



9 . سياسات إدارة التدفقات المالية الخاصة

تمهيد

- تعتبر التدفقات المالية الخاصة بمصدرا متزايد الأهمية لتمويل الاستثمارات في الدول النامية ، ما يعني أن هذه الدول أصبحت :-
- «أكثر عولمة مالية» ، «أكثر عرضة للصدمات المالية» .
- وتتركز إشكالية تعامل الدول النامية مع هذه التدفقات في اتسامها بالتقلب وعدم الثبات، ومن ثم صعوبة التخطيط والتنبؤ بمستوياتها، وذلك في الوقت الذي تسعى فيه تلك الدول لجذب أكبر قدر ممكن من هذه التدفقات المالية .
- إضافة لإشكالية أخرى لا تقل أهمية عن الإشكالية الأولى وهي سبل تعظيم المردود التنموي لتلك التدفقات .

■ لهذه الأسباب لابد من اتخاذ تدابير لبناء مناعة ضد الصدمات المالية المترتبة عن التدفقات المالية الخاصة، من أهمها: -

✓ تعزيز تعبئة الموارد المالية المحلية من أجل الحد من الاعتماد على المصادر الخارجية.

✓ تقليل تقلبات التدفقات المالية الخاصة.

✓ تعظيم مردودية هذه التدفقات المالية الخاصة وتعزيز ارتباطها مع التنمية المستدامة.

- يُشير مصطلح تحرير تدفقات رأس المال (Liberalization) إلى إزالة تدابير إدارة التدفقات المالية بشكل تدريجي (Capital Flows Management Measures) “CFMs” ولا يستبعد الحفاظ على التدابير الاحترازية أو التحوطية أو فرضها في ظل ظروف معينة إذا شككت التدفقات المالية خطراً على استقرار النظام المالي والاقتصاد الكلي.
- يبدو أن الدول التي حققت حداً معيناً من التطور المالي والمؤسسي في وضع أفضل للاستفادة من تحرير التدفقات المالية، ومع هذا تبقى المخاطر المرافقة لتلك التدفقات في حاجة إلى إدارة دائمة وواعية.



■ إذن تحرير التدفقات المالية يحتاج إلى تخطيط من حيث التوقيت والتسلسل (التدرج) بغرض ضمان تحقيق فوائد تفوق التكلفة.

■ وفي هذا الإطار يقترح صندوق النقد الدولي نهجا متكاملا لضمان تحرير التدفقات المالية يتوافق مع كل بلد حسب طبيعة المؤسسات والنظام المالي المحلي المتاح. (CFMs)

■ **Capital Flow Management Measures – IMF 2012**



تدابير إدارة تدفقات رأس المال (CFMs)

Capital Flow Management Measures – IMF 2012

- تنطلق هذه التدابير من أن استهداف زيادة جذب التدفقات المالية وجني أكبر قدر من الفوائد يتم من خلال حزمة التدابير (المحاور) وهي :-
 - ✓ تنفيذ سياسات سليمة للاقتصاد الكلي.
 - ✓ تعميق النظام المالي.
 - ✓ تعزيز التنظيم والرقابة المالية.
 - ✓ تحسين القدرة المؤسسية.

تدابير إدارة تدفقات رأس المال (CFMs)

- مع التأكيد على عدة أمور/محددات أساسية هي :-
 - ✓ ضرورة عدم المبالغة في استخدام هذه التدابير/القيود على حركة التدفقات المالية.
 - ✓ في حال القيام بإصلاح السياسات الاقتصادية الكلية، يلزم تجنب التدابير التي تعتمد التمييز على أساس الإقامة (أجنبي ووطني)، حيث أن إتباع التدابير الأقل تمييزاً في هذا الشأن هو الأكثر فعالية.
 - ✓ يعتمد مزيج السياسات المناسب لإدارة التدفقات المالية وتحديدًا (الداخلة) على الظروف الاقتصادية والمالية والمؤسسية للبلد المتلقي.



✓ يرتبط زيادة مستويات التدفقات المالية بشكل كبير بتأثيرات سلبية على الاقتصاد المتلقي حيث ترتفع المخاطر المالية والاقتصادية، وهو ما يلزم بضرورة اتخاذ تدابير لإدارة التدفقات (CFMs) بالإضافة إلى إتباع حزمة من السياسات الاقتصادية الكلية للتعامل مع مستويات تلك المخاطر.

التدابير/السياسات التحوطية

■ مصطلح يشير إلى مجموعة الإجراءات التي يتم اتخاذها في الدول المصدرة للتدفقات، حفاظا على تامين مصالح المؤسسات الأم، واستقرار اقتصاديات دول المصدر.

■ حيث نبه صندوق النقد الدولي إلى وجود آثار غير مباشرة لتلك السياسات التحوطية، تؤثر في مستوى المخاطر المالية والاقتصادية في باقي دول الدول المستقبلية أو المعتمدة على تلك التدفقات، وهو ما يعود ليؤثر على الاقتصاد العالمي ككل بما فيه تلك الدول المصدرة .



■ لذا فقد عمل إطار الإصلاح المالي العالمي بعد أزمة 2008 على إرساء نظام مالي عالمي يعتمد على تنسيق أكثر بين مختلف الدول وسياسات تحوطية أكثر فعالية (Basel III).

تدابير السياسات الكلية الأكثر ملائمة للتدفقات المالية

- حدد صندوق النقد الدولي عددا من أدوات السياسة الاقتصادية التي يمكن/يتم استخدامها للتأثير على حجم وهيكل التدفقات المالية،
- وبما يؤمن الاستقرار الاقتصادي للبلد المتلقي لتلك التدفقات، وذلك وفق ظروف وسياسات وخصوصية كل بلد وهي:-



- سياسات التعقيم (Sterilization).
- سياسة صرف مرنة (Exchange Rate Flexibility).
- سياسات مالية صارمة/انكماشية "Fiscal Contraction".
- مراقبة تدفق رؤوس الأموال.
- معدلات الاحتياطي الإجباري.
- أخرى.

• تعتمد كفاءة كل اداة او إجراء أو سياسة من هذه السياسات على :

- ما إذا كانت التدفقات طويلة أم قصيرة المدى.

- هيكل وتكوين هذه التدفقات.

- مرونة الإجراءات.

- درجة تطور أسواق المال المحلية.

1. سياسة التعقيم

- تهدف هذه السياسة إلى ” الحفاظ على قيمة العملة من خلال الحد من الأثر التضخمي للتدفقات وأثرها على الأساس النقدي/قيمة العملة الوطنية/سعر الصرف“.
- وهو ما يمكن أن يتم من خلال ”تدخل البنك المركزي /عمليات السوق المفتوحة من خلال (بيع أو شراء) أصول مالية بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية بغرض عدم المساس بالأساس النقدي.

• تقاس درجة التعقيم بمعامل التعقيم α

• الذي يمكن قياسه من خلال نسبة الاحتياطيات الأجنبية R إلى القاعدة النقدية M

. (R/M)

• حيث يقود التدفق الداخلى الى ارتفاع الاحتياطيات وكذلك الكتلة النقدية وهو ما يتحدد بمستويات ونظام سعر الصرف السائد (مرن - ثابت)

• حيث أن ارتفاع ناتج R/M أي ارتفاع قيمة الاحتياطيات لدى البنك المركزي من العملة الأجنبية بوتيرة أعلى من ارتفاع الكتلة النقدية ، يفيد بوجود سياسة تعقيم نشطة (سحب البنك المركزي للجزء الأكبر من تلك التدفقات).

• سياسة التعقيم : الإيجابيات والسلبيات

- وسيلة سريعة للحد من الآثار التضخمية التي ترتبط بزيادة الكتلة النقدية الكلية في الاقتصاد .
- تفترض وجود إحلال بدرجة ما بين الأصول المحلية والأصول الأجنبية ، وكذلك بين مختلف الأصول المحلية من ناحية أخرى (مصادر الكتلة النقدية) .
- يمكن أن تسبب سياسة التعقيم في ارتفاع قيمة/عبء الدين الحكومي خاصة إذا كانت الفائدة المدفوعة على الأصول المحلية المباعه أكبر من تلك التي تجنيها الحكومة من الأصول الأجنبية التي في حوزتها .

- تتطلب هذه السياسة سوقاً مالياً متطورة.
- كما انه من الضروري أن تكون الأصول المحلية المباعة في عملية التقييم ذات آجال ليست بالقصيرة وإلا فسيتم تسيلها بسرعة مما يمكن أن يُسبب أزمة سيولة بنكية.
- يمكن أن يتسبب تراكم الأصول الأجنبية لدى السلطات النقدية في مشاكل إدارة الاقتصاد من حيث إمكانية تأجيل برامج الإصلاح وتحرير الأسواق وخاصة أسواق المال والنقد، كما أن انخفاض مستوى الأصول الأجنبية يمكن أن يشجع على المضاربة عليها.

2. مرونة سعر الصرف

- اتبعت عدة بلدان سياسة صرف مرنة نتيجة لعدم القدرة على الدفاع عن سعر ثابت أمام حرية تدفق رؤوس الأموال من وإلى الخارج.
- في حالة سعر الصرف المرن فإن التدفقات الكبيرة من الخارج تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية ، دون ان تؤدي إلى تغيير في الأساس النقدي.

- إن مرونة سعر الصرف تعتبر شيئاً مرغوباً فيه خاصة وأنه يخفض من مستويات عمليات المضاربة التي ترتبط عادة بالضمانات التي يعطيها نظام سعر الصرف الثابت .
- يمكن أن تؤدي التدفقات الكبيرة إلى ارتفاع كبير في قيمة العملة المحلية ومن ثم تدهور وضعية الميزان التجاري .

3. سياسة مالية صارمة

- يمكن إتباع سياسة مالية صارمة أو تقشفية كأداة للحد من الآثار التضخمية للتدفقات الخارجية.
- وجد (1996) Corbo and Hernandez أن هذه السياسة تعتبر من أنجح السياسات للحد من الآثار التضخمية للتدفقات الأجنبية.
- الإشكالية الوحيدة هي أن السياسة المالية يمكن أن تأخذ وقتاً أطول من اللازم نتيجة لضرورة المصادقة عليها من قبل السلطة التشريعية.

4. مراقبة التدفقات المالية

• يمكن أن تبرر مراقبة التدفقات المالية بجميع أشكالها:

- الرقابة على الصرف .
- نظام حصص أو رقابة كمية .
- نظام الصرف المتعدد .
- ضريبة التدفقات .

من خلال نظرية الأمثلية التي تقوم على استهداف "الحد من تشوهات سياسات أخرى مثل الضمانات المقدمة للمقترضين وحماية الصناعات الناشئة ذات الكثافة الرأسمالية العالية . . الخ" .

• يمكن تبرير المراقبة من خلال عدة عوامل:

- الحدّ من تقلبات الاحتياطي الأجنبي أو سعر الصرف في حالة نظام صرف مرّن.
- الحدّ من ملكية الأجانب.
- تفادي تهديد مسار برنامج إصلاح اقتصادي من جرّاء التدفقات من الخارج.

- يمكن أن تأخذ الرقابة المباشرة على التدفقات عدة أشكال منها ضرورة إيداع مبلغ يكون أكبر كلما كانت فترة الاستثمار أو تدفق رأس المال وبقائه في الداخل قصيرة.
- هذا الإيداع يعتبر مثل الضريبة تعتمد على فترة الاستثمار وفترة الإيداع (تسمى هذه الضريبة بالضريبة الشيلية 91-98).

مراقبة التدفقات المالية .

معدل الضريبة الموافق للإيداع أو الاحتياطي الإجباري .

$$t = \frac{ri^*T / (1-r)}{D}$$

t : معدل الضريبة لفترة محددة .

r : معدل الاحتياطي الإجباري بدون عوائد .

i^* : سعر الفائدة على جملة الإيداع .

T : فترة الإيداع .

D : فترة الاستثمار أو بقاء رأس المال في الداخل .

مراقبة التدفقات المالية (تابع)

• الشواهد

- دلت التجارب التطبيقية على مساهمة فرض مثل هذه الضريبة في التأثير على آجال الاستثمارات (حيث أصبح أطول) دون رصد تأثير على حجمها الإجمالي.
- كما دلت إن أداة الرقابة تكون أفضل بالنسبة لإدارة التدفقات المتوجه للخارج وليس للتدفقات المتوجه للداخل.

مراقبة التدفقات المالية (تابع)

- برهنِ الواقع على تآكل في نجاح سياسة الرقابة حيث أن هناك دائماً طرقاً لتفادي هذه الرقابة على المدى الطويل، وعليه فإن الرقابة ليست حلاً جذرياً طويل المدى.
- تشير الدراسات التجريبية إلى أن الرقابة تزيد في تكلفة رأس المال لدى الشركات الصغيرة والمتوسطة.
- كما أن أثر الرقابة على النمو غير واضح حيث أنها يمكن أن تحمي الاقتصاد المحلي من آثار الأزمات والعدوى. من ناحية أخرى، يمكن أن تؤثر سلباً على تخصيص وإتاحة الموارد المالية في الأوقات العادية.

مراقبة التدفقات المالية (تابع)

- يمكن أن تلعب الرقابة دوراً مناقضاً لسياسات إصلاح تدعو للتحرير المالي والانفتاح.
- إن ممارسة الرقابة التي تكيل بعدة مكايل يمكن أن تُعطي آثاراً غير صحية منها الرشاوي وغيرها من الشبهات التي تحد من كفاءة الرقابة.
- إن الرقابة على التدفقات قصيرة المدى يمكن أن تكون مفيدة إذا أمكن وضعها بسرعة ودون عناء لتفادي زيادة حجم السيولة في الاقتصاد وزيادة حجم الائتمان وارتفاع الأسعار.

أمثلة تدابير إدارة التدفقات المالية الداخلة

البرازيل:	2003 – اعتماد ضريبة بقيمة 2% على تدفقات المحفظة الداخلة سواء في دين أو رأس مال (ملكية).
اندونيسيا:	2011 – اعتماد فترة انتظار ستة أشهر على أذونات الخزنة والحد من الاقتراض الخارجي قصير المدى من طرف البنوك بـ 30% من رأس المال.
كوريا:	2011 – تأسيس نظام ضريبي على الدخل من الفوائد والأرباح على الموجودات النقدية للأجانب والسندات ، يضمن المساواة في المعاملة بين المستثمرين الأجانب والمحليين.
بيرو:	2010 – زيادة الرسوم على مشتريات غير المقيمين (الأجانب) من سندات البنك المركزي .
تايلاند:	2010 – فرض ضريبة بقيمة 15% على إيرادات غير المقيمين من فوائد وأرباح على المشتريات الجديدة من سندات الدولة.



أمثلة تدابير إدارة التدفقات المالية الخارجة

الأرجنتين:	2001- اقرار الحد من سحب النقود من البنوك وفرض قيود على التحويلات والقروض بالعملة الأجنبية.
ماليزيا:	1998- فرض فترة انتظار بـ 12 شهراً على غير المقيمين لتحويل عائدات بيع الأدوات المالية الماليزية المختلفة.
أوكرانيا:	2008- اعتماد فترة انتظار لمدة 5 أيام لغير المقيمين لتحويل عائدات العملة المحلية إلى العملات الأجنبية.
تايوان:	1997- اعتماد فترة انتظار لمدة 5 أيام لغير المقيمين لتحويل عائدات العملة المحلية إلى العملات الأجنبية.

5. معدلات الاحتياطي الإجباري

- الهدف من هذه السياسة هو الحدّ من قدرة البنوك على توزيع الائتمان وعلى ضخ السيولة في الاقتصاد خاصة إذا مرت التدفقات الرأسمالية عبر النظام المصرفي.

- الإشكالية تكمن في أن هذه السياسة تتعارض مع سياسة التحرير المالي وبرامج الإصلاح الاقتصادي مما يمكن أن يؤثر على مصداقية الحكومة في تطبيق مثل هذه البرامج.

6. سياسات وإجراءات أخرى.

- الصرامة والحزم في الإدارة الاقتصادية.
- الإدارة الجيدة للديون القصيرة بالعملة الأجنبية.
- تقوية الدور الرقابي والسياسة التحوطية والوقائية للبنوك.
- تحرير التجارة الخارجية وحساب رأس المال.

(6/1) الصرامة والحزم في الإدارة الاقتصادية:

- المحافظة على التوازنات الكلية والحرص على الشفافية في اتخاذ الإجراءات اللازمة لتفادي التأويلات والقراءات الخاطئة للحالة الراهنة للاقتصاد .
- مراقبة تطورات سعر الصرف والتأكد من أن تسعيره يتناسب مع الأساسيات والمعطيات الكلية والقطاعية الأخرى في الاقتصاد .
- اتباع سياسة نقدية ومالية غير توسعية .

(6/2) الإدارة الجيدة للديون القصيرة بالعملة الأجنبية:

- بينت الأزمات الأخيرة أن ارتفاع نسبة الديون الخارجية قصيرة المدى إلى الاحتياطي الأجنبي يعتبر مؤشراً على الهشاشة المالية للاقتصاد واحتمال نشوب أزمات مالية .

(6/3) سياسات الرقابة والتحوط للنظام البنكي:

- دعم الرقابة التحوطية والمراقبة المستمرة للوضع المالي للبنوك .
- متابعة الالتزامات الخارجية بالعملة الأجنبية والتأكد من أن تقلبات أسعار الصرف لا تؤثر على تلك الالتزامات وأعباءها .

(6/4) تحرير التجارة الخارجية وحساب رأس المال:

- إن تحرير التجارة يمكن أن يحدّ من ارتفاع قيمة العملة المحلية المصاحب للتدفقات الكبيرة من الخارج. (وفقا لهيكل السوق المحلي ومرونة جهازه الإنتاجي)
- تحرير حساب رأس المال يمكن أن يمتص زيادة السيولة داخل الاقتصاد من خلال تمكين العملاء من امتلاك أرصدة بالعملة الأجنبية (تاييلاند و الشيلي) (وفقا لمرونة وعمق وتطور أسواقه المالية).



- الإشكالية هو أن الأثر النهائي لتحرير رأس المال غير واضح وأن هذا التحرير يمكن أن يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين الأجانب بالاقتصاد وبالتالي إلى زيادة التدفقات من الخارج.