

## مقدمة

في بداية عام 2009، بدأ الاقتصاد العالمي متجهًا نحو التراجع بشكل غير قابل للارتداد. وعلى رغم هذا، يبدو أن الجرعة القوية من سياسات التحفيز النقدي والمالي التي طُبقت نجحت في إعادة الاستقرار إلى النظام المالي وتهيئة الأجواء للانعاش العالمي. فاستعادت تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الأسواق الناشئة نشاطها مجددًا، وعادت التجارة العالمية إلى نفس مستوياتها قبل الأزمة تقريبًا، فضلاً عن ازدياد الثقة تدريجياً بين المستهلكين وأصحاب الأعمال.

وفي حين حلّ شعور متفائل ومفعم بالأمل محل المشاعر المشائمة، فقد كان الانعاش متفاوتاً إلى حد كبير. فالاقتصاد الأمريكي، الذي كان في قلب الأزمة، مازال أمامه طريق طويلة وشاقة للعودة إلى نمو مستدام ومعدلات بطالة منخفضة. والاقتصادات الأوربية، على رغم تحسّنها، لا يحتمل لها أن تحقق معدلات نمو مرتفعة، ولا سيما بعد احتدام أزمة الديون في المنطقة. أما بالنسبة للأسواق الناشئة فموقفها مختلف تماماً؛ فالصين والهند بصفة خاصة شرعتا في استعادة معدلات نمو مرتفعة بشكل ملحوظ بعد أن بدأ اقتصاداهما منهكي القوى في نهاية عام 2008. كما أن عديداً من اقتصادات الأسواق الناشئة الأخرى التي تأثرت بشدة من الأزمة، واقتصادات أوروبا الشرقية على نحو خاص، لم تنفك عن حالة الركود بعد، إلا أنها شرعت في الانعاش.

وما يدعو إلى السخرية أن هذا النمط من الانعاش يهيئ الساحة لتكرار الحالات العالمية ذاتها من اختلال التوازن على مستوى الاقتصاد الكلي التي أسهمت في إشعال الأزمة بدايةً. وفي حين تكمن الأسباب العميقة للأزمة المالية في ضعف أنظمة الرقابة والإخفاق التنظيمي، فإن اختلال التوازن الاقتصادي (الناشئ عن تمويل الاستهلاك المفرط في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الاقتصادات الصناعية الأخرى باستخدام فائض المدخرات في الاقتصادات الآسيوية وغيرها من الأسواق الناشئة) قاد إلى تفاقم المشكلات وتفجّرها في وجوهنا.

والحقيقة أننا، ونحن في سبيلنا إلى الخروج من الأزمة، نجد أن بعض تلك الأنماط من النمو تصبح أنماطاً راسخة، على حين لاتزال الإمكانية قائمة لعودة اختلال التوازن الاقتصادي إلى الظهور مجددًا.

وما زالت الصين تحتاج إلى الصادرات لتوفير فرص التوظيف وبيع الفائض الإنتاجي (الزائد على الطلب الداخلي) الذي ستحققه طفرتها الاستثمارية الأخيرة. كما أن الاقتصادات الكبرى، كالاقتصادين الألماني والياباني، مستمرة بدورها في الاعتماد على الصادرات بهدف تعزيز انتعاشها الاقتصادي. وخلاصة القول أن بقية دول العالم يبدو أنها مازالت تتطلع نحو التعلق بأذيال الولايات المتحدة، ما يؤدي إلى تعطيل الانعاش الاقتصادي لأمريكا نفسها ويشير التوترات في التجارة الدولية. وبطبيعة الحال، ربما يبقى الطلب الداخلي الخاص على انخفاضه في المدى القصير، إلا أن الإنفاق الحكومي يعوض عن هذا الانخفاض

ويزيد، ما يتسبب في ارتفاع معدلات الادخار السلبي على المستوى القومي. وهذا يعني أن أنماط النمو في الطلب العالمي ربما ترتد إلى الصورة التي كانت تبدو عليها خلال السنوات السابقة على الأزمة.

يرتبط جانب آخر من جوانب الاختلال الاقتصادي العالمي بارتفاع معدلات تدفق رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة إلى الاقتصادات المتقدمة. ففي الوقت الذي واصلت فيه رؤوس الأموال الخاصة تدفقها تجاه الأسواق الناشئة، طغت التدفقات الرسمية لرؤوس الأموال، والتي تمثلت أساساً في مراكمة الاحتياطيات النقدية، على تدفقات رؤوس الأموال الخاصة بها جعل صافي تدفقات رؤوس الأموال تخرج من الأسواق الناشئة.

ولكن، ما التوقعات المستقبلية بشأن استمرار الأسواق الناشئة في مراكمة الاحتياطيات النقدية؟ من المنظور البعيد المدى، فإن الأسواق الناشئة لديها الآن حوافز أقوى تدفعها إلى تأمين نفسها عبر مراكمة الاحتياطيات النقدية. أولاً، رأت الاقتصادات الناشئة كيف يتسنى حتى لأضحخم مخزون من احتياطي النقد الأجنبي أن ينكمش بسرعة هائلة. وعلى سبيل المثال، فقدت الهند وروسيا قرابة خمس مخزونيها من الاحتياطي النقدي في غضون بضعة أشهر فقط خلال ذروة الأزمة. وثانياً، إن موارد صندوق النقد الدولي، على رغم توسعها، ربما لا تكون كافية لمجابهة حالة من الهبوط المتزامن في عديد من الأسواق الناشئة الرئيسة. ففي ظل الأزمة الأخيرة، اكتشفت الدول الحاصلة على قروض صندوق النقد الدولي نفسها أن قبول شروط الصندوق لمنح هذه القروض لم يؤدِّ إلى زيادة معدلات تدفق رؤوس الأموال الخاصة إليها. ثالثاً، يعتقد كثير من سياسيي الأسواق الناشئة أن الاقتراض من صندوق النقد الدولي يعدّ اقتراحاً "مسموماً"، فإزالت هناك وصمة عار كبرى ترتبط بالتسول على أبواب صندوق النقد الدولي.

ولكن، ما الذي ينبئ عنه هذا الأمر فيما يتعلق بدور الدولار بوصفه عملة احتياطي النقد الأجنبي المهيمنة على العالم؟ وللإجابة عن هذا السؤال، تقوم الدراسة أولاً بتحليل الاتجاهات الخاصة بدور الدولار في احتياطيات النقد الأجنبي العالمية. ونظراً لأن مراكمة الاحتياطيات النقدية بوساطة الأسواق الآسيوية، والصين خصوصاً، تشكل أحد المحددات الرئيسة للاحتياطيات الدولية المتنامية، كما أنها ستقوم بدور مهم في إعادة التوازن للنمو العالمي، فلذلك تستطلع الدراسة آفاق عودة التوازن للنمو في آسيا.

وبطبيعة الحال، فإن أحد العوامل المهمة الأخرى المحددة لأهمية الدولار في نظام النقد الدولي يتمثل في الطلب على الدولار في أنشطة التجارة والمعاملات المالية العابرة للحدود. وتتعلق تلك الاعتبارات جزئياً بهيمنة الولايات المتحدة الأمريكية على الاقتصاد العالمي.

ففي ظل بلوغ الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية 14.5 ترليون دولار، فإنها تحافظ على مكانتها بكونها الدولة صاحبة أكبر اقتصاد في العالم، متقدمة على سائر الدول بفارق كبير. فالصين واليابان، اللتان يبلغ الناتج المحلي الإجمالي لكل منهما نحو 5 ترليون دولار (وفقاً لأسعار الصرف السوقية)، مازالتا متخلفتين كثيراً عن ركب الولايات المتحدة

الأمريكية فيما يتصل بالحجم الاقتصادي. وبطبيعة الحال، فإن الصين وغيرها من الأسواق الناشئة تشهد نمواً بمعدلات أسرع بكثير، كما أنها سوف تزداد صعوداً بشكل مؤكد، على صعيد التجارة العالمية والنظام المالي العالمي خلال السنوات المقبلة. وقد أبرزت الأزمة المالية العالمية الأخيرة هذا التحول في القوة الاقتصادية العالمية.<sup>1</sup>

وعلى رغم هذا، ففي اللحظة الراهنة يظل الدولار هو العملة الرئيسة المستخدمة في إبرام الصفقات التجارية والمالية الدولية. وعلى سبيل المثال، تلاحظ جولديبيرج أن الدولار احتفظ بهيمته على إصدار سندات الدين الدولية، على رغم كل الكلام الذي قيل عن تراجع دور الدولار في أسواق المال العالمية.<sup>2</sup>

### تطور دور الدولار بوصفه عملة الاحتياط العالمية

سوف نستعرض في هذا القسم من الدراسة تطوّر احتياطيات النقد الأجنبي العالمية وتركيبه العملات الخاصة بها. وتعدّ الحصة التي يستحوذ عليها الدولار من احتياطيات النقد الأجنبي العالمية مؤشراً مهماً على دوره البارز في النظام المالي العالمي، كما أنها تعكس إدراك المستثمرين الأجانب (الرسميين) للتوقعات البعيدة المدى الخاصة بالدولار الأمريكي.

يوضح الشكل (1) أن مراكمة احتياطيات النقد الأجنبي تتواصل بمعدلات سريعة حول العالم، وذلك بعد أن شهدت فترة توقف وجيزة خلال ذروة الأزمة المالية العالمية حينما لجأت بعض الأسواق الناشئة إلى استهلاك جانب من احتياطياتها النقدية، بغرض وقاية اقتصاداتها من تداعيات الأزمة. وفي عام 2010، تجاوز حجم الاحتياطيات العالمية من النقد الأجنبي 8 ترليون دولار أنتجت الأسواق الناشئة ثلثها. والواقع أن وتيرة مراكمة الاحتياطيات بواسطة الأسواق الناشئة على مدى عشر السنوات الأخيرة فاقت إلى حد كبير وتيرة مراكمتها بواسطة الاقتصادات المتقدمة. وتعد الصين، بطبيعة الحال، الدولة المهيمنة على احتياطيات النقد الأجنبي العالمية بالنظر إلى وصول احتياطياتها الرسمية إلى مبلغ 2.5 ترليون دولار في منتصف عام 2010.

ولكن ما العملات التي تشكّل هذا المخزون الهائل من الاحتياطيات النقدية؟ وللإجابة عن هذا السؤال، لابد من اللجوء إلى قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي لتركيبه العملات الخاصة بالاحتياطي العالمي من النقد الأجنبي (COFER). بيد أن هذه البيانات لا تحدّد تركيبة العملات للاحتياطيات الخاصة بكل دولة بصورة منفردة، نظراً لأن عدداً من الدول يعدّ تلك المعلومات حساسة بالنسبة إلى السوق، ولا ينبغي تزويد صندوق النقد الدولي بها إلا لأغراض المتابعة فحسب. وتنشأ إحدى المشكلات الرئيسة من عدم إبلاغ عدد من الأسواق الناشئة المهمة صندوق النقد حول تركيبه العملات التي تشكّل احتياطياتها من النقد الأجنبي. ومع أن صندوق النقد الدولي لا ينشر قائمة الدول الممتنعة عن الإبلاغ، فإن الصين وبضع دول من منطقة الشرق الأوسط هي من ضمن هذه الدول.

ونظراً لحجم ممتلكات الاحتياطي الخاصة بهذه المجموعة من الدول، فقد نخلّى صندوق النقد الدولي خلال السنوات الأخيرة عن ممارسته الاعتيادية المتمثلة في وضع افتراضات بشأن تركيبة العملات التي تشكل منها احتياطيات النقد الأجنبي للدول الممتنعة عن الإبلاغ. وعوضاً عن هذا، يضع صندوق النقد الدولي الاحتياطيات النقدية لتلك الدول جميعاً تحت فئة "الاحتياطيات غير المخصصة"، والتي لا يتسنى تخصيصها لصالح أي عملة صعبة معينة.

واللافت للنظر بشكل أكبر هو أن نسبة الدولار ضمن ممتلكات احتياطي النقد الأجنبي المثبتة الخاصة بالاقتصادات النامية والناشئة احتفظت بثباتها على نحو ملحوظ على مدى الأعوام العديدة الماضية (بداية من عام 2004). وإذا ما كانت الأسواق الناشئة، التي لا تبلغ صندوق النقد الدولي حول تركيبة العملات لاحتياطياتها، تتبع سلوكاً مماثلاً لسلوك الدول التي تستند هذه الدراسة إلى بياناتها، فمن المحتمل حينئذ أن الدولار سيقى مهيمناً فيما يتصل بتركيبة العملات التي تشكل منها الاحتياطيات العالمية من النقد الأجنبي.

من الواضح أن دور الدولار في الاحتياطيات العالمية من النقد الأجنبي له انعكاسات كبيرة على قيمته على المدى الطويل. ويؤثر هذا إلى أهمية فهم الديناميات الخاصة باحتياطيات النقد العالمية. فتراكم الاحتياطي النقدي بوساطة الدول في منطقة الشرق الأوسط يعتمد على أسعار النفط إلى حد كبير. والمنطقة الثانية التي يُرجح أن تقوم بدور مهم في هذا الصدد هي منطقة آسيا. فالصين وغيرها من الأسواق الآسيوية الناشئة لعبت دوراً مهيمناً في توسع احتياطيات النقد العالمية على مدى السنوات العشر الماضية. وعديد من تلك الاقتصادات اعتمد اعتماداً كبيراً على النمو الموجّه للتصدير وأدارت فوائض كبيرة في الحسابات الجارية، ما يمثل عملية إعادة تدوير للأموال خارج المنطقة. ومن شأن معدل التوسع في احتياطيات النقد العالمية أن يعتمد بدرجة كبيرة على ما إذا كانت الأسواق الآسيوية ستمكّن من إعادة التوازن لنموها تجاه الاستهلاك الداخلي، وتقليص اعتمادها على الصادرات، وإعادة تدوير مزيد من مدخراتها داخل المنطقة نفسها. وفي القسم التالي من الدراسة، سنحلّل هذه المسائل بمزيد من التفصيل.

### إعادة التوازن للنمو في آسيا

نظراً للأهمية والثقل المتزايدين للأسواق الآسيوية الناشئة في الاقتصاد العالمي، فإن عملية إعادة التوازن للنمو في الدول الآسيوية النامية تشكل عنصراً مهماً في المسعى العالمي لتحقيق الاستقرار للأنظمة الاقتصادية والمالية في العالم. علاوة على هذا، فإن عملية إعادة التوازن هذه ربما تصبّ في المصالح المباشرة لدول المنطقة. وي طرح هذا تساؤلاً مهماً حول الكيفية التي ينبغي أن يتم تقويم عامل "التوازن" في أي اقتصاد بها. وبما أنه ليس هناك طريقة حاسمة للإجابة عن هذا السؤال، فإنني أبدأ بتشريح وتقويم أنماط النمو في الأسواق الآسيوية الناشئة الرئيسة، ثم أحلل هذه الأنماط من منظور مدى مساهمة النمو المتحقق في تحسين الرفاهة الاقتصادية للعائلات المتوسطة ضمن تلك الاقتصادات.

وفي حين تراجعت نسبة الاستهلاك الخاص من الناتج المحلي الإجمالي، كانت الولايات المتحدة بمنزلة الاستثناء البارز. وفي الصين، حدث تحول مؤثر في نسبة الاستهلاك الخاص، إذ هبطت تلك النسبة من مستواها المنخفض بالفعل والبالغ 46٪ عام 2000 إلى 35٪ عام 2008.

وفي المقابل، ارتفعت نسبة كل من الاستثمارات وصافي الصادرات بدرجة لافتة من عام 2000 إلى عام 2008 بمعدل يبلغ حوالي 8٪ و6٪ على التوالي. كما حدث تراجع كبير في نسبة الاستهلاك الخاص من الناتج المحلي الإجمالي للهند من 64٪ عام 2000 إلى 57٪ عام 2008، مع قيام الاستثمارات بسد الفراغ.

يتعلق أحد الجوانب الأخرى لتوازن النمو باعتماد النمو على التجارة الخارجية. فحتى في حالة ارتفاع معدل الصادرات في الدولة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فقد يكون ميزانها التجاري متوازناً، ما يعني أن صافي الصادرات لم يكن يسهم بدرجة كبيرة في تحقيق النمو الأساسي للناتج المحلي الإجمالي. وعلى رغم الفكرة الشائعة عن الصين بأنها تعتمد على النمو الذي يقوده التصدير، فإن المساهمة المباشرة لصافي الصادرات في نمو الناتج المحلي الإجمالي لم تتعدّ قط نسبة 1.1٪ سنوياً في المدة 2000-2008، أي عُشر النمو الكلي للناتج المحلي الإجمالي، ومع هذا فقد ازدادت هذه المساهمة منذ عام 2006. وفيما يتصل بالحجم الضخم فإن الفائض التجاري للصين البالغ 295 مليار دولار أمريكي عام 2008 (6.8٪ من الناتج المحلي الإجمالي) يهيمن حالياً على مجموع التجارة الآسيوية (باستثناء اليابان) مع بقية أنحاء العالم.

وفيما يتعلق بالتوظيف، فإن العمود الأخير من الجدول (1) يُظهر معدلاً واهناً لصافي النمو في مجال التوظيف بالصين (يبلغ بصعوبة واحداً بالمائة سنوياً، أو حوالي عُشر معدل نمو الناتج المتحقق خلال العقد الحالي).

وقاد نموذج النمو الصيني الذي يعتمد بدرجة كبيرة على نمو الاستثمارات، إلى معدلات نمو محدودة في مجال التوظيف، ما يعدّ شيئاً غريباً على الاقتصاد الصيني الذي يمتلك قوة عاملة هائلة ومستويات مرتفعة من البطالة المقنّعة. ومع أن هذا قد يعكس نمواً مرتفعاً في الإنتاجية، فإن المعدل المنخفض لنمو التوظيف يعدّ مدعاة للقلق بشكل واضح، حتى بالنسبة للحكومة الصينية، نظراً لأن تداعياته لا تؤثر في الاستقرار الاقتصادي فحسب، بل والاستقرار الاجتماعي أيضاً. وقد كان معدل النمو في التوظيف في الاقتصادات الآسيوية الأخرى متواضعاً بدوره.

### الموازين الخارجية

يتحقق الارتباط بين الاختلالات الاقتصادية المحلية والعالمية من خلال الحساب الجاري، أو الفرق بين المدخرات والاستثمارات الوطنية. ويوضح الشكل (6) ميزان الحساب الجاري الإجمالي لمنطقة آسيا باستثناء اليابان محسوباً بمليارات الدولارات الأمريكية. وقد بلغ الحجم الإجمالي لفائض المدخرات في منطقة آسيا حوالي 100 مليار دولار فقط في بداية العقد

الأول من القرن الحادي والعشرين. وإذا استبعدنا الصين فإن هذا الرقم يظل ثابتاً تقريباً في بقية العقد الأول من القرن الحادي والعشرين خلال عامي 2007 و2008.

ومن الواضح أن الزيادة الكبيرة في فائض المدخرات في المنطقة تتأني من الصين، إذ يقفز ميزان الحساب الجاري الإجمالي الخاص بالمنطقة عند إدراج الصين فيه إلى 500 مليار دولار، وفقاً لإحصاءات عامي 2007-2008، مدفوعاً بفوائض الحساب الجاري الهائلة التي تحققها الصين والتي وصلت إلى 440 مليار دولار عام 2008. وفي حقيقة الأمر، فإن فوائض الحساب الجاري والمدخرات القومية التي تحققها الصين تهيمن على ميزان الادخارات والاستثمارات الخاصة في المنطقة. إذ يعزى إلى الصين وحدها نسبة تقل قليلاً عن النصف من الناتج المحلي الإجمالي الذي تحققه منطقة آسيا باستثناء اليابان، في حين أن الصين تحقق حوالي 90٪ من فوائض الحساب الجاري الخاصة بالمنطقة. ويعدّ الفائض التجاري، والذي تهيمن عليه الصين بدوره، العامل الرئيس المحدد لفوائض الحساب الجاري التي تحققها المنطقة.