

نشرة صندوق النقد الدولي

تدفقات رؤوس الأموال الدولية

إرساء العولمة المالية على مسار النجاح

أعدّه باولو ماورو وجوناثان أوستري
أوستري إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي
١٦ أغسطس ٢٠٠٧

يُتوقع لتدفقات رؤوس الأموال إلى بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية أن تصل قريباً إلى أكثر من تريليون دولار أمريكي. ويخلص صندوق النقد الدولي في بحوثه الأخيرة إلى أن معظم البلدان يمكن أن تفيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي ولكنها ينبغي ألا تعتمد إلى تحرير تدفقات أخرى إلا في سياق مجموعة من التدابير الإصلاحية الأوسع نطاقاً.



الإنشاءات في دبي بالإمارات العربية المتحدة، حيث يشهد القطاع العقاري ازدهاراً بعد فتحه أمام الاستثمار الأجنبي (تصوير: كريم صاحب/وكالة الأنباء الفرنسية)

جاءت العولمة المالية لتبقى، وخضع لتأثيرها البلدان كافة وإن تباينت الدرجات. وكانت أسرع التدفقات المالية هي التي شهدتها البلدان المتقدمة في العقدين الماضيين، ولكن مد التكامل المالي لم يُغفل بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية أيضاً (راجع الرسم البياني).

وحتى البلدان التي حاولت "مناطحة ريح" العولمة المالية بالحفاظ على قيود رأسمالية مكثفة شهدت بعض الزيادة في حجم أصولها وخصومها الخارجية.

أهم النقاط

القضية: أتكون العولمة بالدرجة الأولى فرصة لاقتسام المخاطر على المستوى الدولي ولتمويل المشاريع الاستثمارية الداعمة للنمو، أم تمثل مصدراً للتقلبات والأزمات الممكنة؟

اعتبارات السياسة: رغم أن جميع البلدان يُرجح أن تستفيد من الانفتاح المبكر أمام تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، فمن الضروري عند اتخاذ قرار بتحرير التدفقات الداخلة قصيرة الأجل المنشئة للديون مراعاة درجة تطور السوق المالية والجودة المتصورة للمؤسسات والسياسات الاقتصادية الكلية. ولكن تأخير الانفتاح لا يخلو من التكلفة أيضاً.

الانعكاسات على السياسة: ينبغي المضي في تحرير الحساب الرأسمالي باعتباره جزءاً من مجموعة إصلاحات أوسع نطاقاً تشمل إطار السياسة الاقتصادية الكلية في البلد المعني ونظامه المالي المحلي وتنظيماته الاحترازية.

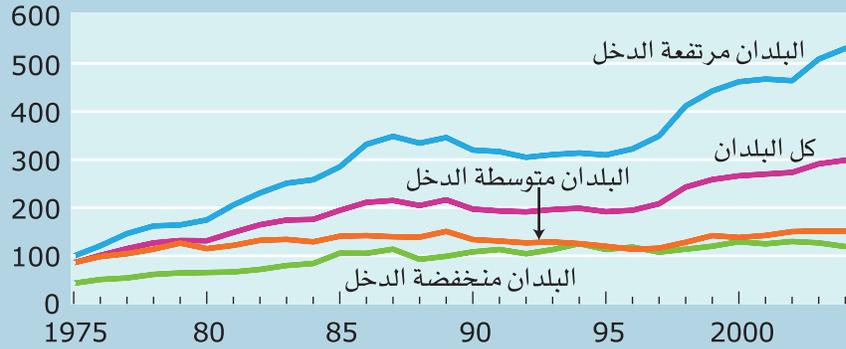
فهل ينبغي أن يُنظر إلى العولمة، أي مدى الترابط بين البلدان عن طريق الحيازات عبر الحدود، على أنها تمثل بالدرجة الأولى فرصة كي تمول البلدان مشاريعها الاستثمارية الداعمة للنمو أو باعتبارها مصدراً للتقلبات والأزمات التي يمكن أن تسببها التحولات المفاجئة في اتجاه التدفقات الرأسمالية؟ وما الذي تعلمناه من البحوث التي تناولت هذه القضايا في السنوات القليلة الماضية؟ إن خبراء إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي أعدوا تقريراً حول جني منافع العولمة المالية ("[Reaping the Benefits of Financial Globalization](#),") يتضمن حصراً لما نعرفه عن آثار العولمة المالية.

وتكشف بيانات الثلاثين عاماً الماضية عن درسين أساسيين ينبغي أن يحظيا بالاهتمام الكافي من جميع البلدان.

فأولاً، تؤيد النتائج المستخلصة الرأي القائل بأن **على البلدان أن تزن بعناية ما تنطوي عليه تدفقات رؤوس الأموال غير المقيدة من مخاطر ومنافع**. فبينما تستفيد الاقتصادات المتقدمة استفادة كبيرة من حرية حركة رؤوس الأموال، ينبغي لبلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية أن تتأكد من بلوغها حدوداً فاصلة معينة—منها ما يتعلق بجودة المؤسسات وعملية صنع القرار ومستوى التطور المالي المحلي—قبل أن تبادر بفتح حسابها الرأسمالي. فعدم استيفائها لهذه الحدود يمكن أن يجعل من التحرير المالي قناة لتقلب اقتصاداتها الكلية.

قائد القاطرة

كانت البلدان مرتفعة الدخل هي الدافع الأول لتصاعد العولمة المالية على مستوى العالم.
(إجمالي الأصول والخصوم الخارجية % من إجمالي الناتج المحلي)



المصدر: تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي

وثانياً، هناك أيضاً آثار سلبية تقترن بالإفراط في الحذر من التدفقات الرأسمالية. ففتح الاقتصاد أمام الاستثمار الخارجي قد يشجع في ذاته على حدوث تغييرات تعتبر في صالح الكفاءة والنمو، وذلك مثلاً عن طريق تنشيط تطوير القطاع المالي المحلي.

آثار العولمة المالية

من المتوقع نظرياً أن يكون لفتح الاقتصاد أمام الاستثمار الخارجي آثار إيجابية في معظمها. فالعولمة المالية تشجع اقتسام المخاطر على المستوى الدولي، وتحقق الاستقرار في إنفاق الأسر والحكومة (بالسماح لرأس المال الدولي بأن يكون مكملاً لرأس المال المحلي عند نقص الإيرادات)، وتعزز النمو الاقتصادي.

غير أن هذه المنافع لا تكون على هذا القدر من الوضوح في الواقع العملي. فعلى الرغم من أن البلدان المتقدمة تستفيد من اقتسام المخاطر، فلا توجد أدلة تذكر تشير إلى انطباق هذا الوضع على بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية. وقد ازداد التقلب مثلما ازداد التكامل المالي الدولي - وإنما في البلدان ذات القطاعات المالية والمؤسسات الضعيفة نسبياً.

وقد تباينت الأدلة أيضاً من حيث النمو. فبينما لا يوجد شك في أن الاستثمار الأجنبي المباشر يشجع النمو طويل الأجل (يوضح تقريرنا أن زيادة إجمالي الناتج المحلي بمقدار ١٠ نقط مئوية يؤدي إلى زيادة النمو بمقدار ٠,٣ نقطة مئوية في المتوسط)، فإن تأثير الديون على النمو يعتمد على مدى الكفاءة في استخدام النقود، وهو ما يتأثر بدوره بجودة السياسات والمؤسسات في البلد المعني.

وقد حدد التحليل الوارد في هذه الدراسة عدداً من العوامل التي يرجح أن تسهم في تأثير العولمة المالية على القلب والنمو الاقتصادي.

- **تطور القطاع المالي:** تساعد الأسواق المالية المتطورة على تخفيف حدة دورات الازدهار والركود التي تنشأ عن الطفرات الحادة في التدفقات المالية وتوقفاتها المفاجئة.
- **جودة المؤسسات:** تسهم المؤسسات القوية بدور مهم في توجيه التدفقات المالية صوب الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار غير المباشر في الأسهم — وهي تشمل سيادة القانون، والتحرر من الفساد، وكفاءة الحكومة بوجه أعم. ومن ثم فإن وجود إطار مؤسسي سليم يجعل من الأيسر تقاسم المخاطر دولياً كما يدعم النمو الاقتصادي.
- **السياسات الاقتصادية الكلية السليمة:** في حالة ضعف السياسات الاقتصادية الكلية، يؤدي الانفتاح المالي إلى فرط الاقتراض وتراكم الديون، مما يزيد من مخاطر الأزمات.
- **التكامل التجاري:** كلما ازداد انفتاح البلدان أمام التجارة تراجعت احتمالات التوقف المفاجئ في التدفقات الداخلة أو التحول في أوضاع حساباتها الجارية. ويمكن أن يؤدي الانفتاح أمام التجارة أيضاً إلى تخفيف آثار الأزمات بما يحققه من تيسير الانتعاش الاقتصادي.

وقد خلصت الدراسة أيضاً إلى أن العولمة المالية لا يبدو أنها تزيد من تعرض البلدان لمخاطر الأزمات. والواقع أن أزمات الاقتصادات المنفتحة مالياً، إن وقعت، تكون أقل تواتراً مما هو الحال بالنسبة للاقتصادات التي تفرض قيوداً على تدفقات رؤوس الأموال. وتشير تقديراتنا أيضاً إلى أن مخاطر وقوع الأزمات تكون أقل في البلدان المنفتحة مالياً ذات النظم المالية المحلية المتطورة والمؤسسات القوية والسياسات السليمة والنظام التجاري المفتوح.

قيود رأس المال ليست منفعة خالصة

رغم ضرورة الحذر عند مضي البلدان في فتح الاقتصادات أمام تدفقات رؤوس الأموال، فإن صانعي السياسات ينبغي أن يأخذوا في الاعتبار أيضاً ما يمكن أن يحدثه الاحتفاظ بقيود رأس المال من آثار سلبية كبيرة على الاقتصاد. وتشمل هذه الآثار ما يلي:

- **تقليص حجم التجارة الدولية:** هناك أدلة كافية على أن قيود رأس المال تشجع الممارسات الاحتياطية عن طريق تزوير الفوائد. وتشير البحوث الأخيرة إلى أن قيود رأس المال تزيد من تكلفة ممارسة التجارة الدولية حتى على المؤسسات التي لا تسعى إلى التهرب من هذه القيود.
- **ارتفاع تكلفة رأس المال:** تتسبب قيود رأس المال في زيادة صعوبة الحصول على رأس المال وزيادة تكلفته على المؤسسات الصغيرة. وتكون تكلفة الاقتراض على الشركات متعددة الجنسيات أعلى (بحوالي ٥% في المتوسط) في البلدان التي تفرض قيوداً على رأس المال منها في البلدان الخالية من القيود.
- **تشوهات الاقتصاد:** يُرجح أن يتشوه السلوك الاقتصادي بسبب قيود رأس المال، حيث يسعى الأفراد والمؤسسات إلى استكشاف سبل للتهرب منها. وقد يخلق ذلك مناخاً من عدم التكافؤ يتيح الاستمرار للمؤسسات ذات العلاقات القوية - وليس أكثرها كفاءة. .

- **التكاليف الإدارية:** يتعين على الحكومة تخصيص قدر كبير من الإنفاق لمراقبة الالتزام بقيود رأس المال وتحديثها بغية سد الثغرات والحد من التهرب.

فما الذي تعنيه هذه النتائج إذا بالنسبة لما يسديه الصندوق من مشورة للبلدان الأعضاء؟ بوجه عام، ينبغي المضي في تحرير الحساب الرأسمالي في سياق مجموعة من التدابير الإصلاحية الأوسع نطاقاً التي تشمل إطار السياسة الاقتصادية الكلية والنظام المالي المحلي والتنظيمات الاحترازية. وعلى وجه الخصوص، ينبغي تحرير التدفقات الداخلة طويلة الأجل غير المنشئة للديون، كالاستثمار الأجنبي المباشر، قبل تحرير التدفقات الداخلة قصيرة الأجل المنشئة للديون.

وتؤيد النتائج المستخلصة من دراستنا التجريبية صحة هذا المنهج على وجه العموم. فالانفتاح أمام الاستثمار الأجنبي المباشر يعود بالنفع على جميع البلدان تقريباً، حتى البلدان ذات الأساسيات الاقتصادية الضعيفة نسبياً. ولكن على البلدان أن تنظر بعناية، قبل تحرير أنواع أخرى من التدفقات، فيما إذا كانت مستوفية للحدود الفاصلة التي يمكن أن تبدأ بعدها في تحقيق منافع صافية موجبة من وراء العولمة المالية.

وخلاصة ما تقدم أنه ينبغي لجميع البلدان أن تستهدف اعتماد العولمة المالية. ولكن على الحكومات أن تبحث قبل فتح حساباتها الرأسمالية في مدى استعداد قطاعاتها المالية للعولمة ومستوى التطور الذي بلغته مؤسساتها. وفي الوقت ذاته، ينبغي للحكومات أيضاً أن تزن المخاطر التي يمكن أن ينطوي عليها الانفتاح لتدفقات رؤوس الأموال مقارنة بالأثر السلبي الذي يترتب على قيود رأس المال.

نظرة إلى المستقبل

رغم أن هناك من المبررات ما يدعو لاتباع منهج حذر في التحرير إذا كانت الأساسيات الاقتصادية المحلي ضعيفة، فمن المرجح أن تشهد المنافع الصافية التي يمكن للبلدان تحقيقها من التكامل المالي زيادة كبيرة في المستقبل.

فأولاً، يُلاحَظ أن الأسواق تتحرك صوب هيكل أكثر اعتماداً على حصص رأس المال، وهو ما يُحدِث أثراً إيجابياً في الغالب على اقتسام المخاطر دولياً والنمو الاقتصادي.

وثانياً، أُجريت إصلاحات اقتصادية في العديد من بلدان الأسواق الصاعدة خلال السنوات الأخيرة حتى تمكنت من تجاوز الحدود الفاصلة التي تصبح عندها المنافع المصاحبة للعولمة المالية أكبر وزناً من المخاطر المرتبطة بها.

ومن المنتظر أن تساعد هذه التطورات مختلف البلدان على جني ثمار العولمة المالية في السنوات المقبلة.

هذا المقال مترجم من نشرة صندوق النقد الدولي (*IMF Survey*) التي يمكن الاطلاع عليها في الموقع الإلكتروني التالي: www.imf.org/imfsurvey.