

مخاطر التكامل المالي الدولي في البلدان النامية

عدنان عباس علي*

ملخص: في السنوات الماضية نما حجم تدفقات رأس المال الدولية نمواً مطرداً فاق نمو الكثير من المتغيرات الاقتصادية الحقيقية بشكل واضح. وكان تحرير أسواق المال وتراجع التضبيب الحكومي وكذلك التطورات التكنولوجية المتسارعة في نظم المعلومات والاتصالات، وما أقرزته من خفض كبير في كلفة المعاملات، بمنزلة القوى المحركة لهذا النمو المطرد. ويتمثل التسويغ الرئيسي لتحرير التدفقات الدولية لرأس المال في دورها الإيجابي في عملية النمو الاقتصادي؛ فتحرير تدفقات رأس المال يعني أن الحدود الدولية لن تشكل عائقاً للاستخدام الأمثل للمدخرات. وكانت الأزمات المالية في التسعينيات قد خففت كثيراً من التوقعات مسرفة التفاؤل بشأن كفاءة أسواق المال المحررة؛ إذ سرعان ما بدت الشكوك تنشر ظلالها حول كون دعاة التحرير قد غفلوا عن المخاطر الجوهرية التي يفرزها تحرير سوق المال الوطنية. ولأن الأزمات كانت قد عصفت باقتصادات اتصفت بنمو مطرد ومتسارع واتسمت بسياسات كلية سليمة إلى حد ما (ولكن آخذة بأسعار الصرف الثابتة)، لذا رأى العديد من الاقتصاديين في هذه الأزمات دليلاً على فشل وظيفي تنطوي عليه أسواق المال المحررة. وكان النقد قد تركز، بالدرجة الأولى، على ما ينتاب تدفق رأس المال قصير الأجل من تقلبات شديدة وعلى مخاطر انتقال الأزمة إلى بلدان أخرى يسودها وضع اقتصادي متماسك نسبياً.

المصطلحات الأساسية: الدول النامية، التكامل المالي الدولي، تحرير أسواق المال، الاستثمار الأجنبي المباشر، تدفقات رأس المال قصير الأجل، المضاربة، أزمة سعر الصرف، الأزمة المصرفية، الأزمة الثنائية، صندوق النقد الدولي والأزمات المالية.

* أستاذ مشارك وخبير اقتصادي بمؤسسة التعاون الفني الدولي الألمانية (GTZ)، فرانكفورت.

مقدمة:

كما هو معروف، تؤدي ثلاثة أسعار دوراً محورياً بالنسبة لتطور مجمل الاقتصاد الوطني: معدل الأجور وسعر الصرف ومعدل سعر الفائدة؛ فمستوى هذه الأسعار يحدد مستوى النشاط والنمو الاقتصاديين والقوة التنافسية للبلد المعني في السوق العالمية، أي صافي ميزان الحساب الجاري في ميزان مدفوعات البلد المعني. كما يحدد مستوى هذه الأسعار اتجاه انتقال رأس المال وحجمه بين الدول وكذلك القوة الشرائية للنقد وتوزيع الدخل القومي على الفئات الاجتماعية المختلفة. وبالنسبة للدول المتقدمة (الآخذة بنظام أسعار الصرف المرنة) يتحدد سعران من هذه الأسعار الثلاثة في «أسواق المال» (financial markets): قيمة العملة الوطنية مقابل باقي عملات العالم ومعدل سعر الفائدة. وإذا ما أخذنا بنظر الاعتبار ما لهذين السعيرين من دور مهم في تحديد مستوى الأجور والاتجاه الذي تسلكه تدفقات رأس المال بين الدول، يتضح لنا عندئذ ما لأسواق المال من أهمية محورية بالنسبة للتطور الاقتصادي لا في الدول الصناعية الكبرى فحسب، بل بالنسبة للنمو الاقتصادي في باقي أنحاء العالم أيضاً؛ فتغيرات معدلات الفائدة وأسعار الصرف هي (إلى جانب المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الخارج) بمنزلة القوى المحركة لانتقال رأس المال عبر الحدود الدولية.

ومصطلح «سوق المال» تعبير عام صار يُستخدم، عادة، في سياق الحديث عن سوق رأس المال وسوق النقد. وتقليدياً كان مصطلح سوق رأس المال يُطلق على التمويل طويل الأجل للاستثمار الخاص والحكومي. أما السوق النقدية فقد كان المقصود بها أساساً السوق التي تتعامل فيها المصارف بعضها مع بعض لضمان توافرها على سيولة نقدية في الأجل القصير. وعموماً يمكن القول إن مصطلح «سوق المال» تعبير حديث نسبياً؛ فهو لم يرد في كتابات الاقتصادي البريطاني جون ماينارد كينز (1936) البتة. وإذا كان كندلبرغر (Kindleberger) قد استخدمه في الطبعة الثالثة (1996) من مؤلفه المخصص لدراسة الأزمات المالية عبر التاريخ، فإنه لم يستخدمه في الطبعة الأولى (1978) ولا في الطبعة الثانية (1984) من مؤلفه هذا. وحتى أويغين فاما (Eugene F. Fama)، هذا الاقتصادي الذي وضع اللبنة الأولى لنظرية كفاءة أسواق المال، لم يستخدم مصطلح سوق المال في دراسته الريادية المنشورة عام (1970). وفي الواقع، أمسى مصطلح سوق المال منذ أواخر ثمانينيات القرن العشرين ومطلع تسعينياته، أي منذ ما يقرب من عقد واحد،

مصطلحاً متداولاً. ولا يعني التداول المفاجئ لهذا المصطلح أن الاقتصاديين قد نحتوا اسماً جديداً يجمع بين سوقي رأس المال والنقد فحسب، فالأمر البين هو أن هذه التسمية قد صارت تعبر عما هو أعمق من ذلك بكثير. فمن ناحية أمست هذه التسمية مؤشراً على تلاشي الملامح المميزة لكل واحدة من هاتين السوقين؛ إذ الملاحظ أن نسبة الاستثمارات طويلة الأجل الممولة بقروض قصيرة الأجل في تزايد مستمر، كما أن السوق النقدية لم تعد مخصصة لتعامل المصارف فيما بينها من دون غيرها. ومن ناحية أخرى، صارت المصارف وما سواها من بيوت المال تطور وسائل تمويل وتستحدث أدوات مالية لم يعد بالإمكان إدراجها ضمن أسواق النقد أو أسواق رأس المال التقليدية.

وطورت أسواق المال الدولية، بفضل ما تمتعت به من تحرير، آليات خاصة بها جعلتها تكاد تكون بمنأى عن أية ضوابط حكومية. بناء على هذه الحقيقة لا غرابة أن تتبلور لدى بعض المهتمين وفي بعض الأوساط الأكاديمية أفكار تناشد ضرورة إخضاع أسواق المال «لضوابط تتسم بالكفاءة» واستحداث «آليات تعزز الرقابة المصرفية» في إطار «هندسة مالية دولية جديدة».

ومع تسليمنا بتعدد أسباب العولمة وبكثرة بواعثها وتشعب القوى الدافعة لها، فإن الحقيقة التي لا يطولها الشك هي أن أسواق المال الدولية تشكل محور هذه الظاهرة وأحد أهم عواملها ديناميكية. وتتم التحولات في النظام المالي الدولي بسرعة فائقة لا تترك حتى لمواطني البلدان المتقدمة، الذين يعيشون هذه التحولات يومياً وعن كثب، الفرصة لتفهم هذه التحولات. وكيف بوسع المواطن العادي تفهم مغزى هذه التحولات إذا كان تفهمها قد استعصى على العديد من المخضرمين في العمل المصرفي. فعدد لا يستهان به من هؤلاء صار يعترف طواعية بأنه غير قادر على استيعاب العمليات المالية البهلوانية التي تنفذها الأقسام المسؤولة عن تطوير الأدوات المالية وعن إدارة المشتقات في المصارف التي يعملون بها.

يكمن هدف هذه الدراسة في تسليط الضوء على المشكلات والمخاطر التي تنطوي عليها هذه الأسواق، وفي تعرف آثارها على الرفاهية الاقتصادية في البلدان النامية وعما إذا كانت السياسات الوطنية والمؤسسات المالية الدولية قادرة على إدارة المخاطر التي ينطوي عليها التكامل المالي مع سوق المال الدولية إدارة لا تعوق التنمية الاقتصادية المنشودة. وفي الواقع، فبعدما أخذت الأقطار العربية، سواء بضغط من

صندوق النقد الدولي أو في سياق انتمائها إلى منظمة التجارة العالمية (WTO)، تتعهد بتحرير أسواقها المالية، لم يعد النظام المالي الدولي مجرد مؤسسة ثانوية تمس معطياتها المتعاملين فيها من دون غيرهم، بل أمست تمس لقمة عيش المواطن العربي مساً مباشراً. فواقع الحال يشهد على أن ما تفرزه هذه المؤسسة من تطورات غاية في الأهمية، لا بالنسبة لشعوب البلدان «الرأسمالية» (المتقدمة) فحسب، بل بالنسبة لشعوب البلدان النامية أيضاً. فإذا أصبحت السياسة في البلدان الصناعية تخضع أكثر وأكثر لمتطلبات أسواق المال وقواعده، فالأزمات المالية التي عمت العديد من الدول النامية أمطت اللثام عن العواقب الاقتصادية والسياسية والاجتماعية الوخيمة التي يمكن أن يفرزها النظام المالي الدولي في الدول المشاركة في «عولمة» أسواق المال. فالتحرير، الكامل تقريباً، لأسواق المال وما أفرزه هذا التحرير من حرية على التنقل دولياً أضفياً على أسواق المال الدولية حالة من عدم الاستقرار وتسبباً في «عولمة» الازمات المالية، الأمر الذي دفع الكثير من الاقتصاديين إلى رفع أصواتهم محذرين من المخاطر التي ينطوي عليها التحرير الكامل لهذه الأسواق (Stiglitz, 2002: 253) ومن مخاطر تراجع الرقابة الحكومية عليها مؤكدين أن تركها من دون ضوابط حكومية يعني تركها تخضع للمضاربة وما تسببه هذه المضاربة من تقلبات في أسعار الأسهم والعملات مبالغ فيها (highly volatile)، فهي تنشأ وتزول كما تنشأ وتزول، بين الحين والآخر، الفقاعات على سطح مياه نهر يتدفق تدفقاً سريعاً.

نشأة أسواق المال الدولية المعاصرة:

أسواق المال الدولية المعاصرة ظاهرة جديدة تشكلت، باللامح التي نعرفها حالياً، في سبعينيات القرن العشرين، أي على أنقاض نظام بريتن وودز (Bretton Woods System)، الذي كان يرى في أسواق المال الدولية أداة تمويل للتجارة العالمية وجهازاً يهيئ لها إطاراً مالياً يتسم بالاستقرار ويفرز أسعار صرف تمكن المتاجرين في السوق العالمية من ضبط حساباتهم المالية بدقة كبيرة. من هنا فقد تجسد جوهر اتفاقية بريتن وودز بتطبيق نظام نقدي دولي يتسم بتثبيت قيمة عملات الدول المختلفة بالذهب أو بالدولار وبإلغاء مختلف أشكال القيود على التحويل الخارجي التي تحد من حرية التجارة الخارجية، أي تحرير التحويل الخارجي المتعلق بمعاملات الحساب الجاري (current account transactions) من القيود الحكومية واعتبار العملة الوطنية قابلة للتحويل في المعاملات الخاصة بالحساب الجاري (convertibility).

وما عدا ذلك فقد كان نظام بريتن وودز، الذي وجد تطبيقه العملي في لوائح صندوق النقد الدولي، قد أجاز للدول الأعضاء فرض القيود على تحركات رأس المال الدولية وتقييد التحويل الخارجي المتعلق بالعمليات الخاصة بميزان رأس المال في ميزان المدفوعات، وذلك باعتبار العملة الوطنية غير قابلة للتحويل في هذه المعاملات، ما دام ذلك يعزز استقرار سعر صرف العملة⁽¹⁾.

وعلى ما يبدو لم تر الدول أن تقييدها لحرية رأس المال على التنقل دولياً يتطلب موافقة استثنائية من جانب الصندوق؛ ففي الخمسينيات دأبت غالبية الدول، سواء أكانت صناعية أم نامية، على تقييد الصرف الأجنبي والحد من حرية انتقال رأس المال دولياً. ومع أن بضعا من الدول المتقدمة كانت قد خففت في نهاية الخمسينيات من القيود المفروضة على الصرف الأجنبي، فإن غالبية دول العالم استمرت على فرض قيود صارمة على أسواق المال الدولية. ففي طيلة العقود الثلاثة التالية للحرب العالمية الثانية جرى تطبيق أشد ما عرف النظام الرأسمالي من تقييد لتحركات رؤوس الأموال الدولية (Hufschmid, 1999: 109).

وكانت غالبية البلدان المشاركة في منظمة التنمية والتعاون الدولي (OECD) قد وأدت في آذار/مارس من عام 1973 نظام بريتن وودز حينما اتخذت قراراً بوقف العمل بنظام أسعار الصرف الثابتة والتحول إلى نظام أسعار الصرف المرنة أو المتغيرة (floating) كما يسمى أيضاً؛ بهذا لم يعد سعر صرف عملات هذه الدول يتحدد بقرار سياسي، إنما أمسى يخضع لقوى السوق وما تفرزه من عرض وطلب.

وفي الواقع لم يكن التحول إلى نظام أسعار الصرف المتغيرة سوى الإعلان الرسمي الذي أطاح بنظام بريتن وودز. ففي فترة سابقة على هذا الإعلان كانت ثمة ظاهرة مهمة تنخر في الأسس التي قام عليها نظام بريتن وودز: ظهور «أسواق اليورو دولار» (Eurodollar market). وطبعاً ليس لهذه التسمية علاقة بالعملة الأوروبية الموحدة «اليورو». فالمقصود بهذه التسمية تلك السوق التي يجري فيها التعامل بالدولارات (بالدرجة الأولى) التي أودعها أصحابها في خارج الولايات المتحدة الأمريكية تخلصاً

(1) فقد ورد في المادة الرابعة من اتفاقية بريتن وودز بشأن "Controls of capital transfers":
"Members may exercise such controls as are necessary to regulate international capital movements, but no member may exercise these controls in a manner which will restrict payment for current transactions..."

من قيود الرقابة المصرفية هناك، وأملاً في الانتفاع من شروط الإيداع والائتمان الأفضل التي تقدمها الدول الأوروبية لهذه الأموال (Eatwell & Taylor, 2000: 36)⁽²⁾، وتقادياً لاحتمال تجميدها من قبل الولايات المتحدة الأمريكية في حالة اندلاع توترات سياسية أو عسكرية بين المعسكرين الشرقي والغربي إبان سنوات الحرب الباردة. وكانت هذه الأموال قد التجأت، في البداية، إلى السوق اللندنية؛ لكنها سرعان ما اتخذت من أسواق المال في باقي الدول الأوروبية ملاذاً لها، فجاءت تسميتها بالدولارات الأوروبية نسبة إلى هذه الأسواق الأوروبية. وعملياً كانت هذه الأموال حافزاً مهماً لظهور ما سيمسى فيما بعد بالوحدات الضريبية (offshore) كلوكسمبورغ وسنغافورة في آسيا والبهاما في أمريكا الوسطى، التي راحت المصارف التجارية تلتجئ إليها للقيام بعمليات الإقراض والاقتراض، مقوضة بذلك قدرة المصارف المركزية على التحكم في المعروض النقدي الوطني (Eatwell & Taylor 2000: 37).

وهكذا بدأت تنمو في أحشاء النظام المالي المنبثق من اتفاقية بريتن وودز بذور سوق مالية دولية يتزايد تأثيرها وتتعلم فاعليتها من يوم إلى آخر. فإذا لم يزد حجم هذه السوق على 4,5 مليار دولار أمريكي في عام 1960، فإن حجمها ارتفع في عام 1970 ليصل إلى 160 مليار دولار. وبعد الطفرة الكبيرة في أسعار البترول في نهاية عام 1973 ارتفع حجم هذه الودائع ارتفاعاً عظيماً بلغ الضعف (Wahl et al, 2000: 12)؛ وواصل ارتفاعه ليبلغ عام 1980 نحو 500 مليار دولار. في سياق هذه التطورات المهمة بدت القوانين الوطنية المتحكمة في أسواق المال الوطنية عائقاً يشل المساعي التي تبذلها المصارف الوطنية لاستقطاب هذه الأموال، فأخذت الدول تتنافس على التخلي عن القيود والسير قدماً، وعلى نحو متسارع، في تحرير أسواق المال الوطنية. فازداد عدد هذه الأسواق انتشاراً ونمت سيولتها نمواً مطرداً، فأقبلت عليها الحكومات والمصارف والشركات المتعددة الجنسيات للاقتراض منها - بالشروط الميسرة التي كانت تمنحها - لتغطية جزء من حاجتها المالية؛ وعلى هذا النحو شكلت أسواق «اليورو دولار» القاعدة التي انبثقت عنها سوق المال الدولية.

(2) فقد جاء في (Regulation Q, Section 217.3) من تعليمات المصرف المركزي الأمريكي (Federal Reserve System) بشأن الأموال المودعة لفترة لا تزيد على 29 يوماً:

“No member bank of Federal Reserve System shall, directly or indirectly, by device whatsoever, pay any interest on any demand deposit”.

من ناحية أخرى كانت التعليمات قد وضعت حدوداً قصوى للفوائد التي تمنحها المصارف التجارية على الودائع طويلة الأجل.

وتفاعلت هذه التطورات المالية مع التطورات السياسية حينما تقلدت مارغريت تاتشر مقاليد الحكم في بريطانيا عام 1979 وبعدها وصل رونالد ريغان إلى سدة الحكم في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1981؛ فقد راحت القيادات السياسية الجديدة تتبنى المبادئ الليبرالية المحدثة وتطبقها في تشريعاتها الاقتصادية بلا هوادة. فتراجع الإشراف الحكومي وغدت عملية تحرير أسواق المال الدولية واقعاً يستند إلى أساس سياسي متين. وهكذا تزامنت التحولات العملية في الحياة الاقتصادية مع توجه جديد يدير السياسات الاقتصادية وفق نظرية اقتصادية جديدة مستمدة من مدرسة ليبرالية محدثة ترمي إلى نقض النظرية الكينزية التي أخذت الحكومات على ضوئها توجه منذ نهاية الحرب العالمية الثانية الأسواق وتوسع إلى إعادة توزيع الدخل والثروة بين المواطنين بمنأى عن التوزيع الذي تفرزه قوى السوق.

ولم تعد الآراء الليبرالية المحدثة مقصورة على السياسة الاقتصادية فحسب، بل أُمست أيضاً المنار الذي تهتدي به الحكومات في مختلف المناحي السياسية: سياسة سوق العمل، سياسة الرعاية الاجتماعية، سياسة التعليم والثقافة وما سوى ذلك من المناحي الاجتماعية والاقتصادية التي أخضعت، على نحو متزايد، لمتطلبات السوق العالمية باعتبار أن المنافسة في هذه السوق تجبر المجتمع على تصعيد كفاءته الاقتصادية وتشحذ قواه الذاتية.

وهكذا لحق بتحرير أسعار الصرف من التوجيه الحكومي (regulation) عام 1973 عملية تحرير على نطاق واسع لتتنقل رأس المال بين الدول بدأت في ألمانيا وسويسرا، وانتقلت من ثم إلى باقي الدول الصناعية (الرأسمالية المنضوية تحت راية منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية). وأفرزت عملية التحرير هذه توسعاً هائلاً في سوق السندات الحكومية، إذ انتهزت الحكومات الموارد المالية المتعاظمة في هذه السوق لتمويل العجز المتزايد في ميزانياتها. ولربما يفسر الدور الذي لعبته سوق المال الدولية في تمويل العجز المالي السبب الذي دفع الحكومات لتحرير أسواقها المالية، فهذه الأسواق شكلت فعلاً رافداً مهماً في تمويل العجز في ميزانياتها.

وجاء من ثم دور أسواق الأسهم، فكانت بريطانيا في طليعة الدول التي قامت بعملية تحرير واسعة النطاق لسوق الأسهم؛ فقد كانت قد حررت في عام 1986 الاكتتاب والمتاجرة بأسهم الشركات الخاصة تحريراً جذرياً، ولتجنب تراجع أهمية

سوقها الوطنية في استقطاب الاكتتاب الدولي بأسهم الشركات والمتاجرة بهذه الأسهم سارت بقية الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على منوال بريطانيا فحررت هي الأخرى أيضاً أسواق الأسهم الوطنية.

وشكلت عملية التحرير لأسعار الفائدة التي اتخذتها الحكومة الأمريكية عام 1980 التحول الجذري الآخر الذي طرأ على أسواق المال. وأسفرت عملية التحرير هذه عن ارتفاع مزمن وحقيقي في أسعار الفائدة لا يستهان به، أي أن معدلات الفائدة تفوقت على معدلات التضخم تفوقاً ما كان له مثيل في التاريخ الاقتصادي (Wahl et al, 2000: 14)؛ فقد كانت قد بلغت في أوائل عام 1980 نحو 19,5٪. في سياق هذا التطور، الذي سوغته الجهات الرسمية بضرورة مكافحة التضخم، استقطبت الولايات المتحدة الأمريكية رؤوس أموال وافدة عظيمة مكنت حكومتها من تمويل عجز الميزانية الناشئ عن برامج التسليح (برامج ما يسمى بحرب النجوم) الواسعة التي سهرت حكومة ريغان على تنفيذها.

ولربما تجسد أهم «أثر عرضي» لسياسة معدلات الفائدة المرتفعة، أولاً، في تعاظم مديونية حكومات الدول الصناعية وعجز البرازيل والمكسيك عام 1983 عن الوفاء بتسديد ما عليهما من ديون خارجية وكذلك بلوغ مديونية الدول النامية مستويات لا تعوق نموها الاقتصادي وتوسع دائرة الفقر فيها فحسب، بل أمتست تعمق تبعيتها الخارجية أيضاً، وثانياً، في أن أصحاب الثروة قد صاروا يفضلون استثمار أموالهم في المحافظ المالية على استثمارها في تكوين رأس المال العيني أو الحقيقي كما يسمى أيضاً. وبالنظر لأهمية تكوين رأس المال العيني سواء بالنسبة للنمو الاقتصادي أو بالنسبة لتشغيل القوى العاملة لا ريب في أن تطوراً من هذا القبيل ليس في مصلحة المجتمع ككل. من ناحية أخرى انطوى ارتفاع معدلات الفائدة على محاباة الدائنين وتدهور موقف المدينين؛ إذ ارتفعت الفوائد على القروض الممنوحة إلى الأفراد والقطاع الحكومي ارتفاعاً أرهق كل من كان مديناً. وأجبر ارتفاع معدلات الفائدة الحكومات على مواجهة تفاقم خدمة الدين ببرامج تقشفية تركت آثاراً عظيمة على المستويات المعيشية للمتقاعدين والعاطلين عن العمل ولمن سواهم من ذوي الدخل الثابتة.

وكانت موجة تحرير أسواق المال قد تعاظمت في الثمانينيات، فشملت الدول النامية ودول الأسواق الناشئة التي تضم دول النمر الآسيوية وكذلك البرازيل

والمكسيك في أمريكا الجنوبية. فقد تبنت هذه الدول أيضاً الآراء الليبرالية المحدثة وراحت تسير على هديها في سياستها الاقتصادية الخارجية على وجه الخصوص، فتكاملت مع السوق العالمية وألغت غالبية القيود على انتقال رؤوس الأموال، الأمر الذي مكنها من استقطاب استثمارات مالية عظيمة غدت بفضلها هذه الدول ذاتها مراكز مالية ذات شأن لا يستهان به في أسواق المال الدولية لبرهة من الزمن. فحتى اندلاع الأزمة في جنوب شرق آسيا كان نحو 15٪ من مجمل الصفقات المالية الدولية يمر عبر هذه الدول (Wahl et al, 2000: 15).

واتسع نطاق العولمة فشمّل دولاً نامية لم ترتق وما كان يتوقع لها أن ترتقي إلى عداد ما يسمى بالدول الصاعدة. فبعدما نشرت أزمة المديونية بظلالها عام 1983، تطلعت غالبية الدول النامية لمساعدة صندوق النقد الدولي لها على التغلب على أزمة المديونية فرضخت لشروطه، فطبقت ما أملاه عليها من برامج للتصحيح الاقتصادي تقوم على التوجهات الليبرالية الجديدة وما تعنيه من تبني لآليات السوق وإزالة جميع القيود التي تحول دون تدفق رؤوس الأموال داخلياً أو خارجياً.

وبعد سقوط جدار برلين رضخت حكومات دول المعسكر الاشتراكي سابقاً إلى شروط صندوق النقد الدولي ومشورة موظفيه المشبعين بأفكار ليبرالية متطرفة فانفتحت، هي الأخرى أيضاً، على سوق المال الدولية وتكاملت معها تكاملاً وثيقاً على أمل استقطابها لما تحتاجه من رؤوس أموال.

ولما كانت التوجهات الليبرالية الجديدة قد تزامنت مع تطورات تكنولوجية في مجال الكمبيوتر والاتصالات، لذا توافرت أسواق المال المحررة من التضبيب الحكومي (regulation) على آفاق جديدة للمضاربة. فبفعل سياسة التحرير ونتيجة للتطورات التكنولوجية أمسى بوسع المستثمرين في المحافظ المالية نقل أي مبلغ يشاؤون من سوق إلى أخرى ومن بلد إلى آخر في كل أرجاء المعمورة بسرعة الضوء وتحقيق أرباح طائلة مما يطرأ على أسعار صرف العملات أو أوراق المال من تقلبات قد لا تستمر أكثر من ساعات أو دقائق معدودة. وهكذا نلاحظ أن التطورات التكنولوجية الجديدة قد أدت إلى ارتفاع كفاءة المتعاملين في أسواق المال المعولمة ارتفاعاً عظيماً وإلى خفض تكاليف نقل رؤوس الأموال على نحو لا مثيل له في التاريخ.

وعلى الرغم من المساعي المبذولة من قبل مؤسسات التمويل الدولية، أعني صندوق النقد والبنك الدوليين، تارة لإقناع الدول، وتارة للضغط على هذه الدول،

بالسعي قدماً لتحرير أسواقها المالية من القيود المفروضة على تنقل رأس المال الوافد إليها أو الخارج منها، لم تتكامل أسواق مال الدول المختلفة مع سوق المال الدولية بدرجة واحدة. فالملاحظ هو أن أسواق مال الدول الأفريقية والكثير من الدول الآسيوية لم تتكامل بعد مع سوق المال الدولية بالدرجة التي تكاملت بها أسواق مال الدول الصناعية. وإذا كان الأمر على هذه الحال، فما المعيار الذي نستطيع بوساطته قياس درجة تكامل سوق المال الوطنية لبلد ما مع سوق المال الدولية؟ (The degree of integration of international financial markets).

قياس درجة تكامل سوق المال الوطنية مع سوق المال الدولية:

تعتبر أسواق المال تامة التكامل حينما لا تكون هناك أية عوائق تحد من تنقل رأس المال بين الدول؛ ففي الأسواق التامة التكامل تباع وتشترى الأوراق المالية المتشابهة بسعر واحد بغض النظر عن المكان الذي تتم فيه الصفقة ودون ما تأثير لطبيعة وخصوصية المتعاملين في تلك السوق (قانون وحدة السعر، Law of one Price). بهذا المعنى يعبر التباين السائد بين السعر المتعامل به في سوق المال الوطنية والسعر المتحقق في سوق المال الأجنبية عن شدة المعوقات التي تقف في وجه تنقل رؤوس الأموال دولياً.

وعلى الرغم من منطقية هذا المعيار لقياس درجة التكامل، فإنه يبقى محدود النفع بسبب اختلاف الأوراق المالية من وجوه عديدة. فقلة فقط من الأوراق المالية المتداولة في أسواق مال الدول المختلفة يتاجر بها بالعملة نفسها (denominated in the same currency) ولها المدة الزمنية نفسها وتنطوي على المخاطر نفسها. ولربما تصور المرء أن بالإمكان أخذ أسهم الشركات (equities) المتاجر بها في أسواق الأسهم في البلدان المختلفة معياراً لقياس درجة التكامل، إلا أن الأمر الذي يتعين ملاحظته هو أن تباين عائد الأسهم المدفوع بعملات مختلفة (الأرباح الموزعة) واختلاف تطور أسعار الأسهم في سوقي بلدين مختلفين لا يمكن اعتبارهما دائماً وأبداً مؤشراً على وجود عوائق أمام تنقل رأس المال بين الدولتين المعنيتين؛ فمصدر هذه الاختلافات يمكن أن يعود إلى توقعات معينة بشأن تطور سعر صرف عمليتي البلدين أو إلى اختلاف تقييم السوقين للمخاطر التي تحف بأسهم الشركة أو الشركات المعنية و/أو إلى اختلاف التوقعات السائدة في السوقين بشأن تطور الأرباح مستقبلاً. من هنا لن ينفعنا كثيراً سعر الصرف الحاضر (spot exchange rate) عند المقارنة بين العوائد التي سيجنيها المرء

مستقبلاً من أوراق مالية مقومة بعملات مختلفة، بل سيتعين علينا تحويل قيمة جميع العوائد التي ستدفع، مستقبلاً، بالعملة الأجنبية إلى العملة الوطنية مستخدمين أسعار الصرف المتوقعة حين استحقاق الدفع، أي سيتوجب علينا اعتماد أسعار الصرف الآجلة (forward exchange rate) للزمن الذي ستدفع فيه هذه العوائد. فإذا كان عائد الأوراق المالية المدفوع في سوق الدول الأجنبية وبعملة تلك الدول يعادل، بعد تقويمه بالعملة الوطنية بناء على سعر الصرف الآجل، العائد المدفوع في السوق المحلية وبالعملة الوطنية، فسيكون بوسعنا القول حينئذ إن السوق الوطنية تتصف بالتكامل مع السوق الأجنبية.

ومع وضوح الفكرة التي يقوم عليها هذا المعيار، فإن ثمة عائقاً لا يستهان به يحول دون تطبيقه لقياس درجة التكامل؛ ففي سوق الصرف الأجنبي تبرم العقود القائمة على أسعار الصرف الآجلة لفترة تستغرق عادة 180 يوماً ولا تزيد على عام واحد.

إلى جانب «قانون وحدة السعر» يمكن طبعاً استخدام حجم الصفقات في أسواق المال (trading volumes) لقياس درجة التكامل بين سوقين أو أسواق مالية معينة، أي الانطلاق من حجم ما يُجري مواطنو البلد المعني، عبر الزمن، من صفقات لاقتناء أوراق المال الأجنبية وحجم الصفقات التي يتعاقد عليها الأجانب لشراء أوراق المال الوطنية. ولكن وبما أن الكثير من هذه التدفقات (flows) ذات أمد قصير، لذا يفضل الكثير من الاقتصاديين استخدام التوزيع الدولي لأرصدة المحافظ الاستثمارية (the international distribution of portfolios) اعتقاداً منهم أن ما يطرأ على الأرصدة من تغيرات طويلة الأجل يعكس التغيرات التي تنتاب سلوك المستثمرين على نحو أفضل. ومعنى هذا هو أن هؤلاء الاقتصاديين يرون أن نسبة رصيد الأسهم والسندات الوطنية إلى رصيد الأسهم والسندات الأجنبية في المحافظ الاستثمارية، معيار جيد لقياس درجة التكامل بين أسواق مال الدول المختلفة. فأسواق المال تكون أكثر تكاملاً، كلما كانت نسبة الأرصدة الأجنبية في المحافظ الوطنية أعلى ونسبة الأرصدة الوطنية في المحافظ الأجنبية أكبر⁽³⁾. وقياس البلد المعني حصته في سوق المال الدولية، من ناحية، كنسبة بين إجمالي

(3) على سبيل المثال يحتفظ الأجانب، حالياً، بنحو 11٪ من مجموع أسهم الشركات الأمريكية و21٪ من جميع سندات الدين الصادرة عن الشركات الأمريكية و36٪ من مجمل سندات الدين الصادرة عن الحكومة الأمريكية (Deutsche Bundesbank, 2002a, p. 15).

الرسملة السوقية لشركاته المسجلة (market capitalization) إلى الرسملة السوقية لجميع الشركات المسجلة في بورصات العالم، ومن ناحية أخرى كنسبة بين القيمة السوقية لجميع السندات الوطنية (market value of all domestic debt securities) إلى القيمة السوقية لجميع السندات المتداولة في مجمل بورصات العالم. واستناداً لبعض الدراسات تصل المحافظ الاستثمارية إلى وضعها «الأمثل» (optimal) حينما لا تزيد حصة الأسهم والسندات الوطنية على 20٪ إلى 30٪ (Tesar & Werner, 1992).

ولو صح هذا الرأي لكانت درجة تكامل أسواق المال الدولية منخفضة جداً؛ فحصة الأسهم والسندات الوطنية في المحافظ الاستثمارية غالباً ما تكون أعلى بكثير من النسب المذكورة. من هنا لا يجوز النظر إلى هذا التقييم للمحافظ الاستثمارية الدولية على أنه الحقيقة بعينها وأنه دليل قاطع على ضعف درجة التكامل بين أسواق مال الدول المختلفة. فانهياز المستثمرين المحليين إلى أوراق المال الوطنية (home bias) لا يمكن أن يعتبر، بالنسبة للدول الصناعية على وجه الخصوص، مؤشراً على وجود عوائق تحد من تنقل رؤوس الأموال بين هذه الدول ومن ثم دليلاً على انخفاض درجة التكامل بين أسواقها المالية (Lewis, 1999: 585). فهذا «الانهياز» ينطبق على صغار المستثمرين المحليين وليس على صناديق الاستثمار الوطنية؛ فبالنسبة لهذه الصناديق يشهد واقع الحال على انخفاض نسبة «الانهياز» صوب أوراق المال الوطنية واقترب حصة الأسهم والسندات الوطنية في المحافظ الاستثمارية المحلية من النسبة «المثلى» المذكورة آنفاً (Deutsche Bundesbank, 2001: 19).

إلى جانب وجهات النظر أعلاه هناك اقتصاديون يسعون لقياس درجة تكامل السوق الوطنية في السوق العالمية انطلاقاً من المستوى الكلي للمتغيرات الاقتصادية معتقدين أن حرية تنقل رأس المال بين الدول ضماناً لتسوية ما ينتاب الادخار والاستثمار من صدمات (shock). بناء على وجهة النظر هذه، وإذا ما افترضنا أن حجم المدخرات الوطنية، على سبيل المثال، قد تراجع لسبب ما، فإن أسواق المال المتكاملة ستكون الضمانة الأكيدة لتمويل الاستثمارات المحلية من مجمل المدخرات العالمية من دون أن تكون هناك حاجة لإغراء رأس المال الوافد بعلاوة تذكر على معدل الفائدة السائد.

ويسعى هذا المنهج إلى قياس درجة التكامل في أسواق المال الدولية من خلال

تعرف شدة الترابط القائمة بين حصص الادخار الوطنية وحصص الاستثمار المحلية (national saving rates and domestic investment rates) باعتبار أنه في حالة ارتفاع المدخرات الوطنية فإن نسبة ضئيلة منها ستستثمر محلياً، ذلك لأن تمتع رأس المال بالحرية التامة على التنقل بين أسواق المال المتكاملة سيضمن توجه الجزء المتبقي من هذه المدخرات إلى العالم الخارجي حيث تكون مجالات استثمارها أكثر إنتاجية (Feldstein & Horioka, 1980: 3118).

ولعله تجدر الإشارة إلى أن الدراسات التطبيقية وجدت أن ثمة علاقة قوية إلى حد ما بين حصة الادخار والاستثمار الوطنيتين، الأمر الذي يمكن أن يوحي بأن أسواق مال هذه الدول لا تتصف بتلك الدرجة من التكامل التي يتوقعها المرء عادة بين الدول الصناعية التي قطعت شوطاً كبيراً في تحرير أسواقها المالية من غالبية القيود الحكومية كما يشهد على ذلك الواقع المعيش (Obstfeld, 1995: 224; Claassen, 1997). وكان المصرف المركزي الألماني (البندسبانك) قد طبق هذا المعيار على ألمانيا ووجد أن معامل الانحدار (Regression Coefficient) قد بلغ في الفترة 1991-1998 (0,6)، وأنه انخفض بين عام 1999 وعام 2001 إلى (0,58) (Deutsche Bundesbank, 2001: 20).

ومهما كانت الحال بالنسبة لهذه الدولة الصناعية أو تلك، فتنطبق هذه المؤشر على أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية يشهد على أن هذه الأسواق قد باتت تتمتع بأعلى درجات التكامل المالي الدولي. فعلى الرغم من تراجع حصة الادخار الوطنية من 12٪ في عام 1980 إلى أقل من 1٪ في مطلع عام 2001 استطاعت الولايات المتحدة الأمريكية أن تحقق معدلات استثمار عالية جداً ونمواً اقتصادياً متسارعاً بفضل المدخرات الأجنبية التي تدفقت عليها (Deutsche Bundesbank, 2002a: 15). فعلى سبيل المثال استقطبت الولايات المتحدة الأمريكية بمفردها، في عام واحد فقط، عام 2001، رؤوس أموال أجنبية بلغت 889 مليار دولار (Deutsche Bundesbank, 2002b: 12) أي ما يزيد على 60٪ من صافي صادرات رأس المال في العالم. بهذا المعنى كانت الولايات المتحدة الأمريكية فعلاً أكبر منتفع من تحرير أسواقها المالية ومن عولمة أسواق مال باقي دول العالم. فبحسب إحصاءات صندوق النقد الدولي لم يزد ما تدفق في المتوسط على مجمل الدول النامية ودول المعسكر الاشتراكي سابقاً من رؤوس أموال على 167 مليار دولار أمريكي كل عام خلال الفترة الواقعة بين عام 1989 وعام 1997 (Deutsche Bundesbank, 2002c: 60-61).

من هنا، ينبغي بنا الاحتراس عند تقييم الدراسات التي توحى بأن أسواق المال في الدول الصناعية لم تتكامل بعد بالعمق الذي تتوخاه النظرية الليبرالية؛ فمن ناحية تختبر هذه الدراسات ضمناً، التعادل العالمي لمعدلات الفائدة الحقيقية، ومن ناحية أخرى لأن ثمة معطيات اقتصادية، كالحجم الاقتصادي للبلد قيد الدراسة ومعطياته السكانية وحجم إنفاق حكومته، يمكن أن تشوه نتائج هذه الدراسات. وهكذا فإن قيام علاقة متينة بين حصة الادخار وحصة الاستثمار الوطنيتين (high correlation) لا يعني بالضرورة وبصورة آلية انخفاض درجة التكامل بين أسواق المال الدولية. فالواضح هو أن الفروقات بين معدلات الفائدة تكاد تكون قد تلاشت في البلدان الصناعية وأن أسعار الصرف الآجلة قد أمست تضمن تعادل معدلات الفائدة في هذه الدول، الأمر الذي يشير، بلا شك، إلى أن أسواق المال، في الدول الصناعية على أدنى تقدير، قد غدت متكاملة فعلاً. وإذا كانت أسواق المال قد أمست، في الدول المتقدمة على أدنى تقدير، على درجة عالية من التكامل، فهل تنتم أسواق المال بالكفاءة (efficient markets)، وما الشروط والمعايير التي يتعين أن تقي بها هذه الأسواق حتى يكون بالإمكان وصفها بالكفاءة؟

خصائص سوق المال المتسمة بالكفاءة:

يرى الاتجاه الليبرالي، أو الاتجاه الأصولي المتطرف الإيمان بألية السوق، أن سوق المال الدولية تنتم بالكفاءة وأن التكامل معها لا يشكل أي خطر على المسيرة الاقتصادية سواء في الدول المتقدمة أو البلدان النامية مؤكداً أن ما يطرأ على النمو والنشاطات الاقتصادية من تغيرات إنما هو النتيجة المنطقية لصددمات تنشأ في خارج النظام المالي، وتنعكس أولاً: في النظام المالي ذاته في صيغة تغيرات في أسعار الأسهم والسندات ومعدلات الربحية التي تدرها أوراق المال هذه، وثانياً: في القطاع الحقيقي من خلال التغيرات التي تطرأ على هيكل الإنتاج ومستواه بفعل تكيف المستهلكين والمؤسسات الإنتاجية مع هذه الصدمات رغبة منهم في تعظيم مستوى الرفاهية ومعدلات الربحية (Siebert, 1988: 44).

هذا الاتجاه الليبرالي يرى، إذن، أن سوق المال العالمية تنتم، من حيث المبدأ، بالكفاءة وأن تعميق تحريرها من تدخل الحكومات يرفع من كفاءتها أكثر وأكثر، ذلك لأن عملية التحرير تعني، ضمناً، ترك هذه السوق تعمل، أولاً، وفق توقعات رشيدة، وثانياً، بما يفي بمتطلبات سوق المنافسة التامة. بناءً على هذه الفروض تميل هذه السوق، من وجهة النظر الليبرالية إلى التوازن وتضمن إشباع الطلب وتصريف العرض.

ومع أن أنصار التحرير لا يتجاهلون ما مرت به هذه السوق من اضطرابات وأزمات وما سادتها من مضاربات، فإنهم ينفون عزو هذه السلبيات إلى ما طرأ على أسواق المال من تحرير، إنهم على ثقة بأن سبب ذلك كله يكمن في السياسات الخاطئة التي انتهجتها حكومات تلك الدول (Nunnenkamp, 1998:9). انطلاقاً من هذا التقييم يرى هؤلاء أن لأسواق المال الدولية دوراً مهماً في إكراه الحكومات على انتهاج سياسات اقتصادية صائبة. فعولمة أسواق المال غدت رقيباً لا يثمن على الحكومات.

بهذا المعنى فإن كل سياسة اقتصادية تقود إلى حالات لاتوازنية ستكون عرضة للأزمات وستواجه ردود فعل سلبية من جانب أسواق المال الدولية تجبرها على مكافحة الحالات اللاتوازنية. فكل بلد لا يتخذ الخطوات اللازمة لخلق نظام مصرفي سليم ولا يسهر على تجنب العجز في ميزان الحساب الجاري ولا يأبه بانخفاض سعر الصرف الحقيقي لعملته (أي ارتفاع حقيقي في قيمة عملته real appreciation) سيقاطعه رأس المال الأجنبي وستنهار قيمة عملته مقابل باقي العملات، إن كانت سوقه المالية تتمتع بدرجة من التحرير.

انطلاقاً من هذا التقييم الإيجابي لتحرير أسواق المال الدولية، يحذر الاقتصاديون الليبراليون والمنظمات الدولية، المؤيدة لما صار يعرف باتفاق واشنطن (Washington Consensus)، من المشاريع الرامية إلى الحد من التحرير الذي طرأ على هذه الأسواق، مؤكدين أن العيب لا يكمن في عملية التحرير ذاتها، بل يعود إلى السياسات الاقتصادية الخطأ التي تنتهجها الحكومات. أما دور أسواق المال الدولية فلا يزيد تسليط الضوء على سلبيات هذه السياسات. بهذا المعنى يمكن النظر إلى عملية التحرير على أنها وبال على الدول والحكومات أولاً، غير القادرة على انتهاج سياسة نقدية ساهرة على محاربة التضخم وسياسة مالية ملتزمة بتجنب أي تمويل بالعجز وثانياً، غير القادرة على تقديم الهياكل التحتية الضرورية والنظم الضريبية المغرية والقوانين والقواعد المشجعة للنشاطات الاستثمارية الأجنبية. من هذا التحليل يستنتج دعاة تحرير أسواق المال الدولية أن المناوئين لعملية التحرير لا يخافون، في الواقع العملي، من عملية التحرير ذاتها، بل هم يتهيبون مما تفرزه عملية التحرير هذه من منافسة بين دول العالم لجذب رؤوس المال الدولية (Siebert, 1998:62).

فعموماً تتصف أسواق المال والصرف الأجنبي، بحسب وجهة النظر هذه، بالكفاءة وبهيمنة التوقعات الرشيدة على المتعاملين فيها. من هنا فإن المطلوب هو التوسع في عملية التحرير، وليس التدخل الحكومي للحد من عملية التحرير. فالتوسع في عملية التحرير يعني إضفاء مرونة أكبر على الأسعار في أسواق المال والصرف الأجنبي. فلو اتصفت جميع الأسعار في أسواق المال، سواء كانت هذه الأسعار أسعار أوراق مالية أو كانت معدلات ربحية أو كانت أسعار صرف أجنبي، بالمرونة التامة فعلاً، لعكست هذه الأسعار حينئذ، على نحو دقيق إلى حد ما، جميع المتغيرات الحالية والمستقبلية ذات الأهمية في تحديد هذه الأسعار؛ بهذا المعنى فكلما كانت عملية التحرير أكثر عمقاً، كانت أسواق المال والصرف الخارجي أكثر ميلاً إلى التوازن؛ فهي ليست مصدراً للحالات اللاتوازنية الكلية أبداً، إنها تتكيف مع هذه الحالات فقط. فأى تدخل حكومي في الأسعار المحددة في هذه السوق لا جدوى منه، ذلك لأن هذا التدخل لن يتصف بالكفاءة التي تتصف بها هذه السوق. وإذا ما صادف أن مرت هذه السوق بأزمة أو بحالة لاتوازنية فإن مرد ذلك يكمن في قصور مرونة الأسعار، أي أن علاجه يمكن في المزيد من التحرير. بهذا يكون المطلوب: التحرير الكامل لأسواق المال والصرف الأجنبي من كل أنواع التدخل الحكومي، ذلك لأن هذا التحرير هو الضمانة لأن تحقق هذه الأسواق التخصيص الأمثل لرأس المال ولأن تعظم الرفاهية الاقتصادية في كل وقت وعلى المستويين الوطني والدولي.

بهذا المعنى يرى، إذن، مناصرو التحرير الكلي لأسواق المال أن هذه الأسواق، مثلها في ذلك مثل باقي أسواق السلع وعناصر الإنتاج، تتسم بالكفاءة، ذلك لأنها تفرز أسعاراً تعكس (reflecting) الندرة النسبية للبضائع وتقود، بذلك، إلى تحقيق التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية (efficient allocation).

ومع أن هذا التعريف يتسم بالبساطة والمنطقية، فإنه ينطوي على إشكاليات لا يستهان بها يجلوها لنا أخذ سوق الصرف الأجنبي مثلاً على ما نحن في صدى الحديث عنه. فإذا لم تتدخل المصارف المركزية البتة في التأثير على سعر صرف العملات، فسيعكس سعر الصرف السائد بلا ريب درجة ندرة العملات في أسواق الصرف الأجنبي. ولكن، وبما أن لسعر الصرف أهمية محورية بالنسبة لمجمل الاقتصاد المعني، يتعين علينا أن نأخذ في الاعتبار أن سوق الصرف الأجنبي ستتسم بالكفاءة في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، فقط، حينما لا تفرز هذه السوق تشوهات تنعكس على المتغيرات الاقتصادية المستهدفة (كدرجة

الاستخدام واستقرار مستوى الأسعار ومعدل النمو والقوة التنافسية في العلاقات الاقتصادية الخارجية وما سوى ذلك من متغيرات كلية). فعلى سبيل المثال تخضع أسعار صرف العملات القيادية الثلاث: الدولار الأمريكي واليورو الأوروبي والين الياباني لتقلبات شديدة لا تعكس البتة قوتها الشرائية أو ما سوى ذلك من المتغيرات الاقتصادية الكلية. ولربما كان تطور سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي خير مثال على ذلك. فالـيورو الأوروبي فقد، بعد نحو عامين من اعتماده عملة رسمية، ما يقرب من ثلث قيمته مقابل الدولار الأمريكي، فقد انخفض سعره من (1,17) دولار إلى (0,85) دولار؛ لكن سعره ارتفع، من ثم، فتعادت قيمته مع الدولار الأمريكي. وواصل سعر اليورو الأوروبي ارتفاعه فبلغ في نهاية أيار/مايو من عام 2003 (1,19) دولار، الأمر الذي يعني أن الدولار الأمريكي قد فقد في غضون عام واحد، وعلى وجه التحديد في الفترة الواقعة بين النصف الثاني من عام 2002 والنصف الأول من عام 2003، (35%) من قيمته مقابل اليورو. ولربما عكست هذه التطورات ندرة العملات في أسواق الصرف الأجنبي؛ إلا أن الأمر الواضح هو أن آثار هذه التطورات ما كان لها أن تبقى محصورة في أسواق الصرف الأجنبي فحسب، بل إنها لا بد أن تكون قد انعكست على القطاع الحقيقي، القطاع الإنتاجي، أيضاً، ذلك لأن الكثير من المؤسسات الإنتاجية قد استثمرت رؤوس أموالها في مشاريع طويلة الأجل انطلاقاً من قوتها التنافسية في السوق العالمية التي أفرزها سعر صرف اليورو المنخفض.

من هنا، وإذا ما أردنا تعرف هل كانت أسواق الصرف الأجنبي تتسم بالكفاءة، فإنه سيتعين علينا أن نتوافر على رؤية دقيقة بشأن أسعار الصرف «الصحيحة» من وجهة النظر الاقتصادية الكلية، أي أن نكون على معرفة دقيقة بسعر الصرف التوازني. وبالنظر للعوائق الكثيرة التي تحول دون تعرف مستوى سعر الصرف التوازني⁽⁴⁾، لذا فقد أمسى، عادة، من الصعب جداً البت على نحو أكيد ودقيق في مدى اتسام أسواق الصرف الأجنبي بالكفاءة في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية.

(4) راجع بشأن المشكلات المتعلقة بتعرف سعر الصرف التوازني: عدنان عباس علي: «المنهج النقدي في القوى المتحركة في سعر الصرف الأجنبي». «مجلة العلوم الاجتماعية»، 27 (4)، شتاء 1999، جامعة الكويت؛ مجلس النشر العلمي، وكذلك: «دور المحافظ الاستثمارية في تحديد سعر الصرف الأجنبي (نموذج برانسون)»، «مجلة العلوم الاجتماعية»، 29 (3) خريف 2001، جامعة الكويت؛ مجلس النشر العلمي.

كبدل عن الكفاءة في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية دأب الاقتصاديون على الاكتفاء بمفهوم آخر للكفاءة عند الحديث عن أسواق المال عامة وأسواق الصرف الأجنبي على وجه الخصوص: الكفاءة في الانتفاع من المعلومات المتاحة (informational efficiency). بهذا المعنى تتصف السوق بالكفاءة متى ما أفرزت قوى العرض والطلب أسعاراً تعكس بدقة وفي كل لحظة زمنية جميع المعلومات المتاحة. ولا يخفى على القارئ أن هذا المفهوم للكفاءة لا يفي بالضرورة بشروط كفاءة التخصيص الأمثل للموارد (أمثلية باريتو)؛ فالكفاءة في الانتفاع من المعلومات تشكل جزءاً من كفاءة التخصيص الأمثل للموارد، لكنها لا تعني بالضرورة تحقق الكفاءة في التخصيص الأمثل للموارد (Froemmel & Menkhoff, 1999: 163).

ويعود الفضل في صياغة مفهوم الكفاءة في الانتفاع من المعلومات المتاحة إلى أويغين فاما، الذي كان قد أشار في بحثه المنشور عام 1970 إلى «أن السوق تعتبر متسمة بالكفاءة متى ما كانت الأسعار تعكس دائماً وعلى نحو دقيق جميع المعلومات المتاحة» (Fama, 1970)⁽⁵⁾. فلو كانت المعلومات المتاحة تشير، مثلاً، إلى أن قيمة العملة الوطنية ستخفض مقابل باقي العملات مستقبلاً، عندئذ سيقوم المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي بشراء العملات الأجنبية اليوم. بفعل هذه الصفقات سيأخذ سعر الصرف الأجنبي السائد حالياً بالارتفاع إلى أن يصل إلى ذلك المستوى الذي لا يستطيع المتعاملون في السوق في ظله تحقيق ربح يذكر من شراء العملات الأجنبية. بهذا انعكست المعلومات المتاحة بشأن التطور المستقبلي لأسعار الصرف على أسعار الصرف الحالية.

وكان فاما قد ميز في بحثه بين ثلاث درجات للكفاءة (Fama, 1970: 383)؛ فبحسب رأيه:

– تتسم السوق بكفاءة متدنية (weak form) متى ما عكست أسعار الأوراق المالية السائدة المعلومات الخاصة بالتطورات التي كانت قد مرت بها أسعار أصول الثروة فيما مضى من الزمن.

– وتتسم بكفاءة شبه عالية (semi-strong form) متى ما عكست أسعار

(5) فقد كتب فاما قائلاً:

“A market in which prices always “fully reflect” available information is called “efficient”. (Fama E. F. 1970: 383).

الأوراق المالية السائدة، علاوة على التطورات الماضية، جميع المعلومات التي بوسع عامة الجمهور الحصول عليها (publicly available information).

– وتتسم بكفاءة عالية جداً (strong form) حينما لا تعكس الأسعار المعلومات المتاحة لعامة الجمهور فحسب، بل حينما تعكس علاوة على ذلك المعلومات التي يحتكرها لأنفسهم بعض المتعاملين في السوق أيضاً (insider information).

ومع أن فاما كان قد أدخل بعض التحوير على آرائه بشأن كفاءة الأسواق فيما بعد (Fama, 1991)، فإن تصنيفه الأنف الذكر لا يزال يحظى بالاهتمام ويعتبر الأساس الذي تُختبر بالاستناد إليه مقولة كفاءة أسواق المال. فمفهوم فاما للكفاءة يثير العديد من الأسئلة والإشكاليات. فإذا كانت السوق قد اتسمت فعلاً بالكفاءة في الانتفاع من المعلومات المتاحة وإذا كانت جميع المعلومات المتاحة قد انعكست فوراً في الأسعار التي تفرزها قوى العرض والطلب في هذه السوق، فإن الأمر الواضح هو أنه لن يكون هناك من يرغب في القيام بجمع أشمل وتحليل أعمق للمعلومات؛ ذلك لأن هذا الجهد لن ينطوي على أي نفع يذكر، أي أنه لن يفضي إلى تحقيق معدل ربحية يفوق المعدل السائد في السوق (Elton & Gruber, 1995: 406ff). فما جدوى جمع وتحليل المعلومات إذا كانت هذه المعلومات قد انعكست كلية وفوراً في الأسعار المتحققة، أو، وبتعبير آخر، كيف ستشارك المعلومات في تحديد الأسعار إذا كان جمع هذه المعلومات وتحليلها لا يغير شيئاً في أرباح المستثمر في سوق المال؟ من هنا، لا مراء في أن من حق المرء أن يسأل: ألا ينطوي تعريف فاما للكفاءة، نظرياً على أدنى تقدير، على تناقض بين؟ فالتحليل النظري يشير بلا مراء إلى أن وجود ثمن معين للمعلومات في الأسواق دليل قاطع على أن الراغبين في اقتناء هذه المعلومات يتوقعون منها تحقيق ربح إضافي. أضف إلى هذا أن منظور فاما للكفاءة لا ينسجم مع الواقع العملي أيضاً. فالملاحظ هو أن المتعاملين في أسواق المال يستخدمون السلاسل الزمنية والرسومات البيانية المستمدة من البيانات الإحصائية العائدة إلى السنوات الماضية بغية تعرف ما سيكون عليه الاتجاه العام مستقبلاً (Trend) اعتقاداً منهم أن تحليل تطورات الماضي يمكنهم من تعرف الأسعار المستقبلية (charts) ومن جني معدلات ربحية أعلى من المعدل السائد (Ohr, 2001: 39).

ومهما كان الأمر، فقد قام العديد من الاقتصاديين بإجراء دراسات ميدانية

تهدف إلى اختبار كفاءة أسواق المال؛ وقد أشارت غالبية هذه الدراسات إلى أن أسواق المال تتسم بكفاءة متدنية (weak form) فعلاً، أي أن الأسعار السائدة فيها تعكس التطورات المتحققة فيما مضى من الزمن فقط، وليس التطورات المتوقعة الحدوث مستقبلاً. وعلى الرغم من هذه النتيجة السلبية لا يرى دعاة تحرير أسواق المال أن ثمة مخاطر يمكن أن تعصف بهذه الأسواق وبمجمال الاقتصادات الوطنية في حالة اندلاع عمليات مضاربة منتظمة في هذه الأسواق. فبما أن المعلومات متاحة للجميع ولما كان جميع المتعاملين يستخدمون الطرق والنماذج نفسها (model) في تحليل الاتجاه العام (Trend) وفي تعرف الأسعار المستقبلية (chart)، لذا لن تفضي تنبؤات المتعاملين في الأسواق بشأن الأسعار المستقبلية إلى مخاطر اندلاع عمليات مضاربة منتظمة بحسب رأيهم.

إشكاليات تدفق رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية:

إلى جانب وجهة النظر المؤيدة لعملية تحرير أسواق المال عامة والصرف الأجنبي خاصة، ثمة اتجاه آخر يتحفظ على عملية التحرير ويدعو إلى ضرورة إعادة النظر في النظام النقدي والمالي الدولي القائم وتجنب ما يشوبه من هاجس مفاده أن هذه الأسواق لا تتسم بالكفاءة وتعاني اختلالاً وظيفياً (disfunction) يجعلها تشكل خطراً (risk) على عملية النمو الاقتصادي عامة وعلى عمل القطاع الحقيقي على وجه الخصوص. ويركز هذا النقد على التقلبات الشديدة التي مرت بها أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات وما صاحبها من عمليات مضاربة تسببت في اندلاع أزمات مالية ونقدية عصفت بدول مختلفة في التسعينيات من القرن العشرين. ولعل الأزمات المالية التي انتابت المكسيك عام 1994/1995 وجنوب شرق آسيا عام 1997/1998 وروسيا عام 1998 والبرازيل عام 1999 وتركيا عام 2001 والأرجنتين وأرجواي عام 2002 شاهد حي على أن ثمة خللاً في نظامي المال والنقد الدوليين. فالأزمات النقدية والمالية أمست منذ سبعينيات القرن العشرين، أي منذ حدوث التحولات الجذرية في نظام بريتن وودز، أكثر تكراراً وأشد وطأة في الدول النامية (Kaminsky & Reinhart, 1999: 476).

ويمكن للمرء أن يميز بين ثلاث قنوات ينتقل بها رأس المال بين الدول المتكاملة مع سوق المال الدولية: الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المالي (الاستثمار في المحفظة) وعمليات الاقتراض في سوق المال الدولية.

وعموماً يمكن القول إن نقاد عملية التحرير لا يعترضون على الاستثمار الأجنبي، ذلك لأن هذا الاستثمار ذو طبيعة طويلة الأجل ولا يفرض بالضرورة إلى عمليات مضاربة تقوض الاستقرار الاقتصادي سواء في الدول المصدرة لرأس المال إلى العالم الخارجي أو في الدول التي يستوطن فيها رأس المال الوافد. المخاطر تتأتى، بحسب رأيهم، بالدرجة الأولى من الاستثمار في المحافظ ومن عمليات الاقتراض في سوق المال الدولية. وعلى الرغم من هذا التقييم الإيجابي للاستثمار المباشر، إلا أن محاولات استقطابه تظل تنطوي على إشكاليات معقدة لا يحلها التحرير المالي، بحسب ما نرى.

إشكاليات الاستثمار المباشر:

يؤدي الاستثمار المباشر الأجنبي دوراً محورياً في التسويع الذي يقدمه أنصار تحرير أسواق المال. ومن يرجع إلى أدبيات صندوق النقد الدولي، على وجه الخصوص، يلاحظ بيسر مدى الأهمية الكبيرة التي يعلقها الصندوق على الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة للدول النامية الراغبة في الحصول على مساعدته في التغلب على ما تعانيه من عجز في موازين مدفوعاتها. فبرامج الإصلاح المدعومة من قبله تقوم أساساً على استراتيجية «النمو مع الدين» (growth-with-debt)، أي على فكرة مفادها أن الوضع «المعتاد» للدول النامية يتصف بعجز في موازينها التجارية وأن على هذه الدول أن تتخذ الإجراءات التي تكفل تكاملها مع سوق المال الدولية وتمنحها ميزة في توطين الاستثمار الأجنبي⁽⁶⁾.

ومن حيث المبدأ لا اعتراض على أن دور الاستثمار المباشر في خلق الأزمات المالية ضئيل نسبياً، ذلك لأن هذا الاستثمار يختلف عن الاستثمار في المحافظ وعن الاقتراض في سوق المال الدولية؛ فهو نشاط طويل الأجل وغير قادر على

(6) كما يتبين من السطور التالية فإن الصندوق، في هذا الشأن بالذات، على اتفاق تام مع النظرية الكلاسيكية المحدثة:

“Capital-to-labor ratios in developing countries are lower than in advanced economies, and other things equal this relative scarcity of capital might be expected to make the return from investment in former higher than in the latter. In a world in which capital is free to flow in search of highest returns, there are therefore grounds for expecting that it might increasingly flow to developing countries where it can help boost income growth. These forces should work to promote productivity and income growth in developing countries and should therefore increase the likelihood of convergence”. (International Monetary Fund 1997: 78f).

الانتقال من بلد إلى آخر في غضون فترة زمنية قصيرة. إلا أن هذا التقييم لا يجوز أن يفسر على أنه تسويق لعملية التحرير ولضرورة التكامل مع سوق المال الدولية، ذلك لأن السؤال الأهم هو: هل يضمن تحرير أسواق المال في الدول النامية، حقاً، توجه الاستثمار المباشر إلى هذه الدول؟

ومع اعترافنا بتشعب العوامل المحددة للاتجاهات التي تسلكها الاستثمارات الأجنبية المباشرة وبصعوبة التنبؤ بحجم هذه الاستثمارات مسبقاً، فإن ثمة دراسات ميدانية أزاحت الستار عن بعض العوامل التي تؤدي دوراً مهماً، إلى حد ما، عند اتخاذ قرار معين بشأن الاستثمارات الأجنبية المباشرة في هذا البلد أو ذاك. بناء على ما توصلت إليه هذه الدراسات الميدانية يمكن حصر العوامل المحددة للقرارات الاستثمارية التي تتخذها الشركات المتعددة الجنسيات في بلد معين بما يلي (Jost, 1997: 28):

عموماً تستثمر الشركات الدولية في العالم الخارجي إما لأنها تريد الاحتفاظ بأسواق منتجاتها أو لأنها تسعى للتوسع في هذه الأسواق أو لأنها ترمي إلى الحصول على أسواق جديدة. ومن بين الخصوصيات الكثيرة تؤدي الخصوصيات التالية في البلد المحتمل الاستثمار فيه دوراً رئيساً عند اتخاذ القرار الاستثماري: حجم السوق ومعدلات النمو المحتملة ودرجة انفتاح الاقتصاد المعني على التجارة الدولية (degree of openness) (أي نسبة صادراته و وارداته السلعية إلى الناتج المحلي الإجمالي). وبحسب ما تؤكد الدراسات الميدانية يمكن القول إن البلد الثري نسبياً والنامي بمعدلات عالية يستورد بضائع ويجتذب استثمارات أجنبية على نحو متزايد، أي أن ثمة علاقة موجبة متينة بين الصادرات السلعية إلى البلد المعني والاستثمارات المباشرة التي يجتذبها هذا البلد.

إلا أن الأمر الذي تجدر ملاحظته هو أن الشركات المتعددة الجنسيات غالباً ما تمر بدرجات متفاوتة في سلم العولمة. ويمكن تلخيص هذا السلم على النحو التالي: في البداية تبدأ المشاريع في تصدير منتجاتها إلى العالم الخارجي؛ من ثم تأخذ المشاريع بتأسيس وكالات خاصة بها مهمتها القيام بالتسويق وإدارة المخازن وتقديم الخدمات؛ ومن حين لآخر لربما تمنح المشاريع منتجاً في البلد الأجنبي رخصة لإنتاج بضائعها؛ بعد أن تحصل الشركات على الخبرة الوافية في البلد المعني، عندئذ تتسلق درجة أعلى في سلم العولمة والاستثمار الخارجي: الكف عن التصدير إلى البلد المعني وتشبيد مصانع خاصة بها مهمتها تجميع أو إنتاج ما كانت تصدره إلى البلد من بضائع.

بناء على هذا كله ليس من المتوقع أن تستهدف الشركات العالمية البلد النامي في قراراتها الاستثمارية لا لشيء إلا لأن هذا البلد النامي قد حرر أسواقه المالية من القيود الحكومية، فالاستثمار الأجنبي المباشر يأتي في نهاية سلم العولمة، إنه خطوة متقدمة لا تتخذها الشركة العالمية إلا بعد أن تكون قد خطت خطوات أخرى مهمة، وبعد أن تكون قد اطمأنت إلى تحقق شروط أخرى لا تقل أهمية. حقاً تؤدي تكاليف الإنتاج الباهظة في الوطن الأم دوراً مهماً في نقل الإنتاج إلى البلدان النامية، إلا أن تمتع البلد النامي بميزة التفوق بانخفاض تكاليف الإنتاج لا يعني بالضرورة أن البلد قد أمسى قادراً على جذب الاستثمار الأجنبي. فعلاوة على انخفاض تكاليف الإنتاج نسبياً، يتحدد حجم الاستثمار الأجنبي من خلال هيكل المشاريع الإنتاجية وتطور أسواق المال في البلد المستهدف أيضاً. فحينما تسعى شركة متعددة الجنسيات إلى الحصول على موقع قدم في بلد ما، فإن هذه الشركة غالباً ما تكون مخيرة بين إنشاء مشروع جديد خاص بها في البلد المستهدف أو المشاركة في ملكية مشروع قائم. وغالباً ما تفضل الشركة الدولية المشاركة في ملكية مشروع قائم أو شراءها لذلك المشروع كلية على إنشاء مشروع جديد، ذلك لأن إنشاء المشروع الجديد غالباً ما يكون أعلى كلفة وأبطأ إنجازاً. فبحسب ما يُستنتج من الدراسات الميدانية أنفقت الشركات متعددة الجنسيات، على المستوى العالمي، ما لا يقل عن 80% من الاستثمارات المباشرة الجديدة إما للمشاركة في ملكية مشاريع قائمة أو لشراء هذه المشاريع كلية (mergers & acquisitions) (Deutsche Bundesbank, 1997: 56-57).

ومعنى هذا هو أن الاستثمار الأجنبي بمفهومه التقليدي، أي بمفهومه القائم على التصورات القديمة التي تربط الاستثمار الأجنبي بتشديد مصانع جديدة تخلق فرص عمل للعاطلين عن العمل لم يعد ينسجم مع واقع الحال السائد منذ مطلع ثمانينيات القرن العشرين. فالبلد النامي سيكون هدفاً للاستثمار الأجنبي، فقط، في حالة عثور الشركة الأجنبية فيه على مشروع يناسب طموحاتها. ففي بعض الحالات، يمكن ألا يكون الاستثمار الأجنبي سوى تغيير في ملكية المشاريع، أي ألا يحقق أي ارتفاع يذكر في حجم الاستثمار الحقيقي وألا يخلق فرص عمل جديدة. بالإضافة إلى هذا كله يمكن أن تزيد الشركات متعددة الجنسيات حجم نشاطاتها الاقتصادية في البلد النامي من دون أن يطرأ ارتفاع مهم في المشاركة المالية للشركة الأم أو من دون أن تمنح الشركة الأم قرضاً لفرعها في العالم الخارجي. فبناء على

الدراسات الإحصائية التي قام بها بعض الباحثين فإن نحو 25% فقط من الأصول التي تمتلكها الشركات ذات الاستثمارات المباشرة في العالم الخارجي يتأتى من مشاركة مالية للشركة الأم ومما منحتة الشركة الأم من قروض لفرعها في البلد الأجنبي، وأن نحو 75% من قيمة هذه الأصول قد جرى تمويلها محلياً، أي من خلال الاقتراض في سوق مال البلد المستهدف (Deutsche Bundesbank, 1997: 56-57).

ولا مرء في أن هذه الحقائق تفند المزاعم القائلة إن على البلدان النامية أن تسعى لتحرير أسواقها المالية لاستقطاب تدفقات رأس المال الدولي وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر باعتبار أن هذا يشكل رافداً مهماً لتمويل التنمية الاقتصادية؛ فأولاً، وكما مر بنا، نادراً ما يؤدي الاستثمار الأجنبي إلى تدفق رأس المال الأجنبي فعلاً؛ فالشركات الدولية تمول استثماراتها من خلال الاقتراض في سوق مال البلد المستهدف عادة؛ الأمر الذي يعني أن توافر البلد المستهدف على سوق مالية ذات كفاءة عالية أمر يشترطه أي نشاط اقتصادي تقوم به الشركة الدولية. ولا مرء في أن هذا الشرط غير متحقق في الكثير من البلدان النامية. وثانياً، غالباً ما تعمل المشاريع الإنتاجية في البلدان النامية بإنتاجية متدنية، إن كانت ملكيتها تعود إلى القطاع الخاص، ولربما تعمل بخسائر، إن كانت ملكيتها تعود إلى القطاع العام. في ظل هذه الحقيقة لا أمل في أن تميل إحدى الشركات العملاقة إلى المشاركة في ملكية هذه المشاريع أو إلى شراء ملكيتها كلية. أضف إلى هذا أن الشركات متعددة الجنسيات تميل إلى الاستثمار حيثما يكون هناك نمو اقتصادي متسارع وليس حيثما يتعين الاستثمار لمنح الاقتصاد المعني الديناميكية الاقتصادية الضرورية؛ فما يهم هذه الشركات هو قطف ثمار الازدهار المتحقق وليس خلق الطاقة الإنتاجية الضرورية للازدهار الاقتصادي المطلوب.

من هذا كله يتبين لنا أن ما يبذله صندوق النقد الدولي خاصة، ودعاة النظرية الليبرالية المحدثة عامة، من مساع تهدف إلى الربط بين التحرير المالي والاستثمار الأجنبي المباشر إنما هي مساع لا يدعمها الواقع العملي البتة. وإذا ما احتج أحد دعاة التحرير المالي بما حققته دول النمر من نمو اقتصادي وبما استقطبته هذه الدول من تدفقات رأسمالية، فردنا هو أن الاستثمار الأجنبي المباشر لم يخلق النمو الاقتصادي في هذه البلدان، إنما وفد إلى هناك لقطف ثمار ما حققت هذه البلدان من نمو اقتصادي مسبقاً، وأن غالبية رأس المال المتدفق إلى هناك قد وفد على شكل

استثمار في المحافظ وبصيغة قروض ذات أجل قصير منحتها المصارف التجارية الأجنبية إلى هذه البلدان (International Monetary Fund, 2000: 264) ⁽⁷⁾. فبحسب الإحصاءات التي يذكرها باول كروكمان (Krugman) تلقت كوريا الجنوبية، على سبيل المثال، في الأعوام 1994 و1995 و1996 رأس مال أجنبياً بلغ 10,6 مليار و17,2 مليار و24,0 مليار دولار أمريكي على التوالي في الأعوام الثلاثة المذكورة؛ إلا أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لم تزد على 0,806 مليار دولار أمريكي عام 1994 و1,776 مليار دولار أمريكي عام 1995، و2,325 مليار دولار أمريكي عام 1996. ولا تختلف الحال في البلدان الأخرى بحسب ما يذكر كروكمان؛ فقبل اندلاع الأزمة المالية عام 1994 لم تختلف الحال في المكسيك، على سبيل المثال، عن الحال التي سادت في كوريا الجنوبية (Krugman, 1998).

شروط ومخاطر تدفق القروض المصرفية والاستثمارات في المحفظة:

كما هو واضح من العرض أعلاه يتبين لنا بجلاء أن نسبة ضئيلة من التدفقات الرأسمالية تخصص، عادة، لشراء أسهم مصانع قائمة أو لما سوى ذلك من صيغ الاستثمار المباشر وأن الاستثمار الأجنبي المباشر يفد، وبالدرجة الأولى، إلى تلك الدول النامية التي كانت قد قطعت مسبقاً شوطاً كبيراً على درب التنمية الاقتصادية وأن النسبة الكبرى من التدفقات الرأسمالية إلى هذه الدول قد كانت على شكل قروض منحتها المصارف التجارية أو استثمارات في المحفظة. وكما تشير إحصاءات صندوق النقد الدولي فقد تركز تدفق القروض المصرفية والاستثمارات في المحفظة على بلدان النمرور في آسيا وعلى بضعة بلدان في أمريكا الجنوبية وبلدان المعسكر الاشتراكي سابقاً. أما بلدان القارة الأفريقية وغالبية بلدان آسيا وأمريكا الجنوبية فإنها لم تتلق إلا قدراً ضئيلاً جداً من هذه التدفقات، إن لم تكن حصتها من هذه التدفقات قد تراجعت في السنوات العشر الماضية. والسؤالان

(7) يعرف القرض الدولي قصير الأجل بأنه دين خارجي بأجل استحقاق عام واحد أو أقل. وحالياً هناك نظامان أو معياران لتعريف الدين قصير الأجل. فبنك التسويات الدولية يستخدم مفهوم «أجل الاستحقاق المتبقي»، الذي يعني أن جميع الديون الخارجية التي يحل موعد استحقاقها خلال عام واحد تعتبر ديوناً قصيرة الأجل، بصرف النظر عن أجل استحقاقها الأصلي. أما الدين قصير الأجل بحسب تعريفه الوارد في مطبوعة البنك الدولي «التمويل الدولي للتنمية...» فهو يشمل فقط الالتزامات الخارجية (بما فيها اعتمادات التجارة الرسمية المقدمة للدول النامية من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية) بأجل استحقاق أصلية مدتها عام واحد أو أقل (مجلة التمويل والتنمية، عدد ديسمبر 2000: 55).

المهمان هنا يتعلقان أولاً، بالخصائص التي تجعل هذه التدفقات تفضل بلداً معيناً، أي، بتعبير آخر، بطبيعة السياسات الاقتصادية التي تجعل هذا البلد النامي وليس غيره يجتذب الاستثمار المالي؛ وثانياً، بماهية المخاطر التي يمكن أن تفرزها هذه التدفقات على المسيرة الاقتصادية في البلد الذي تدف إليه.

وبادئ ذي بدء، لربما تجدر الإشارة إلى أن المصارف التجارية، في الدول المتقدمة، لم تعد المؤسسات الوحيدة الراغبة في إقراض ما لديها من رؤوس أموال فائضة؛ فالإلى جانب المصارف التجارية ظهرت على مسرح أسواق المال الدولية، في السنوات الأخيرة، صناديق الاستثمار وصناديق معاشات التقاعد، التي تدير موارد مالية عظيمة وتسعى لاستثمار هذه الموارد لتحقيق أعلى معدل ربحية ممكن؛ ولتحقيق هذا الهدف أُمست المصارف التجارية والصناديق الاستثمارية تتميز، عادة، بمنح القروض قصيرة الأمد وتفضيل الاستثمار المالي قصير الأجل في محافظها؛ لقد أُمست هذه المؤسسات تجوب العالم مفتشة عن أوفر وأسرع ربح. وإذا ما قطفت ثمار هذا الربح فإنها سرعان ما تنسحب إلى بلد آخر يمنحها ربحاً أوفر. وبفضل التطورات العظيمة في تكنولوجيا «الكمبيوتر» والاتصالات صار بوسع هذه المؤسسات تحريك مئات، بل آلاف الملايين من الدولارات، «بسرعة الضوء» حينما تكتشف أن الاختلافات الطفيفة في معدلات الربحية أو في التوقعات بشأن أسعار صرف عملات دول العالم أو بشأن تطور معدلات الفائدة ستحقق لها ربحاً أوفر. ولا ريب في أن هذه المؤسسات قد صارت تؤثر، بسلوكها هذا، على أسعار صرف العملات وعلى أسعار الأسهم والسندات ومعدلات الفائدة في الدول التي تتجه إليها.

وطبعاً، إذا ما افترضنا أن البلد المعني قد أمسى يتمتع بالاستقرار السياسي المطلوب وبدرجة معقولة من التحرير المالي، فسيكمن عندئذ الشرط الرئيس لتدفق هذه الاستثمارات المالية في وجود توقعات إيجابية عالية بشأن معدل الربحية وفي تطور سعر الصرف على وجه الخصوص. فتقلبات أسعار الصرف (المرنة) تشكل خطراً كبيراً في منظور هؤلاء المستثمرين، إنها تعني خصخصة للمخاطر (privatizing of risk)، ذلك لأنها تجبر المستثمرين على اتخاذ الإجراءات الضرورية التي تحميهم من مخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبية (Eatwell & Taylor, 2002: 2). من هنا سيتعين على الدول النامية ربط (pegging) سعر صرف عملاتها بعملات المستثمرين الأجانب الرئيسة لاستقطاب التدفقات الرأسمالية الأجنبية لتمويل ما يسميه صندوق النقد الدولي بفجوة الادخار (صندوق النقد الدولي، 1987: 82)، أي،

على سبيل المثال، أن تقوم الدول الآسيوية ودول أمريكا الجنوبية بربط عملاتها بالدولار الأمريكي وأن تقوم دول أوروبا الشرقية بربط عملاتها بالعملة الأوروبية الموحدة اليورو أو بسلة من العملات (حقوق السحب الخاصة) انعكاساً لمتانة العلاقات الاقتصادية السائدة بين هذه المجموعات من الدول ودول العملات القيادية.

واستقطاب تدفقات رأس المال الأجنبي ليس المسوغ الوحيد لربط سعر صرف العملة الوطنية بعملة قيادية (anchor). فمن ناحية لا تحظى عملات هذه البلدان بثقة المتعاملين في أسواق الصرف الأجنبي، لضعف أدائها كخزين للقيم؛ ومن ناحية أخرى يعني انتهاج نظام أسعار الصرف المرنة (flexible exchange rate) أن هذه البلدان ستعاني شبح اندلاع عمليات يتفاعل فيها خفض قيمة العملة والتضخم على نحو لولبي أو شبح رفع معدلات الفائدة إلى مستويات مقبوضة للنشاطات الاقتصادية الإنتاجية. أضف إلى هذا وذاك الاحتمال الثالث المتمثل في أن تحل عملة قيادية (كالدولار مثلاً) محل العملة الوطنية في المعاملات المحلية (الدولة) (Roy, 1998).

وفي الواقع، لا يكفي ربط العملة الوطنية بعملة أجنبية لجذب تدفقات رأس المال الأجنبي. فحتى إن تحقق هذا الربط تظل مخاطر التضخم وما يفرزه من ارتفاع القيمة الحقيقية لعملة البلد المستهدف (real appreciation) تشكل عائقاً لتدفقات رأس المال الأجنبي لا يستهان به.

ولتخطي هذا العائق جرت العادة على أن ينصح صندوق النقد الدولي الدول المطبقة لبرامج الإصلاح الاقتصادي المدعومة من قبله بضرورة رفع أسعار الفائدة إلى مستويات غالباً ما تكون أعلى من مستويات معدلات الفائدة السائدة في الدول المتقدمة، أولاً، لمكافحة التضخم، وثانياً، لإغراء رأس المال الأجنبي بالتوجه إلى البلد المعني لجني الأرباح العالية التي تدرها معدلات الفائدة المتفوقة.

ولنفترض الآن أن البلد النامي قد طبق، فعلاً، كل ما هو مطلوب منه لتشجيع تدفقات رأس المال وأن رؤوس المال الأجنبية قصيرة الأجل قد بدأت تتدفق إليه فعلاً، فما التطورات والمخاطر المحتملة التحقق لاحقاً؟

عموماً يمكن حصر الآثار التي تتركها تدفقات رأس المال الأجنبي على اقتصاد البلد النامي المطبق لنظام أسعار الصرف الثابتة في القنوات الثلاث التالية:

- أثر تدفقات رأس المال الأجنبي على المستوى العام للأسعار: يؤدي تدفق

رأس المال الأجنبي إلى ارتفاع عرض العملة (أو العملات) الأجنبية؛ فالمعاملون في السوق الوطنية سيرغبون، بكل تأكيد، في تحويل جُل ما في حوزتهم من عملة أو عملات أجنبية إلى العملة الوطنية؛ وحينما يستجيب المصرف المركزي ويقوم بتحويل العملة الأجنبية إلى العملة الوطنية، سترتفع الكتلة النقدية الوطنية حتماً. وحتى إن افترضنا أن القطاع الإنتاجي الوطني سيكون قادراً على زيادة الإنتاج بقدر ما، فمن المحتمل جداً أن يعجز الإنتاج عن مسايرة الارتفاع المتزايد في الطلب السلعي الناجم عن التوسع المطرد في الكتلة النقدية؛ وإذا ما تحقق هذا التطور فعلاً، فسيعني تفوق الطلب السلعي على العرض أن المستوى العام للأسعار سيأخذ بالارتفاع تدريجياً وأن القيمة الحقيقية للعملة الوطنية ستحقق ارتفاعاً مقابل باقي العملات (real appreciation) (أي أن سعر الصرف الحقيقي سيأخذ بالانخفاض)؛ ولا مراء في أن تطوراً من هذا القبيل سيؤدي إلى خفض القوة التنافسية للبلد المعني في أسواق صادراته. وهكذا فإن الاستيراد المتزايد لرأس المال الأجنبي وما سيصاحبه من ارتفاع في المستوى العام للأسعار بمعدلات تفوق معدلات التضخم في بلد العملة القيادية (anchor) سيؤدي، إن عاجلاً أو آجلاً، إلى ارتفاع قيمة العملة مقابل العملة القيادية ارتفاعاً حقيقياً (real appreciation) وإلى تراجع الصادرات وارتفاع الواردات السلعية في البلد المستورد لرأس المال الأجنبي، أي سيؤدي إلى عجز في حسابه الجاري أو بالأحرى في ميزانه التجاري.

– أثر تدفقات رأس المال الأجنبي على درجة الاستيعاب المحلي (domestic absorption): خلافاً لآثارها على المستوى العام للأسعار لا تتجسد الآثار التي تتركها تدفقات رأس المال الأجنبي على درجة الاستيعاب المحلي من خلال عمليات بيع العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية التي يقوم بها المصرف المركزي، فالتدفقات المتزايدة لرأس المال الأجنبي ستترك آثارها على الاقتصاد الوطني حتى إن لم يحدث أي تغير يذكر في الأساس النقدي؛ وسبب ذلك يكمن في أن الاستيراد المتزايد لرأس المال سيؤدي عبر الاستيعاب المحلي إلى ارتفاع الواردات السلعية وإلى تحقق عجز في الميزان التجاري والحساب الجاري.

– تفاقم المديونية الخارجية: يرتبط استيراد الدول النامية لرأس المال الأجنبي بارتفاع مديونية هذه الدول بعملة أو عملات أجنبية، فالأمر الغني عن الشرح والإثبات هو أن من الخصائص المميزة للدول النامية عن الدول المتقدمة أن عملات الدول النامية لا تحظى بالقبول العام في المعاملات الدولية، ومن ثم يتعين على هذه

الدول التعهد بتسديد ديونها بعملة أو عملات الدول المتقدمة اقتصادياً. انطلاقاً من هذه الحقيقة يعني تدفق رأس المال الأجنبي أن البلد المعني قد أمسى يمول العجز في حسابه الجاري بفائض ميزان رأس المال في ميزان المدفوعات، أي أن مديونيته سترتفع بارتفاع فائض ميزان رأس المال وأنه سيتعين عليه أن يخدم الديون المترتبة عليه بعملة أو عملات أجنبية. وسيبقى البلد المعني قادراً على خدمة الدين ما استمر رأس المال الأجنبي يتدفق عليه. بهذا فإن الأمر الحاسم في هذا السياق هو مدى ديمومة تدفق رأس المال وعدم تقلب حجمه وكفاءة المجالات التي يخصص لها. وإذا كان الاستثمار المباشر يفي بهذه الأمور المهمة إلى حد ما، ذلك لأنه يرتبط، في الحالات العادية، بالتزامات طويلة الأجل، فإن الاستثمارات في الحافظة، والقروض المصرفية على وجه الخصوص، نادراً ما تفي بهذه المتطلبات. حقاً يمكن أن تبقى رؤوس الأموال هذه مدة أطول في البلد المستورد لها، ولا سيما حينما تكون قد توجهت إلى البلد المعني بناء على توقعات إيجابية بشأن نموه الاقتصادي، ومن ثم تُصنّف هذه التوقعات فعلاً. ومع هذا يظل خطر هروب رؤوس الأموال المستثمرة في المحافظ و/أو الممنوحة على شكل قروض مصرفية يلوح في الأفق. فما أن يُعاد النظر بهذه التوقعات الإيجابية في يوم ما وتحل مكانها توقعات أقل تفاؤلاً بشأن مصداقية السياسة الاقتصادية المطبقة في البلد المعني، مثلاً، أو بشأن تطور سعر صرف عملته أو وضعيته ميزان مدفوعاته، حتى سرعان ما سيكف رأس المال الأجنبي عن التدفق إلى ذلك البلد سالكاً، بفعل التطورات التكنولوجية الحديثة، اتجاهها آخر بسرعة الضوء حقاً وحقيقاً.

معوقات تعقيم الآثار السلبية لتدفق رأس المال الأجنبي:

لا مرأى في أن هناك من يعتقد، انسجاماً مع ما تردده الكتب المدرسية، أن المصرف المركزي قادر على تحييد الآثار السلبية التي ستركها تدفق رأس المال الأجنبي على الكتلة النقدية، ذلك لأن باستطاعته خفض حجم العنصر المحلي في خلق الأساس النقدي بالمقدار نفسه الذي يزداد به حجم العنصر الأجنبي. والفحوى العملية لهذا الاعتقاد هو أن باستطاعة المصرف المركزي الإبقاء على حجم الكتلة النقدية ثابتاً حتى إن استمرت رؤوس الأموال الأجنبية تتدفق على البلد المعني. وكما هو معروف تسمى مثل هذه العمليات بسياسة التعقيم. وفي الحقيقة فإن الكتب المدرسية، المشيرة إلى إمكان المصارف المركزية من تعقيم الآثار السلبية التي يُحدثها ارتفاع الكتلة النقدية إثر ارتفاع عرض العملة الأجنبية، تهمل البيئة الخاصة

التي تعمل في ظلها السياسة النقدية في الدول النامية وكذلك النتائج الوخيمة لتدفقات رأس المال الأجنبي على المسيرة الاقتصادية في البلد النامي حينما يفشل مصرفه المركزي في انتهاج سياسة التعقيم المطلوبة.

وكما هو معروف فإن لدى المصرف المركزي وسائل غير مباشرة للتأثير على معدلات الفائدة التي تتقاضاها المصارف التجارية على ما تمنح من قروض. فعبر تحديده المباشر لمعدل الفائدة على القروض التي يمنحها للمصارف التجارية (السوق النقدية) يؤثر المصرف المركزي على نحو غير مباشر على معدلات الفائدة التي تتقاضاها المصارف التجارية من الجمهور. وإذا انطلقنا من الميزانية المبسطة للمصرف المركزي (simplified balance sheet) المدرجة أدناه، تتحدد فاعلية المصرف المركزي في تحقيق معدل الفائدة في السوق النقدية من خلال الأهمية النسبية لكل من الأساس المُقْرَض (borrowed base) والأساس غير المُقْرَض (unborrowed base). ويعبر الأساس المُقْرَض عن حجم القروض قصيرة الأجل التي يمنحها المصرف المركزي للقطاع المصرفي لقاء معدل فائدة معين؛ أما الأساس غير المُقْرَض فإنه مجموع ما بحوزة المصرف المركزي من عملات أجنبية وذهب وأوراق مالية. بهذا المعنى يعكس الأساس المُقْرَض الأساس النقدي (high powered money, monetary base)، الذي يتحكم في خلق النقود الائتمانية وتدميرها، (علماً بأن الأساس النقدي، والمسمى بالقاعدة النقدية أو النقد الاحتياطي أيضاً، ليس إلا النقد الذي يتداوله الجمهور زائداً ما في خزائن المصارف التجارية من عملة زائداً ما لهذه المصارف من ودائع لدى السلطات النقدية). وبما أن المصرف المركزي قادر، عبر تحديده لشروط الائتمان، على التأثير بصورة مباشرة في معدل الفائدة السائد في السوق النقدية، لذا تحتم فاعلية المصرف المركزي على تحقيق تغير معين في شروط الائتمان أن تكون له دائنية قصيرة الأجل في ذمة المصارف التجارية (Hauskrecht, 1999: 121).

ومع هذا، فإن الأمر الذي يجب ملاحظته هو أن نسبة الدائنية لا تشكل عائقاً كبيراً لفاعلية المصرف المركزي حينما تتطلب الظروف الاقتصادية توسعاً في المعروض النقدي. ففي مثل هذه الظروف، يظل المصرف المركزي، قادراً، عبر التوسع في الأساس المُقْرَض، على التأثير في معدل الفائدة السائد في سوق المال وإن كانت حصة الأساس المُقْرَض متدنية نسبياً، أي أنه سيكون قادراً على اتخاذ

المبادرة وإن كانت نسبة ما في ذمة المصارف التجارية من مديونية قصيرة الأجل متدنية.

إلا أن الأمر يختلف حينما يكون المطلوب هو تقليص المعروض النقدي. ففي مثل هذه الظروف تعوق النسبة المتدنية للمديونية، أي نسبة ما للمصرف المركزي من قروض في ذمة المصارف التجارية، فاعلية المصرف المركزي على التحكم بالكتلة النقدية، ذلك لأن المصارف التجارية هي التي ستكون صاحبة المبادرة وليس المصرف المركزي. ولهذا السبب غالباً ما تكون ثقة المتعاملين في أسواق المال بقدرة المصرف المركزي على تقليص المعروض النقدي أدنى، كلما كانت نسبة مديونية المصارف التجارية أدنى.

عرض مبسط لميزانية المصرف المركزي (simplified balance sheet)

الأصول	الخصوم
الأساس المُقْرَض (Borrowed Base): - القروض	العملة في التداول
الأساس غير المُقْرَض (Unborrowed Base): - الاحتياطي من العملات الأجنبية. - الاحتياطي من الذهب. - أوراق مالية متاحة لعمليات السوق المفتوحة.	احتياطي المصارف التجارية رأس المال الخاص

وكما هو مبين من الميزانية المبسطة لسلطة الإصدار النقدي، يطرأ التغير في الأساس غير المُقْرَض، حينما يبيع المصرف المركزي أو يشتري، في إطار عمليات السوق المفتوحة، بعض ما لديه من أصول على أمل أن تتغير الكتلة النقدية بتغير الأساس النقدي من دون أن تنشأ أية مديونية جديدة على المصارف التجارية. السؤال المهم هنا يدور، إذن، حول ما إذا كان تقليص الأساس النقدي سيؤدي فعلاً إلى تراجع الكتلة النقدية بالمقدار المستهدف. وفي الواقع، لا تتحقق هذه النتيجة إلا إذا افترضنا ثبات مضاعف خلق النقود الائتمانية؛ من هنا، فكلما كان الطلب النقدي، وبهذا عمليات الإيداع لدى المصارف التجارية، أكثر تقلباً، كان ارتفاع الأساس غير المُقْرَض أقل فاعلية.

وفي حالة ارتفاع الطلب على العملة الوطنية إثر تحقق فائض في صافي رأس المال المتدفق إلى الداخل، يتوافر المصرف المركزي على الأدوات التاليتين لمكافحة

الآثار التوسعية غير المرغوب فيها التي ستركها تدفق رأس المال الأجنبي على المستوى الكلي للسيولة، إذا ما كان البلد غير راغب في التراجع عن التحرير المالي: أ- إما أن يبيع بعض ما بحوزته من أوراق مالية في السوق المفتوحة، ب- أو أن يتخذ التدابير الضرورية الخاصة بخفض الأساس المُقَرَض، أي خفض حجم القروض التي منحها للمصارف التجارية.

وإذا كانت عمليات السوق المفتوحة في مجال أدونات الخزنة قد أصبحت الأداة المفضلة في البلدان الصناعية ذات الأسواق الأولية والثانوية المتطورة جداً (صندوق النقد الدولي، 1995: 9)، فإن هذه العمليات تكاد تكون بلا أية فاعلية في البلدان النامية، ذلك لعدم وجود أسواق ثانوية متطورة للأوراق المالية الحكومية في هذه البلدان (صندوق النقد الدولي، 1995: 31). فمن مسح استقصائي قام به صندوق النقد الدولي في تسع عشرة دولة⁽⁸⁾ بهدف معرفة إذا ما كانت بعض البلدان النامية والاقتصادات في مرحلة التحول الاقتصادي قد حققت نجاحاً يذكر في انتهاز الأدوات النقدية غير المباشرة، استنتج الصندوق أن المصارف المركزية، في نحو ثلاثة أرباع البلدان الداخلة في حيز الدراسة، لا تقوم بعمليات السوق المفتوحة بالمفهوم المتعارف عليه، بل أمست تقوم بعمليات من نوع عمليات السوق المفتوحة: عمليات تدخّل تُجرى على أساس السوق الأولية، أي أن يقوم المصرف المركزي نفسه بإصدار الأدونات والسندات الخاصة به لبيعها في السوق المفتوحة بهدف امتصاص الارتفاع الحاصل في السيولة المحلية إثر تدفق رأس المال الأجنبي.

ومع اعترافنا بالمضامين الإيجابية التي ينطوي عليها اعتماد الأدوات غير المباشرة مقابل الأدوات المباشرة في السياسة النقدية، فإن الأمر الواضح هو أن إصدار المصرف المركزي للسندات الخاصة به ليس الأداة الناجعة لتحييد أثر تدفق رأس المال الأجنبي على السيولة المحلية، فهذا الإصدار يسلب دائنية المصرف المركزي مقابل المصارف التجارية أهميتها، ومن ثم يُضعف، من فاعلية سلطة الإصدار النقدي على إدارة السياسة النقدية.

وإذا ما أخذنا مناحي القصور هذه بنظر الاعتبار عند تقييم سياسة السوق

(8) الدول التي شملها الاستقصاء هي: الأرجنتين وبوروندي وشيلي ومصر والغامبيا وغانا وهنغاريا وإندونيسيا وجامايكا وكينيا وماليزيا والمكسيك والفلبين وبولندا وسريلانكا وتايلاند وتونس وفنزويلا والكيان الصهيوني في فلسطين المحتلة.

المفتوحة في الدول النامية، فلن يكون لدى السياسة النقدية خيار آخر ينسجم مع هدف تعقيم آثار تدفق رأس المال الأجنبي غير خفض الأساس المُقرَض. إلا أن الأمر الذي يتعين ملاحظته هو أن هذا الخيار، أيضاً، نادراً ما يكون متاحاً للمصارف المركزية في البلدان النامية. فإذا كانت نسبة الأساس المقرض في الدول الصناعية تبلغ 73.5% (European Central Bank, 2002: 43)، فإن هذه النسبة لا تزيد على 10% إلى 15% في الدول النامية في أفضل الحالات. ففي تايلاند، على سبيل المثال، كانت نسبة الأساس المقرض إلى مجموع أصول المصرف المركزي تبلغ نحو 5% فقط قبل الأزمة التي عصفت بها وبلدان أخرى في جنوب شرق آسيا (Hauskrecht, 1999: 121). ولعله تجدر الإشارة إلى أن هذه النسبة قد اشتملت على ما للمصرف المركزي من قروض في ذمة المصارف المتخصصة (مصارف تمويل التنمية الاقتصادية) أيضاً.

وإذا صدق هذا التقييم للبيئة غير المواتية التي تعمل في ظلها السياسة النقدية، فإن معنى هذا هو أن عجز المصرف المركزي حيال الآثار السلبية التي يفرزها تدفق رأس المال الأجنبي على السيولة المحلية، سيجعل الأساس النقدي في الدول النامية متغيراً تابعاً لصافي ميزان المدفوعات. ولا مراء في أن ثمن التحرير المالي وما يمكن أن ينشأ عنه من تدفق لرأس المال الأجنبي سيكون، والحالة هذه، باهظاً جداً، إذ إنه سينطوي على تجريد السياسة النقدية من أدواتها الفعالة: التحكم في عرض النقد.

من هذا كله يتبين لنا أن رأس المال الأجنبي قصير الأجل يمكن أن يشكل خطراً كبيراً على السياسة الاقتصادية عامة والسياسة النقدية على وجه الخصوص في البلد الذي يتدفق إليه. وتكمن هذه المخاطر في حجم رأس المال المتدفق وتقلبات هذا التدفق. ففي حين تؤدي هذه التدفقات إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية في حالة انتهاج البلد المعني لنظام أسعار الصرف المرنة، فإنها تتسبب، في البلد المطبق لنظام أسعار الصرف الثابتة، في سلب السياسة النقدية القدرة على التحكم بالمعروض النقدي. بهذا ستتهور إمكانات البلد المعني على المنافسة في السوق العالمية سواء طبق نظام أسعار الصرف المتغيرة أو نظام أسعار الصرف الثابتة: في حالة تطبيقه لنظام أسعار الصرف المرنة من خلال ارتفاع قيمة عملته وفي حالة انتهاجه لنظام أسعار الصرف الثابتة من خلال الضغوط التضخمية الناشئة عن ارتفاع الكتلة النقدية.

وستتفاقم الضغوط على سعر صرف العملة حينما تتزامن الضغوط الناشئة عن انخفاض سعر الصرف الحقيقي (real exchange rate) مع التطور السلبي للمتغيرات الاقتصادية الأساسية (macroeconomic fundamentals) الأخرى، والتي تتجسد، على سبيل المثال لا الحصر في:

- مديونية خارجية مرتفعة مقارنة بالنواتج الإجمالي المحلي.

- عجز كبير في الميزانية الحكومية.

- صدمات خارجية (كارتفاع سعر صرف العملة القيادية المستخدمة كركيزة لعملة البلد المعني أو ارتفاع معدلات الفائدة في بلد يهيمن على الاقتصاد العالمي). ولا مرأ في أن تطوراً من هذا القبيل سيؤدي، إن عاجلاً أو آجلاً، إلى تدهور ثقة رأس المال الأجنبي بقدرة البلد المستورد لرأس المال على الوفاء بالتزاماته ولربما إلى تحول جذري في الاتجاه الذي تسلكه تدفقات رأس المال. وستتدهور الثقة بالبلد المعني على نحو أشد، كلما أنفق مبالغ أكبر من رأس المال المستورد للأغراض الاستهلاكية وتمويل العمليات المتعلقة بميزان الحساب الجاري وخصص مبالغ أقل للنشاطات الاستثمارية.

وإذا اتصف التطور السلبي للمتغيرات الاقتصادية الأساسية بالديمومة، فلن يكون لدى البلد المعني، إذا ما أهملنا خيار فرض القيود على التحويل الأجنبي، سوى انتهاج الخطوتين التاليتين أو إحدهما: سياسة نقدية تقييدية صارمة (restrictive) أو خفض لقيمة العملة الوطنية (devaluation of domestic currency). وفي الواقع، فحتى إن تجاهلنا ما قلناه أعلاه بشأن معوقات السياسة النقدية في الدول النامية في السيطرة على الكتلة النقدية الوطنية، فإن الأمر الذي لا شك فيه هو أن محاولات المصرف المركزي لانتهاج سياسة نقدية تقييدية صارمة لن تؤدي إلى إعاقة النمو الاقتصادي فحسب، بل ستؤدي، وبكل تأكيد، إلى ارتفاع معدلات الفائدة أيضاً، ومن ثم إلى ارتفاع ما يتعين على القطاعين الحكومي والخاص دفعه من فوائد على ما في ذمتها من ديون كانا قد اقترضها بالعملة المحلية.

وإذا ما رأى المصرف المركزي أن سياسته النقدية التقييدية قد عجزت عن تحييد ما طرأ على قيمة العملة المحلية من ارتفاع حقيقي (real appreciation) وإذا ما تراجعت المستويات التي يتدفق بها رأس المال الأجنبي الوافد، فسيضطر المصرف المركزي، إن عاجلاً أو آجلاً، إلى خفض قيمة العملة الوطنية بمقدار ما طرأ

على العملة الوطنية من ارتفاع حقيقي، أو إلى تعويم سعر الصرف (floating) على أمل أن تستقر سوق الصرف الأجنبي بعدما تصل قيمة العملة الوطنية إلى المستوى الذي يحيد الارتفاع الحقيقي الذي طرأ عليها في السابق. ولا مراء في أن خفض قيمة العملة سيؤدي، من ناحيته أيضاً، إلى ارتفاع خدمة الديون (الفوائد والأقساط) التي يتعين على القطاعين الحكومي والخاص تسديدها لقاء ما بذمتهما من مبالغ كانا قد اقترضاهما بعملة أجنبية.

تدفق رأس المال الأجنبي وأزمة العملة:

ولا يجوز أن يُفسر خفض قيمة العملة بمقدار التقويم الخطأ على أن البلد المعني قد أمسى يعاني أزمة في قيمة عملته (currency crisis) أو أزمة في سعر صرف عملته كما يقال أيضاً. فتعريف أزمة العملة هو أن تتدهور قيمة العملة الوطنية تدهوراً جامحاً وبمقدار يفوق النسبة الضرورية لتصحيح التقويم الخطأ لقيمة تلك العملة بكثير (Ohr, 1998: 246; Kaminsky & Reinhard, 1996).⁽⁹⁾

وإذا كانت التطورات أعلاه تزيج الستار عن الأسباب التي تجعل، في ظل سيادة نظام سعر الصرف الثابت، تغيير قيمة العملة أمراً واقعاً لا محالة، فإنها لا تبين أسباب اندلاع أزمة العملة، أي أنها لا تزيج الستار عن الأسباب التي تؤدي، إلى إفراط قيمة العملة في التدهور وانخفاضها بنسبة تفوق النسبة الضرورية لتصحيح ما طرأ على قيمتها من ارتفاع حقيقي (real appreciation).

وفي الحقيقة فإن الأزمة يمكن أن تعصف بالعملة سواء انتهج البلد المعني نظام أسعار الصرف المرنة أو نظام أسعار الصرف الثابتة (Claassen, 1997: 193). ولكن لما كانت أزمة العملة غالباً ما تسبق بمرحلة تتصف بارتفاع حقيقي في قيمة عملة البلد المعني (real appreciation)، لذا يمكن للمرء أن يستنتج أن نظام أسعار

(9) فقد عرف Kaminsky وزملاؤه «أزمة العملة» بأنها: "...a situation in which [a speculative] attack on the currency leads to a sharp depreciation of the currency, a large decline in international reserves, or a combination of the two. A crisis so defined includes both successful and unsuccessful attacks on the currency. The definition is also comprehensive enough to include not only currency attacks under a fixed exchange rate but also attacks under other exchange rate regimes. For example an attack could force a large devaluation beyond the established rules of a prevailing crawling-peg regime or exchange rate band" (Kaminsky et al, 1998: 15).

الصرف الثابتة ينطوي، مقارنة بنظام أسعار الصرف المرنة، على احتمال أكبر لاندلاع الأزمات في سوق الصرف الأجنبي. ولهذا السبب أيضاً تعاملت غالبية المناهج الاقتصادية التقليدية مع أزمة العملة على أنها أزمة في ميزان مدفوعات البلد المطبق لنظام أسعار الصرف الثابتة بالدرجة الأولى (Krugman, 1979: 311ff; Obstfeld, 1986: 76ff).

وإذا كانت المناهج التقليدية (Krugman, 1979) تنطلق من تطور المتغيرات الاقتصادية الأساسية في سياق دراستها لأزمة العملة، فإن المناهج الحديثة قد أمست تركز، من ناحية، على التوقعات (expectations) السلبية، باعتبار أنها قادرة على أن تحقق نفسها بنفسها (self-fulfilling)، إذا ما نشرت بظلالها على أسواق الصرف الأجنبي، ومن ناحية أخرى، على إشكاليات تراجع ثقة المتعاملين في الأسواق بسياسات البلد المعني على وجه الخصوص (Obstfeld, 1996: 1045ff).

ويمكن الوقوف على أهمية التوقعات حينما نأخذ المديونية الخارجية بنظر الاعتبار. فما استمر رأس المال الأجنبي بالتدفق، فلن يشكل عجز الحساب الجاري وما يترتب عليه من مديونية خارجية مشكلة لسعر الصرف المعلن. المشكلة تبدأ حينما يرى المتعاملون في السوق أن المديونية الخارجية قد تفاقمت وأن المصرف المركزي لم يعد قادراً على الدفاع عن سعر الصرف المعلن وأنه قد أمسى قاب قوسين أو أدنى من خفض قيمة العملة، فتوقعات من هذا القبيل لا تؤدي إلى توقف تدفق رأس المال الأجنبي إلى داخل البلد المعني فحسب، بل غالباً ما تؤدي إلى هروبه إلى الخارج أيضاً، إذ سيخيم على المستثمرين الأجانب الاعتقاد بأن من سبق الآخرين وفر بماله فقد نجا، فبفرار كل واحد، يتناقص الاحتياطي الأجنبي وتتضاءل فرص الآخرين للنجاة بأموالهم. ولا مراء في أن كلفة الدفاع عن سعر الصرف المعلن (سواء تجسدت هذه الكلفة بفقدان الاحتياطي الأجنبي أو بارتفاع معدل الفائدة إلى مستويات غير مرغوب فيها) ستكون أعلى، كلما كان المتعاملون في الأسواق أكثر ثقة بأن المصرف المركزي قد فقد جزءاً كبيراً من الاحتياطي الأجنبي وأنه سيكف، إن عاجلاً أو آجلاً، عن الدفاع عن سعر الصرف المعلن. وحينما يرى المصرف المركزي، في وقت ما، أن كلفة الدفاع عن سعر الصرف المعلن لم تعد تتناسب مع المنافع التي يجنيها البلد من استمرار العمل بسعر الصرف المعلن، فلن يكون لديه خيار آخر غير تعويم العملة وترك قيمتها تتدهور إلى مستويات ما كانت ستتحقق لو كان رأس المال الأجنبي قد واصل تدفقه.

وفي الواقع، يمكن للتوقعات أن تخلق أزمة في سوق الصرف الأجنبي حتى وإن كانت المتغيرات الاقتصادية الأساسية لا تحتم خفض قيمة العملة البتة (أو لا تحتم إعادة خفضها). بهذا فإن التوقعات قادرة على أن تحقق نفسها بنفسها وعلى أن تخلق أزمة تعصف بعملة بلد ما حتى وإن كان البلد ينتهج سياسة اقتصادية تحقق الاستقرار والتوازن الاقتصاديين ولا يتعرض لصدمة خارجية. ومعنى هذا هو أن أسباب أزمة سوق الصرف الأجنبي في بلد ما لا تعود دائماً وأبداً وبالضرورة إلى مناحي قصور محددة في السياسة الاقتصادية المطبقة فعلاً في ذلك البلد، بل يمكن أن تنشأ بفعل توقعات العاملين بشأن نوعية السياسة الاقتصادية التي ستطبق في البلد المعني مستقبلاً. من هنا يمكننا أن نستنتج أن نظام سعر الصرف الثابت سيتسم بالاستقرار ما كان المتعاملون في الأسواق واثقين من أن السياسة الاقتصادية قادرة، في المستقبل المنظور، على تحقيق الاستقرار والتوازن المنشودين وما استمر رأس المال الأجنبي بالتدفق لتمويل العجز في الحساب الجاري؛ أما إذا كانت التوقعات السائدة تتصف بالسلبية إزاء مصداقية السياسة الاقتصادية المستقبلية، فسيبدو هروب رأس المال من البلد عملاً رشيداً من وجهة نظر المستثمرين، الأمر الذي يخلق، فعلاً، ضغوطاً على نظام سعر الصرف الثابت ويعوق أدائه، حتى وإن لم يكن هناك سبب موضوعي يسوغ هذا التطور (International Monetary Fund 1999, 67)⁽¹⁰⁾. ومعنى هذا هو أن تدفق رأس المال إلى الخارج يمكن ألا تكون له سوى علاقة طفيفة بالمتغيرات الاقتصادية الأساسية. ومع هذا فإن الأمر الذي لا شك فيه هو أن البلد الذي لا تنصف سياساته الاقتصادية بالمصداقية أو الذي تفاقمت مديونيته الخارجية سيكون أكثر عرضة للتوقعات السلبية من البلد الذي تحظى سياساته الاقتصادية بالمصداقية. من هنا فإن لتطور المتغيرات الاقتصادية الأساسية فعلاً دوراً مهماً فيما إذا كانت التوقعات بشأن الوضع الاقتصادي المستقبلي في بلد ما إيجابية أم سلبية الطابع.

(10) فقد كتب خبراء صندوق النقد الدولي:

“A currency crisis, therefore, is not necessarily the outcome of an underlying policy inconsistency before a speculative attack: a currency can be attacked even when policies are consistent with the maintenance of a pegged exchange rate. Rather, a speculative can be triggered by a sudden and unpredictable shift in market expectations about the viability of a fixed exchange rate. If the attack then raises the cost of maintaining the peg so high as to cause the authorities to abandon it, the crisis becomes self-fulfilling: the devaluation validates the market's expectations.” (International Monetary Fund, 1999: 67).

وسواء كانت التوقعات على صواب أو خطأ، فإن الأمر الذي لا مراء فيه هو أن الضغوط الناشئة على نظام الصرف الأجنبي ستتفاقم بكل تأكيد حينما يخيم على المتعاملين في الأسواق «سلوك القطيع»، أي حينما يسلك جل المتعاملين في الأسواق المسلك الذي اتخذه أحدهم دون مناقشة ما إذا كانت هناك أسباب موضوعية لانتهاج هذا المسلك أم لا.

ويمكن تفسير هذا السلوك في أن نتائج المسؤولين عن إدارة صناديق الاستثمار تقيم، عادة، من خلال مقارنتها بالنتائج التي حققها الآخرون. بهذا سيفضل هؤلاء الجري مع الآخرين في الاتجاه الخطأ على الجري فرادى في اتجاه لا تعرف عواقبه؛ فتحمل الخسارة المحتملة سيكون أكثر يسراً ما دام الجميع قد تعرض لها. ومن ثم، فإذا صادف أن سحب أحد صناديق الاستثمار رأس ماله أو أحد المصارف قروضه من البلد لسبب ما، فمن الممكن جداً أن يسلك الآخرون المسلك نفسه، معرضين بذلك نظام الصرف الأجنبي في البلد المعني للضغوط ولتدهور قيمة عملته، وإن لم يكن هناك سبب موضوعي يدعو لذلك. ففي حالة فقدان الثقة في السياسة الاقتصادية المنتهجة وبما أن سلوك القطيع يهيمن، عادة، على جل المستثمرين الأجانب، لذا لن يكون بوسع البلدان ذات المديونية الخارجية المتفاقمة التطلع إلى استيراد رؤوس أموال بمقدار يمكنها من إضفاء الاستقرار على سعر الصرف. وكما تشهد التجارب التي مرت بها بعض البلدان التي فقدت سياساتها الاقتصادية ثقة المستثمرين الأجانب، فقد تعرضت عملاتها لفقدان ثلاثة أرباع قيمتها وأكثر في غضون أيام لا تزيد على أصابع اليد الواحدة.

ومن المحتمل أن تحدث تطورات من هذا القبيل حينما تعصف أزمة في نظام الصرف الأجنبي في بلد آخر، ومن ثم تنتقل عدوى الأزمة، إلى الاقتصاد المعني (contagion). ويمكن أن تكمن أسباب العدوى في العلاقات الاقتصادية الحقيقية القائمة بين البلدين. فتراجع الطلب في البلد الأجنبي يمكن أن يتسبب في تراجع صادرات الاقتصاد المعني إليه. من ناحية أخرى يمكن أن تجبر أزمة في سوق الصرف في البلد الأجنبي على خفض قيمة عملته بنسبة كبيرة سعياً لتعزيز قدرته التنافسية، الأمر الذي قد يؤدي إلى تراجع صادرات البلد الآخر المنافس له في الأسواق السلعية العالمية. كما يمكن أن تنتقل العدوى بفعل عدم مراعاة المتعاملين في الأسواق للفروق السائدة بين بلدان منطقة جغرافية معينة أو بين بلدان ذات مستوى واحد من التطور الاقتصادي؛ فإذا اندلعت الأزمة في بلد من هذه البلدان، فإن هناك احتمالاً ألا يقتصر هروب رأس المال على بلد الأزمة فقط، بل أن يهرب

من جل البلدان المنتمية إلى هذه المجموعة أو تلك، وإن كانت حالتها الاقتصادية سليمة ولا تنطوي على مخاطر تذكر (Eatwell & Taylor, 2000: 160).

المضاربة وتدهور قيمة العملة:

وحيثما نسعى لتعرف ماهية القوى التي تجعل قيمة العملة الوطنية تتدهور تدهوراً يفوق كثيراً نسبة الخفض الضرورية للقضاء على ما طرأ على قيمة العملة من ارتفاع حقيقي، فلا يجوز لنا أن ننسى، أبداً، دور المضاربة. ولا تعني الإشارة إلى المضاربة في هذا السياق أننا نحاول اتخاذها سبباً لاندلاع أزمات سعر الصرف. فتحركات رؤوس الأموال من عملة إلى أخرى لأسباب تتعلق بعمليات المضاربة لا تشكل، بحسب ما نرى، دائماً وأبداً نواة الاضطرابات في أسواق الصرف الأجنبي، إنما هي انعكاس لمحاولات بعض المتعاملين في أسواق المال لجني الأرباح من هذه الاضطرابات في الغالب. ولا مرأى في أن ما يقوم به المضاربون من تحركات لرؤوس أموالهم سيتسبب في تعزيز الضغوط على سعر صرف العملة المعنية وفي تفاقم هذه الضغوط. وتبدأ عملية المضاربة حينما تخيم على المتعاملين في الأسواق توقعات مفادها أن خفض قيمة العملة قد أمسى أمراً حتمياً. فبناءً على هذه التوقعات سيسعى المضارب على عملة أجنبية معينة إلى اقتراض مبلغ معين بهذه العملة وتحويله إلى عملته الوطنية، ومن ثم إيداعه، في أحد بيوت المال الوطنية انتظاراً للحظة التي تخفض بها قيمة العملة الأجنبية. فبعد هذا الخفض سترتفع قيمة الوديعة مقومة بالعملة الأجنبية؛ ولن يكون المضارب بحاجة لتحويل الوديعة برمتها إلى العملة الأجنبية لتسديد ما بذمته من قرض، بل سيحول جزءاً منها فقط ويحتفظ بالمتبقي منها كربح حققته له المضاربة (Koehler, 1998: 191). ولعله تجدر الإشارة إلى أن عملية الاستدانة بالعملة المتوقع خفض قيمتها وإيداع المبلغ المستدان بالعملة المتوقع ارتفاع سعر صرفها لا تتم دائماً بالبساطة التي لخصنا بها عملية المضاربة في السطور أعلاه. فالمصرف المانح للقرض يطلب عادة ضمانات بالعملة الوطنية، أي بالعملة المعرضة لقيمتها للخفض. لهذا السبب ولكي يحقق المضارب هدفه، يتعين عليه أن يقوم ببعض المعاملات التي تضمن له تحقيق الربح المنشود. ويمكننا تعرف هذه المعاملات عن كثب من خلال المثال التالي الذي نفترض فيه أن مواطناً أمريكياً يسعى للمضاربة بمبلغ لديه قيمته 100 مليون دولار أمريكي وأن العملة التي ينوي المضاربة عليها هي الين الياباني اعتقاداً منه أن قيمة الين مقابل الدولار ستتناقص من 125 ينًا إلى 140 ينًا لكل دولار. وكما قلنا، فإن الخطوة الأولى التي سيقوم بها هذا المضارب تكمن في الاستدانة بالين. وبما أن المصرف (الياباني) سيطلب منه ضماناً بمقدار

المبلغ المقترض، لذا فإنه سيقوم بتحويل ما لديه من دولارات إلى الين، ليحصل من ثم على 12500 مليون ين (100 مليون دولار $\times$ 125 ينًا) ينفقها على شراء سندات مصدرة بالين. وسيقدم المضارب هذه السندات إلى المصرف كضمانة على قرض تبلغ قيمته 12500 مليون ين يحصل عليه من المصرف. بهذا فقد حقق المضارب الخطوة الأولى من عملية المضاربة: الاستدانة بالعملة المتوقعة انخفاض قيمتها. وستكون خطوته التالية تحويل ما لديه من عملة يابانية إلى الدولار، أي أنه سيحصل على ما كان بحوزته من دولارات (100 مليون) ثانية. بهذا المبلغ من الدولارات يشتري المضارب سندات مقومة بالدولار.

الأمر الذي تجدر ملاحظته هنا هو أن المضاربة الناجحة تحتم أن يكون المبلغ المستدان «مكتشوفاً»، أي ألا تقابله ودائع بالين (open position)، ذلك لأن المضارب سيسدد، بعد خفض قيمة الين الياباني، ما في ذمته من قرض تبلغ قيمته 12550 مليون ين بمبلغ يساوي 89,30 مليون دولار وليس 100 مليون دولار. أما لو كانت لديه وديعة بالين (تساوي 12500 مليون ين على سبيل المثال) تقابل ما في ذمته من قرض، لكانت قيمة وديعته هذه قد انخفضت بمقدار ما ربحه من عملية خفض العملة، أي لانخفضت قيمتها من 100 مليون دولار إلى 89,30 مليون دولار. من هذا المنظور لا مرء في أن مطالبة المصرف الياباني المضارب الأمريكي بضمانة مصدرة بالين قد جعلت المضارب، عملياً، في «وضع غير مكتشوف»، فهو يتوافر على سند مصدر بالين يقابل القرض الذي تحصل عليه بالين. لذا يتعين على المضارب أن يضمن لنفسه الحصول على المبلغ نفسه الذي اشترى به الضمانة التي قدمها للمصرف. إن أسواق الصرف الآجلة هي السبيل المتاح أمامه لكي يكون في «وضع مكتشوف». فهذه الأسواق تتيح له فرصة التعاقد على شراء دولارات مستقبلاً (Dollar-Futures) بسعر الصرف نفسه الذي حول به ما كان بحوزته من دولارات إلى ين ياباني (125). بهذه الخطوة يضمن المضارب لنفسه أن يحصل، عند بيعه للسندات المصدرة بالين، على المبلغ نفسه من الدولارات الذي كان قد أنفقه عند اقتناء السندات.

ولنفترض الآن أن توقعات المضارب قد تحققت فعلاً فانخفض سعر صرف الين مقابل الدولار إلى 140 ينًا، من الواضح عندئذ أن المضارب سيحول ما قيمته 89,30 مليون دولار فقط إلى الين حاصلاً بذلك على 12500 مليون ين، فبهذا المبلغ من الدولارات سيستطيع سداد ما بذمته من دين مقابل المصرف الياباني. بعد ذلك سيسترجع المضارب سندات من المصرف البالغة قيمتها 12500 مليون ين. وبما أن المضارب كان قد تعاقد في سوق الصرف الآجلة على بيع هذا المبلغ بسعر الصرف الذي كان سائداً آنذاك، لذا فإنه سيسترجع عند بيعه لقيمة السندات مبلغه الأصلي

(البالغ 100 مليون دولار). في ختام عملية المضاربة هذه سيكون لدى المضارب ثروة تزيد على ما كان يمتلكه: 110,70 مليون دولار. بهذا فقد حقق المضارب في غضون أيام معدودة ربحاً قدره 10,70 مليون دولار (Koehler, 1998: 193). ولا ريب في أن بوسع القارئ أن يتصور الآثار التي ستتركها عمليات المضاربة هذه على الاحتياطي الأجنبي في البلد النامي حينما يقتفي أصحاب الثروات الآخرون خطاً هذا المضارب سالكين بذلك «سلوك القطيع».

ولعل في تجارب البلدان ذات الأسواق الناشئة (emerging markets) خير دليل على دور المضاربة في تعزيز تدهور قيمة عملات هذه البلدان. ففي سياق ما مرت به هذه البلدان من ظروف اقتصادية أجبرت مصارفها المركزية على تعويم العملة، تعرضت عملات هذه البلدان لعمليات مضاربة مكثفة استنزفت الكثير مما لديها من احتياطي أجنبي وكان لها دور رئيس في تدهور قيمة عملاتها تدهوراً لا تسوغه الحالة الاقتصادية السائدة أبداً. فبعد ما جنت ما تسمى بصناديق الأمان (التي هي في واقع الحال صناديق مضاربة تنطوي على مخاطر جسيمة ولا يزيد عدد المشاركين فيها على مائة مضارب لا يقل رأس مال كل واحد منهم عن مليون دولار أمريكي) على أرباح طائلة عندما راهنت في أيار/ مايو 1997 على العملة التشيكية بعشرات المليارات، وأجبرت المصرف المركزي على رفع معدلات الفائدة إلى مستويات نشرت الركود وعلى خفض سعر صرف العملة الوطنية بمقدار بلغ 20%، اتجهت من ثم إلى بلدان جنوب شرق آسيا للمضاربة على العملة التايلندية. وكانت حصيلة هذه المضاربة خفض قيمة العملة بنحو 30%.

وكانت البلدان المجاورة لتايلاند قد شعرت بمخاطر انتقال هذه المضاربة إليها، فرفعت معدلات الفائدة؛ ولكن أيسطيع رفع معدلات الفائدة بضع نقاط مئوية في السنة ردع عمليات مضاربة تجني أرباحاً تبلغ 20% أو 30% في خلال أيام معدودة؟ إنها معركة، بل حرب خاسرة فعلاً⁽¹¹⁾!

(11) على ما يبدو انطوت عمليات المضاربة على أبعاد سياسية أيضاً. فرابطة دول جنوب شرق آسيا (Association of South-East Asian Nations, ASEAN) كانت قد اتهمت رجل المال الأمريكي جورج سوروس (George Soros) بأنه كان «لأسباب سياسية» أحد العناصر الرئيسة المسببة للأزمة التي عصفت بعملاتها. وكان سوروس قد اعترف طواعية بأنه كان يحاول الحيلولة دون انضمام بورما إلى الرابطة. فقد كانت الرابطة قد أعربت، آنذاك، عن رغبتها بإشراك بورما في عضويتها. وكانت الولايات المتحدة الأمريكية قد أعربت عن تحفظها على هذه العضوية بحجة عدم احترام بورما لحقوق الإنسان. إلا أن الرابطة ضمت، في نهاية المطاف، بورما إلى صفوفها على الرغم من اعتراض الإدارة الأمريكية (Koehler, 1998: 200).

ويختلف الاقتصاديون حول تقييم دور المضاربة في إشاعة الاضطرابات في أسواق المال. فالليبراليون الجدد يرون أن المضاربة تعصف فقط بالبلدان التي تتسم بمتغيرات اقتصادية غير سليمة: أي التي تعاني عجزاً كبيراً في ميزان الحساب الجاري وفي الموازنات الحكومية، وتئن تحت وطأة تضخم اقتصادي ورصيد أجنبي متواضع. أما نقاد عملية عولمة أسواق المال فإنهم يرفضون هذا التقييم مشيرين إلى أن المتغيرات الاقتصادية الكلية لم تكن على درجة من التدهور تنذر بالانهيار. فتايلاند، البلد الذي كان الهدف الأول للمضاربة في جنوب شرق آسيا، ما كان يعاني، بحسب رأيهم، عجزاً في الموازنات الحكومية ولا نقصاً في الرصيد الأجنبي ينذر بالخطر. كما لم يكن عجز ميزان الحساب الجاري قد بلغ نسبة حرجة؛ فنسبة هذا العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي لم تتفوق كثيراً على النسبة السائدة في الاقتصادات المماثلة (أستراليا مثلاً).

الأزمة الثنائية - أزمة سوق الصرف الأجنبي وأزمة النظام المصرفي:
وسواء صدق هذا الرأي أو ذاك، فإن الأمر البين هو أن تدهور قيمة العملة الوطنية إثر تراجع تدفق رأس المال الأجنبي يؤدي، كما سبق أن بينا، إلى ارتفاع حقيقي في حجم المديونية الخارجية، أي إلى ارتفاع المديونية الخارجية مقومة بالعملة الوطنية، الأمر الذي تترتب عليه مشكلات سيولة عظيمة لكل الوحدات الاقتصادية (الحكومية والخاصة) التي توجد بذمتها ديون بعملة أجنبية. وبما أن ضعف الرقابة المصرفية من السمات المميزة للبلدان النامية، لذا ستكون المصارف التجارية في هذه البلدان في مقدمة الوحدات الاقتصادية التي ستئن من مشكلات السيولة بسبب الآجال غير المناسبة التي يتصف بها هيكل القروض الأجنبية التي تحصل عليها هذه المصارف من ناحية، والقروض التي تمنحها هي ذاتها للوحدات الاقتصادية الوطنية من ناحية أخرى. فالقروض التي تحصل عليها هذه المصارف من بيوت المال في البلدان المتقدمة غالباً ما تكون قصيرة الأجل للسببين التاليين: أولاً: لتدني الفوائد على القروض قصيرة الأجل مقارنة بالفوائد على القروض طويلة الأمد. وثانياً: لأن المصارف التجارية في الدول المتقدمة تتهيب من التورط بمشاريع طويلة الأمد تفادياً للمخاطر التي ينطوي عليها المستقبل البعيد في الدول النامية. وغالباً ما تمنح مصارف الدول النامية هذه القروض الأجنبية قصيرة الأجل إلى الوحدات الوطنية لآجال طويلة، ذلك لأن معدلات الفائدة على مثل هذه القروض تكون عادة أعلى. وهكذا، فحينما يبدأ رأس المال الأجنبي بتفادي البلد المعني، فلن ينعكس

هذا التطور على قيمة العملة الوطنية فحسب، بل سيسبب أيضاً أزمة سيولة عظيمة بالنسبة لمجمل النظام المصرفي في البلد المعني. فمن ناحية سيؤدي تدهور قيمة العملة الوطنية إلى عجز الكثير من الوحدات الاقتصادية الوطنية عن تسديد ما في ذمتها من ديون للمصارف الأجنبية والوطنية، ومن ناحية أخرى لن تكون المصارف الوطنية قادرة على استرجاع ما لها من ديون طويلة الأجل في ذمة الوحدات الاقتصادية الوطنية للوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل مقابل المصارف الأجنبية. وعلى هذا النحو يمكن أن تتراجع السيولة لدى المؤسسات الإنتاجية والمصارف التجارية الوطنية إلى حد يجبر الكثير من هذه المؤسسات على إشهار إفلاسها. ولا ريب في أن تطوراً من هذا القبيل سينعكس بدوره على قيمة العملة الوطنية. فعجز المصارف الوطنية عن خدمة ما في ذمتها من ديون، سيعزز هروب رؤوس المال الأجنبية (والوطنية أيضاً، طبعاً)، الأمر الذي يجعل قيمة العملة الوطنية تتدهور أكثر وأكثر وحجم القروض الأجنبية بالعملة الوطنية يرتفع بمقدار تدهور العملة الوطنية، وهكذا دواليك، أي ستنشأ حلقة مفرغة متصاعدة؛ فالمصرف المركزي سيكون، والحالة هذه، مجبراً على رفع معدلات الفائدة إلى مستويات تناسب الأزمة المتفاقمة خانقاً بذلك النمو الاقتصادي الوطني، وناشراً البطالة ومتسبباً في تراجع المستويات المعيشية وإفلاس العديد من المؤسسات الإنتاجية (234: Stiglitz, 2002)؛ فنتفاقم الأزمة المصرفية (banking crisis)، بدورها، فتعم مجمل سوق المال، بل مجمل اقتصاد ذلك البلد (systemic risk). وهكذا تتحول الأزمة من أزمة في ميزان المدفوعات إلى أزمة ثنائية (twin crisis) تعصف بعملة البلد وبنظامه المصرفي كلية، أي تتحول إلى أزمة لا تتدهور، في سياقها، قيمة العملة تدهوراً جامحاً فحسب، بل ينهار أيضاً النظام المصرفي ويتآكل الاحتياطي الأجنبي على نحو متسارع وتعجز المصارف التجارية والمؤسسات الإنتاجية والحكومية عن خدمة ما في ذمتها من قروض أجنبية (Kaminsky & Reinhard, 1996: 4)⁽¹²⁾.

(12) فمن دراستهما لأزمات الصرف الأجنبي وللأزمات المصرفية التي مرت بها بعض البلدان في السبعينيات يستنتج المؤلفان:

“Taken together, these results seem to point to the existence of vicious circles. Financial-sector problems undermine the currency. Devaluations, in turn, aggravate the existing banking-sector problems and create new ones. (...). The presence of vicious circles would imply that, a priori, the twin crises are more severe than currency or banking crises that occur in isolation.” (Kaminsky & Reinhard, 1999: 479).

ولربما قدمت الحالة السائدة في البرازيل في هذا اليوم، صيف عام 2002، الدليل الواضح على ما نحن في صدَى الحديث عنه؛ فالبرازيل تمر حالياً بما مرت به، سابقاً، بلدان أخرى في أمريكا الجنوبية وفي جنوب شرق آسيا حينما عصفت بموازن مدفوعات وبنظمتها المصرفية أزمات كادت تجبرها على إعلان الإفلاس لولا تدخل صندوق النقد الدولي وتقديمه السيولة الضرورية للتغلب على أزماتها الثنائية. وفاق قرض الصندوق إلى البرازيل، من حيث القيمة، جميع ما كان الصندوق قد منحه من قروض إلى أحد أعضائه دفعة واحدة حتى هذا الحين. فبحسب ما تناقلته وكالات الأنباء وافق صندوق النقد الدولي في آب/أغسطس 2002 على منح البرازيل قرضاً تبلغ قيمته 30 مليار دولار أمريكي.

إشكاليات قيام صندوق النقد الدولي بدور الملاذ الأخير للتزود بالسيولة الدولية:

وعلى ما يبدو يتوخى الصندوق من تدخله المالي تحقيق أربعة أهداف: أولاً: تمكين المصارف المركزية في البلدان المعنية من تسديد الديون الخارجية المتعاقد على دفعها بعملات أجنبية. ثانياً: إضفاء الاستقرار على أسعار الصرف. ثالثاً: الحيلولة دون انتقال الأزمة إلى مناطق أخرى من العالم. رابعاً: ضمان قيام حكومات البلدان المعنية بتسديد ما بذمتها من ديون أجنبية. وكانت التصورات التي أسفرت عن هذا التدخل ترى أن صندوق النقد الدولي، هو الملاذ الأخير للتزود بالسيولة الدولية (international lender of last resort)، وأنه، وبصفته هذه، قادر على التخفيف من وطأة الأزمات المالية الإقليمية. وانسجماً مع هذه التصورات وبدعم من إدارة الرئيس الأمريكي السابق بيل كلنتون كان الصندوق قد طلب من أعضائه زيادة حصصهم (the quota) لتمكينه من إدارة الأزمات المالية المستقبلية.

وضمنياً يفترض مصطلح «الملاذ الأخير للتزود بالسيولة» (international lender of last resort) أن الاقتصاد العالمي، أو بتعبير أكثر دقة، أن نظام النقد الدولي لن يؤدي وظيفته على النحو المطلوب ما لم تكن هناك مؤسسة يمكن للبلدان التي تعاني أزمات الرجوع إليها للتزود بالسيولة الدولية.

ولعله تجدر الإشارة إلى أن مصطلح «الملاذ الأخير للتزود بالسيولة» مستقى من دور المصارف المركزية (الوطنية) في تزويد النظام المصرفي بالسيولة (المحلية) عند الحاجة. ولا نريد الخوض هنا فيما إذا كان يتعين على المصرف المركزي تقديم

السيولة عندما يعاني النظام المصرفي أزمة في السيولة، أي بعدما تنتشر الأزمة ظلالها على النظام المصرفي، أم أن يمنح المصارف التجارية منافذ للتمويل دائماً وأبداً عند الحاجة تجنباً لاندلاع الأزمة أصلاً. فالمهم هنا هو أن صندوق النقد الدولي قد تبني، إبان الأزمات التي عصفت ببعض بلدان جنوب شرق آسيا وأمريكا الجنوبية وروسيا وتركيا، الدور الوطني للمصارف المركزية فأُمسى بمنزلة ملاذ هذه الأقطار بعدما تعذر عليها التزود بالسيولة من سوق المال الدولية. ولا مراء في أن قيام الصندوق بهذا الدور يعتبر تطوراً جذرياً في مهام الصندوق. ففي نظام بريتن وودز، على سبيل المثال، كان دوره يكمن في منح قروض قصيرة الأجل للدول التي تعاني أزمة في موازين المدفوعات بفعل الصدمات الخارجية، لضمان استمرار هذه الدول انتهاز نظام أسعار الصرف الثابتة والمحافظة على سعر الصرف المعلن في نطاق نقاط التدخل العليا والسفلى (upper and lower intervention points).

وإذا كانت المحافظة على سلامة نظام بريتن وودز (نظام أسعار الصرف الثابتة) مسوغاً معقولاً لقيام الصندوق بمنح القروض قصيرة الأجل لمساعدة بعض الدول للتغلب على أزمات ميزان المدفوعات، فإن من حق المرء أن يسأل عن جدوى هذه القروض في ظل نظام نقدي أمست فيه أسعار صرف العملات الرئيسة خاضعة للتعويم. فلمصلحة مَنْ نهض صندوق النقد الدولي بمهمة الملاذ الأخير؟ أكان ذلك لمصلحة دول الأزمة أم لمصلحة المستثمرين الأجانب؟ وبإدنى ذي بدء نود أن نؤكد أنه يصعب على المرء الاقتناع بالتسويق الذي يقدمه الصندوق بين الحين والآخر بأنه كان يراعي مصلحة هذه الدول حينما منحها ولا يزال يمنحها قروضه بسخاء. فهذه القروض لم تحل أسباب الأزمة ولا انعكاساتها على اقتصاديات هذه الدول؛ أعني: المديونية الخارجية والارتفاع الحقيقي في قيمة هذه المديونية الخارجية بفعل انهيار قيمة العملة من ناحية والأزمة المصرفية وارتفاع معدلات البطالة وتدهور معدلات النمو الاقتصادي والمستويات المعيشية وما سوى ذلك من انعكاسات داخلية من ناحية أخرى. من وجهة النظر هذه يمكن تلخيص دور صندوق النقد الدولي بعبارة موجزة مفادها أن الصندوق ما كان يسعى إلى حل مشكلات هذه الدول، بل كان يسعى إلى تمكينها من استخدام قروضه لتسديد ما في ذمتها من ديون أجنبية مستحقة، أي أنه كان قد حل مكان الدائنين الأجانب ضامناً بذلك حصولهم على رؤوس أموالهم. بالنسبة لدول الأزمة لم يتغير حجم المديونية البتة؛ كل ما تغير هو اسم الدائن فقط: بدلاً من صناديق الادخار أو الاستثمار الأمريكية أو

المصارف التجارية الأوروبية أو اليابانية، أمسى صندوق النقد الدولي هو الدائن الآن. وهكذا، وفي حين نجا الدائنون الأجانب بأموالهم، تحمل مواطنو البلدان المعنية أعباء الأزمة: سياسات نقدية ومالية تقييدية صارمة يفرضها عليها صندوق النقد الدولي بفعل ما له من دائنية في ذمة هذه الدول ومليارات من الدولارات تتحملها الحكومات في سياق إصلاح النظام المصرفي. ولعل ما تحمله المواطن الإندونيسي من أعباء مثال صارخ على الخسائر الجسيمة التي يمكن أن تفرزها الأزمة: تدهور قيمة العملة بما يزيد على 70%، وإغلاق 16% من مصارف البلد التجارية، وتدمير ما يقرب من 7 ملايين فرصة عمل في الأشهر الأولى من الأزمة؛ أضف إلى هذا أن نسبة الفقر (مقدرة بدخل لا يزيد على دولار واحد في اليوم، بحسب تعريف البنك الدولي) كانت قد تضاعفت في غضون أشهر وجيزة، فارتفعت إلى 22% من مجموع السكان، وأن الناتج القومي الإجمالي كان قد انخفض عام 1998 بنسبة تبلغ 15,3%. في سياق هذا التدهور المريع، ومن ثم لا عجب أن تعم البلاد، حتى يومنا هذا، اضطرابات عرقية ودينية ومحلية تهدد وحدتها وتقوض الأمن والاستقرار فيها.

بناء على هذه الحقيقة ليس من الغريب أن نرى كثيراً من الاقتصاديين يهاجمون صندوق النقد الدولي ويتهمون، عن حق، بتشجيع أصحاب الثروات الأجانب على استثمار رؤوس أموالهم في مجالات تتسم بالمخاطر (risks) (Stiglitz, 2002: 233)، فبقيامه بوظيفة «الملاذ الأخير للتزود بالسيولة» خلق الصندوق مخاطر معنوية (moral hazard) فعلاً، ذلك لأنه عزز، بوظيفته، هذه، لدى صناديق الاستثمار والمصارف الدولية الاعتقاد بأنه سينقذهم جميعاً بقروضه (bail-out)، إن عجزت حكومات دول الأزمة أو مصارفها عن الوفاء بما في ذمتها من التزامات مالية (Eatwell & Taylor, 2000: 170; Stiglitz, 2002: 233).

خاتمة:

من العرض أعلاه يتبين بجلاء أن التكامل مع أسواق المال الدولية ينطوي على مخاطر جمة حينما لا يكون هناك توجيه حكومي لتدفقات رؤوس الأموال الممولة لعجز الحساب الجاري. فبما أن السياسات الوطنية والمؤسسات المالية الدولية غير قادرة على إدارة المخاطر التي ينطوي عليها التكامل مع سوق المال الدولية إدارة لا تعوق التنمية الاقتصادية المنشودة، لذا هناك احتمال كبير جداً أن يتسبب التكامل المالي الدولي في زيادة تكاليف التنمية الاقتصادية وأن يؤدي إلى خفض الرفاهية في البلدان النامية. فما دامت تمتعت السياسة الاقتصادية بالمصداقية، فستندفق

رؤوس الأموال إلى الداخل ولن تكون هناك مشكلة في تمويل عجز الحساب الجاري. وتفقد السياسة الاقتصادية مصداقيتها حينما تكون في وضع لا يسمح لها بأن تتخذ، بالحجم المطلوب والسرعة الكافية، ردود الفعل المناسبة لمواجهة الصدمات الداخلية والخارجية. حينئذٍ ستكون التطورات الاقتصادية والأحداث السياسية المفاجئة إلى تغيير اتجاه تدفقات رأس المال الأجنبي وإلى خلق الأزمة لا في سوق الصرف الأجنبي فحسب، بل في النظام المصرفي أيضاً.

ومعنى هذا هو أن نجاح البلد النامي في كسب منافع التحرير المالي وما يعنيه هذا التحرير من تكامل مع سوق المال الدولية يتوقف أولاً على مدى قدرة ذلك البلد على تجنب ارتكاب أي خطأ يُفقد السياسة الاقتصادية مصداقيتها. وثانياً على ما بمتناول السياسة الاقتصادية من إمكانات للتعامل مع الصدمات الداخلية والخارجية المفاجئة. ففي ظل حرية رأس المال على التنقل يمكن أن تفرز أبسط أخطاء السياسات المالية والنقدية عواقب وخيمة على المسيرة الاقتصادية في البلد المعني. وإذا كانت البلدان المتقدمة نفسها قد عجزت، على الرغم من خبراتها التحليلية المتقدمة وأساليبها التكنولوجية المتطورة، عن تجنب هذه الأخطاء، فإن من حق المرء أن يسأل هنا: أهنالك بلد نام قادر على أن يدّعي لنفسه هذه العصمة؟ وهل هناك بلد نام يمتلك المقومات الضرورية للتعامل مع الصدمات الداخلية والخارجية المفاجئة؟ فَمَنْ يدّع أنه يفي بهذه المتطلبات، فليجرب حظه، ولير ما تنطوي عليه عولمة أسواق المال!!!

المصادر:

صندوق النقد الدولي (1987). الجوانب النظرية لتصميم برامج التصحيح الاقتصادي المدعومة من الصندوق. الدراسات العرضية، رقم 55، الولايات المتحدة: واشنطن، العاصمة.

صندوق النقد الدولي (1995). اعتماد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية. دراسة عرضية، 126، الولايات المتحدة: واشنطن، العاصمة.

مجلة التمويل والتنمية (2000). تصدر عن: صندوق النقد الدولي، عدد ديسمبر، الولايات المتحدة: واشنطن، العاصمة.

Claassen, Emil-Maria. (1997). *Global monetary economics*. Oxford: Oxford University Press.

Deutsche Bundesbank. (1997). Development and determinants of international direct investment. *Monthly Report*, August 1997: 63-81.

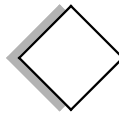
- Deutsche Bundesbank. (2001). International integration of German securities Markets. *Monthly Report*, December, (12): 15-28.
- Deutsche Bundesbank. (2002a). *Auszuege aus Presseartikekn*, No. 20, 30. April, Frankfurt: Main.
- Deutsche Bundesbank. (2002b). *Auszuege aus Presseartikeln*, No. 19, 24. April, Frankfurt: Main.
- Deutsche Bundesbank. (2002c). Consequences of increasing capital flows for exchange rate policy-observations and prospects worldwide. In: *Monthly Report*, June 2002, 54 (6): 55-73.
- Eatwell, J., & Taylor, L. (2000). *Global finance at risk: The case for international regulation*. New York: The New Press.
- Elton, E. J., & Gruber, KM. J. (1995). *Modern protfolio theory and investment analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Eurpoean Central Bank (2002). The liquidity management of the ECB. *Monthly Bulletin*, May, Frankfurt: Main. 41-53.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets II. *Journal of Finance*, 55 (5): 1575-1617.
- Feldstein, M., Horioka, Ch. (1980). Domestic saving and international capital Flows. *Economics Journal*, 90: 314-329.
- Froemmel, M., & Menkhoff. L. (1999). The informational efficiency of financial markets and maqrcoeconomic equilibrium, In: W. Filc & K. Koehler (Eds.), *Marcoeconomic causes of Unemployment: Diagnosis and policy ecommendation* (pp. 163-187). Berlin: Institut fuer Empirische Wirtschaftsforschung.
- Hauskrecht, A. (1999). Asiatische Krise und der Internationale Waehrungsfonds. In: *Economic Development and financial crisis in Asia* (pp. 118-125). Deutsches Institut fure Wirtschaftsforschung Vierteljahrsheft, 68, (1). Berlin: Duncker & Humblot Verlag.
- Huffschmid, J. (1999). *Politische Oekonomie der Finanzmaerkte*. Hamburg: VSA-Verlag.
- International Monetary Fund. (1997). *World economic outlook*, May, Washington D.C.
- International Monetary Fund. (1999). *World economic outlook*, May, Washington D.C.

- International Monetary Fund. (2000). *World economic outlook*, May, Washington D.C.
- Jost, Th. (1997). *Direktinvestitionen und Standort Deutschland*. Diskussionspapier 97/2, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe für Deutschen Bundesbank. Frankfurt: Main.
- Kaminsky, G. L., & Reinhard, C. M. (1996). The twin crisis: The causes of banking and balance-of-payments problems. *International Finance Discussion Papers*, 544, March 1996. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kaminsky, G. L., & Reinhard, C. M. (1999). The twin crisis: The causes of banking and balance-of-payments problems. In: *The American Economic Review*, 89 (3): 473-500.
- Kaminsky, G. L., Lizondo, S., & Reinhard, C. M. (1998). *Leading indicators of currency crises*. IMF Staff Papers (Vol. 34, 1). International Monetary Fund, Washington, D. C., P. 1-48.
- Kindleberger, Ch. P. (1996). *Manias, Panics and crashes: A history of financial crises*. (1978, 1984) London: Macmillan.
- Koehler, K. (1998). Spekulation contra Entwicklungspolitik - Eine Analyse der ostasiatischen Währungskrise. In: *Internationale Politik und Gesellschaft*, 98/2, Hamburg: Friedrich Ebert Stiftung, P. 191-204.
- Krugman, P. (1979). A model of balance of payment crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11 (8): 311-325.
- Krugman, P. (1998). Fire-sale FDI. In: <http://web.mit.edu/krugman>.
- Lewis, K. (1999). Trying to explain the home bias in equities and consumption. *Journal of Economic Literature*, 37: 571-608.
- Nunnenkamp, P. (1998). *Wirtschaftliche Aufholprozesse und Globalisierungskrisen in Entwicklungsländern*. In: Kiel Discussion Papers. Institut für Weltwirtschaft Kiel, November.
- Obstfeld, M. (1986). Rational and self-fulfilling balance-of-payment crisis. *The American Review*, 79 (1): 72-81.
- Obstfeld, M. (1995). International capital mobility in the 1990s. In: P., Kenen (Ed.), *Understanding interdependence: The macroeconomics of open economy*. Princeton NJ: Princeton University Press, P. 201-261.
- Obstfeld, M. (1996). Models of currency crisis with Self-fulfilling features. *European Economic Review*, 40 (3-5): 1037-1047.
- Ohr, R. (1998). Währungskrisen in Emerging Countries - Gefahren für

- Osteuropa?? *HJamburger Jahrbuch fuer Wirtschafts-und Gesellschaftspolitik*, 43. Jahr.
- Ohr, R. (2001). *International Waehrungsbeziehungen*. Frankfurt/M.: Verlaf der Frankfurter Allgemeine Zeitung.
- Roy, T. (1998). *Geld und Kredit in der dollarisierten Oekonomie-das Beispiel Bolivien*. Diskussionsbeitraege des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der Frein Univdersitaet Berlin, Volkswirtschaftliche Reihe Nr. 1998/44.
- Siebert, H. (1998). Diziplinierung der nationalen Wirtschaftspolitik durch die internationale Kapitalmobilitaet. In: D. Duwendag (Ed.), *Finanzmaerkte im Spannungsfeld con Globalisierung, Rgulierung und Geldpolitik*. Berlin: Dunker & Humblot Verlag: 41-67.
- Stiglitz, J. (2002). *Die Schatten der Globalisierung*. Berlin: Siefleer Verlag.
- Tesar, L. L., & Werner, I. M. (1992). *Home bias and the globalization of securities markets*. NBER Working Paper No. 4218, Cambridge MA.
- Wahl, P., Osterhaus, A., Mosebach, K., P. (2000). *Kapital braucht Kontrolle. Die internationalen Finanzmaerkte: Funktionsweise-Hintergruend - Alternativen*. Bonn: WEED E. V.

قدم في: أكتوبر 2002.

أجيز في: أكتوبر 2003.



Economics

The Risks of International Financial Integration in Developing Countries

*Adnan A. Ali**

Cross-border capital flows have increased considerably during the past few years. They have grown significantly faster than many real economic variables. The driving forces behind this development have been the liberalization and deregulation of the financial markets as well as the rapid advance in information and communication technology, which, in turn, have resulted in a sharp reduction in transaction costs. The central argument in favor of unrestricted international capital movements lies in their contribution to economic growth. In an environment of unfettered capital movements, national borders no longer stand in the way of the efficient allocation of savings. The financial crises of the nineties dampened the high expectation of liberalized capital markets at least in part. Suspicion became rife that the substantial risks inherent in opening domestic capital markets might have been underestimated. The fact that dynamic economies with sound macro policies (but mostly fixed exchange rates) encountered severe crises was seen by many as a sign that international financial markets had failed. The highly volatile nature of short-term capital flows bore the brunt of criticism. The fact that it was possible for crises to be transmitted to other countries which were apparently healthy was seen as being especially problematic.

Keywords: Developing countries, International financial integration, Financial liberalization, Foreign direct investment, Short-term capital flows, Currency crisis, Collapse of the exchange rate arrangement, Banking crisis, Twin crisis, Speculation, The international monetary fund and the financial crises.

* Associate Professor and Expert in GTZ, Frankfurt/Main, Germany.