسبب الاحتياجات المحلية المتزايدة من النقد من أجل خدمة ديونها الأجنبية وهبوط التدفقات النقدية اللازمة لتلبية هذه الاحتياجات. وأدى ذلك إلى إحداث الدوامة الهبوطية التي يتصف بها أطر الديون، حيث لم تؤدّ الجهود التي بذلتها الشركات للحيلولة دون إعاقتها سوى إلى تردي ميزانياتها إذ دفعت بأسعار الصرف وقيم الأصول إلى الانخفاض إلى مستويات أدنى.

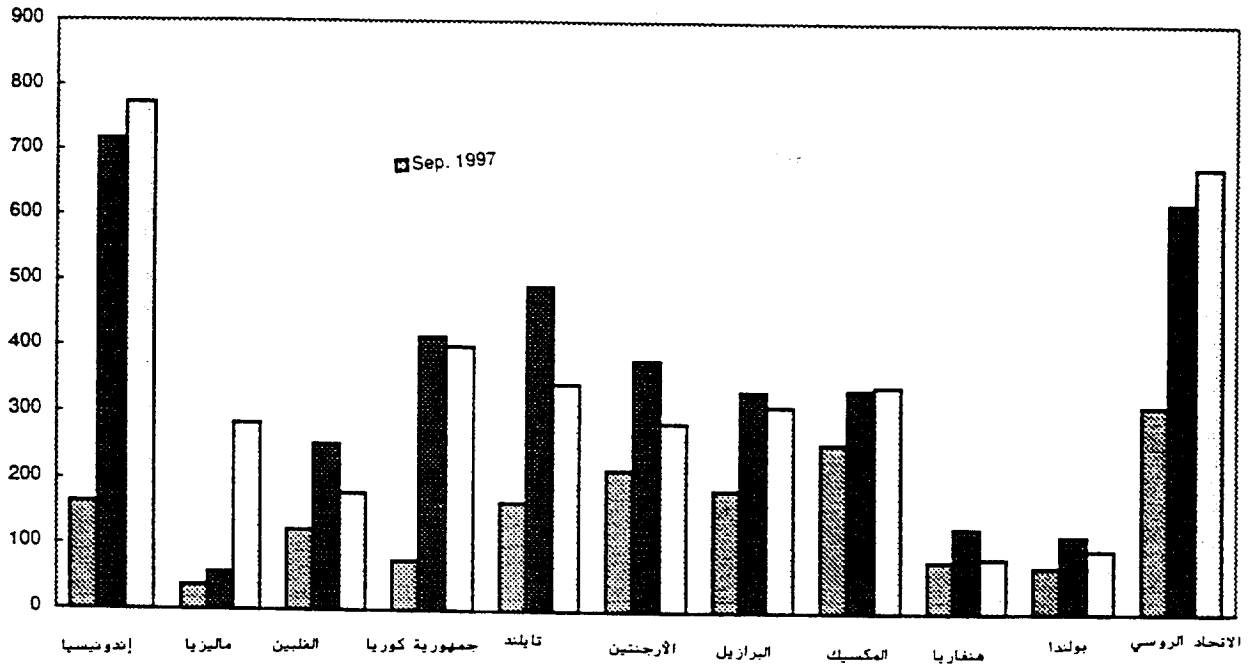
وكانت العدوى التي انتقلت إلى شمال شرق آسيا ناجمة عن الإقرار بأن نطاق تسويات سعر الصرف في جنوب شرق آسيا قد بلغ حداً من المنافسة النسبية المقلقة داخل إقليم شرق آسيا بكامله. فكانت مقاطعة تايوان الصينية أول المتعرضين للضغط، ثم أعقبتها هونغ كونغ بالصين. وللأسبب ذاته، تعرض أيضاً الون، عملة جمهورية كوريا، لهجمة المضاربة. ومع أن جمهورية كوريا لم تشهد فقاعة مضاربة عقارية، فقد أفلس عدد من شركاتها الكبيرة، وكان ثمة تخمين بأن مصارفها قد ضعفت نتيجة لخسائر تكبدتها فيما يتصل بذلك. وهنا أيضاً، فإن كمية كبيرة من احتياطات النقد الأجنبي كانت مخصصة بموجب تغطية آجلة. ومما زاد الأوضاع سوءاً إعلان مقاطعة تايوان الصينية أنها لن تتدخل لدعم عملتها. ومع تعرض أسعار الصرف للضغط في بقية آسيا، لم يلبث المشتركون في السوق أن أدركوا أوجه الشبه في ضعف الهياكل المالية في جميع البلدان تقريباً، فضلاً عن عدم كفاية مستويات الاحتياطيات. ومع انخفاض قيمة العملات، فإن الأوضاع السائدة في جنوب شرق آسيا قد تكررت بذلك في شمال شرق آسيا مع محاولة المدينين المحليين تغطية حافظات قروضهم الأجنبية أو التقليل منها، الأمر الذي سبب دوامة هبوطية في قيم العملات. وعليه فإن الافتراض الضمني لاستقرار أسعار الصرف الذي هيمن على السلوك التمويلي قد حل محله توقع حدوث هبوط حر، وبذلك محاولات للوقاية ليس فقط من الانخفاضات الجارية بل أيضاً من الانخفاضات المتوقعة مستقبلاً، مما أعطى دفعة إضافية للدوامة الهبوطية.

ولم يكن أثر الأزمة في أسعار الصرف وأسعار الأصول مقتصرًا على آسيا. فقد كانت أسعار الصرف تتعرض للضغط حيثما كانت توجد تدفقات وافدة كبيرة من الاقتراض الأجنبي مع محاولة المقرضين إعادة أموالهم إلى الوطن. وفي بادئ الأمر، تعرضت أسعار الصرف في جنوب أفريقيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية للهجوم. وعانت جنوب أفريقيا والبرازيل والاتحاد الروسي جميعاً خروج مبالغ كبيرة من رؤوس الأموال. ومع أن الجمهورية التشيكية كانت قد اضطرت أصلاً إلى التخلي عن نطاق التقلبات الذي حدده قبل المصاعب التي حدثت في تايلند، فقد تعرضت عملتها لضغط شرائي إضافي.

ونظراً إلى أن المستثمرين المؤسسيين يميلون إلى معاملة الأسواق الناشئة بوصفها صنفاً من أصناف الأصول، فإن توقعات حدوث خسائر في أحد الأسواق الناشئة تنزع إلى الانتشار بسرعة إلى أسواق ناشئة أخرى. بصرف النظر عن أساسياتها الاقتصادية. ولا شك أن ذلك كان عاملاً من عوامل انتشار الأزمة إلى أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية. غير أن العولمة المتزايدة للعلاقات المالية قد لعبت دوراً في ذلك أيضاً. فعلى سبيل المثال، احتفظت المصارف في جمهورية كوريا وهونغ كونغ بالصين باستثمارات مستدانة في عدد من البلدان النامية أو الاقتصادات التي تحتاز مرحلة انتقالية، بما في ذلك إندونيسيا والاتحاد الروسي والبرازيل. ونظراً لأن هذه المواقف قد مُولت بأموال مقترضة، فسرعان ما تحولت إلى خسارة عندما ارتفعت أسعار الاقتراض وهبطت قيمة الأصول استجابة للاضطراب في أسعار الصرف، مما حدا بالمصارف إلى سحب تمويلها لهذه البلدان بغية تسوية أوضاعها والتقليل من خسارتها. وأفضى ذلك إلى مبيع سندات برادي الأمريكية اللاتينية وسندات الخزانة الروسية وعمل على نقل الأزمة من آسيا إلى أسواق ناشئة أخرى. ويلاحظ مدى هذا الترابط في الزيادة البالغة السرعة والشبه في فارق السندات الآسيوية والأمريكية اللاتينية التي يتاجر بها في أسواق ثانوية عن سندات حكومة الولايات المتحدة المرجعية (انظر الرسم البياني ٢).

الرسم البياني ٢

نخبة من السندات في الأسواق الناشئة: متوسط فارق
العائد عن سندات الخزنة في الولايات المتحدة
(النقاط الأساسية)



المصدر: حسابات أمانة الأونكتاد، استناداً إلى بيانات تم تجميعها من Datastream.

إن وجود عدد كبير من أوجه الشبه، كنظام أسعار صرف مقاييس مع وجود ميل إلى الارتفاع في القيمة الحقيقية وتدهور في عجز الحساب الجاري والعجز المالي، قد حداً أيضاً بالمستثمرين إلى إعادة تقييم موقفهم في البرازيل. وبعد الهجمة على دولار هونغ كونغ، أعاد المستثمرون النظر في قوة نظام مجلس العملة في الأرجنتين وعانت البرازيل والأرجنتين تدفقات رأسمالية كبيرة إلى الخارج ومبيعات للعملة في المضاربة التي ضربت الأسواق العالمية في تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٧. وردت البرازيل بزيادة أسعار الفائدة لديها إلى ما يتجاوز ٤٠ في المائة والأخذ بمجموعة من إجراءات التقشف المالي. وبعد الخسارة في الاحتياطات بما مجموعه نحو ١٠ مليار دولار في الفترة بين تشرين الأول/أكتوبر وكانون الأول/ديسمبر، استعادت الثقة في الاقتصاد، وبحلول آذار/مارس، تجاوزت الاحتياطات مستويات ما قبل الأزمة. وألزمت الأرجنتين نفسها ببرنامج وضعه صندوق النقد الدولي، على الرغم من أنه لم تكن لديها أية نية في سحب أموال أو حاجة إلى فعل ذلك.

لقد كان أثر الأزمة على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة في آسيا كبيراً: فقد حدث تدفق رأسمال بمبلغ ٩٧,١ مليار دولار في عام ١٩٩٦، مقارنة بتدفق إلى الخارج بحوالي ١٢ مليار دولار في عام ١٩٩٧. ولا يتوقع حدوث تدفقات وافدة في عام ١٩٩٨. وتبين الاسقاطات الجارية التي أجرتها مؤسسات مالية مختلفة أنه لا يتوقع حدوث انخفاضات تذكر في تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية. ووفقاً لأحد التقديرات، فإن صافي التدفق المالي الخاص إلى أسواق أمريكا اللاتينية الناشئة سيهبط قليلاً، من ٩٦,٤ مليار دولار في عام ١٩٩٧ إلى ٩٤,٨ مليار دولار في عام ١٩٩٨، وإلى أوروبا الشرقية من ٦٠,٩ مليار دولار إلى ٥٨,٨ مليار دولار^(٨). غير أن من الجدير بالملاحظة أن الفوارق عن سندات الأسواق الناشئة التي زادت زيادة حادة في خريف عام ١٩٧٧ لم تنخفض انخفاضاً حقيقياً، مما يدل على وجود إدراك مستمر لارتفاع المخاطر في هذه الأسواق (الرسم البياني ٢). وهذا الأمر، إلى جانب ارتفاع حالات العجز في الحساب الجاري في معظم بلدان أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية، يوحي باحتمال وجود مخاطر هبوط جديّة.

دال - رد السياسة العامة

على غرار أزمة الديون في أمريكا اللاتينية عام ١٩٨٢، تغيرت تصورات طبيعة الأزمة الآسيوية وحجمها تغيراً جذرياً مع مر الوقت. فكما أن الأزمة، في عام ١٩٨٢، اعتبرت في بادئ الأمر مشكلة سيولة قصيرة الأجل، فإن المشكلة الآسيوية كان ينظر إليها في بادئ الأمر على أنها متعلقة بتسوية أسعار الصرف والمدفوعات. وبالتالي، عولجت الأزمة كأزمة "تقليدية" من أزمات المدفوعات، تفاقت بفعل ضعف هيكلية النظام المصرفي. وقيل فعلاً في ورقة عمل أعدها صندوق النقد الدولي إن "(حدوث) أزمة مالية يستدعي رداً من الصندوق مماثلاً للرد على أية مشكلة أخرى من مشاكل ميزان المدفوعات، إلا أن الرد يجب أن يكون أسرع وربما أكبر من الرد الذي تستدعيه حالة تقليدية"^(٩). وعليه، فقد شرع في تطبيق الأدوات النمطية للتقييد النقدي والمالي ورفع أسعار الفائدة بوصفها أدوات علاجية، على الرغم من أن اختلالات المدفوعات لم تكن قد حدثت نتيجة لعجز في الميزانيات أو فقدان في القدرة على المنافسة بسبب التضخم المحلي.

ويبدو أنه كان يوجد أساسان منطقيان رئيسيان لتطبيق سياسات تقليدية رداً على الأزمة. فأولاً، كان يتوقع من هذه السياسة أن تساعد على إعادة الثقة في السوق، ووقف انحطاط أسعار الصرف، وعكس اتجاه تدفقات رأس المال إلى الخارج. وثانياً، كانت تعتبر ضرورية من أجل تصحيح القواعد الأساسية، وبصفة رئيسية التقليل من اختلالات المدفوعات. كما تم تبرير التقييد المالي بأنه ضروري من أجل تمويل الإنفاق الحكومي على زيادة رأسمال النظام المصرفي دون تعريض الفائض المالي للخطر. غير أن هذه السياسات لم تنجح في تحقيق الهدف الأول، ولم تكن ضرورية من أجل تحقيق الهدف الثاني. ونظراً لكون الشركات المدينة عرضة للمخاطر المالية، فهي لم تعمل إلا على زيادة شدة الانكماش الناجم عن الديون، معمقة بذلك انتكاس الاقتصادات.

إن ارتفاع أسعار الفائدة لم ينجح إلى حد كبير في وقف الهبوط اللولبي في أسعار الصرف. فلم يكن له سوى أثر قليل في قرارات الشركات والمصارف تخفيض حدود مخاطرة أسعار الصرف لديها، مع جعل الاستعاضة عن مصادر التمويل المحلية بمصادر تمويل أجنبية أمراً أكثر تعذراً. ولم يتمثل الرد في التقليل من مبيع العملات المحلية لسداد الديون الأجنبية أو تغطيتها، بل تمثل فقط في تصفية الأصول وتخفيض مستويات النشاط. ففي أندونيسيا مثلاً، بلغت أسعار الفائدة ١٠٠ في المائة، دون أن يحدث ذلك أي أثر ملحوظ في الهروب من العملة، بل وحتى مع إعلان تجار العملة أن ليس ثمة سبب وجيه لانهيائها نظراً لقوة المرتكزات الاقتصادية للبلد. ومع أن إندونيسيا وتايلند قد أبقتا أسعار الفائدة لديهما أعلى منها في ماليزيا، فقد شهدتا قدراً أكبر من الصعوبات في عملتيهما وسوقي الأوراق المالية لديهما. وعلى النحو ذاته، فإن، تقييد الفلبين تقيداً صارماً بالبرنامج التقليدي لم يحمها من الإصابة بالعدوى.

وفي هذا الشأن، كان يمكن استخلاص عبر مفيدة من التجربة السابقة. فعلى سبيل المثال، في أزمة آلية سعر الصرف في النظام النقدي الأوروبي التي حدثت عام ١٩٩٢، والتي يوجد عدد من أوجه الشبه الملفتة بينها وبين اضطراب العملات الآسيوية، لم تكن أسعار الفائدة المرتفعة رادعاً فعالاً ضد ضغط السوق، وسرعان ما تم التخلي عنها. ونتيجة لذلك، كان انخفاض أسعار الفائدة والتوسع المالي، في أعقاب الأزمة، جزءاً من سياسة تكيف ناجحة في أكثر البلدان تأثراً.

ومن الواضح أنه كان ثمة حاجة إلى تخفيض عجز المدفوعات في تايلند، الأمر الذي كان سيتطلب تخفيض قيمة العملة وبعض التباطؤ في النمو، لكن الأمر لم يكن كذلك في جمهورية كوريا وإندونيسيا، حيث كان عجز الحساب الجاري بسيطاً. ولم يكن ثمة سبب قوي يدعو إلى تخفيض شديد في الاستيعاب المحلي في أي من هذه البلدان، حيث أن تصحيح سعر الصرف ذاته كان يمكن أن يتوقع منه أن يحقق قدراً كبيراً من التكيف اللازم، ليس فقط عن طريق استعادة القدرة على التنافس، بل أيضاً من خلال ما يحدثه من آثار ضارة بالمصارف والشركات المدينة. والأهم من ذلك أنه، نظراً لأن الأزمة لم يسببها اختلال في الإنفاق بين الصادرات والواردات، فإن تركيز السياسة العامة على تسوية المدفوعات قد أدى إلى تفاقم عدم الاستقرار المالي.

واتصفت الحالة بحدوث اختلال في توازن رصيد الديون بدلاً من حدوث اختلال في توازن التدفقات يمكن تصحيحه بتخفيض الإنفاق. ونظراً لأن معظم الاقتراض الخارجي كان قد تم الاضطلاع به بعملات أجنبية دون تغطية كافية، فإن هبوط العملة قد أحدث اختلالاً في الموازنة العامة للجهات المدينة، مصارف كانت أم شركات عقارية أم مؤسسات؛ أي أنه، بأسعار الصرف الجديدة، أصبح رصيد الديون الأجنبية المستحقة من الكبر بحيث لم يعد من الممكن دعمه بتدفقات الإيرادات المتوقعة. وبذلك، انخفضت قيمة الشركات وأسعار الأصول بشكل أعم. ونظراً لأن هذه الأصول كانت هي الضمان عن كثير من الإقراض المتزايد، فإن نوعية القروض المصرفية قد تدهورت تلقائياً. إن رد السياسة العامة المستصوب كان في رفع أسعار الفائدة بدلاً من تخفيف عبء إعادة التمويل الذي تتحمله الشركات المحلية بمنح ائتمان إضافي. وأفضى ذلك إلى مواصلة انكماش أسعار الأصول وزيادة خسائر موازنة الشركات وزيادة حاجتها إلى الإسراع في سداد ديونها الأجنبية أو ضمانها عن طريق تصفية أصولها وبيع العملة المحلية.

وبينما طبقت السياسات التقليدية رداً على الأزمة، فقد تحول الهدف الإقراضي لصندوق النقد الدولي عن برامج التكيف التقليدية، حيث يرمي هذا الإقراض عادة إلى دعم سعر الصرف الجديد الذي يتم بلوغه بعد التكيف. ففي شرق آسيا، تركت أسعار الصرف لتعوم، توقعاً لأن تسفر قوى السوق عن أسعار مستقرة جديدة، وكان الإقراض يرمي إلى بث الثقة في السوق وإعادة تدفقات رؤوس الأموال. وبذلك فإن إقراض الصندوق، بدلاً من أن يضمن سعر الصرف الجديد، قد استهدف ضمان الإبقاء على قابلية تحويل العملة المحلية والإبقاء على حرية تدفقات رؤوس الأموال، وضمان السداد للمقرضين الأجانب. وهؤلاء المقرضون، على خلاف المقرضين المحليين، يخرجون من الأزمة دون خسارة كبيرة، مع أنهم كانوا قد قبلوا التعرض للمخاطر، شأنهم في ذلك شأن غيرهم من المقرضين.

ونظراً لأن محاولة المدينين تعديل رصيد موازاناتهم العامة قد تسببت في استدامة الاضطراب في العملات، فإن الطريقة الفعالة الوحيدة للتصدي للأزمة كانت تتمثل في وقف تعديل الرصيد أو إبطائه. ومن الواضح أن هذه مشكلة من مشاكل التخصيص في الفترات البينية. وأي مصرف ينتاب المودعين فيه ذعر لا تكون لديه السيولة الكافية لسداد ودائع جميع مودعيه، ولكن إذا ما أُتيح له الوقت اللازم لبلوغ استثماراته آجال استحقاقها، يكون قادراً على سداد هذه الودائع في نهاية المطاف. فلا يكون المصرف في وضع صعب إلا إذا كانت قيمة الاسترداد النهائية لحافظته المالية أقل من خصومه، ففي هذه الحالة، يكون معسراً. إن بعض المدينين في شرق آسيا الذين قاموا بأنشطة مضاربة ربما كانوا في وضع من هذا القبيل حتى دون حدوث الانهيار في أسعار الصرف. غير أن الأزمة كانت في بادئ الأمر، بالنسبة لمعظمهم، أزمة سيولة لا أزمة إعسار. فليس ثمة من دليل يوحى بأن أيّاً من بلدان شرق آسيا لم يكن قادراً على توليد القطع الأجنبي اللازم لسداد ديونه الخارجية بتعديل لأسعار الصرف كان من شأنه أن يعيد القدرة على المنافسة (بنسبة ١٠ إلى ١٥ في المائة مثلاً)، شريطة منحه الوقت الكافي للقيام باستثمارات. فمن المرجح أن البلدان التي تبلغ معدلاتها الادخارية حوالي ٤٠ في المائة ولديها طاقة تصديرية عالية ما كانت لتجد صعوبة في سداد ديونها في غضون فترة معقولة من الزمن.

غير أن استخدام معدلات فائدة عالية، ومدى تخفيض قيمة العملة، وتخفيض معدلات النمو التي أوجدت أوضاع أطر الديون، هي عوامل سرعان ما أثرت على المؤسسات المالية وميزانيات الشركات لتوجد أزمة إعسار. وعلى نحو ما سيناقدش في الفصل القادم، يتمثل الإجراء المناسب، في ظل أوضاع كهذه من الهجمة المتواصلة على العملة، في التحرك بسرعة لحل مشكلة الفترة البينية عن طريق التجميد والجمع بين

المقترضين والمقرضين من أجل إعادة جدولة الديون، حتى قبل رصد أموال صندوق النقد الدولي. هذا هو ما كان مطلوباً في نهاية المطاف وما تحقق في جمهورية كوريا، باتفاق الدائنين على تجديد مبلغ كاف من القروض القصيرة الأجل لإتاحة مجال للسداد. غير أنه كان من الأفضل كثيراً أن تبدأ العملية بمفاوضات من هذا النوع، بدلاً من توفير تمويل من أجل سداد القرض للدائنين وإعداد صفقة إقراض مشروط من المؤكد أنها ستزيد من حالات الإفلاس، وخسائر الدخل، وأطر الديون، الأمر الذي من شأنه أن يقضي بنفسه على القدرة على السداد. إن الإسراع في إعادة هيكلة الديون وحقن سيولة لدعم العملة وتوفير رأس مال متداول للاقتصاد هي مجموعة من الإجراءات كانت ستتيح أيضاً مجالاً لمواصلة اتباع نوع السياسات التي مكنت الولايات المتحدة من الانتعاش بسرعة من حالة من أطر الديون والانتكاس في مطلع التسعينات (انظر المرفق).

إن المشكلة الأساسية التي ما زالت تواجه الاقتصادات الآسيوية هي إعادة جدول الديون المتراكمة. ويمكن إدراك شدة الأزمة الراهنة بمقارنة تلك الديون بالديون المصرفية المتراكمة في أمريكا اللاتينية في عام ١٩٨٢ (الجدول ٣١). وتراكم الديون الخارجية في شرق آسيا يتجاوز إلى حد بعيد تراكمها في أزمة أمريكا اللاتينية، باستثناء جمهورية كوريا. وعلاوة على ذلك، فإن إحدى خصائص الأزمة الراهنة هي مدى كون الديون الخارجية مصدراً من مصادر الإقراض المحلي المتزايد. ومقارنة المديونية الداخلية في الفترتين تبين أن الاقتراض الخارجي قد أدى إلى حدوث إقراض داخلي في الأزمة الآسيوية بقدر أكبر كثيراً منه في أزمة أمريكا اللاتينية (الجدول ٣١). وتوحي الأرقام بأنه نظراً لأن الأرجنتين والبرازيل والمكسيك والبلدان المدينة الأخرى في أمريكا اللاتينية قد لزمتهن مساعدة خاصة في حل الأزمة وإعادة جدول خدمة الديون، فإن هذه المساعدة ستلزم أيضاً لحل الأزمة الآسيوية.

ويمكن ملاحظة ذلك أيضاً بالإشارة إلى تقديرات عبء الديون الإجمالية التي يتعين على البلدان الآسيوية سدادها. إن حسابات مدفوعات الفائدة المقررة الواردة في الجدول ٣٢ عن عام ١٩٩٨ تستند إلى الأسعار فيما بين المصارف. وينبغي ملاحظة أنه سيتعين على المقترضين التجاريين دفع أسعار أعلى كثيراً نظراً لفوارقهم. ومن الواضح أن مشكلة التكيف الرئيسية التي تواجه البلدان الآسيوية لا تتمثل في خدمة الديون الخارجية، بل في حل مشكلة عبء الديون المحلية. ونتيجة لارتفاع أسعار الفائدة المفروضة بعد انفجار الأزمة، ارتفع عبء الفائدة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعاً كبيراً. ومن المحتمل تماماً أن يكون صافي القيمة الراهنة للإيرادات المقبلة المتصلة بمعدلات مجدية لنمو الدخل أقل من صافي القيمة الراهنة لالتزامات الفائدة مستقبلاً؛ ويوحي ذلك بأنه، بدون شطب الديون المحلية، ستظل تحدث حالات إفلاس على نطاق واسع.

الجدول ٣١

الديون الخارجية والمحلية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي
في بلدان نامية مختارة، ١٩٨٢ و ١٩٩٧
(بالنسب المئوية)

الديون المحلية	الديون الخارجية	
شرق آسيا (١٩٩٧)		
٦٥,٥	٢١٧,٩	إندونيسيا
٢١٣,٥	٦٢,٤	ماليزيا
١٠٥,٧	٧٤,٤	الفلبين
١٨١,٠	٥٠,٩	جمهورية كوريا
١٣٧,٩	٧٤,١	تايلند
أمريكا اللاتينية (١٩٨٢)		
١٥٤,١	٥١,٧	الأرجنتين
٢٨,٩	٣٠,٤	البرازيل
٣٨,٣	٤٧,٦	المكسيك
٣٢,٦	٥٣,٧	فنزويلا

المصدر: Deutsche Bank Research, "Is Asia's debt sustainable?", Market Issues, 25 May 1998.

الجدول ٣٢

النسبة المئوية لمدفوعات الفوائد إلى الناتج المحلي
الإجمالي في بلدان آسيوية مختارة، ١٩٩٥-١٩٩٨

١٩٩٨ ^(أ)	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	
				مدفوعات الفوائد على الديون الخارجية
٩,٥	٤,٠	٣,٢	٣,٤	إندونيسيا
٣,٩	٢,٧	٢,٣	٢,٤	ماليزيا
٤,٦	٤,٣	٢,٩	٣,٢	الفلبين
٣,١	١,٥	١,٢	١,٢	جمهورية كوريا
٤,٩	٣,٦	٢,٩	٢,٦	تايلند
				مدفوعات الفوائد على الديون المحلية
٣١,٧	١٦,٥	٧,٥	٧,٠	إندونيسيا
١٧,٩	١٣,٧	١١,٥	٨,٩	ماليزيا
١٣,٠	١٥,٨	١١,٦	٩,٧	الفلبين
٤٢,٨	٣٠,١	١٩,٥	١٩,٠	جمهورية كوريا
٢٦,٧	٢١,٠	١١,٤	١٢,٦	تايلند

المصدر: انظر الجدول ٣١.

(أ) تقديرات.

هاء - النتائج الاجتماعية للأزمة

يتضح أن الأثر الضار للأزمة المالية في شرق آسيا والسياسات المعتمدة لمعالجتها على النمو والتنمية الاقتصاديةيين أثير أعماق كثيراً مما كان متوقعاً أصلاً. فأتناء الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي - البنك الدولي التي عٌقدت بهونغ كونغ بالصين في أيلول/سبتمبر ١٩٩٧، دُفع عموماً بأن الاضطرابات

الجارية في الأسواق المالية الآسيوية ليست سوى حادثة عابرة ولن تسبب سوى نكسة مؤقتة. فمثلاً، في تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٧، بعد شهرين من انهيار العملة التايلندية، ورد في نشرة World Economic Outlook التي يصدرها صندوق النقد الدولي تنبؤ بأن هذه الاضطرابات لن تفضي إلا إلى تباطؤ ضئيل في النمو في المنطقة (الجدول ٣٣). إلا أنه، في غضون أكثر من ثلاثة أشهر، خفض صندوق النقد الدولي تقديره، وفي أيار/مايو ١٩٩٨، خفضه أكثر من ذلك بعد. إن الاسقاطات الراهنة (حزيران/يونيه ١٩٩٨) التي أجراها عدد من المؤسسات ترسم صورة أقتم من ذلك أيضاً. كما تبيّن أن التقديرات الأصلية للمدة المحتملة للآزمة كانت مفرطة في التفاؤل. فقد توقع الصندوق في بادئ الأمر أن تسترد البلدان المتأثرة عافيتها في عام ١٩٩٨؛ أما الآن، فإن أفضل تقدير هو عام ٢٠٠٢. وبعد عقود من ارتفاع الدخل ومستويات المعيشة، هبطت إيرادات الأسرة المعيشية وارتفعت البطالة ارتفاعاً حاداً في أكثر البلدان الآسيوية تأثراً بالآزمة المالية. فقد تأثرت جميع فئات الدخل، بما فيها فئة الأغنياء، الذين عانوا انخفاضاً في صافي الثروة نتيجة الانخفاض في أسعار الأسهم والعقارات. غير أن وقع فقدان الوظائف على عمال المناطق الحضرية المنخفضي الدخل وما أحدثه من آثار ثانوية في الفئات الفقيرة بالمناطق الحضرية والريفية على السواء يدعوان جداً إلى القلق على الصعيد الاجتماعي.

الجدول ٢٢

تنبؤات نمو الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٨ بالنسبة لاقتصادات مختارة من شرق آسيا

الاقتصاد	صندوق النقد الدولي، World Economic Outlook (١)SSB					الأونكتاد
	أيار/مايو ١٩٩٧	تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٧	كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٧	أيار/مايو ١٩٩٨	حزيران/يونيه ١٩٩٨	
الصين	٨,٨	٩,٠	٧,٥	٧,٠	٦,٠	٦,٠
هونغ كونغ، الصين	٥,٠	٥,٠	٤,١	٣,٠	٢,٠-	٢,٠-
اندونيسيا	٧,٥	٦,٢	٢,٠	٥,٠-	١٤,٠-	١٢,٠-
ماليزيا	٧,٩	٦,٥	٢,٥	٢,٥	٣,٠-	٢,٥-
الفلبين	٦,٤	٥,٠	٣,٨	٢,٥	٠,٨	١,٠
جمهورية كوريا	٦,٣	٦,٠	٢,٥	٠,٨-	٦,٥	٦,٠-
سنغافورة	٦,٦	٦,٠	٦,٢	٣,٥	٠,٩	١,٠
مقاطعة تايوان الصينية	..	٣,٠	..	٥,٠	٤,٨	٥,٠
تايلند	٧,٠	٣,٥	٠,٠	٣,١-	٨,٧-	٨,٠-

المصدر: IMF، World Economic Outlook، interim Assessment. أرقام مختلفة.

(أ) تنبؤ أجرته دار الاستثمار Salomon Smith Barney، هونغ كونغ، الصين، حسبما أفادت به وكالة الصحافة الفرنسية، ١٢ حزيران/يونيه ١٩٩٨.

وبمقدار ما يزداد التقلص الاقتصادي وبمقدار ما تتأخر عملية الانتعاش، بمقدار ما يقل احتمال أن يتمكن الفقراء حديثاً من التغلب على الحرمان واستعادة أوضاعهم المهنية ومستويات معيشتهم السابقة. بل إن أثر ذلك في الموارد البشرية قد يتجاوز ذلك إلى الجيل القادم من الكبار إذا ما انخفضت معدلات الالتحاق بالمدارس الابتدائية وتزايدت حالات سوء التغذية بين الأطفال. إن فقدان الوظائف لم يقتصر على شركات الصناعة التحويلية المثقلة بالديون والتصديرية المنحى وعلى قطاع التشييد، فقد كان كبيراً أيضاً في الشركات التي تخدم السوق المحلية، والتي أثقلت بأعباء ديون داخلية كبيرة وبناتج انهيار العلاقات المالية المحلية. وهذه الشركات هي عادة شركات كثيفة اليد العاملة في قطاعي المصنوعات أو الخدمات كانت قد ساعدت على التقليل من الفقر في الماضي باستيعاب أعداد كبيرة من العمال القليلي المهارة، الذين كان كثير منهم من أصول ريفية. إن ارتفاع أسعار الأغذية وتخفيض الاتفاق الاجتماعي قد عملا على زيادة تفاقم الأوضاع الاجتماعية وأسهما في نمو الفقر في بعض البلدان المعنية. وكما يلاحظ من الجدول ٣٣، فإن أشد البلدان تأثراً حتى هذا التاريخ كانت اندونيسيا وتايلند وجمهورية كوريا. وقد أفضى تدهور العمالة والأوضاع الاجتماعية في هذين البلدين إلى اضطراب يتراوح بين مظاهرات عمالية في جمهورية كوريا وأعمال شغب في اندونيسيا، تلك الأعمال التي أسفرت عن مقتل ما يزيد عن ١٠٠٠ شخص.

إن اندونيسيا، نظراً لعمق ركودها وكثرة عدد سكانها وانخفاض دخل الفرد فيها، هي البلد المتأثر بالصدمة الذي يتوقع فيه حدوث أكبر زيادة في العمالة الناقصة والفقر. فانهايار الروبية وتسارع خطى التضخم الذي قد يصل إلى ما يزيد عن ٨٠ في المائة في عام ١٩٩٨ قد عملا على تفاقم الأوضاع الاجتماعية عن طريق استنزاف القوة الشرائية وتآكل القيمة الحقيقية للمدخرات. وقد يحدث إجهاد إضافي لسبل المعيشة والنسيج الاجتماعي إذا ما طرد آلاف العمال الاندونيسيين من ماليزيا وسنغافورة وتعين استيعابهم في الاقتصاد الاندونيسي. وإذا ما أوقدت مجدداً نار العداء الإثني حيال الاندونيسيين ذوي الأصول الصينية فقد يؤدي ذلك إلى زيادة تفاقم الأزمة والثني عن الاستثمار الخاص المحلي مستقبلاً، وهو أمر جوهري من أجل الانتعاش الاقتصادي. وفي ضوء هذه الأوضاع، يتنبأ المكتب المركزي للإحصاء في اندونيسيا بأن عدد عاطلين عن العمل قد يصل إلى ١٥ مليون شخص في عام ١٩٩٨، أي بنسبة ١٧ في المائة من القوة العاملة، ونظراً لقلّة برامج استحقاقات البطالة، فإن معظم العمال المسرحين سيتحولون إلى كسب معيشتهم من القطاع غير الرسمي بدلاً من أن يظلوا عاطلين عن العمل إلى أجل غير مسمى. ونظراً للتقلص الشديد للاقتصاد، تقدر أمانة الأونكتاد أن نسبة السكان الاندونيسيين الذين سيعيشون في حالة فقر بحلول نهاية عام ١٩٩٨ ستزداد بمقدار ٥٠ في المائة خلال عام ١٩٩٦.

وثمة اقتصادات آسيوية أخرى قد شهدت البطالة ترتفع إلى مستويات قياسية، مع أنها لم تتأثر بنفس القدر من الشدة. فعلى وجه الخصوص، ارتفعت البطالة في تايلند من ٥,٤ في المائة من القوة العاملة في عام ١٩٩٧ إلى ٨,٨ في المائة في شباط/فبراير ١٩٩٨. وما برج أكثر القطاعات تأثراً حتى هذا التاريخ قطاع التشييد، حيث سرح ١,١ مليون عامل. وكان نصف هؤلاء العمال تقريباً من ميانمار وطردها من تايلند، بينما كان معظم الباقيين تايلنديين عاد معظمهم إلى مناطقهم الأصلية في الأرياف لتدبير قوت يومهم بشق النفس. وتقدر أمانة الأونكتاد أن نسبة الفقراء في سكان تايلند سترتفع بحوالي الثلث بحلول نهاية عام ١٩٩٨ نظراً لما لفقدان الوظائف من أثر في زيادة العمالة الناقصة بالمناطق الريفية والحضرية وفي تخفيض تحويلات عمال المناطق الحضرية إلى أسرهم في المناطق الريفية. إن انخفاض دخل الأسر المعيشية قد أفضى، في جملة أمور، إلى جعل الأسر أقل قدرة على تحمل نفقات إرسال أطفالها إلى المدارس. ونتيجة

لذلك، أفيد أن عدد تاركي الدراسة الابتدائية في تايلند قد ازداد بمقدار ثلاثة أضعاف تقريباً مقارنة بالعام الماضي.

كما تدهورت أوضاع التوظيف في جمهورية كوريا تدهوراً خطيراً. ففي حزيران/يونيه ١٩٩٨، بلغت نسبة البطالة ٧ في المائة، بينما كانت ٤,٤ في المائة في تشرين الأول/أكتوبر ١٩٩٧. وثمة ثلاث فئات من العمال تحملت بوجه خاص العبء الأكبر للآزمة. وإحدى هذه الفئات هي عمال قطاع التشييد، حيث هبطت العمالة في الفترة ذاتها بنسبة ٢٢ في المائة، مقابل ١٤ في المائة في قطاع الصناعات التحويلية. وثمة فئات أخرى هي العمال غير المنظمين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، التي، على خلاف معظم "الشايبولز"، لا تتاح لها سوى فرص وصول قليلة إلى الائتمان، وبالتالي فإنها آخذة في الإفلاس بسرعة. أما الفئة الثالثة فهي الموظفين، اللواتي كن، على نحو غير متناسب، أول من تم تسريحهم. وإلى جانب تزايد البطالة، حدث انخفاض في الأجور الحقيقية بنسبة ٢,٣ في المائة سببه التخفيضات في مدفوعات العمل الإضافي والمكافآت السنوية. ومن المتوقع أن تتردى الحالة بدرجة ملحوظة في الأشهر القادمة، حيث يحتمل أن تبلغ نسبة البطالة ١٠ في المائة بحلول نهاية عام ١٩٩٨، حيث تعتزم ١٢ من بين "الشايبولز" الـ ٣٠ الأكبر حجماً تخفيض أحجامها بما يتراوح بين ٢٠ و ٥٠ في المائة، وتعتزم الحكومة تخفيض العمالة العامة بنسبة ١٠ في المائة في المستقبل القريب. ومن المحتمل أيضاً أن تواصل الأجور الحقيقية انخفاضها مع اختيار أعداد متزايدة من العمال إجراء تخفيضات في أجورهم مقابل ضمان بقائهم في وظائفهم.

إن وجود برامج استحقاقات البطالة وتوسع هذه البرامج قد خففا من الأثر الاجتماعي للآزمة في جمهورية كوريا، ولكن بدرجة أقل كثيراً في اندونيسيا، التي، بوصفها بلداً أفقر، لا توجد لديها سوى تدابير شبكة أمان دنيا موضوعة موضع التنفيذ، وفي تايلند، التي لا توجد لديها تقريباً أية برامج لحماية العاطلين عن العمل والعمال عمالة ناقصة. إن اللامبالاة وعدم الاستعداد في الماضي فيما يتعلق بأحكام شبكة الأمان هما أمران يمكن تفهمهما حيث إن الحكومات المعنية قد افترضت بشكل معقول منذ زمن طويل أن النمو الاقتصادي السريع والمستدام من شأنه أن يعمل، من تلقاء نفسه، على زيادة الدخل وتقليل العمالة الناقصة وتخفيف الفقر. وإلى أن يتم إحياء الناتج الاقتصادي، تكون المخففات المتمثلة في شبكات الأمان ضرورية لاستيعاب ما أحدثته الأزمة من صدمة في قطاعات السكان الضعيفة والفقيرة. وفي حالة اندونيسيا، يعكف المجتمع الدولي حالياً على تنظيم مساعدة إنسانية قصيرة الأجل بما يزيد عن ١ مليار دولار تحقيقاً لهذه الغاية. وستشمل صفقات المساعدة برنامج أشغال عامة لعمال المناطق الحضرية المسرحين، وواردات من الأرز والأدوية لتثبيت أسعار سلع الأجور وتلبية الاحتياجات الأساسية، ومساعدة تقنية ترمي إلى تعزيز التنمية الريفية. ومن شأن هذه العناصر أن تساعد على تخفيف آثار الأزمة على الفقراء. ومن التدابير الإضافية التي قد تكون مفيدة توسيع نطاق برامج الائتمان الأصغر من أجل صغار المقاولين، لا لشيء إلا لأن هذه النهج، خلافاً لمشاريع الأشغال العامة، تمكن المرأة والرجل على السواء من المشاركة فيها والانتفاع بها.

غير أن تدابير شبكات الأمان لا يمكن أن يكون لها سوى أثر هامشي ومؤقت في تخفيف الشدائد الاجتماعية. وهي ليست بأي شكل حلاً طويلاً للأزمة الاجتماعية. إن استئناف النمو المرتفع والمستدام هو أمر لا غنى عنه بغية عكس اتجاه آثار الانكماش الاقتصادي وإعادة تخفيض مستويات البطالة والفقر إلى ما كانت عليه قبل اندلاع الأزمة. والأصرار على ارتفاع أسعار الفائدة المحلية وتوازن الميزانيات قد أحدث عكس النتائج المتوخاة منه في هذا الشأن. وستكون سياسات زيادة الإنفاق المحلي وتخفيض

أسعار الفائدة أمراً ضرورياً بغية التغلب على المصاعب المالية وإنعاش الطلب المحلي. أما البديل عن ذلك فهو استمرار الكساد الاقتصادي مع ما يترتب على ذلك من نتائج بالنسبة للاستقرار الاجتماعي والسياسي في المنطقة.

واو - الاستنتاجات: الأزمة و"نموذج" التنمية الآسيوي

كما لوحظ آنفاً، يرى بعض المعلقين الغربيين أن الأزمة في شرق آسيا كان سببها وجود أوجه قصور هيكلية ومؤسسية في البلدان المعنية، كانت ناجمة عن البيئة التي تعمل فيها الاقتصادات. وعلى وجه العموم، يشار تحديداً إلى سببين بوصفهما السببين الجذريين للمصاعب المالية في المنطقة، وهما: العلاقة الوثيقة بين الحكومة والشركات التجارية، وانحرافات السوق التي عزلت الشركات التجارية عن القوى التنافسية وانضباط الأسواق. ويذهب بعض المعلقين إلى أبعد من ذلك فيقولون إن الأزمة تؤذن بنهاية "نموذج التنمية الآسيوي". ففي حين أنهم يقبلون بأن "النموذج" كان ناجحاً جداً في إيجاد وتيرة لم يسبق لها مثيل من التصنيع والنمو، وفي القضاء على الفقر، فإنهم يرون أنه قد بات الآن قديم العهد وأنه قد أغرقته قوى الأسواق العالمية، على غرار انتصار الشكل الغربي لرأسمالية السوق الحرة على التخطيط المركزي.

وليس من شك في أن الطريقة التي تدار بها الاقتصادات وتسير بها الأعمال التجارية في شرق آسيا تختلف اختلافاً كبيراً عن "النموذج الغربي"، غير أن التحليل المقدم في هذا الفصل يبين أن الأزمة في شرق آسيا لا تختلف في سماتها الجوهرية عن الأزمات التي شهدتها البلدان المتقدمة والبلدان النامية المنضوية تحت نظم مؤسسية واجتماعية - اقتصادية مختلفة، بما فيهم نظم البلدان التي تعمل في ظل النموذج الغربي، الأنغلو - أمريكي. وهي حلقة إضافية أخرى في سلسلة الأزمات التي ما فتئت تحدث بتواتر متزايد منذ انهيار ترتيبات بريتون وودز، ومع الأخذ بتعويم أسعار الصرف وإطلاق رؤوس الأموال.

وعلاوة على ذلك، ثمة أوجه اختلاف هامة بين اقتصادات شرق آسيا في مؤسساتها وهيكلها الاقتصادية^(١٠). وفي الواقع، كانت هناك، قبل حدوث الأزمة المالية، نزعة إلى تمييز نموذج التنمية في جنوب شرق آسيا عن النموذج الذي تتبعه بلدان شمال شرق آسيا (اليابان والفئة الأولى من الاقتصادات الحديثة التصنيع، باستثناء هونغ كونغ بالصين)، وإلى توصية البلدان النامية الأخرى بمضاهاته نظراً لاعتماده على إدارة الاقتصاد الكلي المحافظة وسياسات التجارة الحرة والاستثمار الأجنبي المباشر أكثر من اعتماده على سياسات التدخل^(١١). ومن الجدير بالملاحظة أن ثمة اقتصاديين "تدخلين" - هما سنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية - لم يشهدا اضطراباً خطيراً في العملة أو أزمة مالية خطيرة مع أنهما قد عانیا آثاراً جانبية، شأنهما في ذلك شأن بلدان أخرى كثيرة تربطها بالمنطقة روابط تجارية ومالية قوية. وفي جنوب شرق آسيا أيضاً، تختلف المشاكل التي تواجهها إندونيسيا وتايلند اختلافاً تاماً عنها في ماليزيا، التي انتهجت سياسات أنشط إلى حد ما مما انتهجه البلدان الآخران.

وكما في الحلقات السابقة للأزمة المالية واضطراب العملة في البلدان النامية، فإن الأزمة في شرق آسيا قد سبقها تحرير مالي وإلغاء للضوابط التنظيمية المالية، الأمر الذي شكل، في بعض الحالات، تحولاً رئيسياً عن الممارسات السابقة. وبهذا المعنى، فإن المشكلة الأساسية لم تكن تكمن في وجود قدر أكبر مما ينبغي من التدخل والرقابة الحكوميين، بل في وجود قدر أقل مما ينبغي منهما. وقد طرح جوزيف ستيفليتز، كبير خبراء الاقتصاديين في البنك الدولي رأياً مماثلاً حيث قال:

"لقد استغل بعض الأيديولوجيين المشاكل الراهنة التي تواجه شرق آسيا للإيحاء بأن نظام التدخل النشط من جانب الدولة هو أساس المشكلة ... وعندي أن لب المشكلة الراهنة في معظم الحالات ليس أن الحكومة قد فعلت أكثر مما ينبغي، بل إنها فعلت أقل مما ينبغي ... والخطأ ليس في أن الحكومة أساءت توجيه الائتمان ... بل إن المشكلة كانت تتمثل في تقاعس الحكومة عن العمل وفي أنها استهانت بأهمية التنظيم المالي وحسن إدارة الشركات.

إن أزمة شرق آسيا لا تدحض المعجزة التي حدثت في شرق آسيا. فالصيغة الأكثر عقائدية لتوافق واشنطن لا توفر الإطار الصحيح لفهم نجاح اقتصادات شرق آسيا أو لفهم اضطراباتها الراهنة. ومن المحتمل أن ما قد يتخذ بناء على هذه النظرة إلى العالم من إجراءات رداً على أزمة شرق آسيا سيكون، في أفضل الحالات، خاطئاً للغاية، وفي أسوأها، عكسي النتائج^(١٢).

إن الخروج على الممارسات السابقة كان ملحوظاً بوجه خاص فيما يتعلق بجمهورية كوريا، التي، شأنها شأن اليابان ومقاطعة تايوان الصينية، كانت تعتبر عادة أنجح "نموذج" للتصنيع الحديث يقوم على جملة أمور، منها السمات التي باتت تعتبر السبب الجذري للأزمة. غير أن الخروج على "النموذج"، وليس السعي إلى تطبيقه، هو السبب الرئيسي لحدوث الأزمة في البلد المذكور. ويبدو أن هذا الخروج قد حدث في مجالين حاسمين، هما: التحكم بالاقتراض الخارجي وتوجيه الدولة للاستثمار الخاص. واعتمد البلد على التمويل الخارجي في عملية التصنيع التي شرع فيها في الفترة اللاحقة على الحرب، وذلك بصفة رئيسية عن طريق الاقتراض من المصارف الدولية، إلا أن ذلك الاقتراض كان يخضع دائماً تقريباً لموافقة الحكومة وضمانها. ومن جهة أخرى، بينما كان الاستثمار الخاص القوة الدافعة للتصنيع، نهضت السياسة دوماً بدور رئيسي في التنسيق بين قرارات الاستثمار تجنباً لحدوث قدر مفرط من التنافس وإفراط في الطاقة الإنتاجية. ويبدو أن التخلي عن هذا التنسيق هو أحد الأسباب الرئيسية لسوء التخصيص والاستثمار الزائد، في حين أن تخلي الحكومة عن الرقابة على القطاع المالي يفسر لماذا أصبح البلد عرضة للتهافت على الديون الخارجية ولهجمة على عملته.

إن إزالة الضوابط والموازين في هذه المجالات قد أحدثت قدراً بالغاً من عدم الاستقرار والاضطراب في الترتيبات المؤسسية التقليدية المتعلقة باستثمار الشركات وتمويلها. والاستدانة العالية من جانب الشركات، التي كانت أحد العوامل الأساسية فيما حدث في الفترة اللاحقة على الحرب من نمو وتراكم سريعين^(١٣)، كانت قاتلة عندما أُتيح للشركات جمع أموال في الخارج دون الإشراف والرقابة التقليديين، معتبرة الديون الخارجية والديون الداخلية بديلين خالصين، على الرغم من عدم وجود نظير دولي للمقرض المحلي الذي يتم اللجوء إليه كملاذ أخير لتسوية مشاكل السيولة. وعليه، لم تكن المشكلة مشكلة استدانة بقدر ما كانت مشكلة التحرير - وهي نقطة يوضحها جيداً المثال الهندي: ففي الهند، تكتيف أكبر الشركات تكييفاً عالياً لتفي بالمعايير الدولية، لكن الاقتصاد قد تجنب الاضطراب الذي حدث في أسواق شرق آسيا المالية بفضل نهجه التدريجي والحذر إزاء تحرير الحسابات الرأسمالية^(١٤).

أما فيما يتعلق بالاقتصادات الحديثة التصنيع من الفئة الثانية، فلم يبت في أمرها بعد، حتى قبل أن تتجلى البوادر الأولى للأزمة. وعلى نحو ما درسته أمانة الأونكتاد بقدر من التفصيل في تقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٦ وغيره^(١٥)، فإن هذه البلدان، في الوقت الذي كانت تنتهج فيه سياسات أكثر تحسناً، قد نجحت للغاية في حشد الموارد المحلية وإقامة صناعات تنافسية تقوم على كثافة الموارد والأيدي العاملة.

وجودل بأن هذه السياسات مناسبة فعلاً في المراحل الأولى لترويج الصادرات، وهي مراحل سهلة نسبياً، إلا أنه كان يجري بلوغ حدودها، ولم تكن ثمة حاجة للتحويل إلى نوع الاستراتيجية التي ينتهجها جيرانها الشماليون بغية مواصلة إحراز تقدم في عمليتي التصنيع والتنمية. إن التحرر المالي، الذي جاء إضافة على المصاعب الهيكلية، قد زاد اعتماد هذه البلدان على الموارد الأجنبية فزاد، بالتالي، من تعرضها لأهواء التمويل الدولي. وربما كان ذلك أوضح ما يكون في تايلند، حيث كان إنشاء مرفق مصرفي دولي (يناقش في الفرع جيم أعلاه) وتحرير القطاع المصرفي ورفع الرقابة عن الاستثمار العقاري عوامل حاسمة في الأزمة.

لقد أبدى في تقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٧، الرأي القائل إن الأمثلة الناجحة على التصنيع الحديث تتميز بطريقة إدارة الأرباح وإدارة الاندماج في الاقتصاد العالمي. وكان هذا أحد الدروس الرئيسية المستخلصة من تجربة اليابان في الفترة اللاحقة على الحرب وتجربة الاقتصادات الحديثة التصنيع من الفئة الأولى. إن العبرة الرئيسية المستخلصة من الأزمة الآسيوية ترسخ الاستنتاج التالي: عندما تتعثر السياسات في إدارة رأس المال والتكامل، فلا حصر للضرر الذي يمكن للتمويل الدولي أن يلحقه باقتصاد ما. ومن المؤكد أن ثمة مجالاً كبيراً للسياسات الوطنية في منع حدوث أزمات من هذا النوع وإدارة هذه الأزمات بشكل أفضل. غير أن هذه الأزمات هي مشكلة منهجية، وعليه، يلزم أيضاً اتخاذ إجراءات على الصعيد العالمي. ويتناول الفصل التالي هذه المسائل الأكثر أساسية وشمولاً.

الحواشي

(١) غير أنه حالما بدأ رأس المال الأجنبي بالرحيل، تم تحويل "السيتيز" المقوم بالبيسو إلى تيسوبونوس مقايصة بالدولار.

(٢) كان يتم الاقتراض بكامله تقريباً من خلال اتحادات إقراض، حيث كانت ٥٣ في المائة منه تنظمه مصارف تجارية تابعة للولايات المتحدة في الفترة ١٩٧٤-١٩٧٧، مقابل ٣٩ في المائة عن الفترة ١٩٧٨-١٩٨٢. وفي عام ١٩٨١، ذهب ما يزيد عن ٥٠ في المائة من الإقراض إلى مقترضين القطاع الخاص، مقارنة بـ ٤٥ في المائة في عام ١٩٧٩. وكان حوالي ثلثي إقراض مصارف الولايات المتحدة يقدم إلى مقترضين القطاع الخاص. وفي عام ١٩٨٣، أول أعوام إعادة هيكلة الديون، ارتفع نصيب الإقراض الذي تضمنه جهات عامة إلى الثلثين ليبلغ في نهاية المطاف ٨٥ في المائة في عام ١٩٨٥. فعلى سبيل المثال، أفادت الأرجنتين أن ثلثي مجموع حافظة قروض المصارف الأجنبية قد قدم إلى مقترضين القطاع الخاص في عام ١٩٩٧. و٧٥ في المائة في عام ١٩٨٢، وأقل من ٢٥ في المائة في عام ١٩٨٦. وبعض التغير في القياسات الإحصائية للإقراض العام كان سببه تأمين المصارف الخاصة؛ انظر مركز الأمم المتحدة للشركات عبر الوطنية، Transnational Banks and the International Debt Crisis (United Nations publication, Sales No. E.91.II.A.19), New York, 1991.

(٣) M. Ahmed and L. Summers, "A tenth anniversary report on the debt crisis", Finance and Development, Vol, 29, No. 3, September 1992.

(٤) وفقاً لتصنيف البنك الدولي، لم تكن سوى إندونيسيا من البلدان "الشديدة المديونية"، بينما كانت تايلند والفلبين وماليزيا جميعها بلداناً متوسطة المديونية؛ انظر World Bank, Global Development Finance 1998 (Washington, D.C., 1998), pp. 65-73.

الحواشي (تابع)

- (٥) انظر تقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٦، الجدول ١١.
- (٦) البنك الدولي، المرجع المذكور، الصفحة ٣٣.
- (٧) إن عدم وجود قواعد واضحة بشأن المحاسبة الموحدة للفئات الصناعية هو أمر كان له في بعض الحالات أهمية خاصة في هذا السياق.
- (٨) Institute of International Finance, "Capital Flows to Emerging Market Economies", Washington, D.C., 30 April 1998, p. 5, Table 4.
- (٩) J. M. Boughton, "From Suez to Tequila: The IMF as crisis manager", IMF Working Paper No. 97/90 (Washington, D.C.: IMF, 1997).
- (١٠) يرد بحث للسّمات المشتركة والمختلفة لاقتصادات شرق آسيا في عدد من الورقات المقدمة كجزء من بحوث الأونكتاد في التصنيع في شرق آسيا؛ انظر Journal of Development Studies - Special Issue on East Asian Development: New Perspectives, Vol. 34, No. 6, August 1998.
- (١١) World Bank, The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy (Oxford: Oxford University Press, 1993).
- Y. Akyüz et al., "New perspectives on East Asian development", انظر، in the Special Issue of the Journal of Development Studies
- المشار إليه في الحاشية السابقة.
- (١٢) J. Stiglitz, "More instruments and broader goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", The 1998 WIDER Annual Lecture, Helsinki, January 1998, p.3.
- (١٣) R. Wade and F. Veneroso, "The Asian financial crisis: The high-debt model and the unrecognized risk of the IMF strategy", Working Paper No. 128 (New York: Russell Sage Foundation, 1998).
- (١٤) انظر A. Singh, "Asian Capitalism and the financial crisis" ورقة مقدمة في المؤتمر المعني بعدم الاستقرار العالمي وحسن الإدارة العالمية، كلية روبنسن، كامبردج، المملكة المتحدة، أيار/مايو ١٩٩٨؛ و J. Glen, A. Singh and R. Matthias, "How competitive are the emerging markets? An analysis of corporate rates of return from 9 emerging markets"، ورقة مقدمة في حلقة دراسية عقدت في إدارة البحوث التابعة لصندوق النقد الدولي، واشنطن العاصمة، تموز/يوليه ١٩٩٨.
- (١٥) انظر Special Issue of Journal of Development Studies، المشار إليه أعلاه.

مرفق الفصل الثالث

ثلاث حلقات في الأزمة المالية بعد بريتون وودز

أولاً - تجربة المخروط الجنوبي

هناك أوجه شبه كثيرة بين تجربة بلدان المخروط الجنوبي في أمريكا الجنوبية في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات، لا سيما التجربة الشيلية أثناء تلك الفترة، والأزمة المالية التي حدثت مؤخراً في شرق آسيا، وهي: اقتراض مفرط في الخارج بعملة أجنبية توسطت فيه مصارف رُفعت عنها الضوابط التنظيمية مؤخراً دون إشراف واف في ظل أوضاع من أسعار صرف ثابتة وتفاوتات كبيرة في أسعار الفائدة، الأمر الذي أفضى في نهاية المطاف إلى انتشار حالات الإفلاس على نطاق واسع وأزمات مصرفية وأزمات في أسعار الصرف^(١).

فقد بدأت عملية التحرير في شيلي في عام ١٩٧٤ مع عودة المصارف المؤممة بالكامل إلى القطاع الخاص من خلال مزادات مدعومة بترتيبات ائتمانية سخية. وكجزء من استراتيجية لإزالة القمع المالي، حررت أسعار الفائدة، وخفضت متطلبات الاحتياطي، وأتيح لمؤسسات التمويل financieras المنشأة حديثاً أن تعمل دونما قيد. وعلى الرغم مما كانت قد أصدرته السلطات قبل ذلك من إعلانات بأن الودائع ليست مضمونة وأنه لن تحدث أية حالات إنقاذ، فقد تدخلت الحكومة بشدة في عام ١٩٧٧ عندما كان أحد المصارف الهامة في ورطة خطيرة فأنقذت المودعين والمصرف على السواء.

واتخذت التجربة منعطفاً آخر في عام ١٩٧٧ عندما ثبت سعر الصرف الإسمي للبيسو مقابل الدولار وخفضت القيود المفروضة على قابلية التحويل وتنقلات رأس المال، بما في ذلك الاقتراض الخاص في الخارج. وشرح في ذلك الحين أحد كبار موظفي صندوق النقد الدولي الأساس المنطقي للتدبير الأخير بالعبارات التالية:

"في حالة القطاع الخاص، أرى أن الفرق بين الديون المحلية والأجنبية ليس هاماً - فيما عدا التدخل الحكومي في تحويل مدفوعات الخدمة أو غير ذلك من السياسات العامة غير المناسبة بشكل واضح - إن وجد هذا الفرق أصلاً. إن مخاطر الصرف المرتبطة بالاقتراض الأجنبي يفترض أنها موضوعة في الاعتبار، شأنها في ذلك شأن المخاطر الأخرى المرتبطة بالاقتراض، سواء كان من مصادر محلية أو أجنبية. وبوجه أعم، يمكن أن ينتظر من الشركات الخاصة أن تتوخى التأنى في تقدير صافي العائد المستحصل من اقتراض أموال بالمقارنة بصافي الكلفة، حيث أن الأمر يتعلق ببقائها كشركات"^(٢).

واشتدت تدفقات رؤوس الأموال الوافدة في عام ١٩٨١ وارتفع سعر الصرف الحقيقي ارتفاعاً سريعاً. وشهدت هذه الفترة ارتفاعاً حاداً في أسعار الفائدة على الدولار، في وقت ربما كان يتوقع فيه تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج، لكن أسعار الفائدة المحلية الحقيقية كانت تزيد عن ٣٠ في المائة حيث أبقى السياسة النقدية تقديرية نظراً للارتفاع السريع في عجز الحساب الجاري نتيجة لارتفاع قيمة العملة، وازدهار الاستهلاك، وحدوث ارتفاع مفاجئ وعابر في قيمة الأصول المالية والحقيقية. وارتفع العجز التجاري

من حوالي ٣٥٠ مليون دولار في عام ١٩٧٩ إلى ٢ ٧٠٠ مليون دولار في عام ١٩٨١ مع ارتفاع الواردات الاستهلاكية. وسرعان ما تحول المقترضون المحليون من الاقتراض بالبيسو إلى الاقتراض بالدولار بغية تقليل تكاليف التمويل، توقعاً منهم أن تهبط أسعار الفائدة الدولية بخطى أسرع من الأسعار المحلية. وكانت تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، بصفة رئيسية، قروضاً من مصارف دولية مقومة بالدولار. وكانت المصارف المخصصة حديثاً تعيد إقراض معظم هذه القروض إلى مقترضين محليين بالدولار: ففي عام ١٩٨١، ازدادت قروض المصارف المحلية المقومة بالدولار إلى قطاع البناء بنسبة ٨٢ في المائة مقارنة بارتفاع الإقراض بالبيسو بنسبة ١٢ في المائة. واستخدم قدر كبير من الزيادة في الإقراض لتمويل شراء أصول عامة كان يجري نقل ملكيتها إلى القطاع الخاص. وارتفعت نسب الديون المصرفية إلى الدخل ارتفاعاً حاداً تجاوز ٥٠ في المائة في معظم قطاعات الاقتصاد، كما تجاوزت نسب الديون إلى أسهم رأس المال في التكتلات الكبيرة ٩٠ في المائة.

وانهار نظام أسعار الصرف في عام ١٩٨٢. وكان جزء هام من النظام المصرفي معسراً أصلاً عندما بدأ الإقراض الأجنبي في التوسع بسرعة في عام ١٩٨٠. وفي عام ١٩٨١، قامت الحكومة بتصفية ثلاثة مصارف تجارية، وأربعة مصارف financieras ومصرف إنمائي، وكانت هذه المصارف تستأثر بـ ٣٥ في المائة من مجموع الإقراض. وفي عام ١٩٨٣، وضعت ثمانية مصارف أخرى، تستأثر بـ ٤٥ في المائة من قروض النظام المالي، تحت إشراف المصرف المركزي، الذي احتجز، بحلول عام ١٩٨٨، قروضاً مصرفية مشبوهة بما يعادل حوالي ٢٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. ولم ينج سوى مصرف تجاري واحد من دون دعم حكومي. في هذه المرحلة، أولي تفكير جدي لمراقبة وتنظيم النظام المصرفي على نحو تتوخى فيه الحيطة المالية.

ثانياً - الأزمة المصرفية والعقارية في الولايات المتحدة وانكماش الديون

إن الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة بالولايات المتحدة الذي أحدث مصاعب لدى المقترضين في أمريكا اللاتينية في مطلع الثمانينات قد أوجد أيضاً مشاكل لدى رابطات الادخار والإقراض بالولايات المتحدة^(٣). والإلغاء التدريجي للأنحة Q، الذي خول مصرف الاحتياطي الفيدرالي صلاحيات لوضع حدود لأسعار الإيداع، قد أفضى، اعتباراً من عام ١٩٨٠، إلى زيادة المنافسة على الودائع، سواء فيما بين المصارف أو بين المصارف والمؤسسات الأخرى. وترك لدى رابطات الادخار والإقراض حافظات قروض عقارية كبيرة مدتها ٣٠ عاماً بأسعار فائدة منخفضة ثابتة في وقت كانت المنافسة تعمل على رفع أسعار الفائدة على الودائع. وأسفر ذلك عن جعل معظم هذه المؤسسات معسرة على الفور؛ فقد واجهت خيار إما رفع أسعار فائدتها على الودائع بما يتجاوز الأسعار التي تلتقها على قروضها، أو رؤية ودائعها تستنفد إلى أن لا يعود يوجد لديها موارد سائلة لمواجهة عمليات السحب. ونتيجة لذلك، تشكلت ضغوط من أجل رفع الضوابط التنظيمية عن الأصول في الميزانيات، مما أسفر في نهاية المطاف عن إفراط في المخاطرة وإيجاد ديون. ومنح الكونغرس رابطات الادخار والإقراض قدراً أكبر من الحرية لدخول مجالات جديدة من النشاط بعائدات أعلى، بما فيها سندات (خسيسة) غير استثمارية، وعقود آجلة وشرطية، وقروض عقارية تجارية، وقروض استهلاكية وبواسطة بطاقات الائتمان، بينما زيد حجم الودائع الدنيا المستفيدة من ضمان التأمين الاتحادي على الودائع. وفي الواقع، كان التشريع الجديد بمثابة دعوة لرابطات الادخار والإقراض لتخطي مصاعبها عن طريق الاستثمار في أصول عالية المخاطر وعالية المردود.

وأفضى ذلك إلى احتمال الغش والخطر الأخلاقي. وحيث إن معظم رابطات الادخار والإقراض كانت معسرة أصلاً، فإن فرصة بقائها الوحيدة كانت في أن تتوسع إلى مجالات نشاط عالية المخاطر، بتمويل من ودائع بائت مكفولة حتى حد ١٠٠ ٠٠٠ دولار لكنها لم تعد خاضعة لحدود قصوى لأسعار الفائدة. وما لبثت مصارف الاستثمار أن أوجدت تجارة مجزية بوصفها سمسرة ودائع مؤمن عليها، فوفرت لرابطات الادخار والإقراض أموالاً بحزم من ١٠٠ ٠٠٠ دولار مؤمن عليها اتحادياً، وقامت الرابطات بدورها باستثمارها في مشاريع عالية المخاطرة. وحذت المصارف التجارية وصناديق المعاشات وشركات التأمين جميعها حذو رابطات الادخار والإقراض في قروض حييزة وتنمية وبناء أسفرت عن حدوث ثورة مفاجئة وعابرة في أسواق العقارات. كما أتيحت فرص للأعمال التجارية البديلة عن طريق الإقراض للمستهلكين أثناء فترة الانتعاش التي بدأت في عام ١٩٨٣، وعن طريق توفير تمويل عالي المراجعة من أجل عمليات الاندماج والاحتياز. وفي هذه العملية، زادت مديونية الشركات التجارية والمستهلكين إلى مستويات لم يسبق لها مثيل، بينما زادت المؤسسات المالية إقراضها مقابل أصول تنطوي على مخاطرة. ونتيجة لذلك، بات دخل وإنفاق الشركات والأسر المعيشية على السواء حساسين بشكل متزايد لأسعار الفائدة. لذلك، عندما بدأ مصرف الاحتياطي الفيدرالي بتضييق السياسة النقدية بعد انهيار سوق الأوراق المالية في عام ١٩٨٧ بغية كبح تضخم أسعار الأصول، كانت النتيجة حدوث أحد أعظم الانتكاسات في الفترة اللاحقة على الحرب. فقد سبب هبوط أسعار العقارات خسائر رأسمالية وانتشار الإعسار على نطاق واسع، مما قلل من استعداد وقدرة المصارف على الإقراض واستعداد وقدرة الشركات التجارية والمستهلكين على الإنفاق. غير أنه، رداً على الضعف في النظام المالي والاقتصاد، خفضت أسعار الفائدة القصيرة الأجل في مطلع التسعينات إلى مستويات سلبية تقريباً بالقيمة الحقيقية، الأمر الذي لم يوفر راحة للمصارف فحسب، بل أيضاً للشركات والأسر المعيشية، فتمكنت من تجاوز منحني العائد وإعادة تمويل ديونها بتكاليف خدمة فائدة أدنى بدرجة كبيرة. وأسفر هذا في نهاية المطاف عن حدوث ازدهار في سوق السندات، مما خفض أسعار الفائدة القصيرة الأجل وساعد على تقويم أوضاع الموازنة، فأحدث بذلك انتعاشاً قوياً.

لقد استخلص عدد من العبر الهامة من تجربة الولايات المتحدة في التحرير المالي. فقد أكدت أولاً ما استخلص من التجربة الشيلية، وهو أنه لا بد لقواعد الحيلة المالية المناسبة أن ترافق التحرير المعجل للمؤسسات المتلقية للودائع. وبينت، ثانياً، أنه إذا كان من النادر أن يكون التأمين على الودائع هو السبب الأولي لسلوك ينطوي على مخاطرة أخلاقية تضع المصرف في موقف صعب، فإن وجوده يمكن أن يولد هذا السلوك حالما يجد المصرف نفسه في موقف صعب؛ ثم يفضي إلى خسائر إضافية كبيرة لأنه لم تعد توجد أية مخاطرة سلبية. ورد السياسة العامة المناسب لا يتمثل في إلغاء التأمين، بل في ضمان الإغلاق السريع كي لا يتسنى لمصرف معسر أن يستخدم التأمين على الودائع للمقاومة على حدوث انتعاش في الحصائل. وقد بات ذلك الآن جزءاً من قواعد الحيلة المالية الاتحادية الرسمية التي توفر مبادئ توجيهية محددة فيما يتعلق بالإغلاق السريع للمصارف التي تواجه مصاعب أو الشراء العلني لهذه المصارف.

وأخيراً، فإن السياسات التي انتهجت في أوائل التسعينات كانت مثلاً يحتذى بطريقة تصديها لانكماش الديون، مما أتاح لاقتصاد الولايات المتحدة أن يتمتع بإحدى أطول فترات الانتعاش في فترة ما بعد الحرب.

ثالثاً- أزمة عملات النظام النقدي الأوروبي

على غرار الأزمة الآسيوية، فإن أزمة عام ١٩٩٢ التي مر بها النظام النقدي الأوروبي والتي أرغمت إيطاليا والمملكة المتحدة على الانسحاب من آلية سعر الصرف في النظام المذكور كان سببها تغيرات كبيرة في أموال مراجعة قصيرة الأجل استجابة لتفاوتات في أسعار الفائدة واحتمالات تحقيق مكاسب رأسمالية في أوضاع تثبيت أسعار الصرف وزيادة الاختلالات الخارجية. وكان سبب تدفق أموال المراجعة إلى الخارج حدوث زيادة في أسعار الصرف الأوروبية وارتفاع في أسعار الفائدة في ألمانيا. كما حدثت عدوى سريعة، حيث أفضى قرار تخفيض قيمة الليرة الإيطالية إلى مضاربة قوية مقابل الجنيه الاسترليني، الأمر الذي أدى في نهاية المطاف إلى خروج العملاتين من النظام النقدي الأوروبي، وعدوى متلكئة أسفرت عن هجمة مضاربة على الفرنك الفرنسي في صيف عام ١٩٩٣. وإضافة إلى ذلك، كان إلغاء الضوابط التنظيمية أثر في ذلك، حيث كانت إيطاليا قد رفعت كل ما بقي لديها من قيود على الحسابات الرأسمالية واعتمدت نطاق التقلبات الضيق في النظام النقدي الأوروبي في عام ١٩٩١.

ونظراً للاستقرار النسبي في أسعار الصرف بعد عام ١٩٨٧، كان ثمة توقع واسع الانتشار بأن تظل أسعار الصرف القائمة في ذلك الوقت في النظام النقدي الأوروبي مستقرة وأن تصبح هي أسعار التحويل في استحداث العملة الأوروبية الموحدة في المرحلة الثالثة من الاتحاد الاقتصادي والنقدي. وفي اقتصادي إيطاليا والمملكة المتحدة العاليي التضخم والنمو، تحقق الاستقرار في أسعار الصرف أثناء هذا الفترة من خلال سياسات نقدية متشددة أحدثت تفاوتات كبيرة في أسعار الفائدة مع بقية أوروبا، لا سيما ألمانيا. وأحدث ذلك تدفقات رأسمالية كبيرة إلى الداخل، مؤت بقروض منخفضة الفائدة تم تحصيلها من ألمانيا والولايات المتحدة. وكانت هذه التدفقات الوافدة تهيم عليها في بادئ الأمر مصارف الولايات المتحدة، التي كانت تخمن أيضاً أن استحداث العملة المشتركة سيدفع أسعار الفائدة إلى الانخفاض معاً، محققاً بذلك مكاسب رأسمالية على ما لديها من سندات إيطالية وبريطانية. وهكذا، خلافاً لما حدث في شرق آسيا، كان الإقراض يجري بالعملة المحلية بغية استغلال المكاسب الرأسمالية المنتظرة. ومن جهة أخرى، كان من المنتظر أن تكون المخاطرة المتصلة بأسعار الصرف قليلة؛ فنظراً لأن عمليات الاتساق التي كانت تجري في إطار النظام النقدي الأوروبي كانت تتم دوماً "في حدود النطاق"، فإن أكبر تقلب يمكن أن يحدث في أسعار الصرف سيكون دون ٤,٥ في المائة.

كما استثمرت مصارف الولايات المتحدة أموالاً مقترضة بالدولار في هذه الأسواق العالية المردود، ولكن نظراً لأن الدولار كان عائماً مقابل العملات الأوروبية، كان خطر العملة أكبر. ولكن، نظراً لصعوبة التغطية مقابل الليرة الإيطالية وكبير حجم التفاوتات وضعف الدولار، كانت هذه المواقف غير مغطاة في بادئ الأمر، ثم غطيت بواسطة المارك الألماني ضد ارتفاع قيمة الدولار بناء على افتراض أن سعر الليرة بالنسبة للمارك الألماني لا يمكن أن يتباين بما يتجاوز النطاق الضيق لسعر الصرف وهو ٤,٥ في المائة. أما الجنيه الاسترليني، فيمكن تغطيته مباشرة.

إن التدفقات الرأسمالية الوافدة الكبيرة المتولدة عن تفاوتات أسعار الفائدة وتوقعات تحقيق مكاسب رأسمالية قد عملت على تعزيز هذه العملات، وأفضت الزيادة الكبيرة في الاحتياطيات إلى الاعتقاد باستقرارها. غير أنها، نظراً لتفاوتات التضخم، أحدثت أيضاً زيادة حقيقية في قيمة العملات وارتفاعاً في عجز الحساب الجاري. وبات واضحاً في مطلع عام ١٩٩٢ أنه لا يمكن استدامة حالات العجز الخارجي

المتزايدة، وحدثت تدفقات رأسمالية من إيطاليا إلى الخارج. وإن استمرار انخفاض قيمة الدولار قد جعل فقدان القدرة على المنافسة أكبر أيضاً، في حين أن تزايد أسعار الفائدة التي يحددها البوندسبانك، مصرف ألمانيا المركزي، قد قلل من جاذبية مكاسب المراجعة. وزاد انتشار الرأي بأن الليرة ستتطلب تسوية أكبر من التسوية التقليدية التي تتم "ضمن النطاق"، ربما بنسبة تتراوح بين ١٠ و ١٥ في المائة. ومع انخفاض الاحتياطات الإيطالية، فرضت الأسواق في أيلول/سبتمبر ١٩٩٢ إجراء تخفيض في قيمة الليرة، مما أفضى إلى سعر صرف لم يكن مستداماً، ولم يلبث أن انتشر الضغط بحيث شمل الجنيه الاسترليني؛ ومن ثم، ألغت إيطاليا والمملكة المتحدة مشاركتها في آلية سعر الصرف في النظام النقدي الأوروبي. وخلافاً لشرق آسيا، شهد البلدان انتعاشاً سريعاً للغاية على مطية ارتفاع قوي في الصادرات، حيث استغلا الحرية التي اكتسبها فيما يتعلق بالسياسة النقدية لتخفيض أسعار الفائدة بالنسبة إلى ما كانت عليه في ألمانيا^(٤).

الحواشي

(١) للاطلاع على هذه التجربة، انظر C. Diaz-Alejandro, "Goodbye financial repression, hello financial crash", Journal of Development Economics, Vol. 19, No.1/2, 1985; S. de la Cuadra and S. Valdes, "Myths and facts about financial liberalization in Chile", in P. L. Broch (ed), If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform (San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press, 1992); and R. Ffrench-Davis, M. Agosin and A. Uthoff, "Capital movements, export strategy, and macroeconomic stability in Chile", in R. Ffrench-Davis and S. Griffiths-Jones (eds.), Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America (Boulder, Colorado: Lynne Rienner Publishers, 1995).

(٢) أدلى بالبيان A. W. Robichek، الذي كان حينذاك مدير شعبة نصف الكرة الغربي التابعة لصندوق النقد الدولي، وقد استشهد به Diaz-Alejandro، المرجع المذكور، الصفحة ٩.

(٣) للاطلاع على سرد لهذه الحلقة بقدر أكبر من التفصيل، انظر تقرير التجارة والتنمية، ١٩٩١، الجزء الثاني، الفصل الثاني؛ وتقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٢، الجزء الثاني، الفصل الثاني؛ وتقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٤، الجزء الثاني، الفصل الثاني.

(٤) للاطلاع على مزيد من البحث لهذه التطورات، انظر تقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٣، الجزء الثاني، الفصل الأول؛ وتقرير التجارة والتنمية، ١٩٩٤، الجزء الثاني، الفصل الثاني.

الفصل الرابع

إدارة الأزمات المالية ودرؤها

ألف - مقدمة

يناقش هذا الفصل قضايا أساسية تتعلق، في آن واحد، بإدارة أو احتواء الأزمات المالية وبالسياسات التي يمكن أن تساعد على درئها. ومن الضروري في هذا المقام التمييز بين الأزمات المصرفية (التي تشمل في أحيان كثيرة تزامم العملاء على أجزاء من القطاع المصرفي) وأزمات العملات (التي تشمل هروب المقيمين وغير المقيمين من العملة)، على الرغم من أن نوعي الأزمات كليهما يمكن أن يكونا مرتبطين الواحد بالآخر ارتباطاً وثيقاً، وأنها (حسبما يتبين من المناقشة الواردة في الفصل الثالث) يكونان كذلك عادة في البلدان النامية. وفي حالة الأزمات المصرفية لا يمكن أن يحدّد بشكل معقول الفرق من حيث المفهوم بين الإدارة من ناحية والدرء من ناحية أخرى؛ ذلك أن تعزيز التنظيم والإشراف الماليين، على سبيل المثال، يهدف مباشرة إلى تحقيق الهدفين كليهما. ويركّز الفصلان الثالث والرابع أساساً على الأزمات التي اقترنت فيها الهجمات على العملة بتهديدات للنظام المصرفي. وفي حالات كهذه، يكون التمييز بين الإدارة والدرء مفيداً؛ ويناقش الفرع التالي، المتعلق بإدارة الأزمات وحلّها، سياسات يمكن اعتمادها رداً على الهجوم على عملة ما، بفرض وقف هذا الهجوم أو عكس اتجاهه والحدّ بذلك من الضرر الذي يلحق بالاقتصاد المحلي.

والمواضيع التي تناقش في إطار إدارة الأزمات هي سياسات الاقتصاد الكلي، وإدارة الاحتياطات والحصول على الائتمان، والتمويل الدولي من المقرض الأخير، والإجراءات الدولية المتخذة لصالح البلدان المدينة والمتعلقة بتجميد الوضع الراهن أو التخلص من الديون. ونظراً لارتفاع التكاليف وعدم التيقن من النتائج اللذين يكتنفان الاعتماد على السياسات المحلية في البلد المدين موضع الهجوم وعلى التمويل الخارجي بموجب ترتيبات سارية في الوقت الحاضر أو يمكن تصورها بقدر معقول، ينصب الاهتمام بوجه خاص على النهجين الأخيرين من النهج المشار إليها، وهما إجراءات تجميد الوضع الراهن وإجراءات التخلص من الديون.

ويمكن اتخاذ التدابير الرامية إلى درء الأزمات على المستويات العالمي أو الوطني أو الإقليمي؛ وتغطي المعالجة هنا السياسات والاقتراحات المصنّفة تحت عناوين تتبع ذلك الترتيب بوجه عام. غير أن السياسات والاقتراحات التي تم استعراضها لا تتسق تماماً في جميع الأحوال مع هذا النمط. فمن الواضح أن المراقبة الدولية، على سبيل المثال، تنتمي إلى المستوى الأول من المستويات الثلاثة المشار إليها، كما أن التشاور والتعاون ينتميان إلى المستوى الثالث. ولكن، في حالة التدابير الأخرى (مثل الضوابط المالية، ومراقبة الإقراض الدولي والاستثمار في الحوافظ المالية، ومراقبة رؤوس الأموال وسياسات أسعار الصرف)، على الرغم من أن التدابير تتخذ عادة على المستوى الوطني، فإن هذه التدابير أخذت تشكل، بشكل متزايد، في السنوات الأخيرة، موضوع مبادرات عالمية أو إقليمية لأن لها آثاراً غير مباشرة هامة عبر الحدود، وتنطوي على مشاكل انتفاع مجاني (ناشئة عن المزايا المتحصلة لبلد ما نتيجة لالتزام بلدان أخرى بلوائح أو معايير أو قواعد لا يلتزم بها ذلك البلد نفسه)، أو أنها تقيّد استقلال السياسات الوطنية. وحسبما سيوضح أدناه، اتسم الاعتباران الأولان بأهمية خاصة للمبادرات الدولية المتعلقة بالضوابط المالية والإشراف المالي، وكذلك للتعاون المتعدد الأطراف على المستويين الإقليمي والعالمي لتفادي الفوضى في أسواق العملات والتخفيضات التنافسية لقيمة العملات. والاعتبار الثالث هو الدافع المحرّك للنظام العالمي المتعلق بقابلية

المعمدات للتحويل في المعاملات الدولية الحالية، ولشتى الأنظمة المتفق عليها بين مجموعات أصغر من البلدان لإزالة القيود على المعاملات الرأسمالية. ويعبّر نظام منظمة التجارة العالمية بشأن التجارة العالمية في السلع والخدمات عن هذه الاعتبارات الثلاثة كلها، وتتضمن اتفاقاتها أحكاماً تستهدف صراحةً التصدي للمشاكل الناشئة في إطار كل اعتبار منها.

باء - إدارة الأزمات المالية وتسويتها

١- الهرع لاستيفاء الديون ذاتياً

على الرغم من أن الأزمات المالية تختلف من بلد نام إلى آخر، فإنها تتسم جميعاً بخاصية مشتركة: اندفاع المستثمرين والدائنين إلى الخروج وما يستتبع ذلك من فزع مالي. وبالفعل، أياً كانت الأسباب المباشرة للأزمات المالية أو الأحداث التي تتسبب في الهجوم على العملات، فإن المستثمرين الدوليين في البلدان النامية والدائنين الدوليين لها يسلكون سلوك القطيع في الخروج، وكذلك في الاستثمار أو الإقراض. فقد شهدت أزمة الديون في الثمانينات تخفيضاً صارماً في القروض المقدمة من المصارف الدولية إلى مدينيين سياديين في حين أن اندفاع الدائنين الدوليين إلى الخروج من الأزمة المكسيكية خلال الفترة ١٩٩٥-١٩٩٤ اتخذ شكل التصفية السريعة للأوراق الحكومية وتحويل الحصائل إلى دولارات. ومرة أخرى، وأثناء الاضطرابات الأخيرة في شرق آسيا، كان رفض تأجيل الديون القصيرة الأجل، إلى جانب محاولة المدينيين الذين ليست لديهم تغطية تفادي الخسائر في أسعار الصرف، هو العامل الرئيسي في تفاقم الأزمة.

وفي كثير من الأحيان، يفسّر رد الفعل المفرط من جانب الدائنين تجاه صعوبات المدينيين المالية بأنه مشكلة إجراءات جماعية. وعلى الرغم من أن من الأفضل للدائنين، كمجموعة، تأجيل مطالبية المدينيين بالديون المستحقة، فإن لدى المستثمر الفردي دافعاً للهرع إلى المخارج. ويمكن أن يواجه المدين، الذي يستطيع عادة توليد موارد كافية لخدمة رصيد الديون المستحقة عليه، مشكلة سيولة إذا زاد عن حد معين عدد الدائنين الذين يرفضون تأجيل سداد هذا الرصيد المستحق. فبدون السيولة، سيضطر إلى تقليص الأنشطة أو اللجوء إلى بيع الأصول بأسعار بخسة، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الدخل والثروة ويحد من قدرته على خدمة الديون ويضر بالتالي بمصلحة الدائنين كمجموعة. وبهذا المعنى، يعبّر الهرع إلى استيفاء الديون عن فشل الأسواق في تنسيق القرارات الفردية على نحو يولّد ناتجاً أعلى للدائنين والمدينيين على حد سواء.

إن عواقب هرع الدائنين الدوليين العام إلى تحصيل ديونهم، الناتج عن فقدان الثقة، أخطر بكثير من عواقب هرع الدائنين إلى تحصيل ديونهم من المدينيين المحليين. فمن السهل أن يؤدي هذا السلوك إلى تحويل مشكلة تتعلق بالسيولة إلى انتشار حالات الإعسار المالي والتخلف عن الدفع على نطاق واسع بسبب التغيرات التي تطرأ على أسعار الأصول الرئيسية وأسعار الفائدة وأسعار الصرف. ومع عدم وجود احتياطات ضخمة أو عدم توافر سبل الحصول على السيولة الدولية، لن تكون قدرة البلد النامي المدين على أن يسدد، عند الطلب، كامل رصيد الديون الخارجية القصيرة الأجل المستحقة عليه، أكبر من قدرة مصرف ما على مواجهة هرع عملائه إلى سحب ودائعهم. وحيثما اتخذت الخصوم الخارجية شكل الأوراق المالية المباشرة المقيّمة بالعملات المحلية، حسبما حدث في حالة أذون الخزانة المكسيكية، يأتي الطلب على العملات الأجنبية من الدائنين مباشرة. وفي حالة القروض المصرفية، يمكن أن يؤدي سحب الدائنين الأجانب

للقروض الى أن تهرع المصارف والمؤسسات المدينة، التي لا تتوافر لها تغطية، الى الحصول على العملات الأجنبية لسداد الديون أو لتغطية وضعها المالي المكشوف. ويؤدي ذلك بدوره الى انخفاض قيمة العملة المحلية ورفع أسعار الفائدة، فيجعل المدينين يواجهون صعوبة أكبر في خدمة ديونهم ويضطرهم الى تصفية الأصول، وبذلك تزداد صعوبة تقليل الديون. وعلى هذا النحو، لن يقع الضرر على المدينين الدوليين وحدهم؛ بل ستتربط على ذلك عواقب أوسع نطاقاً بالنسبة للاقتصاد الكلي، بما في ذلك الانخفاض الحاد في فرص العمل وفي الناتج.

وهناك ضغوط اضافية على أسعار الصرف وأسعار الأصول يمكن أن تنشأ من مصدرين آخرين. الأول هو أن المقيمين ينحون الى التخلص من أرصدة العملة المحلية ويمكنهم القيام بذلك بسهولة اذا كان الاقتصاد "مدولراً" وكانت سبل الحصول على العملات الأجنبية ميسرة. والثاني هو أن هرع الدائنين الأجانب الى تحصيل ديونهم يرتبط في كثير من الأحيان بلجوء غير المقيمين إلى التخلص مما لديهم من صكوك غير مرتبطة بالديون، ولا سيّما في سوق الأسهم. وبما أن هؤلاء المستثمرين يواجهون انخفاضا في الأسعار عند محاولتهم تصفية حيازاتهم، فإن ضغوط البيع في سوق العملات ستقل. وعلاوة على ذلك، وبما أنهم قد يعانون أيضا من انخفاض قيمة العملات، قد تقل الدوافع التي تنحو بهم الى الرحيل. غير أن رد الفعل المفرط من جانب المستثمرين يمكن أن يؤدي أيضا الى زيادة عمليات التفاعل المزعزعة للاستقرار القائمة بين سوق الأسهم وسوق العملات. وبالفعل، كانت هناك صلة وثيقة للغاية بين انهيار أسعار الأسهم وانهيار أسعار الصرف في الحلقات الأخيرة للأزمة المالية التي شهدتها البلدان النامية، وكانت هذه الصلة قوية بصفة خاصة في شرق آسيا.

وتوجد، من الناحية النظرية، أربعة خطوط دفاع ضد أي هجوم جماعي على عملة بلد مدين:

- السياسات المحلية، وبصفة خاصة السياسة النقدية وسياسة أسعار الفائدة، لإعادة الثقة الى الأسواق ووقف الهرع؛
- التغطية من خلال الاحتفاظ بمستوى كاف من الاحتياطات الأجنبية والحدود الإئتمانية؛
- اللجوء الى مقرض دولي أخير للحصول على السيولة اللازمة؛
- تجميد الديون وفرض قيود على الصرف، من جانب واحد، والشروع في مفاوضات لمعالجة الديون بطريقة منظمة.

ولا تؤثر الآليات الثلاث الأخيرة على ادارة الأزمات فحسب وإنما أيضا على احتمالات نشوء أزمات الديون، لأنها تثني عن الهجوم على العملة. كما أن التهديد بتجميد الديون من جانب واحد قد يكبح تدفقات رؤوس الأموال الوافدة القصيرة الأجل، ويحد بذلك من تعاضد الهشاشة المالية الخارجية.

وتناقش الفروع التالية جدوى وتكلفة ومزايا إنشاء و/أو استخدام هذه الآليات. وقد أثبت رد السياسات على الهرع لاستيفاء الديون عدم فعاليته بوجه عام؛ كما أن تكوين الاحتياطات بغرض التصدي لهجمات المضاربة هو اجراء باهظ التكلفة ونادراً ما يكون قابلاً للتطبيق العملي. فضلا عن ذلك، هناك

صعوبات خطيرة تواجه إنشاء مرفق دولي للإقراض الأخير بغرض توفير ما يلزم من سيولة للتصدي لمثل هذه الهجمات على العملات. ومن سبل التصدي الناجعة إنشاء إطار دولي لعمليات تجميد الديون والهزاع لاستيفائها، يهدف الى تفادي الإعسار الناجم عن أزمات السيولة.

٢- السياسة النقدية وثقة السوق

لا شك في أن اختلاف أسعار الفائدة عامل مهم في تحديد تدفقات رؤوس الأموال الدولية. فمن شأن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مع بقاء جميع العوامل الأخرى على حالها، أن يشجع تدفقات رؤوس الأموال الوافدة من خلال زيادة ربحية الترويج مع أسواق النقد الأجنبية. كما أنها تدل على اعتزام واضعي السياسات القضاء على بعض اختلالات الاقتصاد الكلي، مثل الإنفاق المحلي المفرط والاختلالات الخارجية الضخمة، حين تهدد هذه الاختلالات بإحداث ضغوط على العملة. وفي ظل ظروف من هذا القبيل، يمكن للسياسات النقدية التقييدية وأسعار الفائدة المرتفعة أن تؤدي دوراً مهماً في تثبيت تدفقات رؤوس الأموال.

ولكن، حسبما تبين من الأحداث في شرق آسيا، عندما تُصاب الأسواق المالية بالذعر تكون الآثار المرجح أن تترتب على التقييد النقدي وارتفاع أسعار الفائدة بالنسبة للتدفقات المالية مختلفة تماماً، لأنها تؤثر تأثيراً قوياً على المخاطر الائتمانية. ففي المقام الأول، بدأ سحب القروض الأجنبية والهروب من العملة لأن المقرضين والمستثمرين علموا بأنهم لن يحصلوا على العائد المتوقع من أصولهم. وارتفاع أسعار الفائدة هو مجرد دلالة على تدهور الجدارة الائتمانية وتزايد خطر الإعسار؛ كما أن معدل العائد المتوقع ينحوي الى الانخفاض حين ترتفع أسعار الفائدة.

وبالنسبة للمقرضين الدوليين الذين تكون مطالباتهم مقيّمة بالدولارات، لا يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة المحلية في البلد المدين الى تغيير معدل العائد على أصولهم. ولكنهم، من خلال زيادة الصعوبات المالية لمدينهم وتقليل دخولهم وتقليل القيمة الصافية، يزدون احتمالات التخلف عن السداد. وهكذا، فإنهم لا يقدمون أي حافز للمقرضين الأجانب لتأجيل استحقاقات قروضهم القائمة أو تقديم قروض جديدة.

ويمكن القول، مرة أخرى، إن أسعار الفائدة المرتفعة لا تكون فعالة، في جميع الحالات، في كبح هروب رؤوس الأموال الى العملات الأجنبية الناتج عن توقعات بحدوث انخفاض حاد في قيمة العملة. بل ان المعدلات ذات الرقمين لا تنجح في إقناع الناس بالاحتفاظ بأصولهم الرأسمالية بالعملية المحلية لأنهم يعتقدون أن من الصعب سياسياً الحفاظ على هذه المعدلات، مثلما حدث في بعض البلدان الأوروبية في الفترة ١٩٩٢-١٩٩٣ إبان، أزمة النظام النقدي الأوروبي، كما أنهم يعتقدون أن الأصول المحلية تكتنفها مخاطر الإعسار الشديدة.

ولا شك في أن التقييد النقدي ورفع أسعار الفائدة يمكن أن يؤديًا في نهاية الأمر، اذا طبقا بشكل مستمر، الى تثبيت العملة من خلال تكثيف مصاعب المدينين وزيادة حالات الإفلاس والإعسار - أي من خلال تخفيض مبيعات العملة المحلية بدلا من زيادة مشترياتها. ومع انكماش الديون وتفشي الكساد، تتزايد باطراد حالات إعسار المدينين وعدم استطاعتهم جمع الأموال اللازمة لشراء عملات أجنبية لخدمة ديونهم أو

للتغطية ضد مخاطر أسعار الصرف. ولكن الأسواق ستكون قد استقرت بفعل كساد الاقتصاد وتزايد حالات الإعسار، وليس بفعل عودة رأس المال الأجنبي إليها.

وبصرف النظر تماماً عن عدم فعالية التقييد النقدي في كبح الهمر إلى تحصيل الديون ذاتياً، لا يوجد تبرير اقتصادي كبير للدفاع عن أسعار الصرف على حساب ارتفاع أسعار الفائدة. ذلك أن تخفيض قيمة العملة يضر أساساً بمن تكون أوضاع أصولهم وخصومهم متباينة من حيث العملات، الأمر الذي يدل في كثير من الأحيان على سلوك يهدف إلى المضاربة. وفي المقابل، فإن ارتفاع أسعار الفائدة القصيرة الأجل يضر أيضاً بالمستثمرين المحليين الذين يوجد تباين في استحقاقاتهم. فضلاً عن ذلك، فإن قطاعات السلع المتداولة تتضرر من ارتفاع أسعار الفائدة أكثر من تضررها من تخفيض قيمة العملة؛ وهذا يزيد من صعوبة تسوية المدفوعات على أساس التوسع في التصدير بدلاً من ضغط الاستيراد.

٣- سياسة الاحتياطات

تُطرح في بعض الأحيان اقتراحات تقول بأنه ينبغي للبلدان المدينة الاحتفاظ باحتياطات تكفي لمواجهة التزاماتها القصيرة الأجل بغية تفادي اضطراب العملة إذا حدث سحب جماعي للقروض والاستثمارات الأجنبية. ويشير القائلون بانتهاج تلك السياسات إلى تجربة الاقتصادات ذات الاحتياطات الضخمة (مثل الصين، ومقاطعة تايوان الصينية، وهونغ كونغ - الصين)، محتجين في هذا الصدد بأن الاحتفاظ باحتياطات ضخمة من شأنه أيضاً أن يردع الهجوم على العملة بغرض المضاربة.

غير أن عواقب تكوين أرصدة احتياطية ضخمة عن طريق الاقتراض مختلفة تماماً عن عواقب تكوينها عن طريق الفوائض التجارية. ومن بين وسائل تكوين هذه الاحتياطات تعقيم نسبة كبيرة من تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، أي شراء الحاصل من خلال إصدار صكوك دين محلية. غير أن هذه الاستراتيجية تنطوي على درجة معينة من الاستدارية. فهي تعني، في الواقع، أنه ينبغي للبلد ألا يقتصر على الأجل القصير إلا في حالة عدم استخدامه لحاصل هذه القروض في تمويل الاستثمار والواردات. ويمكن أن تكون هذه الاستراتيجية باهظة التكاليف على الاقتصاد لأن عائد الاحتياطات الأجنبية يقل بوجه عام عن تكلفة الاقتراض الخارجي.

وعلاوة على ذلك، فإن عبء تكاليف تعقيم الاقتراض الخاص يقع كله على عاتق القطاع العام. وبالفعل، ستتجاوز خسائر القطاع العام التكاليف اللازمة بالعملات الأجنبية للاحتفاظ بهذه الاحتياطات، لأن أسعار الفائدة الفعلية المحلية على ديون الحكومة تتجاوز بهامش كبير معدلات حواصل الاحتياطات. وبذلك، يحدث تحويل صافٍ من القطاع العام إلى القطاع الخاص، علاوة على التكلفة الصافية التي يتحملها الاقتصاد إجمالاً. والواقع أن استراتيجية من هذا القبيل يمكن أن تؤدي إلى عجز مالي كبير أو خسائر للمصرف المركزي (العجز شبه المالي).

ويتمثل أحد أشكال هذا الاقتراح في أن يقدم القطاع العام تغطية كاملة لخصوم القطاع الخاص الخارجية القصيرة الأجل، وذلك من خلال الاقتراض في الأجل الطويل والاستثمار في الخارج في الأجل القصير. غير أن سبل الحصول على القروض الأجنبية الطويلة الأجل ليست متاحة لجميع الحكومات. والأهم من ذلك أن تكلفة هذه العملية يمكن أن تكون باهظة للغاية، خاصة عندما تتجاوز الأسعار الدولية في الأجل

الطويل المعدلات في الأجل القصير بهامش كبير، وعندما تكون أقساط تغطية مخاطر الديون السيادية في الأجل الطويل مرتفعة.

وثمة استراتيجية مماثلة تقول بالإبقاء على حدود الائتمان مع المصارف الأجنبية الخاصة واستخدامها عند التعرّض لهجوم، أي ما يعادل ترتيب آلية المقرض الأخير في القطاع الخاص. ولكن هذا لن يصح إلا في حالة المبالغ الصغيرة. وعلاوة على ذلك، لا يوجد ضمان بأن المصارف ستحافظ على هذه الترتيبات إذا حدث سحب جماعي للإقراض الخارجي.

وهناك مشكلة أخرى هي أن احتمال التضرر من سحب الأموال لا يقتصر على الخصوم القصيرة الأجل. فالمهم، في هذا الصدد، هو السيولة وليس استحقاقات الخصوم. ويمكن أن يسبّب السحب الجماعي للأموال من سوق الأسهم و/أو سوق السندات صعوبات مماثلة في سوق العملات، حتى وإن أدت انخفاضات أسعار هذه الخصوم إلى تخفيف الضغط على أسعار الصرف. وعندما يكون حجم أسواق الأسهم والسندات ضخماً ويكون الوجود الأجنبي ملحوظاً، يمكن بسهولة أن يتحول الاتجاه نحو خفض الأسعار إلى هروب من العملة الوطنية يتطلب تدخلات واسعة النطاق لتثبيت أسعار الصرف. وتكون تكلفة الاحتفاظ باحتياطات تكفي لمواجهة هذا الاحتمال تكلفة باهظة للغاية.

٤- عمليات الإنجاز ومرافق المقرض الدولي الأخير

لم يكن توفير السيولة من مقرض دولي أخير لتثبيت أسواق العملات هو رد السياسات على أزمات العملات في البلدان النامية، وإنما كانت المساعدة المنسّقة من جانب صندوق النقد الدولي تأتي عادة بعد انهيار العملية، في شكل عمليات إنقاذ تستهدف تلبية طلبات الدائنين وتفادي التخلف عن السداد. غير أن هذه العمليات تثير مشاكل لعدة أسباب. فنها، أولاً، تحمي الدائنين من تحمّل جميع التكاليف الناتجة عن قرارات الإقراض السيئة، ملقاة بذلك كل العبء على المدينين. وهي ثانياً، تنحو بناءً على ذلك إلى إيجاد مجازفة افتراضية للمقرضين الدوليين، مشجّعة على انتهاج ممارسات الإقراض غير الحسنة. وهي لا تحد من قلق الدائنين بشأن مخاطر السيولة فحسب بل إنها تنحو أيضاً، من خلال توفير ضمانات حكومية لاحقة للديون الخاصة، إلى تقليل الوعي بمخاطر الإعسار. وثالثاً، اشتمل التمويل الدولي اللازم على مبالغ متزايدة بإطراد كان من الصعب جمعها.

غير أن هناك أيضاً عقبات كبيرة تحول دون إنشاء آلية إقراض أخير حقيقية بهدف تفادي هذه المشاكل. ويعتمد عمل هذه الآلية بشكل فعال على استيفاء شرطين: وجود قواعد جيدة التعريف بشكل معقول وشروط يجب على المقرض أن يستوفيهما، ووجوب أن تتوفر لدى المقرض القدرة على تكوين السيولة من خلال النشاط الذي يضطلع به.

ومن بين الترتيبات السارية المتعددة الأطراف لتوفير التمويل الخارجي، ربما كانت التسهيلات المتاحة في إطار الاتحاد الأوروبي هي أقرب الترتيبات إلى استيفاء هذين الشرطين. ذلك أن هذه التسهيلات تقدم الدعم القصير الأجل لكل من البلدان الأعضاء في الاتحاد الأوروبي المشتركة في آلية أسعار الصرف التابعة للنظام النقدي الأوروبي ولغير المشتركين في هذه الآلية، كما تقدم أشكالاً أخرى من التمويل الأطول أجلاً. ويكفل التمويل الخارجي القصير الأجل للمشارك في آلية أسعار الصرف الأوروبية كيما يتدخل في

أسواق الصرف للحفاظ على عملته داخل حدود التقلُّب المسموح بها؛ ولا يصبح الاقتراض في إطار هذه الآلية خاضعا لشروط إضافية إلا في حالة تمديد استحقاق القرض الى موعد يتجاوز الفترة الأصلية، أي ما قد يبلغ حوالي شهرين ونصف الشهر. وتتاح للبلدان الأعضاء في الاتحاد الأوروبي أشكال أخرى من التمويل الخارجي القصير الأجل في إطار حدود قصوى معينة، بعد الاتفاق على ذلك طبقا للإجراءات السارية. ويتاح أيضا التمويل الخارجي المتوسط الأجل ضمن حدود معينة رهناً باتفاق مماثل متعدد الأطراف يتعلق باحتياجات البلد المقترض (بعد مراعاة ما ينفذه هذا البلد من سياسات للتغلب على صعوباته).

ولا يستوفي صندوق النقد الدولي، بالمعنى الدقيق، أيّاً من الشرطين المشار إليهما أعلاه واللازمين للتأهيل لمركز المقرض الأخير. والواقع أن هذه المؤسسة لم تُنشأ، في الأصل، لتقديم التمويل الى أعضائها الذين يواجهون مشاكل سيولة مرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال. فالمادة السادسة من مواد الاتفاق الخاص بهذه المؤسسة تمنع، على وجه التحديد، الإقراض بغير تمويل تدفقات رؤوس الأموال المتواصلة إلى الخارج. وحتى الآن، اعتمد صندوق النقد الدولي في تدخلاته لهذا الغرض على الأموال المقدمة من مساهميه الرئيسيين. وقبل نشوب الأزمة المكسيكية، قُدم اقتراح بإنشاء "آلية للتمويل القصير الأجل" لهذا الغرض^(١). وكان من المقرر أن البلدان التي تستخدم هذه الآلية هي البلدان ذات التكامل الوثيق مع الأسواق الرأسمالية الدولية، بما فيها البلدان الصناعية والأسواق الناشئة. غير أن هذا الاقتراح أثار عددا من المسائل الصعبة.

وتتعلق المسألة الأولى بالشروط التي يتاح بموجبها التمويل للبلدان التي تواجه مشاكل السيولة. وفي إطار الاقتراح بإنشاء آلية جديدة للتمويل القصير الأجل، كان من المزمع تطبيق نوعين من إجراءات السحب: حق تلقائي في السحب (مماثل للشريحة الذهبية)، وسحب يخضع لموافقة المجلس التنفيذي. واعتُقد أن هذا النهج ذا الشعبتين سيحقق التوازن بين السرعة والمخاطرة. وفي حين أن الحصول التلقائي سيعمل الرد في حينه على ضغوط السوق، من الممكن أيضا أن يثير مخاطر أكبر بالنسبة لصندوق النقد الدولي ويوجد مجازفة افتراضية للمقترض. وفي المقابل، فإن السحب المشروط يقلل المخاطر بالنسبة للصندوق، ولكن المفاوضات والموافقة قد تستغرق وقتا طويلا وقد يكتنفها عدم اليقين، الأمر الذي قد يؤدي بدوره الى تقويض ثقة الأسواق. واقترحت وثيقة الصندوق، فيما يتعلق بالسحب المشروط، أنه ينبغي تقديم الطلب في فترة المشاورات التي تجرى بموجب المادة الرابعة، وعدم إتاحة هذه الآلية لتمويل عجز متقطع في الحساب الجاري. وبهذا المعنى، تكون موافقة الصندوق على السحب بمثابة موافقة على مركز المدفوعات الخارجية للبلد المعني.

ومن حيث المبدأ، ينبغي أن يكون الوصول الى مرفق المقرض الأخير رهناً بالاستيفاء المسبق لشروط محددة، وليس رهناً بتعهد باتخاذ إجراءات معينة بعد حدوث الأزمة. ويجوز ألا تقتصر هذه الشروط على قابلية إدانة أسعار الصرف ومراكز الحسابات الجارية، بل أن تشمل أيضا عوامل تؤثر على الاستقرار المالي، مثل حجم الديون الخارجية وجدول استحقاقاتها والضوابط الحذرة والفعالة. وينبغي أن تكون لدى المقرض الأخير السلطة والقدرة على رصد مدى استيفاء هذه الشروط وتحديد الأهلية.

غير أن هناك صعوبات كأداء ترتبط بتنفيذ إجراء كهذا. أولاً، أنه قد يقتضي أن يوسَّع الى حد بعيد نطاق المشاورات التي تجرى بموجب المادة الرابعة بشأن مسائل ترتبط بالحساب الرأسمالي، وأنه ليس من الواضح ما اذا كان ذلك سيقضي تعديل مواد الاتفاق كيما يخوّل الصندوق اختصاصات بشأن هذه المسائل. وثانياً، قد لا يكون من السهل الاتفاق حول مكونات المجموعة الملائمة من السياسات والمؤسسات.

فقد قام، على سبيل المثال، جدال كبير حول السياسات التي طلب الصندوق انتهاجها كجزء من خطة الإنقاذ الخاصة بجمهورية كوريا؛ فقد اعتُبر عدد من الشروط المفروضة بمثابة تدخل "لا لزوم له في اختصاص جوهرى من اختصاصات حكومة ذات سيادة" بدلاً من النظر إليها على أنها مسائل تقنية تتعلق بمعالجة مشاكل المدفوعات^(٧). وعلاوة على ذلك، فإن معرفة ما إذا كانت السياسات الوطنية ملائمة لاستمرارية أسعار الصرف والاستقرار المالي حين تكون أسواق البلد جزءاً من الأسواق الرأسمالية الدولية هو تساؤل ينطوي على مسائل متعلقة بالتفسير تتخطى المسائل التي تُطرح تقليدياً في إطار نظام المراقبة الخاص بصندوق النقد الدولي. وهكذا، قد تحدث اختلافات بين الصندوق والعضو المعني خلال مشاورات المادة الرابعة بشأن استيفاء شروط الأهلية. وأخيراً، وعلى الرغم من أن التجربة تبين أن الأزمات المالية يمكن أن تحدث رغم وجود ضوابط حذرة وفعالة ورغم أوضاع الاقتصاد الكلي المستدامة، يوجد اتجاه يفترض أن السبب الأساسي للآزمات هو سوء السياسات وضعف الآلية المؤسسية. فعلى سبيل المثال، هناك عدد من عيوب السياسات والمؤسسات في شرق آسيا لم يظهر بوضوح إلا بعد الأزمة، على الرغم من أن سياسات وأداء هذه البلدان كانت موضع إعجاب شديد من قبل. وإذا أُخذ مجرد حدوث الأزمة على أنه دليل ظاهري على ضعف السياسات والمؤسسات، فلن يتسنى على الإطلاق للبلدان النامية أن تتأهل للجوء إلى مرفق مقرض أخير دون أن تقدم تعهدات إضافية، وغير محددة حتى الآن، باتخاذ إجراءات معيّنة.

وتتعلق مجموعة ثانية من المشاكل بمستوى الوصول وكفاية الأموال. فقد كان من المقرر في اقتراح ١٩٩٤ أن تكون هذه الأموال متناسبة مع حجم خسائر الاحتياطيات التي يمكن أن تتحملها البلدان، ولكن لم يكن الغرض من المرفق هو تمويل الهزات المالية بالكامل. واعتُبرت نسبة ثلاثمائة في المائة من الحصة حداً أقصى ممكناً. والواقع أن هذه النسبة متواضعة تماماً بالقياس إلى الاحتياجات الناجمة عن التدفقات المفاجئة الراحلة، ولكن يمكنها أن تستنفذ جزءاً كبيراً من موارد الصندوق. ففي الأزمة المكسيكية في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥ مثلاً، كان العرض الأصلي بالتمويل الذي قدمه صندوق النقد الدولي والذي بلغ ٧,٨ مليار دولار يشكل ثلاثة أمثال حصة البلد. وعلى الرغم من زيادة هذا المبلغ في وقت لاحق إلى ١٧,٨ مليار دولار، وهو مبلغ يمثل ثلث مجموع خطة الإنقاذ، فقد رثي على نطاق واسع أنه مرتفع بشكل غير عادي وينطوي على مخاطر بالنسبة للصندوق.

ومرة أخرى، تدخل الصندوق مؤخراً في شرق آسيا بمبالغ تجاوزت بكثير حصص البلدان المعنية؛ وتم تمويل هذا التدخل من خلال ترتيبات خاصة في إطار إجراءات التمويل في حالات الطوارئ التي وضعت بعد الأزمة المكسيكية، على أساس الافتراض بأن "من المتوقع أن يكون استخدام إجراءات الطوارئ هذه نادراً، وأن دور صندوق النقد الدولي سيظل دوراً حفاظاً"^(٨). ومع تفاقم الأزمة في شرق آسيا، وافق المجلس التنفيذي في كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٧ على مرفق الاحتياطيات التكميلية لتقديم التمويل إلى البلدان التي تواجه صعوبات استثنائية تتعلق بالمدفوعات، في إطار ترتيب مؤازرة على درجة عالية من المشروطة أو ترتيب تمويل ممتد لفترة تصل إلى سنة^(٩).

ومن الناحية المثالية، يمكن لحقوق السحب الخاصة أن تؤدي دوراً رئيسياً في إنشاء مرفق المقرض الأخير، بحيث تصبح أداة ائتمانية فعلية وتعزز دورها ونصيبها في الاحتياطيات العالمية. وبالفعل، وعقب نشوب الأزمة المكسيكية، أعلن المدير العام لصندوق النقد الدولي في بيانه أمام مؤتمر القمة الاجتماعية، المعقود في كوبنهاغن في آذار/مارس ١٩٩٥، أن العلاج الناجع يعتمد على "إقناع أعضائنا بأن يحافظوا، على صعيد صندوق النقد الدولي، على مستوى كاف من الموارد ليتسنى التصدي للأزمات المماثلة، لو حدثت"،

وأضاف قائلاً إن ذلك يعني اتخاذ قرار بشأن جملة أمور من بينها "الاضطلاع بمزيد من العمل بشأن الدور الذي يمكن أن تؤديه حقوق السحب الخاصة في إنشاء شبكة أمان مالية أخيرة للعالم"⁽⁵⁾. وستقتضي هذه الخطوة تعديل مواد الاتفاق ويمكن أن تقابل بالاعتراض من جانب بعض البلدان الصناعية الرئيسية. وبما أنه يُصَرَّ أن صندوق النقد الدولي ينبغي أن يظل مؤسسة قائمة على نظام الحصص، يصبح التمويل من خلال إصدار الصندوق للسندات أمراً غير وارد. وبذلك، تبقى موارد الصندوق العادية، إلى جانب تسهيلات الائتمانية، هي مصدر التمويل الوحيد الممكن. ومع ذلك، فلا يمكنها وحدها أن تقدم التمويل بالحجم الذي أتاحه الصندوق والمصادر الأخرى خلال الأزميتين الأخيرتين في المكسيك وشرق آسيا.

وهكذا ستظل عمليات الإنقاذ التي يقوم بها صندوق النقد الدولي تعتمد على ترتيبات مخصصة مع البلدان الصناعية الرئيسية. ونظراً لتزايد القلق العام تجاه تقاسم العبء وتراخي الحذر، والتنامي المستمر في حجم هذه العمليات والمخاطر التي تنطوي عليها، لا توجد ضمانات بأن الأموال اللازمة ستكون دائماً في المتناول في المستقبل. وما برح المنتقدون يشيرون إلى عدم شفافية هذه العمليات. وعلاوة على ذلك، يوجد شعور بالقلق بشأن احتمال حدوث إعسار تجاه البلدان التي تموّل عمليات الإنقاذ. فعلى الرغم من أن المكسيك استطاعت أن تسدد بسرعة ديونها المستحقة للولايات المتحدة عن طريق عملية إنقاذ بإعادة التمويل في الأسواق الرأسمالية الدولية، فلا توجد ضمانات بأن المقترضين المعوزين الآخرين سيتمكنون من ذلك أيضاً. وهكذا، تُطرح أسئلة لمعرفة ما إذا كان لا يمكن تحقيق هذا التحول في الديون الخارجية دون اللجوء إلى عمليات الإنقاذ التي يقوم بها صندوق النقد الدولي وخلق مخاطر لدافعي الضرائب في البلدان الدائنة⁽⁶⁾. وفي هذا الصدد، ربما شكّل تطبيق مبادئ الإعسار المالي، الواردة مناقشتها في الفرع التالي، بديلاً فعالاً.

5- إجراءات الإعسار المالي وأزمات الديون الدولية

(أ) مبادئ الإعسار المالي

في معرض التعليق على أزمة ديون الثمانينات منذ أكثر من عقد، أعربت أمانة الأونكتاد عن المعضلة الرئيسية التي تواجهها البلدان المدينة على النحو التالي:

"ينجم عن عدم وجود إطار متجرد وواضح لحل مشاكل الديون الدولية خطر كبير، تحقق إلى حد ما بالفعل، وهو أن المدينين الدوليين سوف يواجهون أسوأ احتماليين: فقد يعانون (والعديد منهم يعاني بالفعل) من الوضعة المالية والاقتصادية المتمثلة في الحكم عليهم بالإفلاس الواقعي، بكل ما يترتب على ذلك من نتائج فيما يتعلق بالجدارة الائتمانية وفرص الوصول إلى التمويل في المستقبل. وفي نفس الوقت لن تتوفر لهم إلى حد بعيد فوائد تلقّي التيسيرات المالية وإعادة التنظيم المالي التي ترافق الإفلاس الشرعي المتناول بطريقة مماثلة لما هو منصوص عليه في الفصل ١١ من قانون الولايات المتحدة المتعلق بالإفلاس"⁽⁷⁾.

وأجراءات الإفلاس وثيقة الصلة بوجه خاص بأزمات الديون الدولية الناجمة عن مشاكل السيولة، لأنها وُضعت لتتناول إعادة التنظيم المالي وليس حالات التصفية. وفي قانون الولايات المتحدة المتعلق بالإفلاس، تقوم هذه الإجراءات على أساس فرضية تقول بأن قيمة الشركة كنشاط جارٍ تتجاوز قيمة أصولها في حالة

التصفية. ولا يعيّن أي حارس أو مفوض لإدارة أعمال المدينين، بل تُترك لهم عادة حيازة ممتلكاتهم مع تمتعهم بجميع سلطات الحارس على الأموال^(٨). والغرض من هذه الإجراءات هو تيسير عمليات الإنقاذ المنظمة على ثلاث مراحل.

ففي المرحلة الأولى، تسمح هذه الإجراءات بالتجميد التلقائي لخدمة الديون كيما توفر للمدينين - الحيازيين متنفساً من مطالبات دائنيهم الذين لا يُسمح لهم برفع دعوى أو إنفاذ سداد الديون. ويقوم حكم التجميد التلقائي على أساس الإقرار بأن أي "تسابق على انتزاع" الأصول من جانب الدائنين يضر بمصلحة المدين وبمصلحة الدائنين كمجموعة. وهو يتيح للمدين فرصة وضع خطة لإعادة التنظيم ويكفل معاملة الدائنين على قدم المساواة. وتحدد عريضة الإفلاس جميع المطالبات المستحقة على المدين ويتوقف بمقتضاها تراكم الفوائد اللاحقة على الديون اعتباراً من تاريخ العريضة، ولا يجوز مطالبة المدين بها.

وفي المرحلة الثانية، التي تمتد بين تقديم العريضة والتخلص من الإفلاس من خلال إعادة تنظيم المدين لشؤونه، يتيح القانون للمدين سبل الحصول على رأسمال عامل لتنفيذ نشاطه. ويتم ذلك من خلال منح الأسبقية للديون الملتزم بها بعد تقديم العريضة. ولا يتوقف تمويل هذا المدين - الاحتيازي على إذن من الدائنين الموجودين، بل تتم الموافقة عليه كلما رُئي أن استمرار نشاط الشركة سيزيد من قيمتها.

وتأتي في المرحلة الأخيرة إعادة تنظيم أصول المدين وخصومه وأنشطته. ويثني القانون عن عدم الإذعان من جانب فئة معينة من الدائنين ويعجل بالإجراءات بغية التوصل إلى تسوية سريعة. ولا يُشترط أن يوافق الدائنون على الخطة بالإجماع (يكفي قبول ٥٠ في المائة من عددهم وثلاثي مبالغ المطالبات)، كما أن المدين يمكن أن يحصل على موافقة المحكمة على خطة إعادة التنظيم بموجب أحكام "الضغوط العاجلة".

ولا تُستخدم هذه الإجراءات في حالة الديون الخاصة فحسب. فالفصل ٩ من القانون يتناول المدينين الحكوميين (البلديات) ويطبق نفس المبادئ المنصوص عليها في الفصل ١١. وكانت الإجراءات التي أتاحت تسوية ناجحة لمسألة ديون مقاطعة أورانج هي إجراءات اتخذت بموجب الفصل ٩. وتوجد ترتيبات مماثلة في معظم البلدان الصناعية الأخرى. وعلى الرغم من أنها لا تذهب دائماً إلى المدى الذي تذهب إليه الإجراءات في الولايات المتحدة في الحفاظ على مصالح واحتياجات المدين، فإنها لا تطبق نهجاً صارماً يتقيد إلى حد الإفراط بالقانون ويهدف إلى تحقيق مصلحة الدائنين مهما كانت التكلفة^(٩).

(ب) التطبيق على المستوى الدولي

قد يتمتع المدينون الدوليون الخاصون بالحماية ضد الإعسار تبعاً لشروط العقود المبرمة مع دائنيهم، حتى وإن انطوى تطبيق هذه الشروط على عدد من المسائل القانونية المعقدة مثل تحديد القانون الواجب التطبيق وجهة التقاضي وإجراءات الإنفاذ^(١٠). ولكن هذه الحماية لا تخفف، في حالة الهرع لاستيفاء الديون، عبء الديون على البلد المعني حتى إذا كانت الديون الخارجية مستحقة لمصارف وشركات خاصة. وفي حالة تعدد المدينين، يكون من الصعب للغاية أن تُطبق عليهم جميعاً في نفس الوقت إجراءات الإعسار لوقف "التسابق المحموم" من جانب الدائنين. وفضلاً عن ذلك، مثلما في حالة شرق آسيا، قد يكون معظم المدينين قادرين على أداء ديونهم ولكن ربما لا يملك البلد الاحتياطات الكافية لمواجهة الطلب على العملات

الأجنبية^(١١). ولكن يمكن، حسبما سبقت الإشارة إليه أعلاه، أن يؤدي الهرع لاستثناء الديون إلى إفسار هؤلاء المدينين؛ ويتزايد هذا الخطر عندما تكون الديون الخارجية مستحقة على القطاع الخاص وتكون الرقابة على النقد الأجنبي قد ألغيت. ومع الديون السيادية يكون "التسابق المحموم" على العملة محدوداً، ويمكن للرقابة على النقد أن تساعد على الحد من تخلص المقيمين من الأصول المحلية. وتقع على عاتق الحكومة مهمة اتخاذ التدابير الكفيلة بتوفير الحماية من النوع المتاح بموجب إجراءات الإفسار، وبصفة خاصة تجميد الديون.

غير أن الممارسات القضائية والسياسات الحكومية السارية حالياً في البلدان الصناعية الرئيسية لا تسمح للحكومات المدينة بالاستفادة من أحكام تجميد الديون في حالة الالتزامات الخارجية (أنظر الإطار ٤). وفي هذا السياق، يُطرح السؤال لمعرفة ما إذا كان يمكن أن توفر الأحكام ذات الصلة في مواد اتفاق صندوق النقد الدولي أساساً قانونياً لإجراءات تتخذها الحكومات المدينة عن طريق مراقبة النقد. وأكثر الأحكام صلة بالموضوع هي ما تنص عليه المادة الثامنة، الفرع ٢(ب):

"إذا خالفت عقود الصرف المتعلقة بعملة أي عضو لوائح مراقبة النقد السارية أو المفروضة في ذلك البلد وفقاً لهذا الاتفاق، لا تكون قابلة للتنفيذ في أراضي أي عضو. وعلاوة على ذلك، يجوز لعضوين، باتفاق متبادل، أن يتعاونوا على اتخاذ تدابير تهدف إلى زيادة فعالية لوائح مراقبة النقد في أحد البلدين شريطة أن تتمشى تلك التدابير واللوائح مع هذا الاتفاق".

وكانت هذه المادة موضع تفسيرات عديدة، مختلفة ومتعارضة^(١٢). فقد رأى البعض أنها تسمح للحكومات باتخاذ إجراءات من جانب واحد لتجميد مدفوعات الديون، بما أن الفرع ٣ من المادة السادسة يجيز للأعضاء فرض الرقابة على رؤوس الأموال دون الحصول على موافقة صندوق النقد الدولي. ولا يجوز لمحاكم البلدان الأعضاء أن ترفض الاعتراف بإجراءات الرقابة هذه إذا كانت متماشية مع مواد الاتفاق. ويترتب على ذلك أن إجراء تعليق خدمة الديون يتخذ في سياق إجراءات مراقبة النقد المعتمدة من صندوق النقد الدولي يجعل عقود الديون غير قابلة للتنفيذ في محاكم أي عضو من أعضاء صندوق النقد الدولي.

وذهب رأي آخر إلى أن هذا ليس القصد الأساسي من الشرط. والواقع أن هناك أوجه غموض كثيرة تكتنف مفاهيم من قبيل "مراقبة النقد" و"عقود الصرف"، مما يفسح المجال أمام التفسيرات المختلفة. وفي حين يبدو أن المحاكم في فرنسا تحبّذ تفسيراً أوسع نطاقاً، فإن المحاكم في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة تنحو إلى تعريف عقود الصرف بأنها تقتصر فقط على العقود التي يكون الغرض المباشر منها هو تبادل الوسائل الدولية للمدفوعات، ولا تشمل أي عقد يؤثر على احتياطات بلد ما من النقد الأجنبي. ولذلك، وبناء على هذا التفسير، فإن اتفاقات الإقراض الدولية ليست "عقود صرف"، ومن ثم فإنها لا تدخل ضمن نطاق المادة^(١٣).

ومن الناحية العملية، لا تحبّذ الحكومات اللجوء، من طرف واحد، إلى تعليق خدمة الديون وإجراءات مراقبة النقد، حتى في حالة قصوى من الذعر المالي. وقد فسر صندوق النقد الدولي أسباب ذلك كما يلي:

"بما أنه لا توجد إجراءات قانونية مقبولة وجيدة التعريف وواجبة التطبيق في حالات كهذه، فإن تسوية الديون من خلال إعادة التنظيم غير الطوعية هي عملية تخص بالضرورة كل حالة على حدة ويكتنف نتائجها عدم اليقين. وقد يحاول الحائزون لسندات استثناء مستحقاتهم، بشكل فردي أو منسق، من خلال محاولة الاستيلاء على أصول المقترضين أو التهديد بإحداث خلل في تجارتهم أو نظم مدفوعاتهم ... ويمكن أيضا أن يقوم "الغانون المجانيون" بتقويض أية حلول تم التفاوض عليها وذلك من خلال السعي إلى إنفاذ مطالباتهم الفردية. وعلاوة على ذلك، تؤدي إعادة تنظيم الديون بشكل غير طوعي إلى تقويض الجدارة الائتمانية وربما تزيد من تكاليف الوصول إلى الأسواق الدولية في المستقبل"(١٤).

غير أن الصندوق يقر أيضا "باحتمال وجود أسباب اقتصادية وسياسية وجيهة لإعادة التنظيم غير الطوعية، المدعمة بحسابات اقتصادية تعطي لزيادة تكاليف التمويل في المستقبل أولوية نسبية على الخسارة القصوى المترتبة على التكيف المحلي السريع والجذري"(١٥).

ونظرا لأوجه القصور التي تتسم بها الترتيبات المؤسسية الحالية للتعامل مع أزمات الديون، ولتزايد قدرة الأسواق المالية على إلحاق أضرار خطيرة، يتزايد الآن التسليم بأن هناك حاجة إلى الإصلاح. وحسبما سبقت الإشارة إليه أعلاه، هناك صعوبات شديدة تكتنف استخدام الإجراءات الوطنية الخاصة بالإعسار لتسوية أزمات الديون الدولية. وفضلا عن ذلك، سيتعذر تطبيق نفس الإجراءات على الصعيد الدولي في حالة عقود القروض العابرة للحدود. ويتعين التسليم أيضا بأنه لا مفر من أن يكون إعادة تنظيم الديون الدولية بعد سياسي لا يُستهان به. ويجب أن يوضع كل ذلك في الاعتبار عند وضع إطار عالمي لمعالجة مشاكل الديون الدولية.

وقد ركزت المناقشات حول الإصلاح، حتى الآن، على الديون السيادية وعلى السبل والوسائل الكفيلة بأن تطبق، على الصعيد الدولي، المبادئ والإجراءات الخاصة بالإفلاس والمنصوص عليها في الفصل ١١ (أو الفصل ٩) من قانون الولايات المتحدة. ويطلب أحد الاقتراحات بإنشاء محكمة دولية للإفلاس لتطبيق الفصل ١١ الدولي الذي يتم إعداده في شكل معاهدة دولية يصدق عليها جميع أعضاء الأمم المتحدة. وفي إطار ترتيب من هذا القبيل، تخوّل المحكمة الدولية اختصاصات لا تجيز لها فحسب أن تفرض التجميد التلقائي وتسمح بمركز تمويلي للمدين الحيادي، بل تجيز لها أيضا إعادة تنظيم الديون والحكم بتخفيف أعبائها. ويقوم كل من الدائنين والمدينين بتعيين المحكّمين؛ ولضمان الحياد، لا يجوز لأي محكمة في بلد دائن أو مدين، على حد سواء، الإشراف على الإجراءات(١٦).

وهناك خيار أقل طموحاً ولكنه قد يكون أكثر فائدة هو وضع إطار لتطبيق مبادئ الإفلاس الرئيسية، أي تجميد الديون وتمويل المدين الحيادي، على المدينين الدوليين، والجمع بين هذه المبادئ والممارسات السارية في مجال إعادة تنظيم الديون، بما في ذلك المفاوضات التي يشترك فيها صندوق النقد الدولي، الذي يمكن أن يؤدي دوراً رئيسياً في تطبيق هذين المبدأين.

وتقول إحدى وجهات النظر بأنه ينبغي لصندوق النقد الدولي أن يجيز تجميد الديون: "بناء على قرار محدد من المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي، تتوافر للحكومة المدينة الحماية من الإجراءات القانونية

التي يتخذها دائنوها للاستنداء الفوري للديون" (١٧). وسيطلب ذلك توسيع نطاق تفسير المادة الثامنة (٢)(ب)، وهو ما يمكن أن يتم سواء من جانب المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي أم عن طريق تعديل مواد الاتفاق بحيث تغطي تجميد الديون. ويمكن الإذن بهذا التجميد بمجرد نفاذ نسبة معينة من الاحتياطيات و/أو بمجرد هبوط العملة إلى ما دون مستوى محدد.

وتقول وجهة نظر أخرى بأنه يكفي انتهاج عملية يغلب عليها الطابع غير الرسمي:

"من شأن تشجيع الصندوق على نصح المدين أو وكالة أخرى بشأن تبرير (أو عدم تبرير) تجميد مدفوعات خدمة الديون أن يسمح للصندوق بأداء وظيفة إرشادية مهمة؛ فالحكومة التي تحصل على الموافقة على التجميد لن تعاني سمعتها إلا من ضرر بسيط نسبياً، في حين أن احتمال عدم موافقة الصندوق سيثني الحكومات عن استخدام هذا الخيار لغرض استراتيجي. وبطبيعة الحال، ينبغي أن يقتصر الصندوق نصيحته المسبقة على الحكومة المدينة، وألا يُشرك الأسواق فيها إلا بعد إبلاغ الحكومة المعنية، لتفادي نشوء حالة الذعر. ومن شأن إعادة تفسير المادة الثامنة (٢)(ب) تفسيراً نهائياً أن يدعم الصندوق في اضطراره بهذا الدور، وإن لم يترتب عليه أثر قانوني في المحاكم الوطنية" (١٨).

غير أن الاقتراح بمنح الصندوق سلطات بهذا الحجم قبل بعدة اعتراضات، استند في تبريرها إلى تنازع المصالح. واحتج بأن المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي ليس جهازاً محايداً يتوقع منه أن يتصرف كحكم مستقل، لأن البلدان المتأثرة بقراراته هي أيضاً ضمن المساهمين فيه. وفضلاً عن ذلك، وبما أن الصندوق ذاته مقرض ومصدر للتمويل الجديد، وأنه يعمل بمثابة سلطة تفرض الشروط على البلدان المقترضة، فيمكن أن تنشأ حالات تنازع مصالح إزاء المدينين وسائر الدائنين، على حد سواء (١٩).

وهكذا، يتمثل أحد الإجراءات البديلة في إنشاء هيئة خبراء مستقلة تحدد ما إذا كانت لدى البلد المعني مبررات وجيهة لفرض قيود على الصرف، مع ما يترتب عليها من تأثير على تجميد الديون وفقاً للمادة السابعة (٢)(ب). وسيطلب الأمر أن تكون لهذا الإجراء قوة قانونية للإنفاذ في المحاكم الوطنية كيما يتمتع المدين بالحماية من إجراءات الإعسار. ويمكن للدولة المدينة أن تتخذ قرار التجميد من جانب واحد، ثم يعرض القرار على هيئة الخبراء لاعتماده في غضون فترة محددة. وسيساعد هذا الإجراء على تفادي "التسبب في حالة الذعر"، وسيكون مماثلاً للتدابير الوقائية لمنظمة التجارة العالمية التي تسمح للبلدان باتخاذ إجراءات في حالة الطوارئ.

الإطار ٤

أحكام القضاء في الولايات المتحدة بشأن تطبيق الفصل ١١ من قانون الإفلاس على الديون الدولية

في عام ١٩٨٢، واجهت حكومة كوستاريكا صعوبات في التسديد دفعتها الى وقف خدمة الديون المستحقة لثلاثة مصارف مملوكة للدولة. وفي البداية، رُفضت الدعوى التي أقامها الدائنون أمام محكمة المقاطعة في نيويورك في عام ١٩٨٢ على أساس أن الإجراء الذي اتخذته حكومة كوستاريكا يشكل فعلاً من أفعال الدول - أي أنه إجراء "حكومي" (وليس إجراء تجارياً) - من حيث الطابع والفرض^(١). وأيدت محكمة الاستئناف هذا القرار ولكنها استندت في ذلك الى حيثيات مختلفة، هي أن الإجراء يتمشى مع قانون وسياسات الولايات المتحدة، فيما يتعلق بوجه خاص بالفصل ١١ من قانون الإفلاس. وقررت أن الإجراء الذي اتخذته كوستاريكا "ليس رفضاً للديون بل انه مجرد تأجيل للمدفوعات ريثما تحاول بنية حسنة إعادة التفاوض بشأن التزاماتها"، وأن الإجراء "يتسق تماماً مع روح القوانين الخاصة بالإفلاس التي تعترف الأمم المتحدة بقوتها الملزمة لجميع الخاضعين للاختصاص القضائي"، مما دفع صحافة الدوائر المالية الى إبداء ملاحظات تشير الى أن نيويورك "ليست مكاناً آمناً للاتفاقات الخاصة بالقروض"^(٢).

غير أن المحكمة نفسها، بعد أن أعادت النظر في القضية، تراجعت عن موقفها في عام ١٩٨٤ حين "أبلغتها الحكومة الأمريكية صراحة بأن قرارها السابق قد فُسِّرَ سياسات الولايات المتحدة تفسيراً خاطئاً يحتمل على أنها تؤيد إنفاذ قرارات كوستاريكا"^(٣). وقررت المحكمة أن المعلومات المقدمة من وزارة العدل بيّنت بوضوح أن سياسات الحكومة تهدف الى دعم "إجراءات تسوية الديون التي تُطبَّق تحت إشراف صندوق النقد الدولي" وأن "محاولة كوستاريكا لإعادة تنظيم التزاماتها الخاصة من جانب واحد... لا تتمشى مع نظام التعاون والتفاوض الدولي هذا، وبالتالي لا تتمشى مع سياسات الولايات المتحدة".

والواقع أن هذا القرار النهائي بيّن أنه ينبغي للحكومات، إن أرادت الاستنادة من الحماية ضد الإعسار في محاكم الولايات المتحدة، أن تعمل على أن تكون إجراءاتها متسقة لا مع قوانين الولايات المتحدة فحسب بل أيضاً مع سياسات ذلك البلد المتعلقة بإعادة تنظيم الديون الدولية. وقد أثار هذا القرار بالفعل ملاحظات مثل تلك التي قالت بأن "النظريات القانونية السارية في الولايات المتحدة... لا يمكن توسيع نطاقها بحيث تؤدي الى وجود ما يُعتبر أنه قانون للممارسة الدولية بشأن الإفلاس، بينما لا يوجد أساس قانوني أو أي أساس آخر لنتيجة من هذا القبيل... وما لم تتوافر بعض المبادئ التوجيهية التي توضح مكونات إعادة التفاوض بنية حسنة على الديون السيادية، فإن وقف العمل بسبل الانتصاف القانونية المتاحة للدائنين قد يخول جهة أجنبية ذات سيادة اتخاذ إجراءات تعسفية ومن جانب واحد في مسائل تؤثر مباشرة على المصارف الأمريكية كما تؤثر بشكل غير مباشر على استقرار نظام الولايات المتحدة المصرفي"^(٤).

(١) للاطلاع على المناقشة المستفيضة لهذه القضية انظر: L.C. Buchheit, "Act of State and Comity: Recent developments", in Sassoon and Bradlow, op.cit.

وكذلك تقرير التجارة والتنمية، ١٩٨٦، الإطار ٦. والاستشهادات الواردة عن قرارات المحكمة من هذين المصدرين.

(٢) صحيفة "فايننشال تايمز"، بتاريخ ٢٤ أيار/مايو ١٩٨٤.

(٣) Buchheit، المرجع المذكور، الصفحة ١٠٣.

(٤) المرجع نفسه، الصفحة ١٠٢.

وهناك أيضا حاجة الى الجمع بين تجميد الديون وتمويل المدين الحيازي بغية تجميع احتياطات البلد المدين وتوفير رأس المال العامل. ويعني ذلك أن صندوق النقد الدولي سيقدم "قروضا لسداد المتأخرات". وستكون الأموال اللازمة لهذا الإقراض الطارئ أقل بكثير من حجم عمليات الإنقاذ. وعلاوة على ذلك، سيكون باستطاعة الصندوق أن يساعد في ترتيب الإقراض الطارئ من أسواق رؤوس الأموال الخاصة ذات المركز الممتاز.

وفيما يتعلق بالديون السيادية المستحقة لدائنين خاصين، يمكن أن تتم إعادة تنظيم الديون من خلال مفاوضات مع الدائنين، ويمكن توقّع أن يواصل صندوق النقد الدولي أداء دور مهم بتهيئة محفل يتفاوض فيه جميع الدائنين مع الحكومة المدينة. وقد يحتاج الأمر الى اتخاذ ترتيبات خاصة بالنسبة للسندات، التي تكون إعادة تنظيمها أصعب في كثير من الأحيان. وفيما يتعلق بالديون الخاصة، يمكن البدء بمفاوضات مع الدائنين الخاصين بعد فرض تجميد الديون مباشرة. ويجوز أيضا تطبيق إجراءات قضائية على آحاد المدينين وفقا للقانون والجهة المبيّنين في العقود المعنية. ومن شأن وجود إجراءات ملائمة تتعلق بالإفلاس في البلدان المدينة أن يسهّل الى حد بعيد تطبيق تلك الإجراءات القضائية.

وفي الحلقات السابقة التي مرت بها أزمة الديون، كثيرا ما أفضت التسويات التي تم التفاوض عليها الى اشتراك المجتمع بأكمله في تحمّل أعباء الديون الخاصة كلما اضطرت حكومات البلدان النامية الى تحمّل خسائر القروض^(٢٠). ولا يفضي ذلك فحسب الى تردّي إعادة توزيع الثروة في البلد المدين، بل يفضي أيضا الى تراخي الحذر لدى المدينين الخاصين والدائنين على حد سواء. ومن الممكن أن يساعد العمل بإجراءات الوقف التلقائي، الى جانب تمويل الدين الحيازي، على تخفيف هذه الضغوط.

ومن المؤكد أن الأمر سيحتاج الى معالجة عدد من المسائل لدى وضع الإجراءات التي ستحمي المدينين من عواقب الهرع على استئداء ديونهم وتسمح لهم بتنفيذ أعمالهم دون تراخي الحذر ودون إتاحة فرص لسوء استخدام الرقابة على النقد. وقد بيّنت أزمة شرق آسيا الأخيرة، مرة أخرى، أن هناك حاجة الى وقاية البلدان المدينة من التفاعل المفرط بين الأسواق المالية "على نحو متسق تماما" مع روح القوانين الخاصة بالإفلاس، والتي تعترف جميع الأمم المتحضرة بقوتها الملزمة تجاه الخاضعين للاختصاص القضائي" (انظر أيضا الإطار ٤)^(٢١). ولا شك في أن إقرار مبدأ الوقف التلقائي بالنسبة للدائنين والمستثمرين الدوليين يشكل خطوة من أجدى الخطوات التي يمكن اتخاذها في ذلك الاتجاه.

جيم - درء الأزمات المالية

١- الإشراف على المستوى العالمي

لم يحرز الإشراف العالمي نجاحاً في درء الأزمات المالية الدولية. ويعبّر هذا الإخفاق جزئياً عن تكيّف متأخر ظل جزئياً حتى الآن، بين الإجراءات القائمة والمشاكل التي تثيرها ضخامة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة المستقلة. ولكن، ربما كان السبب الأساسي لهذا الإخفاق هو طابع هذه الإجراءات غير المتوازن، إذ إنها لا تعترف إلا قليلا بالتأثير العالمي الكبير غير المتناسب الذي تحدّثه السياسات النقدية في أقلية صغيرة من بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

ومع تنامي حجم الأسواق المالية وتزايد التكامل بينها، أصبحت لكل أزمة مالية الآن تشعبات عالمية. وعليه، يعتبر درء الأزمة موضع قلق، لا للبلد المعني مباشرة فحسب، وإنما أيضا للبلدان الأخرى المندمجة اندماجاً وثيقاً في النظام العالمي التجاري والمالي، والتي يمكن أن تتأثر بعدد من الأشكال. وكما أشير سابقاً، يمكن أن تحدث العدوى من خلال قنوات متنوعة، تشمل العدوى الناجمة عن السيولة والترابط الائتماني فيما بين المؤسسات والأسواق المالية في العالم، وعن توقعات تعديلات أسعار الصرف التنافسية، وعن تغيير المفاهيم الخاصة بالمخاطر المرتبطة بفترة معينة من الأسواق. ولذلك، يتطلب الأمر الإشراف الدولي على السياسات الوطنية بغية ضمان استقرار واستدامة أسعار الصرف وأوضاع المدفوعات الخارجية.

غير أن الأزمات المالية لا تنشأ دائماً، في نفس البلد المتأثر بها. وحسبما لوحظ في الفصل السابق، ترتبط الأزمات المالية الدولية ارتباطاً نموذجياً بالتحويلات الرئيسية في مؤشرات الاقتصاد الكلي، خارج البلدان التي تظهر فيها الأزمات لأول مرة. ويصدق هذا القول على أزمة الديون في الثمانينات وعلى الأزمة المالية الآسيوية. وتُعزى أصول أزمة الديون إلى التحويلات في سياسات الاقتصاد الكلي في البلدان الرئيسية الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، كرد على ضغوط التضخم. وقد أدى عدم الاتساق بين السياسات النقدية الانكماشية والسياسات المالية التوسعية في الولايات المتحدة، المقترن بالاتجاه الشامل إلى امتصاص التضخم الذي انتهجه سياسات الاقتصاد الكلي في سائر البلدان الصناعية الرئيسية، إلى ارتفاع حاد في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وزيادة قيمة الدولار، وهما أمران لعبا دوراً حاسماً في أزمة ديون البلدان النامية^(٢٢). وقد تأثرت الأزمة الآسيوية بعوامل مماثلة. ذلك أن تدفقات رؤوس الأموال الضخمة التي تلقتها بلدان شرق آسيا قبل الأزمة (والتي موّلت بإفراط العجز في حساباتها الجارية) بدأت في أوائل التسعينات، وكانت إلى حد كبير نتيجة لتيسير الشروط النقدية في البلدان الرئيسية الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي من ناحية، ولارتفاع أسعار الفائدة والاستقرار النسبي في أسعار الصرف في البلدان الآسيوية، من ناحية أخرى. وحسبما نوقش أعلاه، ارتبط عكس اتجاه هذه التدفقات ارتباطاً وثيقاً بالتقلبات في أسعار الصرف والشروط النقدية في الولايات المتحدة واليابان. وتخطر على الأذهان بسهولة أمثلة أخرى متنوعة على التأثيرات الخارجية على حركات رؤوس الأموال وأسواق العملات، مثل التقلبات في التمويل الخارجي الخاص الموجه إلى بلدان أمريكا اللاتينية، التي كان ضمن عواملها الحاسمة تغيير الشروط النقدية في الولايات المتحدة. والواقع أن بحوث الاقتصاد القياسي تبين أن العوامل الداخلية والخارجية كانت على نفس القدر من الأهمية فيما يتعلق بارتفاع حجم تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية في أوائل التسعينات^(٢٣).

وتقتصر أغراض الإشراف من جانب صندوق النقد الدولي، حسبما ذكر رسمياً، على سياسات أسعار الصرف، مع التركيز أساساً على استدامة أسعار الصرف وأوضاع المدفوعات الخارجية، وعلى مدى ملاءمة السياسات الاقتصادية المشتركة لكل بلد على حدة. غير أن نطاق هذا الإشراف أخذ يتسع بمرور الوقت. من ذلك، على سبيل المثال، أن المبادئ التوجيهية التي وضعت في عام ١٩٧٧ فيما يتعلق بالإشراف تورد إشارة صريحة إلى التزامات كل عضو بتجنب التلاعب بأسعار الصرف أو بالنظام النقدي الدولي لكسب ميزة نسبية غير عادلة دون سائر الأعضاء^(٢٤). ومرة أخرى، أخذ أعضاء الصندوق الرئيسيون يحبذون في الثمانينات تطبيق تفسير أوسع نطاقاً وأقرّوا بأنه "إذا أريد للإشراف على أسعار الصرف أن يكون فعالاً، فيجب أن يهتم بتقييم جميع السياسات التي تؤثر على التجارة، وحركة رؤوس الأموال، والتكيف الخارجي، وتحقيق الكفاءة في أداء النظام النقدي الدولي"^(٢٥).

غير أن طرائق الإشراف التي يتبعها صندوق النقد الدولي لا تشمل سبل مواجهة ومعالجة قوة الاندفاع الأحادية الاتجاه الناتجة عن التغييرات في السياسات النقدية وسياسات أسعار الصرف في الولايات المتحدة وعدد قليل من البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، التي تؤثر تأثيراً شديداً على المنافسة الدولية وتحركات رؤوس الأموال. ومع انعدام الحوافز وإجراءات الإنفاذ المرتبطة بعملية الاستعراض المتعمق تحت إشراف صندوق النقد الدولي، تفتقر البلدان ذات المواقع المختلفة في الاقتصاد العالمي إلى الآليات المتاحة في إطار النظام الحالي لإدارة الاقتصاد العالمي والمتعلقة بمعالجة أو تسوية المنازعات الناتجة عن قوة الاندفاع هذه. وفي هذا الصدد، تُعتبر الإدارة في مجال التمويل العالمي متخلفة عن الإدارة في مجال التجارة الدولية حيث تشكل هذه الآليات جزءاً من نظام منظمة التجارة العالمية^(٢٦).

وقد أقرّت اللجنة المؤقتة بالحاجة إلى تعزيز إشراف صندوق النقد الدولي كرد على الأوضاع الناتجة عن زيادة التكامل المالي العالمي وتكرر الأزمات المالية. من ذلك، على سبيل المثال، أن اللجنة وافقت في اجتماعها المعقود في نيسان/أبريل ١٩٩٨ على أن الصندوق "ينبغي أن يكشف إشرافه على مسائل القطاع المالي وتدفقات رؤوس الأموال، مع إيلاء اهتمام خاص إلى ترابط السياسات ومخاطر العدوى، والتأكد من أن لديه إدراكاً كاملاً لآراء السوق وتوقعاتها". وأشارت اللجنة بوجه خاص إلى المخاطر التي تحيط بالتحوّل المفاجئ لاتجاهات تدفقات رؤوس الأموال وإلى الحاجة إلى قيام الصندوق والبنك الدولي ببذل جهود لمساعدة البلدان الأعضاء على تعزيز قطاعاتها المالية، ولتحسين عملية الاتصال بين الصندوق والبلدان الأعضاء، وطلبت إلى المجلس التنفيذي وضع أساس "لرد متعدد الدرجات" يتضمن توجيه تحذيرات صارمة إلى البلدان التي يُعتقد أنها تنتهج سياسات تبتعد بشكل خطير عن المسار المقرر^(٢٧).

ومع ذلك، وعلى الرغم من الإشارة إلى الترابط، ليس من الواضح أن هذه المقترحات تغطي أوجه الضعف الناتجة عن عدم توازن الإجراءات الحالية. ويظل الاهتمام منصباً على تأثير السياسات المحلية في حدوث الهشاشة المالية والأزمة، بدلاً من أن ينصب على التأثيرات الخارجية الناتجة عن السياسات النقدية وسياسات أسعار الصرف التي تنتهجها البلدان الصناعية الرئيسية.

وعلاوة على ذلك، وحتى داخل الحدود الحالية للإشراف، فإن لدى صندوق النقد الدولي خبرة متفاوتة في تشخيص تكوّن الهشاشة المالية والضعف الخارجي. وهكذا، يمكن أن تُطرح أسئلة متنوعة ناشئة عن التجربة الأخيرة وتتعلق بالاتجاه الذي ينبغي اتباعه لوضع مبادئ إرشادية ملموسة للإشراف في إطار المادة الرابعة، كمتابعة لبيان اللجنة الانتقالية:

- هل يمكن، في سياق هذا الإشراف، الوثوق في تحسين القدرة على تحديد العوامل التي يرجّح أنها تسبب أزمة من هذا القبيل في عالم تتزايد فيه تدفقات رؤوس الأموال غير المقيّدة؟^(٢٨)

- في حالة عدم وجود هذه القدرات، ألن يكون من الأكثر حكمة الاعتماد بطبيعة الحال على مراقبة رؤوس الأموال والتدابير الأخرى على الصعيد الوطني الموجهة نحو الأصول والخصوم الخارجية (مثل التدابير المناقشة في البند الفرعي ٥ أدناه)؟

- في حالة اعتماد هذا النهج الأخير، ألا ينبغي للمبادئ التوجيهية الجديدة بشأن إشراف صندوق النقد الدولي أن تبيّن على وجه التحديد الظروف التي ينبغي فيها للصندوق أن يوصي فعلاً بفرض أو تعزيز الرقابة على رؤوس الأموال؟
 - إلى أي مدى ينبغي أن يمتد نطاق إشراف صندوق النقد الدولي ليغطي مسائل مثل الضوابط المالية ومعايير إعداد التقارير المالية والمحاسبية؟
 - ما هي الصلات التي ينبغي أن تقوم بين إشراف صندوق النقد الدولي على السياسة، وإجراءات التشاور والتعاون السارية في الهيئات الإقليمية، التي من المرجح ألا تشمل في المستقبل الاتفاقات القائمة فحسب، مثل اتفاقات الاتحاد الأوروبي، بل أيضاً الاتفاقات الجديدة بين البلدان النامية، والتي يرد مثال عليها في العنوان الفرعي ٧ أدناه؟
 - وأخيراً، كيف يمكن زيادة فعالية تنفيذ التوصيات الخاصة بالسياسات والمعروضة بوصفها جزءاً من عملية الإشراف؟
- من الواضح أن هذه أسئلة حساسة، لا تشمل وضع إطار ملائم وتنمية التخصص التقني فحسب، وإنما تشمل أيضاً السلطات والمسؤوليات في مجالات توجد فيها بالفعل هيئات أخرى متعددة الأطراف خلاف صندوق النقد الدولي.

٢- المعلومات والشفافية

عجّلت الأزمة المالية الآسيوية وتيرة المبادرات الرامية إلى تحسين جودة وتوقيت المعلومات المتعلقة بالمتغيرات الرئيسية في الاقتصاد الكلي وإعداد التقارير المالية في المصارف والشركات غير المالية. وقد أولت اللجنة التابعة لصندوق النقد الدولي اهتماماً أساسياً لأول موضوع من هذين الموضوعين في مقترحاتها الرامية إلى تعزيز بنية النظام النقدي الدولي.

ويتمثل العنصر المركزي لمبادرات صندوق النقد الدولي في هذا المجال في النظام الخاص لنشر البيانات، المنشأ في نيسان/أبريل ١٩٩٦ لتقديم الارشادات إلى البلدان الأعضاء فيما يتعلق بنشر المعلومات الاقتصادية والمالية في سياق البحث عن سبل الوصول إلى الأسواق المالية الدولية أو المحافظة على هذه السبل. وفي ذلك الوقت، كان من المأمول أن تُستخدم القواعد الجديدة والأشد صرامة، المرتبطة بالنظام الخاص لنشر المعلومات، بمثابة نظام للإنذار المبكر يساعد على تجنب الأزمات المالية في المستقبل. غير أن القواعد لم تقم بدورها هذا في حالة الأزمة الآسيوية.

وتتعهد البلدان المشتركة في النظام الخاص لنشر المعلومات بأن تحافظ على معايير معينة تتعلق بنشر البيانات في أربعة مجالات: التغطية والتواتر والتوقيت؛ وسبل حصول الجمهور على المعلومات؛ ونزاهة البيانات؛ ونوعية البيانات. وتشمل المواضيع المقرر تغطيتها الحسابات الوطنية، والانتاج، والشروط السارية في سوق العمالة، والأسعار، والعوامل المحددة والسمات الرئيسية للرصيد المالي الحكومي وحالة الديون، وحسابات المصرف المركزي والقطاع المالي (الذي يشمل الرصيد النقدي والقروض)، وأسعار الفائدة وأسعار

الأسهم، وميزان المدفوعات والاحتياطيات الدولية، والاستثمار الدولي، وأسعار الصرف العاجلة والآجلة. وفي نيسان/أبريل ١٩٩٨، اقترحت اللجنة المؤقتة توسيع نطاق النظام الخاص لنشر البيانات؛ وكان من الواضح أنها استرشدت في ذلك، الى حد ما، بما اعتبرته دور أوجه القصور في المعلومات في الأزمة الآسيوية، كيما يغطي النظام أيضا بيانات مالية أخرى مثل صافي الاحتياطيات (بعد استئصال التزامات المصارف المركزية فيما يتعلق بالمعاملات الآجلة أو الثانوية)، وديون الكيانات الاقتصادية (وبصفة خاصة الديون القصيرة الأجل) وغير ذلك من المؤشرات ذات التأثير على استقرار القطاع المالي.

ولئن كانت مبادرات مثل النظام الخاص لنشر البيانات قادرة على تقديم معلومات إضافية أنسب من حيث التوقيت ويمكن الاعتماد عليها الى المستثمرين ورأسمي السياسات، فإن التأكيد على عدم كفاية المعلومات بوصفه السبب الرئيسي للفشل في توقع الأزمة الآسيوية يبدو تأكيداً في غير محله ومبالغاً فيه. ذلك أن البيانات كانت متاحة بوجه عام عن المتغيرات الرئيسية في البلدان المعنية، مثل موازين مدفوعاتها، وديونها الخارجية القصيرة الأجل والطويلة الأجل وأصولها الخارجية الصافية (ولا سيّما في تقارير مصرف التسويات الدولية المتعلقة بالإقراض المصرفي الدولي)، وتدفقات رؤوس الأموال إليها، والقروض المقدمة من المصارف والمؤسسات المالية الأخرى الى شتى قطاعات أو فئات النشاط الاقتصادي، ومشاكل قطاع الملكية وكذلك (في جمهورية كوريا) وضعف أساس الميزانيات العامة، وانخفاض الربحية في الآونة الأخيرة لدى العديد من المؤسسات غير المالية. وقد أظهرت الأزمة أوجه القصور في المعلومات المتاحة والمتعلقة بقدرة الحكومات على إدارة تدفقات رؤوس الأموال والديون الخارجية: فعلى سبيل المثال، حدث في بعض الحالات أن قدمت نظم البيانات الموجودة معلومات غير كافية عن حجم وطبيعة مستحقات المصارف الآسيوية لبلدان أخرى في المنطقة، وعن بلد المخاطر الأخيرة في القروض الدولية المشتركة بين المصارف، والتي كانت تلك المصارف طرفاً فيها. غير أن أوجه الضعف هذه لم تشكل جزءاً أساسياً من أسباب الفشل في توقع الأزمة، بل ان ما كان يُفْتَقَر إليه هو عدم توافر التقييم المناسب لآثار المعلومات المتاحة من حيث قدرة البلدان على مواصلة الحصول على التمويل من الأسواق المالية الدولية.

وفضلاً عن ذلك، تجدر الإشارة الى أن سرعة الحصول على معلومات عن الاقتصاد الكلي ومعلومات مالية قد تشكل أيضاً أحد مصادر عدم الاستقرار. ذلك أن شيوع معلومات حديثة معينة (بما فيها المعلومات المتعلقة بتطورات غير مؤاتية تتعرض لها الأصول والخصوم الخارجية للبلدان) يمكن أن يزيد بالفعل من تقلب تدفقات رؤوس الأموال. وإذا تعيّن، بناء على ذلك، اتخاذ قرار بتقييد الحصول على تلك المعلومات تفادياً للتقلب، فربما اقتضى ذلك الإقدام على خيار صعب، وربما كان ضاراً، فيما يتعلق بالأطراف التي سيتم الكشف لها عن تلك المعلومات.

وقد ركّزت الأزمة الآسيوية أيضاً الاهتمام بوجه خاص على معايير المحاسبة وإعداد التقارير المالية. وكانت الجهود في هذا المجال جارية بالفعل قبل الأزمة كجزء من تحسينات الأسواق المالية لا في آسيا وحدها بل في مناطق أخرى أيضاً. ولكن الأزمة وفرت قوة دفع إضافية للعملية، وبصفة خاصة كجزء من تعزيز تنظيم المصارف والإشراف عليها، وهي عملية تشكل المحاسبة وإعداد التقارير عنصرين أساسيين من عناصرها.

٣- التنظيم والإشراف الماليان على المستوى المحلي

ساهم ضعف التقييم الائتماني والإقراض بفرض المضاربة، وكذلك الإخفاق في مراقبة مخاطر العملات بين المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، في اندلاع الأزمة المالية الآسيوية واتساع نطاقها، على حد سواء. وسيؤدي تزايد القروض المشكوك في تحصيلها والديون غير المستوفاة، المقترن في بعض البلدان بانتشار حالات الإعسار في القطاع المالي، الى نشوء مشاكل كبيرة ستعاني منها الميزانيات الحكومية، وسيشكل عقبة تحول دون توافر القروض لفترة طويلة مقبلة. ويجري التسليم بوجه عام بأن الإصلاح التنظيمي هو جزء أساسي من عملية تعزيز وإعادة هيكلة القطاعات المالية في معظم البلدان المتأثرة بالأزمة. غير أن هذا الإصلاح ليس سبيلا ناجعا لتجنب الأزمات المالية، وإن كان يستطيع تقليل احتمالات حدوثها والمساعدة على احتواء آثارها.

وفي السنوات الأخيرة، انتشر على نطاق واسع إصلاح وتعزيز التنظيم المالي على الصعيد الوطني، الى جانب انتشار المبادرات الدولية الرامية الى رفع مستوى المعايير التنظيمية وتحسين التعاون فيما بين المسؤولين عن الإشراف. وكان الدافع وراء هذه العمليات هو، الى حد بعيد، المشاغل التي اقترنت بالتحديد المالي والتكامل المالي العالمي. فمن ناحية، أدى تنوع خدمات المؤسسات المالية وتزايد التنافس المرتبطان بتحريك التجارة الى تعرض هذه المؤسسات لمستويات جديدة من المخاطر، مما استلزم إجراء فحص دقيق لم يقتصر على اللوائح المالية وحدها بل شمل أيضا نظم المراقبة الداخلية في المؤسسات. ومن ناحية أخرى، استتبع التكامل المالي العالمي زيادة تعرض كل بلد للظروف المالية وظروف الاقتصاد الكلي في البلدان الأخرى وزاد امكانيات انتقال التأثيرات المزعزعة للاستقرار عبر الحدود. وأضفت أحداث مختلفة وقعت منذ بداية السبعينات طابعا مأساويا على هذا التعرض. فعلى سبيل المثال، أبرز إعسار مصرفين دوليين في عام ١٩٧٤ (مصرف بانكهاوس هيرشتات ومصرف فرانكلين الوطني) خطورة انتقال الآثار الضارة عبر الحدود نتيجة لفشل المؤسسات المالية، وشكل الزخم الأساسي للمبادرات الدولية المتعلقة بالتنظيم والإشراف الماليين. وكانت الجهود اللاحقة التي استهدفت تعزيز المعايير والتعاون الدولي في هذا المجال جزءا من الرد على أحداث مثل أزمة ديون البلدان النامية في الثمانينات وفشل مؤسسات مالية فردية مثل بانكو أمبروزيانو (١٩٨٢)، وبنك الاعتماد والتجارة الدولي (١٩٩١) ومؤسسة بيرينغز (١٩٩٥)، التي كشف كل منها أوجه الضعف في اللوائح المصرفية وفي التعاون عبر الحدود بين المشرفين على المصارف، كما أن مضمون تلك الجهود تأثر بهذه الأحداث.

وكانت القنوات الرئيسية للمبادرات الدولية المتعلقة بالتنظيم والإشراف الماليين هي لجنة بازل المعنية بالإشراف المصرفي وغيرها من الهيئات ذات الصلة الوثيقة بمصرف التسويات الدولية، والمجموعات الأخرى من المشرفين الماليين، ورابطات شركات الصرافة، والمنظمات المعنية بمعايير المحاسبة. وتضمنت مبادرات لجنة بازل إقرار مبادئ تم وضعها لضمان ألا يستثنى أي مصرف دولي من الإشراف الكافي وللنص على مستويات لرؤوس الأموال تتناسب مع المخاطر التي يتعرض لها المصرف: وتم التوصل الى اتفاقات في اطار الموضوع الأخير في عام ١٩٨٨ فيما يتعلق بمخاطر الائتمان وفي عام ١٩٩٦ فيما يتعلق بمخاطر الأسواق^(٢٩). وأولت لجنة بازل أيضا اهتماما كبيرا الى تحسين نظم المصارف الخاصة بالمراقبة الداخلية ووضعت، بالاشتراك مع المنظمات الدولية للجان الأوراق المالية، مبادئ توجيهية بشأن قيام المصارف ومؤسسات الأوراق المالية بتحليل بيانات معاملاتها وأنشطتها المشتقة. فضلا عن ذلك، قدمت لجنة نظم

المدفوعات والتسويات عدة اقتراحات تهدف الى تقليل المخاطر الناتجة عن تعرّض المؤسسات المالية لاحتمال امتناع نظرائها عن سداد مستحقّاتهم في المعاملات الدولية.

وتقتصر عضوية الهيئات المختلفة المرتبطة بمصرف التسويات الدولية والمعنية بشتى جوانب الإشراف المصرفي على مجموعة صغيرة من البلدان. ومع ذلك، بذلت جهود للترويج لمعايير بازل من خلال الاتصالات مع مجموعات أخرى من المشرفين المصرفيين، وأولي في الآونة الأخيرة اهتمام خاص الى التنظيم والإشراف في الأسواق المالية الناشئة. وتتمثل إحدى النتائج المهمة التي أسفرت عنها هذه الجهود في البيان الصادر مؤخراً بعنوان "مبادئ أساسية للإشراف المصرفي الفعال"، الذي تطلبت صياغته مشاورات مستفيضة مع أطراف في البلدان النامية. وتغطي هذه المبادئ أنشطة المصارف المسموح بها، ومعايير التراخيص، وفحص المصالح المسيطرة على المصارف، وإدارة رؤوس الأموال والمخاطر، والمبادئ التوجيهية المتعلقة بتقديم القروض الى الشركات والأفراد، واجراءات "إعرف عميلك" الهادفة الى تجنب استخدام المصارف لأغراض غير مشروعة، والمعلومات والطرائق اللازمة لتحقيق فعالية الإشراف، وسلطات المشرفين، وتوطيد الإشراف على المصارف الدولية. غير أن إدخال المعايير المحسّنة في هذا المجال يستغرق وقتاً طويلاً، ومن غير المرجح أن تشاهد قريباً المكاسب الكاملة الناتجة عن المبادرات الدولية المتخذة حتى الآن. وفضلاً عن ذلك، فإن تغطية التعاون الدولي في مجال التنظيم والإشراف لم تكتمل بعد، مما يحد من فعاليتها: فالمراكز المالية عبر البحار والعديد من الفاعلين الذين تتزايد أهميتهم في التدفقات الرأسمالية الدولية، مثل الصناديق الاستثمارية، غير مشمولين بهذه التغطية إلا جزئياً أو غير مشمولين على الإطلاق. ولا تزال قيد الإعداد أيضاً شبكات التعاون وتبادل المعلومات فيما بين المشرفين الماليين اللازمة للتنفيذ الفعال للاتفاقات الدولية.

ويمكن للتنظيم المالي المعزّز أن يؤدي، على أفضل تقدير، الى تقليل احتمالات نشوء الأزمات المالية. غير أن حدوث الأزمات المصرفية بشكل دوري منذ الثمانينات في بلدان صناعية مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وعدد من البلدان الاسكندنافية هو مثال يدل على عجز التنظيم المالي عن القضاء على الأزمات المصرفية. وتكمن بعض أسباب هذا العجز في أوجه القصور في العملية التنظيمية ذاتها، مثل ميلها الى عدم مواكبة التغييرات في ممارسات المؤسسات المالية، وصعوبة فرض الشفافية التنظيمية على هذه المؤسسات^(٣٠). وربما كان من الأهم بالنسبة لتقييم ما يمكن أو لا يمكن للتنظيم أن يفعله هو ألاّ يصنّف أي قرض أو أصل آخر من الأصول في ميزانية المصرف تحت فئة "جيدّ". فمهما كانت أسباب القرار الإداري الأصلي بمنح القرض معقولة، ومهما كانت مبررات تصنيفه الأساسي من جانب المشرفين المصرفيين على أنه قليل المخاطر، يظل القرض معرّضاً لاحتمال تدهور مركزه. ومن العوامل التي كثيراً ما يُستشهد بها في هذا المجال التغييرات غير المؤاتية في ظروف الاقتصاد الكلي (الخارجية المنشأ والمحلية المنشأ، على حد سواء). ومن الناحية الجدلية، يعتبر تدهور مركز الكثير من القروض سمة جوهرية من سمات عملية الازدهار - الانكماش المرتبطة في كثير من الأحيان بالآزمات المالية. فخلال هذه العملية، يكون الوقت متاحاً للمخاطر أن تتكوّن وتصبح واضحة على نطاق واسع. ويمكن بالفعل أن تثبّت بل وتعزّز لفترة معينة جودة قرض ما من خلال تأثيره على قيم الانتعاش الاقتصادي الذي أسهم في حدوثه. ولذلك، فإن الحوافز الدافعة الى انتهاج سلوك القطيع خلال فترات الانتعاش الاقتصادي لا تقتصر على المقرضين بفرض المضاربة. ونتيجة لذلك، فإن "المنافسة القائمة على أساس المخاطر تدفع النظام بأكمله نحو مستويات المديونية المفرطة"^(٣١). ولكن الطاقة الزائدة التي يولدها الانتعاش ذاته (والتي كان أبرز مثال عليها هو أزمة المدخرات والقروض في الولايات المتحدة، التي نوقشت في مرفق الفصل الثالث)، وكذلك المراكز المبالغ فيها

للمؤسسات المالية تصبح في نهاية الأمر واضحة التأثير، وهو تأثير يلاحظ في كثير من الأحيان من خلال ارتفاع أسعار الفائدة أو انكماش النشاط الاقتصادي.

ويعترف الاخصائيون في هذا المجال عموماً بمحدودية قدرة التنظيم المالي على تجنب الأزمات^(٢٢)، ولذلك يُنظر الى أهدافه الأساسية على أنها تتعلق، بالدرجة الأولى، بتقليل مشاكل المؤسسات المالية من حيث السيولة والملاءة، وحماية المودعين، وتجنب المخاطر الشاملة الناجمة عن آثار العدوى. غير أنه لا يمكن إنكار أن وجود صلات مفيدة بين التنظيم والحوافز والرقابة الداخلية يمكن أن يعزز سلامة المؤسسات المالية. ويمكن للمتطلبات الرأسمالية المناسبة للإئتمان ولمخاطر السوق التي تتحملها هذه المؤسسات أن تحسّن جودة قروضها وإدارة حوافزها المالية، وأن تفضي الى تحسين أسعار الخدمات التي تقدمها. ولكن، حسبما يتبين من الحجة التي سيقى أعلاه، ينشأ عدد من المخاطر التي تواجهها المؤسسات المالية من ظروف خارجة تماماً عن سيطرتها أو تكون سيطرتها عليها ضئيلة. وإزاء هذه المخاطر، يوفر التنظيم المالي القوي حماية للمؤسسات على المستوى الفردي وللنظام المالي بأكمله، على حد سواء. غير أن التجربة أثبتت مراراً أن تلك الحماية جزئية فقط.

وإذا كان انعدام الحماية الكاملة ضد الأزمات خاصة تتسم بها حتى القطاعات المالية الخاضعة لنظم متطورة نسبياً في مجال التنظيم والإشراف، فليس من المستغرب أن يصدق هذا القول، بالأحرى، على القطاعات المالية الخاضعة لنظم أضعف في الغالبية العظمى من البلدان النامية، وهي نظم تم توضيح ضعفها من خلال رسوم تخطيطية تتعلق ببعض الأمثلة التي نوقشت في الفصل الثالث أعلاه. وعلاوة على ذلك، فإن القطاعات المالية في هذه البلدان تضطر في كثير من الأحيان الى تحمل صدمات في الاقتصاد الكلي أقسى من الصدمات التي يتحملها نظراً لها في البلدان الصناعية^(٢٣). ولا يمكن لسياسات الاقتصاد الكلي أن تقلل، في جميع الأحوال، قسوة وتواتر هذه الصدمات. صحيح أن من الممكن تحسين التنظيم والإشراف الماليين الى أن يبلغا مستوى أفضل الممارسات السارية (على الرغم من أن ذلك قد يستغرق، حسبما سبقت الإشارة إليه، عدة سنوات بوجه عام)؛ ومع ذلك، يظل احتمال نشوء الأزمات المالية وارداً.

٤- إحكام الرقابة على الإقراض الدولي والاستثمار في الحوافظ المالية

يمكن الاحتجاج بأن الإقراض الدولي والاستثمار في الحوافظ المالية لا يحتاجان، إذا كان الاقتصاد العالمي جيد الأداء، الى قواعد أو قيود منفصلة عن القواعد المرتبطة بالتنظيم الوطني الحضيف للمؤسسات المالية في كل من بلدان المصدر والبلدان المتلقية، والمرتبطة أيضاً بتنظيم الإصدارات وإجراءات التعامل في التبادلات المنظمة وغيرها من أسواق الأصول والأدوات المالية. وفي عالم من هذا القبيل، تكون تدفقات رؤوس الأموال الدولية وثيقة الصلة بالمدفوعات والتمويل في التجارة والاستثمار الدوليين، وتحدد حركتها تبعاً للأساسيات الاقتصادية لدى المؤسسات وسائر المتلقين. ولكن الواقع مختلف تماماً. ذلك أن معظم الإقراض المصرفي والاستثمار في الحوافظ القصيرة الأجل لسندات الديون هو رد على هوامش المراجعة على أسعار الفائدة، التي تعبّر عن مقتضيات السياسات النقدية والتي يمكن أن تستمر لفترات طويلة (والتي تلغيها، في أغلب الأحيان، التخفيضات الكبيرة المحتملة في قيمة العملة)، أو أنه رد على الاختلافات بين البلدان من حيث المعاملة التنظيمية والضريبية للقروض الخارجية. وعلاوة على ذلك، فإن قدراً كبيراً من الاستثمارات في الحوافظ المالية الدولية يستجيب للتوقعات الاقتصادية الطويلة الأجل للمؤسسات الفردية أقل مما يستجيب للأرباح والخسائر الرأسمالية القصيرة الأجل، التي يعتبر انحسار أو تدفق الاستثمارات

في الحوافظ المالية الدولية ذاتها أحد العوامل الحاسمة في تحديدها في العديد من الحالات، لأن الآثار على أسعار الأسهم تعبّر عن التباين بين الرسمة المحدودة للعديد من أسواق الأسهم وضخامة حجم الأموال المتاحة تحت تصرف المؤسسات الاستثمارية في البلدان الصناعية الرئيسية. وكثيرا ما أدّت الصلات الغامضة بين القوى المؤثرة على الإقراض الدولي والاستثمار في الحوافظ المالية، من ناحية، وبين أساسيات الاقتصادات والمؤسسات، من ناحية أخرى، الى حالات من الازدهار والانكماش في التمويل ذات أوجه تشابه مع التقلبات المماثلة في الإقراض المصرفي على الصعيد الوطني، التي نوقشت في إطار التنظيم المالي المحلي.

ومخاطر الخسائر في إطار هذا النظام موزعة بشكل غير متكافئ. ففي حين أن المستثمرين الخارجيين قد يتحملون خسائر كبيرة في أسواق الأسهم خلال الأزمات المالية، تتوافر للمصارف في كثير من الأحيان الحماية ضد خسائر قروضها الدولية، وذلك بوسائل متنوعة - من خلال الحماية الرسمية أو غير الرسمية ضد الإعسار التي توفرها حكومات البلدان المقترضة لمصارفها المحلية (المتلقية في كثير من الأحيان لنصيب كبير من الأموال المقترضة من الخارج)^(٣٤)، وفي بعض الأحيان من خلال ضمانات صريحة تقدمها الحكومات للودائع الأجنبية الموجودة في مصارفها، وكذلك (حسبما وردت الإشارة اليه في الفصل الثالث) من خلال عمليات الإنقاذ التي يقوم بها صندوق النقد الدولي.

ويمكن فرض الرقابة على الإقراض الدولي والاستثمار في الحوافظ المالية على مستوى المنع، أو على مستوى المتلقي، أو على المستويين كليهما. وتندرج الرقابة التي يقوم بها المتلقي تحت بند الرقابة على المعاملات الرأسمالية، وقد نوقشت أعلاه. أما الدافع وراء الاقتراحات القائمة بفرض الرقابة عند المنع فهو الاعتقاد بأنه لا ينبغي أن يتحمل المتلقون مسؤولية وتكاليف هذه الرقابة، وأنه حتى في الحالات التي يمارس فيها المتلقون الرقابة، يمكن للرقابة عند المنع أن تقلل أيضا من احتمال زعزعة التدفقات الرأسمالية ونشوء الأزمات المالية. وفي الآونة الأخيرة، طرّح العديد من الأفكار المنادية بفرض رقابة على تدفقات رؤوس الأموال عند المنع، ومنها عدة أفكار تناولت الإقراض المصرفي الدولي كانت في الأصل رداً على أزمة ديون البلدان النامية في الثمانينات^(٣٥). وبشكل نموذجي، تنطوي الاقتراحات القائمة بفحص الإقراض المصرفي الدولي المفترض على وجود آليات للحد من المديونية الخارجية التي يمكن توقّع ظهورها من خلال عمل الأسواق المالية المتنافسة، مثل الترتيبات الشبيهة بالكرتلات فيما بين المصارف لفرض حدود قصوى قطرية للإئتمان أو قبول المقرضين لمبادئ توجيهية تتعلق بمستوى الإقراض المتواصل الذي تحدده لبلد ما مؤسسة متعددة الأطراف. ولا غرابة في أن الأزمة المالية الآسيوية قد عملت بمثابة حافز لتقديم مقترحات جديدة، وأن الاهتمام ازداد تجاه تدفقات الحوافظ المالية التي لم تكن ملحوظة في أزمة الديون في الثمانينات. والاستنتاج العام التالي، الذي يمكن أن يُستخلص من مناقشة الاقتراحات، هو أن لأكثر الأفكار طموحاً سمات تشكل عقبة تحول دون اعتمادها، في حين أن إسهام التغييرات التحسينية التي تبدو على الأرجح في المتناول، ليس بالقدر الذي يقضي على الحاجة الى عمليات مراقبة رؤوس الأموال المفروضة من جانب البلدان المتلقية.

وثمة اقتراح يمكن أن يفرض بوصفه منتجا فرعيا الى تحسين الرقابة على الإقراض الدولي، وهو تعزيز الإشراف الحالي للمؤسسات المالية بصورة جذرية من خلال انشاء هيئة دولية - هي مجلس المشرفين على المؤسسات والأسواق الدولية الرئيسية - تخوّل سلطات واسعة النطاق لمراقبة وتنظيم العمل المصرفي التجاري، والتعامل في الأوراق المالية والتأمين (وهي أنشطة تجاوزتها الآن التكتلات المالية). ولهذا الغرض،

"ستخول هذه الهيئة سلطة وضع معايير مقبولة من الطرفين لجميع المؤسسات الرئيسية، وتوحيد معايير التجارة وإعداد التقارير وتحليل البيانات للأسواق الائتمانية المفتوحة، ورصد أداء المؤسسات والأسواق الواقعة ضمن اختصاصها"^(٣٦). ومن شأن هذا الاقتراح أن يعالج المشاكل المرتبطة بالفروق الهائلة التي لا تزال توجد بين النظم الوطنية للتنظيم المالي. وتعتبر هذه الفروق، حسيما ذكر أعلاه، أحد أسباب تدفقات رؤوس الأموال في شكل إقراض مصرفي دولي ليس له، في كثير من الأحيان، سوى ارتباط محدود بالنشاط الاقتصادي الفعلي. غير أن الاقتراح يبدو خيالياً، على الرغم من التقدم المحرز في إطار المبادرات الدولية الأخيرة المتعلقة بالتنظيم والإشراف الماليين لتحقيق أهداف تشمل رفع مستوى المعايير وزيادة الاتساق بين النظم الوطنية، في آن واحد.

ويذهب اقتراح آخر، يركّز بشكل أكثر تحديداً على الإقراض المصرفي الدولي، الى وجوب إنشاء مؤسسة دولية للتأمين الائتماني "تكون بمثابة مؤسسة شقيقة لصندوق النقد الدولي"^(٣٧). ويمكن أن تضمن هذه المؤسسة القروض الدولية مقابل رسوم متواضعة، غير أنها ستحدد سقفاً للمبالغ التي تقترضها بلدان معينة تكون المؤسسة مستعدة للتأمين عليها. وسيحدد السقف على أساس تقييم البيانات المتعلقة بجميع قروض البلد، وهي بيانات سيتعين على البلد تقديمها الى المؤسسة الدولية للتأمين الائتماني. وبالتالي، سيتسنى للبلدان أن تقترض بأسعار فائدة منخفضة تصل الى السقف المحدد لكل بلد؛ وفي حالة تجاوز هذا السقف، يكون المقرضون أكثر حذراً ولن تتاح القروض إلا بأسعار فائدة تشمل قسطاً عالياً لتغطية المخاطر (أو لن تتاح القروض على الإطلاق). وبذلك، يقل احتمال التوسع المفرط في الإقراض، كما يقل احتمال نشوء الأزمات المالية التي تحدث في أعقاب ذلك التوسع.

ويشير هذا الاقتراح أسئلة تتعلق بجدوى ونوعية تقدير الأهلية الائتمانية، والسلطات التي ينبغي تخويلها للمؤسسة المقترحة. وليست الجدوى، فيما يبدو، مشكلة يتعذر التغلب عليها: فمن الممكن الاستعانة بالطرائق الراسخة في مجال التأمين الائتماني وتطبيقها على نطاق أوسع. وتشمل هذه الطرائق وضع معايير المخاطر، واتخاذ قرارات بشأن الجدارة الائتمانية لمقترضين معيّنين، التي تقاس على أساس المعايير المستخدمة في تحديد أقساط التأمين، وإدارة التسهيلات التأمينية. وهذه المهام تضطلع بها بالفعل وكالات الائتمان التصديري في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي. والفرق الرئيسي بينها وبين مؤسسة دولية للتأمين الائتماني هو أن تُسند الى هيئة وحيدة المسؤوليات المتعلقة بمعايير المخاطر ومؤشرات الأهلية الائتمانية بالنسبة للقروض التي تغطيها تسهيلات التأمينية^(٣٨). ويمكن للمؤسسات القائمة، مثل وكالات الائتمان التصديري، أن تضطلع بالجانب الإداري. ولكن ليس من المؤكد أن تتمكن مؤسسة دولية للتأمين الائتماني من وضع مؤشرات مقبولة بوجه عام، بالنظر الى أحدث ما تم التوصل اليه في هذا المجال. فعلى سبيل المثال، يدل سجل وكالات تقدير الأهلية الائتمانية في تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين من البلدان النامية على ما ينطوي عليه التقييم المطلوب من صعوبات، وإن كانت أي مؤسسة دولية للتأمين الائتماني غير مضطرة، الى الاعتماد الى حد بعيد على المعلومات المنشورة^(٣٩)، كما تفعل الوكالات ذلك أحيانا. أما الإشراف من جانب صندوق النقد الدولي، الذي يتضمن تقييما يشبه، من بعض الجوانب، التقييم المضطلع به لتقدير الأهلية الائتمانية، فإنه لم يفشل فحسب، في بعض الحالات، في التعرف على أوجه الضعف التي يمكن أن تفضي الى أزمات مالية بل انه يوضح أيضا الحساسيات السياسية المرتبطة بالكشف عن آثار تقييم هيئة رسمية متعددة الأطراف على الأهلية الائتمانية للبلدان (حتى وإن كان الكشف، مثلما هو في هذه الحالة، لا يرتبط مباشرة بالحصول على قرض بقدر ما يرتبط بالحصول على قرض في إطار الاقتراح الخاص بمؤسسة دولية للتأمين الائتماني). ومع ذلك، فإن تحسين المعلومات المتعلقة بالمقترضين

يمكن أن يؤدي، في حينه، الى امكانية تحسين تقييم الأهلية الائتمانية للبلدان^(٤٠). أما بشأن السؤال الأخير المطروح أعلاه فيما يتعلق بسلطات المؤسسة الدولية للتأمين الائتماني، فإن احتمال الاتفاق الدولي على إسناد تلك السلطات إلى وكالة دولية، جديدة أو موجودة بالفعل، احتمال يبدو بعيداً.

وفي الجدل الدائر حول سبل تحسين الرقابة على الإقراض المصرفي الدولي، تركّز الاهتمام على التدفقات المشتركة بين المصارف. ويسود الاتفاق على نطاق واسع على أن تحسين رصد هذه التدفقات يمكن أن يساهم في تحسين صنع القرار من جانب المشتركين في الأسواق المالية، وتحسين ادارة النظام المالي الدولي^(٤١). ولكن، يسود الاعتقاد أيضاً بأن الإقراض المشترك بين المصارف يرتبط في كثير من الأحيان بضعف التقييم الائتماني وبوجود مستويات لرؤوس الأموال المصرفية لا تعبّر على النحو الملائم عن مخاطر الائتمان التي تنطوي عليها. وقد دفع ذلك آلان غرينسبان على سبيل المثال إلى القول إن الإقراض الدولي المشترك بين المصارف مجال يتطلب تغييرات تنظيمية تفضي الى رفع التكاليف التي تتحملها المصارف بسبب هذا الإقراض بحيث تعبر بشكل أفضل عن مخاطره^(٤٢). وستمثل الخطوات المتخذة في هذا المسار عكساً للاتجاهات الطويلة الأجل القائلة بخفض التكاليف المرتبطة بالإقراض المصرفي الدولي^(٤٣). وتتمثل واحدة من نقاط انطلاق العمل في هذا المجال في اتفاق بازل الرأسمالي لعام ١٩٨٨، الذي ينص على أن جميع المطالبات المستحقة لمصارف خارج منطقة منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والتي تصل مواعيد استحقاقاتها الى سنة، وجميع المطالبات المستحقة لمصارف داخل تلك المنطقة، تُصنّف على أنها ذات درجة مخاطرة منخفضة (٢٠ في المائة) لأغراض حساب مستلزمات رأس المال. ومع ذلك، كانت قروض المصارف القصيرة الأجل سمة رئيسية من سمات أزمات الديون الخارجية في الآونة الأخيرة. وهكذا، تتمثل إحدى وسائل إتاحة إحكام الرقابة على القروض الدولية المشتركة بين المصارف في زيادة درجة المخاطر التي تحيط بتلك القروض في إطار مستلزمات رأس المال.

وينبغي أن تؤدي هذه الخطوة الى تحسين الأساليب الداخلية التي تستخدمها المصارف في حساب مخاطر هذا النوع من أنواع الإقراض الدولي، ولكنها ستشكل طريقة تدريجية صريحة لمعالجة المشاكل الناجمة عن مخاطر القروض المشتركة بين المصارف والممنوحة لبلدان تتدهور جدارتها الائتمانية. وربما أمكن اتباع نهج أكثر مرونة يقوم على أساس الإجراءات الخاصة بكل بلد والسارية في مجال رصد المخاطر الخارجية للمصارف بوصفها جزءاً من الإشراف المصرفي. وفي كثير من الأحيان، تخوّل هذه الإجراءات المشرفين سلطة تحديد مستويات للاحتياطيات تتناسب مع المخاطر الخارجية للمصارف، ويمكن استخدامها بسهولة كيما تنتهج المصارف معاملة أشد صرامة تجاه البلدان التي تنطوي قروضها على مخاطر أكبر بالنسبة للمصارف (وإن كانت فعالية التدبير تتوقف، هنا أيضاً، على جودة نظم الإشراف المتعلقة بتقدير الأهلية الائتمانية).

وحسبما سبقت الإشارة اليه، فإن الاقتراحات المتعلقة بالرقابة على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، والتي قدّمت بعد نشوب الأزمة الآسيوية، شملت أيضاً أشكالاً أخرى غير الإقراض المصرفي. ويهدف أحد هذه الاقتراحات الى زيادة استقرار استثمارات الصناديق المشتركة في الأوراق المالية الصادرة عن كيانات في البلدان النامية، وذلك بالاشتراط على الصناديق أن تحتفظ باحتياطيات من السيولة تساوي نسبة معينة من قيمة هذه الأوراق المالية^(٤٤). ويمكن بعد ذلك استخدام هذه الاحتياطيات في حالة حدوث انخفاض كبير في قيمة هذه الأوراق المالية في الأسواق، الأمر الذي يقلل من دوافع إغراق هذه الأوراق المالية بغية الحصول على ما يلزم من سيولة لاستيفاء الالتزامات. ويعرّب أيضاً عن الأمل في أنه، على الرغم من أن

اشتراطات الاحتياطات هذه ستخفف عائد المضاربة على استثمارات الصناديق المشتركة في الأسواق المالية الناشئة، سيؤدي انخفاض مخاطر السوق الناتج عن ذلك الى زيادة جاذبيتها في نظر المستثمرين في الأجل الطويل.

وستشكل الاشتراطات التي تلزم الصناديق المشتركة بالاحتفاظ باحتياطات من السيولة على هذا النحو انحرافاً جذرياً عن الممارسة التنظيمية السارية. وعلاوة على ذلك، فإن هناك سمة أخرى لهذا الاقتراح يترتب عليها تغييرات في اشتراطات السيولة تبعاً للجدارة الائتمانية للبلدان التي تستثمر فيها الصناديق المشتركة أموالها (مما يجعل الاشتراطات "مقيّمة من حيث المخاطر" حسب مقولة المؤلف)؛ وستتطلب هذه السمة العمل بإجراءات إشراف في هذه الصناديق شبيهة بإجراءات الإشراف السارية في المصارف (وبالتالي انشاء نظام متفق عليه لتحديد الجدارة الائتمانية - وهي مهمة تنطوي على مشاكل سبقت الإشارة إليها).

ومع ذلك، وعلى الرغم من المشاكل التي يثيرها هذا الاقتراح، فإنه يمثل محاولة للتصدي لمصدر من مصادر الهشاشة المحتمل أن تتعرض لها باطراد فئة مهمة من التدفقات المالية الى الأسواق المالية الناشئة. وبهذا الوصف، يمكن أن يكون الاقتراح مضيئاً في حيز النقاش بشأن تدابير أخرى ممكنة تتخذ لهذا الغرض. وربما استند نهج بديل، على سبيل المثال، الى رسوم الانسحاب السارية في بعض الصناديق المشتركة^(٤٥). وتتباين هذه الرسوم تبعاً لفترة الاستثمار ومن ثم، يمكن توقع أن تعمل بمثابة عامل مثبط للمستثمرين الساعين الى تحقيق عائد في الأجل القصير. وإذا تبين أن هذا النهج ملائم، فيمكن استكشاف السبل الكفيلة بتعميم نظام رسوم الانسحاب على الصناديق المشتركة في الأسواق الناشئة. ويتميز هذا النهج بأنه يمكن أن يستند الى ممارسة سارية بالفعل في السوق. غير أنه سيقضي الاتفاق بين البلدان التي تقع فيها المقار الرئيسية لصناديق الأسواق الناشئة كيما تتجنب هروب الأموال الى مناطق لا تفرض فيها رسوم الانسحاب؛ وليس من السهل التوصل الى اتفاق من هذا القبيل.

٥- الرقابة على رؤوس الأموال وتدابير أخرى لإدارة الأصول والخصوم الخارجية

ترتبط ادارة الأصول والخصوم الخارجية لبلد ما بأبعاد أخرى عديدة في السياسات الاقتصادية، مثل الأساسيات السليمة للاقتصاد الكلي، والتنظيم والإشراف الماليين الفعليين، بل أيضاً بالأساليب السليمة للإدارة المشتركة. ولكن التجربة بيّنت أن هذه الشروط ضرورية ولكنها ليست كافية لتجنّب الأزمات المالية. كما بيّنت وجود دور رئيسي في هذا المجال تؤديه السياسات الموجهة على وجه التحديد الى الأصول والخصوم الخارجية - وأهمها مراقبة رؤوس الأموال، وكذلك بعض التدابير الأخرى الرامية الى التأثير على الاقتراض والإقراض وحياسة الأصول.

وتُفرض مراقبة تدفقات رؤوس الأموال كجزء من ادارة الاقتصاد الكلي، ولتحقيق أهداف السياسات الطويلة الأجل المرتبطة بتنمية واستقلال الاقتصاد الوطني، في آن واحد. وتكون عمليات المراقبة المفروضة لأسباب تتعلق بالاقتصاد الكلي وثيقة الصلة، نموذجياً، بالتدابير النقدية والمالية الأخرى، حيث تكون مهمتها هي توطيد هذه التدابير أو العمل كبديل عنها حين يكون من المرجح أن أدوات السياسات الأخرى أصبحت غير مجدية أو أنها تسبب تحركات واسعة النطاق وغير مرغوب فيها في متغيرات رئيسية مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف. وتهدف عمليات المراقبة المندرجة في الفئة الثانية الى ضمان الاستثمار المحلي

لرؤوس أموال المقيمين في البلد أو ضمان أن تخصص أنواع معينة من النشاط الاقتصادي، كلياً أو جزئياً، للمقيمين في البلد.

والمعاملات التي يجوز إخضاعها لمراقبة رؤوس الأموال معاملات متنوعة كما أنها، من وجهة نظر معينة، لا تقبل التصنيف البسيط. وينطبق ذلك، على سبيل المثال، على محاولة التمييز بين المعاملات القصيرة الأجل والمعاملات الطويلة الأجل: فهناك أصول أو أدوات معينة من الواضح أنها ترتبط، معظمها أو على وجه الحصر، بالمعاملات القصيرة الأجل؛ كما أن هناك أصولاً أو أدوات أخرى تُستخدم على قدم المساواة في المعاملات القصيرة الأجل والطويلة الأجل طالما وُجدت سوق ثانوية توفر لها السيولة^(٤٦). وفضلاً عن ذلك، فإن الفروق القانونية والادارية الموجودة في النظم الوطنية لمراقبة رؤوس الأموال لا تتطابق بالضرورة ولا بشكل قاطع مع التصنيف النظري الذي يستخدمه الخبراء الاقتصاديون (مثال ذلك، الاستثمار المباشر مقابل الاستثمار في الحوافز المالية). وقد تتضمن قائمة، غير شاملة على الإطلاق، بالأصول موضع المعاملات الرأسمالية الاستثمارات المباشرة، والقروض الطويلة الأجل والقصيرة الأجل، وحيازة ممتلكات عقارية عبر الحدود، والأسهم والديون من الإصدارات المحلية والدولية (وتتراوح الديون من حيث الاستحقاق بين أدوات السوق النقدية والأوراق المالية والسندات الأطول أجلاً)، وسندات الاستثمار الجماعي (مثل أسهم الصناديق المشتركة)، والودائع لدى المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، والضمانات وسائر تسهيلات الدعم المالي، وعقود التأمين على الحياة، وشتى الأصول المرتبطة بتحركات رؤوس الأموال الخاصة (مثل الهبات، والمهور، والموارث)، والأموال المجمدة المملوكة لغير المقيمين، والأدوات المشتقة.

وبسبب الخصائص المؤسسية والتنظيمية التي تتسم بها النظم المالية، وبسبب الآثار على الحوافز، يمكن لعمليات المراقبة المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة أو على الخصوم الخارجية أن تؤثر أيضاً على تدفقات رؤوس الأموال الراحلة وعلى الأصول الخارجية، والعكس صحيح. وتشاهد هذه التأثيرات، على سبيل المثال، في عمليات مراقبة حوافز الأسهم والاستثمار المباشر، حيث من الواضح أن قواعد إعادة رؤوس الأموال إلى منابعها تؤثر على حوافز التدفقات الوافدة. وبالمثل، فإن القواعد السارية على حوافز الشركات الأجنبية فيما يتعلق بمسائل مثل حرية الشركات في المعاملات الاستثمارية الوافدة والراحلة، ستؤثر على استعدادها لتكوين وجودها التجاري من خلال الاستثمار المباشر. وبوجه أعم، فإن القواعد المتعلقة بحرية المعاملات الرأسمالية عبر الحدود، المتاحة للشركات المالية في بلد ما، وكذلك التناظر بين قيمة أصولها وخصومها من حيث العملة، تؤثر على استعدادها للاعتماد على هذه التدفقات الوافدة وعلى ما تبذله من جهود في سبيل اجتذابها.

ونظراً للروابط الوثيقة بين عمليات مراقبة رؤوس الأموال من ناحية، وبين عدد من أدوات السياسات الأخرى من ناحية أخرى، قد يكون تصنيف التدابير تحت بنود معينة جزافياً إلى حد ما. من ذلك، على سبيل المثال، أن الاشتراطات الخاصة بالاحتياطات فيما يتعلق بالتزامات المصارف تجاه غير المقيمين (وهي سياسة ترد الإشارة إليها في مواضع كثيرة في المناقشة التالية) يمكن أن تصنّف بشكل معقول بأنها إما أداة للسياسات النقدية أو أداة لمراقبة رؤوس الأموال. وفضلاً عن ذلك، وبما أن هذه الاشتراطات تؤثر على نوعية ميزانيات المؤسسات المالية فإنها، بالمثل، يمكن أن تكون (وهي كذلك بالفعل في أحيان كثيرة) مصنّفة بوصفها تدبيراً "حذراً". ويمكن أيضاً إدراج تصنيفات بديلة مماثلة بالنسبة للقيود المفروضة على الأصول أو الخصوم الصافية للمصارف، المقيّمة بالعملات الأجنبية.

وقد ركزت عمليات مراقبة رؤوس الأموال، أساساً وبشكل تقليدي، على المعاملات عبر الحدود التي يقوم بها المقيمون وغير المقيمين. ولكن، نظراً لإلغاء الضوابط وللتطورات في مجال التقنيات المصرفية التي تتيح تقديم خدمات متزايدة التنوع، أصبحت الحسابات والمعاملات المقيّمة بالعملات الأجنبية متاحة الآن للمقيمين، وهي تؤثر على أوضاع الاقتصاد الكلي، وبصفة خاصة أسعار الصرف، بنفس الطريقة التي تؤثر بها المعاملات المالية عبر الحدود.

ويوجد العديد من التدابير المختلفة لمراقبة تحركات رؤوس الأموال؛ ولبعض هذه التدابير تأثير واسع النطاق في حين أن البعض الآخر موجه إلى تعاملات أضيق نطاقاً. وقد تتخذ المراقبة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة والاستثمار في حوافض الأسهم (التي لا تميز اللوائح بينها بوضوح في جميع الأحوال، حسبما سبقت الإشارة إليه) شكل التراخيص، وتعيين حدود قصوى لمشاركة الأسهم الأجنبية في الشركات المحلية، والحصول على إذن رسمي للإصدارات الدولية للأسهم، واختلاف اللوائح السارية على الشركات المحلية والأجنبية فيما يتعلق بالتأسيس والعمليات المسموح بها، وحتى أنواع الأسواق ذات المستويين. من ذلك، على سبيل المثال، أن من الممكن في سوق ذات مستويين أن تقتصر استثمارات غير المقيمين في الأوراق المالية للبلد على الأوراق المشتراة من أشخاص آخرين غير مقيمين، وأن تقتصر التحويلات بعملة البلد لتغطية هذه التعاملات على التحويلات التي أتاحتها عمليات شراء وبيع هذه الأوراق المالية بين غير المقيمين (ويهدف هذا التدبير إلى تقليل احتمالات أن يقترن انخفاض أسعار الأوراق المالية بخفض قيمة العملة أو بهبوط حجم الاحتياطيات).

ويمكن أيضاً فرض بعض عمليات المراقبة هذه على التدفقات الرأسمالية الوافدة المرتبطة بأوراق الديون، سواء السندات أو الأدوات الأخرى. وبذلك، يمكن أن تخضع هذه التدفقات الوافدة لضرائب خاصة أو أن تقتصر على تعاملات تتم من خلال سوق ذات مستويين. ويجوز أن تنطبق السقوف (التي قد تبلغ حد الصفر) على حيازات غير المقيمين لإصدارات الديون من جانب الشركات والحكومات على حد سواء، أو يجوز أن يشترط الحصول على موافقة على قيام الأجانب بشراء هذه الإصدارات. وعلاوة على ذلك، قد يستبعد غير المقيمين من المزايدات على السندات الحكومية والأوراق الحكومية.

وهناك أنواع أخرى متنوعة من عمليات المراقبة، وهي شائعة الاستخدام لتقييد الاقتراض الخارجي من المصارف: الاشتراطات الخاصة بالاحتياطيات والمتعلقة بالالتزامات تجاه غير المقيمين السابق الإشارة إليها (لرفع التكاليف وتقليل الأرباح فيما يتعلق بالتدفقات الرأسمالية على ذمة القروض)؛ ومنع المصارف من دفع فوائد على ودائع غير المقيمين بل اشتراط تطبيق أسعار فائدة سلبية ("عمولة") على هذه الودائع؛ وفرض ضرائب على الاقتراض الأجنبي للقضاء على هامش المراجعة بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية^(٤٧)؛ وإلزام كل من الشركات المالية وغير المالية بإيداع مبالغ نقدية في المصرف المركزي تساوي نسبة معينة من حجم اقتراضها الخارجي (وهذا التدبير ابتدعه ألمانيا في عام ١٩٧٢ تحت اسم "بارديبوت - Bardepot").

وأجراءات المراقبة على المعاملات الخارجية المتعلقة بالاستثمار المباشر والاستثمار في حوافض الأسهم قابلة للتطبيق على المقيمين وغير المقيمين على حد سواء. ويمكن أن توجه القيود المفروضة على غير المقيمين إلى عمليات إعادة رؤوس الأموال إلى البلد وذلك، على سبيل المثال، في شكل انقضاء فترة قانونية قبل السماح بإعادة رؤوس الأموال، أو وضع لوائح تنص على إعادة رؤوس الأموال على مراحل تبعاً لتوافر النقد الأجنبي أو الحاجة إلى الحفاظ على سوق منظّمة لعملة البلد. ويجوز فرض قيود على ما يحتازه

المقيمون من الأسهم الأجنبية، سواء بطريق مباشر أم من خلال وضع حدود للحواظ المسموح بها في صناديق البلد الاستثمارية. ويمكن أيضا استخدام أسعار الصرف على مستويين لتقييد الاستثمارات الأجنبية من جانب المقيمين وذلك باشتراط أن تتم المعاملات الرأسمالية من خلال سوق تسود فيها بوجه عام أسعار أقل من الأسعار على المعاملات الجارية. ويستخدم عدد من هذه التقنيات أيضا لشراء سندات الديون الصادرة في الخارج، ولسائر أشكال الإقراض في الخارج. وفي حالة الودائع المصرفية المملوكة لمقيمين في الخارج، يجوز تقييدها بموجب القانون.

وحسبما سبقت الإشارة إليه، فإن مسألة مراقبة "الدولة"، وبخاصة ودائع المقيمين المصرفية المقيّمة بالعملة الأجنبية، وكذلك القروض الممنوحة بالعملة الأجنبية من المصارف إلى المقيمين، تندرج أيضا تحت فئة مراقبة رؤوس الأموال. ويمكن لهذه القروض والودائع أن تزيد هامش التباين بين العملات، وهذا مصدر محتمل لعدم الاستقرار المالي ويمكن أن يعجل ويسهل التحويلات الضخمة بين العملات خلال الأزمات المالية، مما يضع ضغوطاً على أسعار الصرف ويسفر عن انتشار حالات الإعسار بين المدينين.

وقد لفتت الأزمة الآسيوية الانتباه إلى مسائل تستحق أن يُشار إليها بشكل منفصل في إطار فئة التدابير الخاصة بإدارة الأصول والخصوم. فخلال تلك الأزمة، تركّز الاهتمام على هروب العملات الأجنبية الذي اقترن بتخفيض قيمة العملات؛ ولكن كان من المتعذر التمييز بين الهروب بسبب المضاربة والهروب بسبب محاولات لم تأت في حينها لتغطية التعاملات في النقد الأجنبي. غير أنه ما من شك، حسبما نوقش في الفصل الثالث، في أن التباينات في التقييم بالعملات الأجنبية لأصول وخصوم الشركات المالية وغير المالية قد أسهمت إسهاماً كبيراً في هذا الوضع، كما أن من العوامل التي يسّرت حدوثها تسهيل الإقراض بالعملات الأجنبية وكذلك، في بعض الحالات، السماح للمقيمين باحتياز ودائع مقيّمة بالعملات الأجنبية^(٤٨). وبقدر ما تكون الخصوم مساوية للأصول (بما فيها القروض) المقيّمة بنفس العملات، تتحول مخاطر أسعار الصرف إلى المدينين، الذين يمكنهم تغطية هذه المخاطر عن طريق حصائل الصادرات، ولكن هذه المخاطر تتحول في كثير من الأحيان إلى مخاطر ائتمانية. وإذا كانت الخصوم غير مساوية للأصول، فإن المخاطر الناتجة عن ذلك تقع مباشرة على عاتق المصارف. وهكذا، فإن وجود هذا النوع من الأصول والخصوم، إذا بلغ حداً معيناً من الانتشار، يشكل تهديداً للنظام المالي.

ويكمن جزء من حل المشكلة في الإنفاذ الصارم لقواعد الحذر المتعلقة باتساق أسعار العملات المقيّمة بها أصول وخصوم الشركات المالية، أو تدابير زيادة تكلفة الاقتراض الأجنبي من خلال فرض الضرائب، أو الاشتراطات الخاصة بالاحتياطيات، أو الودائع النقدية لدى المصرف المركزي. ولكن يمكن أيضاً، حسبما سبق اقتراحه، تطبيق قيود أكثر صرامة على "الدولة" ذاتها. ويمكن أن تتخذ هذه القيود شكل الحد من الإقراض المصرفي والودائع بالعملات الأجنبية. ويمكن فرض اشتراطات تتعلق بالاحتياطيات بدون فوائد في الحسابات المصرفية بالعملات الأجنبية، وبذلك تنخفض أو تنعدم الفائدة المسددة عنها وتقل جاذبيتها.

وبيّنت الأزمة الآسيوية بوضوح شديد المخاطر التي يمكن أن تنجم عن عدم الفصل بشكل ملائم بين الأنشطة الداخلية والأنشطة الخارجية التي تمارسها مصارف بلد ما. فقد أنشأ عدد من البلدان الآسيوية مراكز في الخارج تخضع أنشطتها لقواعد أيسر وتتمتع ببعض المزايا الضريبية وذلك لجملة أغراض من بينها تسهيل مشاركة مصارف تلك البلدان في النشاط المصرفي الإقليمي أو العالمي. وأحد هذه المراكز هو هيئة بانكوك المصرفية الدولية، التي أنشأتها تايلند في عام ١٩٧٢. وحسبما نوقش في الفصل الثالث، تزايد

استخدام الأجهزة التابعة لهيئة بانكوك المصرفية الدولية كقناة لترجيح أسعار الفائدة بين الأسواق المالية المحلية والدولية، حيث أن جزءاً كبيراً من التمويل المتاح من خلال هذا الترجيح كان يستخدم لتمويل المضاربة في الأسهم والممتلكات.

وهناك تناقض بين هذا الاستخدام غير المراقب نسبياً للتمويل الخارجي في تايلند، وعمل المركز المصرفي الخارجي الذي أنشأته سنغافورة في عام ١٩٦٨^(٤٩). ويتم النشاط المصرفي الخارجي لسنغافورة باستخدام وحدات النقد الآسيوية، وهي جزء لا يتجزأ من المصارف الحاصلة على تراخيص. والواقع أنه، باستثناء ما يتعلق بالفصل بين الأنشطة للأغراض المحاسبية والمالية والتنظيمية، ليست لوحدة النقد الآسيوية هوية مميزة عن هوية المصرف الموجودة فيه. والغرض من الإطار القانوني لوحدة النقد الآسيوية هو تسهيل مشاركتها في النشاط المصرفي الإقليمي، وفي الوقت نفسه تقييد استخدام دولار سنغافورة كعملة دولية ومراقبة اشتراك وحدات النقد الآسيوية في النشاط المصرفي المحلي. ولا يجوز لوحدة النقد الآسيوية قبول الودائع بالدولارات السنغافورية إلا إذا تجاوزت الودائع مبلغاً معيناً، وطالما كان المودعون غير مقيمين، ومن المصارف الأخرى والشركات المالية؛ كما أن القروض الممنوحة للشركات المحلية بالدولارات السنغافورية تخضع أيضاً لحد أقصى. ومنذ ١٩٨٣ تعيّن على وحدات النقد الآسيوية الحصول على موافقة رسمية لمنح غير المقيمين تسهيلات ائتمانية تتجاوز قيمتها ٥ ملايين دولار سنغافوري، أو منح المقيمين تسهيلات لاستخدامها خارج البلد؛ وهذا الاشتراط يشكل عقبة تحول دون بيع الدولار السنغافوري في الأجل القصير في تجارة العملات واستخدام غير المقيمين لهذه التسهيلات بغرض الاستثمار في الحوافظ والممتلكات.

وكمثال على نجاح هذه السياسات في الحفاظ على الطابع الخارجي لوحدة النقد الآسيوية لسنغافورة، يمكن الاستشهاد بالبيانات المتعلقة بأصولها وخصومها: ذلك أن ٦٣ في المائة من خصومها في عام ١٩٩٦ كانت من مصادر خارج البلد، و٤٢ في المائة من أصولها كانت عبارة عن قروض ممنوحة لمصارف خارج البلد. وفي المقابل، تشير التقديرات إلى أن نسبة تبلغ ٩٥ في المائة من الأموال التي حصلت عليها أجهزة هيئة بانكوك المصرفية الدولية قدّمت كقروض محلية. ويوضح مثال وحدات النقد الآسيوية كلا من جدوى تطبيق تدبير يتعلق بفصل النشاط المصرفي الخارجي عن السوق المحلية، ومزاياه من حيث المساهمة في الاستقرار المالي.

وكان استخدام الرقابة على رؤوس الأموال سمة واسعة الانتشار في التجربة التي شهدتها العقود القليلة الماضية. ففي السنوات الأولى التي أعقبت الحرب، كانت عمليات مراقبة رؤوس الأموال لأسباب تتعلق بالاقتصاد الكلي تُفرض بوجه عام على التدفقات الراحلة كجزء من سياسات التصدي لصعوبات ميزان المدفوعات ولتفادي خفض قيمة العملات أو تقليل حجمه. وعلاوة على ذلك، انتشر استخدام كل من البلدان المتقدمة والبلدان النامية لعمليات الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة للأسباب الإنمائية أو الهيكلية الطويلة الأجل المشار إليها أعلاه. ومع العودة إلى حرية تنقلات رؤوس الأموال اعتباراً من الستينات، أثارت ضخامة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة مشاكل في فترات مختلفة لحكومات بعض البلدان الصناعية، مثل ألمانيا وهولندا وسويسرا، التي تمثلت ردود فعلها في فرض أنواع مختلفة من الرقابة مثل ما سبقت مناقشته بشأن شراء غير المقيمين لسندات الديون الصادرة محلياً والودائع المصرفية المملوكة لغير المقيمين. وفي فترة أقرب، لجأ عدد من البلدان النامية يواجه مشاكل مماثلة تتعلق بالاقتصاد الكلي نتيجة

لضخامة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، الى فرض الرقابة على رؤوس الأموال في إطار رده من خلال السياسات^(٥٠).

- في ماليزيا، أدى الاعتماد في البداية على التدخل المحدود الى توسيع الفجوة بين أسعار الفائدة المحلية والخارجية، مما أفضى الى تعجيل زيادة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة القصيرة الأجل. وفي كانون الثاني/يناير ١٩٩٤ ردّت الحكومة بفرض التدابير التالية للرقابة على رؤوس الأموال (وهي تدابير ألغيت بالتدريج اعتباراً من ١٩٩٥): أُخضعت المصارف لحد أقصى لخصومها الخارجية غير المرتبطة بالتجارة أو الاستثمار؛ وحُظر على المقيمين بيع الأدوات النقدية القصيرة الأجل الى غير المقيمين؛ واشترط على المصارف التجارية أن تودع دون فوائد في المصرف المركزي مبالغ في حسابات بالرينغيت تملكها مصارف أجنبية؛ وفُرضت أيضاً على المصارف التجارية قيود على التعاملات المباشرة الآجلة والتبادلية المسموح لها بإجرائها مع الأجانب^(٥١).

- وفي شيلي أيضاً، أدى الاعتماد على التعقيم في أوائل التسعينات، كرد على تزايد تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، الى ارتفاع أسعار الفائدة والى تعجيل وتيرة تدفقات الوافدة. ونتيجة لذلك، لجأت الحكومة الى تطبيق سياسات متنوعة تهدف الى تباطؤ وتيرة تدفقات الوافدة القصيرة الأجل بل والى تشجيع فئات معينة من تدفقات الراحلة، بما في ذلك فرض اشتراط الاحتياطات بدون فوائد على الإقتراض الأجنبي بنسبة ٢٠ في المائة (ارتفعت بعد ذلك الى ٣٠ في المائة)، على أن تودع هذه الاحتياطات في المصرف المركزي لمدة سنة.

- وفي كولومبيا، تم التخلي في نهاية الأمر عن التعقيم كرد على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة في التسعينات، ووُضع بدلاً من ذلك اشتراط الاحتياطات بالنسبة للقروض (خلاف القروض القصيرة الأجل المرتبطة بالتجارة) التي تصل استحقاقاتها الى خمس سنوات، على أن يظل الاشتراط سارياً طوال مدة القرض الكاملة وأن يحدد نطاقه تبعاً لتناقص مدة استحقاقه.

- وفي البرازيل، استُكمِلت سياسات التعقيم، التي انتهجت للتصدي لتزايد تدفقات رؤوس الأموال الوافدة عقب تنفيذ برنامج إصلاح عملة البلد في منتصف عام ١٩٩٤، بزيادة الضرائب التي تدفعها الشركات البرازيلية على القروض الصادرة في الخارج، وفرض ضريبة على استثمارات الأجانب في سوق الأسهم، وزيادة الضريبة على المشتريات الأجنبية من الاستثمارات المحلية ذات الدخل الثابت.

- وفي الجمهورية التشيكية، أدت الزيادة الكبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الوافدة في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥ الى أن انتهجت، في البداية، سياسة التعقيم، ولكن أعقبها فرض ضريبة بنسبة ٢٥،٠ في المائة على التعاملات بالعملات الأجنبية مع المصارف، وفرض حدود واشتراط الحصول على موافقة رسمية فيما يتعلق بالقروض القصيرة الأجل التي تحصل عليها المصارف والمؤسسات الأخرى من الخارج.

ويتبين من تقييم عمليات المراقبة هذه أنها كانت فعالة في معظم الحالات ولكن بدرجات متباينة: فقد انخفضت تدفقات الوافدة بدرجة كبيرة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بعد فرض الضرائب عليها، باستثناء البرازيل وكولومبيا، وأصبحت تدفقات الوافدة القصيرة الأجل سلبية بالفعل لفترة معينة في شيلي وماليزيا؛ وفي شيلي وكولومبيا توقفت تدفقات الوافدة القصيرة الأجل ولم تكن تشكل جزءاً من تركيبة تدفقات الوافدة.

إن هذا اللجوء في الآونة الأخيرة الى عمليات مراقبة رؤوس الأموال، التي استمرت فترات طويلة في بعض الحالات، قد حدث في سياق برزت فيه مبادرات دولية تهدف الى تقييد حرية البلدان في تطبيق هذه التدابير. وأحد الأهداف الرئيسية لهذه المبادرات هو النظام العالمي الوحيد القابل للتطبيق على هذه التحركات، ألا وهو نظام صندوق النقد الدولي^(٥٢). وفي البداية، كان الغرض الأساسي لهذا النظام فيما يتعلق بتلك التحركات هو تعزيز التجارة والنشاط الاقتصادي في العالم من خلال إلغاء القيود على التعاملات الجارية. ولم تكن حرية حركة رؤوس الأموال مبدأً من مبادئ مواد الاتفاق الأصلي الخاص بصندوق النقد الدولي. والواقع أن الفقرة ٣ من المادة السادسة تنص صراحة على حق الأعضاء في تنظيم التحركات الدولية لرؤوس الأموال ما لم تتسبب هذه المراقبة في تقييد التعاملات الجارية أيضاً؛ وبموجب الفقرة ١(أ) من المادة السادسة، لا يجوز استخدام الموارد من حساب الموارد العامة بصندوق النقد الدولي لتمويل تدفقات راحلة ضخمة أو متواصلة من رؤوس الأموال^(٥٣).

غير أن الإلغاء التدريجي للقيود الأصلية على اشتراك صندوق النقد الدولي في تحرير التعاملات رؤوس الأموال كان واضحاً في عدد من القرارات والتغييرات الأخرى منذ أواخر السبعينات. ففي الصيغة المعدلة لمواد الاتفاق التي بدأ سريانها في ١٩٧٨، تنص المادة الرابعة على أن أحد الأهداف الأساسية للنظام النقدي الدولي هو توفير إطار يسهل تبادل رؤوس الأموال بين البلدان. وفي نيسان/أبريل ١٩٩٥ تم توسيع نطاق قائمة التطورات التي يجوز أن تستهل بناء عليها مناقشات بين الصندوق وبلد عضو في إطار إشراف صندوق النقد الدولي على سياسات أسعار الصرف بحيث تشمل القائمة "تدفقات غير المتواصلة من رؤوس الأموال الخاصة"^(٥٤). وفي كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٧ صدرت الموافقة على إنشاء مرفق الاحتياطي التكميلية، الذي يمكن في إطاره تقديم مساعدات مالية الى بلد يعاني من مصاعب تتعلق بميزان المدفوعات بسبب فقدان ثقة الأسواق بشكل مفاجئ وفوضوي، الذي يظهر في شكل ضغوط على حسابات البلد رؤوس الأموال وعلى احتياطياته. وأخيراً، وفي إطار مبادرة جارية اعتمدها اللجنة المؤقتة، من المقرر تعديل مواد الاتفاق الخاص بالصندوق بحيث تشمل تحرير تحركات رؤوس الأموال كهدف من أهداف المنظمة، ولتوفير أساس رسمي لتوسيع نطاق اختصاصها المتعلق بهذه التحركات^(٥٥).

وإذا اعتمد هذا التعديل، فيمكن أن تترتب عليه تأثيرات ثانوية على سائر القواعد المتفق عليها دولياً. فعلى سبيل المثال، تنص اتفاقات منظمة التجارة العالمية النازمة للتجارة في السلع والخدمات على أنه، حين يلجأ بلد الى فرض القيود لوقاية ميزان مدفوعاته، يجب أن تكون القيود متسقة مع التزاماته بموجب مواد اتفاق صندوق النقد الدولي، وأن دور الصندوق هو تقييم مبررات فرض القيود على أساس ميزان مدفوعات البلد ومركز احتياطياته. وعلى هذا النحو، يمكن أن يفضي الاقتراح بتوسيع نطاق الاختصاص الرسمي للصندوق بحيث يشمل التعاملات رؤوس الأموال الى تقليص ما تمارسه البلدان حالياً من استقلال في مجال مراقبة التعاملات رؤوس الأموال في إطار نظام منظمة التجارة العالمية^(٥٦). غير أن الأزمات المالية الأخيرة ولجوء البلدان بشكل متكرر الى عمليات المراقبة بغرض احتواء آثار التقلبات في

تدفقات رؤوس الأموال يبيّن وجهة الحجة القائلة بأنه ينبغي للحكومات أن تواصل ممارسة هذا الاستقلال. وليس الغرض من المناقشة في هذا الفصل الإيحاء بأن الأمر ما زال يتطلب استكشاف السبل الكفيلة، على المستوى العالمي، بالحيلولة دون أن تنتقل عبر الحدود الصدمات المالية المرتبطة بالتكامل المالي العالمي الأوسع نطاقاً أو الضغوط الأخرى ذات الصلة بتحركات رؤوس الأموال والتي يمكنها أن تطلق شرارة الأزمات المالية. وتثير أوجه الضعف هذه التي ينطوي عليها الحشد الحالي من تدابير السياسات أسئلة خطيرة حول مدى ملائمة الخطوات الجارية لتعزيز تحرير التحركات رؤوس الأموال بوصفه هدفاً من أهداف السياسات الدولية. والواقع أن ما يبدو ضرورياً في المستقبل القريب هو توخي المرونة بدلاً من فرض قيود أو التزامات إضافية.

٦- سياسات أسعار الصرف

كان الدافع وراء التساؤلات التي أثّرت حول الروابط بين نظم أسعار الصرف والأزمات المالية هو مساهمة أسعار الصرف المستقرة (مع ما يصاحبها من إفراط في الإقتراض الخارجي القصير الأجل وتزايد المخاطر المرتبطة بالعملات) في تكوّن الهشاشة المالية في شرق آسيا، ودور التغييرات اللاحقة في أسعار الصرف في انطلاق الأزمة وانتشارها في جميع أنحاء المنطقة. وخلاصة المناقشة التالية هي أنه ما من نظام يستطيع، على الأرجح، توفير حماية مضمونة ضد أزمات من هذا القبيل. غير أن إدارة أسعار الصرف، المقترنة بمراقبة المعاملات الرأسمالية، يمكن أن تفعل الكثير في درء التقلبات الكبيرة في تدفقات رؤوس الأموال، مساهمةً بذلك على نحو مهم في استقرار الاقتصاد الكلي.

وحسبما ورد في الإطار ٢، ولدى اندلاع الأزمة، كانت أكثر الاقتصادات تأثراً في شرق آسيا، باستثناء هونغ كونغ - الصين، تطبّق نظاماً لأسعار صرف العملات الأجنبية يتدخل بموجبها المصرف المركزي لتثبيت سعر الصرف الفوري وفقاً لمبادئ توجيهية متفاهم عليها بوجه عام، في حين أن هونغ كونغ - الصين كان لديها ترتيب يتمثل في مجلس العملة. وخلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦، تلقى العديد من بلدان شرق وجنوب آسيا تدفقات رأسمالية وافدة ضخمة. وإزاء هذه التدفقات، يمكن للسلطات النقدية إما أن تترك قيمة العملة ترتفع وإما أن تتدخل لمنع هذا الارتفاع؛ وقد اختار معظم المتلقين في شرق آسيا المسار الأخير.

وقد طُرِح تساؤل لمعرفة ما إذا كان من الأفضل وجود أسعار صرف عائمة بحريّة بدلاً من الأسعار المدارة التي كانت سارية في عدة بلدان في شرق وجنوب آسيا قبل الأزمة؟ وربما كان تعويم الأسعار في أوائل التسعينات سيؤدي إلى ارتفاع حاد في قيمة العملات مقارنة بالمستويات الملحوظة فعلاً؛ والنتيجة شبه المؤكدة التي كانت ستترتب على ذلك هي المقاومة السياسية القوية لذلك التعويم نظراً لآثاره على الصادرات. ولو كان تعويم أسعار الصرف بحريّة قد أسفر عن تزايد زعزعة استقرار الأسعار النسبية، فربما كان سيثبط تدفقات الموازنة ويشكل أيضاً خطراً على نمط أسعار الصرف المستقرة نسبياً التي كانت تدعم التنمية الاقتصادية في المنطقة، وربما كان سيهدد أيضاً بإحداث توترات في العلاقات التجارية.

وعلى النقيض من ذلك، أشير إلى أن من الممكن درء أزمات من قبيل الأزمة الآسيوية، من خلال إنشاء نظام مجالس عملة يتمثل في ربط أسعار الصرف بشكل وطيد بعملة تعتبر عملة الارتكاز. وفي إطار نظام من هذا القبيل، يوجد التزام واضح بتوفير أو رد الخصوم النقدية للسلطة النقدية بسعر ثابت. وفضلاً عن ذلك، فإن هذه الشروط هي الشروط الوحيدة التي يمكن بموجبها تبادل هذه الخصوم. وهناك نظامان من

هذا النوع معروفان جيداً على وجه الخصوص هما نظاما الأرجنتين وهونغ كونغ - الصين، ولكن هناك أيضاً عدد من البلدان الأخرى، بما فيها الاقتصادات الانتقالية، التي تطبق هذه النظم. ولا تستطيع مجالس العملة، من الناحية النظرية، أن تقدم قروضاً إلى الحكومة أو النظام المصرفي أو المقترضين الآخرين، كما أن السوق هي التي تحدد أسعار الفائدة حيث أن القاعدة النقدية ترتبط ارتباطاً صارماً باحتياطيات البلد من النقد الأجنبي. ولا تطبق هذه الشروط بشكل صارم بالنظر إلى أن لدى مجلس العملة احتياطيات خارجية تزيد على القاعدة النقدية للاقتصاد (وهو ما حدث مؤخراً، على سبيل المثال، في هونغ كونغ - الصين) أو بالنظر إلى أن الإطار القانوني يسمح بأن تتخذ بعض الاحتياطيات المحتفظ بها لدعم القاعدة النقدية أشكالاً أخرى خلاف العملات الأجنبية (مثلما هي الحال في الأرجنتين).

وتشمل المزايا التي يقول المدافعون عن نظام مجلس العملة إنه يتمتع بها المصادقية التي يضيفها على السلطة النقدية والقضاء على مشاكل إدارة الديون الخارجية الناجمة عن التباين بين القروض المقيّمة بالعملات وبين قيمة الإيرادات التي تدرّها الأنشطة الممولة من هذه القروض. غير أن التجربة أثبتت في الآونة الأخيرة أن هذه النظم لا تجعل الاقتصادات بمعزل عن عدم الاستقرار الخارجي المنشأ لأن تأثير التدفقات الرأسمالية الوافدة والراحلة ينتقل، عبر آثارها على القاعدة النقدية، إلى مستويات النشاط الاقتصادي وإلى أسعار السلع والأصول. وعلاوة على ذلك، وفي حال عدم وجود مقرض أخير، يمكن لتقلص الودائع الذي يعقب تقليدياً التدفقات الرأسمالية الراحلة في إطار هذا النظام أن يهدد الاستقرار المصرفي^(٥٧). وقد يخدم نظام مجلس العملة غرضاً مهماً في ظروف معينة، كأن يساعد في إيقاف التضخم المفرط. ولكن ما يترتب عليه من تقلص استقلال السياسات يعني أن النظم من هذا القبيل لن تظل مقبولة وملائمة إلا لدى أقلية بسيطة من البلدان.

ولذلك، لا يوجد مبرر لإدانة نظم أسعار الصرف المدارة على أساس تجربة الآونة الأخيرة (على الرغم من استحالة إعادتها في بلدان شرق وجنوب آسيا مالم تَسُد من جديد ظروف أكثر تنظيمًا في أسواقها الخاصة بالعملات). كما أن البديلين المتمثلين في تعويم أسعار الصرف أو تثبيتها بشكل صارم قد يفرضان تكاليف تتجاوز حجم مزاياهما. غير أن التجربة الحديثة أثبتت أيضاً أن نظم أسعار الصرف المدارة تكون ضعيفة إزاء التراكمات الضخمة للديون المصرفية الخارجية القصيرة الأجل وسائر أنواع الاستثمار الخارجي التي تنطوي على احتمالات الهشاشة. وفي بعض الأحيان، يمكن أن تساعد زيادة المرونة من خلال توسيع نطاق التدخل على القضاء على المراهقات من جانب واحد وتثبط التدفقات بقصد المضاربة. غير أن هذه النظم لا تكون قابلة للاستمرار، على الأرجح، إلا إذا اقترنت بإدارة نشطة للخصوم الخارجية، التي قد تستتبع اللجوء إلى مراقبة رؤوس الأموال.

٧- التشاور والتعاون على المستوى الإقليمي

كثيراً ما تشمل الترتيبات الاقتصادية الإقليمية طرائق للتشاور والتعاون تغطي طائفة واسعة التنوع من مواضيع السياسات الاقتصادية. وتكرر الإشارة ضمن أهداف هذه الطرائق إلى درء الأزمات المالية في البلدان الأعضاء، وهي أزمات قد تترتب عليها آثار غير مؤاتية عبر الحدود ويمكن بالتالي أن تضر بتحقيق أهداف الترتيب المعني.

وتوجد مجموعة شاملة من الإجراءات من هذا النوع تتعلق بالاتحاد الأوروبي وتهدف الى ضمان ألا تؤثر تطورات الاقتصاد الكلي أو التطورات المالية تأثيرا ضارا على أداء السوق المشتركة. وقد غطت معاهدة روما التي أنشأت الجماعة الاقتصادية الأوروبية (الجزء الثالث - الباب الثاني، الفصول ١-٣) التعاون والتشاور بين الأعضاء فيما يتعلق بالسياسات النقدية وغيرها من السياسات المطبقة في شتى الظروف وبميزان المدفوعات. فالمادة ١٠٧، على سبيل المثال، تدعو الأعضاء الى معاملة سياسات أسعار الصرف على أنها مسألة تدخل ضمن نطاق الاهتمام المشترك^(٥٨). فضلا عن ذلك، كان التشاور والمراقبة جزءا من إجراءات الاتحاد الأوروبي الخاصة بتقديم الدعم المالي الى الأعضاء بهدف التدخل في أسواق العملات وبهدف المساعدة في التغلب على صعوبات ميزان المدفوعات.

واقترح أيضا في مواضع أخرى التعاون والتشاور على المستوى الاقليمي بهدف المساعدة على درء الأزمات المالية؛ ويعزى قدر كبير من الزخم الذي قدّمت به هذه المبادرات الى السعي لتفادي آثار العدوى. وينطوي عدد من الأفكار المعروضة في هذا السياق على المراقبة المتبادلة بغرض المساعدة على ضمان التطبيق الملائم لسياسات تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي التي يضعها صندوق النقد الدولي. غير أن السياسات الخاصة لا تشكل جزءا لا يتجزأ من التعاون والتشاور الاقليميين بهدف تحقيق الاستقرار المالي. فهناك، على سبيل المثال، مبادرة جارية في رابطة أمم جنوب شرق آسيا تتعلق بآلية تُعنى برصد المراكز والسياسات الاقتصادية للأعضاء وفقا لمبادئ توجيهية اتفقت عليها الأطراف لهذا الغرض.

وكان إدراك أعضاء رابطة أمم جنوب شرق آسيا للحاجة الى التعاون لدرء الأزمات المالية واضحا بالفعل خلال الفترة السابقة للأزمة مباشرة. من ذلك، على سبيل المثال، أن وزراء مالية دول الرابطة أقرّوا، في اجتماع عُقد في آذار/مارس ١٩٩٧، بإمكان إنشاء آلية رقابة إقليمية لهذا الغرض. وبعد ذلك بشهرين، حدثت الضغوط على البهت التايلندي بعدد من المصارف المركزية الآسيوية الى التدخل المنسق لدعم هذه العملة. غير أنه لم يحدث أي تدخل من هذا القبيل إبان التخلي الواسع الانتشار عن نظم أسعار الصرف المدارة في تموز/يوليه ١٩٩٧، وهي حقيقة تدعو الى الاعتقاد بأن الحكومات قررت أن أي محاولة للدفاع عن أسعار الصرف في تلك المرحلة ستكون باهظة التكاليف.

ومع ذلك، استمرت المشاورات داخل رابطة أمم جنوب شرق آسيا بشأن الرقابة المتبادلة، وأوصى اجتماع عقده وزراء مالية دول الرابطة في كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٧ بتنفيذ الاقتراح بإنشاء آلية إقليمية للمراقبة، عُرِفَت فيما بعد باسم آلية الرصد التابعة لرابطة أمم جنوب شرق آسيا. وتمثل وظيفة آلية الرصد في مساعدة حكومات البلدان الأعضاء في الرابطة على درء الأزمات المالية في المستقبل وذلك من خلال جملة أمور منها العمل بمثابة نظام للإنذار المبكر يتيح للبلدان، فرديا أو جماعيا، اتخاذ إجراءات تصحيحية، ومنها أيضا حماية مصالح المنطقة طوال عملية التكامل المالي العالمي عن طريق دراسة المسائل المالية والنقدية المطروحة للبحث في المحافل الدولية. وتستجيب هذه المبادرة لحاجة ملحة لدى أعضاء رابطة أمم جنوب شرق آسيا ولكنها قد تؤدي أيضا في نهاية الأمر الى توسيع نطاق هذا التعاون بحيث يشمل بلدانا آسيوية أخرى. ولو حدث في المستقبل أن اتخذت الرابطة وربما بلدان أخرى في شرق وجنوب آسيا قرارا بوضع ترتيبات لتقديم الدعم المالي الخارجي المتبادل يغلب عليها طابع رسمي أكثر من الطابع الذي اتسمت به الترتيبات المتخذة في أيار/مايو ١٩٩٧ للدفاع عن البهت (يمكن أن تكون مماثلة لبعض تسهيلات الاتحاد الأوروبي المشار إليها أعلاه)، فسيكون من الممكن تصور إيجاد صلة بين هذه الترتيبات وبين أية آلية للمراقبة تكون موجودة حينذاك.

الحواشي

- (١) يعود تاريخ هذه الفكرة بالفعل الى لجنة العشرين. وقد نشطها صندوق النقد الدولي في عام ١٩٩٤، وتناولتها باستفاضة وثيقة الادارة المعنونة "A short-term financing facility" (واشنطن: صندوق النقد الدولي، أيلول/سبتمبر ١٩٩٤). وللاطلاع على المناقشات حول المسائل المطروحة انظر: E.V.K. Fitzgerald, "Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management", UNCTAD Review, 1996; J. Williamson, "A new facility for the IMF", in UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. VI (United Nations publication, Sales No. E.96.II.D.7), New York and Geneva, 1995.
- (٢) M. Feldstein, "Overdoing in the East Asia", Foreign Affairs, March/April 1998, p. 26
- (٣) IMF Survey, Supplement on the IMF, September 1996, p. 15
- (٤) IMF Survey, 12 January 1998, p. 7
- (٥) IMF Survey, 20 March 1995, p. 86
- (٦) A.J. Schwartz, "The world's Central Bank: Time to terminate the", انظر، على سبيل المثال، ESF and IMF" (Washington, D.C.: National Bureau of Economic Research, 1998), mimeo.
- (٧) تقرير التجارة والتنمية ١٩٨٦، مرفق الفصل السادس.
- (٨) J. Sachs, "External debt, structural adjustment and economic growth", in: انظر أيضا: UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol.IX (United Nations publication, Sales No.E.98.II.D.3) New York and Geneva, 1998; وكذلك: الأونكتاد، تقرير الاستثمار العالمي، ١٩٩٢، الإطار الحادي عشر - ١.
- (٩) للمقارنة بين قوانين الإفلاس في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا، انظر: B. Eichengreen and R. Portes, Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors (London: Centre for Economic Policy Research, 1995); J. Franks, "Some issues in sovereign debt and distressed reorganizations", ibid. annex 2
- (١٠) D.M. Sassooun and D.D. Bradlow (eds.), Judicial Enforcement: بالنسبة لهذه المسائل انظر: of International Debt Obligations (Washington, D.C.: International Law Institute, 1987).

الحواشي (تابع)

(١١) حدث ذلك أيضا في المكسيك في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥ حين كانت الملاءة المالية متوافرة للحكومة، بمعنى أنها كانت قادرة على سداد جميع مستحقات أصحاب الديون القائمة والخاصة بسندات الخزانة المرتبطة بالدولار والمقيّمة بالبيسو؛ غير أن المصرف المتعاقد لم يكن يملك احتياطات كافية تسمح لهؤلاء الدائنين بتحويل البيسو الى دولار.

(١٢) انظر: L. Nurick, "The International Monetary Fund Articles of Agreement", in Sassoon and Bradlow (eds.), op.cit.; Eichengreen and Portes, op.cit.

(١٣) للاطلاع على عدد من القرارات المتخذة على أساس هذا التفسير، انظر: Nurick، المرجع المذكور، الصفحات ١١١-١١٣.

(١٤) International Capital markets: Developments, Prospects, and Policy Issues (Washington, D.C.: IMF, 1995), p.11.

(١٥) المرجع المذكور، الصفحة ١١.

(١٦) مقدم هذا الاقتراح هو: K. Raffer. انظر مؤلفه "Applying chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face", World Development, Vol. 18, No. 2. 1990.

(١٧) Sachs، المرجع المذكور، الصفحة ٥٢.

(١٨) Eichengreen and Portes، المرجع المذكور، الصفحتان ٤٩-٥٠.

(١٩) للاطلاع على مناقشة هذه الاعتراضات، انظر: Eichengreen and Portes، المرجع المذكور، الصفحتان ٤٣-٤٤ و Raffer، المرجع المذكور.

(٢٠) من ضمن الحالات المعروفة جيدا حالة أزمة ديون شيلي في أوائل الثمانينات، الناجمة عن تجربة ما يسمّى بالمخروط الجنوبي في مجال تحرير التجارة. وكان الجزء الأكبر من ديون شيلي الخارجية في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات قد تراكم من جانب المصارف والشركات الخاصة وبدون ضمانات من الحكومة. "وكانت تلك الديون الخاصة قد أُدرجت في إعادة جدولة الديون التي دارت حولها مفاوضات بين دولة شيلي واللجنة الاستشارية للمصارف الأجنبية المعنية بشيلي. ويبدو أن حكومة شيلي قد استسلمت لضغوط اللجنة الاستشارية للمصارف ... وفيما بعد، لجأت المصارف الأجنبية، كيما توضح وجهة نظرها تماما، الى التشدد في منح القروض التجارية القصيرة الأجل الى شيلي خلال الربع الأول من عام ١٩٨٣، وهي تقنية يقال إنها استُخدمت بقدر من النجاح قبل ذلك بعشر سنوات تجاه البلد ذاته. ولم يبد صندوق النقد الدولي، وهو نشط أيضا في عملية إعادة جدولة الديون، أي اعتراض على هذا التهديد." (C. Diaz Alejandro, "Good-bye financial repression, hello financial crash", Journal of Development Economics, Vol.19, No.1/2, September-October 1985, p.12).

الحواشي (تابع)

(٢١) مستخرج من قرار محكمة الاستئناف في نيويورك في قضية كوستاريكا، ١٩٨٤.

(٢٢) انظر تقرير التجارة والتنمية، ١٩٨٦.

(٢٣) G.A. Calvo, "The management of capital flows: Domestic policy and international cooperation" in UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol.IV (UNCTAD/GID/G24/4), New York, 1994.

(٢٤) قرار المجلس التنفيذي رقم ٥٣٩٢-٦٣/٧٧ المؤرخ في ٢٩ نيسان/أبريل ١٩٧٧.

(٢٥) Group of Ten, "The functioning of the international monetary system", a report to the Ministers and Governors by the Group of Deputies (Washington, D.C., June 1985), para. 40.

J. Williamson and M. Gavin, "International monetary issues in : انظر: 1985"; Y. Akyuz and S. Dell, "Issues in international monetary reform"

وكلاهما في UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries (United Nations publication, Sales No.E.87.II.D.3), New York and Geneva, 1987.

(٢٦) يمكن، خلال فترات قصيرة نسبياً، أن يتغير سعر الصرف الفعلي في بلد ما بأحجام تعتبر كبيرة من حيث النسبة المئوية مقارنة بمتوسط المعدل التعريفي في ذلك البلد؛ ويمكن للتغيرات الناتجة عن ذلك، حتى وإن حدثت بمعزل عن مستوى التوازن في سعر الصرف الساري في البلد المعني، أن تستمر لبعض الوقت. وعلى هذا النحو، يمكن للتأثير الاقتصادي لتغير أسعار الصرف أن يتجاوز بكثير تأثير التغيرات التعريفية المتفق عليها بين أطراف متعددة، حتى وإن كانت معدلات المرونة التقديرية للتدفقات التجارية فيما يتعلق بالتغيرات التعريفية أعلى بكثير من معدلات المرونة التقديرية فيما يتعلق بتغيرات أسعار الصرف؛ انظر، على سبيل المثال، C.F. Bergsten and J. Williamson, "Exchange rates and trade policy", in W. Cline (ed.), Trade Policy in the 1980s (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1983).

(٢٧) بيان صادر عن اللجنة المؤقتة في ١٦ نيسان/أبريل ١٩٩٨.

(٢٨) أٌجري تحليل أحدث للقياس الاقتصادي للعوامل المحددة لآزمات العملات والمصارف، في إطار السعي إلى وضع مؤشرات دلالية لتلك الآزمات. وعلى الرغم من أن هذا العمل كان مفيداً في توضيح المسائل المرتبطة بوضع هذه المؤشرات، فليس من المرجح أن يتم الاعتماد عليها بدرجة كبيرة للتنبؤ بالآزمات المالية في إطار الإشراف العالمي (وليس من المرجح كذلك أنها ستحل محل المؤشرات الحالية الكمية والنوعية، الأكثر تخصصاً، التي يستخدمها في الوقت الحاضر المشرفون على المصارف والمحللون الماليون في المصارف الاستثمارية). وحتى الآن أسفرت الجهود عن وضع مؤشرات تفرط إلى حد بعيد في التنبؤ بالآزمات المصرفية. وللإطلاع على مناقشة موجزة لهذه المسائل انظر: M. Goldstein, "Early warning indicators of currency and banking crises in emerging economies", in Financial Crises and Asia, CEPR Conference Report No.6 (London: Centre for Economic Policy Research, 1998).

الحواشي (تابع)

(٢٩) تنشأ المخاطر الائتمانية من احتمال ألا يستوفي الطرف المناظر للمصرف التزاماته، أما مخاطر السوق فهي احتمالات الخسارة بسبب تغييرات في القيمة السوقية لأصول المصرف قبل أن يتسنى تصفيته أو تعويض الخسارة بشكل ما.

(٣٠) على سبيل المثال، شرح وليم ماكدونو، رئيس مصرف الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، هذه النقطة قائلاً: "... فيما مضى، كنت تستطيع أن تستشف بسرعة، بمجرد النظر إلى ميزانية مؤسسة مالية، المخاطر التي تتعرض لها. واليوم، أصبح من الواضح أن المعلومات التي تتضمنها الميزانيات غير كافية لهذا الغرض... إن الوتيرة السريعة لنشاط السوق في هذه الأيام تجعل البيانات المالية قديمة حتى قبل إعدادها".
انظر: J.A. Leach, W.J. McDonough, D.W. Mullins and B. Quinn, "Global derivatives: Public sector responses", Occasional Paper No.44 (Washington, D.C.: Group of Thirty, 1993), pp.15-16.

(٣١) R. Dale, The Regulation of International Banking (Cambridge: Woodhead-Faulkner, 1984), p.83
والحجة التي يسوقها المؤلف تتعلق بأزمات الإقراض المصرفي الدولي ولكن يمكن مدها بسهولة إلى الأزمات المالية بوجه أعم.

(٣٢) انظر على سبيل المثال: "The case for an international banking standard", in Policy Analyses in International Economics, No. 47 (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1997), p.33.

(٣٣) M. Goldstein and P. Turner, "Banking crises in emerging economies: Origins and policy options", BIS Economic Paper No. 46 (Basle: BIS, 1996), p.p. 9-14.

(٣٤) ورد وصف جيد لطبيعة هذه الضمانات في كتاب صدر مؤخراً عن الأزمة المالية الآسيوية، كما يلي: "في كل اقتصاد، تدعم السلطات الحكومية مقومات بقاء نظامها المالي المحلي ... ولا يجوز تفسير ذلك بأنه تشويه للسوق؛ إنه سمة من سمات الاقتصاد الرأسمالي الذي لا غنى فيه عن أسواق الأصول المالية. غير أنه لا يمكن تحرير هذه الأسواق بنفس الأسلوب الذي تحرر به أسواق السلع. ويقدم ذلك ضماناً، ضمنية على الأقل إن لم تكن صريحة، على أن السلطات النقدية تدعم الخصوم الأجنبية، كحد أدنى، للجزء الخاضع صراحة للإشراف من نظامها المالي".
M.F. Montes, The Currency Crisis in Southern Asia, updated edition (Singapore: Institute of Southeast Asian Studies, 1998), p. 26.

(٣٥) D.F. Lomax, The Developing Country Debt Crisis (London: Macmillan, 1986), pp. 255-280.

(٣٦) H. Kaufman, "Ten reasons to reform", Euromoney, November 1992, p. 57. وقد عاود كوفمان تقديم هذا الاقتراح منذ نشوب الأزمة الآسيوية وذلك، على سبيل المثال، في مذكرته الشفهية المعروضة على الاجتماع الوزاري الاستثنائي لمجموعة الـ٢٤، المعقود في كراكاس في شباط/فبراير ١٩٩٨.

الحواشي (تابع)

(٣٧) G. Soros, "Avoiding a breakdown", صحيفة "فاينانشال تايمز" ٣١ كانون الأول/ديسمبر ١٩٩٧ و ١ كانون الثاني/يناير ١٩٩٨.

(٣٨) تقدم وكالة الضمان الاستثماري المتعدد الأطراف، التابعة للبنك الدولي، التأمين ضد مخاطر معينة (مثل مخاطر التحويلات) مرتبطة بالاستثمار الأجنبي وبتعاملات دولية أخرى مختارة، تشمل القروض المرتبطة بالاستثمارات المؤتمن عليها. وهناك قدر من التداخل بين تسهيلات التأمينية وبين التسهيلات التي تقدمها وكالات الائتمان التصديري الوطنية، ولكن تغطية المخاطر المرتبطة بالإقراض الدولي والمقدمة من هذه الوكالات أوسع نطاقاً وبالتالي فإنها أنسب للاستخدام كنموذج لمؤسسة دولية للتأمين الائتماني.

(٣٩) انظر، على سبيل المثال: S. Irvine, "Rating agencies: Caught with their pants down", Euromoney, January 1998.

(٤٠) تجدر الإشارة، مع ذلك، الى أن آثار العدوى من النوع الذي لوحظ خلال الأزمات الأخيرة في الأسواق المالية الناشئة والتي لها، من منظور التأمين، أوجه شبه بالكوارث الطبيعية، ستعقد مهمة تحديد الأقساط التي ستحصلها المؤسسة الدولية للتأمين الائتماني. وقد واجهت أغلبية وكالات الائتمان التصديري في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي عجزاً في السيولة النقدية لعملياتها بعد أزمة البلدان النامية في الثمانينات.

(٤١) رأى م. ماير أن "المجتمع الدولي يحتاج الى نوع ما من مكاتب التسجيل التي تلفت الانتباه الى حدوث زيادة مستمرة في القروض القصيرة الأجل التي يحصل عليها أي مصرف أو أي نظام مصرفي وطني من المؤسسات المالية". وهذه المعلومات متاحة على المستوى الوطني بالنسبة لغالبية المؤسسات المشاركة بدرجة كبيرة في الأسواق المالية الدولية (على الرغم من أنه قد لا يكون من السهل، بالنسبة لسوق مثل سوق التعاملات المشتركة بين المصارف والتي تعمل على أساس متواصل، اختيار الوقت الذي يجب فيه الإعلان عن حالة التعاملات المشتركة بين المصارف). انظر: M. Mayer, "The Asian disease: Plausible diagnoses, possible remedies", Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 232 (Annandale-on-Hudson, New York, April 1998), pp. 31-32.

(٤٢) حسبما ورد في المقال الافتتاحي لصحيفة "فاينانشال تايمز"، عدد ١١ أيار/مايو ١٩٩٨.

(٤٣) كانت هذه الاتجاهات واضحة بوجه خاص في تعاملات المصارف بالعملة الأوروبية. وتعرف هذه التعاملات، تقليدياً، بأنها التعاملات بعملة غير عملة البلد الذي يوجد فيه المصرف المشترك (أساساً، دولارات الولايات المتحدة ولكن استخدمت في وقت لاحق أيضاً عملات سائر البلدان الرئيسية الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي). ولكن، بعد إنشاء التسهيلات المصرفية الدولية في الولايات المتحدة واليابان، تم توسيع نطاق التعريف ليشمل تعاملات المصارف بعملة محلية، وبصفة رئيسية مع غير المقيمين أو فيما يتعلق بأنشطة دولية، التي تخضع لقواعد تنظيمية مماثلة لقواعد التعاملات التقليدية بالعملة الأوروبية. وتتسم هذه القواعد بأنها أيسر من القواعد المطبقة على النشاط المصرفي المحلي (وإن كان إلغاء الضوابط في الآونة الأخيرة قد أدى الى تقليل هذه الفروق)، كما أنها استفادت في كثير من الأحيان بمزايا ضريبية.

الحواشي (تابع)

(٤٤) انظر: S. Griffith-Jones, "Regulatory challenges for source countries of surges in capital flows", in J.J. Teunissen (ed.), The Policy Challenges of Global Financial Integration (The Hague: Fondad, 1998). وحسبما ورد في هذا المؤلف، تميّز الاقتراح باستخدام مصطلح غير موفق الى حد ما هو "العبء الرأسمالي الحذر" للتعبير عن اشتراطات السيولة الاحتياطية التي ينبغي أن تحتفظ بها الصناديق المشتركة، وهي مؤسسات تتألف خصومها من رأس المال السهمي.

(٤٥) عولجت هذه الفكرة في A. Cornford and J. Kregel, "Globalization, capital flows and international regulation", Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 161 (Annandale-on-Hudson, New York, May 1996) p. 29.

وللاطلاع على مزيد من التفاصيل بشأن رسوم الانسحاب من الصناديق المشتركة، انظر: J.C. Bogle, Bogle on Mutual Funds (Burr Ridge, Illinois: Irwin, 1994) pp. 193-194.

(٤٦) يزداد الوضع تعقيداً بفعل المنتجات المشتقة. فالابتكارات الحديثة تتيح باطراد استحداث "أنواع اصطناعية" من الأدوات المالية وحفاظ التدفقات النقدية بمرور الوقت، تعادل أنواع الأصول التقليدية. ونتيجة لذلك، قد تحتاج الحكومة التي ترغب في وضع بعض الأصول التقليدية كهدف لمراقبة تحركات رؤوس الأموال إلى أن توسع نطاق اجراءاتها ليشمل الأدوات أو الحوافظ "الاصطناعية".

(٤٧) يشار الى هذه الضريبة في بعض الأحيان على أنها "ضريبة تعادل الفائدة". وكانت الولايات المتحدة هي التي فرضت الضريبة الأصلية المسماة بهذه التسمية على الإقراض الأجنبي، وبدأ ذلك في عام ١٩٦٤ على الأوراق المالية الأجنبية التي تتجاوز فترة استحقاقها ثلاث سنوات؛ وامتدت بعد ذلك لتشمل، في عام ١٩٦٥، القروض المصرفية.

(٤٨) الحسابات المقيّمة بالعملة الأجنبية موجودة في بلدان شرق آسيا الأكثر تأثراً بالازمة، وهي لا تخضع في معظم الحالات إلا لقيود محدودة. ولكن وجودها في معظم بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي هو تطور حديث نسبياً ارتبط بالسياق الأعم لتحرير التعاملات الرأسمالية. وحتى وقت يعود الى منتصف الثمانينات ظلت هذه الحسابات محظورة في بعض الحالات.

(٤٩) فيما يتعلق بأصل النشاط المصرفي الخارجي لسنغافورة انظر: M. Ishihara and H.C. Kim, "Financial system of Singapore", in R.C. Effros (ed.), Emerging Financial Centres (Washington D.C.: IMF, 1982).

وبالنسبة للتطورات الأحدث، اعتمدت المناقشة الواردة في النص على ورقة غير منشورة أعدها M.F. Montes and T.K. Giap.

(٥٠) يعتمد العرض التالي لعمليات مراقبة رؤوس الأموال في بلدان نامية مختارة اعتماداً كبيراً على ورقة غير منشورة أعدها C.M. Reinhart and R.T. Smith, "Temporary capital controls", August 1997 (mimeo);

كما أنه يعتمد على: V.G. Le Fort and C.L. Budnevich, "Capital-account regulations and Two Latin American Experiences", in UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. VII (United Nations publication, Sales No.E.97.II.D.5), New York and Geneva, 1997.

الحواشي (تابع)

(٥١) تنطوي عملية التبادل الآجل المباشرة على اتفاق بين طرفين على تبادل عملات بعد فترة تتجاوز يومين، وبذلك، تكون مقايضة العملات الأجنبية عملية ذات شعبتين منفصلتين، تتألف إحداها من بيع أو شراء عملة أجنبية، وتتألف الأخرى من إعادة بيع أو إعادة شراء العملة في موعد لاحق (وهو عكس اتجاه الشعبة الأولى).

(٥٢) تخضع البلدان المتقدمة أيضا لالتزامات في هذا المجال في إطار قانون منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن تحرير تحركات رؤوس الأموال وكذلك (بالنسبة لأعضاء الاتحاد الأوروبي) في إطار قرار مجلس الجماعة الاقتصادية الأوروبية لعام ١٩٨٨ بشأن تحركات رؤوس الأموال ومعاهدة ماستريخت. وقد تعهد بعض البلدان النامية بالتزامات من هذا القبيل في إطار معاهدات الصداقة والتبادل التجاري والملاحة، أو في إطار اتفاقات اقليمية مثل اتفاق التجارة الحرة لأمريكا الشمالية.

(٥٣) لا ينطبق هذا التقييد بالضرورة على التسهيلات الخاصة لصندوق النقد الدولي، التي تستخدم موارد مقترضة.

(٥٤) قرار المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي رقم ١٠٩٥٠-(٣٧/٩٥) المؤرخ في ١٠ نيسان/أبريل ١٩٩٥ (بتعديل القرار رقم ٥٣٩٢-[٦٣/٧٧] المؤرخ في ٢٩ نيسان/أبريل ١٩٧٧).

(٥٥) تضمنت مجموعة إجراءات الإنقاذ المالي التي قدمها صندوق النقد الدولي إلى حكومة جمهورية كوريا شروطاً تتعلق بتحرير التعاملات الرأسمالية.

(٥٦) للاطلاع على مناقشة تفصيلية انظر: A. Cornford and J. Brandon, "The WTO agreement: on financial services: Problems of financial globalization in practice", section E, in UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol.X (الذي سيصدر قريباً).

(٥٧) رتبت الأرجنتين، بغية تجنب ضائقة أخرى في السيولة مثل التي حدثت للتدفقات الرأسمالية الراحلة في أعقاب الأزمة المكسيكية في عام ١٩٩٥، تسهيلاتاً مالية احتياطية من المصارف الدولية الخاصة لاستخدامها في حالة استئناف هذه التدفقات الراحلة.

(٥٨) عدلت هذه المواد بموجب معاهدة ماستريخت التي نصت على إنشاء الاتحاد الاقتصادي والنقدي.

- - - - -