

دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية

## آفاق الاقتصاد العالمي

إبريل ٢٠٠٩

الأزمة والتعافي



صندوق النقد الدولي

©2009 International Monetary Fund  
الطبعة العربية © صندوق النقد الدولي ٢٠٠٩

إنتاج: قسم خدمات الوسائط المتعددة بصندوق النقد الدولي  
الغلاف والتصميم: لويزا منجفار وجورج سالازار  
الجمع التصويري: هوليو بريغو

### Cataloging-in-Publication Data

#### World economic outlook (International Monetary Fund) Arabic.

آفاق الاقتصاد العالمي – [Washington, D.C.]: صندوق النقد الدولي، 1980-  
(دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية العالمية، 1020-508X) .v. ; 28 cm

Semiannual

Has occasional updates. Some issues also have distinctive titles.

Arabic translation of: World economic outlook.

1. International economic relations – Periodicals. 2. Debts, External  
– Periodicals. 3. Balance of payments – Periodicals. 4. International finance  
– Periodicals. 5. Foreign trade regulation – Periodicals. 6. Loans, Foreign  
– Periodicals. 7. Monetary policy – Periodicals. 8. Economic development  
– Periodicals. 9. Forecasting – Periodicals. I. International Monetary Fund.  
II. Title. III. Series (World economic and financial surveys).  
HC10.W797912

ISBN: 978-1-58906-828-5

تمت الترجمة في شعبة اللغة العربية  
إدارة التكنولوجيا والخدمات العامة، صندوق النقد الدولي

سعر الاشتراك (ينشر مرتين سنوياً) : ٩٤ دولاراً  
سعر التقرير الواحد: ٥٧ دولاراً (السعر للجهات الأكاديمية ٥٤ دولاراً)

ترسل طلبات الحصول على هذا العدد إلى العنوان التالي:  
International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.  
هاتف: (202) 623-7430 فاكس: (202) 623-7201  
بريد إلكتروني: publications@imf.org  
إنترنت: www.imf.org

ط	الافتراضات والأعراف المتبعة
ك	تمهيد
ل	تقديم لتقرير الاستقرار المالي العالمي وآفاق الاقتصاد العالمي
س	ملخص واف
١	<b>الفصل ١ - الآفاق العالمية وقضايا السياسات</b>
٢	كيف وصلت الأوضاع إلى هذه الدرجة من السوء بهذه السرعة؟
٩	كتابة الاحتمالات قصيرة الأجل
٢٧	الاحتمالات المنتظرة متوسطة الأجل في مرحلة ما بعد الأزمة
٣٢	السياسات الرامية إلى إنهاء الأزمة مع تمهيد السبيل إلى تحقيق الانتعاش المتواصل
٤٤	الملحق ١-١: المستجدات في أسواق السلع الأولية واحتمالاتها المستقبلية
٥٥	الملحق ١-٢: الشكل المروحي للنمو العالمي
٥٨	الملحق ١-٣: الافتراضات التي يستند إليها سيناريو قصور النتائج عن المتوقع
٦٠	المراجع
٦٣	<b>الفصل ٢ - المنظورات القطرية والإقليمية</b>
٦٣	الولايات المتحدة الأمريكية لا تزال ترزح تحت وطأة الجوهري المالي للأزمة
٧١	آسيا تكافح من أجل إعادة توازن النمو من المصادر الخارجية إلى المصادر المحلية
٧٥	أوروبا تبحث عن رد فعل متناسق على صعيد السياسات
٨٤	كومنولث الدول المستقلة تتعرض لضربة ثلاثية
٨٦	الاقتصادات المتقدمة الأخرى تتعامل مع صدمات معدلات التبادل التجاري المعاكسة
٨٧	أمريكا اللاتينية والكاريبية تواجه ضغوطاً متزايدة
٩١	اقتصادات الشرق الأوسط تتحصن من الصدمات العالمية
٩٣	المكاسب الاقتصادية التي تحققت في إفريقيا بجهد جهيد باتت مهددة
٩٥	المراجع
٩٧	<b>الفصل ٣ - التحول من الركود إلى التعافي: بأي سرعة وبأي قوة؟</b>
٩٨	الدورات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة
١٠٦	هل يؤثر سبب الهبوط الاقتصادي في شكل الدورة الاقتصادية؟
١١٣	هل تستطيع السياسات أن تسهم بدور فعال مضاد للاتجاهات الدورية؟
١٢٣	الدروس المستخلصة لدورة الركود الراهنة واحتمالات التعافي
١٢٦	الملحق ٣-١: مصادر البيانات والمنهجيات
١٣٠	المراجع

## الفصل ٤- كيف تؤدي الروابط إلى إنكفاء الحريق: انتقال الضغط المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الصاعدة

١٣٣	
١٣٦	قياس الضغط المالي
١٤١	الروابط بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة
١٤٧	انتقال الضغط المالي: التحليل الكلي
١٥٥	الدروس المستخلصة من الأزمات المصرفية السابقة في الاقتصادات المتقدمة
١٥٧	الانعكاسات على الأزمة الراهنة
١٥٩	ما هي السياسات التي يمكنها المساعدة في ذلك؟
١٦٠	الملحق ٤-١: مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة
١٦٢	الملحق ٤-٢: الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة: تحليل الاقتصاد القياسي
١٦٦	المراجع

## ملحق: مناقشات المجلس التنفيذي حول آفاق الاقتصاد العالمي، إبريل ٢٠٠٩

### الملحق الإحصائي

١٧٥	الافتراضات
١٨٠	ما الجديد
١٨٠	البيانات والأعراف المتبعة
١٨٢	تصنيف البلدان
١٨٤	الخصائص العامة للمجموعات ومكوناتها وفقا للتصنيف المتبع في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي
	قائمة الجداول
١٨٩	النتائج (الجدول ألف ١-٤)
١٩٧	التضخم (الجدول ألف ٥-٧)
٢٠٣	السياسات المالية (الجدول ألف ٨)
٢٠٤	التجارة الخارجية (الجدول ألف ٩)
٢٠٦	معاملات الحساب الجاري (الجدول ألف ١٠-١٢)
٢١٢	ميزان المدفوعات والتمويل الخارجي (الجدول ألف ١٣-١٥)
	تدفق الأموال (الجدول ألف ١٦) ٢١٦
٢٢٠	السيناريو الأساسي متوسط الأجل (الجدول ألف ١٧)

## آفاق الاقتصاد العالمي، موضوعات مختارة

### الإطارات

١١	١-١: الدورات الاقتصادية العالمية
٢٠	٢-١ ما هي درجة انكشاف الشركات غير المالية أمام المخاطر؟
٢٤	٣-١ تقييم مخاطر الانكماش في اقتصادات مجموعة الثلاثة
٣٤	٤-١ الاختلالات العالمية والأزمة المالية
٤٧	٥-١ هل سترتفع أسعار السلع الأولية من جديد عند تعافي الاقتصاد العالمي؟
٦٦	١-٢ حالة تبديد ثروات الأسر
٧٩	٢-٢ مكانم الخطر في الاقتصادات الصاعدة
٩٩	٣-١ ما أوجه الشبه بين الأزمة الحالية والكساد الكبير؟
١١٥	٢-٣ هل يمثل الائتمان عنصرا حيويا في تحقيق التعافي؟ أدلة من البيانات على مستوى النشاط
١٥٨	٤-١ أثر ملكية البنوك الأجنبية خلال الأزمات النابعة من الداخل
١٧٦	الإطار ١: افتراضات السياسة الاقتصادية التي تستند إليها التوقعات الخاصة باقتصادات متقدمة مختارة

## الجدول

١٠	١-١ استعراض عام لتوقعات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي
٤٦	٢-١ مقارنة تقلبات أسعار السلع الأولية
٥٣	٣-١ الطلب العالمي من النفط وإنتاجه حسب المنطقة
٥٩	٤-١ التدفقات الأساسية للتجارة العالمية في البضائع العامة
٥٩	٥-١ العوامل المفسرة للهبوط الإضافي في نمو الناتج في الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠
٦٥	١-٢ الاقتصادات المتقدمة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين والبطالة
	٢-٢ اقتصادات أسبوية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين
٧٣	ورصيد الحساب الجاري
٧٤	٣-٢ الاقتصادات المتقدمة: مراكز الحساب الجاري
	٤-٢ اقتصادات مختارة في أوروبا الصاعدة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين
٧٨	ورصيد الحساب الجاري
	٥-٢ كومونولث الدول المستقلة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين
٨٦	ورصيد الحساب الجاري
	٦-٢ اقتصادات مختارة في نصف الكرة الغربي: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار
٩٠	المستهلكين وريصد الحساب الجاري
	٧-٢ اقتصادات مختارة في منطقة الشرق الأوسط: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار
٩٢	المستهلكين وريصد الحساب الجاري
	٨-٢ اقتصادات إفريقية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين
٩٤	ورصيد الحساب الجاري
١٠٥	١-٣ الدورات الاقتصادية في البلدان الصناعية: إحصاءات موجزة
١٠٧	٢-٣ الأزمات المالية وفترات الركود المصاحبة
١٢٣	٣-٣ أثر السياسات في احتمالية الخروج من الركود
١٢٤	٤-٣ أثر السياسات في قوة التعافي
١٢٨	٥-٣ النتائج من تصنيف فترات الركود
١٢٩	٦-٣ الأزمات المالية وإلغاء القيود في سوق الرهن العقاري
١٣٠	٧-٣ أثر السياسات في قوة التعافي باستخدام مقياس بديل لسياسة المالية العامة
١٣٨	١-٤ نوبات انتشار الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة
١٥٢	٢-٤ دور الروابط كمحددات للحركة المشتركة
١٥٣	٣-٤ الضغوط في الاقتصادات الصاعدة: الآثار القطرية
١٦٣	٤-٤ الضغوط في الاقتصادات الصاعدة: محددات الاتجاه الزمني العام المشترك
١٦٦	٥-٤ الضغوط في الاقتصادات الصاعدة: الآثار القطرية والتفاعلات مع الضغوط في الاقتصادات المتقدمة

## الأشكال البيانية

١	١-١ المؤشرات العالمية
٢	٢-١ المستجديات في أسواق الائتمان الناضجة
٣	٣-١ أوضاع الأسواق الصاعدة
٤	٤-١ المؤشرات الجارية والرائدة
٥	٥-١ التضخم العالمي
٦	٦-١ التطورات الخارجية
٧	٧-١ مقياس السياسة النقدية والسيولة في اقتصادات متقدمة مختارة
١٥	٨-١ الآفاق المستقبلية العالمية
١٦	٩-١ النمو الممكن وفجوة الناتج
١٧	١٠-١ المخاطر على نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي
١٨	١١-١ المستجديات في أسواق المساكن
٢٧	١٢-١ سيناريو الجانب السلبي

٢٩	١٣-١ صافي التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة والنامية
٣٠	١٤-١ موازين المالية العامة للحكومة العامة والدين العام
٣١	١٥-١ الادخار والاستثمار والحسابات الجارية على المستوى العالمي
٣٣	١٦-١ السيناريوهات البديلة متوسطة الأجل
٤٥	١٧-١ أسعار السلع الأولية والنفط
٥٢	١٨-١ المستجندات في أسواق النفط العالمية
٥٤	١٩-١ المستجندات في أسواق المعادن والطاقة
٥٥	٢٠-١ آخر المستجندات في أسواق محاصيل الغذاء الرئيسية
٥٨	٢١-١ تشتت التنبؤات الخاصة بإجمالي الناتج المحلي وعوامل مخاطر مختارة
٦٠	٢٢-١ ميزان المخاطر المرتبطة بعوامل مخاطر مختارة
٦٤	١-٢ الولايات المتحدة الأمريكية مركز الأزمة
٧٢	٢-٢ آسيا المتقدمة والصاعدة تعاني ضرباً من انهيار التجارة العالمية
٧٦	٣-٢ أوروبا تعمل على مواجهة الأزمة برد موحد
٧٧	٤-٢ أوروبا تشهد تراجع احتمالات النمو في المدى المتوسط
٨٥	٥-٢ اقتصادات كومنولث الدول المستقلة تقاوم آثار التدفقات الرأسمالية الخارجة
٨٨	٦-٢ كندا وأستراليا ونيوزيلندا تتعامل مع صدمات معدل التبادل التجاري
٨٩	٧-٢ أمريكا اللاتينية تعاني من تزايد الضغوط عليها
٩١	٨-٢ الشرق الأوسط يتكيف مع انخفاض أسعار النفط
٩٣	٩-٢ إفريقيا تواجه مخاطر ضياع المكاسب التي حققتها بجهد جهيد
١٠٤	١-٣ فترات الذروة والقاع في الدورة الاقتصادية
١٠٤	٢-٣ الدورات الاقتصادية اتجهت نحو الاعتدال بمرور الزمن
١٠٧	٣-٣ التطور الزمني لفترات الركود حسب الصدمة
١٠٨	٤-٣ متوسط إحصاءات فترات الركود والانتعاش
١٠٩	٥-٣ التوسعات في الفترة السابقة لفترات الركود المرتبطة بأزمات مالية وصددمات أخرى
١١٠	٦-٣ نسبة أسعار المساكن إلى الإيجارات في فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية وصددمات أخرى
	٧-٣ معدل الادخار وصادفي القروض في قطاع الأسر قبل فترات الذروة في الدورات الاقتصادية وبعدها
١١١	
١١٢	٨-٣ فترات الركود والانتعاش المرتبطة بأزمات مالية وصددمات أخرى
١١٣	٩-٣ فترات الركود شديدة التزامن
١١٤	١٠-٣ هل تختلف فترات الركود شديدة التزامن؟
١١٩	١١-٣ متوسط تحرك السياسات لمواجهة التقلبات أثناء الركود
١٢٠	١٢-٣ أثر السياسات أثناء موجات الأزمة المالية
١٢١	١٣-٣ أثر متغيرات السياسات على قوة الانتعاش
	١٤-٣ العلاقة بين أثر سياسة المالية العامة على قوة الانتعاش ونسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي
١٢٢	
١٢٥	١٥-٣ المؤشرات الاقتصادية حول مستويات الذروة في فترات الركود الحالية والسابقة
١٣٤	١-٤ مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة
١٣٥	٢-٤ التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة
١٣٦	٣-٤ التوقعات المفاجئة والأنشطة
١٣٧	٤-٤ الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة
١٤١	٥-٤ مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة
١٤٢	٦-٤ الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة
١٤٣	٧-٤ انتقال الضغط: وصف تخطيطي للآثار
١٤٤	٨-٤ الاندماج المالي للاقتصادات الصاعدة والنامية
١٤٦	٩-٤ انكشافات الاقتصادات الصاعدة المالية أمام الاقتصادات المتقدمة
١٤٧	١٠-٤ الروابط المالية بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة

## المحتويات

١٤٨	١١-٤ مؤشرات مواطن الضعف حسب المنطقة، ١٩٩٠-٢٠٠٧
١٥٠	١٢-٤ الحركة المشتركة للضغط المالي بين الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة
١٥٤	١٣-٤ تفسير الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة
١٥٦	١٤-٤ تأثير أزمة الديون في أمريكا اللاتينية على الالتزامات المصرفية
١٥٧	١٥-٤ تأثير الأزمة المصرفية اليابانية على الإقراض المصرفي
١٥٩	١٦-٤ الانكشاف لالتزامات الإقراض المصرفي والعجز التوأم في الاقتصادات الصاعدة، ٢٠٠٢-٢٠٠٦
١٦٢	١٧-٤ ضغوط الاقتصادات الصاعدة: المكون الزمني المشترك والضغط في الاقتصادات المتقدمة



## الافتراضات والأعراف المتبعة

تم اعتماد عدد من الافتراضات لكي تستند إليها التوقعات الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. فقد تم افتراض أن تظل أسعار الصرف الفعلية الحقيقية ثابتة عند مستوياتها المتوسطة خلال الفترة من ٢٥ فبراير - ٢٥ مارس ٢٠٠٩، باستثناء العملات المشاركة في آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية (ERM II)، والتي يفترض أن تظل ثابتة بالقيمة الاسمية لليورو؛ وأن السلطات الوطنية ستواصل تطبيق سياساتها القائمة (راجع الإطار ألف ١ للاطلاع على الافتراضات المحددة بشأن سياسات المالية العامة والسياسات النقدية لاقتصادات مختارة)؛ وأن متوسط سعر النفط سيكون ٥٢ دولارا أمريكيا للبرميل في عام ٢٠٠٩ و ٦٢,٥٠ دولارا أمريكيا للبرميل في عام ٢٠١٠، وسيظل ثابتا بالقيمة الحقيقية على المدى المتوسط؛ وأن متوسط سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (LIBOR) لستة أشهر على الودائع بالدولار الأمريكي سيبلغ ١,٥٪ في عام ٢٠٠٩ و ١,٤٪ في عام ٢٠١٠؛ وأن متوسط سعر الفائدة السائد بين البنوك لثلاثة أشهر على الودائع باليورو سوف يبلغ ١,٦٪ في عام ٢٠٠٩ و ٢٪ في عام ٢٠١٠؛ وأن متوسط سعر الفائدة على شهادات الإيداع اليابانية لمدة ستة أشهر سوف يبلغ ١٪ في عام ٢٠٠٩ و ٠,٥٪ في عام ٢٠١٠. وهذه بالطبع هي افتراضات لأغراض التحليل وليست تنبؤات، كما أن أوجه الغموض المحيطة بها تزيد من هامش الخطأ في التوقعات. وتستند هذه التقديرات والتوقعات إلى المعلومات الإحصائية المتاحة حتى منتصف إبريل ٢٠٠٩.

وفيما يلي الأعراف المستخدمة في كل أجزاء تقرير آفاق الاقتصاد العالمي:

... للإشارة إلى عدم توافق البيانات أو عدم انطباقها:

- فيما بين السنوات أو الشهور (٢٠٠٦-٢٠٠٧ أو يناير- يونيو على سبيل المثال) للإشارة إلى السنوات أو الشهور المشمولة، بما فيها سنوات أو شهور البداية والنهاية:

/ بين السنوات أو الشهور (٢٠٠٦/٢٠٠٧ على سبيل المثال) للإشارة إلى سنة الميزانية أو السنة المالية:  
"مليار" تعني ألف مليون، بينما "تريليون" تعني ألف مليار؛

"نقاط الأساس" تشير إلى ٠,٠١ نقطة مئوية (فمثلا، ٢٥ نقطة أساس تعادل ربع نقطة مئوية)؛

تشير المساحات المظلمة في الأشكال البيانية والجداول إلى توقعات خبراء صندوق النقد الدولي؛

إذا لم يذكر المصدر على الجداول والأشكال البيانية، تكون البيانات مستقاة من قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي.

عندما لا تذكر البلدان حسب الترتيب الأبجدي، يكون الترتيب على أساس الحجم الاقتصادي للبلد.

ترجع الفروق الطفيفة بين مفردات الأرقام والمجاميع الكلية إلى عملية التقريب.

لا يشير مصطلح «بلد»، حسب استخدامه في هذا التقرير، في جميع الحالات إلى كيان إقليمي يشكل دولة حسب مفهوم القانون والعرف الدوليين. وإنما يشمل هذا المصطلح أيضا، حسب استخدامه في هذا التقرير، بعض الكيانات الإقليمية التي لا تشكل دولا ولكن توجد بيانات إحصائية متوفرة عنها ويحتفظ بها على أساس منفصل ومستقل.

## مزيد من المعلومات والبيانات

يمكن الاطلاع على النص الكامل لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي في موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت، وعنوانه [www.imf.org](http://www.imf.org). وتصاحب هذا التقرير على الموقع الإلكتروني مجموعة بيانات مستمدة من قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي، وهي أكبر من المجموعة الواردة في التقرير نفسه وتتألف من ملفات تضم سلاسل البيانات التي يتكرر طلب القراءة عليها. ويمكن تحميل هذه الملفات إلكترونياً لاستخدامها في مجموعة متنوعة من برامج الكمبيوتر. ويرجى إرسال أي استفسارات حول محتوى تقرير آفاق الاقتصاد العالمي وقاعدة بياناته بالبريد العادي أو البريد الإلكتروني أو الفاكس (لا تقبل الاستفسارات الهاتفية) إلى العنوان التالي:

World Economic Studies Division  
Research Department  
International Monetary Fund  
700 19th Street, N.W.  
Washington, D.C. 20431, U.S.A.

إنترنت: [www.imf.org/weoforum](http://www.imf.org/weoforum) فاكس: (202)623-6343

تعتبر التحليلات والتوقعات الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي جزءاً لا يتجزأ من رقابة صندوق النقد الدولي على التطورات والسياسات الاقتصادية في بلدانه الأعضاء، وكذلك التطورات في الأسواق المالية الدولية والنظام الاقتصادي العالمي. ويأتي استقصاء الآفاق المستقبلية والسياسات المتوقعة نتاجاً لعملية مراجعة شاملة لتطورات الاقتصاد العالمي تجريها إدارات صندوق النقد الدولي، وتستند بالدرجة الأولى إلى المعلومات التي يقوم بجمعها خبراءه من خلال مشاوراتهم مع البلدان الأعضاء. وتتولى إجراء هذه المشاورات إدارات المناطق الجغرافية في الصندوق على وجه الخصوص، بالاشتراك مع إدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة، وإدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، وإدارة شؤون المالية العامة. وقد تم تنسيق التحليل الوارد في هذا التقرير في إدارة البحوث وفق التوجيهات العامة للسيد أوليفيه بلانشار، المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث. وتولى إدارة المشروع السيد تشارلز كولينز، نائب مدير إدارة البحوث، ويورغ دكريسن، رئيس قسم في إدارة البحوث.

أما المساهمون الأساسيون في هذا التقرير فهم رافي بالاكريشنان، وجارومير بينيس، وبتيا كويفا بروكس، وكيفين تشينغ، وستيفان داننغر، وسليم إلكداغ، وتوماس هلبلنغ، وبراكاش كانان، ودوغلاس لاكستون، وألأسدير سكوت، وناتاليا تاميريزا، وماركو تيرونيس، وإيرينا تيتل. وساعد في الجانب البحثي كل من توه كوان، وغافين أسدوريان، وستيفاني دينيس، ومراد أومويف، وخير رودريغز، وإيرغومنت تولون، وجيسي يانغ. وقد تولى إدارة قاعدة البيانات ونظم الكمبيوتر كل من سوراب غوبتا، وماهنوز هيماتي، ولورين ميستر، وإيمري أوكس. أما معالجة الكلمات فقامت بها كل من جميل كولون، وتيتا غونيو، وشانتي كارونارتنا، وباتريشيا ميدينا، وشيلا توميلوسو إيغاسنزا. وقام بتقديم الدعم البياني هوليو بريغو. وتمت الاستعانة بمستشارين خارجيين هم كيفن كلينتون، وديل جراي، وماريان جونسون، وأندريه كامنيك، وأيهان كوسيه، وبراكاش لونغان، وديفيد لو، وديرك موير، ومنزي شين، ودون هاردينج. وقامت بتحرير النص وتنسيق إنتاج المطبوعة ليندا غريفين كين من إدارة العلاقات الخارجية.

وقد أفاد هذا التحليل من تعليقات ومقترحات الخبراء في إدارات الصندوق الأخرى، وتعليقات ومقترحات المديرين التنفيذيين بعد مناقشتهم للتقرير في ١٣ إبريل ٢٠٠٩. غير أن التوقعات الواردة في التقرير والاعتبارات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية هي من إعداد خبراء الصندوق وينبغي ألا تنسب إلى المديرين التنفيذيين أو إلى سلطاتهم الوطنية.

# تقديم لتقريبي الاستقرار المالي العالمي وآفاق الاقتصاد العالمي

## الآفاق المتوقعة

حتى مع اتخاذ خطوات حازمة لاستعادة صحة القطاع المالي ومواصلة استخدام روافع السياسة الاقتصادية الكلية لدعم الطلب الكلي، يتوقع أن ينكمش النشاط الاقتصادي العالمي إلى ١,٣٪ في عام ٢٠٠٩. ويمثل هذا أعمق ركود يمر به الاقتصاد العالمي منذ نهاية الحرب العالمية الثانية بفارق كبير عن آخر حالات الركود السابقة. وإضافة إلى ذلك، أصبح هبوط النشاط الاقتصادي عالمي النطاق بحق. فمن المتوقع هبوط نصيب الفرد من الناتج في البلدان التي تمثل ثلاثة أرباع الاقتصاد العالمي. كذلك تشير التوقعات إلى أن النمو يُنتظر أن يعاود الارتفاع في عام ٢٠١٠ بمعدل ١,٩٪، وهو معدل بطيء مقارنة بحالات التعافي السابقة.

وتقوم هذه التوقعات على تقدير يفيد بأن تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية سوف يستغرق وقتاً أطول مما كان متصوراً، حتى مع الجهود الكبيرة التي يبذلها صانعو السياسات. ومن ثم فإن التوقعات تشير إلى عدم تحسن الأوضاع المالية في الأسواق الناضجة إلا بوتيرة بطيئة، حيث تتراجع مخاوف الإعسار مع زيادة الوضوح بشأن خسائر الأصول الرديئة وضخ رؤوس الأموال العامة، وكذلك انخفاض مخاطر الطرف المقابل وتقلب الأسواق. واستناداً إلى عدد من الافتراضات، تشير التقديرات الواردة في عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أن تخفيضات قيم الأصول الائتمانية المنشأة في الولايات المتحدة بالنسبة لكل حائزها منذ بداية الأزمة سوف يصل مجموعها إلى ٢,٧ تريليون دولار أمريكي، مقارنة بتقدير يبلغ ٢,٢ تريليون دولار أمريكي في عدد يناير ٢٠٠٩ من التقرير التحديثي حول مستجدات تقرير الاستقرار المالي العالمي. ويمكن أن يبلغ مجموع تخفيضات قيم الأصول على مدار العامين القادمين، بما في ذلك الأصول المنشأة في اقتصادات أسواق ناضجة أخرى، ٤ تريليون دولار أمريكي قد تتحمل البنوك حوالي ثلثها. ومن ثم يتوقع يتراجع الائتمان الكلي إلى القطاع الخاص في الاقتصادات المتقدمة خلال عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠. وبالنظر إلى حدة الضغط الذي تخضع له الأسواق الناضجة وتركز هذا الضغط في القطاع المصرفي، فسوف تظل تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصادات الصاعدة بالغة الانخفاض.

وتفترض التوقعات أيضاً استمرار دعم السياسات الاقتصادية الكلية. فمن المتوقع تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية إلى مستوى الصفر أو الإبقاء عليها في حدود قريبة منه في الاقتصادات المتقدمة الكبرى بينما تواصل البنوك المركزية استكشاف سبل غير تقليدية لتخفيف القيود الائتمانية وتوفير السيولة. وتشير التوقعات إلى اتساع عجز المالية العامة اتساعاً حاداً في كل من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة، على افتراض السماح لأدوات الضبط التلقائي بأن تعمل وتنفيذ الحكومات في بلدان مجموعة العشرين خططا مالية حافزة تصل قيمتها إلى ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ و ١,٥٪ منه في عام ٢٠١٠<sup>١</sup>. ويحيط بالآفاق المتوقعة حالياً قدراً استثنائياً من عدم اليقين، مع استمرار ميل ميزان المخاطر نحو تردي الأوضاع عن المستوى المتوقع. ومن بواعث القلق الأساسية في هذا الخصوص احتمال أن تكون السياسة غير كافية لكسر دائرة التأثيرات السلبية المترتبة فيما بين الأوضاع المالية المتدهورة والاقتصادات المتزايدة الضعف، نظراً للمساندة الجماهيرية المحدودة لإجراءات السياسة المتخذة.

## تحديات السياسة

تمثل الآفاق الاقتصادية الصعبة وغير المؤكدة داعياً وجيهاً لمواصلة الإجراءات القوية على صعيدي السياسة الاقتصادية الكلية والسياسة المالية لتهيئة الظروف المواتية لعودة النمو المستمر. وبينما يجب أن تركز السياسات على المستوى القومي، تلاحظ الحاجة إلى مزيد من التعاون الدولي تجنباً لتفاقم التوترات عبر الحدود. وتأسيساً على الزخم الإيجابي الذي حققته قمة مجموعة العشرين التي عقدت في شهر إبريل في لندن، يكتسب التنسيق والتعاون أهمية خاصة بالنسبة للسياسات المالية من أجل تجنب انتقال الآثار السلبية المترتبة على الإجراءات القومية إلى المستوى الدولي. وفي

<sup>١</sup> تتألف مجموعة العشرين من ١٩ بلداً (هي الأرجنتين والنمسا والبرازيل وكندا والصين وفرنسا وألمانيا والهند وإندونيسيا وإيطاليا واليابان والمكسيك وروسيا والمملكة العربية السعودية وجنوب إفريقيا وكوريا الجنوبية وتركيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية) إضافة إلى الاتحاد الأوروبي.

وإضافة إلى ذلك، ينبغي بذل جهود موسعة لمعالجة التوترات المالية في القطاع المصرفي وقطاع الشركات في الاقتصادات الصاعدة، وربما استدعى الأمر دعماً حكومياً مباشراً لاقتراض الشركات. وقد توسعت بعض البلدان في تقديم ضمانات القروض المصرفية لتشمل الشركات أيضاً، كما قدمت دعماً لتمويل التجارة. وإضافة إلى ذلك، ينبغي وضع خطط للطوارئ استعداداً لاحتمال إجراء إعادة هيكلة واسعة النطاق إذا ما ازداد تدهور الموقف.

### دعم الطلب الكلي

ينبغي استخدام الحيز المتاح لتخفيف السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة استخداماً قوياً في دعم الطلب ومكافحة مخاطر الانكماش. ونظراً لأن كل فرص الاعتماد على تخفيض أسعار الفائدة قد استنفدت تقريباً في الوقت الراهن، فسوف يتعين على البنوك المركزية مواصلة استكشاف تدابير أقل التزاماً بالطابع التقليدي يستعان فيها بحجم الميزانية العمومية ومكوناتها في البنوك المركزية بغية تعزيز أنشطة الوساطة الائتمانية.

كذلك ينبغي للاقتصادات الصاعدة تيسير الأوضاع النقدية تمشياً مع تدهور الأفاق المتوقعة. غير أن مهمة البنوك المركزية في كثير من هذه الاقتصادات تزداد تشابكاً بسبب الحاجة إلى الحفاظ على الاستقرار الخارجي في مواجهة تدفقات التمويل بالغة الهشاشة ووجود أوجه عدم اتساق في الميزانيات العمومية نتيجة للاقتراض بالعملة الأجنبية. ومن ثم فبالرغم من أن البنوك المركزية في معظم هذه الاقتصادات قد خفضت أسعار الفائدة لمواجهة الهبوط الاقتصادي العالمي، فقد ظلت تتوخى الحذر الواجب في تخفيض هذه الأسعار حفاظاً منها على الحوافز المشجعة لتدفقات رؤوس الأموال الداخلة ولتجنب تحركات أسعار الصرف غير المنظمة.

ونظراً لمدى الهبوط الاقتصادي الراهن وحدود فعالية السياسة النقدية، يجب أن تقوم سياسة المالية العامة بدور حاسم في توفير دفعة تنشيطية قصيرة الأجل للاقتصاد العالمي. وقد تحركت الحكومات لتقديم دفعة تنشيطية كبيرة في عام ٢٠٠٩، ولكن ما أصبح واضحاً هو أن هذه الجهود ينبغي أن تستمر على أقل تقدير، إن لم تتكثف، في عام ٢٠١٠، وأن على البلدان التي يتوافر لها الحيز المالي الكافي أن تظل على استعداد لتوفير تدابير تنشيطية جديدة دعماً لتعافي الاقتصاد. غير أن مساحة تقديم الدعم من المالية العامة سوف تكون محدودة إذا

نفس الوقت، يمكن أن يساعد الدعم الدولي، بما في ذلك الموارد الإضافية الجاري توفيرها لصندوق النقد الدولي، في وقاية البلدان من تأثير الأزمة المالية على نشاطها الاقتصادي الحقيقي والحد من التداعيات على مستوى الفقر، لا سيما في الاقتصادات النامية.

### إصلاح القطاعات المالية

تمثل استعادة صحة القطاعات المالية أهم أولويات السياسة الاقتصادية لضمان التعافي الاقتصادي الدائم. وهناك ثلاث أولويات حددتها أعداد سابقة من تقرير الاستقرار المالي العالمي ولا تزال ملائمة في هذه الظروف: (١) ضمان إتاحة السيولة للمؤسسات المالية؛ (٢) تحديد الأصول المتعثرة والتعامل معها؛ (٣) إعادة رسملة المؤسسات الضعيفة التي تمتلك مقومات البقاء وتسوية أوضاع المؤسسات التي منيت بالفشل.

وينبغي أن يكون الإثبات الموثوق لخسائر الأصول متراجعة القيمة هو الركيزة الأساسية لأي تسوية دائمة. ولتحقيق ذلك، ينبغي أن تنشئ الحكومات منهجيات أساسية مشتركة لوضع تقييمات استشرافية واقعية للأدوات الائتمانية المورقة. وهناك عدة مناهج يمكن أن تصلح في التعامل مع الأصول الرديئة لدى البنوك، شريطة دعمها بتمويل كاف وتوخي الشفافية في تنفيذها.

ويجب أن تركز أساليب إعادة الرسملة على تقييم دقيق لقدرة المؤسسات على الاستمرار، مع مراعاة تخفيضات قيم الأصول حتى الآن وإجراء تقدير واقعي لاحتمالات التخفيض مجدداً في وقت لاحق. ويجب أن تتأكد الأجهزة الرقابية في سياق تقديرها لاحتياجات إعادة التمويل في كل بنك على حدة من مدى جودة رأس المال في البنوك وقوة تمويلها، وكفاءة خطط عملها ونظمها المعتمدة في إدارة المخاطر، وملاءمة سياسات الرواتب والمزايا المطبقة فيها، وقوة جهازها الإداري. وينبغي المبادرة على الفور بإعادة هيكلة المؤسسات المالية القادرة على الاستمرار التي ينقصها رأس المال، ربما عن طريق فترة مؤقتة من الملكية العامة إلى حين التوصل لحل من خلال القطاع الخاص. أما المؤسسات غير القادرة على الاستمرار فينبغي التدخل العاجل فيها، وهو ما قد يستتبع اللجوء إلى الإغلاق أو الدمج على أساس منظم. وعلى وجه العموم، ينبغي أن يكون الدعم الحكومي للقطاع المالي أمراً مؤقتاً وأن يتم سحبه في أقرب فرصة ممكنة. ومن المنتظر أن يكون حجم التمويل العام اللازم كبيراً، ولكن المتطلبات يرجح أن تزداد كلما طالت مدة تنفيذ الحل المقرر.

اتفاق مجموعة العشرين على زيادة الموارد المتاحة للصندوق إلى تيسير مزيد من الدعم في هذا السياق. كذلك فإن "خط الائتمان المرن" الجديد الذي أنشأه الصندوق سوف يساعد على تخفيف مخاطر التوقف المفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، كما سيؤدي، مع إصلاح إطار الشريطة المرتبطة ببرامج الصندوق، إلى توزيع هذه الموارد الإضافية بسرعة وفعالية متى اقتضت الحاجة. وبالنسبة للاقتصادات الأكثر فقرا، يمثل الحصول على دعم إضافي من المانحين أمرا حيويا لحماية المكاسب المهمة التي تمكنت من تحقيقها في مكافحة الفقر والحفاظ على الاستقرار المالي.

### تحديات السياسة على المدى المتوسط

ترجع جذور الفشل السوقي الذي ولّدته الأزمة الراهنة إلى التفاؤل الناشئ عن فترة طويلة سادها ارتفاع معدلات النمو وتراجع أسعار الفائدة وانخفاض حدة التقلب إلى جانب إخفاقات السياسة. وتمثل هذه الإخفاقات منبعا لتحديات مهمة تواجه صانعي السياسات على المدى المتوسط. فبالنسبة للسياسات المالية، تتمثل المهمة الحالية في توسيع حدود العمل التنظيمي وجعله مرنا بما يكفل تغطية كافة المؤسسات ذات الأهمية النظامية. وإضافة إلى ذلك، ينبغي إقامة منهج تنظيمي يركز على السلامة الاحترازية الكلية في التعامل مع القواعد التنظيمية والسياسة النقدية. ومن الأهمية بمكان توثيق روابط التنسيق والتعاون الدولي على مستوى السياسات، بما في ذلك الاستناد إلى نظم محسنة للإنذار المبكر وإبلاغ أكثر انفتاحا بالمخاطر القائمة. وينبغي تجنب اللجوء إلى الحمائية التجارية والمالية، كما أن سرعة استكمال جولة مفاوضات الدوحة التجارية متعددة الأطراف سوف ينعش آفاق النمو على مستوى العالم.

هوزيه فينيالز  
المستشار المالي

ما تأكلت المصدقية. وتتطلب المصدقية في الاقتصادات المتقدمة معالجة التحديات التي تنطوي عليها شيخوخة السكان. فتكاليف الأزمة المالية الحالية — وإن كانت ضخمة — تتضاءل أمام التكاليف المتزايدة الوشيكّة التي يتطلبها الإنفاق على الضمان الاجتماعي والرعاية الصحية للمسنين. ومن المرغوب أيضا استهداف تدابير تعود بمنافع طويلة الأجل من حيث إمكانات الإنتاجية في الاقتصاد المعني، مثل الإنفاق على البنية التحتية. ومن المهم حتى تتحقق للاقتصاد العالمي أقصى المنافع الممكنة من الدفعة التنشيطية المالية وأن تكون هذه الدفعة جهدا مشتركا بين البلدان التي يتوافر لها الحيز المالي الكافي.

وبالنظر إلى الفترة القادمة، سوف يكون أحد التحديات الكبرى هو ضبط الوتيرة التي يتم بها سحب الدفعة التنشيطية النقدية والمالية الهائلة الجاري تنفيذها. ذلك أن التسرع في هذا الخصوص يمكن أن يقطع الطريق على ما يرجح أن يكون تعافيا هشا، وإن كان فرط التمهّل أيضا يمكن أن يصيب الاقتصاد بفترة في النشاط ويسفر عن فقااعات جديدة في أسعار الأصول. أما أهم الأولويات في هذه الآونة فهي تجنب تقليص الدفعة التنشيطية على نحو سابق لأوانه مع العمل على وضع وتوضيح استراتيجيات متماسكة للخروج من هذه التدابير المؤقتة.

### تخفيف قيود التمويل الخارجي

يشهد النمو الاقتصادي في كثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية هبوطا حادا ويمثل التمويل الخارجي الكافي من المصادر الرسمية عاملا ضروريا لحماية العملية التصحيحية الجارية وتجنب الأزمات الخارجية. ويقدم صندوق النقد الدولي بالتنسيق مع جهات أخرى تمويلا خارجيا لعدد من هذه الاقتصادات. وسوف يؤدي

أوليفيه بلانشار  
المستشار الاقتصادي

لحقت أيضا بكثير من البلدان المصدرة للسلع الأولية في أمريكا اللاتينية وإفريقيا. وفي نفس الوقت، أدى التباطؤ الاقتصادي إلى احتواء زيادات الأجور وتقليص هوامش الربح. ونتيجة لذلك، انخفض التضخم الكلي لاثني عشر شهرا إلى أقل من ١٪ في فبراير ٢٠٠٩، بالرغم من استمرار التضخم الأساسي في نطاق يتراوح بين ١,٥ و ٢٪، مع استثناء بارز هو اليابان. وسجل التضخم انخفاضا ملحوظا أيضا في الاقتصادات الصاعدة، ولكن تراجع أسعار الصرف أضعف الزخم الداعم لهذا الانخفاض في بعض الحالات.

وأدت ردود أفعال السياسات المتنوعة وغير التقليدية في أغلب الأحوال إلى تحقيق تقدم محدود في التوصل إلى استقرار الأسواق المالية واحتواء هبوط الناتج، مما أسفر عن الفشل في إيقاف الأثر المرتد المدمر بين زيادة ضعف النشاط وتكثف التوترات المالية. ومن المبادرات المتخذة لوضع حد لهذا النزيف المستمر ضخ رؤوس أموال عامة في الاقتصاد وإتاحة سلسلة من التسهيلات لتوفير السيولة وتيسير السياسة النقدية وتنفيذ مجموعة من التدابير المالية المنشطة. ورغم بعض الدلائل المشجعة التي تنم عن تحسن المزاج السائد في الأسواق المالية منذ اجتماع مجموعة العشرين في أوائل إبريل، فإن مستوى الثقة لا يزال منخفضا في هذه الأسواق، مما يضعف احتمالات تعافي الاقتصاد.

وتشير تقديرات عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أن تخفيضات قيم الأصول المنشأة في الولايات المتحدة لدى المؤسسات المالية سوف تصل إلى ٢,٧ تريليون دولار أمريكي للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٠، صعودا من ٢,٢ تريليون دولار في يناير ٢٠٠٩، وهو ما يعزى في معظمه إلى تراجع آفاق النمو الاقتصادي. ويبلغ مجموع التخفيضات في قيم الأصول على الانكشافات العالمية حوالي ٤ تريليون دولار أمريكي تتحمل البنوك ثلثها ويتحمل الباقي كل من شركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق التحوط وغيرها من الوسطاء الماليين. وتعمل بنوك العالم على تقييد ائتمانهات المتاح (وسوف تستمر في تقييده) مع استمرار الدور الهامشي الذي تؤديه رؤوس الأموال الخاصة بسبب أعباء الأصول الرديئة المفرطة وعدم اليقين بشأن المؤسسات التي ستظل محتفظة

بتمر الاقتصاد العالمي بركود حاد أفرزته أزمة مالية طاحنة وفقدان للثقة بلغ مستويات شديدة الارتفاع. وبينما يتوقع أن ينخفض معدل الانكماش اعتبارا من الربع الثاني من العام، فمن المتوقع أيضا أن يهبط الناتج العالمي بنسبة ١,٣٪ في عام ٢٠٠٩ ككل وألا يتعافى إلا بالتدريج في عام ٢٠١٠ حين يسجل نموا بمعدل ١,٩٪. وسوف يعتمد تحقيق هذا التحسن على تكثيف الجهود لمعالجة مشكلات القطاع المالي، مع الاستمرار في دعم الطلب من خلال تيسير السياسة النقدية وسياسة المالية العامة.

### آخر التطورات الاقتصادية والمالية

خضعت اقتصادات العالم للآثار الجسيمة الناجمة عن الأزمة المالية وهبوط النشاط الاقتصادي. فقد سجلت الاقتصادات المتقدمة تراجعا بنسبة ٧,٥٪ في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠٨، ومن المقدر أن يكون هبوط الناتج قد استمر بنفس السرعة خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٩. وربما يكون الاقتصاد الأمريكي هو الأكثر تضررا من التوترات المالية المكثفة واستمرار الهبوط في قطاع المساكن، لكن أوروبا الغربية وبلدان آسيا المتقدمة حصلت على نصيب من الضربات القاسية التي سدها لها انهيار التجارة العالمية إضافة إلى تزايد مشكلاتها المالية وتصحيحات أسعار المساكن في بعض الأسواق القومية. وتعاني الاقتصادات الصاعدة معاناة شديدة أيضا، حيث بلغ الانكماش الإجمالي ٤٪ في الربع الرابع من العام. وتنتقل هذه الأضرار من خلال قنوات مالية وتجارية، لا سيما الأضرار التي تصيب بلدان شرق آسيا الشديدة الاعتماد على الصادرات الصناعية والاقتصادات الصاعدة في أوروبا وكومونولث الدول المستقلة التي تعتمد في إكفاء النمو على التدفقات الرأسمالية القوية.

وتوازيا مع الهبوط السريع في النشاط الاقتصادي العالمي حدث انحسار سريع في الضغوط التضخمية. فقد شهدت أسعار السلع الأولية انخفاضا حادا عن مستوياتها المرتفعة في منتصف العام، مما أسفر عن خسارة بالغة في دخل اقتصادات الشرق الأوسط وكومونولث الدول المستقلة على وجه الخصوص، وإن كانت الخسارة قد

والنامية هبوطا شديدا في التمويل الخارجي المتاح خلال العامين، الأمر الذي يتسق مع ما استنتجنا الفصل الرابع من التقرير الذي يخلص إلى أن درجة الضغط الحادة في الأسواق الناضجة وتركز هذا الضغط في القطاع المصرفي يشيران إلى انخفاضات كبيرة سوف تتعرض لها التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الاقتصادات الصاعدة ولن يتحقق لها التعافي من انعكاساتها إلا ببطء.

وتتضمن التوقعات أيضا وجود دعم قوي على مستوى السياسات الاقتصادية الكلية. فمن المتوقع أن يتم تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية أو استمرارها قريبة من الحد الصفري في الاقتصادات المتقدمة الكبرى، بينما تواصل البنوك المركزية استكشاف السبل لاستخدام كل من حجم وتكوين ميزانياتها العمومية لتيسير أوضاع الائتمان. ومن المتوقع أن يسجل عجز المالية العامة اتساعا كبيرا في كل من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة، حيث يفترض أن تنفذ الحكومات في بلدان مجموعة العشرين خططاً للتنشيط المالي تصل قيمتها إلى ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ و ١,٥٪ منه في عام ٢٠١٠. كذلك تفترض التوقعات بقاء أسعار السلع الأولية قريبة من مستوياتها الحالية في عام ٢٠٠٩ مع ارتفاع محدود وحسب في عام ٢٠١٠ متشيا مع تطورات الأسعار في سوق العقود الآجلة.

وحتى مع اتخاذ إجراءات حازمة على مستوى السياسات واستشراف انخفاض في معدل الانكماش اعتبارا من الربع الثاني من العام، تشير التوقعات الحالية إلى انكماش النشاط العالمي بواقع ١,٣٪ في عام ٢٠٠٩، وهو تخفيض كبير في توقعات التقرير التحديث الصادر في يناير الماضي عن مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي. ويمثل هذا أعمق ركود يمر به الاقتصاد العالمي منذ نهاية الحرب العالمية الثانية بفارق كبير عن آخر حالات الركود السابقة. فمن المتوقع أن ينخفض ناتج الفرد في البلدان التي تشكل اقتصاداتها ثلاثة أرباع الاقتصاد العالمي، كما حدث بالفعل تباطؤ حاد في اقتصادات كل البلدان تقريبا مقارنة بالمعدلات المسجلة في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧. ومن المتوقع أن يتحسن النمو في عام ٢٠١٠، ولكنه سيظل أبطأ مما كان عليه في حالات التعافي السابقة بمعدل يزيد بقليل على ١,٩٪، حسب استنتاجات الفصل الثالث من التقرير التي تفيد بأن تعافي الاقتصادات المختلفة من الأزمات المالية سوف يكون أبطأ بكثير من حالات التعافي الأخرى.

وتحيط أجواء عدم اليقين الشديد بتوقعات الاقتصاد الحالية، مع ميل الاحتمالات صوب تردي الأوضاع عن المستوى المتوقع. وأكبر المخاوف السائدة هو أن تظل إجراءات السياسة قاصرة عن إيقاف التأثيرات

بملاءتها. وقد انتشرت ضغوط التمويل في الاقتصادات المتقدمة إلى حد أبعد بكثير من أسواق التمويل المصرفي قصير الأجل. وهناك الكثير من الشركات غير المالية التي تعجز عن الحصول على رأسمال عامل وبعضها يواجه صعوبة في الحصول على ديون أطول أجلا.

ومما يبعث على القلق بوجه خاص الانسحاب واسع النطاق للمستثمرين الأجانب من الاقتصادات الصاعدة وما يستتبعه من تصاعد في ضغوط التمويل. وقد حدث توقف شبه تام في إصدار الأوراق المالية الجديدة، وتقلصت التدفقات المرتبطة بالبنوك، وحدث اتساع حاد في فروق العائد على السندات، وهبطت أسعار الأسهم، ووقعت أسواق الصرف تحت ضغوط شديدة. وبغض النظر عما ترتب على ذلك من ارتفاع عام في درجة العزوف عن المخاطر، فهو يعبر أيضا عن مجموعة من العوامل السلبية منها الأضرار التي أصابت بنوك الاقتصادات المتقدمة وصناديق التحوط، والرغبة في وضع الأموال تحت "المظلة" التي يوفرها تزايد تقديم الضمانات في الأسواق الناضجة، فضلا على تزايد المخاوف بشأن آفاق الاقتصاد ومكانم الخطر في الاقتصادات الصاعدة.

ومن الآثار الجانبية المهمة للأزمة المالية ظاهرة الهروب إلى الاستثمار الآمن والعودة إلى الاستثمار المحلي، الأمر الذي أثر على عملات العالم الرئيسية. فمنذ سبتمبر ٢٠٠٨، ارتفعت الأسعار الفعلية الحقيقية للدولار الأمريكي واليورو والين، كما ارتفع اليوان الصيني والعملات المربوطة بالدولار الأمريكي (بما فيها العملات الشرق أوسطية). أما أغلبية عملات الاقتصادات الصاعدة الأخرى فقد انخفضت أسعارها انخفاضاً حاداً رغم استخدام الاحتياطات الدولية لدعمها.

## الآفاق والمخاطر

تفترض توقعات آفاق الاقتصاد العالمي أن يستغرق تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية وقتاً أطول مما كان متصوراً، حتى مع الجهود الكبيرة التي يبذلها صانعو السياسات. وعلى ذلك، يتوقع أن تظل التوترات المالية شديدة في الأسواق الناضجة حتى انقضاء وقت طويل من عام ٢٠١٠، مع تحقيق تحسن بطيء وحسب مع ازدياد وضوح الخسائر الناجمة عن الأصول الرديئة وضخ رؤوس الأموال العامة اللازمة بما يقلص مخاوف الإعسار، ويخفض مخاطر الطرف المقابل وتقلبات الأسواق، ويعيد للأسواق درجة أعلى من السيولة. وتشير التوقعات إلى انخفاض الائتمان الكلي الموجه للقطاع الخاص في الاقتصادات المتقدمة في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠. وفي نفس الوقت، يتوقع أن تواجه الاقتصادات الصاعدة

التنشيطية المالية والدعم الرسمي لتدفقات التمويل الدولي — على دعم الطلب العالمي بما يعود بالنفع على الجميع. وعلى العكس من ذلك، يتسبب الانزلاق إلى الحمائية التجارية والمالية في ضرر بالغ للجميع، وهو ناقوس خطر واضح من واقع التجربة السابقة مع سياسات "إفكار الجار" التي كانت متبعة في ثلاثينات القرن العشرين.

### دفع جهود إعادة الهيكلة في القطاع المالي

تأتي إعادة هيكلة القطاع المالي على رأس أولويات السياسة في المنعطف الراهن. ويشكل إحراز تقدم مقنع في هذا الصدد شرطاً أساسياً لأي تعاف اقتصادي راسخ الجذور ومن شأنه أن يحقق تحسناً كبيراً في فعالية التنشيط النقدي والمالي. وعلى المدى القصير، هناك ثلاث أولويات تم تحديدها في أعداد سابقة من تقرير الاستقرار المالي العالمي ولا تزال ملائمة حتى الآن: (١) ضمان إتاحة السيولة للمؤسسات المالية؛ (٢) تحديد الأصول المتعثرة والتعامل معها؛ (٣) إعادة رسملة المؤسسات الضعيفة التي تمتلك مقومات البقاء. ويجري العمل بقوة على معالجة الأولوية الأولى، بينما ينبغي تحقيق تقدم على درجة أكبر من الإقناع في تنفيذ مبادرات السياسة المتعلقة بالأولويتين الثانية والثالثة.

ويجب أن تكون الركيزة الأساسية للحل الدائم هي إثبات الأصول التي تراجع قيمتها. ولتحقيق ذلك، ينبغي أن تنشئ الحكومات منهجيات أساسية مشتركة لوضع تقييمات واقعية للأدوات الائتمانية المورقة، وهو ما ينبغي أن يركز على الظروف الاقتصادية المتوقعة ويسعى لتقدير قيمة تيارات الدخل المستقبلي. وسوف يتعين اتخاذ خطوات أيضاً لتحقيق خفض كبير في مدى الغموض الراهن حول ما إذا كانت هناك خسائر أخرى سوف تترتب على هذه الانكشافات. وهناك عدة مناهج يمكن أن تصلح في التعامل مع الأصول الرديئة لدى البنوك، شريطة دعمها بتمويل كاف وتوخي الشفافية في تنفيذها.

ويجب أن تركز أساليب إعادة الرسملة على تقييم دقيق لقدرة المؤسسات على الاستمرار في الأجل الطويل، مع النظر بعين الاعتبار إلى الخسائر المتكبدة حتى الآن ومراعاة الواقعية في تقدير احتمالات تخفيض قيم الأصول مجدداً في وقت لاحق. واستناداً إلى عدد من الافتراضات، تشير تقديرات تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أن حجم رأس المال اللازم قد يصل إلى ٢٧٥ - ٥٠٠ مليار دولار أمريكي بالنسبة للبنوك الأمريكية، و ٤٧٥ - ٩٥٠ مليار دولار أمريكي في حالة البنوك الأوروبية (باستثناء بنوك المملكة المتحدة) و ١٢٥ - ٢٥٠

المرتدة السلبية التي تتمثل في تعاقب تدهور الأوضاع المالية وزيادة ضعف الاقتصادات، لا سيما إزاء التأييد الجماهيري المحدود لإجراءات السياسة. ومن أهم قنوات انتقال الآثار السلبية تلك الزيادة المتواصلة في حالات التوقف عن السداد في قطاعي الشركات والأسر والتي تسبب مزيداً من الانخفاضات في أسعار الأصول وخسائر أكبر في الميزانيات العمومية المالية، والأحداث الجديدة المؤثرة على النظام والتي تجعل مهمة استعادة المصداقية أكثر صعوبة. وإضافة إلى ذلك، قد تعجز سياسات المالية العامة والسياسات النقدية عن اكتساب الفعالية اللازمة نظراً لكثافة أجواء عدم اليقين، حيث يمكن أن يؤدي ارتفاع معدلات الادخار الاحترازي إلى تخفيض مضاعفات الإنفاق الحكومي وأن تعجز الخطوات المتخذة لتيسير ضائقة التمويل عن إبطاء العملية الجارية لتخفيض نسب التمويل بالديون. أما احتمالات تجاوز النتائج المتوقعة فتتمثل في إعادة الثقة والتزامات الإنفاق بفضل الجرأة في تنفيذ السياسات على نحو يقنع الأسواق بأن العمل جارٍ للتوصل إلى علاج حاسم للتوترات المالية.

وحتى بعد انتهاء الأزمة، سوف تكون الفترة الانتقالية اللاحقة صعبة، مع نمو الناتج بمعدلات أقل بكثير من المعدلات المشاهدة في السنوات الأخيرة. وسوف يتعين تخفيض نسب الرفح المالي، مما يعني أن نمو الائتمان سيقبل والحصول على التمويل سيصبح أكثر صعوبة مقارنة بالسنوات الأخيرة، وخاصة في الاقتصادات الصاعدة والنامية. كذلك سيتعين تخفيض عجز المالية العامة الكبير مع تسارع شيخوخة السكان في عدد من الاقتصادات المتقدمة. وإضافة إلى ذلك، يرجح أن يواصل قطاع الأسر إعادة بناء المدخرات لبعض الوقت في الاقتصادات المتقدمة الكبرى. وسوف يلقي كل ذلك بظلاله السلبية على كل من النمو الفعلي والمحتمل على المدى المتوسط.

### تحديات السياسة

تتطلب الآفاق الصعبة وغير المؤكدة اتخاذ إجراءات فعالة على صعيدي السياسة المالية والاقتصادية الكلية. فقد أوضحت الأزمات المالية السابقة أن التأخر في معالجة المشكلة الأساسية إنما يعني استمرار الهبوط الاقتصادي لمدة أطول وانطوائه على تكاليف أكبر سواء بالنسبة لدافعي الضرائب أو من حيث النشاط الاقتصادي. ويجب أن يحرص صانعو السياسات على مراعاة آثار سياساتهم المختارة على البلدان عبر الحدود. وسوف تعمل المبادرات الداعمة للشركاء التجاريين والماليين — ومنها الدفعة

وثمة حاجة لتوثيق التعاون الدولي تجنباً لتفاقم التوترات عبر الحدود. ويكتسب التنسيق والتعاون أهمية خاصة بالنسبة للسياسات المالية بغية تجنب انتشار الآثار السلبية على المستوى الدولي نتيجة لإجراءات البلدان المنفردة. وفي نفس الوقت، يمكن أن تؤدي المساندة الدولية، ومنها المساندة من صندوق النقد الدولي، إلى مساعدة البلدان على الوقاية من تأثير الأزمة المالية على النشاط الحقيقي، إضافة إلى الحد من أثارها على مستوى الفقر. ويتم حالياً تعزيز قدرة المجتمع المالي الدولي على معالجة المخاطر المرتبطة بالتوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال الخاصة، وذلك بفضل الإصلاحات الأخيرة الرامية إلى زيادة مرونة أدوات الإقراض المتاحة للبلدان قوية الأداء التي صادفتها ظروف غير مواتية، إلى جانب الخطط التي شجعتها قمة مجموعة العشرين لزيادة الموارد المتاحة لصندوق النقد الدولي.

### تيسير السياسة النقدية

في الاقتصادات الصاعدة، ينبغي بذل كل الجهود الممكنة للاستفادة من فرصة زيادة تيسير السياسة النقدية من أجل مكافحة مخاطر الانكماش. ورغم أن أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية تكاد تصل بالفعل إلى الحد الأدنى الصفري في كثير من البلدان، فمن الضروري المسارعة باغتنام أي فرصة تسنح في هذا الصدد على مستوى السياسات. وفي نفس الوقت، من الأهمية بمكان وجود استراتيجية واضحة للتواصل — حيث ينبغي أن يؤكد مسؤولو البنوك المركزية تصميمهم على تجنب الانكماش عن طريق الحفاظ على أوضاع نقدية تيسيرية مهما طاللت المدة اللازمة لتحقيق هذا الهدف. وفي عدد متزايد من الحالات، ينبغي دعم تخفيضات أسعار الفائدة بزيادة اللجوء إلى تدابير أقل التزاماً بالطابع التقليدي يستعان فيها بحجم الميزانية العمومية ومكوناتها في البنوك المركزية بغية تعزيز أنشطة الوساطة الائتمانية. وينبغي العمل قدر الإمكان على هيكلة هذه الإجراءات بحيث تتيح أقصى درجات العون الممكن للأسواق المخلطة مع ترك تخصيص الائتمان لما يقرره القطاع الخاص وحماية الميزانية العمومية للبنك المركزي من مخاطر الائتمان.

كذلك ينبغي للاقتصادات الصاعدة تيسير الأوضاع النقدية تمشياً مع تدهور الآفاق المتوقعة. غير أن مهمة البنوك المركزية في كثير من هذه الاقتصادات تزداد تشابكاً بسبب الحاجة إلى الحفاظ على الاستقرار الخارجي في مواجهة تدفقات التمويل بالغة الهشاشة. ويخضع

لمليار دولار أمريكي لبنوك المملكة المتحدة.<sup>1</sup> وينبغي أن تتأكد الأجهزة الرقابية في سياق تقديرها لاحتياجات إعادة التمويل في كل بنك على حدة من مدى جودة رأس المال في البنوك ومن قوة تمويلها، وكفاءة خطط عملها ونظمها المعتمدة في إدارة المخاطر، وملاءمة سياسات الرواتب والمزايا المطبقة فيها، وقوة جهازها الإداري. وسوف يتعين على الأجهزة الرقابية أيضاً إرساء المستوى الملائم لرأس المال التنظيمي في المؤسسات، مع مراعاة الحدود الدنيا التنظيمية والحاجة إلى تكوين احتياطات وقائية لاستيعاب أي خسائر أخرى متوقعة. وينبغي الإسراع بإعادة رسملة البنوك القادرة على الاستمرار التي تفتقر إلى رأس المال الكافي، وذلك بضخ رؤوس أموال إليها من الحكومة (مع رؤوس أموال خاصة أيضاً، إن أمكن) بغية الوصول بنسب رأسمالها إلى مستوى كاف لاستعادة ثقة السوق. وينبغي أن تكون السلطات مهياً لتقديم رأس المال في صورة أسهم عادية من أجل تحسين الاحتمالات المنتظرة لمستوى الثقة والتمويل، وهو ما قد يستتبع فترة مؤقتة من الملكية العامة إلى حين التوصل لحل من خلال القطاع الخاص. أما المؤسسات المالية التي لا تمتلك مقومات البقاء فينبغي التدخل لتسوية أوضاعها على الفور عن طريق الإغلاق والدمج. ومن المنتظر أن يكون حجم التمويل العام اللازم كبيراً، ولكن المتطلبات يرجح أن تزداد كلما طالت مدة تنفيذ الحل المقرر.

وإضافة إلى ذلك، ينبغي بذل جهود موسعة لمعالجة التوترات المالية في الاقتصادات الصاعدة. ولما كان قطاع الشركات معرضاً لخطر جسيم، فإن الدعم الحكومي المباشر لاقتراض هذا القطاع ربما يكون مطلوباً. وقد توسعت بعض البلدان في تقديم ضمانات القروض المصرفية لتشمل الشركات أيضاً، مع التركيز على الشركات التي يتصل عملها بأسواق التصدير أو التي سبق لها تقديم دعم تمويلي للتجارة من خلال تسهيلات مختلفة — سعياً للحفاظ على تدفق التجارة والحد من الضرر الواقع على الاقتصاد. وإضافة إلى ذلك، ينبغي وضع خطط للطوارئ استعداداً لاحتمال إجراء إعادة هيكلة واسعة النطاق إذا ما ازداد تدهور الموقف.

<sup>1</sup> يتوافق الحد الأدنى في النطاق مع رأس المال اللازم لتعديل الرفع المالي - مقيسة بحصص رأس المال العادي الملموس كنسبة من مجموع الأصول - لتصل نسبته إلى 4٪. أما الحد الأعلى فيتوافق مع زيادة حصص رأس المال العادي الملموس لتصل إلى 6٪، اتساقاً مع المستويات المشاهدة في منتصف تسعينات القرن العشرين (راجع عدد إبريل 2009 من تقرير الاستقرار المالي العالمي).

يتوافر لها الحيز المالي الكافي على استعداد لتوفير تدابير تنشيطية جديدة دعماً لتعافي الاقتصاد. وينبغي أن يتم ذلك قدر الإمكان من خلال الجهد المشترك، لأن التدابير في البلدان المنفردة يتسرب تأثيرها عبر الحدود و يعود بالنفع على الاقتصاد العالمي.

كيف يمكن تخفيف حدة التجاذب بين التنشيط والاستمرارية؟ أحد الخيارات الأساسية هو اختيار التدابير التنشيطية المناسبة. فينبغي الحرص قدر الإمكان على أن تكون هذه التدابير مؤقتة وأن تحقق أكبر مردود مقابل (مثل تعجيل الإنفاق على المشاريع المخططة أو القائمة، أو التخفيضات الضريبية محدودة المدة للأسر المحتاجة إلى الائتمان). ومن المرغوب أيضاً استهداف تدابير تعود بمنافع طويلة الأجل من حيث إمكانات الإنتاجية في الاقتصاد المعنى، مثل الإنفاق على البنية التحتية. ثانياً، ينبغي للحكومات أن تكمل مبادرات التنشيط قصير الأجل بإصلاحات لتعزيز أطر المالية العامة على المدى المتوسط حتى تؤكد أن العجز قصير الأجل سوف يعالج وأن الديون سوف يتم احتواؤها. ثالثاً، إن أحد العناصر الأساسية في ضمان استمرارية أوضاع المالية العامة في كثير من البلدان هو تحقيق تقدم ملموس نحو معالجة التحديات المالية التي تمثلها شيخوخة السكان. فتكاليف الأزمة المالية الحالية — وإن كانت ضخمة — تتضاءل أمام التكاليف المتزايدة الشبكية التي يتطلبها الإنفاق على الضمان الاجتماعي والرعاية الصحية للمسنين. وقد لا تثمر الإصلاحات الموثوقة في السياسات الحاكمة لهذه البرامج تأثيراً فورياً واضحاً على حسابات المالية العامة، ولكنها يمكن أن تحقق تغييراً كبيراً في آفاق المالية العامة، ومن ثم يمكن أن تساعد في الحفاظ على الحيز المالي اللازم لدعم المالية العامة على المدى القصير.

### تحديات السياسة على المدى المتوسط

ترجع جذور الفشل السوقي الذي ولدته الأزمة الراهنة إلى التفاؤل الناشئ عن فترة طويلة سادها ارتفاع معدلات النمو وتراجع أسعار الفائدة وانخفاض حدة التقلب إلى جانب إخفاقات السياسة. ولم يكن التنظيم المالي مسلحاً بالأدوات اللازمة لمعالجة تركيزات المخاطر والحوافز المعيبة وراء طفرة الابتكارات المالية. ولم تأخذ السياسات الاقتصادية الكلية في الحسبان تراكم المخاطر النظامية في النظام المالي وأسواق المساكن.

تمويل الأسواق لانقطاعات حادة — أو توقفات مفاجئة — أشد بكثير مما تتعرض له الاقتصادات المتقدمة، وهو ما يرجع جزئياً إلى ما يحيط بدرجة ملاءتها السيادية من مخاوف أكثر حدة. ومقارنة بالاقتصادات المتقدمة أيضاً، يغلب على الاقتصادات الصاعدة كثرة الاقتراض بالعملة الأجنبية بحيث يمكن أن تؤدي الانخفاضات الكبيرة في أسعار الصرف إلى إلحاق ضرر جسيم بالميزانيات العمومية. ومن ثم فإن البنوك المركزية في هذه الاقتصادات تتوخى الحذر الواجب في تخفيض أسعار الفائدة حفاظاً منها على الحوافز المشجعة لتدفقات رؤوس الأموال الداخلة وتجنباً لتحركات أسعار الصرف غير المنظمة.

وبالنظر إلى الفترة القادمة، سوف يكون أحد التحديات الكبرى هو ضبط الوتيرة التي يتم بها سحب الدفعة التنشيطية النقدية الهائلة التي يجري تنفيذها في الوقت الراهن. ذلك أن التسرع في هذا الخصوص يمكن أن يقطع الطريق على ما يرجح أن يكون تعافياً هشاً، وإن كان فرط التمهل أيضاً يمكن أن يصيب الاقتصاد بفورة في النشاط ويسفر عن فقاعات جديدة في أسعار الأصول.

### الجمع بين التنشيط المالي والاستمرارية

نظراً لمدى الهبوط الاقتصادي الراهن وحدود فعالية السياسة النقدية، يجب أن تقوم سياسة المالية العامة بدور حاسم في توفير دفعة تنشيطية قصيرة الأجل للاقتصاد العالمي. وتشير التجارب السابقة إلى أن سياسة المالية العامة تتسم بفعالية خاصة في تقصير فترات الركود الناجمة عن الأزمات المالية (الفصل الثالث). غير أن مساحة تقديم الدعم من المالية العامة سوف تكون محدودة إذا ما تأكلت المصداقية. وهكذا تواجه الحكومات مفاضلة صعبة بين تطبيق سياسات توسعية قصيرة الأجل وإعادة الطمأنينة بشأن آفاق الاقتصاد على المدى المتوسط. وسيكون من المطلوب إجراء ضبط لأوضاع المالية العامة بمجرد أن يترسخ تعافي الاقتصاد، وهو ما يمكن أن يتيسر ذلك من خلال أطر قوية متوسطة الأجل للمالية العامة. غير أن ضبط الأوضاع ينبغي ألا يكون سابقاً لأوانه. فبالرغم من أن الحكومات تحركت لتقديم دفعة تنشيطية كبيرة في عام ٢٠٠٩، فقد بات واضحاً أنه يتعين الحفاظ على هذه الجهود على أقل تقدير، إن لم يكن تكثيفها، في عام ٢٠١٠، كما يتعين أن تظل البلدان التي

الائتماني والرفع المالي وتزايد المخاطر النظامية. وينبغي أن يعمل صانعو سياسات المالية العامة على تخفيض العجز ووضع الدين العام على مسار يمكن الاستمرار في تحمله.

ومن الأهمية بمكان توثيق روابط التنسيق والتعاون الدولي على مستوى السياسات، استنادا إلى نظم محسنة للإنذار المبكر وإبلاغ أكثر انفتاحا بالمخاطر القائمة. ويلاحظ أن مقتضيات التعاون أكثر إلحاحا في حالة السياسات المالية بوجه خاص، نظرا للآثار الانتشارية الكبيرة التي يمكن أن تحدثها الإجراءات المحلية على البلدان الأخرى. وفي نفس الوقت، يمكن أن تؤدي سرعة اختتام جولة مفاوضات الدوحة التجارية متعددة الأطراف إلى تحسين آفاق النمو العالمي، بينما يمكن أن يؤدي الدعم القوي من المصادر الثنائية ومتعددة الأطراف، ومنها صندوق النقد الدولي، إلى الحد من التداعيات الاقتصادية والاجتماعية السلبية للأزمة المالية في كثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية.

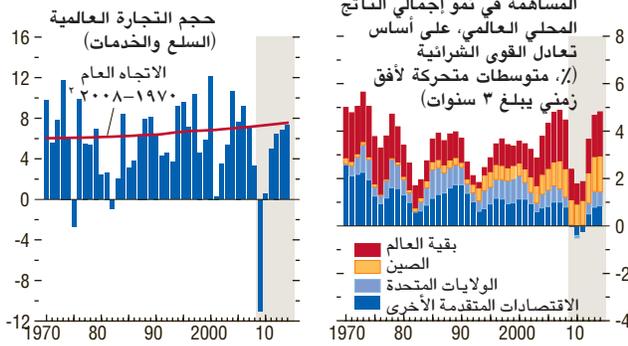
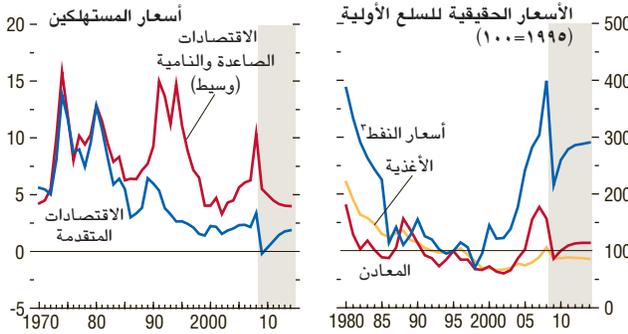
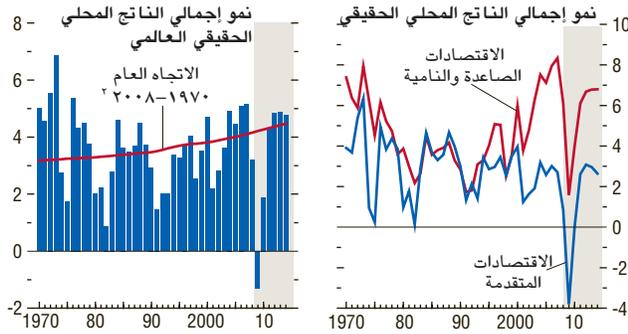
ويمثل ذلك مصدرا لتحديات مهمة تواجه صانعي السياسات على المدى المتوسط. فبالنسبة للسياسات المالية، تتمثل المهمة الحالية في توسيع حدود العمل التنظيمي وجعله مرنا بما يكفل تغطية كافة المؤسسات ذات الأهمية النظامية. وإضافة إلى ذلك، ينبغي إقامة منهج تنظيمي يركز على السلامة الاحترازية الكلية ويتضمن هياكل للرواتب والمزايا من شأنها تخفيف مساهمة التقلبات الدورية، وترتيبات فعالة للمقاصة السوقية، وقواعد محاسبية تغطي الأوراق المالية غير السائلة، وشفافية بشأن طبيعة المخاطر وموقعها بغية تقوية الانضباط السوقي، وإدارة أفضل للسيولة النظامية.

وبالنسبة لسياسات الاقتصاد الكلي، ينبغي أن تعمل البنوك المركزية أيضا بناء على رؤية احترازية كلية أوسع نطاقا، مع توجيه الاهتمام الواجب للاستقرار المالي واستقرار الأسعار عن طريق الانتباه عند اتخاذ القرارات إلى تحركات أسعار الأصول وفترات الرواج

# الآفاق العالمية وقضايا السياسات

## الشكل البياني ١-١: المؤشرات العالمية (التغير السنوي %، ما لم يذكر خلاف ذلك)

يمر الاقتصاد العالمي بحالات ركود شديدة في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية. فسوف يهبط إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي في ٢٠٠٩، وسوف تشهد الاقتصادات المتقدمة حالات انكماش عميقة، بينما تتباطأ الاقتصادات الصاعدة والنامية تباطؤًا حادًا في النشاط. وتشهد أحجام التجارة هبوطًا حادًا، بينما ينخفض التضخم بسرعة.



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تشير المساحات المظلمة إلى توقعات خبراء صندوق النقد الدولي. والمجملة محسوبة على أساس الأوزان الترجيحية القائمة على تعادل القوى الشرائية، ما لم يذكر خلاف ذلك.

<sup>٢</sup> معدلات النمو المتوسطة لفرادى البلدان مجملة باستخدام الأوزان الترجيحية القائمة على تعادل القوى الشرائية؛ وتتحول هذه المجملات بمرور الوقت لصالح البلدان الأسرع نمواً، مما يجعل المنحنى يتخذ اتجاهًا صاعدًا.

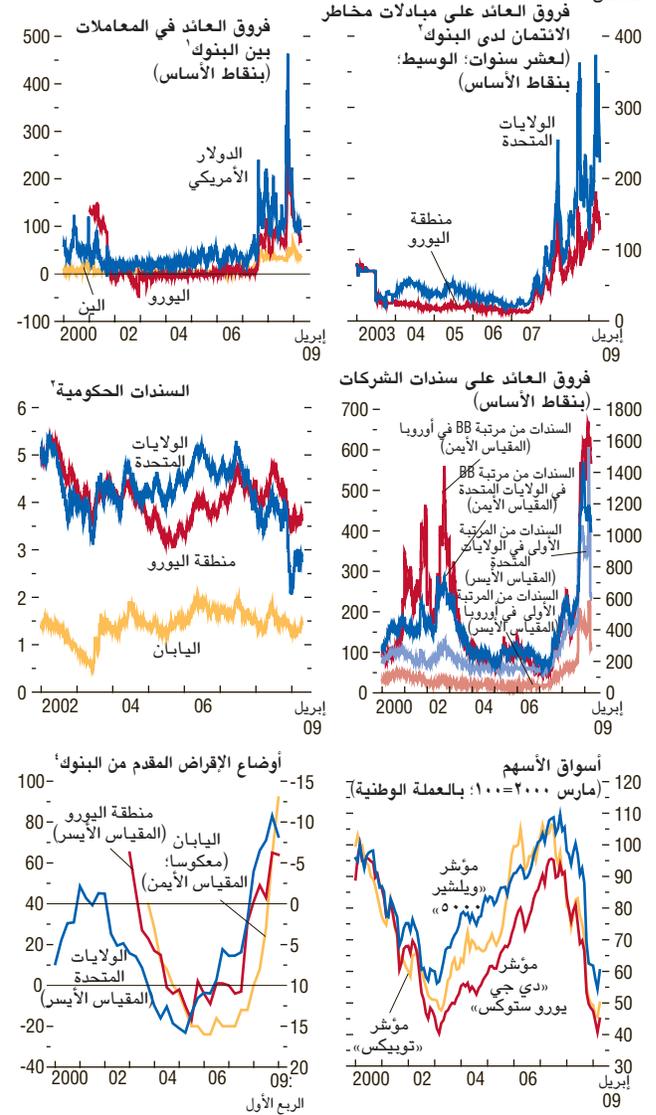
<sup>٣</sup> المتوسط البسيط للأسعار الفورية للنفط الخام من أنواع برنت المملكة المتحدة، ودبي الفاتح، وغرب تكساس الوسيط.

يعاني الاقتصاد العالمي من ركود حاد أفرزته الأزمة المالية الطاحنة وفقدان للثقة بلغ مستويات شديدة الارتفاع. وقد أحرزت استجابات السياسات المتنوعة وغير التقليدية في أغلب الأحيان بعض التقدم في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية، ولكنها لم تنجح في استعادة الثقة أو وقف التأثيرات المرتدة المدمرة بين زيادة ضعف النشاط وتكثف التوترات المالية. ورغم أنه يُتوقع تراجع معدل الانكماش اعتبارًا من الربع الثاني فصاعدًا، يُتوقع للنشاط الاقتصادي العالمي أن يهبط بنسبة ١,٣٪ في عام ٢٠٠٩ ككل، وذلك قبل تسجيل ارتفاع محدود خلال عام ٢٠١٠ (الشكل البياني ١-١). ويعتمد هذا التحسن على تحرك السلطات المالية بشكل حاسم لاستعادة الاستقرار المالي وتوفير الدعم القوي المتواصل للطلب الكلي عن طريق السياسات النقدية وسياسات المالية العامة المتبعة في اقتصادات العالم الرئيسية.

ويبدأ هذا الفصل باستكشاف الكيفية التي أدى بها التصاعد الحاد للأزمة المالية في شهر سبتمبر ٢٠٠٨ إلى انكماش غير مسبوق في النشاط الاقتصادي والتجارة، وذلك رغم الجهود المبذولة على مستوى السياسات. ثم ينتقل إلى مناقشة التوقعات الخاصة بعامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠، مركزًا على الدور الأساسي الذي يتعين أن تؤديه السياسات في التشجيع على تحقيق انتعاش دائم والتركيز كذلك على مخاطر قصور النتائج عن المتوقع إذا استمر اشتداد الآثار المرتدة بين القطاعين الحقيقي والمالي. وينظر القسم الثالث من هذا الفصل إلى مرحلة ما بعد الأزمة الراهنة، حيث يبحث العوامل التي تشكل رقعة الاقتصاد العالمي في الأجل المتوسط عندما تسعى الشركات والأسر إلى إصلاح ما وقع من أضرار. أما الجزء الأخير من هذا الفصل فيستعرض التحديات الشاقة التي تواجه السياسات في المنعطف الراهن، مشدداً على أنه رغم أن الضرورة الماسة الآن هي اتخاذ كل الخطوات اللازمة لاستعادة الاستقرار المالي وإنعاش الاقتصاد العالمي، يجب على صانعي السياسات أن يتنبهوا للتحديات في الأجل الأطول والحاجة إلى اتخاذ إجراءات متأخرة على المستوى الوطني.

## الشكل البياني ١-٢: المستجندات في أسواق الائتمان الناضجة

شهدت الأوضاع في أسواق الائتمان الناضجة تدهورا حادا بعد شهر سبتمبر ٢٠٠٨، ولا تزال الضغوط المكثفة قائمة رغم الجهود المبذولة على مستوى السياسات. ورغم تراجع فروق العائد في المعاملات بين البنوك، فلا تزال فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان لدى البنوك وفروق العائد على سندات الشركات كبيرة، كما وصلت أسعار الأسهم إلى أدنى مستوياتها منذ عدة سنوات وذلك بسبب اشتداد تأثير الروابط بين المتغيرات الاقتصادية الحقيقية والمالية بشكل معاكس.



## كيف وصلت الأوضاع إلى هذه الدرجة من السوء بهذه السرعة؟

في السنة التي أعقبت اندلاع أزمة الرهون العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة في شهر أغسطس عام ٢٠٠٧، انحنى الاقتصاد العالمي ولكنه لم يترنح. فقد تباطأ النشاط الاقتصادي بسبب تشديد قيود الائتمان، وانزلاق الاقتصادات المتقدمة إلى حالة من الركود المحدود بحلول الربعين الثاني والثالث من عام ٢٠٠٨، ولكن مع استمرار الاقتصادات الصاعدة والنامية في النمو بمعدلات واضحة القوة بالمعايير السابقة. غير أن الجراح المالية زادت سوءا، وذلك رغم الجهود التي بذلها صانعو السياسات للحفاظ على سيولة الأسواق وروؤس أموالها، حيث أثارت المخاوف المتعلقة بالخسائر من الأصول الرديئة تساؤلات متزايدة حول مدى ملاءة وتمويل المؤسسات المالية الأساسية.

وقد شهد الوضع تدهورا سريعا في أعقاب اتساع الأزمة المالية بشكل هائل في شهر سبتمبر ٢٠٠٨، وذلك في أعقاب عجز أحد بنوك الاستثمار الأمريكية الكبيرة (وهو ليتمان براذرز) عن سداد ديونه، وإنقاذ أكبر شركة تأمين في الولايات المتحدة (وهي مجموعة أمريكان إنترناشيونال غروب (AIG))، والتدخل في مجموعة من المؤسسات الأخرى ذات الأهمية النظامية في الولايات المتحدة وفي أوروبا. فقد دفعت هذه الأحداث إلى حدوث زيادة ضخمة في مخاطر الأطراف المقابلة المتصورة عندما بدأت البنوك تواجه تخفيضات كبيرة في قيم أصولها، وأحاطت الشكوك بمدى ملاءة العديد من أكثر الأسماء المالية، وقفز الطلب على السيولة إلى مستويات جديدة غير مسبوقة، وشهدت الأسواق تقلبات هائلة جديدة. وكانت النتيجة هي البحث عن الاستثمار المأمون، مما كبح العائدات على أكثر الأوراق المالية الحكومية سيولة، كما تلاشى تمويل معاملات الجملة مما دفع إلى تخفيض نسب التمويل بالديون بطريقة غير منظمة وعلى نحو متعاقب في سائر النظام المالي العالمي (الشكل البياني ١-٢). وقد بيعت أصول سائلة بأسعار البيع الاضطراري، وألغيت خطوط الائتمان المقدمة للصاديق التحوطية وغيرها من الوسطاء الماليين المعتمدين على الرفع المالي فيما يسمى الجهاز المصرفي غير الرسمي. واتسعت فروق العائد على سندات الشركات عالية الرتبة وكذلك سندات الشركات ذات العائد المرتفع اتساعا حادا، وحدث اضطراب مكثف في تدفقات تمويل التجارة ورأس المال العامل، وعمدت البنوك إلى تشديد معايير الإقراض مرة أخرى، كما شهدت أسعار الأسهم هبوطا حادا.

المصادر: بنك اليابان المركزي؛ وشركة Bloomberg Financial Markets؛ ومجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي؛ والبنك المركزي الأوروبي؛ وشركة Merrill Lynch؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن لأجل ثلاثة أشهر ناقصا سعر الفائدة على الأذون الحكومية البالغ أجل استحقاقها ٣ أشهر.

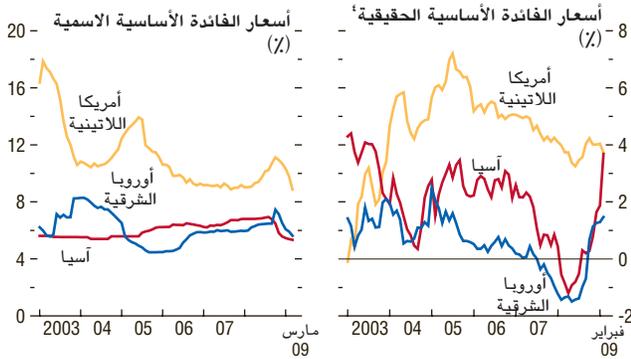
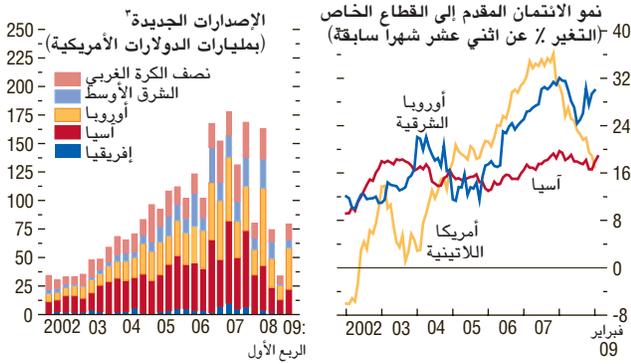
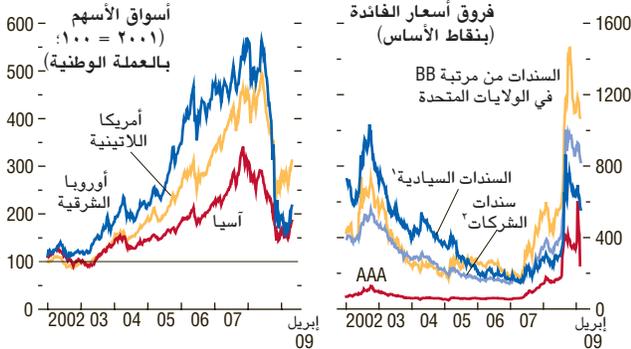
٢ السندات الحكومية البالغ أجل استحقاقها ١٠ سنوات.

٣ من المجهين المبلغين بأن معايير الائتمان شهدت تشديدا إما «بقدر كبير» أو «بقدر ما» ناقصا المجهين المبلغين بأن معايير الائتمان شهدت تيسيرا إما «بقدر كبير» أو «بقدر ما» في فترة الأشهر الثلاثة السابقة. ومسح التغيرات في معايير الائتمان المتعلقة بالقروض أو خطوط الائتمان المقدمة إلى المؤسسات في حالة منطقة اليورو؛ ومتوسط مسوح التغيرات في معايير الائتمان المتعلقة بالإقراض التجاري/الصناعي والعقاري في حالة الولايات المتحدة؛ ومؤشر الائتمان عند درجة «تيسيري» ناقصا المؤشر المذكور عند درجة «شديد»؛ ومسح تانكان لاتجاه المؤسسات المالية بشأن الإقراض في حالة اليابان.

كيف وصلت الأوضاع إلى هذه الدرجة من سوء بهذه السرعة؟

### الشكل البياني ٣-١: أوضاع الأسواق الصاعدة

تعرضت أوضاع الأسواق الصاعدة للضرر البالغ من جراء تصاعد الأزمة المالية. فقد هبطت أسعار الأسهم هبوطاً حاداً، وزادت فروق العائد زيادة حادة، وتراجعت إصدارات الأوراق المالية الجديدة. وقد تم تخفيض أسعار الفائدة الأساسية استجابة للتراجع المستمر في التوقعات الاقتصادية، ولكن بأقل مما شهدت الأسواق المتطورة، نظراً للمخاوف المتعلقة بالضغط على الحسابات الخارجية من تحول اتجاه التدفقات الرأسمالية.



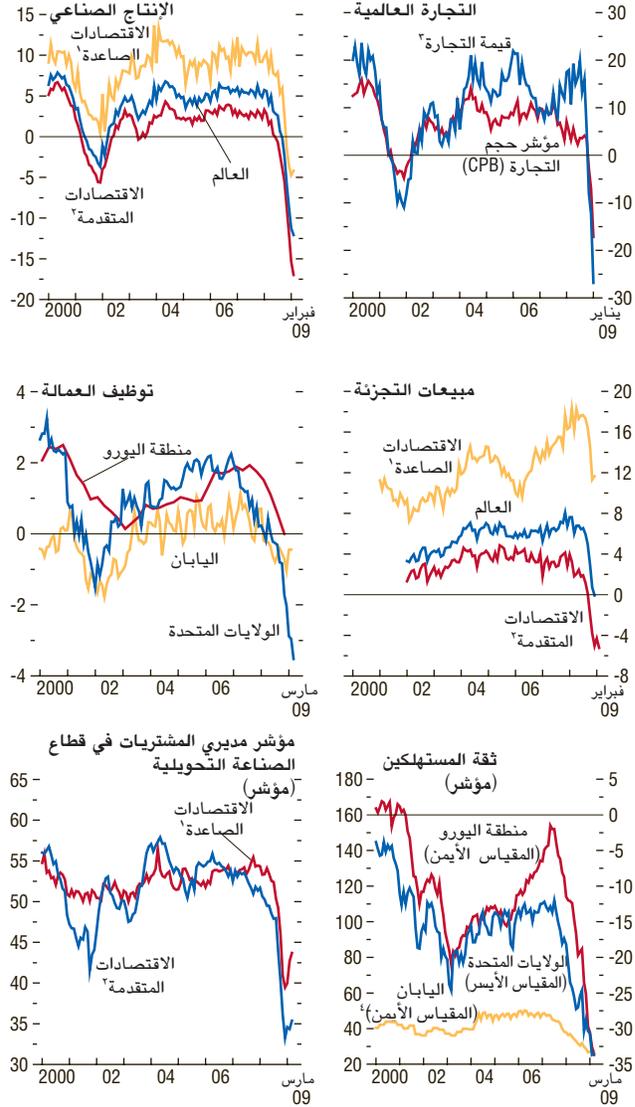
المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets؛ وشركة Capital Data؛ وتقرير الإحصاءات المالية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> فرق علاوة العائد على مؤشر جيه بي مورغان لسندات الأسواق الصاعدة.  
<sup>٢</sup> فرق علاوة العائد على مؤشر جيه بي مورغان العالمي لسندات شركات الأسواق الصاعدة.  
<sup>٣</sup> مجموع إصدارات الأسهم والقروض المشتركة والسندات الدولية.  
<sup>٤</sup> نسبة إلى التضخم الكلي.

أما الأسواق الصاعدة — التي كانت فيما سبق محصنة نسبياً من الضغوط المالية بفضل محدودية تعرضها لمخاطر سوق الرهون العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة — فقد تلقت ضربة موجعة من جراء تلك الأحداث. فقد حدث توقف شبه تام في إصدار الأوراق المالية الجديدة، وتقلصت التدفقات المرتبطة بالبنوك، واتسعت فروق العائد على السندات اتساعاً حاداً، وهبطت أسعار الأسهم، ووقعت أسواق الصرف تحت ضغوط شديدة (الشكل البياني ٣-١). وإضافة لزيادة العزوف عن تحمل المخاطر بوجه عام، قيدت التدفقات الرأسمالية من جراء مجموعة من العوامل المعاكسة، بما في ذلك الأضرار التي أصابت البنوك (لا سيما في أوروبا الغربية) وصناديق التحوط، والتي كانت تمثل فيما سبق أدوات التوصيل الرئيسية؛ والرغبة في وضع الأموال تحت «المظلة» التي يوفرها تزايد تقديم الضمانات في الأسواق الناضجة؛ فضلاً على تزايد المخاوف بشأن آفاق الاقتصادات الوطنية، لا سيما في الاقتصادات التي كانت تعتمد من قبل اعتماداً شديداً على التمويل الخارجي. وزاد من تلك الضغوط أن الاضطرابات المالية كشفت مكانم الخطر الداخلية في الكثير من الاقتصادات الصاعدة، مما جذب الانتباه إلى عدم التوافق بين قيم العملات في الميزانيات العمومية للمقترضين؛ وضعف إدارة المخاطر (على سبيل المثال، الخسائر الضخمة التي منيت بها الشركات في أسواق مشتقات العملة في بعض البلدان)، ونمو الائتمان المصرفي بطريقة مفرطة السرعة.

ورغم أن العالم تفادى حالة الانهيار الاقتصادي بفضل الجهود الحازمة التي بذلت للتصدي للأزمة، فإن هذا التصاعد الحاد في الضغوط المالية وجه ضربة إلى الاقتصاد العالمي عن طريق مجموعة من القنوات. فالضائقة الائتمانية التي سببتها الضغوط التي أحدثتها تخفيض نسب التمويل بالديون وانهيار تكنولوجيا التوريق سبباً ضرراً طال حتى مقترضى القطاع الخاص الذي يتمتعون بأعلى المراتب الائتمانية. أما الهبوط الحاد في أسواق الأسهم واستمرار انكماش فقاعات سوق المساكن فقد سبباً خسائر ضخمة في ثروة قطاع الأسر. وقد جاءت هذه التطورات، في جانب منها، نتيجة للتعديلات الحتمية من أجل تصحيح التجاوزات السابقة وحالات الإخفاق التكنولوجي الشبيهة بالحالات التي سببت انفجار فقاعة الدوت كوم. ولكن نظراً لأن التجاوزات والإخفاقات أصابت صلب الجهاز المصرفي، فقد انتقلت المضاعفات بسرعة إلى كل القطاعات وإلى كل البلدان في الاقتصاد العالمي. وفضلاً على ذلك، زادت شدة الضربات إلى حد كبير من جراء انهيار ثقة دوائر الأعمال والمستهلكين بسبب الشكوك المتزايدة المحيطة بالاحتمالات المنتظرة الاقتصادية

## الشكل البياني ١-٤: المؤشرات الجارية والرائدة (التغير % عن السنة السابقة، ما لم يذكر خلاف ذلك)

حدث تراجع حاد في الإنتاج الصناعي والتجارة وتوظيف العمالة منذ اندلاع الأزمة المالية في سبتمبر ٢٠٠٨. وتشير آخر البيانات بشأن ثقة دوائر الأعمال ومبيعات التجزئة إلى وجود دلالات بارزة على أن معدلات انكماش الاقتصاد العالمي قد تكون أخذت في التراجع الطفيف.



المصادر: بالنسبة لبيانات مؤشر حجم التجارة (CPB) فهو "المركز الهولندي لتحليل السياسات الاقتصادية" (CPB); وفي كل الحالات الأخرى فهو مؤسسة NTC Economics ومؤسسة Haver Analytics. الأرجنتين والبرازيل وبلغاريا وشيلي والصين وكولومبيا وإستونيا وهنغاريا والهند وإندونيسيا ولاتفيا وليتوانيا وماليزيا والمكسيك وباكستان وبيرو والفلبين وبولندا ورومانيا وروسيا والجمهورية السلوفاكية وجنوب إفريقيا وتايلند وتركيا وأوكرانيا وفنزويلا. <sup>١</sup> أستراليا وكندا والجمهورية التشيكية والدانمرك ومنطقة اليورو ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وإسرائيل واليابان وكوريا ونيوزيلندا والنرويج وسنغافورة والسويد وسويسرا ومقاطعة تايوان الصينية والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. <sup>٢</sup> التغير % عن سنة سابقة بقيمة وحدة حقوق السحب الخاصة. <sup>٣</sup> بيانات ثقة المستهلكين في اليابان تقوم على أساس مؤشر للانتشار، حيث تشير القيم الأكبر من ٥٠ إلى تحسن مستوى الثقة.

واستمرار عدم اليقين المحيط بالاستجابات على مستوى السياسات. وأدى التدهور السريع في الآفاق المستقبلية الاقتصادية إلى زيادة حدة الضغوط المالية في حلقة عالمية من التأثيرات المترددة المدمرة التي أضعفت تأثير جهود صانعي السياسات من أجل علاج الوضع.

وهكذا، فقد أصبح التأثير على النشاط الاقتصادي محسوسا بسرعة وعلى نطاق واسع. فقد هبط الإنتاج الصناعي وتجارة البضائع العامة هبوطا حادا في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ واستمر في الهبوط السريع في أوائل عام ٢٠٠٩ في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على السواء، حيث تدهورت مشتريات السلع الاستثمارية والسلع الاستهلاكية المعمرة، كالسيارات والإلكترونيات، بشدة من جراء اضطراب الائتمان واستمرار تزايد القلق، وبدأت المخزونات في التراكم السريع (الشكل البياني ١-٤). وتوفر أحدث البيانات بعض المؤشرات الأولية على أن معدل الانكماش بدأ الآن في التراجع المحدود. فقد تحسنت ثقة دوائر الأعمال تحسنا طفيفا، وهناك دلائل على عودة الاستقرار التدريجي في مشتريات المستهلكين، يدعمها الهامش الوقائي الذي وفره انخفاض أسعار السلع الأولية وتوقعات الحصول على الدعم من السياسات الاقتصادية الكلية. غير أن توظيف العمالة لا يزال يهبط بوتيرة سريعة، لا سيما في الولايات المتحدة.

وبوجه عام، تشير التقديرات إلى أن إجمالي الناتج المحلي العالمي انكمش بمعدل مثير للخوف بلغ ٦,٢٥٪ (محسوبا على أساس سنوي) في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ (وهو نقلة كبيرة من معدل النمو البالغ ٤٪ المتحقق في العام السابق)، وأنه هبط بنفس السرعة تقريبا في الربع الأول من عام ٢٠٠٩. وقد تأثرت كل الاقتصادات في شتى أرجاء المعمورة بشكل خطير، رغم أن اتجاه الضربات جاء مختلفا، وهو ما يستكشفه الفصل الثاني بقدر أكبر من التفصيل. فقد شهدت الاقتصادات المتقدمة هبوطا غير مسبوق بلغ معدله ٧,٥٪ في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨، وبات معظم هذه الاقتصادات يعاني من حالة ركود اقتصادي عميق. ورغم أن الاقتصاد الأمريكي قد يكون عانى على وجه الخصوص من ضغوط مالية كثيفة ومن التراجع المستمر في قطاع المساكن، فإن أوروبا الغربية وبلدان آسيا المتقدمة تعرضتا لضربة شديدة من جراء انهيار التجارة، وكذلك من تفاقم مشكلاتها المالية الذاتية ومن تصحيحات قطاعات المساكن في بعض الأسواق القومية.

وقد عانت الاقتصادات الصاعدة هي الأخرى معاناة مريرة، فقد شهدت انكماشًا بلغ معدله ٤٪ في الربع الأخير من حيث الإجمالي. وقد وقع الضرر عن طريق القناة المالية وقناة التجارة في أن. فقد هبط النشاط الاقتصادي في اقتصادات شرق آسيا التي تعتمد اعتمادا

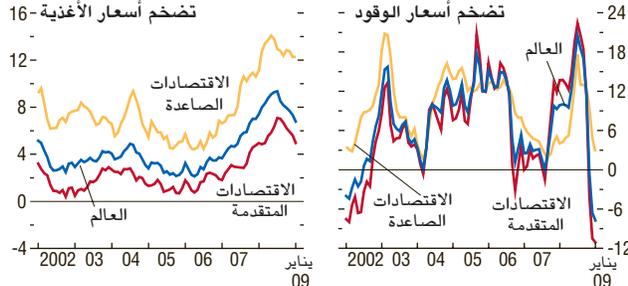
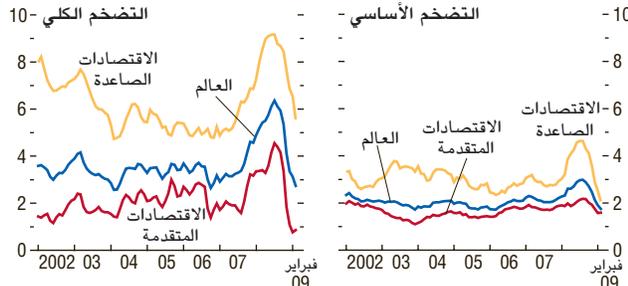
## كيف وصلت الأوضاع إلى هذه الدرجة من سوء بهذه السرعة؟

### الشكل البياني ١-٥: التضخم العالمي

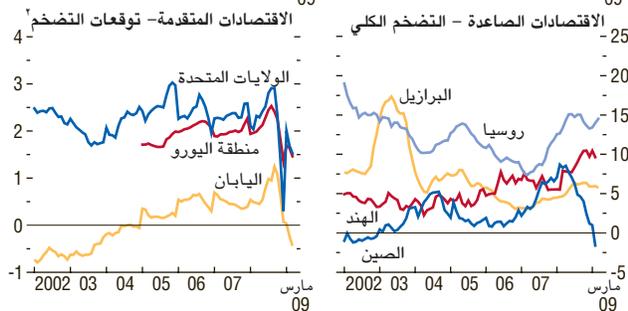
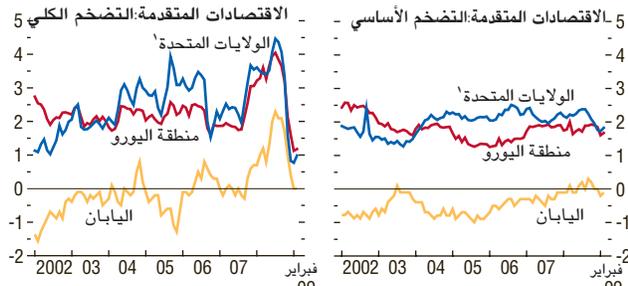
(التغير عن اثني عشر شهرا سابقة في مؤشر أسعار المستهلكين، مالم يذكر خلاف ذلك)

تشهد الضغوط التضخمية تراجعا سريعا، حيث اتسعت فجوات الناتج وهبطت أسعار الأغذية والوقود. وقد انخفضت توقعات التضخم لفترة عام واحد وكذلك معدلات التضخم الأساسي إلى ما دون الأهداف التي وضعتها البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية.

#### المجملات العالمية



#### المؤشرات القطرية



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets ومؤسسة Haver Analytics وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> مخفض تضخم نفقات الاستهلاك الشخصي.

<sup>٢</sup> التنبؤات الوسيطة المجمعة لسنة مقبلة.

شديدا على صادرات الصناعة التحويلية هبوطا حادا، وإن كانت حالة الهبوط الاقتصادي في الصين والهند قد خفت بعض الشيء نظرا لانخفاض حصة قطاعي الصادرات من الإنتاج المحلي لدى كل منهما ولكون الطلب المحلي في اقتصاديهما أكثر صمودا. وقد تلقت أوروبا المساعدة وكذلك كومنولث الدول المستقلة ضربة مريرة جدا بسبب شدة الاعتماد على التمويل الخارجي وصادرات الصناعة التحويلية، إضافة إلى الاعتماد على صادرات السلع الأولية في حالة كومنولث الدول المستقلة. وقد عانت بلدان في إفريقيا وأمريكا اللاتينية والشرق الأوسط من الهبوط الحاد في أسعار السلع الأولية وكذلك من الضغوط المالية ومن ضعف الطلب على الصادرات.

وبالتوازي مع الهبوط السريع في النشاط الاقتصادي العالمي، حدث انحسار سريع في الضغوط التضخمية (الشكل البياني ١-٥). فقد هبطت أسعار السلع الأولية هبوطا حادا مقارنة بالمستويات العالية التي سبق أن بلغت في منتصف العام، والتي أثر عليها سلبا تراجع الاحتمالات المنتظرة لدى الاقتصادات الصاعدة التي ساهمت بمعظم نمو الطلب في السنوات الأخيرة (الملحق ١-١). وفي نفس الوقت، أدى التباطؤ الاقتصادي إلى احتواء زيادات الأجور وتقليص هوامش الربح. ونتيجة لذلك، انخفض التضخم الكلي لاثني عشر شهرا في الاقتصادات المتقدمة في شهر فبراير ٢٠٠٩ إلى أدنى من ١٪ (كمعدل محسوب على أساس ١٢ شهرا)، رغم أن التضخم الأساسي ظل في النطاق الواقع بين ١,٥٪ و ٢٪ باستثناء بارز هو اليابان. وسجل التضخم انخفاضا ملحوظا أيضا في الاقتصادات الصاعدة، ولكن تراجع أسعار الصرف أضعف الزخم الداعم لهذا الانخفاض في بعض الحالات.

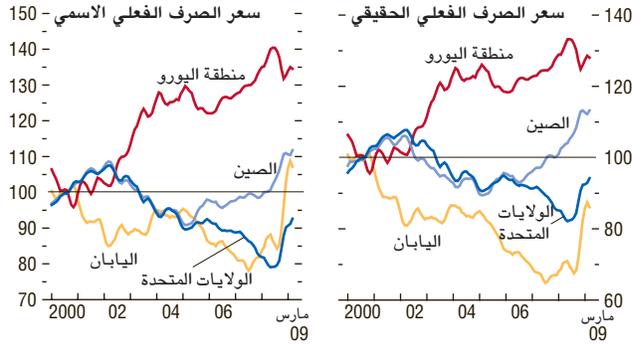
وهناك أثر جانبي للآزمة المالية هو التوجه إلى الاستثمارات الآمنة والارتفاع المستمر في التحيز للاستثمار المحلي. فقد انكمش إجمالي التدفقات الرأسمالية العالمية انكماشا حادا في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨. واتجهت التدفقات بالقيمة الصافية لصالح البلدان التي لديها أسواق للأوراق المالية الحكومية تتمتع بأعلى درجات الأمان والسيولة، وانهار صافي التدفقات الخاصة المتجهة إلى الاقتصادات الصاعدة والنامية. وقد أثرت هذه التحولات على العملات الرئيسية في العالم. فمنذ شهر سبتمبر عام ٢٠٠٨، حدث ارتفاع ملحوظ في قيمة كل من الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني (الشكل البياني ١-٦). أما اليوان الصيني وغيره من العملات المربوطة بالدولار (بما في ذلك عملات بلدان في الشرق الأوسط)، فقد ارتفعت قيمها الفعلية الحقيقية أيضا. وتراجعت قيم معظم عملات الاقتصادات الصاعدة الأخرى تراجعا حادا، وذلك رغم استخدام الاحتياطات الدولية لدعمها.

## الشكل البياني ١-٦: التطورات الخارجية

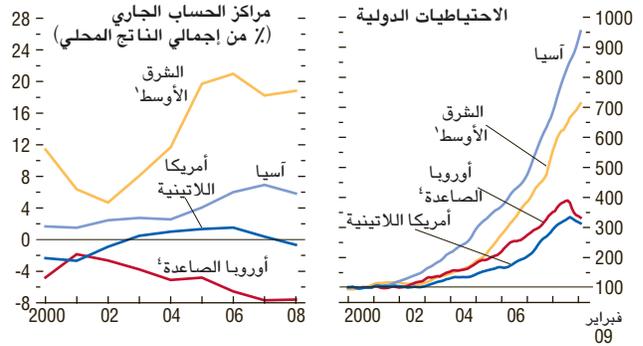
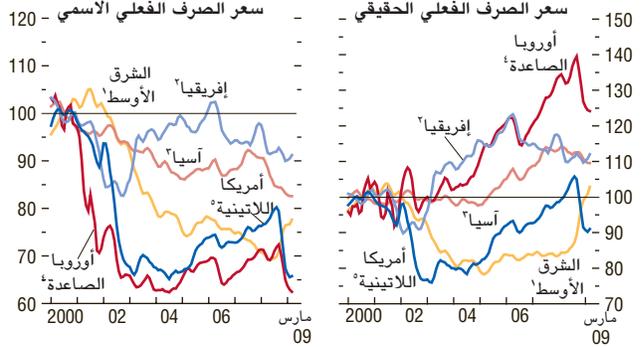
(المؤشر، ٢٠٠٠=١٠٠، المتوسط المتحرك لأفق زمني يبلغ ٣ أشهر، مالم يذكر خلاف ذلك)

أدت حالة الهروب إلى الاستثمار الآمن منذ شهر سبتمبر ٢٠٠٨ إلى ارتفاع كبير في أسعار الصرف الحقيقية للعملات العالمية الرئيسية. وقد حدث أيضا ارتفاع في أسعار الصرف الحقيقية لليوان الصيني وغيره من العملات المرتبطة ارتباطا وثيقا بالدولار الأمريكي، ولكن حدث هبوط كبير في قيم عملات بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية الأخرى، وذلك بسبب حدوث تحول في مسار تدفقات الحساب الجاري الخاصة رغم التدخل الرسمي.

### العملات الرئيسية



### الاقتصادات الصاعدة والنامية



المصادر: تقرير الإحصاءات المالية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ البحرين ومصر وجمهورية إيران الإسلامية والأردن والكويت ولبنان وليبيا وعمان وقطر والسلمة العربية السعودية والجمهورية العربية السورية والإمارات العربية المتحدة والجمهورية اليمنية.  
 ٢ بوتسوانا وبوركينا فاسو والكاميرون وتشاد وجمهورية الكونغو وكوت ديفوار وجيبوتي وغينيا الاستوائية وإثيوبيا وغابون وغانا وغينيا وكينيا ومدغشقر ومالي وموريشيوس وموزامبيق وناميبيا والنيجر ونيجيريا ورواندا والسنغال وجنوب إفريقيا والسودان وتنزانيا وأوغندا وزامبيا.  
 ٣ آسيا باستثناء الصين.  
 ٤ بلغاريا وكرواتيا وأستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا ورومانيا وتركيا.  
 ٥ الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو وفنزويلا.

## إخفاق السياسات في الرسوخ

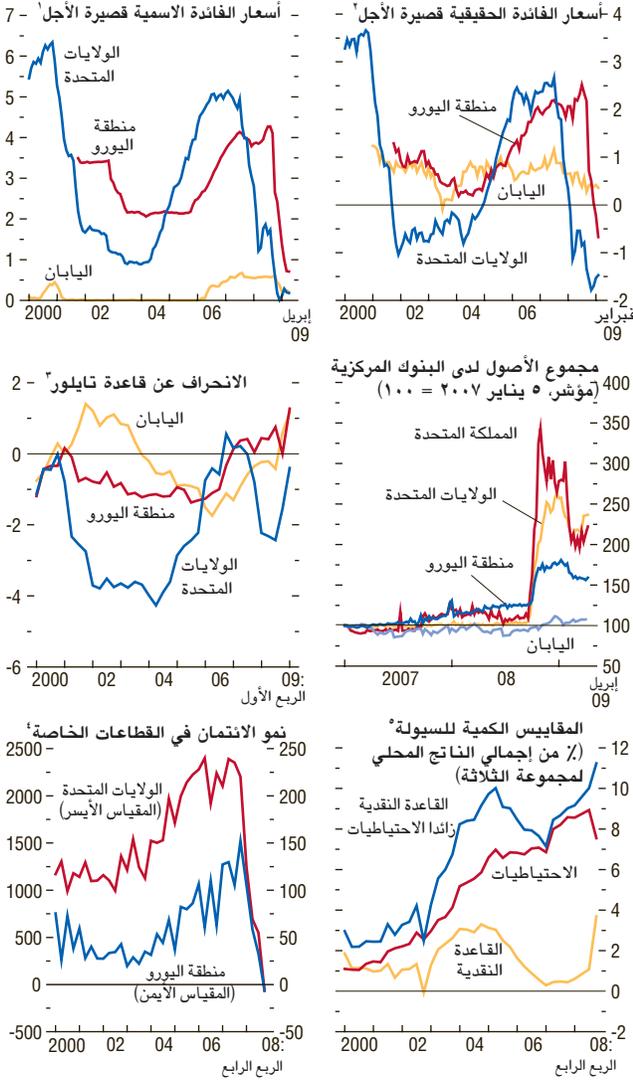
جاءت الاستجابات على مستوى السياسات في مواجهة هذه المستجدات سريعة ومتنوعة تنوعا واسعا وغير تقليدية في أغلب الأحيان، ولكنها كانت جزئية بقدر أكثر من اللازم وفشلت في وقف الدوامة الهبوطية. ففي أعقاب المضاعفات الهائلة الناجمة عن انهيار بنك ليمان برانرز، أوضحت السلطات في الأسواق الناضجة الرئيسية أنها لن تسمح بفشل أي مؤسسة مالية أخرى يحتمل أن تكون مهمة نظاميا. وتم تزويد عدد من البنوك الرئيسية في الولايات المتحدة وأوروبا بدعم حكومي في شكل رؤوس أموال جديدة و ضمانات ضد الخسائر الناشئة عن حيازات الأصول المتعثرة. وبوجه أعم، اتبعت السلطات المعنية استراتيجيات متعددة الجوانب تنطوي على استمرار توفير السيولة، وقدمت ضمانات لخصوم البنوك من أجل تخفيف ضغوط التمويل، وذلك عن طريق إتاحة الأموال العامة لأغراض إعادة رسملة البنوك، وإعلان برامج ترمي إلى علاج أوضاع الأصول المتعثرة. غير أن الإعلانات المتعلقة بالسياسات جاءت في أغلب الأحيان قاصرة عن توضيح التفاصيل فضلا على أنها لم تكن مقنعة للأسواق؛ ولم يكن هناك تنسيق متبادل كاف للمبادرات المطبقة، مما أدى إلى آثار انتشارية غير مرغوبة؛ وكان التقدم المحرز في تخفيف عدم اليقين المرتبط بالأصول المتعثرة محدودا جدا.

وفي الوقت ذاته، مع تراجع مخاوف التضخم وزيادة عمق المخاطر المحيطة بالآفاق المستقبلية، استخدمت البنوك المركزية مجموعة من أدوات السياسة التقليدية وغير التقليدية من أجل دعم الاقتصاد وإرخاء قيود الائتمان في الأسواق. وتم تخفيض أسعار الفائدة الأساسية أيضا حادا، مما هبط بها إلى ٠.٥٪ أو أقل من ذلك في بعض البلدان (كندا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة) وهبط بها إلى مستويات غير مسبوقه في حالات أخرى (بما في ذلك منطقة اليورو والسويد) (الشكل البياني ١-٧). غير أن اضطرابات أسواق الائتمان قوضت تأثيرات تخفيضات أسعار الفائدة، أما الوصول إلى الحد الصفري فقد أضعف قدرة البنوك المركزية على إضافة المزيد من التنشيط المالي. ولهذا السبب أيضا زادت بعض البنوك المركزية (لا سيما في اليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة) مشترياتها من الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل وقدمت الدعم المباشر إلى أسواق الائتمان المفتقرة إلى السيولة عن طريق توفير التمويل والضمانات للوسطاء الماليين في الأسواق المستهدفة، محققة بعض النجاح في تخفيض فروق العائد في شرائح معينة من الأسواق مثل أسواق الأوراق التجارية وأسواق الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية سكنية في الولايات المتحدة. ونتيجة لذلك، شهدت الميزانيات العمومية للبنوك المركزية توسعا

## كيف وصلت الأوضاع إلى هذه الدرجة من السوء بهذه السرعة؟

### الشكل البياني ١-٧: مقاييس السياسة النقدية والسيولة في اقتصادات متقدمة مختارة (أسعار الفائدة %، ما لم يذكر خلاف ذلك)

سارعت الاقتصادات المتقدمة الرئيسية إلى تخفيض أسعار الفائدة الأساسية عندما خفت الضغوط التضخمية وتدهورت الاحتمالات الاقتصادية. ومع اقتراب أسعار الفائدة الأساسية من الحد الأدنى الصفري، تحولت البنوك المركزية بقدر متزايد إلى اتخاذ خطوات ترمي إلى دعم خلق الائتمان بشكل مباشر بدرجة أكبر، مما أدى إلى توسع سريع في ميزانيتها العمومية. ورغم هذه الجهود، فإن نمو الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص شهد تباطؤًا حادًا.



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets؛ والمكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي؛ ومؤسسة Haver Analytics؛ وشركة Merrill Lynch؛ وتقدير "الاتفاق الاقتصادية" (Economic Outlook). الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> أنشأت الخزانة لأجل ثلاثة أشهر قياسيًا إلى التضخم الأساسي.  
<sup>٢</sup> يعتمد سعر تايلور على ما يلي: (١) سعر الفائدة الحقيقي المحايد، وهذا بدوره دالة لنمو الناتج الممكن، (٢) انحراف تضخم أسعار المستهلكين المتوقع عن هدف التضخم، (٣) فجوة الناتج، ويتم اشتقاق التضخم المتوقع من التنبؤات الوسيطة المجمع لعام مقبل.  
<sup>٣</sup> التغيرات من ربيع سنة إلى ربيع سنة أخرى؛ بملليارات وحدات العملة المحلية.  
<sup>٤</sup> التغيير على مدى ثلاث سنوات في حالة منطقة اليورو واليابان والولايات المتحدة (مجموعة الثلاثة)، مقومًا بالدولار الأمريكي.

سريعًا عندما أصبحت هي التي تقوم بالدور الرئيسي للوسطاء الماليين في عملية الائتمان. ومع ذلك، هبط نمو الائتمان الكلي المقدم إلى القطاع الخاص هبوطًا حادًا، مما يعكس مزيجًا من تشديد معايير الإقراض من البنوك، واضطرابات أسواق الأوراق المالية، وانخفاض الطلب على الائتمان عندما تدهورت الاحتمالات المنتظرة الاقتصادية.

ونظرًا لتصاعد المخاوف المتعلقة بمدى الهبوط الاقتصادي وحدود حركة السياسة النقدية، لجأت الحكومات أيضًا إلى استخدام سياسة المالية العامة في دعم الطلب. فإلى جانب السماح لأدوات الضبط التلقائي بالعمل، طبقت معظم الاقتصادات المتقدمة مجموعات من التدابير التنشيطية الاستثنائية بدرجة كبيرة، لا سيما في ألمانيا واليابان وكوريا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. ورغم أن تأثير حالة الهبوط الاقتصادي وتأثير التنشيط المالي سوف يظهران أساسًا في عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠، فإن عجوزات المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية ارتفعت بأكثر من نقطتين مؤبقتين في عام ٢٠٠٨، وذلك بعد عدة سنوات شهدت ضبطًا في أوضاع المالية العامة (الجدول ألفه٨). كذلك فإن مستويات الدين الحكومي ترتفع الآن نتيجة الدعم الحكومي المقدم إلى الجهاز المصرفي، وتقلص الحيز المالي في بعض البلدان من جراء الضغوط السعودية على العائدات على السندات الحكومية نظرًا لتزايد المخاوف المحيطة بإمكانية استمرار أوضاع المالية العامة في الأجل الطويل.

أما استجابات السياسات في الاقتصادات الصاعدة والنامية في مواجهة التراجع المستمر في النشاط الاقتصادي والارتفاع المستمر في الضغوط الخارجية فقد اختلفت اختلافًا كبيرًا حسب الظروف السائدة. فقد تمكن الكثير من البلدان، وخصوصًا في آسيا وأمريكا اللاتينية، من استخدام الهوامش الوقائية المقررة على مستوى السياسات من أجل تخفيف الضغوط، وذلك بالسماح بحدوث التصحيح الهبوطي في أسعار الصرف ولكن مع استخدام الاحتياطات في مواجهة الأوضاع غير المنظمة في الأسواق وزيادة حجم الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص، بما في ذلك على وجه الخصوص من أجل مساندة تمويل التجارة. وبفضل تسهيلات مبادلات الدولار التي أتاحتها الاحتياطي الفيدرالي لعدد من البلدان المهمة نظاميًا وكذلك أداة ائتمانية أكثر مرونة من قبل صندوق النقد الدولي، تحقق قدر من الاطمئنان لدى الأسواق إلى أن البلدان التي لديها إدارة سليمة سوف يتوافر لها الوصول إلى التمويل الخارجي وأنها لن تواجه أزمة في الحساب الرأسمالي. وفضلًا على ذلك، أقدم الكثير من البنوك المركزية على تغيير المسار بتخفيض أسعار

الفائدة إرشاء للقيود المحلية (راجع الشكل البياني ١-٣)، وذلك عندما تراجعت مخاوف التضخم التي ظهرت من قبل. وقد وفرت الحكومات أيضا دعما من المالية العامة عن طريق أدوات الضبط التلقائي والتدابير الاستثنائية، وإن كانت في العادة بحجم أقل بكثير مما شهدته الاقتصادات المتقدمة، وذلك باستثناءين بارزين هما الصين والمملكة العربية السعودية. فقد توافر لتلك البلدان حيز مالي بسبب ما تراكم لديها من احتياطات ضخمة، واتباع نظم لاستهداف التضخم أكثر موثوقية، والتمتع بميزانيات عمومية عامة أكثر قوة.

ولكن في البلدان الأخرى، وخصوصا في أوروبا الصاعدة وكومنولث الدول المستقلة، أدت زيادة حدة جوانب الضعف الداخلية، وفي بعض الحالات اتباع نظم سعر صرف أقل مرونة، إلى صعوبة اتخاذ استجابات على مستوى السياسات. فقد حدثت تحركات من أجل تشديد السياسات الاقتصادية الكلية في عدد من البلدان التي تواجه نقسا شديدا في التمويل الخارجي، ولديها أجهزة مصرفية هشة، وتواجه عدم اتساق قيم العملات في الميزانيات العمومية للمقترضين، وتواجه أيضا تساؤلات متزايدة حول المالية العامة، وقد تلقت تلك البلدان دعما للتمويل الخارجي من صندوق النقد الدولي وغيره من المصادر الرسمية. غير أن هدف التثبيت ظل بعيد المنال بسبب استمرار التدهور في البيئة الخارجية.

### زيادة عمق الهوة المالية

ساعدت استجابات السياسات في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على تخفيف الاضطرابات الشديدة التي شوهدت في الأسواق المالية في شهري أكتوبر ونوفمبر ٢٠٠٨، وقد ظهرت دلائل باعثة على الارتياح منذ اجتماعات مجموعة العشرين في أوائل شهر إبريل تشير إلى تحسن الشعور السائد، ولكن ظلت أوضاع الأسواق المالية تحت ضغوط كبيرة بوجه عام، ومن ثم، فقد زادت حدة المخاطر المالية في معظم أبعادها، وذلك على نحو ما نوقش بالتفصيل في عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي. فلا تزال معظم مخاطر الأسواق ومؤشرات التقلبات أعلى بكثير من النطاقات المشاهدة إحصائيا قبل شهر سبتمبر ٢٠٠٨، ناهيك عن النطاقات المشاهدة في الفترة السابقة على شهر أغسطس ٢٠٠٧ (راجع الشكلين البيانيين ١-٢، ١-٣)، بينما تحسنت قدرة المقترضين ذوي الجدارة الائتمانية العالية على الوصول إلى الائتمان، ويواجه نمو الائتمان المصرفي هبوطا سريعا في كل البلدان، كما أن التمويل المصرفي بالجملة في الأسواق الناضجة لا يزال معتمدا بدرجة عالية على الضمانات الحكومية، ولا تزال أسواق التوريق ضعيفة بدرجة كبيرة. ويزيد من تعقيد الوضع استمرار حالة عدم اليقين — المحيط

بالاحتمالات المنتظرة الاقتصادية وكذلك بتقييم الأصول الرديئة — وخصوصا أنه لم يتحقق حتى الآن تقدم يذكر في أي من إعادة ترسيخ أوضاع السيولة في أسواق هذه الأصول أو في تخفيض تعرض البنوك لمخاطر التقلبات في قيمها.

ويعكس استمرار الضغوط وجود حلقة من التأثيرات المرتدة الضارة مع الاقتصاد الحقيقي إلى درجة مهمة — حيث ازدادت قتامة الاحتمالات المنتظرة الاقتصادية، ولا تزال تقديرات الخسائر المالية في ارتفاع مطرد، مما يجعل التساؤلات في الأسواق مستمرة حول مدى ملاءة البنوك رغم ضخ مقادير كبيرة من الأموال العامة. وتشير التقديرات الواردة في تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أن تخفيضات قيم الأصول المتوقعة في الأصول القائمة في الولايات المتحدة والتي سوف تتحملها المؤسسات المالية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٠ سوف تبلغ ٢,٧ تريليون دولار (وهو تقدير أعلى من التقدير الصادر في شهر يناير ٢٠٠٩ والذي بلغ ٢,٢ تريليون دولار). ويقدر مجموع عمليات تخفيض قيم الأصول لدى البنوك في أحجام التعرض للمخاطر على المستوى العالمي بمبلغ ٤ تريليونات دولار، سوف تتحمل البنوك حوالي ثلثها، أما الباقي فسوف يوزع بين شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد والصناديق التحوطية وغيرهم من الوسطاء الماليين، وإن كان هذا الرقم عرضة لهامش خطأ كبير. وحتى الآن، سجلت البنوك أقل من ثلث الخسائر المقدرة، ومن الضروري أن تتوافر لها مبالغ ضخمة من رؤوس الأموال الجديدة. وrehنا بعدد من الافتراضات، تشير التقديرات الواردة في تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أنه سوف يتعين توفير رأسمال إضافي (مقيسا على أساس حصص رأس المال العادي الملموس) يتراوح بين ٢٧٥ مليار دولار و٥٠٠ مليار دولار في حالة الولايات المتحدة، ويتراوح بين ٤٧٥ مليار دولار و٩٥٠ مليار دولار في حالة البنوك الأوروبية (باستثناء البنوك في المملكة المتحدة)، ويتراوح بين ١٢٥ مليار دولار و٢٥٠ مليار دولار في حالة بنوك المملكة المتحدة<sup>١</sup>، فضلا على ذلك، تعرضت الميزانيات العمومية لشركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد لأضرار بالغة بسبب هبوط قيم أصولها، كما أدى انخفاض العائدات على السندات الحكومية المستخدمة في خصم قيمة الخصوم في ذات الوقت إلى اتساع الاختلالات بين الأصول والخصوم.

<sup>١</sup> يتوافق الحد الأدنى للنطاق مع رؤوس الأموال اللازمة لتعديل نسب التمويل بالديون، مقيسا على أساس حصص رأس المال العادي الملموس (TCE)) مقسوما على مجموع الأصول، كي تصل إلى ٤٪. أما الحد الأعلى للنطاق فيتوافق مع رؤوس الأموال اللازمة لتخفيض نسب التمويل بالديون كي تصل إلى المستويات المشاهدة في منتصف التسعينات من القرن الماضي (حيث كانت نسبة حصص رأس المال العادي الملموس إلى مجموع الأصول هي ٦٪) (راجع عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي).

## كآبة الاحتمالات قصيرة الأجل

مع اشتداد كثافة حركة الحلقة المفرغة بين القطاعين الحقيقي والمالي، تم إدخال تخفيض جديد على الاحتمالات المنتظرة للاقتصاد العالمي. وحتى مع افتراض توفير دعم ضخم عن طريق السياسات الاقتصادية الكلية وتوقع هبوط محدود في معدل الانكماش بدءاً من الربع الثاني من عام ٢٠٠٩ فصاعداً، فإنه يتوقع للنشاط الاقتصادي العالمي الآن أن يهبط بمعدل ١.٣٪ في عام ٢٠٠٩، وهو تعديل بالنقص يبلغ ١.٧٥ نقطة مئوية مقارنة بما ورد في عدد يناير من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي (الجدول ١-١). ويمثل هذا الهبوط، بأي مقياس، أعمق ركود اقتصادي عالمي منذ وقوع الكساد الكبير وبفارق ضخم عن أي ركود سابق (الإطار ١-١). وفضلاً على ذلك، تمتد الآثار إلى كل أرجاء المعمورة: فمن المتوقع أن يهبط نصيب الفرد من الناتج في البلدان التي تمثل في مجموعها ثلاثة أرباع الاقتصاد العالمي، وتباطأ النمو في كل البلدان تقريباً تباطؤاً حاداً مقارنة بالمعدلات المشاهدة في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧. ويتوقع أن يبدأ النمو في التعافي في عام ٢٠١٠، ولكن بمعدل ١.٩٪ ومن ثم سيظل أقل بكثير من الإمكانية، ويتسق ذلك مع النتائج الواردة في الفصل الثالث التي تشير إلى أن حالات الانتعاش الحاصلة بعد الأزمات المالية تكون أبطأ بكثير من غيرها من حالات الانتعاش. ويخلص هذا الفصل أيضاً إلى أن الطبيعة المتزامنة للهبوط للاقتصاد العالمي تميل إلى أن تحدث آثارها المعاكسة على الاحتمالات المنتظرة لحدوث تحسن سريع.

وسوف يكون العامل الأساسي في تحديد مسار حالة الهبوط الاقتصادي والانتعاش هو معدل التقدم المحرز صوب العودة بالقطاع المالي إلى حالة العافية. وهناك عامل أساسي وراء تخفيض التنبؤات إلى مستواها الراهن وهو التسليم بأن تحقيق الاستقرار المالي سوف يستغرق وقتاً أطول مما كان متصوراً، وذلك نظراً للتعقيدات التي ينطوي عليها التعامل مع الأصول الرديئة واستعادة الثقة في الميزانيات العمومية للبنوك، وخصوصاً على خلفية استفحال الهبوط في النشاط الاقتصادي على نحو يسبب زيادة مستمرة في الخسائر في مجموعة متنوعة تنوعاً واسعاً من أصول البنوك. ويعني ذلك أيضاً تسليماً بالتحديات الجسام على مستوى الاقتصاد السياسي التي تتمثل في «إنقاذ» من ارتكبوا أخطاءً في الماضي. ومن ثم، فإن السيناريو الأساسي يتوقع أن تستمر التوترات المالية الشديدة في الأسواق الناضجة إلى ما بعد بداية عام ٢٠١٠ بوقت ليس بالقصير، ولن يحدث التحسن إلا ببطء حينما يزداد وضوح الخسائر الناجمة عن الأصول الرديئة ويتم ضخ رؤوس الأموال العامة اللازمة فتتراجع مخاوف الأسعار، وتنخفض مخاطر الطرف المقابل وتقلبات

الأسواق. وفضلاً على ذلك، فإن عملية إزالة الأصول الرديئة، وتخفيض نسب التمويل بالديون في الميزانيات العمومية، واستعادة أوضاع مؤسسات الأسواق، سوف تستغرق كلها وقتاً طويلاً. ومن ثم، كما ترد مناقشته في عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار الاقتصادي العالمي، يتوقع أن ينكمش الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص في الاقتصادات المتقدمة في عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠.

وسوف يكون للضغوط والتصحيح المستمرين في الميزانيات العمومية في الأسواق الناضجة آثار خطيرة على التمويل المقدم إلى الاقتصادات الصاعدة. وبوجه عام، يتوقع للاقتصادات الصاعدة أن تشهد تدفقات رأسمالية خارجة صافية في عام ٢٠٠٩ تبلغ أكثر من ١٪ من إجمالي ناتجها المحلي. ولن يستطيع الوصول إلى التمويل الجديد سوى المقترضين المتمتعين بأعلى المراتب الائتمانية، وسوف تهبط معدلات تجديد القروض إلى أقل من ١٠٠٪ بكثير، لأن تدفقات البنوك وتدفقات الحافظة تأثرت بالفعل بتخفيض نسب التمويل بالديون ونمو النزعة صوب التحيز للاستثمارات المحلية (الجدول ألف ١٣). ورغم أن المتوقع أن تشهد الأوضاع تحسناً محدوداً في عام ٢٠١٠، فإن إتاحة التمويل الخارجي لبلدان اقتصادات الصاعدة والبلدان النامية سوف تظل خاضعة للتقييد الشديد. وتتسق هذه الافتراضات مع النتائج الواردة في الفصل الرابع والتي مفادها أن درجة الضغوط الحادة في الأسواق الناضجة وتركزها في الجهاز المصرفي يشيران إلى أن التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة سوف تعاني انخفاضات شديدة وأن تلك الاقتصادات لن تتعافى إلا ببطء.

ويتضمن المسار المتوقع للانتعاش أيضاً توفير دعم قوي على مستوى السياسات الاقتصادية الكلية. فسوف يتم تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية أو تظل قريبة من الحد الصفري في الاقتصادات المتقدمة الكبرى، بينما تواصل البنوك المركزية البحث عن سبل لاستخدام حجم وتكوين ميزانياتها العمومية لتيسير أوضاع الائتمان. وتتضمن التوقعات وصول خطط التنشيط المالي في بلدان مجموعة العشرين إلى ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ و١.٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٠، إلى جانب تشغيل أدوات الضبط التلقائي في معظم هذه البلدان.<sup>٢</sup> وفي الاقتصادات

<sup>٢</sup> وفرت المذكرة التي أعدها خبراء صندوق النقد الدولي لتقدمها إلى اجتماع مجموعة العشرين المعقود في لندن في مارس ٢٠٠٩ (دراسة IMF, 2009f) تقديرات أكثر تفصيلاً للدعم المقدم من المالية العامة على أساس النظر في حالة كل بلد على حدة. وتشير التقديرات الواردة في هذه المذكرة إلى أن ذلك الدعم سوف يشكل دفعة لنمو إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ في كل بلدان مجموعة العشرين بما يتراوح بين ٠.٧٥ نقطة مئوية و٣.٢٥ نقطة مئوية، وذلك استناداً إلى مجموعة متنوعة لتقديرات مضاعفات الإنفاق الحكومي. وما يقرب من ثلث هذه المنافع مستمد من الآثار الانتشارية العابرة للحدود.

الجدول ١-١: استعراض عام لتوقعات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي (التغير السنوي، ما لم يذكر خلاف ذلك)

التغير من ربع سنة رابع إلى الربع الرابع اللاحق	التغير من سنة إلى أخرى									
	التوقعات الراهنة		الاختلافات عن التوقعات في تحديث آفاق الاقتصاد العالمي في يناير ٢٠٠٩		التوقعات الراهنة					
	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠٠٨	٢٠٠٧		
	٢.٦	٠.٦-	٠.٢	١.١-	١.٨-	١.٩	١.٣-	٣.٢	٥.٢	الناتج العالمي <sup>١</sup>
	١.٠	٢.٦-	١.٧-	١.١-	١.٨-	٠.٠	٣.٨-	٠.٩	٢.٧	الاقتصادات المتقدمة
	١.٥	٢.٢-	٠.٨-	١.٦-	١.٢-	٠.٠	٢.٨-	١.١	٢.٠	الولايات المتحدة
	٠.٦	٣.٥-	١.٤-	٠.٦-	٢.٢-	٠.٤-	٤.٢-	٠.٩	٢.٧	منطقة اليورو
	٠.٠	٤.٤-	١.٧-	١.١-	٣.١-	١.٠-	٥.٦-	١.٣	٢.٥	ألمانيا
	١.٤	٢.٢-	١.٠-	٠.٣-	١.١-	٠.٤	٣.٠-	٠.٧	٢.١	فرنسا
	٠.٢	٢.٩-	٢.٩-	٠.٣-	٢.٣-	٠.٤-	٤.٤-	١.٠-	١.٦	إيطاليا
	٠.٢	٢.٩-	٠.٧-	٠.٦-	١.٣-	٠.٧-	٣.٠-	١.٢	٣.٧	إسبانيا
	٠.٦-	٢.٧-	٤.٣-	٠.١-	٣.٦-	٠.٥	٦.٢-	٠.٦-	٢.٤	اليابان
	٠.٦	٣.٢-	٢.٠-	٠.٦-	١.٣-	٠.٤-	٤.١-	٠.٧	٣.٠	المملكة المتحدة
	١.٧	١.٩-	٠.٧-	٠.٤-	١.٣-	١.٢	٢.٥-	٠.٥	٢.٧	كندا
	١.٧	١.٩-	٢.٧-	١.٦-	١.٧-	٠.٦	٤.١-	١.٦	٤.٧	اقتصادات متقدمة أخرى
	٢.٠	١.٥-	٤.٨-	٢.٣-	١.٧-	٠.٨	٥.٦-	١.٥	٥.٧	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة
	٥.٠	٢.٣	٣.٣	١.٠-	١.٧-	٤.٠	١.٦	٦.١	٨.٣	الاقتصادات الصاعدة والنامية <sup>٢</sup>
	...	...	...	١.٠-	١.٤-	٣.٩	٢.٠	٥.٢	٦.٢	إفريقيا
	...	...	...	١.٢-	١.٨-	٣.٨	١.٧	٥.٥	٦.٩	جنوب الصحراء
	...	...	...	١.٧-	٣.٣-	٠.٨	٣.٧-	٢.٩	٥.٤	أوروبا الوسطى والشرقية
	...	...	...	١.٠-	٤.٧-	١.٢	٥.١-	٥.٥	٨.٦	كومنولث الدول المستقلة
	١.٠	٤.٧-	١.٢	٠.٨-	٥.٣-	٠.٥	٦.٠-	٥.٦	٨.١	روسيا
	...	...	...	١.٣-	٣.٢-	٣.١	٢.٩-	٥.٣	٩.٩	ما عدا روسيا
	...	...	...	٠.٨-	٠.٧-	٦.١	٤.٨	٧.٧	١٠.٦	آسيا النامية
	٧.٩	٦.٩	٦.٨	٠.٥-	٠.٢-	٧.٥	٦.٥	٩.٠	١٣.٠	الصين
	٥.٩	٤.٨	٤.٥	٠.٩-	٠.٦-	٥.٦	٤.٥	٧.٣	٩.٣	الهند
	٣.٣	١.٢	٢.١	١.٨-	٢.٧-	٢.٣	٠.٠	٤.٩	٦.٣	بلدان "آسيان" الخمسة
	...	...	...	١.٢-	١.٤-	٣.٥	٢.٥	٥.٩	٦.٣	الشرق الأوسط
	...	...	...	١.٤-	٢.٦-	١.٦	١.٥-	٤.٢	٥.٧	نصف الكرة الغربي
	٢.٤	١.١	١.٢	١.٣-	٣.١-	٢.٢	١.٣-	٥.١	٥.٧	البرازيل
	٢.٥	٢.١-	١.٧-	١.١-	٣.٤-	١.٠	٣.٧-	١.٣	٣.٣	المكسيك
	...	...	...	٠.٨-	٢.٢-	٠.٣-	٤.٠-	١.١	٣.١	للتذكيرة
	...	...	...	١.١-	١.٩-	١.٠	٢.٥-	٢.١	٣.٨	الاتحاد الأوروبي
	...	...	...	٢.٦-	٨.٢-	٠.٦	١١.٠-	٣.٣	٧.٢	النمو العالمي على أساس أسعار الصرف السوقية
	...	...	...	٢.٦-	٨.٢-	٠.٦	١١.٠-	٣.٣	٧.٢	حجم التجارة العالمية (سلع وخدمات)
	...	...	...	١.٥-	٩.٠-	٠.٤	١٢.١-	٠.٤	٤.٧	الواردات
	...	...	...	٥.٢-	٦.٦-	٠.٦	٨.٨-	١٠.٩	١٤.٠	الاقتصادات المتقدمة
	...	...	...	٥.٢-	٦.٦-	٠.٦	٨.٨-	١٠.٩	١٤.٠	الاقتصادات الصاعدة والنامية
	...	...	...	١.٦-	٩.٨-	٠.٥	١٣.٥-	١.٨	٦.١	الصادرات
	...	...	...	٤.٢-	٥.٦-	١.٢	٦.٤-	٦.٠	٩.٥	الاقتصادات المتقدمة
	...	...	...	٤.٢-	٥.٦-	١.٢	٦.٤-	٦.٠	٩.٥	الاقتصادات الصاعدة والنامية
	...	...	...	٠.٢	٢.١	٢٠.٢	٤٦.٤-	٣٦.٤	١٠.٧	أسعار السلع الأولية (بالدولار الأمريكي)
	...	...	...	٢.٩-	١.٢	٤.٤	٢٧.٩-	٧.٥	١٤.١	النفط <sup>٣</sup>
	...	...	...	٢.٩-	١.٢	٤.٤	٢٧.٩-	٧.٥	١٤.١	سلع غير الوقود (متوسط على أساس الأوزان الترجيحية للصادرات العالمية من السلع الأولية)
	٠.٤	٠.١-	٢.١	٠.٥-	٠.٥-	٠.٣	٠.٢-	٣.٤	٢.٢	أسعار المستهلكين
	٤.٠	٤.٤	٧.٧	٠.٣-	٠.١-	٤.٧	٥.٧	٩.٣	٦.٤	الاقتصادات المتقدمة
	٤.٠	٤.٤	٧.٧	٠.٣-	٠.١-	٤.٧	٥.٧	٩.٣	٦.٤	الاقتصادات الصاعدة والنامية <sup>٤</sup>
	...	...	...	١.٥-	٠.٢	١.٤	١.٥	٣.٠	٥.٣	سعر الإقراض بين بنوك لندن (ليبور، %)
	...	...	...	٠.٧-	٠.٦-	٢.٠	١.٦	٤.٦	٤.٣	على الودائع بالدولار الأمريكي
	...	...	...	٠.٧-	٠.٦-	٢.٠	١.٦	٤.٦	٤.٣	على الودائع باليورو
	...	...	...	٠.١	٠.٠	٠.٥	١.٠	١.٠	٠.٩	على الودائع بالين الياباني

ملحوظة: يفترض بقاء أسعار الصرف الفعلية الحقيقية ثابتا عند مستوياتها السائدة خلال الفترة من ٢٥ فبراير إلى ٢٥ مارس ٢٠٠٩. وقد تم تعديل الأوزان الترجيحية القطرية المستخدمة في تكوين معدلات النمو الكلي لمجموعات البلدان.

<sup>١</sup> التقديرات والتوقعات ربع السنوية تمثل ٩٠٪ من الأوزان الترجيحية القائمة على تعادل القوى الشرائية العالمية.

<sup>٢</sup> التقديرات والتوقعات ربع السنوية تمثل ما يقارب 77٪ من الاقتصادات الصاعدة والنامية.

<sup>٣</sup> المتوسط البسيط للأسعار الفورية للنفط الخام من أنواع برنت المملكة المتحدة، ودبي، وغرب تكساس الوسيط. وقد بلغ متوسط سعر النفط ٩٧.٠٣ دولارا للبرميل في ٢٠٠٨؛ ويفترض بلوغه ٥٢.٠٠ دولارا في ٢٠٠٩، و٦٢.٥٠ دولارا في ٢٠١٠، وذلك استنادا إلى أوضاع أسواق المعاملات المستقبلية.

<sup>٤</sup> السعر لسته أشهر بالنسبة للولايات المتحدة واليابان، ولثلاثة أشهر بالنسبة لمنطقة اليورو.

## الإطار ١-١: الدورات الاقتصادية العالمية

من احتمالات الحركات المتزامنة واحتمالات حدوث دورة اقتصادية عالمية.

### تحديد تواريخ الدورات الاقتصادية العالمية

يتم على المستوى العالمي تطبيق طريقتين أساسيتين لتحديد تواريخ ذرى وقيعان الدورات الاقتصادية في فرادى البلدان — وهما طريقة الإجراءات الإحصائية وطريقة التقدير الاستنباطي، على غرار الطرق المتبعة لدى المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية (NBER) ومركز بحوث السياسات الاقتصادية (CEPR)، على سبيل المثال، في حالي الولايات المتحدة ومنطقة اليورو، على التوالي. وتؤدي كلا الطريقتين إلى نفس نقاط التحول في النشاط الاقتصادي العالمي.

وتستخدم الطريقة الإحصائية من أجل تحديد ذرى وقيعان الدورات الاقتصادية ضمن مؤش أساسي للنشاط الاقتصادي العالمي، وهو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي (على أساس الأوزان الترجيحية لتعادل القوى الشرائية)<sup>٢</sup>. وتستخدم في هذه الطريقة البيانات السنوية للفترة من عام ١٩٦٠ إلى عام ٢٠١٠، مع استناد التقديرات الخاصة بالفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠ إلى أحدث تنبؤات النمو الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي<sup>٣</sup>. ويستخدم مقياس نصيب الفرد الواحد من أجل تسجيل تباين معدلات النمو السكاني بين البلدان — إذ أن الاقتصادات الصاعدة والنامية على وجه الخصوص تميل إلى تسجيل معدلات نمو أعلى في إجمالي الناتج المحلي مقارنة بالاقتصادات الصناعية، ولكن الاقتصادات الصاعدة والنامية لديها أيضا معدلات نمو سكاني أعلى.

وتميز الخوارزمية المستخدمة أربع من فترات القاع في النشاط الاقتصادي العالمي على امتداد الخمسين عاما الماضية — في السنوات ١٩٧٥، ١٩٨٢، ١٩٩١، و٢٠٠٩ — وهو ما يناظر حالات الهبوط في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي (الشكل البياني الأول في اللوحة العليا). ومن الجدير بالذكر أن الخوارزمية لا ترصد عام ١٩٩٨ ولا عام ٢٠٠١ كقاعين في النشاط الاقتصادي، لأن نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي

يتم الاقتصاد العالمي بأعمق هبوط في النشاط الاقتصادي منذ خمسين عاما. ويرى كثير من المراقبين أن هذا الهبوط يحمل كل ملامح الركود العالمي. غير أن هناك مشكلة واحدة تواجه هذا النقاش وهي ندرة الأبحاث التجريبية التي تتناول الدورات الاقتصادية العالمية. ويسعى هذا الإطار إلى سد تلك الثغرة عن طريق تعريف الدورات الاقتصادية العالمية، وتقديم وصف مختصر لأهم سماتها، ومن ثم وضع مرحلة الهبوط الاقتصادي الراهنة في منظورها السليم.

ما الذي يشكل الدورة الاقتصادية العالمية؟ في ستينات القرن الماضي، كان يكفي أن ينظر المرء إلى التقلبات الدورية في البلدان المتقدمة للإجابة على هذا السؤال، لا سيما الولايات المتحدة. فقد استأثرت تلك البلدان بنصيب الأسد في الناتج العالمي، إذ كانت حصتها تقرب من ٧٠٪ على أساس تعادل القوى الشرائية؛ فضلا على ذلك، فقد كان النشاط الدوري في جانب كبير من بقية العالم يعتمد إلى حد كبير على الأوضاع السائدة في البلدان المتقدمة<sup>١</sup>. واليوم، مع انخفاض حصة الاقتصادات المتقدمة في الناتج العالمي إلى حوالي ٥٥٪ على أساس تعادل القوى الشرائية، فإن التباين بين الدورات الاقتصادية في هذه البلدان والدورات الاقتصادية العالمية لا يمكن اعتباره أمرا مسلما به بعد الآن. والواقع أنه في عام ٢٠٠٧، عندما بدأ تباطؤ النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات المتقدمة، كان الأمل معقودا على أن تكون الاقتصادات الصاعدة والنامية محصنة بعض الشيء من هذه التطورات بفضل حجم وقوة الطلب المحلي في تلك الاقتصادات وبفضل زيادة أهمية التجارة الإقليمية داخل آسيا.

غير أنه في الوقت ذاته، أصبحت بلدان العالم أكثر تكاملا الآن عن طريق التجارة والتدفقات المالية مقارنة بما كانت عليه في ستينات القرن الماضي، مما أتاح إمكانية أكبر للأثار الانتشارية وأثار العدوى، إذ أن هذا يؤدي إلى زيادة التأثيرات المرتدة في الاتجاهين بين تطورات الدورة الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة وتطوراتها في الاقتصادات الصاعدة والنامية، مما يزيد

مؤلفو هذا الإطار هم أيهان كوسيه، وبراكاش لونغانني، وماركو تيرونيس. وقد قدم ديفيد لو وخير رودريغيز مساعدة بحثية.

<sup>١</sup> تبلغ حصة البلدان المتقدمة في الناتج العالمي قرابة ٧٥٪ بأسعار الصرف السوقية. ويرد في الفصل الرابع من عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي تحليل صادر عن الصندوق لتطور توزيع الناتج العالمي ودراسة للتغير بمرور الوقت في الأداء الاقتصادي للبلدان النامية تحت تأثير النمو في البلدان المتقدمة.

<sup>٢</sup> تحدد هذه الطريقة ذرى وقيعان مستوى النشاط الاقتصادي عن طريق البحث عن التغيرات طوال فترة زمنية معينة. وفي حالة استخدام البيانات السنوية، تتطلب هذه الطريقة أساسا مدة أدناها سنتان للدورة الاقتصادية ومدة أدناها سنة واحدة لكل مرحلة من مرحلتي الدورة الاقتصادية. وتستمر الدورة الاقتصادية الكاملة من ذروة إلى الذروة التالية مشتملة على مرحلتها، وهما مرحلة الركود (من الذروة إلى القاع) ثم مرحلة التوسع (من القاع إلى الذروة التالية)؛ راجع دراسة Claessens, Kose, and Terrones (2008).

<sup>٣</sup> تشمل العينة المستخدمة في حساب هذا المقياس كل البلدان المدرجة في قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

الإطار ١-١ (تابع)

ولا يؤثر استخدام الأوزان الترجيحية للسوق وليس الأوزان الترجيحية القائمة على تعادل القوى الشرائية، وهو ما يؤدي إلى ميل الأوزان الترجيحية لصالح الاقتصادات المتقدمة، على تحديد القيعان، إلا في حالة القاع المتوافق مع عام ١٩٩١. فعند استخدام الأوزان الترجيحية للسوق، ينتقل القاع في تلك النوبة إلى عام ١٩٩٣ بسبب حالات الهبوط الاقتصادي التي شهدتها الكثير من البلدان الأوروبية إبان أزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية التي وقعت في الفترة ١٩٩٣-١٩٩٢. غير أن التوقعات الراهنة التي تعتمد على استخدام أي من هذين النوعين من الأوزان الترجيحية تشير إلى أن الركود العالمي الذي يشهده عام ٢٠٠٩ سيكون أعمق بكثير مما سواه من حالات الركود التي حدثت طوال العقود الخمسة الماضية (الشكل البياني الأول، اللوحة السفلى).<sup>٥</sup>

تقييم أعم لنقاط التحول

خلافا للمتابع في المنهج الإحصائي، يحدد المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية في الولايات المتحدة ومركز بحوث السياسات الاقتصادية في منطقة اليورو تواريخ ذرى وقيعان الدورات الاقتصادية عن طريق النظر في مجموعة واسعة من المؤشرات الاقتصادية الكلية والوصول إلى تقدير استنسابي بشأن ما إذا كانت أغلب الأدلة تشير إلى وقوع حالة ركود أم لا. وتعتبر مهمة مركز بحوث السياسات الاقتصادية أكثر صعوبة من مهمة المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية لأن عليه، بالإضافة إلى النظر في العديد من المؤشرات، أن يحدد ما إذا كانت منطقة اليورو ككل في حالة ركود أم لا.

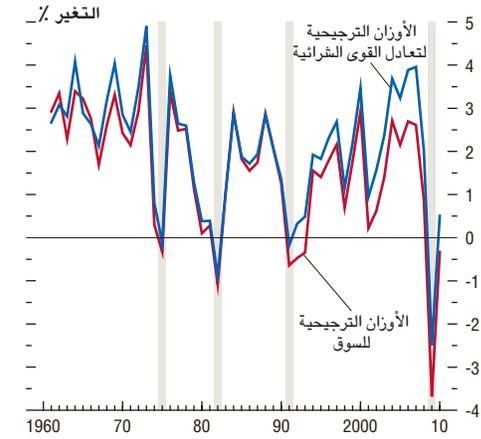
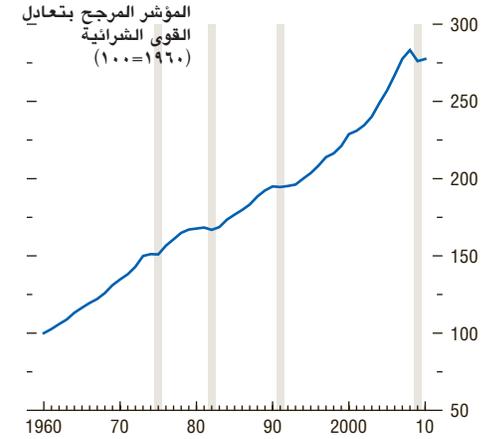
ويطبق هذا المنهج على المستوى العالمي عن طريق النظر في عدة مؤشرات للنشاط الاقتصادي العالمي — نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والإنتاج الصناعي، والتجارة، والتدفقات الرأسمالية، واستهلاك النفط، والبطالة.<sup>٦</sup> ويوضح الشكل البياني الثاني سلوك

إلى أن التباطؤ الاقتصادي الذي حدث عام ٢٠٠١ «أدنى بقدر ما من أن يبلغ حالة الركود العالمي، وهذا بالتأكيد مقارنة بفترة سابقة كنا سنصفها بأنها فترات ركود عالمي. وعلى الرغم من ذلك، فقد كان التباطؤ الاقتصادي الأخير أقرب ما يكون إلى الركود العالمي.» وللاطلاع على التفاصيل، راجع الفصل الأول من عدد إبريل ٢٠٠٢ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

<sup>٥</sup> تناظر نويات الركود العالمي التي تميزها الخوارزمية، بحكم تكوينها، تماما فترات الهبوط في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي. وفي حالة استخدام أي من النوعين من الأوزان الترجيحية، فإن تواريخ ذرى الدورات الاقتصادية العالمية هي الأعوام ١٩٧٤، ١٩٨١، ١٩٩٠، و٢٠٠٨. أما في حالة استخدام مجموع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (وليس نصيب الفرد منه)، فإن عام ٢٠٠٩ سيكون هو الحالة الوحيدة التي يشهد فيها الاقتصاد العالمي انكماشاً منذ عام ١٩٦٠.

<sup>٦</sup> البيانات المتعلقة بالبطالة لا تتوافر إلا عن عدد مختار من الاقتصادات المتقدمة عن فترة العينة كاملة. فمن الصعب الحصول على سلاسل زمنية طويلة عن البطالة في حالة الاقتصادات الصاعدة والنامية؛ فضلا على ذلك، فإن وجود قطاعات غير رسمية كبيرة في الكثير من هذه البلدان يحد من فائدة معدل البطالة الرسمي كمؤشر لأوضاع أسواق العمل.

نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي العالمي الحقيقي  
(المساحات المظلة تمثل الانكماش في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي العالمي مرجحا بتعديل القوى الشرائية)

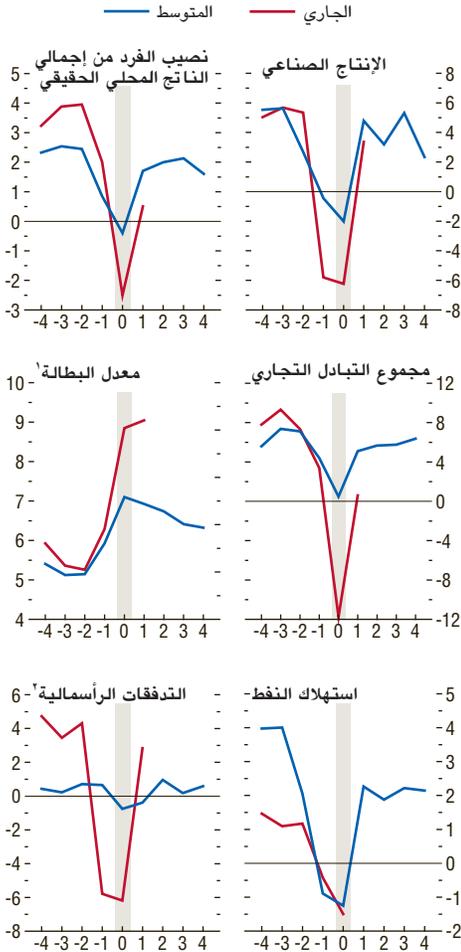


المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تستند بيانات الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠ إلى التنبؤ الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

الحقيقي العالمي لم يهبط في أي من هذين العامين. ففي الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨ شهد الكثير من الاقتصادات الصاعدة، لا سيما في آسيا، هبوطاً حاداً في النشاط الاقتصادي ولكن ظل النمو في الاقتصادات المتقدمة صامداً. أما في عام ٢٠٠١، وهو الحالة المقابلة، فقد شهد الكثير من الاقتصادات المتقدمة حالات ركود خفيفة ولكن ظل النمو قويا في الأسواق الصاعدة الرئيسية، كالصين والهند.<sup>٤</sup>

<sup>٤</sup> خُصص أيضاً التحليل الوارد في الإطار ١-١ في عدد إبريل ٢٠٠٢ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الذي يحمل العنوان «هل كان ركوداً عالمياً؟»

### متغيرات مختارة حول حالات الركود العالمي (التغير السنوي % ما يذكر خلاف ذلك: السنوات على المحور السييني: والقاع في الناتج عند t = صفري)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ معدل البطالة %، ويضم بيانات الاقتصادات المتقدمة فقط.  
٢ تشير تدفقات رؤوس الأموال إلى نطاق زمني متحرك يبلغ عامين في المتوسط لنسبة التدفقات الداخلة زائدا التدفقات الخارجة إلى إجمالي الناتج المحلي.

المتوقع في حالة الركود الراهنة يتجاوز بشكل مباشر ما هو مشاهد إحصائيا في الحالات السابقة.

#### مدى التزامن بين حالات الركود القطرية

يوضح الشكل البياني الثالث التقلبات السنوية في جزء من البلدان التي تشهد حالة ركود مرجحا بإجمالي الناتج

هذه المؤشرات في المتوسط في فترات الركود العالمي في الأعوام ١٩٧٥، ١٩٨٢، و١٩٩١، التي تم تحديدها باستخدام المنهج الإحصائي. فيبدأ الإنتاج الصناعي العالمي والاستهلاك العالمي من النفط في التباطؤ قبل الوصول إلى قاع الدورة بعامين، أما التجارة العالمية والتدفقات الرأسمالية العالمية فتبدأ في التباطؤ قبل الوصول إلى القاع بعام واحد. ويسجل معدل البطالة أكبر زيادة حادة له في العام الذي يشهد مرحلة الركود. وتظل البطالة مرتفعة في العام اللاحق على قاع الدورة، بينما تتعافى معظم المؤشرات الأخرى عائدة إلى مستوى قريب من معدلات نموها المعتادة. وتتفق حالة الركود الراهنة مع نمط مشابه للنمط المشاهد إحصائيا في حالات الركود السابقة، وإن كان الانكماش في معظم المؤشرات أكثر حدة بكثير في الحالة الراهنة.

ورغم أن حالات الركود العالمي الأربع تشترك في السمات الكيفية، فإن هناك بعض الفروق الكمية المهمة فيما بينها. ويوضح الجدول التغيرات كنسب مئوية في مؤشرات مختارة للنشاط الاقتصادي العالمي طوال مدد حالات الركود. فقد شهدت كل المؤشرات تقريبا في عامي ١٩٧٥ و١٩٨٢ هبوطا أكثر حدة مما شهدته عام ١٩٩١؛ والواقع أن التجارة العالمية شهدت في عام ١٩٩١ نموا قويا رغم حالة الركود. وقد سجلت التدفقات الرأسمالية هبوطا في عامي ١٩٨٢ و١٩٩١، ولكن هذه التغيرات أقل بكثير من الانكماش الهائل الذي يبدو أنه يحدث في النوبة الراهنة. أما البطالة فيتوقع أن تزيد بحوالي ٢,٥ نقطة مئوية في فترة الركود المستمرة الراهنة، وهو ما سيكون أكبر مما شهدته حالات الركود السابقة.

كذلك هناك دليل على شدة حالة الركود في ٢٠٠٩، يستمد من الهبوط المتنبأ به في نصيب الفرد من الاستهلاك، وهو هبوط أكبر بكثير من الهبوط المشاهد إحصائيا في عام ١٩٨٢ ويتناقض مع الزيادة في الاستهلاك في حالتي الركود العالمي الأخيرين. وقد هبط نصيب الفرد من الاستثمار في كل حالات الركود العالمي، ولكن الهبوط

في العامين ١٩٩٨ و٢٠٠١، جاء سلوك هذه المؤشرات العالمية مختلطا بين الإيجابي والسلبي، مما يؤيد الاستنتاج من الطريقة الإحصائية المتمثل في أن هذه الحالات لم تكشف عن وجود سمات الركود العالمي. وتستخدم الطريقة الإحصائية أيضا من أجل تحديد نقط التحول الدورية في سلاسل البيانات ربع السنوية للإنتاج الصناعي العالمي. وتتسق النتائج بوجه عام مع النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام سلاسل البيانات السنوية لإجمالي الناتج المحلي، ولكنها تشير أيضا إلى وجود قاع في الإنتاج الصناعي طوال الفترة من الربع الرابع من عام ٢٠٠٠ إلى الربع الرابع من عام ٢٠٠١.

الإطار ١-١ (تتمة)

حالات الركود العالمي: مؤشرات مختارة للنشاط الاقتصادي (التغير السنوي %، ما لم ترد الإشارة إلى خلاف ذلك)

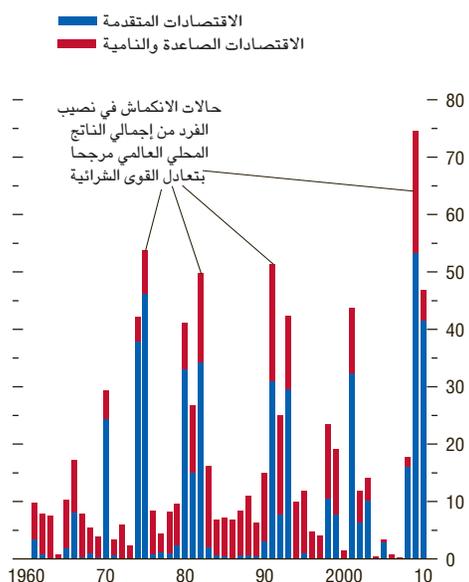
المتغير	١٩٧٥	١٩٨٢	١٩٩١	توقعات ٢٠٠٩	المتوسط (١٩٧٥، ١٩٨٢، ١٩٩١)
الناتج					
نصيب الفرد من الناتج (مرجحا بتعديل القوى الشرائية)	٠,١٣-	٠,٨٩-	٠,١٨-	٢,٥٠-	٠,٤٠-
نصيب الفرد من الناتج (بالأوزان الترجيحية للسوق)	٠,٣٣-	١,٠٨-	١,٤٥-	٣,٦٨-	٠,٩٥-
المؤشرات الاقتصادية الكلية الأخرى					
الإنتاج الصناعي	١,٦٠-	٤,٣٣-	٠,٠٩-	٦,٢٣-	٢,٠١-
مجموع التبادل التجاري	١,٨٧-	٠,٦٩-	٤,٠١-	١١,٧٥-	٠,٤٨
التدفقات الرأسمالية <sup>١</sup>	٠,٥٦	٠,٧٦-	٢,٠٧-	٦,١٨-	٠,٧٦-
استهلاك النفط	٠,٩٠-	٢,٨٧-	٠,٠١	١,٥٠-	١,٢٥-
البطالة <sup>٢</sup>	١,١٩	١,٦١	٠,٧٢	٢,٥٦	١,١٨
مكونات الناتج					
نصيب الفرد من الاستهلاك	٠,٤١	٠,١٨-	٠,٦٢	١,١١-	٠,٢٨
نصيب الفرد من الاستثمار	٢,٠٤-	٤,٧٢-	٠,١٥-	٨,٧٤-	٢,٣٠-

ملحوظة: استمرت حالة الركود التي بدأت في عام ١٩٩١ حتى عام ١٩٩٣، باستخدام الأوزان الترجيحية للسوق؛ بينما استمرت كل حالات الركود عاما واحدا.  
<sup>١</sup> تشير إلى نطاق زمني متحرك يبلغ عامين في المتوسط لنسبة التدفقات الداخلة زاندا التدفقات الخارجة إلى إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٢</sup> المقصود بذلك هو التغير بالنقاط المئوية في معدل البطالة.

أنها جاءت متبوعة بتحول حاد في الحظوظ. ففي ٢٠٠٩، يتوقع لكل الاقتصادات المتقدمة تقريبا أن تدخل حالة الركود. وتعتبر درجة التزامن في حالة الركود الراهنة هي أعلى درجات التزامن على مدى الخمسين عاما الماضية. ورغم أنه من الواضح أن حالة الركود الراهنة جاءت مدفوعة بهبوط النشاط الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة، فإن حالات الركود في عدد من الاقتصادات الصاعدة والنامية تساهم في عمقها وتزامنها.

وبخلاصة ما سبق أنه إذا تحققت تنبؤات النشاط الاقتصادي لعام ٢٠٠٩، فسوف يستوفي العام الحالي الشروط التي تجعله أشد فترات الركود العالمي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، إذ يتوقع أن تسجل معظم المؤشرات هبوطا أكثر حدة مما سجلته فترات الركود العالمي السابقة. وبالإضافة إلى شدة حالة الركود العالمي الراهنة، فإنها تستوفي أيضا الشروط التي تجعلها أكثر حالات الركود العالمي تزامنا، حيث إن كل الاقتصادات المتقدمة تقريبا، فضلا على الكثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية، دخلت بالفعل حالة الركود.

البلدان المارة بحالات الركود (النسبة المئوية من البلدان مرجحة بتعديل القوى الشرائية)



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تستند بيانات الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠ إلى التنبؤ الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

المحلي، ونعرف هذه التقلبات هنا بأنها تعني هبوطا في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي<sup>٨</sup> وليس من المستغرب أن نرى أن النسبة المئوية للبلدان التي تشهد حالة الركود ترتفع ارتفاعا حادا إبان حالات الركود العالمي الأربع. ورغم أن حالة الركود التي حدثت عام ١٩٧٥ كانت مدفوعة إلى حد كبير بالهبوط الذي شهدته الاقتصادات الصناعية، فإن الاقتصادات الصاعدة والنامية كان لها دور في وقوع حالات الركود الثلاث الأخرى. ففي عام ١٩٨٢، ساهمت حالات الركود التي شهدتها اقتصادات أمريكا اللاتينية في هبوط النشاط الاقتصادي العالمي، بينما في عام ١٩٩١ كان للهبوط في اقتصادات مرحلة التحول دور أهم في وقوع حالة الركود. وكان الركود الذي بدأ في عام ١٩٩١ حالة متعددة السنوات جاء فيها الركود في الولايات المتحدة أولا في الفترة ١٩٩٠-١٩٩١ وأعقبته حالات الركود بين البلدان الأوروبية إبان أزمة آلية سعر الصرف الأوروبية.

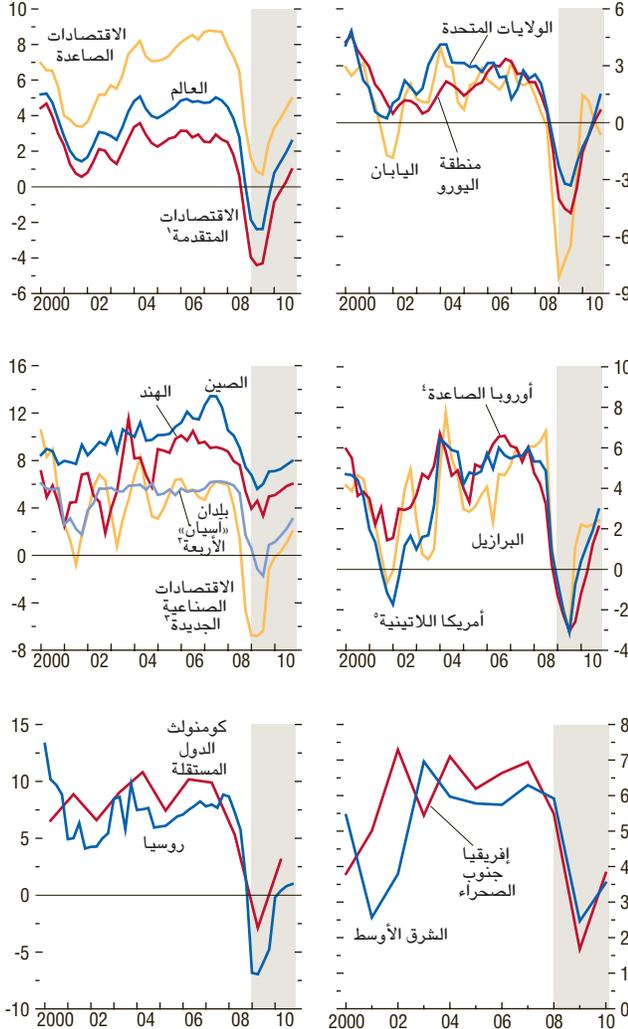
وتتفرد فترة الركود في ٢٠٠٦-٢٠٠٧ بأنها شملت أقل عدد من البلدان الداخلة في حالة الركود بالمستويات التاريخية. غير

<sup>٨</sup> البلدان مرجحة بالأوزان الترجيحية لتعديل القوى الشرائية في حالة كل منها؛ وهكذا فإن البلدان الكبيرة من حيث الحجم الاقتصادي يكون لها وزن ترجيحي أكبر في هذا الشكل البياني.

## كآبة الاحتمالات قصيرة الأجل

### الشكل البياني ١-٨: الآفاق المستقبلية العالمية (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، التغيير % عن سنة سابقة)

يتوقع أن يشهد الاقتصاد العالمي ركودا عميقا ومطولا في عام ٢٠٠٩، وألا يعود النمو إلا بوتيرة تدريجية في عام ٢٠١٠، مستندا إلى قوة الإجراءات المتخذة على مستوى السياسات. ويتوقع أن تعاني مجموعة واسعة من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة من انكماش النشاط الاقتصادي في عام ٢٠٠٩.



المصدر: مؤسسة Haver Analytics؛ وقاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.  
 ١ أستراليا وكندا والجمهورية التشيكية والدانمرك ومنطقة اليورو ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وإسرائيل واليابان وكوريا ونيوزيلندا والنرويج وسنغافورة والسويد وسويسرا ومقاطعة تايوان الصينية والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.  
 ٢ إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند.  
 ٣ تشمل الاقتصادات الصناعية الجديدة منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية.  
 ٤ إستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا.  
 ٥ الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو وفنزويلا.

المتقدمة الرئيسية، يتوقع أن يقفز عجز المالية العامة إلى ١٠,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩، مقارنة بأقل من ٢٪ في عام ٢٠٠٧ (راجع الجدول ألف)، مع حدوث نصف التدهور تحت تأثير التنشيط والدعم المقدمين من المالية العامة (التقرير IMF, 2009e). وسوف يكون هذا العجز في مجموعه أكبر بكثير من أي شئ شوهد منذ الحرب العالمية الثانية. فيتوقع لموازين المالية العامة أن تتدهور في الاقتصادات الصاعدة والنامية أيضا، حيث تتأرجح بين تحقيق فائض كلي طفيف في عام ٢٠٠٧ وبين تحمل عجز يبلغ ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩، مع نشوء مكون كبير نسبيا نتيجة الهبوط المستمر في أسعار السلع الأولية والأصول.

والافتراض الأساسي الثالث هو أن أسعار السلع الأولية سوف تبقى قرب مستوياتها الحالية في عام ٢٠٠٩ مع ارتفاع محدود وحسب في عام ٢٠١٠ عندما يأخذ الانتعاش مجراه في النهاية، وهذا ما يتسق مع تطورات الأسعار في سوق العقود الآجلة. وتعني القيود التي تشهدها أسعار السلع الأولية، إلى جانب الارتفاع المستمر في فجوات الناتج، استمرار التضخم العالمي في التباطؤ الحاد، وكذلك حدوث عملية إعادة توزيع في القوى الشرائية لصالح البلدان المستوردة للسلع الأولية، التي ستوفر دعما كبيرا للطلب في الاقتصادات المتقدمة (تبلغ القوى الشرائية الإضافية حوالي ١,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي) ولكن سوف يؤثر ذلك سلبا على البلدان المصدرة للسلع الأولية.

واستنادا إلى ذلك، يتوقع أن تعاني الاقتصادات المتقدمة من حالات ركود عميق. ويتوقع أن يشهد الناتج الكلي انكماشا يبلغ ٢,٦٪ (مقيسا على أساس التغيير من الربع الأخير إلى الربع الأخير في السنة اللاحقة) في عام ٢٠٠٩ (الشكل البياني ١-٨). وفي أعقاب ربع سنة يتسم بالضعف الشديد، يتوقع أن يتراجع معدل الانكماش ترجعا محدودا، وذلك عندما تتلقى الاقتصادات المعنية دعما من التنشيط المالي ويتقلص العبء الناشئ من تصحيح المخزونات. ويتوقع للناتج في ٢٠١٠ أن يزيد تدريجيا خلال السنة - بنسبة ١٪- أي يظل أدنى من الإمكانية بكثير، مما يعني حدوث استمرار ارتفاع معدل البطالة إلى أن يتجاوز ٩٪. ومن بين الاقتصادات الرئيسية، سوف تستمر الولايات المتحدة والمملكة المتحدة أكثر من سواهما في المعاناة من قيود الائتمان، وذلك نظرا للأضرار المباشرة التي أصابت مؤسساتهما المالية، وما حدث من تصحيحات رئيسية في أسواق المساكن، والاعتماد على اقتراض قطاع الأسر في دعم الاستهلاك. وسوف تشهد منطقة اليورو هبوطا في النشاط الاقتصادي أشد مما تشهده الولايات المتحدة وذلك لما يؤدي إليه الانكماش الحاد في قطاعات

الصادرات من تقييد متزايد للطلب المحلي على خلفية الضغوط المالية وتصحيحات أسواق المساكن في بعض الأسواق القومية. وفي اليابان، يأتي الهبوط الاقتصادي مفرطاً في شدته مدفوعاً في المقام الأول بالتجارة، والتي تعرضت للأضرار الشديدة بسبب فرط اعتماد اليابان على صادرات الصناعة التحويلية، ومدفوعة أيضاً بالآثار الانتشارية التي طالت الاستثمارات المحلية. ويتوقع أن تتسع فجوة الناتج في اليابان إلى أكثر من ٨٪ — وهي أوسع فجوة في الناتج بين الاقتصادات المتقدمة الرئيسية (الشكل البياني ١-٩).

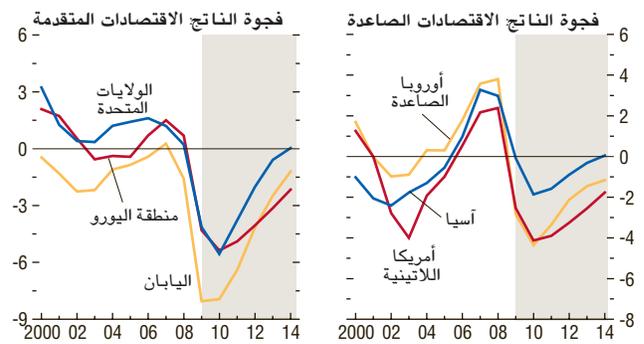
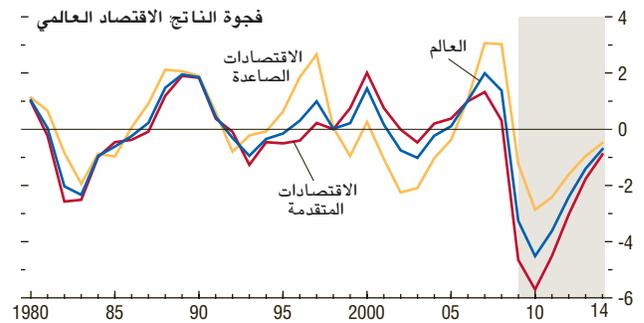
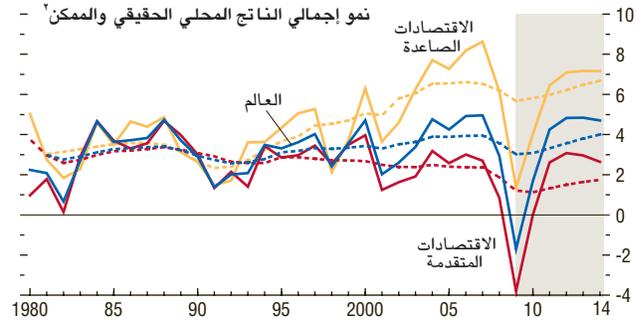
أما الاقتصادات الصاعدة والنامية كمجموعة فلا يزال يتوقع لها أن تحقق بالكاد نمواً محدوداً يبلغ معدله ١,٦٪ في عام ٢٠٠٩ يرتفع إلى ٤٪ في عام ٢٠١٠. غير أن إجمالي الناتج المحلي الحقيقي سوف ينكمش في شريحة كبيرة من البلدان في عام ٢٠٠٩. ويتوقع أن تشهد بلدان كومنولث الدول المستقلة أكبر هبوط في الناتج، لأن التحول في مسار التدفقات الرأسمالية وضع نهاية لازدهار الائتمان، كما تراجعت الإيرادات المتحققة من تصدير السلع الأولية. ويتعين على بلدان أوروبا الصاعدة أن تتكيف مع التقييد الحاد للتمويل الخارجي، وكذلك الانخفاض في الطلب من أوروبا الغربية. كما تأثرت صادرات شرق آسيا سلباً، شأنها شأن اليابان، من انهيار الطلب على صادرات الصناعة التحويلية. وسوف تشهد الصين والهند هبوطاً حاداً في النمو، ولكن لا يزال من المتوقع أن تحققاً معدلات قوية من النمو بمعايير البلدان الأخرى، وذلك بفضل زخم الطلب المحلي (معزاً بتيسير السياسات، لا سيما في الصين). أما بلدان الشرق الأوسط المصدرة للنفط فتستخدم الاحتياطات المالية من أجل الحفاظ على خطط الإنفاق الحكومي الرامية إلى توقي تأثير انخفاض أسعار النفط. وفي أمريكا اللاتينية، يوفر انتعاج إدارة اقتصادية كلية حريصة في الآونة الأخيرة في الكثير من البلدان هوامش وقائية، ولكن تلك الاقتصادات تأثرت تأثراً بالغاً بالهبوط في أحجام الصادرات، وضعف أسعار السلع الأولية، وتشديد قيود التمويل الخارجي. وتعاني البلدان الإفريقية أيضاً من الضائقة من جراء الهبوط في أسعار صادرات السلع الأولية وأوضاع أسواق التصدير، ولكن معظم تلك البلدان أقل اعتماداً على التمويل الخارجي.

### هيمنة مخاطر قصور النتائج عن المتوقع

تحيط أجواء عدم اليقين الشديد بتوقعات الاقتصاد الحالية، مع ميل المخاطر إلى إمكانية تردي الأوضاع عن المستوى المتوقع، وذلك رغم تخفيض توقعات السيناريو

### الشكل البياني ١-٩: النمو الممكن وفجوة الناتج<sup>١</sup>

يعني الركود العالمي الشديد حدوث اتساع مستمر وحاد في فجوات الناتج، لا سيما في الاقتصادات المتقدمة، ولكن ذلك سيؤثر أيضاً على معظم الاقتصادات الصاعدة. ويتوقع ألا تضيق هذه الفجوات أبوبتيرة بطيئة في الأجل المتوسط، مما يعني استمرار البطالة عند مستويات مرتفعة.



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تستند تقديرات فجوة الناتج، معبراً عنها كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي الممكن، إلى حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٢</sup> معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي (الخط الممتد) والممكن (الخط المتقطع) للاقتصادات المتقدمة. وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة، يستخدم مرشح هودريك-بريسكوت لتحديد إجمالي الناتج المحلي الممكن.

## كآبة الاحتمالات قصيرة الأجل

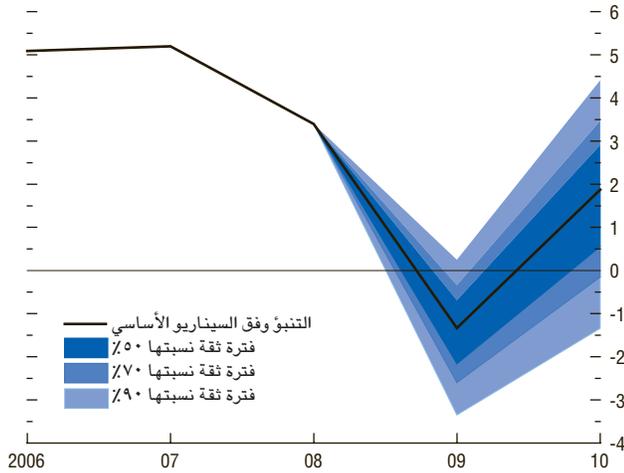
الأساسي، على النحو الموضح في الشكل المروحي للنمو العالمي (الشكل البياني ١-١٠). وقد أصبح تكوين هذا الشكل المروحي يستند الآن إلى المؤشرات السوقية، كما يرد تفسيره في الملحق ١-٢. وتشير هذه المؤشرات إلى أن تباين مخاطر النمو هو في الوقت الراهن أكبر بكثير من المعتاد، كما تدل هذه المؤشرات أيضا على وجود التواء هبوطي في المخاطر.

وقبل استكشاف مخاطر قصور النتائج عن المتوقع هذه، ينبغي التسليم بأن هناك إمكانية تجاوز النتائج للمنتوق تواجه الآفاق المستقبلية. فالتنفيذ الجسور للسياسات الذي ينجح في إقناع الأسواق بأن الضغوط المالية تجري مواجهتها بحزم، يمكن أن يطلق «صعودا في تخفيف الآثار السلبية» («relief rally») في الأسواق، يحقق تعزيزا متبادلا هو الانتعاش في ثقة دوائر الأعمال والمستهلكين، وتقوية الاستعداد للدخول في التزامات إنفاق أطول أجلا. والمشكلة هي أنه كلما زاد عمق الهبوط الاقتصادي كلما تضاءلت فرص حدوث ذلك الانتعاش القوي، لأن التشاؤم المحيط بالآفاق المستقبلية يترسخ ويعرض الميزانيات العمومية لمزيد من الأضرار.

وإذا انتقلنا إلى مخاطر قصور النتائج عن المتوقع، نجد أن واحدا من المخاوف السائدة هو أن تظل إجراءات السياسة قاصرة عن إيقاف التأثيرات المرتدة السلبية التي يتعاقب فيها تدهور الأوضاع المالية وزيادة ضعف الاقتصادات، وذلك نظرا لمحدودية الدعم العام لإجراءات السياسات. ويتمثل لب المشكلة في أن انكماش النشاط الاقتصادي في شتى أرجاء العالم يعني أن خطر الارتفاع المستمر في حالات التخلف عن سداد الديون في قطاعي الشركات والأسر سينطوي على ارتفاع جديد في فروق العائد الناجمة عن علاوات المخاطر، ومزيد من الهبوط في أسعار الأصول، ومزيد من الخسائر في الميزانيات العمومية المالية. وسوف تزيد مخاطر الأحداث المؤثرة نظاميا، وتزيد صعوبة مهام استعادة الموثوقية والثقة، ويحدث المزيد من التصاعد في تكاليف عمليات إنقاذ البنوك على المالية العامة. فضلا على ذلك، فإن هناك مجموعة متنوعة تنوعا واسعا من المؤسسات المالية — بما في ذلك شركات التأمين على الحياة وصناديق معاشات التقاعد — سوف تواجه صعوبات خطيرة. وسوف تدفع زيادة الضغوط في القطاع المالي، بدورها، إلى مزيد من تخفيض نسب التمويل بالديون ومزيد من عمليات بيع الأصول، وتضييق إمكانية الوصول إلى الائتمان، وزيادة عدم اليقين، وارتفاع معدلات الادخار، بل والدخول في حالات ركود اقتصادي أشد وأطول أمدا. وقد تعجز سياسات المالية العامة والسياسات النقدية عن

### الشكل البياني ١-١٠: المخاطر على نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي<sup>١</sup> (التغير %)

لا تزال الآفاق المستقبلية محاطة بقدر بالغ من عدم اليقين، حيث تميل تنبؤات المخاطر إلى الجانب السلبى. راجع الملحق ١-٢ للاطلاع على مدى ارتباط التباين والالتواء في الشكل البياني المروحي الآن بمؤشرات الأسواق.

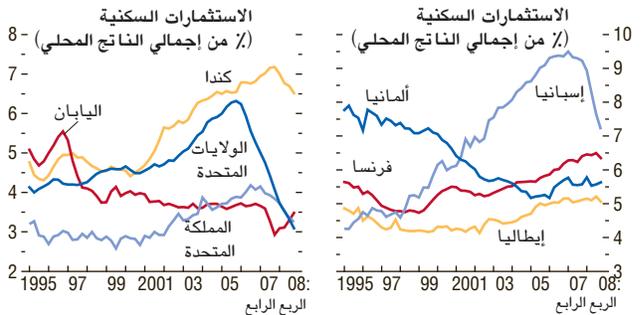
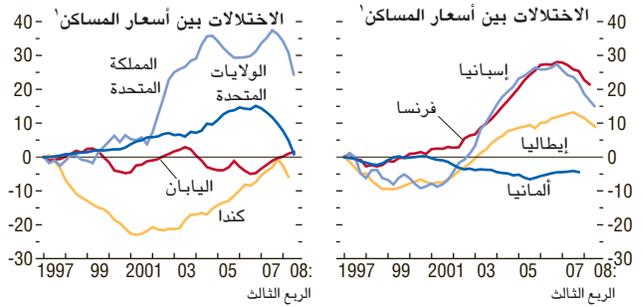
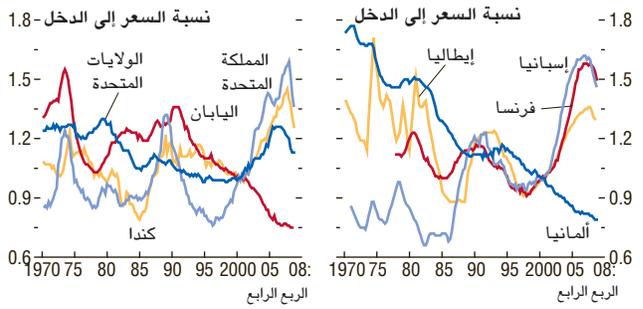
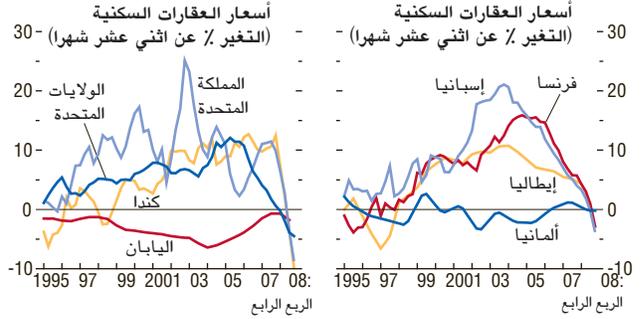


المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> يبين هذا الشكل المروحي (fan chart) الغموض المحيط بالتنبؤ المركزي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي عند نسب فترات الاحتمالية البالغة ٥٠٪، و٧٠٪، و٩٠٪. وكما هو موضح، نجد فترة الثقة البالغة ٧٠٪ تشمل فترة الثقة البالغة ٥٠٪، وفترة الثقة البالغة ٩٠٪ تشمل فترتي الثقة البالغتين ٥٠٪ و٧٠٪.

## الشكل البياني ١-١١: المستجدات في أسواق المساكن

تراجعت أسعار المساكن بوتيرة حادة في مجموعة واسعة من الاقتصادات المتقدمة، وتشهد الآن هبوطاً في عدد من الأسواق. ومع ذلك، فإن اختلالات أسعار المساكن لا تزال كبيرة عبر مجموعة متنوعة من البلدان.



المصادر: مؤسسة Haver Analytics؛ وتقرير آفاق الاقتصاد (Economic Outlook)، الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تستند التقديرات إلى المنهجية الوارد وصفها في الإطار ١-٢ من عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

اكتساب الفعالية اللازمة نظراً لكثافة أجواء عدم اليقين، حيث يمكن أن يؤدي ارتفاع معدلات الادخار الاحترازي إلى تخفيض مضاغفات الإنفاق الحكومي وأن تعجز الخطوات المتخذة لتيسير ضائقة التمويل عن إبطاء العملية الجارية لتخفيض نسب التمويل بالديون. ومن شأن هذه التفاعلات السلبية أن تحدث تأثيرها عن طريق سلسلة معقدة من القنوات المترابطة تتحرك في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة. وتشمل المسارات الأساسية لانتقال الآثار حدوث تصحيحات عميقة في أسواق المساكن القومية، وخصوصاً في الاقتصادات المتقدمة وإن لم يقتصر ذلك عليها؛ وتعرض الشركات للضغوط؛ وخصوصاً في الاقتصادات الصاعدة وإن لم يقتصر ذلك عليها؛ ومخاطر الانكماش، وذلك في الاقتصادات المتقدمة أساساً؛ واستفحال جوانب الضعف في الميزانيات العمومية للقطاع العام، لا سيما في الاقتصادات الصاعدة وإن لم يقتصر ذلك عليها. وترد أدناه مناقشة لكل من هذه المخاطر تبعاً، وذلك قبل أن يختتم هذا القسم بتناول سيناريو المخاطر السلبية المتمثلة في قصور النتائج عن المتوقع من أجل توضيح التأثير المجمع المحتمل على الاقتصاد العالمي.

### متى تنتهي حالات الهبوط في أسواق المساكن؟

كانت حالة الركود في سوق المساكن في الولايات المتحدة هي العامل المباشر الذي تسبب في أزمة الرهون العقارية عالية المخاطر، وهي مصدر الخسائر الفادحة المستمرة التي مني بها النظام المالي، وحالات الهبوط في ثروة الأسر، والانخفاض المستمر في نشاط التشييد، وكلها لا تزال أعباء جسيمة على حركة النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة.<sup>٢</sup> وتتوخى توقعات السيناريو الأساسي تحقيق الاستقرار ثم التحسن في هذا القطاع بعد أن يحدث انخفاض جديد يتراوح بين ١٠٪ و ١٥٪ في أسعار المساكن (مقيساً باستخدام مقياس كيس-شيرلر لعشرين مدينة) من شأنه أن يخفض أسعار المساكن في الولايات المتحدة بأكثر من ٣٥٪ مقارنة بالذروة التي سبق بلوغها، مما يجعل نسب التقييم أقرب توافقاً مع المستويات المعتادة متوسطة الأجل، ويدع نشاط التشييد عند مستوى أدنى بكثير من القيعان الدورية المشاهدة من قبل (الشكل البياني ١-١١). غير أن الارتفاع المستمر في معدلات البطالة والزيادة المستمرة في حصة قطاع الأسر التي لديها «قيمة عقار سالبة» ("negative equity") (لكون أسعار المساكن في الوقت الراهن أدنى من الرهون القائمة على ٢٠٪ من المقترضين) يهددان بحدوث زيادة جديدة في معدلات حبس الرهن العقاري يمكن أن تولد

<sup>٢</sup> يرد استكشاف هذه الارتباطات في الإطار ١-٢ في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

الاقتصادات الصاعدة. فهذه الاقتصادات، في مجموعها، تواجه احتياجات لتجديد الديون (أي الدين قصير الأجل زائدا استهلاك الدين متوسط الأجل والدين طويل الأجل) تبلغ ١,٨ تريليون دولار في عام ٢٠٠٩. وسيكون منشأ معظم هذه الاحتياجات هو قطاع الشركات، لا سيما في أوروبا الصاعدة (راجع عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي). وتتمثل المخاطر الآن في عدم تلبية احتياجات تجديد الديون لأن التمويل الخارجي سيكون مقيدا بشكل أكثر حدة حتى مما ورد في توقعات السيناريو الأساسي، وذلك في سياق التدهور المستمر في الاحتمالات المنتظرة الاقتصادية وكثافة تخفيض نسب التمويل بالديون عالميا.

والاقتصادات الصاعدة على وجه الخصوص معرضة للخطر لأن هناك ازديادا في حدة العوامل التي تدفع البنوك بوجه عام نحو تقليص مراكزها عبر الحدود، كالأضطرابات الحاصلة في أسواق المبادلات وارتفاع تكلفة السيولة بالعملة الأجنبية. فضلا على ذلك، فإن صناديق التحوط وغيرها من مستثمري الحافظة في الأسواق الصاعدة، تواجه ضغوطا مستمرة من أجل تخفيض نسب التمويل بالديون في مراكزها بسبب تراجع الوصول إلى التمويل وبسبب عمليات الاسترداد. أما البنوك التي كانت تمثل مصادر مهيمنة للتمويل في أوروبا الصاعدة فقد تشرع في تخفيض أحجام تعرضها للمخاطر، وقد تشهد أسعار الفائدة على عمليات تجديد الائتمانات التي تحل آجال استحقاقها هبوطا حادا، كما حدث مثلا إبان الأزمة الآسيوية. وحتى الآن، حافظت الشركات التابعة للبنوك الأجنبية العاملة في أوروبا الصاعدة إلى حد كبير على أحجام تعرضها للمخاطر، وذلك نظرا للمصالح طويلة الأجل لمؤسسات الأعمال في المنطقة، ولكن هذا الوضع يمكن أن تشهد تحولا سريعا إذا تدهورت الأوضاع.

وقد تؤدي حالات «التوقف المفاجئ» في التمويل الخارجي إلى مضاعفات خطيرة، لأن مشكلات السيولة قد تتحول بسرعة إلى أخطار تهدد الملاءة المالية، وذلك كما حدث في أغلب الحالات في الماضي. وقد تحاول الشركات التي كان اعتمادها من قبل على التمويل الخارجي الانتقال إلى أسواق التمويل المحلية، مما يزيد من الضغوط على المؤسسات المحلية الأصغر حجما. وقد يؤدي الانخفاض السريع في سعر الصرف إلى زيادة الضغوط الواقعة على الميزانيات العمومية، وخاصة بالنسبة للمقترضين الذين اقترضوا مبالغ كبيرة بالعملة الأجنبية.

أما البلدان التي تراكمت لديها أرصدة ضخمة من الاحتياطيات الأجنبية وتتميز الميزانيات العمومية للقطاع العام لديها بأوضاع سليمة، فسوف يكون لديها حيز مالي يمكنها من توقي ذلك التأثير عن طريق استجابات السياسات، ولكن هذه الهوامش الوقائية تواجه خطر تقويضها بمرور الوقت إذا طال أمد عدم إمكانية

استجابة سعرية مفرطة وضعفا مستمرا في قطاع المساكن حتى نهاية عام ٢٠١٠. وهذا التخوف هو العامل الأساسي وراء أهمية التطبيق الفعال للمبادرات الحكومية الجديدة الرامية إلى تيسير إعادة هيكلة الرهون العقارية وضمن توفير عرض ملائم من الائتمان.

وقد عانت كثير من أسواق المساكن في أوروبا أيضا من آثار أوضاع الازدهار في السنوات الأخيرة، وتشير تقديرات خبراء الصندوق إلى أن عدم الاتساق في أسعار المساكن كان في عدد من البلدان في ضخامة ما شهدته الولايات المتحدة أو أكبر منها. ورغم أن تلك الآثار لم تمتد إلى كل الأسواق القومية، فإن أيرلندا وإسبانيا والمملكة المتحدة تشهد الآن تصحيحات رئيسية من الأرجح أنها ستمضي في ذلك شوطا طويلا في المستقبل. وهناك عدد من البلدان في أوروبا الصاعدة أيضا يعاني من هبوط كبير في أسواق المساكن، وتزداد خطورة الوضع بالنسبة لعدد من هذه البلدان من جراء ارتفاع نسبة الرهون العقارية المقومة بالعملة الأجنبية، مما يعني ارتفاعا مستمرا في العبء الذي يتحمله قطاع الأسر إذا حدثت حركة مفاجئة في قيم العملات. وتشمل المخاطر السلبية في هذا الشأن احتمال حدوث استجابة سعرية مفرطة في أسواق أوروبا الغربية التي تشهد بالفعل تصحيحات رئيسية، وحدث تصحيحات أشد في أسواق أخرى توجد فيها مؤشرات على وجود عدم اتساق كبير في أسعار المساكن (رغم أن الرفع المالي في قطاع الأسر أقل بكثير مما هو في غيرها من البلدان)، واستمرار زيادة الضغوط على قطاعات الأسر في أوروبا الصاعدة.

### الزيادة المستمرة في خطر تخلف الشركات عن سداد الديون في الأسواق الصاعدة

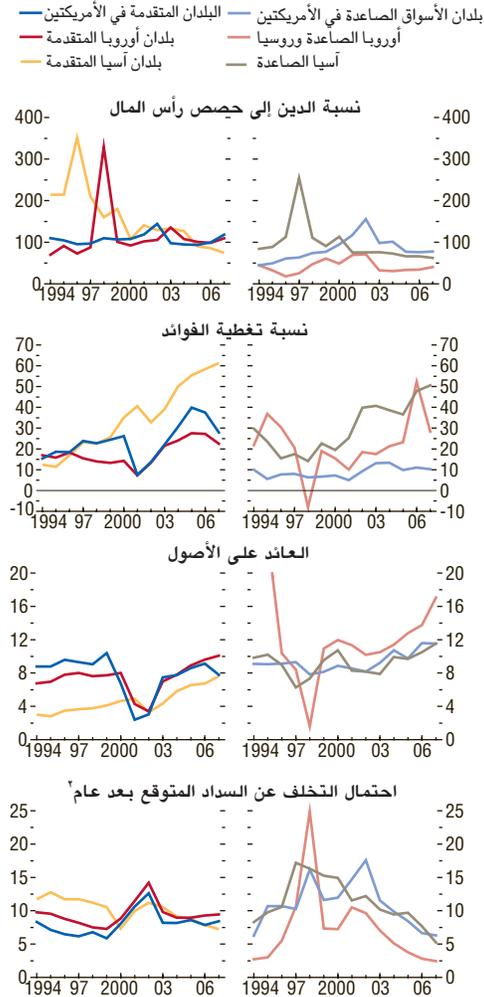
مع ازدياد عمق الهبوط الاقتصادي العالمي واستمرار الضعف الشديد في أوضاع أسواق الائتمان، يشهد خطر تخلف الشركات عن سداد الديون في الأسواق الصاعدة زيادة مستمرة تنذر بالوصول إلى مستويات خطيرة، وخصوصا في الاقتصادات الصاعدة الأكثر اعتمادا من سواها على التمويل الخارجي.

وكما هو موضح في الإطار ١-٢، استفاد قطاع الشركات غير المالية في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على السواء من سنوات الازدهار الممتدة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠٠٧ في تقوية الميزانيات العمومية — أي تخفيض الرفع المالي وزيادة السيولة — وإعطاء دفعة للعائدات على الأصول. غير أن حالة الهبوط الاقتصادي والأزمة المالية تسببا في حالة العسر الشديد التي أصابت ذلك القطاع في أعقاب اندلاعهما، وزادت حالات الإفلاس زيادة حادة، لا سيما في الولايات المتحدة.

وسوف يمثل التعامل مع حالات إفلاس الشركات تحديا رئيسيا في الاقتصادات المتقدمة، ولكن هناك خطرا أشد من ذلك يكمن في قطاع الشركات في

الإطار ١-٢: ما هي درجة انكشاف الشركات غير المالية أمام المخاطر؟

مؤشرات مختارة للميزانيات العمومية للشركات غير المالية



المصادر: شركة Worldscope وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١. تم حساب المجملات الإقليمية عن طريق ترجيح البيانات القطرية بالقيمة السوقية مقومة حسب أسعار الصرف السوقية. وفي حالة كل بلد، تم أيضا ترجيح البيانات على مستوى فردي للشركات بالقيمة السوقية أيضا، وذلك للتركيز على مخاطر التخلف عن سداد الدين لدى أكبر الشركات وأهمها للاقتصاد.

٢. تم حساب احتمالات التخلف عن سداد الدين باستخدام ما يسمى اختبار زد لأولتمان - وهو المقدار المرجح لنسبة رأس المال العامل إلى مجموع الأصول، ونسبة الإيرادات المحتجزة إلى مجموع الأصول، والإيرادات قبل اقتطاع الفائدة والضريبة، ومجموع الأصول، ونسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى مجموع الخصوم، ونسبة المبيعات إلى مجموع الأصول. وقد قام بوضع تقديرات الأوزان الترجيحية هذه إدوارد ألتمان في عام ١٩٦٨ باستخدام عينة من الشركات الأمريكية.

يتسم هذا السؤال بأهمية غير عادية عند تقييم الآفاق المستقبلية للقطاع المالي والاقتصاد ككل. وتوضح مؤشرات الميزانية العمومية والمؤشرات القائمة على السوق المعروضة في هذا الإطار أن صمود قطاع الشركات غير المالية أمام الصدمات شهد تحسنا ملحوظا منذ أواخر تسعينات القرن الماضي وأنه حتى وقت قريب يمثل عامل دعم للقطاعات المالية والاقتصادات التي تأثرت بالأزمة. ومع ذلك، بدأت علامات الضعف تظهر في الميزانيات العمومية للشركات غير المالية في شتى أرجاء العالم عندما زاد عمق الأزمة المالية وأصبحت حالة الركود الاقتصادي أكثر تزامنا بين الاقتصادات المتقدمة من ناحية والاقتصادات الصاعدة من الناحية الأخرى. وإذا حدث مزيد من التدهور في أوضاع قطاع الشركات غير المالية، فإن ذلك يحمل مخاطر المزيد من الخسائر في القطاعات المصرفية ويكثف التأثيرات المرتدة السلبية ذات الطبيعة المالية الكلية في هذه الأزمة العالمية.

وعلى امتداد عدة سنوات قبل الأزمة الراهنة، شهد الرفع المالي في قطاع الشركات غير المالية هبوطا مطردا، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى نجاح عملية إعادة الهيكلة التي جرت في أعقاب حالات الضغط التي تسبقها (وخصوصا الأزمة اليابانية والأزمة الآسيوية وانفجار فقاعة الدوت كوم). وعند اندلاع الأزمة الراهنة، كان هناك تشابه بوجه عام في درجة الرفع المالي لدى الشركات في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة (الشكل البياني الأول، اللوحة العليا). وفي آسيا، على وجه الخصوص، تراجع الرفع المالي تراجعاً مهماً عن الذرى التي سبق أن وصل إليها إبان الأزمة الآسيوية. وتمتعت الشركات في أوروبا الصاعدة والشركات الروسية بمستوى منخفض جدا من الرفع المالي بفضل ارتفاع أسعار النفط وارتفاع تقييمات الأصول.

كذلك سجلت المؤشرات الأخرى للميزانية العمومية تحسنا في الفترة السابقة مباشرة على اندلاع الأزمة. وعلى وجه الخصوص، ساعد ضعف الاستثمارات وسهولة الوصول إلى الائتمان على إعطاء دفعة للسيولة لدى قطاع الشركات (الشكل البياني الأول، اللوحة الثانية). واتسمت الربحية بالقوة، لا سيما في أوروبا الصاعدة وروسيا (الشكل البياني الأول، اللوحة الثالثة).

وكانت زيادة قوة أوضاع الميزانيات العمومية تعني انخفاض مخاطر الإسار في مواجهة الأزمات، وتقلص قيمة الأصول وحصص الملكية. وقد أوضحت مقاييس احتمالات التخلف عن السداد القائمة على البيانات المحاسبية أن الشركات في الاقتصادات الصاعدة - في آسيا، وأوروبا الصاعدة وروسيا، وأمريكا اللاتينية - شهدت

المؤلفون الرئيسيون لهذا الإطار هم ديل جراي وناتاليا تاميريزا، بينما قدم إيرغومنت تولون وجيسي يانغ مساعدة بحثية.

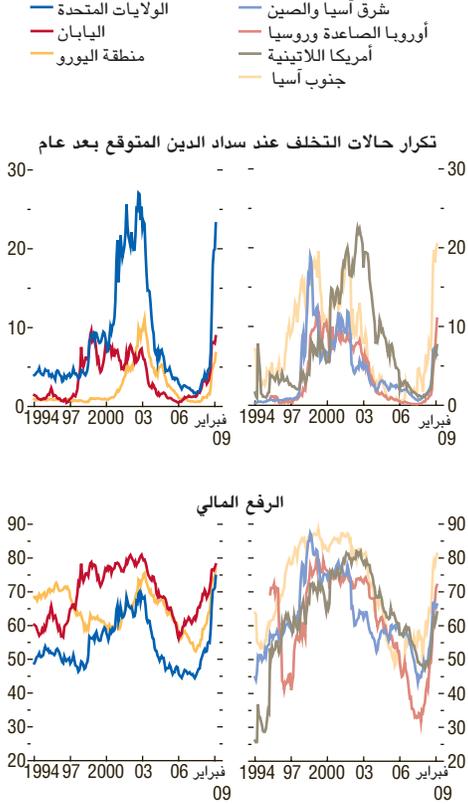
الصاعدة وروسيا). واستنادا إلى البيانات المحاسبية، تبين أن مستوى ترجيح احتمال التخلف عن سداد الديون لدى الشركات في الاقتصادات المتقدمة كان بوجه عام هو نفس المستوى السائد قبل حالات الأزمات السابقة، كما هي الحال مثلا بالنسبة لانفجار فقاعة الدوت كوم في أوائل الألفينات والأزمة المالية اليابانية. وتعطي مقاييس احتمالات التخلف عن السداد ومقاييس الرفع المالي القائمة على السوق صورة مشابهة بوجه عام (الشكل البياني الثاني).

ومنذ اندلاع الأزمة المالية، تدهورت أوضاع الميزانيات العمومية للشركات غير المالية في شتى أرجاء العالم تدهورا ملحوظا. ففي بداية الأزمة في عام ٢٠٠٧، ارتفعت نسب الدين إلى حقوق الملكية في أوروبا الغربية والولايات المتحدة بما يتواكب مع الهبوط الحاصل آنذاك في قيم الأصول (لم تتوافر بيانات الميزانيات العمومية لعام ٢٠٠٨ بعد بالنسبة لمعظم الشركات غير المالية). ويتسم هيكل ديون الشركات في الاقتصادات الصاعدة بوجه عام بتحيز أكبر لصالح الديون قصيرة الأجل. وعند اندلاع الأزمة، زاد اعتماد الشركات في الاقتصادات الصاعدة على الدين قصير الأجل، لا سيما في أوروبا الصاعدة وروسيا، وربما يعكس ذلك أفضليات المقرضين المعنيين إزاء جوانب الضعف القائمة في تلك المنطقة. وقد شهدت أولى سنوات الأزمة هبوطا في السيولة والربحية في الولايات المتحدة وكذلك إلى حد أقل في أوروبا الغربية، وذلك بسبب تشديد قيود الائتمان.

وتشير المؤشرات الأحدث القائمة على السوق إلى أن المخاطر المحيطة بالملاءة المالية لدى الشركات قد ارتفعت ارتفاعا حادا في شتى أرجاء العالم في أعقاب انهيار بنك ليهمان برانرز في شهر سبتمبر ٢٠٠٨. ومن بين اقتصادات مجموعة الثلاثة (الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان)، شهدت الشركات في الولايات المتحدة أكبر زيادة في احتمالات التخلف عن السداد، حيث وصلت إلى مستويات تزيد على ضعف المستويات التي وصلت إليها في أوروبا الغربية وإلى أربعة أمثال مستوياتها في اليابان (الشكل البياني الثاني، اللوحة العليا).<sup>١</sup> وحسب الوضع في

<sup>١</sup> تحسب احتمالات التخلف عن السداد هذه باستخدام منهج المطالبات الاحتمالية الذي يستخدم معلومات أسواق الأسهم إلى جانب بيانات الميزانيات العمومية من أجل تقدير احتمالات التخلف عن السداد الاستشرافية. ويتم توفير التقديرات المشار إليها باستخدام البرنامج الإلكتروني لدى شركة موديز Moody's-KMV Credit (EdgePlus). وهو امتداد لنموذج تحليل المطالبات الاحتمالية الأصلي الذي وضعه روبرت ميرتون، ويطبق على ٣٠ ألف شركة و٥٥ آلاف مؤسسة مالية في ٥٥ بلدا. وهو يوفر مؤشرات استشرافية للمخاطر يتم تحديثها يوميا.

## مؤشرات مختارة للشركات غير المالية قائمة على السوق



المصادر: قاعدة البيانات التابعة لشركة موديز (Moody's-KMV): وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١. والبيانات تشير إلى المئين الخامس والسبعين من الشركات، والذي يعني أن ٢٥٪ من الشركات المعنية لديها احتمالات التخلف عن سداد الدين أو أنها تعتمد على الرفع المالي بما يتجاوز القيم الموضحة ببياناتها. وترتكز احتمالات التخلف عن سداد الدين عند المئين الخامس والسبعين على مجموعة الشركات الأكثر انكشافا من سواها وتميل إلى أن تكون أعلى بكثير من قيم الوسيط لاحتمالات التخلف عن السداد. ويحسب الرفع المالي على أساس حاجز التوقف عن السداد (default barrier) مقسوما على القيمة السوقية للأصول.

تراجعا في ترجيح احتمال تخلفها عن السداد في عام ٢٠٠٦ مقارنة بما كان عليه الوضع في عام ١٩٩٦، وهو الوقت السابق مباشرة على اندلاع أزمة أواخر التسعينات (الشكل البياني الأول، اللوحة السفلى). ويفضل نجاح عملية إعادة الهيكلة واستمرار النمو القوي لفترة طويلة، انخفضت احتمالات تخلف الشركات في الاقتصادات الصاعدة عن سداد ديونها حتى وصلت إلى مستويات الاحتمالات لدى الاقتصادات المتقدمة بل وأدنى منها (في حالة أوروبا

## الإطار ١-٢ (تتمة)

وقد تمكن الكثير من الشركات غير المالية في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة من الصمود حتى الآن أمام الأزمة عن طريق السحب من احتياطاتها النقدية الكبيرة، ولكن بدأت آثار الهبوط الحاد في الطلب الخارجي والمحلي تبدو مؤخرًا على الإيرادات النقدية للشركات. وفي بعض الحالات، تأثرت الشركات التي عليها ديون خارجية قائمة كبيرة عن طريق انخفاض سعر الصرف. كذلك زادت شدة ضائقة التمويل، وهو ما يتضح من تشديد قيود التمويل الخارجي، وصعوبات الحصول على تمويل التجارة، وزيادة عزوف البنوك المحلية عن تحمل المخاطر. أما الشركات الأصغر والشركات المتمتعة بجودة ائتمانية أقل والشركات التي ارتفعت لديها الحاجة إلى تجديد الدين في عام ٢٠٠٩ فإنها تضررت بأشد مما تضرر به سواها من الشركات.

ويساهم تدهور أوضاع الميزانيات العمومية لقطاع الشركات في تباطؤ الاستثمارات، كما يساهم في تدهور الميزانيات العمومية للبنوك عن طريق ما يسببه من زيادة القروض المتعثرة. وهناك أهمية بالغة لحلقات التأثيرات المترددة السلبية تلك لدى الاقتصادات الصاعدة، حيث صمدت القطاعات المالية حتى الآن أمام الأزمة بشكل أفضل من القطاعات المالية في الاقتصادات المتقدمة. أما حالات تخلف الشركات غير المالية عن السداد فهي أيضًا تمثل مخاطر للأسواق المالية، لأن حدوث حالات إفلاس على نطاق واسع يمكن أن يؤدي إلى زيادة حدة مخاطر الطرف المقابل ويسبب آثارًا انتشارية تمتد إلى بنوك البلدان الأخرى، سواء في الاقتصادات المتقدمة أو الاقتصادات الصاعدة.

شهر فبراير ٢٠٠٩، كانت احتمالات تخلف الشركات في الولايات المتحدة عن سداد ديونها لا تزال أقل من الذرى التي سبق أن وصلت إليها عند انفجار فقاعة الدوت كوم في أوائل الألفينات. غير أن احتمالات تخلف الشركات في اليابان عن سداد ديونها وصلت بالفعل إلى المستويات التي بلغت في الأزمات السابقة. أما احتمالات تخلف الشركات في الاقتصادات الصاعدة عن سداد ديونها فقد ارتفعت هي الأخرى منذ شهر سبتمبر ٢٠٠٨. وقد جاءت أكبر الزيادات في منطقة جنوب آسيا، وربما كان ذلك راجعًا إلى ارتفاع مستوى الرفق المالي لدى الشركات الهندية (الشكل البياني الثاني، للوحة السفلى)، وقوة روابط الإنتاج بينها وبين الولايات المتحدة، وإنهيار أسعار الأسهم، وهبوط أسعار العقارات على نحو أضعف أوضاع شركات التشييد.<sup>٢</sup> وقد زادت مخاطر التخلف عن السداد زيادة حادة في أوروبا الصاعدة وروسيا أيضًا، حيث اقتربت من المستويات التي بلغت في الأزمات السابقة. ومع ذلك لا تزال احتمالات تخلف الشركات عن السداد في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا والصين أقل بكثير من المستويات التي شوهدت إبان الأزمات التي وقعت في أواخر تسعينات القرن الماضي. ويتجه وضع الشركات غير المالية إلى مزيد من التراجع وسط زيادة عمق الأزمة المالية والركود العالمي.

<sup>٢</sup> للاطلاع على مزيد من التفاصيل عن جوانب الضعف في قطاع الشركات في آسيا، راجع تقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي لمنطقة آسيا والمحيط الهادئ (Regional Economic Outlook for the Asia-Pacific region)، الصادر عن صندوق النقد الدولي. وراجع أيضًا دراسة صندوق النقد الدولي (قيد الإصدار).

أسعار السلع الأولية، إلى تخوف عكسي — وهو أن يؤدي انكماش الأسعار إلى زيادة حدة هبوط النشاط الاقتصادي، وذلك كما حدث في اليابان في تسعينات القرن الماضي، وبشكل أكثر حدة خلال فترة الكساد الكبير في ثلاثينات القرن الماضي.

ومن الأمور الحتمية أن تكون آثار الهبوط الحاد في أسعار النفط والأغذية، في سياق الاتساع المستمر في فجوات الناتج، قد تمثلت في التراجع السريع في وتيرة التضخم الكلي. فقد هبطت أسعار المستهلكين بمعدل سنوي تجاوز ٤٪ في الاقتصادات المتقدمة في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨. وأما مقاييس التضخم الأساسي وتوقعات التضخم لاثني عشر شهرًا قادمة فلا تزال ضمن النطاق الواقع بين ١٪ و٢٪، إلا في حالة اليابان (راجع الشكل البياني ١-٣)، ولكن استمرار ارتفاع معدلات الطاقة الإنتاجية الزائدة إلى جانب الانخفاض الحاد في

التمويل الخارجي. وتعتبر الأطر القانونية لعملية إعادة هيكلة الشركات بوجه عام أقل تطورًا في الاقتصادات الصاعدة، مما يعني أن الزيادة المستمرة في الضغوط من الأرجح أن تؤدي إلى الإعسار والتصفية. ومن شأن التخلف عن سداد الديون أن يضر بكل من الأنظمة المالية المحلية والدائنين الأجانب. وتواجه بنوك الاقتصادات الصاعدة الآن بالفعل خسائر كبيرة، وقد تتفاقم تلك الخسائر، بينما الأجهزة المصرفية في أوروبا الغربية التي راكمت أحجام تعرض كبيرة للمخاطر سوف تنكشف هي الأخرى أمام المخاطر.

## قياس مخاطر الانكماش

منذ صيف عام ٢٠٠٨، حدث تغير هائل يتمثل في انتقال بلدان كثيرة من التخوف من تغذية التضخم المفرط، نتيجة فرط إحماء النشاط الاقتصادي وازدهار

استكشاف المخاطر بالنسبة للسيناريو الأساسي. وكما هو موضح في ذلك الإطار، هناك مخاطر كبيرة ناشئة عن استمرار التضخم عند مستويات شديدة الانخفاض (أقل من ٠,٥٪)، ومخاطر حدوث انكماش بسيط في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو، وترجيح كبير لاحتمالات زيادة عمق انكماش الأسعار في اليابان. وفي كل منهما، ستستمر أسعار الفائدة الأساسية قريبة من الحد الأدنى الصفري لفترة طويلة، ولكن أسعار الفائدة الحقيقية ستتعرض لضغط صعودي في الأجزاء الأضعف من نطاق النتائج متى زادت شدة الانكماش. ومن شأن تلك النتائج أن تضيف إلى الزخم السلبي، مما يؤكد الحاجة إلى اتخاذ استجابات نشطة على مستوى السياسة النقدية من أجل توقي تلك المخاطر.

### الكيانات السيادية واقعة تحت الضغوط

استفادات الكثير من الحكومات في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على حد سواء، شأنها شأن مؤسسات الأعمال، من قوة الإيرادات في سنوات الازدهار في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧ من أجل تقوية مالياتها، حيث خفضت عجوزات المالية العامة وخفضت مستويات الدين العام (رغم أنه لم يتحقق تقدم يذكر في معالجة الضغوط السكانية الأطول أجلا على الإنفاق الحكومي). غير أن مزيج التدهور المستمر في الاحتمالات المنتظرة الاقتصادية والانخفاض المستمر في أسعار السلع الأولية وشدة الضغوط المالية أثار مخاوف من إمكانية حدوث زيادات حادة في إصدارات الدين مرتبطة بالاتساع المستمر في عجوزات المالية العامة (نتيجة تدابير التنشيط المالي وكذلك العوامل الدورية) واستخدام الموارد العامة في دعم القطاع المالي وقطاع الشركات.

وعلى هذه الخلفية، ارتفعت ارتفاعا هائلا فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان في الأوراق المالية الحكومية وأسعار تلك المبادلات عبر مجموعة كبيرة من البلدان، وذلك حتى مع انخفاض العائد على الدين المصدر من اقتصادات رئيسية كالولايات المتحدة وألمانيا واليابان. ففي الاقتصادات المتقدمة، نجد من بين البلدان الأكثر تأثرا البلدان التي لديها قطاعات مصرفية كبيرة ومنكشفة أمام المخاطر، سواء من فرط الرفع المالي (على سبيل المثال، آيسلندا)، أو التعرض للمخاطر في أوروبا الصاعدة (النمسا)، أو التعرض لمخاطر التصحيح في أسواق المساكن (أيرلندا وإسبانيا)، على الرغم من أن المخاوف من حدوث هبوط اقتصادي مطول على أوضاع المالية العامة الضعيفة بالفعل كان لها أيضا دور في ذلك (على سبيل المثال، اليونان). والواقع أن التمايز الواسع بين فروق العائد على السندات الحكومية داخل منطقة اليورو أثار مخاوف شديدة حول كيفية التعامل مع

أسعار المساكن والأسهم يهددان باستمرار الهبوط في أسعار المستهلكين على نحو قد يؤدي في نهاية الأمر إلى ترسخ توقعات انكماش الأسعار. ومن شأن ذلك الوضع أن يرتب أثرين سلبيين. أولهما أن قدرة السلطات النقدية على توفير التنشيط المالي عن طريق تخفيض أسعار الفائدة الأساسية سوف تقيد؛ والواقع أن أسعار الفائدة الحقيقية يمكن أن ترتفع عندما تشتد حدة الانكماش وتجمد أسعار الفائدة عند الحد الصفري. وثانيا، أن الانخفاض المستمر في الأسعار يعني زيادة مستمرة في الأعباء الحقيقية للديون على مؤسسات الأعمال والأسر، مما يزيد من مخاطر حدوث حالات تخلف عن سداد الديون على نطاق واسع من جراء الضغوط المالية وضعف النشاط الاقتصادي، ويمثل منعطفًا جديدًا في التفاعل السلبي بين الاقتصاد الحقيقي والقطاع المالي.

ما هو حجم مخاطر حدوث الانكماش؟ في توقعات السيناريو الأساسي، يهبط تضخم مؤشر أسعار المستهلكين لاثني عشر شهرا إلى أدنى من الصفر بكثير في النصف الأول من عام ٢٠٠٩ في كل من اليابان والولايات المتحدة، ولكنه يعود إلى المنطقة الموجبة في الولايات المتحدة ويعود قرب الصفر في اليابان في النصف الأول من عام ٢٠١٠. وفي أوروبا الغربية، حيث يعطى للطاقة وزن ترجيحي أقل في سلال الاستهلاك، يهبط التضخم إلى مستويات منخفضة، ولكنه لا يصل إلى رقم سالب في معظم الحالات. وفي معظم الاقتصادات الصاعدة، التي دخلت مرحلة الأزمة بمستويات تضخم أعلى بكثير وبطلب مفرط، يتوقع للتضخم أن يظل موجبا بشكل قوي، رغم أن التضخم في بعض اقتصادات جنوب شرق آسيا (بما في ذلك الصين) يتوقع له أن يكون منخفضا أو حتى سالبا في عام ٢٠٠٩. غير أن مخاطر قصور النتائج عن المتوقع ماثلة بوضوح، خاصة في حالة تراجع نتائج النمو واتساع فجوات الناتج. وقد خلصت الدراسات التي أجراها خبراء الصندوق مؤخرا إلى أن واحدا من مؤشرات مخاطر الانكماش العالمي قد ارتفع الآن إلى ما يتجاوز بكثير المستويات المشاهدة في الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٣، عندما كان الانكماش يمثل أيضا مصدرا من مصادر القلق (دراسة Decressin and Laxton, 2009). وهذا المؤشر لا يأخذ في الحسبان ضعف أسواق المساكن ولا مجموعة التوترات التي تواجهها الأسواق المالية كاملة، وكلاهما يزيد من مخاطر الانكماش.

ويبحث الإطار ١-٣ مخاطر الانكماش بمزيد من التفاصيل في حالة مجموعة الثلاثة — وهي الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان — باستخدام أداة تصادفية للتنبؤ تأخذ في الحسبان الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة، الذي وضعه خبراء الصندوق، من أجل

### الإطار ١-٣: تقييم مخاطر الانكماش في اقتصادات مجموعة الثلاثة

عال. أما احتمال وصول معدل التضخم إلى منطقة الارتياح المحددة من قبل الاحتياطي الفيدرالي في العامين القادمين فهو احتمال منخفض<sup>٣</sup>.

ووفقا للسيناريو الأساسي، يصل نمو إجمالي الناتج المحلي في الولايات المتحدة، على أساس أربعة أرباع سنة، إلى القاع في الربع الثاني من عام ٢٠٠٩، حيث يقترب من -٣٪: أما النمو الموجب فلن يعود إلا في منتصف عام ٢٠١٠. وتستمر البطالة في الزيادة حتى نهاية عام ٢٠١٠ نظرا لأن نمو توظيف العمالة متأخر عن نمو الناتج. وعند معدل البطالة الممثل للذروة، تكون فترات الثقة أوسع بقدر ما فوق الوسيط مقارنة بفترات الثقة الواقعة تحت الوسيط، مما يشير إلى أن مخاطر الجانب السلبي أعلى من مخاطر تجاوز التوقعات. ويعكس دعم هذا التجانس هذا وجود علاقات غير خطية؛ كذلك فإن الصدمات السالبة تحدث أثارا سلبية بقدر متزايد، وذلك عن طريق التأثيرات المرتدة بين القطاعين الحقيقي والمالي (على سبيل المثال، تؤدي الخسارة في قيمة الضمان إلى تشديد قيود الإقراض) وعن طريق الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة.

وتكشف منطقة اليورو (العمود الثاني) عن وجود مخاطر الانكماش بقدر أقل بكثير في الأجل القريب مقارنة بالولايات المتحدة. ووفقا للسيناريو الأساسي، يهبط التضخم بقدر أقل ولكنه يرتفع بوتيرة أبطأ.

ونتيجة لذلك، فإن مسار الوسيط في حالة سعر الفائدة الأساسي المطبق من قبل البنك المركزي الأوروبي لا يصل مباشرة إلى الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة، ولكنه يظل أقل لفترة طويلة بسبب وجود قوة قصور ذاتي أكبر في الاقتصاد. أما احتمال وصول التضخم إلى المعدل المستهدف من البنك المركزي الأوروبي، وهو أقل بقليل من ٢٪ بحلول نهاية عام ٢٠١٠، فيبدو احتمالا منخفضا جدا. ويكشف الناتج عن خصائص مشابهة لحالة الناتج في الولايات المتحدة، ولكنه يعود إلى النمو الموجب في الربع الثالث من عام ٢٠١٠. ويكون مسار الوسيط لمعدل البطالة في حدود خانتين، وهنا نجد أيضا عدم تجانس بين فترات الثقة، وذلك نتيجة مخاطر الجانب السلبي المدرجة في النموذج الأساسي.

<sup>٣</sup> يستخدم النموذج مؤشر أسعار المستهلكين الكلي في حالة جميع البلدان. واستنادا إلى الاتجاهات العامة السابقة في الأسعار النسبية، سوف يقترن النطاق المستهدف البالغ من ٢٪ إلى ٢,٥٪ في حالة مؤشر أسعار المستهلكين الكلي في الولايات المتحدة بنطاق يبلغ من ١,٥٪ إلى ٢٪ لمخفض تضخم الاستهلاك الأساسي، وهو نطاق يشمل وجهات نظر كل عضو من أعضاء لجنة السوق المفتوحة التابعة للاحتياطي الفيدرالي (FOMC) لأهداف التضخم طويلة الأجل الملائمة. وفي يناير ٢٠٠٩، بدأ الاحتياطي الفيدرالي نشر تنبؤات الأجل الطويل لأعضاء اللجنة المذكورة من أجل توفير نقطة اتصال أفضل للحصول على توقعات التضخم طويلة الأجل.

إن تمارين المحاكاة التي أجريت على صيغة من صيغ نموذج التوقعات العالمي، تغطي الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان، كما تلقي الضوء على مخاطر الانكماش التي تحيط بالآفاق المستقبلية<sup>١</sup> وتفترض تمارين المحاكاة هذه استمرار البنوك المركزية المعنية في السعي إلى تحقيق هدف للتضخم يتسق مع سلوكها على امتداد العقد الماضي. وفي ذلك النموذج، تقوم البنوك المركزية بتعديل أسعار الفائدة الأساسية وفق قاعدة مقدره للسياسة النقدية تستجيب للانحراف بين التضخم المتوقع والتضخم المرغوب والفجوة بين الناتج الفعلي والناتج الممكن. غير أن هذه القاعدة تخضع لقيود الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة (zero-interest rate floor (ZIF)).

وقد تم تكوين توقعات النموذج على نحو يجعلها متسقة بوجه عام مع السيناريو الأساسي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وهكذا، فإنها تعكس سياسات المالية العامة المتبعة في الوقت الراهن، بما في ذلك مجموعة إجراءات التنشيط المالي التي قررتا الولايات المتحدة في فبراير ٢٠٠٩.

ويوضح الشكل البياني فترات الثقة الخاصة بأربعة متغيرات (هي سعر الفائدة الأساسي، والتضخم، والنمو، ومعدل البطالة) في الاقتصادات الثلاثة<sup>٢</sup>. وقد تم اشتقاق فترات الثقة باستخدام تمارين المحاكاة التصادفية، وذلك استنادا إلى التوزيعات التاريخية المقدره لجميع العوامل العشوائية المدرجة في النموذج. أما فترة التوقع في الأشكال البيانية فهي الفترة من الربع الأول من عام ٢٠٠٩ إلى الربع الرابع من عام ٢٠١١.

وترد النتائج المتعلقة بحالة الولايات المتحدة في لوحات العمود الأول. وتشير فترات الثقة إلى وجود احتمال مرتفع مفاده أن سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية سوف يظل قريبا من الصفر في جزء كبير من العامين القادمين، ووجود احتمال منخفض مفاده أن سعر الفائدة المشار إليه سوف يتجاوز ٢٪ في الأفق الزمني للتنبؤ البالغ ثلاث سنوات. وينخفض التضخم من سنة إلى أخرى انخفاضاً حاداً في أوائل عام ٢٠٠٩، حتى يصل إلى أرقام سالبة، وهو ما يعود إلى حد كبير إلى الهبوط المستمر في أسعار الطاقة. وعند استقرار أسعار الطاقة، يعود معدل التضخم إلى الارتفاع، ولكن توقع الوسيط (عند مركز فترة الثقة) يظل قريبا من الصفر حتى نهاية عام ٢٠١٠، وتشير فترات الثقة إلى استمرار مخاطر الانكماش عند مستوى

المؤلفون الرئيسيون لهذا الإطار هم كيفين كلينتون وماريان جونسون وأندريه كامنيك ودوغلاس لاكستون.

<sup>١</sup> يستند هذا الإطار إلى دراسة إلى دراسة Clinton and others (قيد الإصدار).  
<sup>٢</sup> أضيق فترات الثقة (وهي المظلة تظليلا داكنا) هي فترة الثقة البالغة ٠,١: أما فترات الثقة الأوسع فهي فترات الثقة الخاصة بالمستويات ٠,٣٠، ٠,٥٠، ٠,٧٠، ٠,٩٠، على التوالي.



### الإطار ١-٣ (تتمة)

تنشيط مالي مشترك أعلى مستوى (أي ما يعادل حوالي ٨٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١١) يحقق نتائج ينخفض فيها احتمال الوصول إلى الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة، ويصبح فيها التضخم أقرب إلى المستوى المستهدف، وينخفض فيها معدل البطالة (راجع دراسة Clinton and others، قيد الإصدار). فضلا على ذلك، فإن تعزيز التنشيط المالي يقلص المخاطر الواردة في التوقعات المستقبلية للبطالة في كونها تؤدي إلى فترات ثقة أضيق وأكثر تجانسا.<sup>٤</sup>

<sup>٤</sup> غالبا ما تخفق النماذج في التقارب في حالة صدمات الانكماش، ويصدق ذلك على النموذج الحالي في مختلف الظروف. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تظهر دوامات انكماشية إذا كان هناك هدف منخفض جدا للتضخم أو وزن ترجيحي مرتفع للتضخم الفعلي في عملية التوقعات. وهذا أمر يتجاوز القضايا الفنية المحضة: إذ أنه يشير إلى وجود مخاطر حقيقية من أن يصبح من الصعب تتبع مشكلة الانكماش إذا لم تكن هناك سياسات تثبيت قوية.

وتبدأ حالة اليابان بمخاطر انكماش أكبر بكثير مما في حالة الولايات المتحدة أو حالة منطقة اليورو. فيتسم النشاط الاقتصادي بالضعف البالغ، فضلا على الارتفاع الحاد في معدل التضخم وهو الارتفاع المرتبط بالطاقة في عام ٢٠٠٨، لم يتجاوز معدل التضخم الصفر بكثير منذ سنوات عديدة. ونتيجة لذلك، يظل سعر الفائدة الأساسي، إلى حد كبير، عند الصفر طوال فترة التوقع. ويظل مسار وسيط التضخم سالبا، وذلك حتى بعد استقرار أسعار الطاقة، في عام ٢٠١٠ وحتى نهاية عام ٢٠١١. أما وسيط معدل البطالة فيصل إلى الذروة عندما يبلغ حوالي ٥.٥٪، وهو ما سيكون مرتفعا بالمقاييس التاريخية في حالة اليابان. وتعتبر هذه التوقعات بالغة القتامة، وحيث إن الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة لا يتيح أي مجال يذكر لتطبيق المزيد من تخفيضات أسعار الفائدة، فإن هذه التوقعات تعني وجود مبررات للدعوة إلى تعزيز التنشيط المالي. وقد اتضح أن تطبيق تمارين المحاكاة وفق هذا النموذج على

يدفع مثل ذلك الحدث إلى هبوط حاد في قيمة الدولار، ويحدث ضغطا صعوديا شديدا على العملات الأخرى التي يتصور أنها تمثل ملاذات آمنة، ويسبب مزيدا من التقلبات في الأسواق المالية. وتؤكد هذه المخاوف أهمية المضي في تطبيق خطط موثوقة متوسطة الأجل لضبط أوضاع المالية العامة في الولايات المتحدة.

### استكشاف مخاطر قصور النتائج عن المتوقع

من الصعوبة بمكان أن نضم معا مخاطر قصور النتائج عن المتوقع الناشئة من الروابط المالية الكلية عن طريق مجموعة القنوات كاملة، حتى في حالة بلد واحد فحسب — ناهيك عن أن يكون ذلك بالنسبة للاقتصاد العالمي برمته — وهو يتجاوز بكثير إمكانيات أي نموذج اقتصادي بمفرده. ولكن من الواضح أن المخاطر كبيرة، وذلك كما توضحه سلوكيات التفاعلات المالية الكلية التي أدت بالفعل إلى ذلك التباطؤ الحاد في النشاط الاقتصادي وتكثيف الضغوط منذ شهر سبتمبر الماضي. ومن المخاوف البارزة هنا أنه عند تدهور الأوضاع يتقلص الحيز المالي المتاح لتطبيق المزيد من الدعم من خلال السياسات الاقتصادية الكلية — فقد اقتربت أسعار الفائدة من الحد الصفري، كما أن هناك ارتفاعا مستمرا في المخاوف التي تواجهها المالية العامة بشأن إمكانية الاستمرار في الأجل الطويل، أما الهوامش الوقائية في الاحتياطات فهي تستنفد.

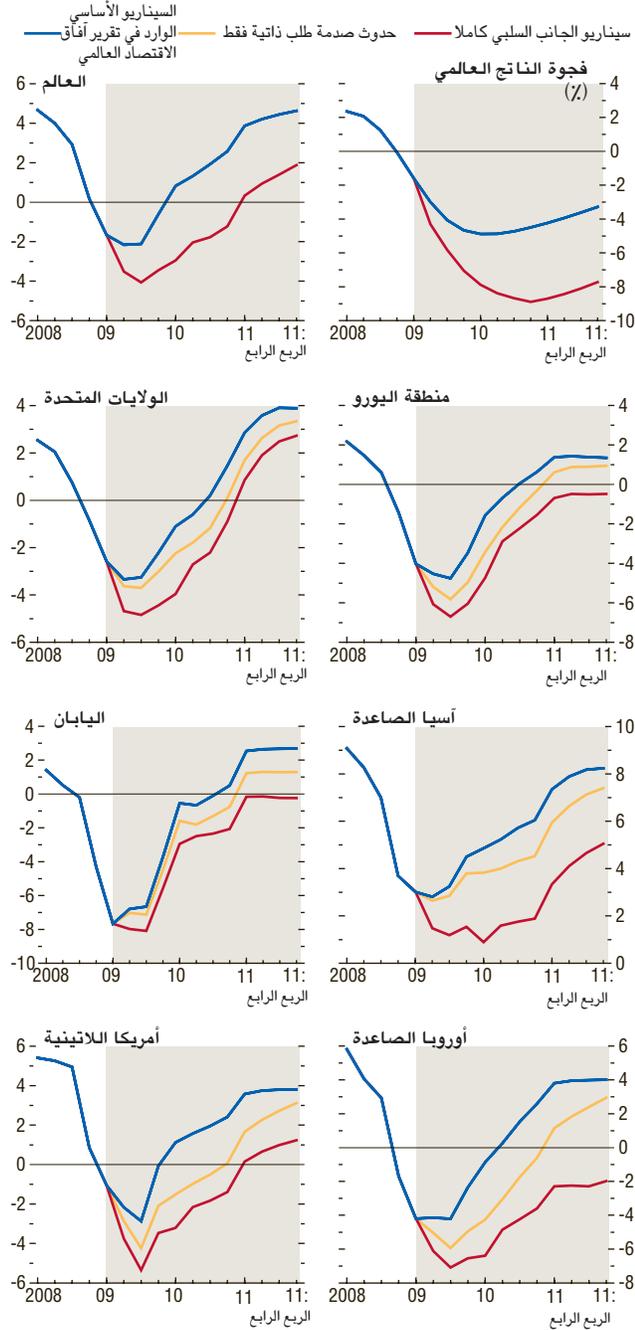
فقدان المقترضين السياديين للوصول إلى الأسواق. ففي الاقتصادات الصاعدة، كانت البلدان ذات الاحتياجات الكبيرة من التمويل الخارجي من بين أكثر البلدان تأثرا (على سبيل المثال، في أوروبا الصاعدة)، والبلدان التي تواجه قدرا كبيرا من مخاطر الضغوط المالية والضغوط على قطاع الشركات عند زوال نوبات ازدهار الائتمان (على سبيل المثال، في آسيا الوسطى)، والبلدان التي تواجه مخاطر اتساع عجوزات المالية العامة عند حدوث هبوط حاد في إيرادات السلع الأولية (على سبيل المثال، في بعض بلدان أمريكا الجنوبية).

وحتى الآن، تجنبت الكيانات السيادية الوصول إلى نقطة التخلف عن سداد الديون (باستثناء وحيد هو إكوادور). ومع ذلك، يمكن أن تكون هناك بالتأكيد آثار عدوى خطيرة تنتشر من أحد أحداث الدين في بلد ما إلى بلدان أخرى لديها خصائص مماثلة. فضلا على ذلك، فإن الخوف المتزايد بشأن الكيانات السيادية التي تواجه ضغوطا تتمثل في تقليص الحيز المتاح لاستخدام سياسة المالية العامة كأداة متعارضة مع الاتجاهات الدورية في الاستجابة للتراجع المستمر في الأوضاع الاقتصادية الكلية في الأجل القصير، وكذلك الزيادة المستمرة في المخاوف المتعلقة بإمكانية استمرار الأوضاع في الأجل الأطول إذا لم تتقلص فروق العائد. وسوف يكون من الأمور التي تلحق أضرارا بالغة بالنظام الاقتصادي العالمي حدوث خسارة مفاجئة في الإقبال على حيازة سندات الحكومة الأمريكية ذات الأجل الأطول إذا اشتد القلق من مسار المالية العامة في الولايات المتحدة. فقد

## الاحتمالات المنتظرة متوسطة الأجل في مرحلة ما بعد الأزمة

### الشكل البياني ١-١٢: سيناريو الجانب السلبي (التغير السنوي % في الناتج عن سنة سابقة، مالم يذكر خلاف ذلك)

نظرا لضعف تطبيق السياسات، سيكون الاقتصاد العالمي معرضا لمخاطر المزيد من تكتيف التأثيرات المرتدة المالية الكلية السلبية. ويعرض سيناريو الجانب السلبي المعروف هنا، استنادا إلى نموذج اقتصادي كلي عالمي، تأثير مجموعة مختلفة من صدمات الطلب الخاصة بكل منطقة على حدة ويبين تفاعل التأثير الكلي على نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بسبب الروابط التجارية. راجع الملحق ١-٣ للاطلاع على مزيد من التفاصيل.



المصدر: قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وعمليات المحاكاة وفق النماذج المعنية.

ويرد في الشكل البياني ١-١٢ تصوير تقريبي لسيناريو قصور النتائج عن المتوقع بالنسبة للاقتصاد العالمي، وذلك استنادا إلى نموذج اقتصادي كلي عالمي بسيط من أجل توضيح كيفية حدوث آثار انتشارية عبر الحدود لصدمات الطلب الناشئة عن التفاعلات المالية الكلية، وذلك في سياق ضعف مستوى تطبيق السياسات، من أجل توليد حالة ركود اقتصادي عالمي أكثر عمقا وأطول أمدا. ويتوافق هذا السيناريو بوجه عام مع الحد الأدنى لفترة الثقة البالغة ٩٠٪ الموضحة في الشكل المروحي في الشكل البياني ١-١٠. ورغم أن الروابط غير مدرجة في النموذج صراحة، فمن شأن صدمات الطلب هذه أن تشمل اشتداد قيود الائتمان المصرفي، واستمرار الهبوط في أسعار الأصول والسلع الأولية، وزيادة عمق التصحيح في أسواق المساكن، واشتداد حالة العسر المالي في قطاع الشركات.٤ وقد تم تطبيق هذه الصدمات على المستوى العالمي، وإن كان ذلك بكثافة تختلف من منطقة إلى أخرى، وهو ما يتسق مع النتائج التي خلص إليها الفصل الرابع والتي تتمثل في أن هناك بالفعل مستويات ضغوط عالية انتقلت بسرعة من الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات الصاعدة. ويضع النموذج تقييما لتأثير روابط التجارة، موضحا الأضرار التي لحقت بالناتج في آسيا الصاعدة على وجه الخصوص، حيث جاءت صدمة الطلب المحلي محدودة نسبيا. وهناك رسالة رئيسية يوجهها هذا السيناريو هي أن حالة الهبوط الاقتصادي العالمي الراهنة يمكن أن تستمر لفترة أطول مما تشهده الدورة الاقتصادية المعتادة. وكما هو موضح، سوف يستمر النشاط الاقتصادي في الهبوط حتى نهاية عام ٢٠١٠ قبل أن يأخذ التعافي في النهاية مجراه في عام ٢٠١١. وسوف يستغرق تخفيض فجوات الناتج الكبيرة التي تراكمت على مدى هذه الفترة سنوات عديدة، التي يمكن أن ترتفع لتبلغ حوالي ٩٪ على المستوى العالمي بحلول نهاية عام ٢٠١٠.

### الاحتمالات المنتظرة متوسطة الأجل في مرحلة ما بعد الأزمة

رغم أن عدم اليقين البالغ يحيط بأمد ومدى شدة حالة الهبوط الاقتصادي العالمي الراهنة، فليس من السابق لأوانه الشروع في استشراف صورة الاقتصاد العالمي والنظام المالي اللذين سيظهران بعد الأزمة وتحديد القوى التي ستشكل الرقعة الجديدة. ويركز هذا القسم على مرحلة التحول الصعبة المقبلة — والتي

٤ يرد في الملحق ١-٣ وصف أكثر تفصيلا للصدمات المدرجة في سيناريو مخاطر قصور النتائج عن المتوقع.

تحقيق التوازن السليم بين الحوافز السوقية على تحمل المخاطر وبين الحفاظ على استقرار النظام.<sup>٥</sup> وأياً كانت التفاصيل الدقيقة، فإن عملية استعادة رأس المال والثقة، والحد من الرفع المالي، وإعادة بناء المؤسسات والأسواق سوف تستغرق وقتاً طويلاً حتماً - يقاس بالسنوات- من خلالها يرجح أن تظل هناك قيود شديدة على إتاحة الائتمان. وتشير التوقعات المعروضة في عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أن التوسع في الائتمان المصرفي في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية سيظل متباطئاً حتى نهاية منتصف العقد القادم. وسوف يكون انتعاش نشاط التوريق متدرجاً أيضاً، حيث إنه من الضروري إعادة تصميم المؤسسات والأسواق وإعادة بناء الثقة. ومن المرجح أن يكون لتشديد الانضباط الائتماني وتخفيض نسب التمويل بالديون تأثير مهم على إتاحة الائتمان وتوسيعه للمقترضين الذين يمثلون مخاطر أعلى، سواء من المؤسسات أو الأسر.

وسوف تحدث هذه التغيرات في النظام المالي العالمي آثاراً مهمة على التدفقات الرأسمالية الدولية عبر عدد من الأبعاد. فمن المرجح أن تزيد شدة القيود على الرفع المالي وأن تزيد قوة التحيز للاستثمارات المحلية على نحو يكبح التدفقات العابرة للحدود في مجموعها، وذلك بعد أن ظلت لسنوات تسجل نمواً سريعاً. وفضلاً على ذلك، فإن تشديد إدارة المخاطر وتقوية الحدود المفروضة على الرفع المالي ينبغي من حيث المبدأ أن يؤدي إلى الحد من الميل إلى إحداث ارتفاعات ضخمة في التدفقات استجابة للفرص قصيرة الأجل وزيادة الاهتمام بجوانب الضعف طويلة الأجل. ومن شأن هذين التحولين أن يجعلاً من الصعب للغاية على البلدان تمويل عجوزات الحساب الجاري الضخمة أو ضمان استمرارية أسعار الصرف المقومة بأكثر من الواقع. غير أن المتوقع في الوقت ذاته أن البلدان التي استجابت بنجاح في التعامل مع العواصف الراهنة وتحاشت التخلف عن سداد الديون المشاهدة في حالات التوقف المفاجئ للتمويل الخارجي في الماضي سوف تحقق مكاسب في الموثوقية وتصبح مؤهلة تماماً لجذب رأس المال الباحث عن موازين المخاطر والعائدات ذات الجاذبية.

<sup>٥</sup> راجع المناقشة الواردة في عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، وكذلك الدراسات الصادرة مؤخراً عن الصندوق (وهي الدراسات 2009a، و 2009b، و 2009c، و 2009d، و 2009f، ودراسة (de Larosière Group، 2009).

تغطيتها فترة التوقع البالغة خمس سنوات في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي - والتي سوف يتعين فيها جبر الأضرار التي تحدث في الآونة الراهنة ويتعين فيها أن يتكيف الاقتصاد العالمي مع الواقع الجديد. أما كيف يتحقق ذلك فسوف يكون من الأهمية بمكان للعودة إلى مسار متواصل للنمو العالمي، بدلاً من البقاء سنوات في حالة أداء متراخ، وله أهمية أيضاً في تصميم السياسات وتطبيقها من أجل معالجة الأزمة الراهنة. ورغم أن الاحتياجات قصيرة الأجل هي احتياجات هائلة، فإن تحقيق الاستقرار سيمثل مهمة شاقة إن لم تكن مستحيلة ما لم توفر السياسات مساراً واضحاً للوصول إلى اقتصاد عالمي أقوى في المستقبل.

وينظر هذا القسم أولاً في القوى التي تتفاعل في مجالات أربعة رئيسية، على النحو التالي: النظام المالي العالمي والتدفقات الرأسمالية العالمية، والماليات العامة، وسلوكيات الادخار الخاص، والإنتاجية، ثم ينظر في كيفية التفاعل بين هذه العوامل المحركة على نحو يشكل الاحتمالات المنتظرة للاقتصاد العالمية.

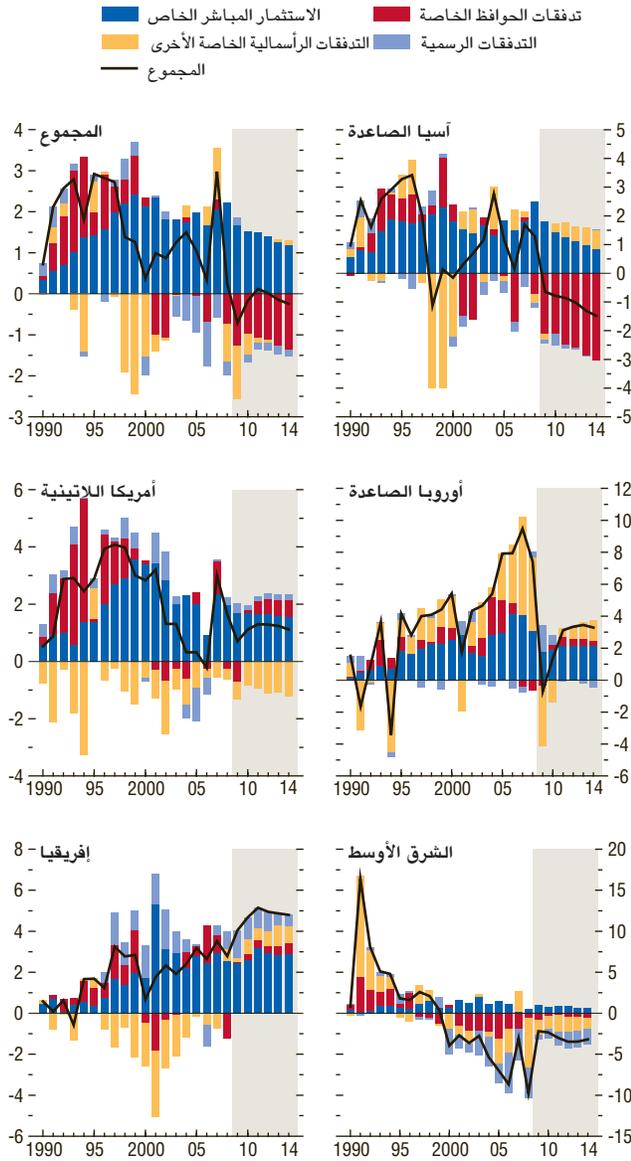
### استمرار التأثير الناشئ من خفض نسب التمويل بالديون على التدفقات الرأسمالية وخلق الائتمان

سوف يمثل التحدي الأساسي في استعادة عافية الأنظمة المالية على نحو يجعلها قادرة على توفير الائتمان اللازم للاستثمارات، وتحقيق النمو، وفي الوقت ذاته تحاشي تراكم المخاطر الزائدة على نحو ما حدث في الفترة السابقة على اندلاع الأزمة الراهنة مباشرة. ومن الواضح أن النظم المالية سوف تمر بفترات تحول طويلة. فبعد المساندة عن طريق التدخل الحكومي بمقادير ضخمة من الموارد، يتعين إعادة بناء رأس المال الخاص، وإلغاء الضمانات الحكومية، وإزالة التوسع الحاصل في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية عند استعادة الثقة. وفي الوقت ذاته، من المفهوم الآن على نطاق واسع أنه يتعين إجراء إصلاح شامل في تنظيم الأسواق والمؤسسات المالية من أجل توسيع الحدود التنظيمية وإخضاع كل المؤسسات والأسواق المهمة نظامياً للإشراف التنظيمي، وإرساء سيطرة أشد على عمليات الرفع المالي، وتشجيع تقوية إدارة المخاطر، وفي الوقت ذاته تطبيق منهج احترازي كلي من أجل تخفيض الآثار المسايمة للاتجاهات الدورية. وفضلاً على ذلك، يتعين تقوية الانضباط السوقي عن طريق تحسين الشفافية ووضع هيكل للتعويضات أكثر توافقاً مع الحوافز. ولكن تجري الآن دراسة ومراجعة مكثفتان لكيفية تحقيق ذلك على وجه الدقة - وخصوصاً

## الاحتمالات المنتظرة متوسطة الأجل في مرحلة ما بعد الأزمة

### الشكل البياني ١-١٣: صافي التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة والنامية (% من إجمالي الناتج المحلي)

يتوقع أن يظل صافي التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة والنامية ضعيفا لسنوات عديدة قادمة نظرا لاستمرار خفض نسب التمويل بالديون. وسوف تشهد آسيا الصاعدة والشرق الأوسط تدفقات كبيرة خارجية مرتبطة باستثمار فوائض الحساب الجاري، بينما يتوقع أن تشهد المناطق الأخرى بوجه عام معدلات تدفقات داخلية أقل بكثير من المشاهد في السنوات الأخيرة.



المصدر: قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

ويتوقع للتدفقات الرأسمالية المتجهة إلى الاقتصادات الصاعدة والنامية أن تكتسب زخما في السنوات الخمس المقبلة، وذلك بعد هبوط حاد في عام ٢٠٠٩، ولكنها ستظل أقل بكثير من الذرى المشاهدة في عامي ٢٠٠٧ و٢٠٠٨ (الشكل البياني ١-١٣). والواقع أن إجمالي صافي التدفقات الداخلة يتوقع له أن يكون قريبا من الصفر أو سالبا، حيث إن الاقتصادات في آسيا والشرق الأوسط سوف تكون هي الاقتصادات المصدرة لرأس المال لأن فوائض الحساب الجاري مستثمرة في بلدان أخرى — في الأسواق الصاعدة وكذلك في الأسواق الناضجة. أما التدفقات المتجهة إلى البلدان في أوروبا الصاعدة وكومنولث الدول المستقلة فيتوقع لها أن تكون أقل من نصف المعدلات المشاهدة في السنوات الأخيرة، وذلك كرد فعل لجوانب الضعف التي ينطوي عليها تمويل عجوزات الحساب الجاري بمبالغ كبيرة من البنوك والحوافظ.<sup>٦</sup>

### المسارات المؤدية إلى ضبط أوضاع المالية العامة

سوف تمر المالية العامة، شأنها شأن النظم المالية، بفترات انتقالية صعبة في السنوات الخمس المقبلة. فبعد القفزة التي تشهدها عجوزات المالية العامة في عام ٢٠٠٩، أصبح من الضروري ترشيد تلك العجوزات لإعادة المالية العامة إلى مسار تتوافر له مقومات الاستمرار، لا سيما مع توقع زيادة الضغوط السكانية على الإنفاق. وتعتمد الوتيرة الممكنة عملا لضبط أوضاع المالية العامة إلى حد كبير على درجة استعادة النمو الاقتصادي في عام ٢٠١٠ وما بعده. وسوف تظل عجوزات المالية العامة عالية حتما في عام ٢٠١٠، لأن الدعم المقدم من المالية العامة سوف يستمر توفيره من أجل مساندة الأوضاع الاقتصادية التي لا تزال هشّة، ولكن العودة إلى نمو تتوافر له مقومات الاستمرار ذاتيا بدرجة أكبر بعد ذلك سيكون الأساس الذي يستند إليه في سحب التنشيط المالي بطريقة مدروسة. ويتوقع أيضا أن تستفيد حسابات المالية العامة من تحسن الأوضاع الدورية وارتفاع أسعار الأصول.

وحتى بعد مراعاة عملية ضبط الأوضاع، فإن الاحتمالات المنتظرة للمالية العامة في الاقتصادات المتقدمة تبعث على القلق البالغ، لا سيما بالنظر إلى الضغوط المرتقبة الناشئة عن زيادة أعداد المسنين. فوفقا لتوقعات السيناريو الأساسي، تتحقق إعادة عجوزات المالية العامة في هذه الاقتصادات إلى مستوى ٤٪ بحلول عام ٢٠١٤. وحتى مع ذلك، فسوف يرتفع الدين

<sup>٦</sup> غير أن إجمالي التدفقات المرتبطة بالبنوك والحوافظ يرجح له أن يرتفع بدرجة أقوى مقارنة بصافي التدفقات، لأن المستثمرين في الاقتصادات الصاعدة يوظفون الأموال في الخارج.

العام ارتفاعا كبيرا، وذلك من حوالي ٧٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٨ إلى ما يقرب من ١١٠٪ بحلول عام ٢٠١٤ (الشكل البياني ١-١٤). وهناك مخاطر متعددة تشير إلى قصور النتائج عن المتوقع، وهي كما يلي: المخاطر الناشئة من التباطؤ المطول في النمو (والذي يتطلب مزيدا من التنشيط المالي) والآثار الدورية؛ والمخاطر الناشئة من الزيادة الممكنة في تكاليف الدعم المقدم من المالية العامة للقطاع المالي (وذلك لسببين هما العمليات الجديدة وحالات النقص المحتملة في العائدات المتحققة من الإدارة ومن بيع الأصول المقتناة)؛ والمخاطر الناشئة من إمكانية الاحتياج إلى الدعم الحكومي لنظم معاشات التقاعد التي أصابها الأضرار المرتبطة بهبوط أسعار الأصول مؤخرا؛ والمخاطر الناشئة من الارتفاع المستمر في أسعار الفائدة الحقيقية على الدين الحكومي بسبب تدهور الاحتمالات المنتظرة للمالية العامة، وخصوصا إذا ترسخ الانكماش. وقد صدرت مؤخرا عن الصندوق دراسة تشير إلى أن التأثير المجمع لتلك العوامل يمكن أن يرفع نسبة الدين الحكومي المجمع إلى إجمالي الناتج المحلي في الاقتصادات المتقدمة ضمن مجموعة العشرين كي تصل إلى ١٤٠٪ بحلول عام ٢٠١٤ (دراسة IMF, 2009e).

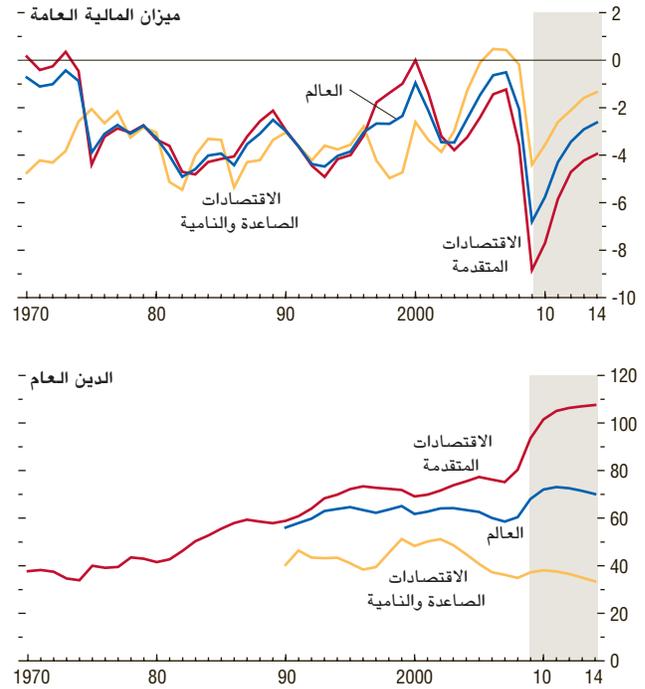
وبوجه عام، تبدو صورة الاحتمالات المنتظرة للمالية العامة ومخاطر المالية العامة أفضل بعض الشيء في الاقتصادات الصاعدة والنامية، ولكن قد تواجه فرادى الاقتصادات تراجعاً حاداً في مسارات المالية العامة، وخصوصاً إذا تحققت مخاطر قصور النتائج عن المتوقع. وتشمل أكثر البلدان إنكشافاً للمخاطر تلك التي تؤدي فيها عمليات الإنقاذ المالي وإنقاذ الشركات، استجابة لأوضاع الأزمة، إلى زيادة صارخة في الدين العام وكذلك البلدان التي سمحت بزيادة ضخمة في الإنفاق العام في سنوات ارتفاع الإيرادات (وهذا يرتبط غالباً بالارتفاع الحاد في أسعار السلع الأولية) ولا تسيطر على الإنفاق وفقاً للاحتتمالات المستقبلية الأكثر تواضعاً لأسعار السلع الأولية. ومن الناحية الأخرى، قد تكون الرغبة في إعادة بناء هوامش وقائية ضد الصدمات العالمية مستقبلاً في بعض الاقتصادات عاملاً يعزز الحرص في مجال المالية العامة.

### تحديات القطاع الخاص واستجاباته

إذا انتقلنا من القطاع العام إلى القطاع الخاص، فإننا نجد أن الاقتصاد العالمي يواجه فترة مطولة يسودها ارتفاع المدخرات الخاصة في الاقتصادات المتقدمة. وكما جرى استكشافه في الإطار ٢-١، تعرض قطاع الأسر في عدد من البلدان للضرر الشديد من جراء الخسارة الهائلة في الثروة المالية وانخفاض ثروة المساكن.

### الشكل البياني ١-١٤: موازين المالية العامة للحكومة العامة والدين العام (٪ من إجمالي الناتج المحلي)

سوف يمثل ضبط أوضاع المالية العامة واحداً من التحديات الأساسية عندما يبدأ الاقتصاد العالمي مرحلة التعافي من الأزمة الراهنة. وسوف يستمر الدين العام في التراكم حتى رغم انخفاض العجوزات.

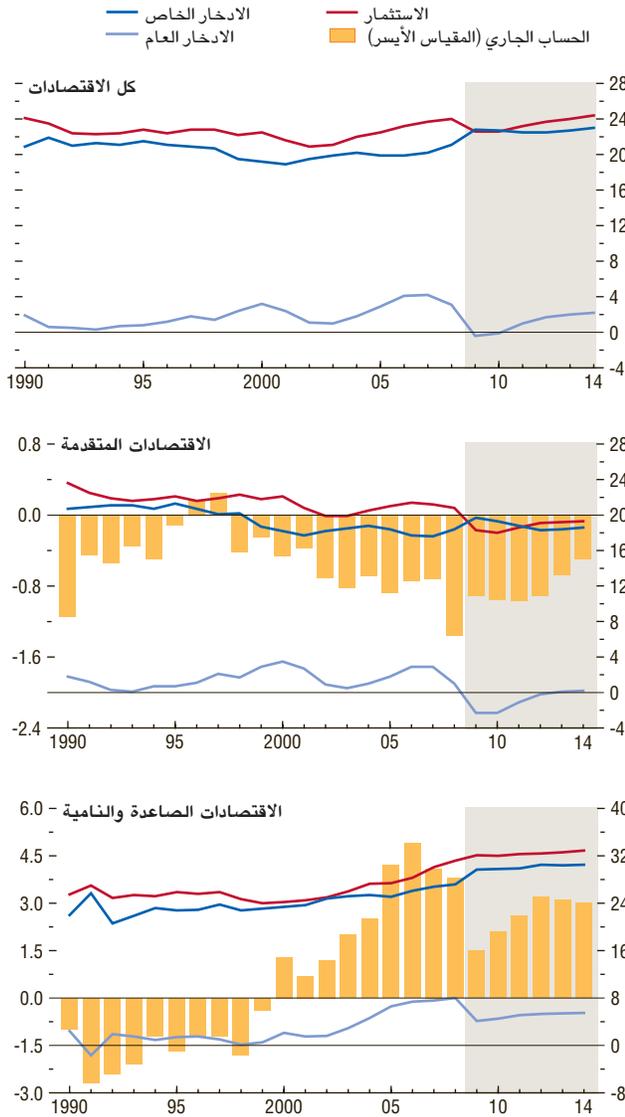


المصادر: التوقعات الواردة في قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

## الاحتمالات المنتظرة متوسطة الأجل في مرحلة ما بعد الأزمة

### الشكل البياني ١-١٥: الادخار والاستثمار والحسابات الجارية على المستوى العالمي (٪ من إجمالي الناتج العالمي)

المرجح أن تظل المدخرات الخاصة مرتفعة في السنوات المقبلة، حيث تعكف قطاعات الأسر في الاقتصادات المتقدمة على إصلاح ميزانياتها العمومية، وتتكيف الاقتصادات الصاعدة مع تراجع الاحتمالات المستقبلية المتعلقة بالتدفقات الرأسمالية الداخلة.



المصدر: التوقعات الواردة في قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

وفضلا على ذلك، فإن تشديد القيود على إتاحة الائتمان وعلى الرفع المالي والمخاوف المتعلقة بزيادة البطالة يربح لها جميعا أن تؤثر على الاستهلاك لفترة مقبلة. ورغم أن القفزة الحاصلة مؤخرا في المدخرات الاحترازية يربح لها أن تتراجع عندما يستقر الاقتصاد العالمي على أرض أكثر ثباتا، فإن الادخار الخاص لا يزال يتوقع له أن يستمر عند معدلات أعلى بكثير من المعدلات التي شهدتها في العقد الماضي، لا سيما في الاقتصادات مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة، حيث كان قطاع الأسر يعتمد فيما سبق اعتمادا كبيرا على مراكمة الثروة عن طريق المكاسب الرأسمالية وليس عن طريق صافي المدخرات من الدخل (الشكل البياني ١-١٥). أما ادخار قطاع الشركات، فالمرجح أن يرتفع هو الآخر عندما تسعى مؤسسات الأعمال إلى استعادة أوضاع الميزانيات العمومية بعد حالة الهبوط الاقتصادي الحاد، كما أن وجود قيود على الاقتراض يعني أن الإيرادات المحتجزة يربح أن تكون هي المصدر الأغلب للتمويل من أجل الاستثمار.

وفي الاقتصادات الصاعدة، يتوقع أن يؤثر تشديد القيود المالية على الاحتمالات المنتظرة للاستثمار وتقارب الدخل. وهذا الوضع أوضح ما يكون في حالة أوروبا الصاعدة، والتي كانت تعتمد فيما سبق على التدفقات الداخلة الكبيرة من المدخرات الأجنبية في تمويل استثماراتها المتزايدة. أما الاحتمالات المنتظرة الأدنى الخاصة بأسعار السلع الأولية، وكذلك قيود التمويل، فإنها قد تؤدي أيضا إلى تقليص خطط الاستثمار في البلدان المصدرة للنفط وغيرها من الاقتصادات الغنية بالسلع الأولية (راجع الإطار ١-٥ في الملحق ١-١).

وإزاء القيود التي يواجهها الاستثمار، تثار قضية أساسية هي ما إذا كانت البلدان المعنية سوف تتمكن من التعويض بتحسين كفاءة الاستثمار (أو زيادة سرعة نمو مجموع إنتاجية عوامل الإنتاج) من أجل مواصلة تحقيق معدلات النمو الممكن أم لا. فقد حدث ذلك إلى درجة ما بعد الأزمة الآسيوية، لأن بلدان شرق آسيا تمكنت من تحقيق نمو قوي رغم انخفاض معدلات الاستثمار (الفصل الثالث من عدد سبتمبر ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). والمرجح أن يكون التحدي المائل أكبر في السنوات المقبلة، لأن المحتمل أن يكون النمو أكثر تركزا في القطاعات الموجهة لتلبية الطلب المحلي، حيث يتوقع أن تكون مكاسب الإنتاجية أبطأ مما تشهده قطاعات التصدير المشغولة في المقام الأول بالصناعات التحويلية. وسيكون من الضروري تحقيق النجاح في استعادة تدفقات الائتمان مع الخضوع للانضباط السوقي من أجل ضمان التخصيص السليم للموارد: إذ من المرجح أن الاعتماد على التمويل من الإيرادات المحتجزة سوف ينطوي على تخصيص للاستثمارات أقل كفاءة. وسيعتمد

نمو الإنتاجية أيضا على مواصلة الإصلاحات في أسواق المنتجات والعمل واستمرار الاندماج في الأسواق العالمية. وفي المقابل، سوف ينشأ تأثير سلبي من أي ميل نحو زيادة النزعة الحمائية في المجالين التجاري والمالي.

### اعتماد المسارات البديلة على اختيارات السياسات

بالنظر إلى هذه القوى المختلفة، سيواجه الاقتصاد العالمي تحديا يتمثل في مواصلة الطلب الكلي اللازم لاستيعاب الطاقة الإنتاجية الزائدة مع تحاشي عودة فقاعات أسعار الأصول. فيمكن أن ينشأ ضغط صعودي على أسعار الفائدة الحقيقية العالمية نتيجة زيادة تقييد الطلب على استخدام المدخرات العالمية بالنسبة للبلدان التي كانت عليها من قبل عجوزات خارجية كبيرة (سواء في فترات ازدهار الاستهلاك بقيادة قطاع المساكن في الاقتصادات المتقدمة أو فترات ازدهار المغذى بالتدفقات الرأسمالية الداخلة في الاقتصادات الصاعدة). وقد يستفحل هذا الميل إلى حد يجعل الاقتصادات تسعى إلى تجديد أرصدها الاحتياطية باتباع سياسات اقتصادية كلية تقشفية أو عن طريق الاستفادة من الميزة النسبية بوضع حد لارتفاع أسعار صرف عملاتها. وسوف تنشأ النزعات التعويضية نتيجة لذلك إذا كان بطء ضبط أوضاع المالية العامة يعني استمرار الاقتراض العام عند مستويات مرتفعة، وإذا استطاعت الاقتصادات سريعة النمو في آسيا، والتي تمثل حصة متزايدة في إجمالي الناتج المحلي العالمي، التحول بسلاسة من مصادر الطلب الخارجية إلى مصادر الطلب الداخلية عن طريق زيادة متواصلة في الاستهلاك، وإذا استطاعت الاقتصادات المتقدمة استعادة قدرة النظام المالي على تقديم الائتمان وإعطاء دفعة للإصلاحات الطموحة الرامية إلى دعم نمو الإنتاجية.

ويرد في الشكل البياني ١-١٦ توضيح للمسارات البديلة المتاحة أمام الاقتصاد العالمي، وذلك باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل (Global Integrated Monetary and Fiscal Model) الذي وضعه خبراء الصندوق. وتوضح عمليات المحاكاة تطبيق سيناريو إيجابي وآخر لمخاطر قصور النتائج عن المتوقع. ووفقا للسيناريو الإيجابي، تشجع السياسات على النجاح في استعادة توازن الاقتصاد العالمي. وتشمل المكونات الأساسية في هذا الشأن زيادة قوة نمو الاستهلاك في منطقة شرق آسيا إلى جانب ارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي بقدر ييسر زيادة المرونة في إدارة سعر الصرف، والنجاح في تنفيذ الخطط الرامية إلى إعادة إرساء نشاط الوساطة المالية الفعالة على المستويين الوطني والدولي،

وتحقيق تقدم صوب الاندماج المالي والتجاري في الاقتصاد العالمي (بما في ذلك، على سبيل المثال، إتمام دورة الدوحة بشأن مفاوضات التجارة العالمية). وسوف يعود النمو إلى مستويات قوية، مما يسمح بسد فجوات الناتج بسرعة أكبر وإتاحة الحيز المالي اللازم لضبط أوضاع المالية العامة بشكل أسرع في الولايات المتحدة وغيرها من البلدان. وسوف يتم تخفيض الاختلالات العالمية مع استمرار تخفيض عجز الحساب الجاري الأمريكي نتيجة الانخفاض المستمر في قيمة الدولار، بينما تنخفض الفوائض الآسيوية بقدر محدود.

أما في سيناريو قصور النتائج عن المتوقع، فإن التصحيح يكون أبطأ، ويكون هناك خروج عن المسار المقرر للإصلاحات، وتضعف الاحتمالات المنتظرة للنمو، ويكون ضبط أوضاع المالية أبطأ، وتظل البطالة مرتفعة لفترة أطول، وتظل مخاوف الانكماش تشكل مصدرا للقلق، وتؤدي النزعة الحمائية المطردة في المجالين التجاري والمالي إلى إعاقة نمو الإنتاجية. وفضلا على ذلك، وفي ظل هذه الظروف، سوف تظل الاختلالات العالمية واسعة، مما يعني مزيدا من التراكم في مديونية الولايات المتحدة لبقية العالم ونشوء مخاطر زوالها بطريقة غير منظمة في نهاية الأمر، وخصوصا إذا ثارت الشكوك في مدى إمكانية استمرار أوضاع المالية العامة في الولايات المتحدة. وهكذا، رغم أن الاختلالات العالمية قد لا تكون هي القوة المحركة الرئيسية وراء الأزمة العالمية الراهنة، تظل المخاوف في هذا المجال مهمة، وخصوصا إذا أدت الأزمة العالمية إلى هبوط دائم في إجمالي التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود. (راجع الإطار ١-٤).

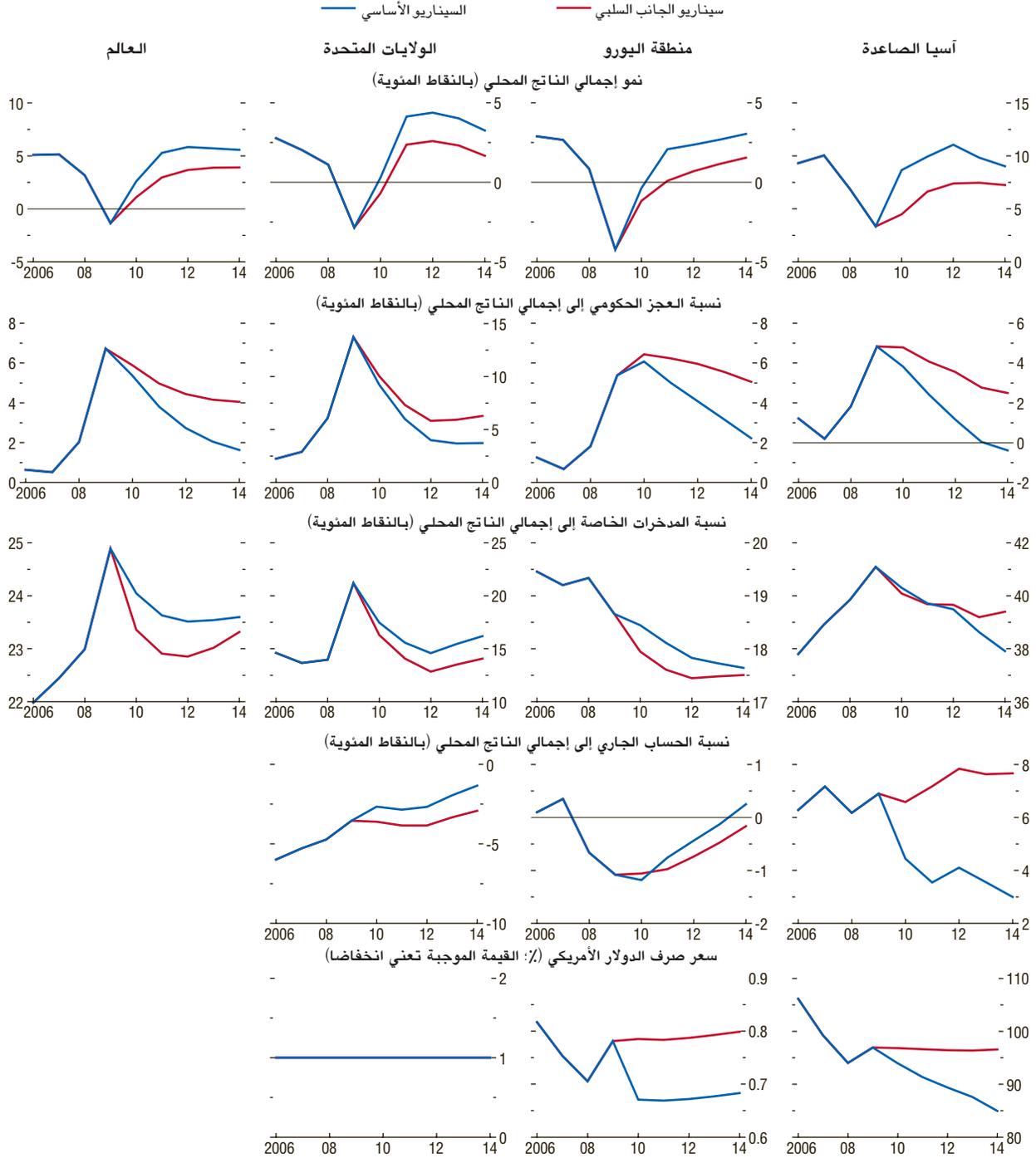
### السياسات الرامية إلى إنهاء الأزمة مع تمهيد السبيل إلى تحقيق الانتعاش المتواصل

تؤكد الآفاق الصعبة المحاطة بقدر كبير من عدم اليقين في الأجل القصير أهمية إقدام صانعي السياسات على التحرك الحاسم لمواجهة حالة الركود العالمي الشديد التي امتدت إلى أبعاد خطيرة، وذلك رغم الجهود المتنوعة المبذولة. والضرورة الماسة الآن هي التحرك الجسور استنادا إلى خطط موثوقة لمعالجة الأزمة المالية التي هي السبب الأساسي وراء حالة الركود العالمي في الأشهر الستة الماضية. فقد وضح من الأزمات المالية السابقة أن التأخر في معالجة المشكلة الأساسية إنما يعني استمرار الهبوط الاقتصادي لمدة أطول وانطواءه على عبء أكبر بالنسبة لدافعي الضرائب. وفي الوقت ذاته، يتعين أن يستمر توجيه السياسات الاقتصادية الكلية قدر الإمكان صوب دعم الطلب من أجل الحد من تعرض القطاع المالي

## السياسات الرامية إلى إنهاء الأزمة مع تمهيد السبيل إلى تحقيق الانتعاش المتواصل

### الشكل البياني ١-١٦: السيناريوهات البديلة متوسطة الأجل (كل المتغيرات موزعة على مستويات: السنوات على المحور السيني)

توضح السيناريوهات البديلة المتعلقة بالاقتصاد العالمي، استناداً إلى النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل، كيف أن من شأن السياسات المواتية أن تشجع نمو عالمي أقوى وأقرب إلى التوازن.



المصدر: عمليات المحاكاة وفق النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل.

## الإطار ١-٤: الاختلالات العالمية والأزمة المالية

مع شروع صانعي السياسات في النظر في أسباب الأزمة المالية والدروس المستخلصة منها، عاد إلى طاولة النقاش مرة أخرى موضوع اختلالات الحساب الجاري العالمية، وذلك في شكل التساؤلات التالية:

- إلى أي حد ساهمت الاختلالات الخارجية العالمية في اندلاع الأزمة المالية؟
- هل أدت الأزمة إلى تغيير الآفاق المستقبلية للاختلالات العالمية؟
- هل لا تزال الاختلالات العالمية مصدرا للقلق؟

يجري استكشاف تلك الأسئلة في هذا الإطار. ويخلص الإطار إلى أنه رغم أن الاختلالات العالمية قد تكون عاملا في تراكم التجاوزات في المجالين الاقتصادي الكلي والمالي التي أدت إلى الأزمة، فإن الأزمة ذاتها نشأت إلى حد كبير من ضعف إدارة المخاطر في المؤسسات الكبيرة في صلب النظام المالي العالمي إضافة إلى فشل التنظيم والرقابة الماليين. ورغم المخاوف السابقة، لم ترد الإشارة حتى الآن عن التحول بطريقة غير منظمة عن حيازة الدولار الأمريكي في النقاش الدائر حول الأزمة. وفي معرض استشراف المستقبل، يتوقع أن تتقلص الاختلالات ولكنها سوف تظل مصدرا للقلق على مستوى السياسات.

وقد ركزت تفسيرات أخرى على العوامل الهيكلية طويلة الأجل. فعلى وجه الخصوص، أدت جاذبية الأصول المالية الأمريكية، نظرا لتصور ارتفاع سيولتها وتطور حماية المستثمرين، إلى خلق طلب متواصل على الأصول الأمريكية (دراسة Blanchard, Givazzi, and Sa, 2005): ودراسة Caballero, Farhi, and Gourinchas, 2008: ودراسة (Cooper, 2008).

وقد أعرب الكثير من المؤلفين عن قلقهم من أن استمرار اتساع الاختلالات الذي ينطوي عليه التراكم غير القابل للاستمرار في المطالبات الخارجية على بلدان العجز، وخصوصا الولايات المتحدة، سوف يتعين في النهاية إزالته عن طريق تخفيض كبير في قيمة الدولار الأمريكي، وربما يحدث ذلك بطريقة غير منظمة (راجع الفصل الثالث من عدد إبريل ٢٠٠٥ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي: ودراسة (Obstfeld and Rogoff, 2005, 2007). وفي الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧، اتفقت الحكومات الرئيسية المعنية على تطبيق سياسات متنوعة تنوعا واسعا من أجل إعادة توزيع نمط الطلب العالمي بهدف تخفيف هذه المخاطر، وذلك في سياق المشاورات متعددة الأطراف التي تولى تنسيقها صندوق النقد الدولي (تقرير IMF, 2007).<sup>٢</sup> ومع ذلك، فإن هناك مراقبين آخرين كان لهم رأي أكثر تفاؤلا، حيث أكدوا على إمكان تحمل الاختلالات ما دامت العوامل الهيكلية التي تدعم تلك الاختلالات قائمة.

### الاختلالات والأزمة

تحققت بالفعل بعض التنبؤات المتعلقة بزوال الاختلالات العالمية في المراحل المبكرة من الأزمة المالية. وحتى قبل اندلاع الأزمة، كان عجز الحساب الجاري (غير

<sup>٢</sup> تتمثل في اتخاذ خطوات من أجل إعطاء دفعة للاقتصاد القومي، بما في ذلك ضبط أوضاع المالية العامة، في حالة الولايات المتحدة: وتطبيق إصلاحات هيكلية داعمة للنمو من أجل إعطاء دفعة للطلب المحلي في حالة أوروبا واليابان؛ وإعطاء دفعة للطلب المحلي والسماح بارتفاع قيم العملات في حالة آسيا الصاعدة؛ وإعطاء دفعة للطلب المحلي عن طريق زيادة الإنفاق من الميزانية بما يتسق والطاقة الاستيعابية ودواعي الاستقرار الاقتصادي الكلي في حالة المملكة العربية السعودية (تقرير IMF, 2007).

تشير عبارة «الاختلالات العالمية» إلى نمط عجوزات الحساب الجاري وفوائضه التي تراكمت في الاقتصاد العالمي بدءا من أواخر تسعينات القرن الماضي، عندما تراكمت عجوزات كبيرة على الولايات المتحدة وبعض البلدان الأخرى (المملكة المتحدة؛ ومنطقة جنوب أوروبا، بما في ذلك اليونان وإيطاليا والبرتغال وإسبانيا؛ وأوروبا الوسطى وأوروبا الشرقية)، بينما تراكمت فوائض كبيرة لدى بلدان أخرى (لا سيما الصين، واليابان واقتصادات أخرى في منطقة شرق آسيا، وألمانيا، والبلدان المصدرة للنفط).<sup>١</sup> وقد طرحت تفسيرات متعددة لتعليل هذه الزيادة في الاختلالات، وذلك على النحو التالي:

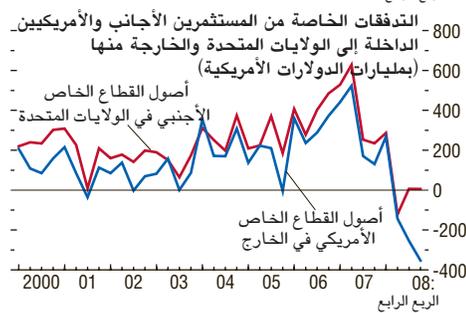
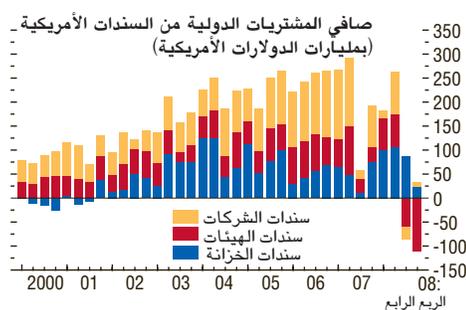
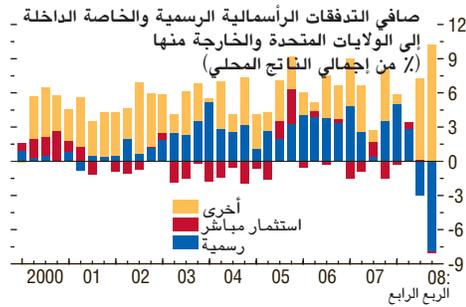
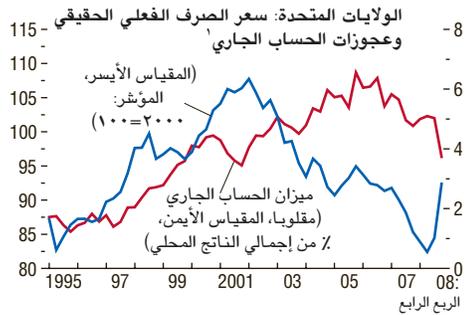
- فقد ركز بعض المؤلفين على عوامل السياسات الاقتصادية الكلية، وهي كما يلي: «تخمة المدخرات العالمية»، عندما قلصت آسيا استثماراتها بعد الأزمة الآسيوية وهكذا ارتفعت مدخراتها ارتفاعا هائلا (دراسة

### منشأ الاختلالات

المؤلفان الرئيسيان لهذا الإطار هما تشارلز كولينز وناتاليا تاميريزا، وقد قدمت جان ماريا ميليس-فيريتي كمدخلات بينما قدم إيرغومنت تولون مساعدة بحثية.

<sup>١</sup> اتسع التوزيع العالمي لاختلالات الحساب الجاري في العقود الأربعة الماضية، مشيرا إلى أن البلدان المعنية كانت تشهد بوجه عام زيادة في العجوزات والفوائض (دراسة Faruqee and Lee, 2008).

### عجز الحساب الجاري الأمريكي وتمويله



المصادر: مؤسسة «هيفر أناليتكس» (Haver Analytics)؛ وزارة الخزانة الأمريكية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
1 استنادا إلى سعر الصرف الفعلي الحقيقي القائم على مؤشر أسعار المستهلكين.

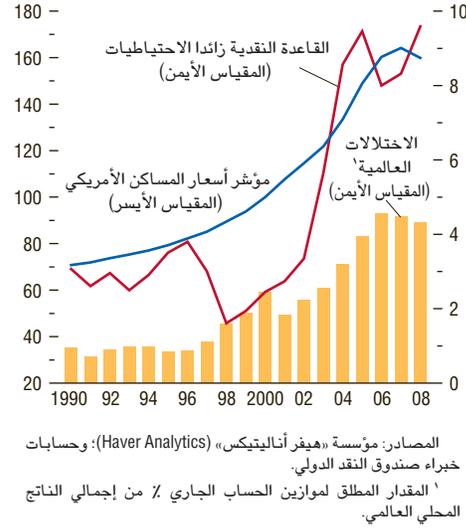
النفطي) لدى الولايات المتحدة قد بدأ في التراجع مستفيدا من ارتفاع قيمة الدولار من قبل وتباطؤ الاقتصاد الأمريكي قياسا إلى شركائه التجاريين (دراسة Milesi-Ferretti، 2008). وقد أدى انهيار سوق الرهون العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة في شهر أغسطس 2007، وحدث المزيد من تباطؤ الاقتصاد الأمريكي مدفوعا في ذلك بالتصحيح في سوق المساكن، إلى التعجيل بوقوع تصحيح في الميزان التجاري غير النفطي للولايات المتحدة، رغم أن الزيادة المستمرة في أسعار النفط كان لها تأثيرها على الميزان النفطي. وفي غضون ذلك، أدت الصدمات التي تعرضت لها سوق الرهون العقارية عالية المخاطر وأسواق الأوراق المالية القائمة على الرهون العقارية في الولايات المتحدة إلى المزيد من إضعاف الدولار - بما يقرب من 8,5% بالقيمة الفعلية الحقيقية في الفترة بين شهر يناير 2007 وشهر يوليو 2008 (الشكل البياني الأول، اللوحة العليا). ومع ذلك، فإن السيناريو الذي كان البعض يخشى من تحققه - وهو حدوث تحول واسع النطاق عن حيازة الأصول الأمريكية وحدث هبوط مفاجئ في قيمة الدولار - لم يتحقق، وهو ما يعود جزئيا إلى أن البحث عن الاستثمار الآمن في سياق زيادة كثافة الاضطراب المالي العالمي دفع إلى حدوث زيادة هائلة في الطلب على الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة الأمريكية. وقد استعاد الدولار الأمريكي عافيته بقوة منذ شهر سبتمبر 2008، عندما اشتد عمق الأزمة وامتدت إلى اقتصادات أخرى.

ومن ثم، فمن الواضح أن حدوث تحول في مسار التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الولايات المتحدة وانخفاض قيمة الدولار لم يكونا من العوامل التي تسببت في الأزمة العالمية الراهنة. إنما أنت الصدمة من تحول مسار التقييم المفرط في التفاؤل للأصول المضمون برهون عقارية عالية المخاطر وغيرها من الأصول المضمون برهون عقارية، وهو ما دفع إلى زيادة هائلة في العزوف عن تحمل المخاطر، وإلى خسارة رؤوس أموال ذات طابع مالي وإلى تخفيض نسب التمويل بالديون. وليس من المستغرب أن آثار هذه الصدمة المالية الهائلة اختلفت سماتها أيضا عن سمات أزمة العملة.

والواقع أن تكوين حيازات الأصول الأمريكية في الميزانيات العمومية القطاعية للبلدان المعنية كان له دور أساسي في امتداد الأزمة إلى بلدان الأخرى. فالحيازات الخارجية من الأصول الأمريكية السامة كانت متركزة لدى مؤسسات مالية في اقتصادات متقدمة، كألمانيا وفرنسا وسويسرا والمملكة المتحدة، اعتمدت اعتمادا كبيرا على الرفع المالي (تقرير U.S. Treasury and Federal Reserve, 2008). وعندما هبطت قيمة تلك الأصول مع

الإطار ١-٤ (تابع)

الاختلالات العالمية، والسيولة، وأسعار المساكن في الولايات المتحدة



اندلاع الأزمة، تأثرت القطاعات المالية في تلك البلدان، وذلك رغم أن اختلالات الحساب الجاري لديها لم تكن ضخمة بالضرورة.

وبفضل استقرار الأحداث الماضية، ظهرت الآن صورة أكثر شمولاً ودقة لدور الاختلالات العالمية في تراكم المخاطر النظامية في الفترة السابقة مباشرة على اندلاع الأزمة (التقرير 2009a، IMF). فقد كانت الاختلالات العالمية بمثابة جزء لا يتجزأ من النمط العالمي المتمثل في انخفاض أسعار الفائدة وضخامة التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى البنوك الأمريكية والأوروبية، وهو ما شجع بدوره على تراكم الرفع المالي، والبحث عن العائد وخلق أصول مقترنة بمخاطر أكبر ونشأة فقاعات في أسعار المساكن في الولايات المتحدة وبعض الاقتصادات المتقدمة الأخرى (الشكل البياني الثاني).<sup>٣</sup> ولكن كان

<sup>٣</sup> وضعت دراسة Caballero and Krishnamurthy (2008) نموذجاً يربط بين الطلب المتزايد على الأصول الأمريكية وبين الارتفاع المستمر في الرفع المالي والتوريق في النظام المالي الأمريكي. وجاءت الرابطة أكثر تشابكاً في الواقع العملي: إذ أن جهات الاستثمار الرسمية من الاقتصادات الصاعدة اتجهت إلى شراء ديون الهيئات الحكومية، بينما أقبل مستثمرو القطاع الخاص من الاقتصادات المتقدمة على شراء الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية لم تكن تدعمها ضمانات صادرة عن مؤسسات ترعاها الحكومة.

لفشل إدارة المخاطر في المؤسسات المالية وضعف الرقابة والتنظيم الدور الرئيسي في اندلاع الأزمة الراهنة. وعلى أي حال، أدت الأزمة المالية إلى تسارع وتيرة تصحيح اختلالات الحساب الجاري العالمية. وهناك ثلاث قنوات تؤدي دوراً أساسياً في هذه العملية، وهي كما يلي:

- زيادة المدخرات الخاصة، وذلك بفضل زوال فقاعتي أسعار المساكن والائتمان في الولايات المتحدة، مع حدوث هبوط موازن جزئياً في المدخرات العامة؛
- تضيق قيود الائتمان على المستوى العالمي، وذلك بسبب تخفيض نسب التمويل بالديون في القطاعات المالية، وخصوصاً في الولايات المتحدة، مع حدوث تيسير موازن جزئياً في السياسة النقدية، وتوفير السيولة، واتخاذ تدابير لإنقاذ البنوك المعنية؛
- تحسن معدلات التبادل التجاري، وذلك بفضل هبوط أسعار النفط (في حالة البلدان المستوردة للنفط)، مع حدوث آثار عكسية في حالة البلدان المصدرة للنفط.

ونتيجة لهذه العوامل، يتوقع للمقياس الموجز للاختلالات العالمية الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي أن يشهد هبوطاً حاداً من ٥,٧٥٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي في عام ٢٠٠٧ إلى حوالي ٤٪ في عام ٢٠٠٩، مدفوعاً في ذلك بانخفاض اختلالات الحساب الجاري في الولايات المتحدة، والبلدان المصدرة للنفط، وكذلك في اليابان إلى حد أقل (الشكل البياني الثالث، اللوحة السفلى).<sup>٤</sup> وياتت الظروف مهيأة لانخفاض عجز الحساب الجاري الأمريكي على وجه الخصوص من الذروة التي وصل إليها في عام ٢٠٠٦، حيث بلغ ٦٪ من إجمالي الناتج المحلي، إلى حوالي ٣,٢٥٪ في عام ٢٠٠٩ (الشكل البياني الثالث، اللوحة العليا). كذلك تشهد الحسابات الجارية انكماشاً حاداً في بلدان أخرى، مع نشوء عجوزات كبيرة نظراً لتحول مسار طفرات الائتمان (على سبيل المثال، جنوب أوروبا والمملكة المتحدة من بين الاقتصادات المتقدمة، وأوروبا الوسطى والشرقية من بين الاقتصادات الصاعدة).

وقد أثرت حالات الهبوط الشديد في أسعار الأصول المالية الناشئة عن الأزمة تأثيراً بالغاً على صافي المراكز الخارجية للبلدان المعنية (دراسة Milesi-Ferretti, 2009). ويتوقع، على وجه الخصوص، أن يشهد صافي المركز الخارجي للولايات المتحدة تدهوراً من حوالي ٤,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي في عام ٢٠٠٧ إلى حوالي ٩٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي في عام ٢٠٠٩.

<sup>٤</sup> يعرف المقياس الموجز بأنه المجموع المطلق لاختلالات الحساب الجاري كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي العالمي.

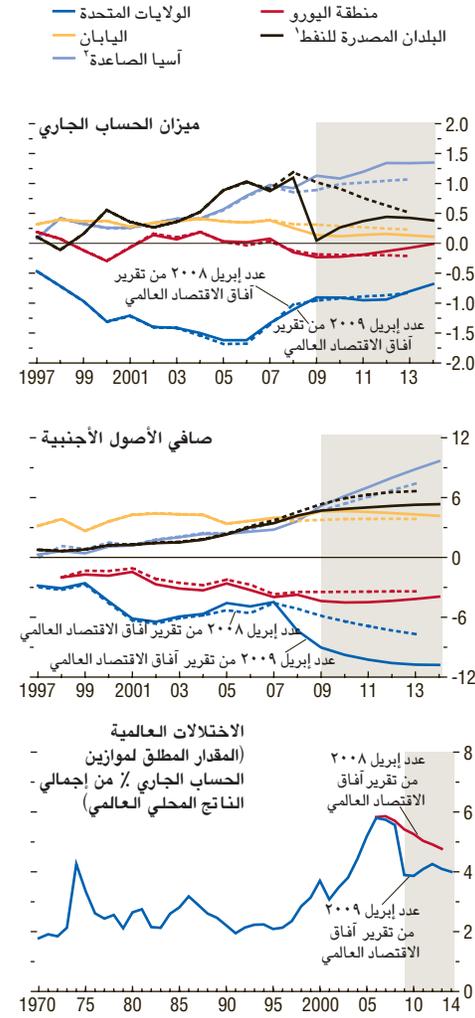
(الشكل البياني الثالث، اللوحة الوسطى). وهناك جزء مهم من التدهور الذي حدث بالفعل يمثل خسائر تقييم، معظمها في حيازات حصص الملكية الأجنبية، والباقي هو تمويل عجز الحساب الجاري الأمريكي. أما الاقتصادات التي شهدت مكاسب مناظرة في مراكزها الخارجية فهي منطقة اليورو والاقتصادات الصاعدة (على سبيل المثال، البرازيل وروسيا والهند والصين). وبالنظر إلى ضخامة حجم الحيازات الأجنبية من الأسهم المحلية في هذه الاقتصادات، نجد أن انهيار أسواق الأسهم المحلية أدى إلى تخفيضات كبيرة في الخصوم القائمة على مقيمي تلك الاقتصادات لصالح الأجانب.

وقد تغيرت أيضاً أنماط تمويل عجز الحساب الجاري الأمريكي نتيجة للأزمة. فمن بداية الأزمة حتى الربع الثالث من عام ٢٠٠٨، هيمنت المشتريات الرسمية عندما حدث هبوط حاد في التدفقات الداخلة الخاصة (الشكل البياني الأول، اللوحة الثانية). غير أنه في النصف الثاني من ذلك العام، انخفض صافي التدفقات الرسمية الداخلة إلى الولايات المتحدة، وهو ما يعود إلى حد كبير إلى المسحوبات من خطوط المبادلات المؤقتة بين الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنوك المركزية الأجنبية، بينما زادت التدفقات الداخلة من القطاع الخاص لأن مقيمي الولايات المتحدة أعادوا توطين رؤوس الأموال من الخارج. ومنذ شهر سبتمبر ٢٠٠٨، أقبل الأجانب على بيع السندات الصادرة عن الهيئات الأمريكية (الشكل البياني الأول، اللوحة الثالثة). أما مشتريات سندات الخزنة الأمريكية فقد ظلت قوية حتى نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٨، عندما بدأ الأجانب في التحول عن شراء سندات الخزنة الأمريكية لصالح شراء أذون الخزنة الأمريكية، وهو ما يعود في جانب منه إلى زيادة الإصدار من تلك الأذون، واستمر هذا الاتجاه حتى نهاية العام. غير أنه بوجه أعم، هبطت التدفقات الرأسمالية الخاصة هبوطاً حاداً إبان الأزمة، مما يشير إلى زيادة حادة في التحيز للاستثمار المحلي، أي زيادة حصة المدخرات الخاصة المستثمرة محلياً وليس في الخارج (الشكل البياني الأول، اللوحة السفلى).

#### الآفاق المستقبلية للاختلالات في مرحلة ما بعد الأزمة

سوف يعتمد تطور الاختلالات في السنوات المقبلة اعتماداً بالغا على كيفية استجابة السياسات للأزمة وتأثير الإصلاحات في مرحلة ما بعد الأزمة على نمط الادخار والاستثمار من قبل القطاعين الخاص والعام في الأجل الطويل. ووفقاً لتوقعات السيناريو الأساسي في

### موازن الحسابات الجارية وصافي الأصول الأجنبية (% من إجمالي الناتج المحلي العالمي)



## الإطار ١-٤ (تتمة)

لا سيما في الولايات المتحدة، مقترنا بالصعوبات في السنوات المقبلة. فإذا انخفضت جاذبية الأصول الأمريكية لأن الأجانب أصبح يساورهم القلق من أن زيادة احتياجات الحكومة إلى التمويل قد تدفع العائدات على السندات الأمريكية طويلة الأجل إلى الارتفاع، وذلك على سبيل المثال، فإن المستثمرين الأجانب قد يخفضون أحجام تعرضهم للمخاطر في الولايات المتحدة، مما يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمة الدولار الأمريكي. وهناك إمكانية أخرى، ترتبط ارتباطا وثيقا بالتفسيرات الهيكلية لاختلالات الحساب الجاري العالمية، هي أن الأزمة المالية قد تؤدي إلى زيادة دائمة في التحيز للاستثمار المحلي وهبوط في إجمالي التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى تقليص إتاحة التمويل لعجز الحساب الجاري الأمريكي وكذلك تقليص عجوزات الحساب الجاري للكثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية التي استفادت من العولمة المالية في العقود السابقة على الأزمة.

تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، تعتبر الظروف الآن مهيأة لاستقرار الاختلالات على الأجل المتوسط، حيث يستقر المقياس الموجز للاختلالات عند حوالي ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي (الشكل البياني الثاني، اللوحة السفلى). ويتوقع أن يظل عجز الحساب الجاري الأمريكي مستقرا بوجه عام عند حوالي ٣,٢٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في الفترة ٢٠١٠-٢٠١١، وذلك بفضل آثار التنشيط المالي إبان الأزمة، ثم يستأنف اتجاهه الهابط حيث يصل إلى ٢,٢٥٪ من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام ٢٠١٤ (الشكل البياني الثاني، اللوحة العليا). غير أنه يتوقع أن تستمر الفوائض في آسيا في الزيادة تدريجيا في الأجل المتوسط، بينما يزول جزء من الهبوط المرتبط بالأزمة في الفوائض لدى البلدان المصدرة للنفط. وسوف يواصل صافي المركز الخارجي للولايات المتحدة أيضا تدهوره، وذلك نظرا لأن احتياجات الولايات المتحدة للاقتراض الخارجي تظل كبيرة (الشكل البياني الثالث، اللوحة الوسطى).

ومن ثم، فإن المخاوف المحيطة بالاختلالات العالمية لم تتلاش بعد. وقد يظل تمويل عجوزات الحساب الجاري،

حلول مالية تشجع على وجود نظام مالي سليم يكون أقل عرضة لدورات الازدهار والكساد ولكنه يظل في الوقت ذاته قادرا على الوفاء بمهمته الأساسية المتمثلة في الوساطة الكفاء بين المدخرات والاستثمارات. فضلا على ذلك، فإن فعالية السياسات الاقتصادية الكلية في الأجل القصير سوف تعتمد على الموثوقية في الأجل المتوسط. وسيكون من الضروري وضع استراتيجيات للخروج من أجل التحول في سياسات المالية العامة والسياسات النقدية من حالة الدعم الاستثنائي قصير الأجل إلى أطر متوسطة الأجل تتوفر لها إمكانية الاستمرار.

## سياسات القطاع المالي — التعامل مع لب الأزمة

يعتبر إحراز تقدم حاسم صوب استعادة استقرار القطاع المالي وثقة الأسواق هو الشرط الأساسي البالغ الأهمية لوقف زخم الهبوط في الاقتصاد العالمي وتمهيد السبيل إلى انتعاش دائم. وقد بدأت المناهج النظامية والقائمة على المبادرة تحل تدريجيا محل عمليات التدخل المخصصة، ولكن يتعين إقناع الأسواق بأن سياسات القطاع المالي سوف تتسم بالفعالية، وهو ما يضعف تأثير الدفعات التنشيطية المقدمة من السياسة

لمزيد من التأثيرات المرتدة المدمرة الناشئة من زيادة ضعف النشاط. وسوف تزداد صعوبة هذه المهمة، حيث إن الأسلحة التقليدية مستخدمة الآن بالفعل، وزيادة عمق الهبوط الاقتصادي قد تثبط الإجراءات الجديدة التي يمكن أن تتخذ في الكثير من البلدان.

ومما يضخم هذه التحديات على مستوى السياسات — ويجعلها تتسم بأهمية عاجلة — الطبيعة العالمية للأزمة. فالاقتصادات المعنية لن تكون قادرة على الاعتماد على الصادرات كمسار للنجاة، كما حدث إبان الأزمة الآسيوية أو في اليابان في تسعينات القرن الماضي (راجع الفصل الثالث). فضلا على ذلك، تجدر الإشارة إلى ضرورة مراعاة صانعي السياسات لآثار سياساتهم المختارة على البلدان عبر الحدود. وسوف تعمل المبادرات الداعمة للشركاء التجاريين والماليين — ومنها التنشيط المالي والدعم الرسمي لتدفقات التمويل الدولي — على دعم الطلب العالمي بما يعود بالنفع على الجميع. وعلى العكس من ذلك، يتسبب الانزلاق إلى الحمائية التجارية والمالية في ضرر بالغ للجميع، وهو تنبيه واضح من واقع التجربة السابقة مع سياسات «إفقار الجار» التي كانت متبعة في ثلاثينات القرن العشرين.

وينبغي أن تسترشد السياسات أيضا بالأهداف متوسطة الأجل. وسوف يكون من الأهمية بمكان إيجاد

## السياسات الرامية إلى إنهاء الأزمة مع تمهيد السبيل إلى تحقيق الانتعاش المتواصل

بنقلها إلى شركات لإدارة الأصول مملوكة للدولة (أو ما يسمى «بنوك الأصول الرديئة»). ويمكن أيضا إقامة شراكات بين القطاعين العام والخاص لشراء الأصول المتعثرة من البنوك، وهو الاقتراح المطروح في الولايات المتحدة، كوسيلة لحذف الأصول المتعثرة بطريقة شفافة، ولكن ينبغي هيكلة عمليات الشراء هذه على نحو يشجع مشاركة المشترين والبائعين استنادا إلى شروط تتسق مع الموارد المتاحة وفق ذلك البرنامج. وعلى وجه العموم، هناك عدة مناهج يمكن أن تحقق النجاح تبعا للظروف القطرية، وأهم أولوية في هذا الخصوص هي اختيار منهج محدد والتأكد من كفاية التمويل المتوافر له وتطبيقه على أساس من الوضوح والاتساق.

وينبغي أن تستند جهود إعادة الرملة إلى إعادة تقييم متأنية للمؤسسات المالية من حيث ما تمتلكه من مقومات البقاء على المدى الطويل، مع مراعاة التقييم الواقعي للخسائر المرجح حدوثها في الأصول المتعثرة، ونوعية رأس المال والإدارة، والاحتمالات المنتظرة للنشاط. وسوف يتعين على الأجهزة الرقابية أيضا إرساء المستوى الملائم لرأس المال التنظيمي في المؤسسات، مع مراعاة الحدود الدنيا التنظيمية والحاجة إلى تكوين احتياطات وقائية لاستيعاب أي خسائر أخرى غير متوقعة. وينبغي الإسراع بإعادة رملة البنوك القادرة على الاستمرار التي تفتقر إلى رأس المال الكافي، وذلك بضخ رؤوس أموال إليها من الحكومة إضافة إلى رؤوس أموال من القطاع الخاص أيضا، إن أمكن، بغية الوصول بنسب رأسمالها إلى مستوى يكفي لاستعادة ثقة السوق في البنك. ونظرا لاستمرار تعمق الأزمة، ينبغي أن تكون الحكومات مهيأة لتقديم رأس المال في صورة أسهم عادية باعتبارها أفضل وسيلة لتحسين الاحتمالات المنتظرة لمستوى الثقة والتمويل، حتى إذا كان ذلك يعني اقتناء الحكومة مؤقتا لحصة أغلبية في الملكية.<sup>٤</sup> أما المؤسسات المالية التي لا تتوفر لها مقومات الاستمرار فيمكن التدخل فيها مباشرة، مما يؤدي إلى التسوية المنظمة لأوضاعها عن طريق الإغلاق أو الدمج. وينبغي أن تكون السلطات على دراية بالشروط القانونية التي يمكن في وجودها اعتبار تدخلها علامة على «الإعسار» ومن ثم حدثا ائتمانيا مؤديا إلى تطبيق الشروط الخاصة بالتخلف عن السداد

<sup>٤</sup> رغم أن وضع المؤسسات المصرفية الرئيسية تحت الملكية العامة الدائمة قد لا يكون مرغوبا من عدة منظورات، فقد حدثت حالات عديدة (على سبيل المثال، اليابان وكوريا والسويد والولايات المتحدة) استخدمت فيها فترة خضوعها للملكية العامة من أجل تنقية ميزانيتها العمومية وتمهيد السبيل لإعادة بيع تلك البنوك إلى القطاع الخاص.

النقدية وسياسة المالية العامة الجاري تنفيذها. فضلا على ذلك، فيقدر ما تكون توترات الأسواق المالية عالمية في طابعها، وتكون إجراءات السياسات ذات آثار انتشارية عابرة للحدود، بقدر ما تزيد أهمية التعاون الدولي على مستوى السياسات لاستعادة ثقة الأسواق.

وهناك ثلاثة عناصر أساسية لاستعادة عافية المؤسسات المالية، وهي كما يلي: (١) ضمان إتاحة السيولة اللازمة للمؤسسات المالية؛ (٢) تحديد الأصول المتعثرة والتعامل معها؛ (٣) إعادة رملة المؤسسات الضعيفة التي تمتلك مقومات البقاء. وتجري المهمة الأولى بمثابة في الوقت الراهن. ولكن من الضروري المضي في مبادرات السياسات بشكل أكثر إقناعا.

ويتعين أن يكون تسجيل الخسائر بشكل يتسم بالموثوقية هو أهم ركيزة يستند إليها أي حل دائم. فلا يزال عدم اليقين الذي يحيط بتقييم الأصول المتعثرة يثير المخاوف بشأن مدى توافر مقومات الاستمرار للمؤسسات المالية المعنية، بما في ذلك المؤسسات التي تلقت دعما من الحكومة. ويتعين أن يشترط صانعو السياسات تقييم الأصول بطريقة متحفظة وشفافة ومتسقة بين المؤسسات. ورغم أن نقص السيولة إلى جانب الهيكل المعقد للأصول التي اعتراها الضعف يجعلان من الصعب وضع تقييم دقيق للكثير من تلك الأصول، ينبغي للحكومات أن تضع منهجيات للوصول إلى تقييم واقعي للأدوات الائتمانية المورقة غير السائلة استنادا إلى توقعات واقعية لتغيرات الدخل المستقبلية.<sup>٥</sup> وينبغي في الأوضاع المثالية مراعاة الاتساق بين البلدان في تطبيق ذلك التقييم من أجل تحاشي المراجعة التنظيمية أو تشوهات المنافسة.

ويمكن تحقيق المزيد من تحجيم الخسائر الناشئة من الأصول المتعثرة بسبل شتى، ولكن المرجح أن يتطلب ذلك دعما عاما كبيرا ويتعين أن يتوخى الشفافية كي يكون مقنعا. أما تطويق الأصول المتعثرة المدرجة في الميزانيات العمومية وتوفير ضمانات حكومية جزئية فيمكن تحقيقهما بسرعة وبأقل قدر من تكاليف المالية العامة المركزة في البداية، ولكن الجهود التي بذلت من أجل ذلك في الأشهر الأخيرة لم تؤد إلى تحسن ثقة الأسواق، وليس من المرجح أن يؤدي هذا المنهج إلى تخفيف عدم اليقين المحيط بأوضاع حوافظ البنوك بوجه أعم. وهناك طريقة بديلة لها سجل إيجابي مؤكد هي حذف الأصول المعيبة من الميزانيات العمومية للقطاع المالي، وذلك

<sup>٥</sup> توفر الاقتراحات التي قدمها مؤخرا المجلس الدولي للمعايير المحاسبية (International Accounting Standards Board) ولجنة بازل فيما يتعلق بممارسات الإفصاح والقيمة العادلة إرشادا مفيدا في هذا الشأن.

المالي وكفاءته وديناميكيته. ويتطلب تحقيق هذه الأهداف اتخاذ خطوات من أجل تحجيم الخطر الأخلاقي ووضع استراتيجيات للخروج من عمليات التدخل الحكومي واسعة النطاق، لتحقيق أهداف من بينها ضمان التحول السلس للعودة إلى نشاط الوساطة المالية الخاص في الأسواق المضطربة. وسوف يكون من الأوضاع الحتمية تخفيض نسب التمويل بالديون وتقليص حجم القطاع المالي، وينبغي ألا تتسبب الإجراءات الراهنة في إعاقة عملية إعادة الهيكلة اللازمة للنظام ككل. وينبغي تقوية المعايير التنظيمية — بما يتسق مع المخاطر النظامية التي تمثلها المؤسسات المعنية — ولكن ينبغي إدخال تغييرات تدريجية بعد التأكد من حدوث الانتعاش تحاشيا لتفاقم الآثار المترتبة المعاكسة مع الاقتصاد الحقيقي.

ويتعين دعم المهمة الصعبة التي تتمثل في استعادة سلامة النظام المالي بإجراءات تيسر إعادة هيكلة أوضاع المقترضين من أجل الحد من تدمير القيمة المرتبط بعمليات التصفية غير المنظمة. وهناك تحد رئيسي مائل هو إيجاد السبل الكفيلة بتيسير تعديل رهون العقارية في الولايات المتحدة من أجل الحد من موجة حبس الرهن بما تقتضيه من أضرار، وهي الموجة التي زادت من حدة زخم الهبوط الاقتصادي في سوق المساكن الأمريكية. ومن المتوقع معالجة هذه المشكلة عن طريق المبادرات الأخيرة التي تلتزم بتوفير موارد عامة من أجل تحسين الحوافز لدى المقترضين والمقرضين على التعامل وتيسير عمليات تخفيض أصل الدين عن طريق إجراءات الإفلاس الشخصي، وقد تقتضي الحاجة وضع مناهج مشابهة في البلدان الأخرى المعنية.

وهناك مجال آخر من مجالات التوتر هو موجة فشل الشركات المرجح حدوثها في الفترة المقبلة، لا سيما في الاقتصادات الصاعدة التي تتعرض فيها الشركات لارتفاع مخاطر تجديد الدين عن التمويل الخارجي ولا توجد لديها سوى بدائل محلية محدودة، والتي قد يكون فيها الإطار القانوني والقدرة على إعادة الهيكلة محدودين. وقد اتخذت السلطات في عدد من البلدان خطوات بالفعل من أجل دعم تدفقات الائتمان عن طريق الضمانات وتسهيلات الدعم الإداري، وقد تكون هناك مبررات لتوفير الدعم المباشر من الحكومة للشركات عند لجوئها إلى الاقتراض. وإضافة إلى ذلك، ينبغي إعداد خطط للقيام بعمليات إعادة هيكلة واسعة النطاق إذا ازدادت الظروف تدهورا. فالتجارب المشاهدة في أعقاب الأزمة الآسيوية تشير إلى أن المنهج الشامل وليس المنهج الجزئي في

في حالة مبادلات مخاطر الائتمان، حتى يتسنى اجتناب مزيد من الآثار النظامية. وينبغي توخي العناية في مراقبة المؤسسات التي تعمل بروؤس أموال حكومية، وتقييد مدفوعات أرباحها الموزعة، وتمحيص سياسات التعويضات المطبقة على إدارتها العليا. ويرجح أن يكون مقدار التمويل الحكومي المطلوب كبيرا — وأن يكون أكبر بكثير مما تم توفيره حتى الآن — ولكن الاحتياجات من الدعم الحكومي يرجح لها أن تشهد ارتفاعا جديدا كلما تأجل الحل.

ومن الضروري تعزيز التعاون الدولي لتجنب زيادة حدة التوترات العابرة للحدود. فقد أدت التفاوتات في درجة الدعم المقدم إلى المؤسسات المالية في مختلف البلدان إلى زيادة التوترات والتشوهات. ومن المهم تحقيق قدر أكبر من الوضوح والاتساق في القواعد المطبقة على تقييم الأصول المتعثرة، والضمانات، وإعادة الرسملة، من أجل تحاشي العواقب غير المقصودة والتشوهات التنافسية — والتي في ظلها تحابي المؤسسات المحلية أو عمليات تقديم الائتمان المحلية على حساب الآخرين.

وهناك حاجة مهمة إلى منهج دولي أعم، لا سيما في الاقتصادات الصاعدة. فالاقتصادات أوروبا الصاعدة معرضة بدرجة كبيرة لمخاطر الاضطرابات في تدفقات الائتمان بسبب احتياجاتها الكبيرة من التمويل الخارجي، وربما تكون قد تعرضت لآثار معاكسة من جراء تدابير الدعم المالي المتخذة في أوروبا الغربية بهدف الحفاظ على أوضاع البنوك المحلية، وهذا ما سبق التأكيد عليه وورد أيضا في عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي. وهناك حاجة ماسة إلى إرساء مبادئ توجيهية واضحة بشأن إدارة الأزمات العابرة للحدود واقتسام الأعباء، من أجل دعم استمرار إتاحة خطوط الائتمان، وتوفير التمويل الخارجي الاستثنائي الطارئ اللازم. وبالتوازي مع ذلك، هناك تعزيز يتحقق بالفعل في قدرة المجتمع المالي الدولي على معالجة المخاطر المرتبطة بحالات التوقف المفاجئ في التدفقات الرأسمالية الخاصة، وذلك نتيجة للإصلاحات الأخيرة الرامية إلى زيادة مرونة أدوات الإقراض لصالح البلدان المحففة لأداء جيد والتي تواجه ظروفًا صعبة إلى جانب الخطط التي مضت فيها قمة مجموعة العشرين قدما والرامية إلى زيادة الموارد المتاحة لصندوق النقد الدولي.

ويتعين أن تراعي التدابير الرامية إلى معالجة العسر المالي مشكلات التحول والحدود المستقبلية للنظام المالي. وينبغي أن تكون الإجراءات المتخذة في الوقت الراهن متسقة مع الرؤية طويلة الأجل لسلامة النظام

على إطلاق الحركة من قيودها في الأسواق غير السائلة أو الأسواق المخلخلة — وهو ما يسمى تيسير الائتمان (دراسة 2009، Bernanke). وتمثل تلك الاستراتيجية توسيعاً لنطاق "التيسير الكمي" الذي استخدمه بنك اليابان المركزي في الفترة 2001-2006، حيث انصب التركيز على إعطاء دفعة لاحتياطات البنوك التجارية عن طريق عمليات شراء السندات الحكومية.

وعند تطبيق تيسير الائتمان، ينبغي للبنوك المركزية العمل قدر الإمكان على هيكلة إجراءاتها بحيث تتيح أقصى درجات العون الممكن للأسواق المخلخلة — وذلك بزيادة إتاحة الائتمان وتخفيض فروق العائد — مع تحجيم الأضرار الثانوية الممكنة في الأجل الأطول. وينبغي قدر الإمكان ترك تخصيص الائتمان لما يقرره الوسطاء الماليون في القطاع الخاص، لا أن يتولى البنك المركزي ذلك. وفضلاً على ذلك، ينبغي للخزانات الوطنية تغطية مخاطر الائتمان التي لا يستيقها القطاع الخاص، بدلاً من السماح لتعريض الميزانيات العمومية للبنوك المركزية للخطر. وينبغي النظر أيضاً في كيفية تصفية العمليات الائتمانية غير العادية. وينبغي توفير الدعم في شكل تسهيلات سيولة قصيرة الأجل، يمكن بسرعة تحويل مسارها عندما تعود أوضاع الأسواق في النهاية إلى طبيعتها، ولكن قد يكون من الأصعب تصفية العمليات التي تنطوي على أصول ذات آجال استحقاق أطول.

ولهذه النقاط أهميتها أيضاً لدى البنوك المركزية في الاقتصادات الصاعدة. غير أن مهمة مسؤولي البنوك المركزية في الكثير من تلك الاقتصادات تزداد صعوبة من جراء الحاجة إلى الحفاظ على الاستقرار الخارجي في مواجهة تدفقات التمويل التي تتسم بالهشاشة الشديدة. فالتمويل في الاقتصادات الصاعدة يخضع لاختلالات حادة — أي ما يسمى حالات التوقف المفاجئ — إلى حد أكبر بكثير مما هو مشاهد في الاقتصادات المتقدمة، وهو ما يرجع جزئياً إلى وجود مخاوف أشد بشأن الجدارة الائتمانية للكيان السيادي المعني. وتميل الاقتصادات الصاعدة أيضاً إلى أن تركز تركيزاً شديداً على الاقتراض بالعملة الأجنبية، ومن ثم فإن حدوث انخفاض كبير في أسعار صرف عملاتها يمكن أن يلحق أضراراً جسيمة بميزانياتها العمومية.

وبذلك، فرغم أن معظم البنوك المركزية في هذه الاقتصادات قد خفضت أسعار الفائدة في مواجهة حالة الهبوط الاقتصادي العالمي، إلا أنها توخت القدر الملائم من الحذر في قيامها بذلك حفاظاً على حوافز جذب التدفقات الرأسمالية الداخلة وتحاشي حدوث حركات

التعامل مع عمليات إعادة التفاوض على الدين يمكن أن يساعد على ضمان إتمام عمليات إعادة هيكلة الشركات على نطاق واسع بطريقة منظمة، بما في ذلك عن طريق الدخول فيها بالتراضي دون إعلان.

### السياسة النقدية — التحول إلى المناهج غير التقليدية

تترجع مخاوف التضخم سراعاً من الذاكرة، إذ أضحت البنوك المركزية في شتى أرجاء العالم الآن تقود الجهود الرامية إلى دعم استمرار الطلب في مواجهة الاضطرابات المالية. وفي الاقتصادات المتقدمة، يضاعف من هذه المهمة الآن الارتفاع المستمر في أخطار الانكماش وقيود الحد الأدنى الصفري لأسعار الفائدة. وفي هذه الظروف، من الأهمية بمكان أن يكون هناك تحرك جسور من أجل مواجهة مخاطر الانكماش. ورغم أن أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية تكاد تصل بالفعل إلى الحد الأدنى الصفري في كثير من البلدان، فإنه لا يزال هناك حيز مالي متاح على مستوى السياسات في بعض النظم (مثل منطقة اليورو) وينبغي الإسراع بالاستفادة منه. ويبدو أن مخاطر الإفراط في التيسير النقدي محدودة جداً في الظروف الراهنة. وفي نفس الوقت، من الأهمية بمكان وجود استراتيجية واضحة للتواصل — حيث ينبغي أن يؤكد مسؤولو البنوك المركزية تصميمهم على تجنب الانكماش عن طريق الحفاظ على أوضاع نقدية تيسيرية مهما طاللت المدة اللازمة لتحقيق هذا الهدف، مع توضيح التزامهم في الأجل الطويل في الوقت ذاته بتجنب عودة ظهور التضخم.

ومع ذلك، فإن قوة النيران المتوافرة من أدوات السياسات التقليدية لا يرجح لها أن تكون كافية — فالحد الأدنى الصفري يمثل قيوداً على الحيز المتاح لإمكانية تخفيض أسعار الفائدة من جديد، وتأثير تخفيض أسعار الفائدة الأساسية يتقلص من جراء اضطرابات أسواق الائتمان. وفي هذه الظروف، ينبغي دعم تخفيضات أسعار الفائدة بالاعتماد بشكل متزايد تدريجياً على مناهج أقل التزاماً بالطابع التقليدي يستعان فيها بحجم الميزانية العمومية ومكوناتها في البنوك المركزية بغية تعزيز أنشطة الوساطة الائتمانية. وكما سلفت مناقشته، قام الكثير من البنوك المركزية بالفعل باستحداث مجموعة من الأدوات الجديدة، بما في ذلك شراء الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل واتخاذ تدابير مباشرة بدرجة أكبر من أجل دعم نشاط الوساطة. وفي الظروف الراهنة، يمكن أن تكون هذه المناهج فعالة بدرجة كبيرة إذا ساعدت

الاحترازية حلا أقل توجيهها وأقل تكلفة على مستوى السياسات مقارنة بتغيير أسعار الفائدة، وينبغي أن تكون عنصرًا محوريًا في استجابة السياسات.<sup>٩</sup>

### سياسة المالية العامة – الجمع بين التنشيط المالي والاستمرارية

نظرا لمدى الهبوط الاقتصادي الراهن وحدود فعالية السياسة النقدية، يجب أن تقوم سياسة المالية العامة بدور حاسم في توفير دعم قصير الأجل للاقتصاد العالمي. والواقع أن إحدى النتائج الرئيسية التي يخلص إليها الفصل الثالث هي أن سياسة المالية العامة يمكن أن تتسم بفعالية خاصة في تقصير فترات الركود الناجمة عن الأزمات المالية، بينما يتقلص تأثير السياسة النقدية. غير أن مساحة تقديم الدعم من المالية العامة سوف تكون محدودة إذا ما تأكلت المصادقية نتيجة هذه الجهود في غياب إطار متوسط الأجل. وهكذا تواجه الحكومات مفاضلة صعبة بين تطبيق سياسات توسعية قصيرة الأجل وإعادة الطمأنينة بشأن آفاق الاقتصاد على المدى المتوسط.

وتزداد صعوبة هذه المهمة مع ازدياد عمق حالة الهبوط الاقتصادي ومدته. فرغم أن الحكومات تحركت لتقديم دفعة تنشيطية كبيرة في عام ٢٠٠٩، بات واضحا الآن أنه يتعين في عام ٢٠١٠ الحفاظ على هذه الجهود على أقل تقدير، إن لم يكن تكثيفها، وينبغي أن تقف البلدان التي يتوافر لديها الحيز المالي على أهبة الاستعداد لاتخاذ تدابير تنشيطية جديدة حسب الحاجة من أجل دعم الانتعاش. وينبغي قدر الإمكان أن يكون هذا الجهد جهدا مشتركا لأن جزءا من تأثير التدابير التي تتخذها فرادى البلدان سوف يتسرب عبر الحدود، ولكنه يحقق منافع للاقتصاد العالمي.

ومن ثم، من الجدير بالترحيب أن معظم البلدان الأعضاء في مجموعة العشرين — الاقتصادات الصاعدة منها والمتقدمة على حد سواء — تساهم في جهود المالية العامة هذه. غير أن مهمة الحفاظ على التنشيط المالي تزداد صعوبة لأن بعض البلدان تواجه قيودا متزايدة على الحيز المالي المتاح لديها بسبب مخاوف الأسواق بشأن إمكانية استمرار أوضاع مالياتها العامة. ويصدق هذا على وجه الخصوص على الاقتصادات الصاعدة

غير منظمة في أسعار الصرف أو اندلاع أزمة مكتملة الملامح في الحساب الرأسمالي. وقد أتاحت أرصدها من الاحتياطيات الدولية ذخيرة، إلى درجة ما، من أجل مواجهة الحركات المتقلبة في أسعار الصرف والحفاظ على إتاحة التمويل بالعملات الأجنبية، ولكنها استنفدت تلك الأرصدة بمرور الوقت، مما قلص الحيز المالي. أما البلدان التي تواجه أوضاعا خارجية بالغة الصعوبة — بما في ذلك تحملها عبوات كبيرة في الحساب الجاري، واحتياجات كبيرة إلى إعادة تجديد الديون، والاعتماد على تدفقات هشة فيما بين البنوك، وتراجع الاحتياطيات — فقد تجد نفسها مضطرة إلى تشديد السياسة النقدية حفاظا على الاستقرار الخارجي، وذلك رغم الآثار المعاكسة على النشاط المحلي. ويمكن أن يؤدي الوصول إلى التمويل الرسمي، بما في ذلك خطوط الائتمان الإقليمية والثنائية والتمويل الطارئ من صندوق النقد الدولي، دورا مهما في تخفيف تلك المفاضلات المؤلمة.

وإذا انتقلنا إلى عالم ما بعد الأزمة، نجد أن أحد التحديات الكبرى هو ضبط الوتيرة التي يتم بها سحب الدفعة التنشيطية النقدية الهائلة التي يجري تنفيذها في الوقت الراهن. ذلك أن التسرع في هذا الخصوص يمكن أن يقطع الطريق على تعاف يرجح أن يكون تعافيا هشا، وإن كان فرط التمهل أيضا يمكن أن يصيب الاقتصاد بفترة في النشاط ويسفر عن فقاعات جديدة في أسعار الأصول. وفي بعض الحالات، قد يستدعي تحقيق التحول السلس استخدام أدوات جديدة، كإسماح للبنوك المركزية بإصدار أوراق تجارية صادرة عنها من أجل استيعاب السيولة الفائضة.

وسوف تثور هذه الاختيارات في سياق قضية أوسع نطاقا هي ما إذا كان ينبغي توسيع المنهج المتبع في السياسة النقدية كي يضم بشكل أكثر صراحة تحقيق الاستقرار المالي الكلي إلى جانب استقرار الأسعار أم لا، وإذا كان سيتم توسيعها على هذا النحو فكيف يتحقق ذلك. ومن الأمور الواضحة الآن بشكل مرير أن فترات ازدهار أسعار الأصول التي غذاها التمويل اعتمادا على الديون والتي كان الوسطاء الماليون طرفا فيها يتعين التعامل معها بطريقة جسورة، لأنها تهدد بتقويض عرض الائتمان والاقتصاد. ورغم أنه يتعين أن تؤدي السياسة التنظيمية دورا محوريا في السيطرة على تلك المخاطر، فإن السياسة النقدية لا يمكنها تجاهل نوبات الازدهار في أسعار الأصول والائتمان، وينبغي لها الاستجابة للحركات السريعة غير العادية في أسعار الأصول أو دلالات الاستجابة السعريّة المفرطة في أسواق الأصول، وخصوصا في سياق ازدهار الائتمان. وتوفر التدابير

<sup>٩</sup> يرد مزيد من المناقشة لهذه القضية في دراسة (2009c) IMF. وراجع أيضا الفصل الثالث من عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على مناقشة لكيفية إمكان تطويع السياسة النقدية من أجل إعطاء وزن ترجيحي أكبر لأسعار المساكن على وجه الخصوص.

وثالثا، ربما تكون أكبر مساهمة في تحسين مصداقية إمكانية استمرار المالية العامة هي تحقيق تقدم ملموس نحو معالجة التحديات المالية التي تمثلها شيخوخة السكان. فتتضاءل تكاليف الأزمة المالية الحالية — وإن كانت ضخمة — أمام التكاليف المتزايدة الوشيكة التي يتطلبها الإنفاق على الضمان الاجتماعي والرعاية الصحية للمسنين (دراسة IMF, 2009e). وقد لا تثمر الإصلاحات الموثوقة في السياسات الحاكمة لهذه البرامج تأثيرا فوريا واضحا على حسابات المالية العامة، ولكنها يمكن أن تحقق تغيرا كبيرا في أفاق المالية العامة، ومن ثم يمكن أن تساعد في الحفاظ على الحيز المالي اللازم لدعم المالية العامة على المدى القصير.

### الأهمية البالغة للاستجابات العالمية

في مواجهة أزمة ذات أبعاد عالمية، تكون الاستجابة العالمية ضرورية من أجل تحريك التحسن والانتعاش. وقد حددت المناقشة السابقة بالفعل ملامح مجموعة متنوعة من المجالات التي لا غنى فيها عن الجهود التعاونية بين البلدان:

- يتعين التنسيق على المستوى الدولي بين التدابير الرامية إلى التعامل مع حالة الضغوط المالية واستعادة مقومات الاستقرار المالي من أجل تقليص الآثار الانتشارية العابرة للحدود وتوليد عملية تسوية متماسكة لأوضاع المؤسسات المالية التي تكون في الغالب ذات طابع عالمي. وينبغي تجنب النزعة الحمائية المالية الزاحفة.
- وينبغي أن يكون توفير التنشيط المالي من أجل دعم الطلب العالمي جهدا مشتركا تقوم فيه البلدان التي لديها أكبر حيز مالي بالدور القيادي، وهذا يمثل هنا أيضا تسليما بالآثار العابرة للحدود.
- وينبغي أيضا توجيه السياسات النقدية وسياسات الائتمان صوب دعم الطلب قدر الإمكان، ولكن ينبغي تفادي السعي إلى هندسة تخفيض قيمة العملة للأغراض التنافسية على نحو عديم الجدوى من منظور عالمي.
- وبالمثل، يتعين على البلدان أن تحرص على مقاومة إغراء الانزلاق صوب التدابير الحمائية على جبهة التجارة.
- وينبغي تقوية مصادر الدعم بالتمويل الرسمي كي تتمكن البلدان التي تواجه ضغوطا في تمويل عجوزات الحساب الجاري من تحاشي التصحيحات القاسية بلا داع والتي من شأنها أيضا أن تمتد عبر الحدود.
- ومن الأهمية بمكان توثيق روابط التنسيق والتعاون الدولي على مستوى السياسات، استنادا إلى عمليات محسنة للإنذار المبكر وإبلاغ أكثر انفتاحا بالمخاطر القائمة.

التي لديها مؤسسات مالية عامة أقل تطورا، وتمويل أقل تأكيدا، واحتمالات مستقبلية متوسطة الأجل متراجعة. ولكنه يصدق أيضا على مجموعة متزايدة من الاقتصادات المتقدمة، والتي يتضح من المسارات الواقعية للحسابات العامة في حالاتها أن هناك تراكما كبيرا في الديون، وخصوصا في الاقتصادات التي تواجه أيضا فواتير ضخمة ناشئة عن عملية تنقية القطاع المالي وشيخوخة السكان.

كيف يمكن تخفيف حدة التجاذب بين التنشيط والاستمرارية؟ يتمثل أحد الخيارات الأساسية في اختيار التدابير التنشيطية المناسبة. فينبغي الحرص قدر الإمكان على أن تكون هذه التدابير مؤقتة وتحقق أكبر مردود مقابل. ويمثل ذلك في العادة حجة لصالح زيادة الإنفاق على مشاريع معينة وتخفيضات ضريبية محدودة المدة تركز على تحسين التدفقات النقدية لدى الأسر المحتاجة إلى الائتمان.<sup>١٠</sup> ومن المرغوب أيضا استهداف تدابير تعود بمنافع طويلة الأجل من حيث إمكانات الإنتاجية في الاقتصاد المعني (ومن ثم تزيد قدرات تعبئة الضريبة). وفي ضوء هذين السببين، تعتبر المبادرات الرامية إلى إعطاء دفعة للإنفاق على البنية التحتية مفيدة جدا في المنعطف الراهن. وفي الدورة الاقتصادية المعتادة، فإن ذلك الإنفاق غالبا ما يتوافر في اللحظة التي تنتفي فيها الحاجة إليه بالكاد، ولكن في الدورة الاقتصادية الراهنة هناك حاجة إلى مستوى إنفاق أعلى طوال عدد من السنوات. ويمكن تحقيق ذلك، من حيث المبدأ، عن طريق المضي في تنفيذ المشاريع المقررة، وبذلك يتم الحفاظ على صافي القيمة الحاضرة للإنفاق دون تغير.

وثانيا، يجب على الحكومات أن تكمل مبادرات التنشيط المالي قصير الأجل بإصلاحات لتعزيز أطر المالية العامة على المدى المتوسط. وتشمل المجالات المهمة في هذا الشأن تحقيق الإصلاح الضريبي من أجل تخفيف الاعتماد على الإيرادات الضريبية المربوطة بأسعار الأصول، واتخاذ تدابير ترمي إلى تحسين الشفافية والإشراف على الإنفاق الحكومي، واتخاذ خطوات لتوفير أطر ميزانية قوية متوسطة الأجل من أجل تحقيق ضبط أوضاع المالية العامة في فترات قوة النمو وكذلك وتيرة التيسير إبان فترات الهبوط الاقتصادي. وسوف تكون للإصلاحات التي تتحقق في هذه المجالات قيمة مهمة لدى الاقتصادات المتقدمة ولكنها أكثر أهمية من ذلك لدى الاقتصادات الصاعدة التي تنسم فيها نظم إدارة المالية العامة بأنها أقل تطورا بكثير.

<sup>١٠</sup> للاطلاع على مزيد من التفاصيل عن هذه القضايا، راجع دراسة Spilimbergo and others (2008) ودراسة IMF (2009e).

للتوقعات السابقة التي كان مفادها أن الاقتصادات الصاعدة والنامية سوف تظل صامدة أمام تباطؤ النمو في الاقتصادات المتقدمة. ونظرا لأن هذه الاقتصادات تمثل معظم الطلب المتزايد تدريجيا إبان فترة الازدهار، فقد أصبحت الاحتمالات المستقبلية للطلب في الأجل القريب في أسواق السلع الأولية العالمية لا تبشر بالخير بنفس الدرجة التي كانت عليها من قبل. وهناك سبب آخر للتحول هو هبوط الطلب في الاقتصادات المتقدمة. فرغم أن هذه الاقتصادات لم تسهم إلا بحصة صغيرة في زيادات الطلب إبان فترة الازدهار، إلا أنه يعزى إليها معظم الهبوط في مستويات الاستهلاك العالمي من السلع الأولية في الشهور الأخيرة.

وقد أدى التدهور الحاد في الاحتمالات المستقبلية للنمو العالمي والذي ارتبط بالاضطراب المالي العالمي خلال شهري سبتمبر وأكتوبر ٢٠٠٨ إلى تصحيحات هبوطية متسارعة في الأسعار حتى نهاية شهر نوفمبر. ثم استقرت أسعار السلع الأولية بوجه عام في ديسمبر. ومنذ ذلك الحين، تقلبت الأسعار في معظم الحالات ضمن نطاق معين، مع حدوث عدة حالات تحسن لم تدم طويلا حتى الآن في بعض السلع الأولية، لا سيما النفط، ثم المعادن الأساسية في وقت أقرب.

وقد اختلف تأثير التباطؤ الاقتصادي العالمي من سلعة أولية إلى أخرى. فقد كانت أكثر السلع الأولية تأثرا من سواها هي السلع الأولية المرتبطة ارتباطا وثيقا مع تصنيع السلع الاستثمارية والمعمرة ومع نشاط التشييد — وخصوصا أنواع الوقود والمعادن الأساسية — وهو ما يتوافق مع الأنماط الدورية السابقة. وقد كان تأثير التباطؤ الاقتصادي على أسعار الأغذية أخف بقدر ملحوظ من تأثيره على أسعار غيرها من السلع الأولية، وذلك نظرا لانخفاض المرونة الدخلية للطلب الأساسي. ومع ذلك، ونظرا للتراجع المستمر في الضغوط الناشئة عن تكاليف الطاقة والطلب على الوقود البيولوجي — وهما عاملان دافعان أساسيان في فترة ارتفاع الأسعار — جاءت استجابة أسعار سلع الغذاء الأولية للهبوط الاقتصادي أقوى من المعتاد.

### كيف أثر الضغط المالي على أسواق السلع الأولية؟

إلى جانب التأثير غير المباشر عن طريق الاقتصاد الحقيقي، تأثرت أيضا أسواق السلع الأولية تأثرا مباشرا بتصاعد الأزمة المالية في شهر سبتمبر. فقد قام المستثمرون بتصفية مراكزهم في أصول السلع الأولية

وقد أصبحت مقتضيات التعاون مهمة أيضا لمسار العالم إلى تحقيق الرخاء في معرض سعيه إلى إعادة البناء بعد الأزمة. ويمكن أن يؤدي اختتام جولة مفاوضات الدوحة متعددة الأطراف إلى إعطاء دفعة للتكامل التجاري العالمي الذي هو مرتكز نمو الإنتاجية. أما مهمة إعادة بناء إطار التنظيم المالي، من أجل تحسين المراقبة وضمان الاستقرار مع السماح في ذات الوقت لنشاط الوساطة المالية الكفاء بالعمل، فيتعين أن تكون مسعى عالميا. وبالمثل، فمن شأن وجود نظام أكثر مرونة لإدارة العملة في كل الاقتصادات الرئيسية في العالم أن يدعم عملية إعادة التوازن بطريقة سلسلة بين العرض والطلب العالميين من أجل مساندة عملية التقارب بين مستويات الدخل. كذلك فإن من شأن زيادة إتاحة الموارد المالية الدولية التي يمكن استغلالها لعلاج الأوضاع المعاكسة في الأسواق، وتوفير مزيد من المرونة في شروط تلك الائتمانات، أن يساعدا على تقليص الاندفاع إلى الوقاية الذاتية ومراكمة الاحتياطات الدولية الرسمية بمقادير هائلة. وأخيرا، ينبغي حماية تدفقات المعونة إلى البلدان منخفضة الدخل وزيادتها كي لا يؤدي الاحتواء المالي اللازم في البلدان المانحة في السنوات المقبلة إلى تهديد التقدم المحرز صوب استئصال شأفة الفقر في العالم.

### الملحق ١-١: المستجدات في أسواق السلع الأولية واحتمالاتها المستقبلية

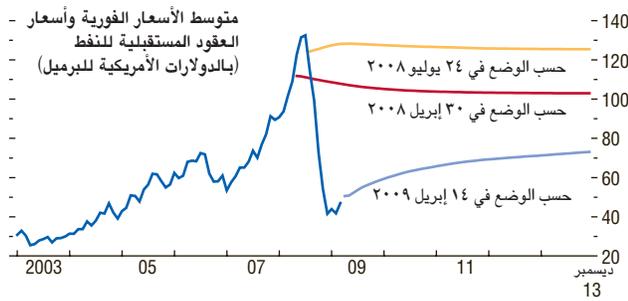
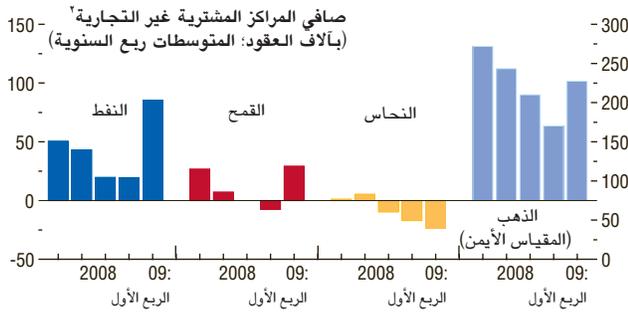
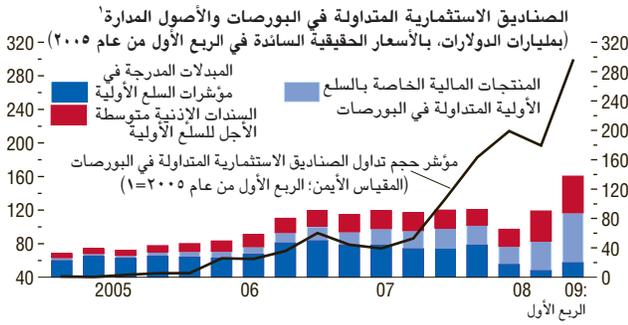
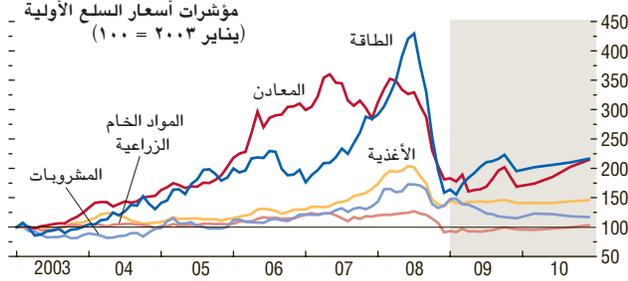
مؤلفو هذا الملحق هم كيفين تشينغ، وتو-نهو داو، ونيس إيربيل، وتوماس هيلنغ.

وضع الاضطراب المالي والتدهور الحاد في الاحتمالات المستقبلية للاقتصاد العالمي في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ نهاية مفاجئة لازدهار أسعار السلع الأولية الذي شهدته السنوات القليلة الماضية. وقد جاء تصحيح الأسعار حادا وسريعا، مع ارتفاع حجم تغيرات الأسعار وتقلبها إلى مستويات غير مسبوقه في حالة الكثير من السلع الأولية الرئيسية (الجدول ١-٢). وبحلول شهر ديسمبر، تراجع مؤشر صندوق النقد الدولي لأسعار السلع الأولية بما يقرب من ٥٥٪ من الذروة التي كان قد بلغها في شهر يوليو (الشكل البياني ١-١٧، اللوحة العليا).

وبوجه عام، تزامن الوصول إلى نقطة التحول في أسعار السلع الأساسية مع ظهور بيانات تشير إلى تحول أقوى من المتوقع في النشاط الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة والنامية الأخرى المعنية في منتصف عام ٢٠٠٨. وقد جاءت هذه المستجدات مخالفة

## الملحق ١-١: المستجبات في أسواق السلع الأولية واحتمالاتها المستقبلية

### الشكل البياني ١-١٧: أسعار السلع الأولية والنفط



المصادر: شركة Barclays Capital؛ وشركة Bloomberg Financial Markets؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ خفضاً باستخدام مؤشر السلع الأولية الصادر عن صندوق النقد الدولي.  
 ٢ في بورصة عقود الخيار التابعة لمجلس التجارة بشيكاغو، وبورصة نيويورك التجارية، وبورصة سلع نيويورك، على التوالي.

لذات الأسباب التي أدت إلى خفض نسب التمويل بالديون بطريقة غير منظمة والتي وردت مناقشتها في هذا الفصل. فأولاً، الكثير من الأدوات الاستثمارية المرتبطة بالسلع الأولية هي منتجات مالية متداولة في السوق الثانوية (كمجموع مبادلات العائد المرتكز على العائدات الواردة في مؤشرات السلع الأولية) والتي تنطوي على مخاطر الأطراف المقابلة. وثانياً، اضطر المستثمرون إلى تصفية بعض المراكز في استثمارات السلع الأولية التي كانت تعتمد على الرفع المالي بدرجة كبيرة، وذلك بسبب الصعوبات التي حالت دون إعادة التمويل. وثالثاً، بوجه أعم، عندما ظلت الأسواق المالية للسلع الأولية متمتعاً بالسيولة نسبياً مقارنة ببعض أسواق الأصول الأخرى، تمت تصفية المراكز في السلع الأولية حيث سعى المستثمرون إلى زيادة حيازاتهم من الأصول الآمنة.<sup>١١</sup>

ومن الصعب وضع تقدير كمي لمدى قوة عملية تصفية الاستثمارات في السلع الأولية في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، وذلك نظراً لعدم توافر البيانات ولأن جزءاً كبيراً من الانخفاض في القيمة الصورية لمراكز السلع الأولية جاء نتيجة للهبوط في أسعار السلع الأولية. وعلى مستوى مراكز السلع الأولية المدارة، يبدو أن الانخفاض في المراكز بالقيمة الحقيقية (معدلاً في ضوء مؤشر صندوق النقد الدولي لأسعار السلع الأولية) جاء محدوداً نسبياً (الشكل البياني ١-١٧، اللوحة الثانية). غير أنه كان هناك تحول ملحوظ عن اتخاذ مراكز في مؤشر السلع الأولية في الأسواق الثانوية صوب الموارد المتداولة في البورصات والمنتجات المالية المهيكلية (السندات الإذنية متوسطة الأجل). وفي أسواق العقود المستقبلية في السلع الأولية في الولايات المتحدة، كان هناك انخفاض ملحوظ في المركز المفتوح الكلي بين شهري يوليو ونوفمبر، بما في ذلك مركز المتعاملين غير التجاريين. ومنذ ذلك الحين، حدث بعض التحسن في المركز المفتوح.

وإجمالاً، تشير هذه الأدلة إلى الفترة القصيرة نسبياً التي سادتها تصفية واضحة لمراكز السلع الأولية من سبتمبر إلى نوفمبر. ونتيجة لذلك، هبطت السيولة في أسواق العقود المستقبلية للسلع الأولية، مما ساهم في الزيادة الحادة في تقلبات الأسعار في ذلك الوقت.<sup>١٢</sup> غير أنه مع تعافي مراكز

<sup>١١</sup> إضافة إلى ذلك، كان للانخفاض الفعلي في قيمة الدولار الأمريكي منذ خريف عام ٢٠٠٨ دوره أيضاً. وكما وردت مناقشته في الإطار ١-١ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، يمكن أن تحدث الصدمات التي يتعرض لها الدولار الأمريكي تأثيراً كبيراً على أسعار السلع الأولية غير سريعة التلف، وخصوصاً النفط الخام والمعادن.  
<sup>١٢</sup> بعض المستثمرين، وخصوصاً صناديق التحوط، لديهم حجم تعرض مباشر للمخاطر في أسواق العقود المستقبلية للسلع الأولية. ويمكن أن تنشأ آثار غير مباشرة على الطلب على العقود المستقبلية أو على عرضها من

الجدول ١-٢: مقارنة تقلبات أسعار السلع الأولية (أسبوعياً، %)

المتوسط في الفترة ٢٠٠٧-١٩٧٠	الانحراف المعياري <sup>١</sup>		التغير عن ستة أشهر سابقة		
	أعلى انحراف معياري في الفترة ٢٠٠٧-١٩٧٠ (السنة)	٢٠٠٨	أكبر هبوط في ٦ أشهر في الفترة ٢٠٠٧-١٩٧٠ (السنة)	٢٠٠٨	أكبر هبوط في ٦ أشهر في عام ٢٠٠٨
٨,٥	(١٩٩٩)	١٦,١	١٨,٤	(١٩٨٦)	٦٠,١-
٥,٦	(١٩٩٤)	٨,٩	١٢,١	(١٩٩١)	٣٣,٤-
٦,٧	(١٩٧٤)	١٣,٠	١٢,٢	(١٩٧٤)	٥٢,٦-
٩,٢	(٢٠٠٦)	١٧,٧	٢٣,٦	(١٩٩٠)	٤٩,٠-
٧,٦	(١٩٨٨)	١٣,٦	١٣,٩	(١٩٩٧)	٥١,٨-
٦,٤	(٢٠٠٧)	١٢,٩	١٦,٠	(١٩٩٦)	٣٨,٠-
٦,٣	(٢٠٠٤)	١٥,٥	١٢,٨	(٢٠٠٤)	٥١,٣-
٥,١	(١٩٧٩)	١٣,٣	٨,٧	(١٩٨١)	٣٠,١-

المصادر: شركة Datastream؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> الانحراف المعياري للتغيرات الأسبوعية في أسعار السلع الأولية في فترة ١٢ شهراً.  
<sup>٢</sup> بيانات النفط بدءاً من الفترة ١٩٨٣-٢٠٠٧ في حالة النفط الخام؛ والفترة ١٩٨٨-٢٠٠٧ في حالة الألمنيوم؛ والفترة ١٩٧٩-٢٠٠٧ في حالة النيكل والذرة والقمح وفول الصويا. ومع زيادة الاضطراب المالي في شهري سبتمبر وأكتوبر، تسارعت وتيرة الهبوط في الأسعار.

فترة الضعف الدوري، وهي عوامل شوهت في نوبات أخرى للضعف الدوري في الطلب حدثت مؤخراً. وتشير التوقعات إلى أن أسعار السلع الأولية ستظل منخفضة ما دام تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي مستمراً، ولكنها سوف تنتعش بعد ذلك متى توافرت دلائل مؤكدة على حدوث التحسن. وهناك قدر من احتمال تجاوز النتائج للمنتوق نتيجة تقليص العرض، لا سيما من تخفيض الإنتاج في الأسواق الأقل من حيث القدرة التنافسية أو من أحوال الطقس المعاكسة، حيث لا تزال مستويات المخزونات من بعض المحاصيل الغذائية الأساسية منخفضة بالمقاييس التاريخية. أما فيما يتعلق بالاحتمالات المائلة إلى الجانب السلبي، فرغم أن الانخفاض القوي في الطلب على السلع الأولية قد انعكس بالفعل في الأسعار الراهنة، فإن المرجح أن يحدث مزيد من الهبوط في الأسعار في حالة زيادة عمق التباطؤ العالمي بقدر أكبر بكثير من المتوقع.

والسؤال الأساسي الذي يثور هنا هو ما إذا كانت أسعار السلع الأولية سوف تنتعش في الأجل المتوسط أم لا. وكما نوقش في الإطار ١-٥، فإن العوامل الرئيسية التي دعمت ارتفاع أسعار السلع الأولية في السنوات الأخيرة من المرجح أن تظهر من جديد في سياق انتعاش عالمي متواصل — وهي الزيادات السريعة المستمرة في الطلب على السلع الأولية من الاقتصادات الصاعدة والحاجة إلى استغلال مصادر إمدادات أكثر تكلفة. وحتى رغم ذلك، فإنه لا يرجح ارتفاع الأسعار من جديد بسرعة إلى المستويات المرتفعة جداً والمشاهدة في عام ٢٠٠٧ أو في النصف الأول من عام ٢٠٠٨. ولا يتوقع أن يشهد النمو العالمي في وقت

المستثمرين منذ شهر ديسمبر، توقفت عمليات تصفية مراكز السلع الأولية، وأهم القنوات التي تؤثر من خلالها القطاعات المالية على الأسعار الآن هي قنوات التأثير على النشاط وعلى الطلب العالمي على النفط.

متى يحدث الانتعاش في أسواق السلع الأولية؟

تمر أسواق السلع الأولية الآن بمرحلة ضعف دوري. وقد تراجع الطلب بسرعة، في حين أن استجابة العرض للهبوط المستمر في الأسعار جاءت بطيئة، مما أدى إلى زيادة مستمرة في المخزونات. وفي فترة التصحيح الراهنة، هبطت الأسعار الفورية بوجه عام بقدر أكبر من الهبوط في أسعار العقود المستقبلية، واتخذت منحنيات العقود المستقبلية ميلاً صعودياً في حالة السلع الأولية الرئيسية، وهو ما يشير إلى توقع الأسواق لارتفاع الأسعار مستقبلاً. وتوفر هذه العوامل المجتمعة الدالة على زيادة سعر التسليم الأجل حافزاً على مراكمة المخزونات في

الاستثمار المالي في السلع الأولية بوجه أعم لأن الوسطاء الماليين يميلون إلى تغطية تعرضهم للمخاطر في مراكز المشتقات الخاصة بالسلع الأولية في الأسواق الثانوية، بما في ذلك مراكز المستثمرين الاعتباريين، عن طريق موازنة المراكز المتخذة في أسواق العقود المستقبلية. ونظراً للروابط القائمة بين أسواق الاستثمار في السلع الأولية وأسواق العقود المستقبلية لتلك السلع، يمكن أن تحدث التدفقات المالية آثاراً على الأسعار في الأجل القصير. غير أنه لا يتوافر دليل قاطع على حدوث تأثير دائم من الأسعار على الاستثمارات المالية المرتبطة بالسلع الأولية. وترد مناقشة لهذه القضايا بمزيد من التفصيل في الإطار ٣-١ في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

## الإطار ١-٥: هل سترتفع أسعار السلع الأولية من جديد عند تعافي الاقتصاد العالمي؟

والنفط هو الاستثناء الوحيد من قاعدة الهبوط هذه - وذلك نتيجة هيكل العرض الذي يخضع لاحتكار القلة، وتركز الاحتياطات، وخصائص الكماليات (ملكية السيارة هي المحرك الأساسي للاستهلاك).

ويشير الشكل البياني الأول أيضا إلى أن الاتجاهات طويلة الأجل لا توفر غالبا مرشدا جيدا إلى تقلبات الأسعار في الأجل المتوسط.<sup>٢</sup> فمتوسط معدلات التغيير، على سبيل المثال، يختلف اختلافا كبيرا من عقد إلى آخر. وينتقل مكون الاتجاه العام في أسعار السلع الأولية بمرور الوقت، وذلك نتيجة للتغيرات في محددات الأسعار على المدى الأطول، كمتوسط تكاليف الحقول أو المناخ الهامشية. فما هي أهمية التقلبات في مكون الاتجاه العام قياسا إلى التقلبات في المكون الدوري؟ إذا كانت التقلبات في المكون الدوري هي الأغلب، فإن الاتجاهات الأطول أجلا من شأنها أن توفر إشارات مفيدة. أما في حالة العكس، فإن الاتجاهات السابقة لا توفر إرشادا يذكر.

وهناك طريقة بسيطة لقياس الأهمية النسبية لهذين المكونين وهي مقارنة تقلبات الأسعار الفورية وأسعار العقود المستقبلية. فأسعار العقود المستقبلية هي المتغير المنبئ للأسعار الفورية في المستقبل. ولذلك ينبغي خصم المكون الدوري في أسعار العقود المستقبلية، مع زيادة الخصم كلما طال أجل استحقاق العقود المستقبلية. وبعبارة أخرى، يتوقع أن يكون تقلب العقود المستقبلية الأطول أجلا إلى حد كبير انعكاسا لتقلب فكرة الأسواق عن مكون الاتجاه العام.

ويتضح من الجدول الأول أن تقلب أسعار العقود المستقبلية أقل من تقلب الأسعار الفورية في حالة أربع سلع أولية رئيسية - هي النفط الخام، والألمنيوم، والنحاس، والقمح. فعند أفق زمني يبلغ سنة واحدة، على سبيل المثال، تتراوح نسبة تقلب أسعار العقود المستقبلية إلى تقلب الأسعار الفورية بين ٠,٦ في حالة القمح وحوالي ٠,٩ في حالة النحاس. ومع ذلك، فرغم أن هذه النسبة تنخفض مع انخفاض أجل استحقاق عقد المستقبلية المعني، فإن النسبة تظل عالية نسبيا. وحتى عند الأفق الزمني البالغ خمس سنوات، يظل تقلب أسعار العقود المستقبلية حوالي نصف تقلب الأسعار الفورية.<sup>٣</sup> وفي السنوات الخمس الماضية، زاد التقلب النسبي للأسعار المستقبلية. وتعني هذه النتائج أن التقلبات في مكونات الاتجاه العام تمثل حصة كبيرة في تقلبات أسعار السلع

منذ انهيار أسعار السلع الأولية في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، جرى نقاش واسع النطاق حول الاحتمالات المستقبلية للأسعار. فمن ناحية، تشير منحنيات العقود المستقبلية الشديدة الميل إلى الارتفاع بالنسبة للكثير من السلع الأولية الرئيسية إلى ارتفاع الأسعار ارتفاعا مستمرا في السنوات القليلة القادمة. وتتسق هذه العوامل المجتمعة الدالة على زيادة سعر التسليم الأجل مع الرأي القائل بأن الأسعار سوف تعاود الارتفاع عند تعافي الاقتصاد العالمي، وذلك بسبب تجدد الزيادات الحادة في الطلب على السلع الأولية من الاقتصادات الصاعدة والحاجة إلى توسيع نطاق إمدادات أكثر تكلفة.

ومن الناحية الأخرى، لا تزال الأسعار الفورية تواجه ضغطا هبوطيا، وذلك نظرا لاستمرار التراجع في الطلب والارتفاع المستمر في المخزونات. ونظرا لأن احتمالات استطالة أمد التباطؤ العالمي يزداد ترجيحها، فإن احتمالات عودة أسعار السلع الأولية إلى الارتفاع في وقت قريب تبدو احتمالات بعيدة، وهي تذكر المرء بالنوبات السابقة التي شهدت فيها أسعار السلع الأولية فترات هبوط طويلة في أعقاب فترات الازدهار القصيرة.<sup>١</sup>

ومن أجل تقييم الاحتمالات المستقبلية لأسعار السلع الأولية، يتناول هذا الإطار بالتحليل محتوى معلومات أسعار العقود المستقبلية والاتجاهات السابقة، ويبحث كيفية تأثير التفاعل بين النمو العالمي والطلب على السلع الأولية في فترة الهبوط الاقتصادي والتعافي على مدى رجحان الاحتمال في عودة أسعار السلع الأولية إلى الارتفاع.

### هل ستعاود الأسعار مسارها الهابط كاتجاه عام؟

على مدى الأفق المستقبلية الطويلة جدا، تهبط أسعار الكثير من السلع الأولية مقارنة بأسعار سلع الصناعة التحويلية والخدمات (الشكل البياني الأول). ويأتي الهبوط المعبر عن الاتجاهات طويلة الأجل انعكاسا لقوة مكاسب الإنتاجية نسبيا في قطاعات استخراج السلع الأولية ولكون أن الكثير من السلع الأولية يندرج ضمن الضروريات - أي أن حصتها في مجموع الاستهلاك تنخفض عند زيادة الدخل. وضمن هذه الصورة العامة، تختلف معدلات الهبوط اختلافا كبيرا من سلعة أولية إلى سلعة أولية أخرى، مما يعتمد على عوامل مثل الاحتياطات المتوافرة في حالة الموارد غير المتجددة، وهيكل الصناعة المعنية، وخصائص محددة في الطلب على كل سلعة أولية.

<sup>٢</sup> للاطلاع على الاتجاهات العامة والدورات في أسعار السلع الأولية، راجع دراسة Pindyck (1999) ودراسة Cuddington (2007). ودراسة Cashin and McDermott (2002)، وذلك ضمن دراسات أخرى.

<sup>٣</sup> لا تتوافر بيانات العقود لمدة خمس سنوات في حالة القمح.

المؤلفان الرئيسيان لهذا الإطار هما كيفين تشينغ وتوماس هيلينغ. راجع، على سبيل المثال، دراسة Cashin, McDermott, and Scott (2002).

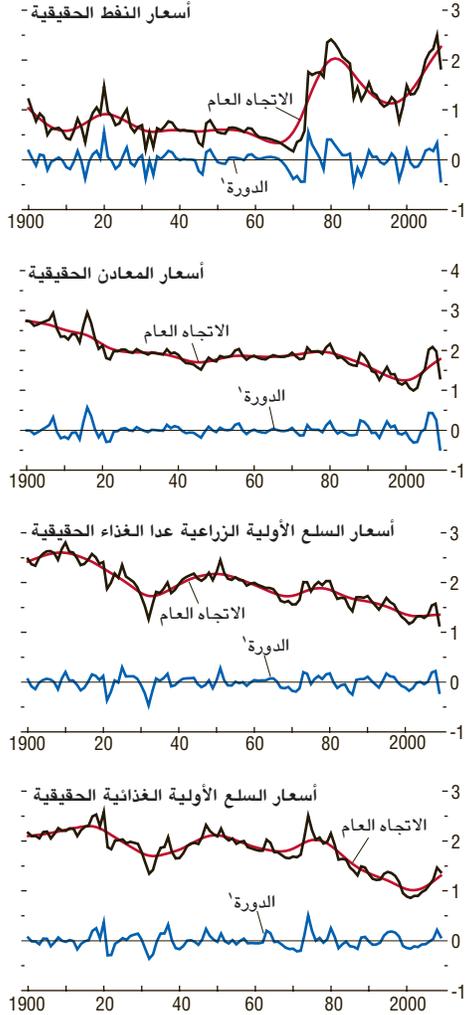
الإطار ١-٥ (تابع)

تقلبات الأسعار الفورية والمستقبلية  
(الانحرافات المعيارية للتغيرات اليومية في الأسعار: %)

أسعار العقود المستقبلية					
الفورية	٣ أشهر	سنة واحدة	سنتان	٥ سنوات	
النفط الخام (غرب تكساس الوسيط)					
٨,٦	٧,٩	٦,٠	٥,١	٤,٧	٢٠٠٨-١٩٩٨
٨,٤	٧,٥	٤,٣	٢,٩	٢,٥	٢٠٠٣-١٩٩٨
٨,٨	٨,٤	٧,٥	٦,٨	٦,٥	٢٠٠٨-٢٠٠٤
الألومنيوم					
٤,٦	٤,٤	٣,٧	٣,٢	٣,٣	٢٠٠٨-١٩٩٨
٣,٥	٣,٢	٢,٤	١,٨	٠,٥	٢٠٠٣-١٩٩٨
٥,٧	٥,٥	٤,٨	٤,٢	٣,٧	٠٨-٢٠٠٤
النحاس					
٧,٠	٦,٩	٦,٣	٦,٠	٦,٨	٢٠٠٨-١٩٩٨
٤,٢	٤,٢	٣,٦	٣,٣	٢,٧	٢٠٠٣-١٩٩٨
٩,٤	٩,٣	٨,٦	٨,١	٧,٥	٢٠٠٨-٢٠٠٤
القمح					
٨,١	٢١,٦	٥,١	٤,٠	—	٢٠٠٨-١٩٩٨
٥,٩	٢١,٣	٣,٦	٢,٢	—	٢٠٠٣-١٩٩٨
١٠,٢	٢٢,١	٦,٥	٥,١	—	٢٠٠٨-٢٠٠٤

المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الاتجاهات العامة والدورات في أسعار السلع الأولية  
(باللوغاريتمات، وفق مؤشر أسعار المستهلكين الأمريكي)



المصادر: دراسة Grilli and Yang (1988)، ودراسة Pfaffenzeller, Newbold, and Rayner (2007)، وشركة Bloomberg؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. الانحرافات عن الاتجاه (باللوغاريتمات).

الأولية. وتشير هذه النتائج أيضا إلى قدر كبير من عدم اليقين يحيط بالمستويات الراهنة لمكونات الاتجاه العام (الموضحة في الشكل البياني الأول)، والتي لا تزال مرتفعة نسبيا رغم التصحيحات الأخيرة في الأسعار.

ما مدى موثوقية الإشارات التي توجهها منحنيات العقود المستقبلية؟

هناك سؤال مرتبط بما سبق هو ما إذا كان ميل منحنى العقود المستقبلية يوفر إشارة مفيدة على اتجاه التغيرات في أسعار العقود المستقبلية للسلع الأولية أم لا. وتشير الأدلة المتوافرة من نوبات الهبوط الاقتصادي العالمي السابقة إلى أن ميل منحنى العقود المستقبلية ينبغي أن يوفر تلك الإشارة.

وإبان فترات ضعف الطلب العالمي وهبوط الأسعار الفورية، كانت منحنيات العقود المستقبلية في العادة مائلة في اتجاه صعودي، مما يعني أن الأسعار يتوقع لها أن تنتعش في فترة الصعود الدورية. وتوفر هذه العوامل المجتمعة، المتمثلة في الأسعار الفورية المستقبلية الراهنة والمتوقعة، حافزا أيضا على مراكمة المخزونات من أجل

هناك أسباب أخرى تجعل منحنيات العقود المستقبلية يمكن أن تكون مائلة في اتجاه صعودي كليا أو جزئيا، بما في ذلك ارتفاع التضخم مستقبلا أو توقعات حدوث نقص في العرض.

استيعاب العرض الزائد للسلع الأولية (أي إنتاجها ناقصا استهلاكها)، وهو ما يشاهد غالبا إبان مراحل الهبوط الاقتصادي. والسبب وراء ذلك هو أن توقع ارتفاع أسعار العقود المستقبلية والعائدات المرتبطة بها المتحققة من

## نسب نجاح التنبؤات بالأسعار استناداً إلى فروق أسعار العقود المستقبلية<sup>١</sup>

العقود المستقبلية	النفط الخام <sup>٢</sup>	الألومنيوم <sup>٣</sup>	النحاس <sup>٤</sup>	القمح <sup>٥</sup>
لاثني عشر شهراً <sup>٦</sup>				
١٩٩٠: الشهر ١ - ٢٠٠٨:	٠,٨٤			
الشهر ١١	[٠,٠٠]			
١٩٩٨: الشهر ١ - ٢٠٠٨:	٠,٨١	٠,٨٨	٠,٩٢	٠,٦٥
الشهر ١١	[٠,٠٠]	[٠,٠٠]	[٠,٠٠]	[٠,٠٠]
العقود المستقبلية				
لأربعة وعشرين شهراً <sup>٧</sup>				
١٩٩٨: الشهر ١ - ٢٠٠٨:	٠,٨٧	٠,٨٨	٠,٨٩	٠,٦٨
الشهر ١١	[٠,٠٠]	[٠,٠٠]	[٠,٠٠]	[٠,٠٠]

المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> كسر الفترات الذي نجح فيه الفرق بين الأسعار الفورية وأسعار العقود المستقبلية بالتنبؤ باتجاه التغيرات الفعلية في الأسعار في فترة الاثني عشر أو الأربعة والعشرين شهراً التالية، على التوالي. وتشير القيم الواردة بين أقواس معقوفة إلى الدلالة الإحصائية لنسب النجاح (راجع النص للاطلاع على التفاصيل).  
<sup>٢</sup> بورصة نيويورك التجارية.  
<sup>٣</sup> بورصة عقود الخيار التابعة لمجلس التجارة بشيكاغو.  
<sup>٤</sup> المشاهدة الإحصائية الأخيرة في الشهر المعني.

ارتفاع الأسعار يوفران حافزا على مراكمة المخزونات إبان مرحلة الهبوط الاقتصادي، لأن المنافع الأخرى (مثلا، المنافع المتحققة من البواعث الاحترازية) تميل إلى أن تشهد انخفاضا حديا متى زادت المخزونات.<sup>٥</sup> ولتقييم مدى موثوقية ميل منحنيات العقود المستقبلية كمتغير منبئ، تم حساب ما يسمى نسب النجاح في تنبؤات الأسعار في حالة النفط الخام والألومنيوم والنحاس استنادا إلى فروق العائد على العقود المستقبلية الراهنة لمدة ١٢ شهرا ولمدة ٢٤ شهرا (الجدول الثاني).<sup>٦</sup> وتقيس هذه النسبة مدى تكرار صحة التنبؤ باتجاه التغيرات الفعلية في الأسعار باستخدام الفروق بين أسعار العقود المستقبلية والأسعار الفورية في حالة هذه السلع الأربع مستقبلا. وهكذا، فعلى مدى الأفق الزمني البالغ ١٢ شهرا، أمكن الاعتماد على الفرق الراهن في أسعار النفط الخام من نوع غرب تكساس الوسيط في الوصول إلى تنبؤ صحيح بالتغيرات المستقبلية في الأسعار في ٨٤٪ من الفترة الزمنية المعنية. وعادة ما تكون هذه النسب ذات دلالة إحصائية، أي أنها تتنبأ باتجاه التغير بوتيرة أعلى مما تحققه من تنبؤات إذا كانت أسعار العقود المستقبلية غير ذات دلالة في التنبؤ بالأسعار الفورية المستقبلية. وخالصة ما سبق أن العوامل المجتمعة الدالة على زيادة سعر التسليم الآجل توفر إشارات مفيدة على الانتعاش الدوري في أسعار السلع الأولية.

<sup>٥</sup> للاطلاع على ديناميكيات المخزونات وأسعار السلع الأولية، راجع دراسة Pindyck (2001) وذلك ضمن دراسات أخرى.  
<sup>٦</sup> راجع دراسة Pesaran and Timmerman (1992).

## متى ينتعش الطلب على السلع الأولية؟

بالنظر إلى الحجج القائلة بعودة أسعار السلع الأولية إلى الارتفاع من منظور أساسي، يصبح السؤال الرئيسي هو ما إذا كان التفاعل بين عوامل الطلب والعرض سوف يؤدي من جديد إلى قيود على جانب العرض في أوضاع الأسواق أم لا، وإذا كان الجواب بالإيجاب، فمتى. وحيث إن الطلب الآن أقل من الإنتاج ومن ثم تتزايد المخزونات، فإن الإجابة تعتمد بقدر مهم على الاحتمالات المستقبلية للطلب. ورغم أن جانب العرض له أهميته أيضا، فلا يرجح له بنفس القدر أن يمثل قيودا في المراحل الأولى من التوسع العالمي القادم. والسبب وراء ذلك هو أنه رغم تأجيل بعض النفقات الرأسمالية، وخصوصا الإنفاق على المشاريع الجديدة، فالمرجح ألا ينخفض الاستثمار إلا بشكل تدريجي. فسوف يستمر الإنفاق على المشاريع الاستثمارية الكبيرة التي كانت قيد التنفيذ منذ فترة، وذلك نظرا لارتفاع تكاليف تأخير إتمام تلك المشاريع أو إغلاقها، وهو يكلف أكثر من ذلك. ونتيجة لذلك، فرغم أن المنتجين قد يسعون إلى تقييد الناتج الفعلي — وهو ما قد يحد من هبوط الأسعار — فإن الطاقة الإنتاجية سوف تستمر في الزيادة فترة بعد بدء مرحلة الهبوط الاقتصادي. وعند تعافي النشاط الاقتصادي العالمي، يصبح في مقدور الطاقة الإنتاجية الفائضة والمخزونات الفائضة أن تستوعب الزيادة المستمرة في الطلب في المراحل الأولى، وسوف تكون الزيادات في الأسعار في البداية نتيجة للانتعاش الدوري في التكاليف والهوامش وليس نتيجة الريوع المتحققة من قيود الطاقة الإنتاجية.

ولتقييم الاحتمالات المستقبلية للطلب، وضعنا تقديرا لمعادلات الطلب الديناميكي البسيطة لنفس السلع الأولية الأربع التي سبق تحليل أوضاعها أعلاه — وهي الألومنيوم والنحاس والنفط الخام والقمح.<sup>٧</sup> ثم استخدمنا هذه المعادلات بعد ذلك في التنبؤ بالطلب، مع افتراض بقاء الأسعار عند المستويات المنخفضة الراهنة في سيناريوهات النمو العالمي الثلاثة — وهي السيناريو الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي وسيناريوهين بديلين، وذلك في حالتي النمو المرتفع والنمو المنخفض (أي النمو عند انحراف معياري واحد فوق معدل السيناريو الأساسي أو أدنى منه). ولمراعاة التباين بين البلدان، تم وضع تقدير للمعادلات لثلاث مجموعات مختلفة من البلدان — هي مجموعة الاقتصادات المتقدمة، ومجموعة الاقتصادات الصاعدة/النامية الرئيسية

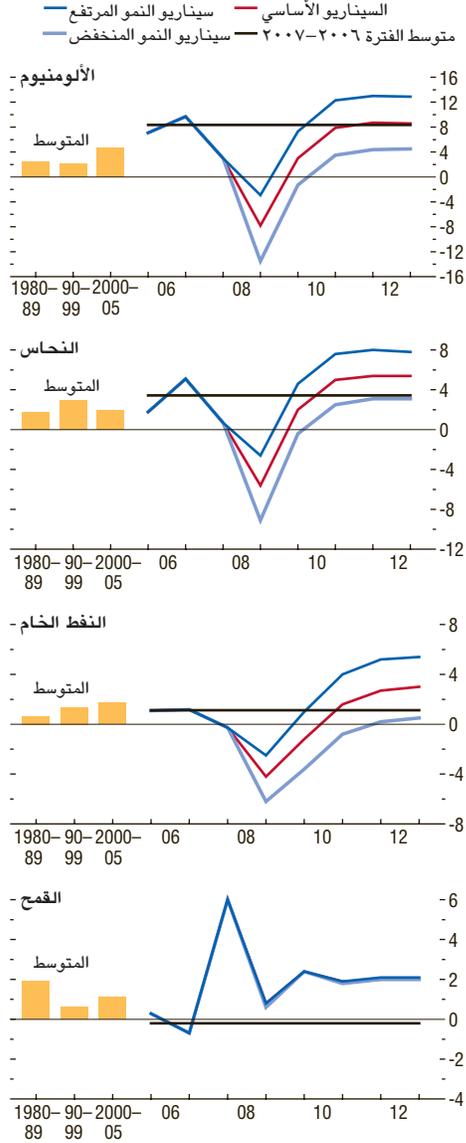
<sup>٧</sup> تشمل المعادلات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والسعر النسبي للسلعة الأولية، والاستهلاك المتأخر للسلعة الأولية، والمتغيرات الصورية المستخدمة من أجل تسجيل الانقطاعات الهيكلية.

الإطار ١-٥ (تقمة)

— أي البرازيل والصين والهند وروسيا — ومجموعة الاقتصادات الصاعدة والنامية الأخرى. وباستخدام البيانات السنوية للفترة ١٩٧٠-٢٠٠٨، تشير النتائج إلى ما يلي:

- من بين السلع الأولية الأربع، يستجيب الطلب على الألومنيوم والنحاس بأقوى من سواهما للتغيرات في إجمالي الناتج المحلي، مع تجاوز المرونات الدخلية في العادة للواحد الصحيح. وفي حالة النفط الخام، تكون المرونات الدخلية أقل من المرونات الدخلية في حالة المعادن وتكون في العادة أقل من الواحد الصحيح. وفي حالة القمح تكون المرونات الدخلية صفراً تقريباً في حالات كل مجموعات البلدان. ومن منظور الطلب، يتوقع لهذا السبب زيادة الضيق في أوضاع السوق في أسواق المعادن أولاً.
- ويتنبأ النموذج بأنه في حالة عدم تغير الأسعار سوف ينتعش الطلب على الألومنيوم إلى أعلى معدل في المتوسط والذي ساد في الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧ بحلول عام ٢٠١٠ وفقاً لسيناريو النمو المرتفع والسيناريو الأساسي (الشكل البياني الثاني). أما في سيناريو النمو المنخفض، وهو السيناريو الذي يمثل حالة هبوط اقتصادي عالمي مطول، فإن نمو الطلب سوف يظل حتى نهاية عام ٢٠١٣ أدنى من المتوسط الذي بلغه في الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧.
- وفي حالة النحاس والنفط الخام، سوف تتحقق وفق السيناريو الأساسي العودة مرة أخرى في عام ٢٠١١ إلى متوسط معدل النمو المسجل في الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧، ويتحقق ذلك بحلول عام ٢٠١١ وفق سيناريو النمو المرتفع. أما في سيناريو النمو المنخفض، فسوف يظل نمو الطلب حتى نهاية عام ٢٠١٣ هنا أيضاً أدنى من متوسط معدلات النمو المتحققة مؤخراً.
- وتشير المقارنة بين المسار الضمني في حالة الطلب على النفط وبين تقديرات الطاقة الإنتاجية إلى أن الطاقة الإنتاجية الفائضة سوف تنقل من جديد بحلول عام ٢٠١٠ وفق سيناريو النمو المرتفع إلى مستوى ٣ ملايين برميل في اليوم في المتوسط في الفترة ١٩٨٩-٢٠٠٨، وتعود بحلول عام ٢٠١١ إلى المستويات المنخفضة المتحققة مؤخراً. أما في السيناريو الأساسي، فسوف تهبط الطاقة الإنتاجية الفائضة بحلول عام ٢٠١٢ إلى المستويات المنخفضة المتحققة مؤخراً.
- ويتنبأ النموذج بأن الطلب على القمح سوف يظل قوياً نسبياً وفق أي سيناريو، وهو ما يشير إلى أن أسعار القمح قد تظل مرتفعة حتى نهاية مرحلة الهبوط الاقتصادي. وخلاصة ما سبق أن السيناريوهات المشار إليها تلقي الضوء على مدى اعتماد قوة الطلب على توقيت الانتعاش العالمي ومدى قوته. فإذا تأخر الانتعاش أو تراخت وتيرته، فإن انتعاش الطلب سوف يكون بطيئاً، ومن غير المرجح أن تحدث قيود الطاقة الإنتاجية ضغطاً صعودياً على الأسعار قبل الفترة ٢٠١٢-٢٠١٣.

توقعات نمو الطلب على السلع الأولية الرئيسية<sup>١</sup> (التغير السنوي %)



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> توضح هذه الأشكال نمو الطلب المتوقع وفق افتراض عدم تغير الأسعار. ويستند السيناريو الأساسي إلى التوقعات الواردة في عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي بالنسبة للنمو الإقليمي، ويفترض سيناريوها النمو المرتفع والنمو المنخفض مسارات لنمو إجمالي الناتج المحلي عند زائد أو ناقص انحراف معياري واحد أعلى من أو أدنى من السيناريو الأساسي.

ورغم تباطؤ وتيرة نمو الطلب في عام ٢٠٠٨، فقد ظل الإنتاج حتى نهاية الربع الثالث من العام أعلى بوضوح من المستويات المسجلة في عام ٢٠٠٧، وهو ما يعود إلى حد كبير إلى زيادة الإنتاج من البلدان الأعضاء في منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك). وزاد إنتاج النفط العالمي على أساس سنوي بمقدار ٠,٩ مليون برميل يوميا في عام ٢٠٠٨، وهو ضعف الزيادة المسجلة في العام السابق.

أما الإنتاج من البلدان خارج أوبك فقد جاء أقل من المتوقع مرة أخرى في عام ٢٠٠٨. فعلى خلاف ما شهدته السنوات القليلة الماضية، والتي كان الإنتاج فيها متباطئا فحسب، حدث هبوط في ناتج البلدان خارج أوبك طوال العام قياسا إلى مستويات الإنتاج المسجلة في عام ٢٠٠٧، لأن الهبوط في إنتاج بحر الشمال والمكسيك لم توازنه زيادة في الإنتاج في غيرهما من المناطق، وذلك بسبب تباطؤ الاستثمار بالقيمة الحقيقية.

وجاء إنتاج بلدان أوبك أعلى بحوالي ١,٢ مليون برميل يوميا من المستويات المسجلة في العام السابق حتى نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٨. وفي أعقاب ذلك، قررت أوبك تخفيض حصص الإنتاج، وذلك استجابة للتراجع المستمر في الطلب على النفط، بما مجموعه ٤,٢ مليون برميل يوميا بحلول شهر يناير ٢٠٠٩. ورغم أن تخفيضات الإنتاج تم تطبيقها اعتبارا من شهر أكتوبر، فإن التأثير على متوسط الإنتاج في الربع الرابع كان محدودا نسبيا (-٠,٦ مليون برميل يوميا). وبحلول شهر مارس ٢٠٠٩، أشارت التقديرات إلى أن تخفيض إنتاج بلدان أوبك مقارنة بالمستوى الأساسي الذي بلغه في شهر سبتمبر بلغ ٤ ملايين برميل يوميا، وهو ما يقرب من ٩٥٪ من المستهدف. أما في الماضي فقد بلغ معدل الامتثال بعد ستة أشهر حوالي ٦٦٪. وبهذا التخفيض في الإنتاج، ومع اكتمال تنفيذ زيادات جديدة كبيرة جدا في الطاقة الإنتاجية في عام ٢٠٠٨، أشارت التقديرات إلى أن الطاقة الإنتاجية الفائضة لدى بلدان أوبك بلغت ٦,٧ مليون برميل يوميا في شهر مارس، وهو ما يقرب من ضعف متوسط المستوى المسجل في العشر سنوات الماضية.

وإزاء ارتفاع الإنتاج واستمرار انخفاض الطلب، فإن ميزان العرض والطلب شهد تحولا حاسما تقريبا في عام ٢٠٠٨. فقد أصبح العرض، في المتوسط، متجاوزا للطلب بمقدار ٠,٧ مليون برميل يوميا، مما يعني تراكما كبيرا في المخزونات على المستوى العالمي. أما فيما يتعلق ببيانات المخزون الفعلي، فإن المخزون في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بدأ في الارتفاع بقدر ملحوظ في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، وخصوصا في الولايات المتحدة (الشكل البياني ١-١٨، اللوحة الثالثة).

ونتيجة لهذا الارتخاء في الأوضاع العامة في الأسواق (راجع أدناه)، انتقل منحنى أسعار العقود المستقبلية انتقالاتا كبيرا من حالة ارتفاع السعر الفوري عن المستقبلي

قريب انتعاشا يعيده إلى الوتيرة السريعة التي تحققت في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧، لأن الأزمة المالية سيكون لها آثار بعيدة المدى على تدفقات الائتمان والتدفقات الرأسمالية. فقد زادت الطاقة الإنتاجية الفائضة زيادة سريعة، ومن المرجح إضافة المزيد من الطاقة الإنتاجية، مما يشير إلى أن الحاجة إلى هذه الطاقة الإنتاجية الفائضة سوف تظهر في وقت لاحق وبشكل أكثر تدرجا مما كان مفترضا من قبل.

## أسواق النفط

من بين أهم الأسواق الرئيسية للسلع الأولية، كانت أسواق النفط هي التي تأثرت أكثر من سواها بالهبوط السريع في النشاط الاقتصادي منذ الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ وبالتدهور الحاد في الاحتمالات المستقبلية قصيرة الأجل للنشاط العالمي. فبعد وصول أسعار النفط إلى ذروة بالمقاييس التاريخية (من حيث القيمتين الاسمية والحقيقية) بلغت ١٤٣ دولارا للبرميل في ١١ يوليو، تدهورت إلى حوالي ٣٨ دولارا بحلول شهر ديسمبر<sup>١٣</sup>. ومنذ ذلك الحين، ظلت الأسعار مستقرة بوجه عام ضمن النطاق الواقع بين ٤٠ دولارا و ٥٠ دولارا للبرميل، مع حدوث انتعاش مؤخرا يتجاوز ذلك النطاق (الشكل البياني ١-١٧، اللوحة الرابعة).

وقد تزامن التحول في أسعار النفط في العام الماضي مع التحول في الطلب العالمي على النفط (الجدول ١-٣). ورغم أن استهلاك النفط ارتفع بمقدار يقرب من ٠,٨ مليون برميل يوميا في النصف الأول من عام ٢٠٠٨ (على أساس التغيير من سنة إلى أخرى)، فقد تحول مساره في الربع الثالث وهبط في الربع الرابع بمقدار ٢,٢ مليون برميل يوميا (على أساس التغيير من سنة إلى أخرى). وقد انخفض الطلب العالمي على النفط على أساس سنوي في عام ٢٠٠٨، وهو أول انخفاض منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي، وذلك مقارنة بزيادة غير متوقعة بلغت مليون برميل يوميا قبل ذلك بما لا يزيد عن تسعة أشهر. وجاء الانخفاض في الطلب العالمي على النفط راجعا إلى سبب واحد هو التباطؤ الحاد في الطلب في الاقتصادات المتقدمة (وهو هبوط بلغ ١,٧ مليون برميل يوميا مقارنة بهبوط بلغ ٠,٤ مليون برميل يوميا في السنة السابقة)، وخصوصا في الولايات المتحدة (١,٢ مليون برميل يوميا) واليابان (٠,٤ مليون برميل يوميا). أما الطلب على النفط في الاقتصادات الصاعدة والاقتصادات النامية الأخرى فقد واصل الارتفاع حتى نهاية عام ٢٠٠٨، وإن كان بوتيرة أبطأ في كل المناطق عدا الشرق الأوسط.

<sup>١٣</sup> تشير أسعار النفط إلى متوسط أسعار النفط الفورية، وهو المتوسط البسيط للأسعار الفورية للنفط الخام من أنواع غرب تكساس الوسيط، وبرتو المورخ، ودبي الفاتح، ما لم يذكر خلاف ذلك.

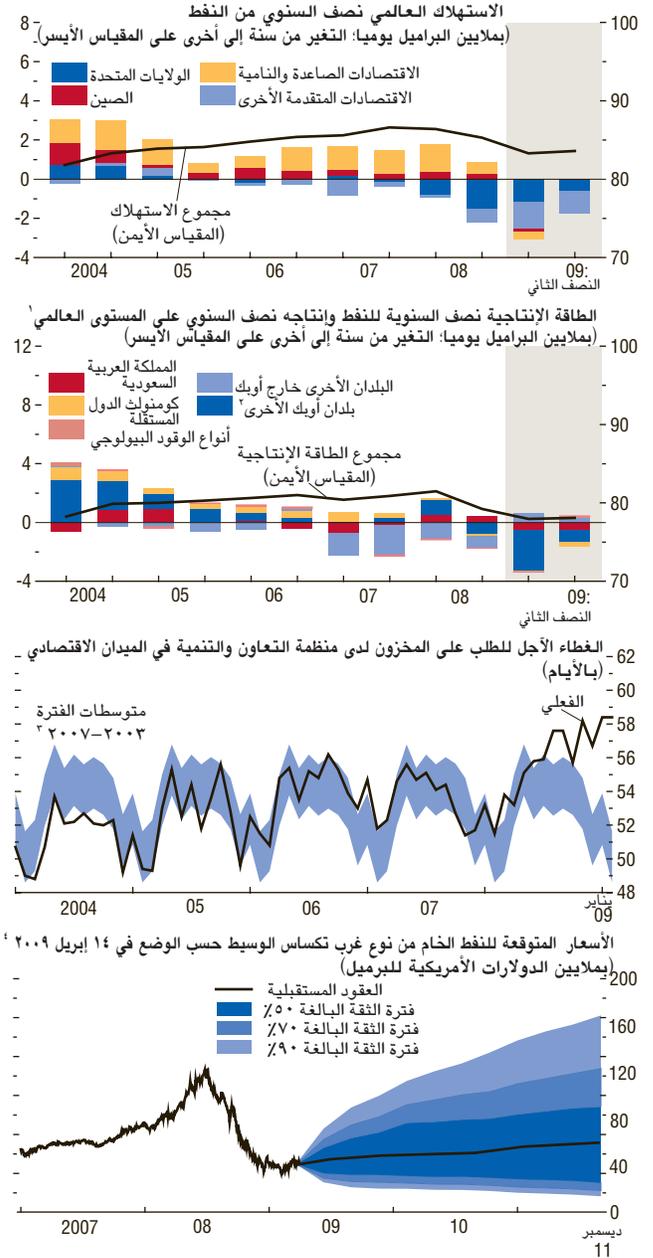
إلى حالة زيادة سعر التسليم الآجل، وهو ما يعني وجود مجموعة متجمعة من العوامل تتسق مع الحوافز الداعية إلى بناء المخزونات.

وتعتمد الاحتمالات المستقبلية للأسعار في الأجل القريب على التفاعل بين الهبوط الجديد المرجح حدوثه في الطلب والعرض معا. فقد وضعت الوكالة الدولية للطاقة تنبؤات، على أساس سنوي، تشير إلى أن الطلب العالمي سينخفض بما يقرب من ٢,٤ مليون برميل يوميا في عام ٢٠٠٩، وهو ما يعود إلى حد كبير إلى انخفاضات جديدة في الطلب في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي. وإذا تحقق الحفاظ على مستوى الإنتاج المسجل في شهر فبراير ٢٠٠٩ حتى نهاية عام ٢٠٠٩، فإن إنتاج بلدان أوبك سيصبح أقل من متوسط المستويات المسجلة في عام ٢٠٠٨ بمقدار ٣,٢ مليون برميل يوميا. أما العرض من خارج بلدان أوبك فلا يرجح له الانتعاش في عام ٢٠٠٩، لأن انخفاض أسعار النفط لم يؤد حتى الآن إلى مجرد تعزيز الحافز على تأجيل أو إرجاء الإنفاق الاستثماري وإنما أدى أيضا إلى تقليص الحافز على الإنفاق على صيانة الحقول (من أجل إبطاء الهبوط الطبيعي في إنتاج الحقول). وإجمالا، من المرجح لهذه الأسباب أن يشهد العرض انخفاضا يفوق الانخفاض في الطلب، مع عودة الضيق في أسواق النفط إلى الظهور في عام ٢٠٠٩. وسوف توفر مستويات المخزون المرتفعة قدرا من الهامش الوقائي في البداية، ولكن ذلك لن يدوم طويلا. ونتيجة لذلك، يتوقع للأسعار أن تستقر ثم ترتفع ارتفاعا محدودا في النصف الثاني من عام ٢٠٠٩.

وفي الأجل المتوسط، من المرجح أن تنتعش أسعار النفط من جديد، وإن كان من غير المرجح أن تعود بسرعة إلى المستويات القياسية المشاهدة في النصف الأول من عام ٢٠٠٨، وذلك نظرا للاحتمالات المستقبلية التي تشير إلى نمو أقل في الاقتصادات الصاعدة والنامية في مرحلة التوسع العالمي القادمة. غير أن قيود العرض في قطاع النفط يمكن أن تظهر في وقت مبكر مقارنة بقيود العرض في السلع الأولية الأخرى غير المتجددة، وذلك نظرا للآثار المعاكسة لأزمة الأسواق المالية وانخفاض أسعار النفط على الإنفاق الرأسمالي<sup>١٤</sup>. ورغم أن انخفاض الإنفاق على الاستثمارات والصيانة يمثل اتجاها عاما بين السلع الأولية غير المتجددة، فقد تكون انعكاساته على الطاقة الإنتاجية النفطية أشد بسبب ارتفاع معدلات الهبوط الطبيعي في إنتاج حقول النفط نسبيا في السنوات الأخيرة. ولهذا فإن الإنفاق الملائم على الاستثمارات والصيانة لازم للحفاظ على الطاقة الإنتاجية الراهنة.

<sup>١٤</sup> يناقش الإطار ١-٥ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي أسباب تباطؤ الاستجابة على جانب العرض لارتفاع أسعار النفط إبان فترة ازدهار أسعار النفط الأخيرة.

### الشكل البياني ١-١٨: المستجندات في أسواق النفط العالمية



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets؛ والوكالة الدولية للطاقة؛ ووكالة معلومات الطاقة الأمريكية؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> أوبك هي منظمة البلدان المصدرة للنفط.  
<sup>٢</sup> يشمل سوائل الغاز الطبيعي التي تنتجها بلدان أوبك.  
<sup>٣</sup> يستند النطاق إلى المتوسطات الخاصة بكل شهر تقويمي في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧.  
<sup>٤</sup> وفترة ثقة تبلغ ٤٠٪ استنادا إلى الانحرافات في هذه الفترة.  
<sup>٥</sup> من عقود الخيار المستقبلية.

الملحق ١-١: المستجبات في أسواق السلع الأولية واحتمالاتها المستقبلية

الجدول ١-٣: الطلب العالمي من النفط وإنتاجه حسب المنطقة  
(بملايين البراميل يوميا)

التغير % من سنة إلى أخرى											
٢٠٠٨		توقعات			٢٠٠٨		٢٠٠٧		توقعات		متوسط
٢ن	١ن	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢ن	١ن	٢ن	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦-٢٠٠٣
<b>الطلب</b>											
منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي											
٤٩,٨	١,٩-	٤,٩-	٣,٤-	٠,٨-	٤٧,٠	٤٨,١	٤٩,٤	٤٥,٣	٤٧,٥	٤٩,٢	٤٩,٤
أمريكا الشمالية											
٦,٣-	٣,٤-	٤,٢-	٤,٨-	٠,٤	٢٣,٩	٢٤,٧	٢٥,٥	٢٣,٣	٢٤,٣	٢٥,٥	٢٥,٢
منها:											
الولايات المتحدة											
٣,٧-	٧,٣-	٤,٤-	٥,٦-	٠,٠	١٩,٥	١٩,٥	٢٠,٢	١٩,٠	١٩,٩	٢١,٠	٢٠,٩
أوروبا											
١,١-	٠,٠	٤,٠-	٠,٦-	٢,٤-	١٥,٤	١٥,٠	١٥,٥	١٤,٦	١٥,٢	١٥,٣	١٥,٦
منطقة المحيط الهادئ											
٧,١-	٠,٦-	٨,٩-	٣,٨-	١,٦-	٧,٧	٨,٣	٨,٣	٧,٣	٨,٠	٨,٣	٨,٦
خارج منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي											
٢,٧	٤,٣	٠,١-	٣,٥	٣,٨	٣٨,١	٣٨,٢	٣٧,١	٣٨,٣	٣٨,٢	٣٦,٩	٣٣,٥
منها:											
الصين											
٣,٦	٥,٠	٠,٨-	٤,٣	٤,٦	٧,٨	٧,٩	٧,٦	٧,٨	٧,٩	٧,٥	٦,٥
بلدان آسيوية أخرى											
١,١-	٣,٨	٠,٦-	١,٤	٢,٨	٩,١	٩,٦	٩,٢	٩,٤	٩,٤	٩,٣	٨,٧
الاتحاد السوفيتي السابق											
٢,٢	٢,٤	٢,٩-	٢,٣	١,٦	٤,٣	٤,١	٤,٢	٤,١	٤,٢	٤,١	٣,٩
الشرق الأوسط											
٦,٨	٥,٩	٢,٥	٦,٤	٤,٧	٧,٠	٦,٨	٦,٦	٧,٢	٦,٩	٦,٥	٥,٨
إفريقيا											
١,٨	٢,٤	٠,٩	٢,١	٣,٨	٣,١	٣,٢	٣,١	٣,٢	٣,١	٣,١	٢,٨
أمريكا اللاتينية											
٣,٨	٥,١	٠,١-	٤,٤	٥,٤	٦,٠	٥,٨	٥,٧	٥,٩	٥,٩	٥,٦	٥,٠
العالم											
١,٦-	٠,٨	٢,٨-	٠,٤-	١,١	٨٥,١	٨٦,٣	٨٦,٥	٨٣,٤	٨٥,٧	٨٦,٠	٨٢,٨
<b>الإنتاج</b>											
أوبك (التكوين الزاهن) <sup>٢</sup>											
١,٤	٤,٧	—	٣,٠	٠,٩-	٣٥,٨	٣٦,٠	٣٥,٣	—	٣٥,٩	٣٤,٩	٣٣,٦
منها:											
المملكة العربية السعودية											
٣,٠	٥,٤	—	٤,٢	٤,٤-	١٠,٤	١٠,٤	١٠,١	—	١٠,٤	١٠,٠	١٠,٢
نيجيريا											
٧,٩-	٨,٠-	—	٧,٩-	٤,٨-	٢,٢	٢,١	٢,٤	—	٢,٢	٢,٣	٢,٥
فنزويلا											
٢,٠-	٠,٥-	—	١,٢-	٧,٨-	٢,٦	٢,٦	٢,٦	—	٢,٦	٢,٦	٢,٨
العراق											
٥,٥	٢٣,٩	—	١٤,٠	٩,٩	٢,٤	٢,٤	٢,٢	—	٢,٤	٢,١	١,٨
خارج أوبك											
٠,٣-	٠,٢-	٠,٧-	٠,٢-	٠,٨	٥٠,٣	٥٠,٨	٥٠,٥	٥٠,٣	٥٠,٦	٥٠,٧	٤٩,٨
منها:											
أمريكا الشمالية											
٢,٨-	١,٧-	٠,١	٢,٣-	٠,١	١٣,٨	١٤,١	١٤,٢	١٣,٩	١٣,٩	١٤,٣	١٤,٤
بحر الشمال											
٤,١-	٥,٥-	١٠,٧-	٤,٨-	٥,٠-	٤,٣	٤,٤	٤,٥	٣,٩	٤,٤	٤,٦	٥,٤
روسيا											
٠,٩-	٠,٨-	٢,٥-	٠,٨-	٢,٤	١٠,٠	١٠,٠	١٠,١	٩,٧	١٠,٠	١٠,١	٩,٤
بلدان الاتحاد السوفيتي السابق											
الأخرى											
١,٦-	٦,٥	١,٥	٢,٥	١٢,١	٢,٧	٢,٩	٢,٧	٢,٨	٢,٨	٢,٧	٢,١
البلدان الأخرى خارج أوبك											
٢,٩	١,٧	١,٦	٢,٣	٠,٤	١٩,٦	١٩,٤	١٩,١	١٩,٩	١٩,٥	١٩,١	١٨,٦
العالم											
٠,٤	١,٨	—	١,١	٠,١	٨٦,١	٨٦,٨	٨٥,٨	—	٨٦,٥	٨٥,٥	٨٣,٤
صافي الطلب <sup>٣</sup>											
—	—	—	—	—	١,٠-	٠,٥-	٠,٧	—	٠,٨-	٠,٥	٠,٦-

المصادر: عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير سوق النفط للوكالة الدولية للطاقة؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> يغطي استهلاك وإنتاج النفط الخام وسوائل الغاز الطبيعي والنفط غير التقليدي.

<sup>٢</sup> تشمل أنغولا (التي أصبحت خاضعة لنظام حصص منظمة أوبك في يناير ٢٠٠٧) وإكوادور (التي عادت إلى عضوية المنظمة في نوفمبر ٢٠٠٧، وذلك بعد تعليق عضويتها في الفترة من ديسمبر ١٩٩٢ إلى أكتوبر ٢٠٠٧)

أسعار أنواع الطاقة الأخرى

وقد سارت أسعار الغاز الطبيعي وفق اتجاهات عامة مختلفة بين المناطق الرئيسية. فقد هبطت الأسعار في الولايات المتحدة، بأكثر من ٥٠٪ عن المستويات العالية التي سجلتها في صيف عام ٢٠٠٨. ورغم صمود الاستهلاك المنزلي نتيجة لزيادة برودة الطقس، فإن الطلب في القطاع الصناعي وقطاع الكهرباء انخفض بقدر كبير. وبالنظر إلى وفرة العرض وانخفاض الصادرات المتجهة إلى آسيا، فقد ارتفعت مخزونات الغاز الطبيعي في الولايات المتحدة إلى ما يتجاوز متوسط المستويات

شهدت أسواق الأنواع الأخرى للطاقة أيضا اضطرابا من جراء حالة الهبوط الاقتصادي. فقد هبطت أسعار الفحم بحلول نهاية عام ٢٠٠٨ بأكثر من ٥٠٪ مقارنة بمستواها العالي المسجل في شهر يوليو (الشكل البياني ١-١٩، اللوحة العليا)، وذلك بسبب الهبوط المستمر في الطلب لأغراض توليد الكهرباء وإنتاج الصلب في شتى أرجاء العالم. أما على جانب العرض، فقد بدأت البلدان الرئيسية المنتجة للفحم في تخفيض الإنتاج ولكن لا تزال المخزونات في زيادة مستمرة.

المسجلة في السنوات الخمس الماضية. وعلى العكس من ذلك، واصلت أسعار الغاز الطبيعي الأوروبي ارتفاعها في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، وذلك نتيجة لاضطرابات العرض المرتبطة بالنزاعات بين روسيا وأوكرانيا على خلفية محدودة طاقة التخزين و واردات الغاز الطبيعي المسال.

### أسعار المعادن

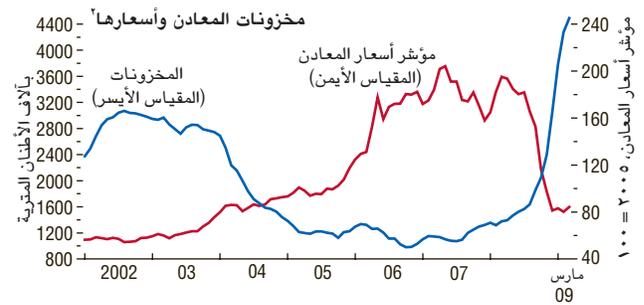
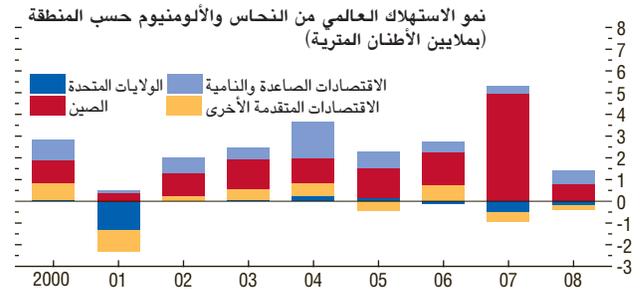
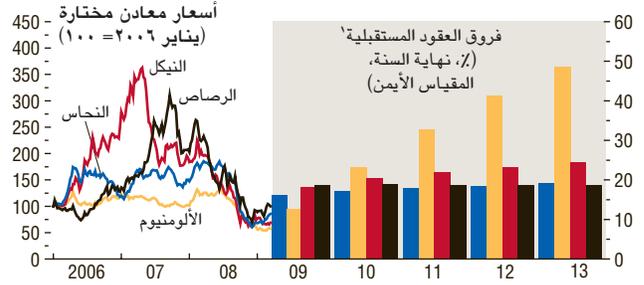
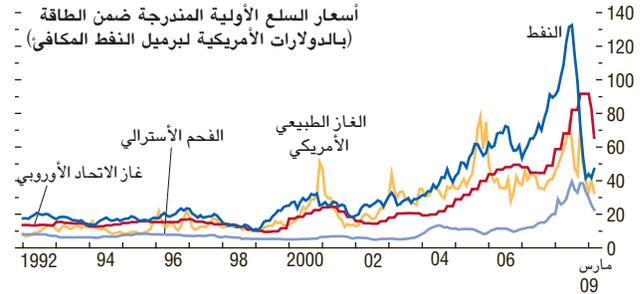
بعد الارتفاع الهائل في أسعار المعادن إلى مستويات قياسية في الربع الماضي، فقد شهدت هبوطا سريعا في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، حيث خسرت أسعار المعادن الرئيسية - وهي الألومنيوم والنحاس والنيكل - أكثر من نصف قيمها الممثلة للذروة (الشكل البياني ١-١٩، اللوحة الثانية). وعلى الرغم من انتعاش أسعار عدد من المعادن بقدر ما مؤخرا جدا - لا سيما أسعار النحاس والزنك، والتي ارتفعت بأكثر من ٢٠٪ في الربع الأول من عام ٢٠٠٩ - انخفضت أسعار المعادن الأخرى، حيث شهدت أسعار الألومنيوم هبوطا يتجاوز ١٠٪ في نفس الفترة.

وقد أثر التباطؤ الحاد في الإنتاج الصناعي والتشديد في الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، وخصوصا الصين - أكبر مستهلك للمعادن الرئيسية - تأثيرا شديدا على الطلب على المعادن (الشكل البياني ١-١٩، اللوحة الثالثة). أما على جانب العرض، فقد دفعت الأسعار التي تقارب التكاليف الحدية أو تظل دونها، وتشديد قيود الائتمان بالمنتجين، إلى تقليص الناتج وتخفيض الاستثمارات. ومع ذلك، فقد تأخر تقليص العرض عن هبوط الطلب، حيث تضاعفت المخزونات من المعادن في عام ٢٠٠٨ قياسا إلى المستويات المشاهدة في السنة السابقة (الشكل البياني ١-١٩، اللوحة السفلى).

### أسعار الأغذية

انخفضت أسعار الأغذية بنسبة ٣٤٪ في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ - وقادت هذا الانخفاض الذرة وفول الصويا وزيت المائدة (الشكل البياني ١-٢٠، اللوحة العليا). وفيما يتعلق بالسلع الأولية الأخرى عدا الوقود، فإن انخفاضات أسعارها جاءت انعكاسا ليس فقط للتباطؤ المستمر في الطلب ولكن أيضا لانخفاض تكاليف الطاقة. وإضافة إلى ذلك، فإن تحسن أوضاع العرض في حالة الحبوب الرئيسية ويزور الزيت كان عاملا رئيسيا وراء ذلك (الشكل البياني ١-٢٠، اللوحة الثانية). وقد جاء ذلك التحسن انعكاسا لعاملين هما زيادة المساحة المزروعة وزيادة غلة الوحدة من المساحة المزروعة استجابة

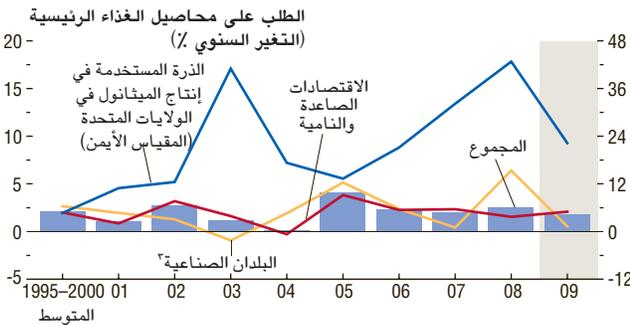
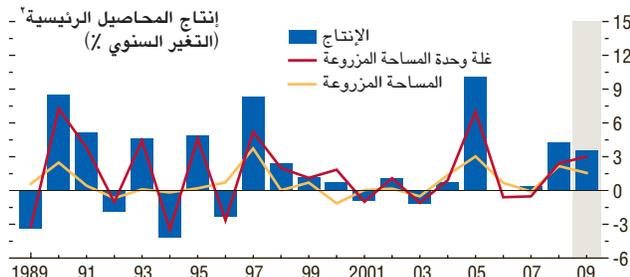
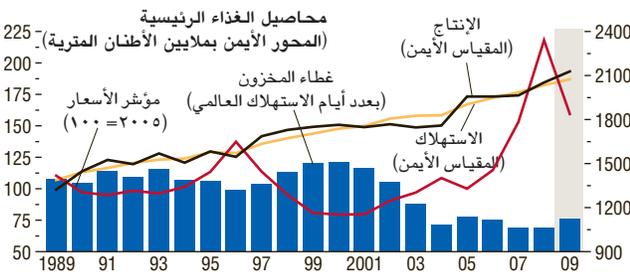
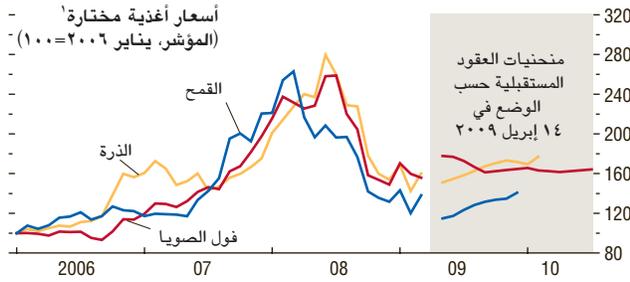
### الشكل البياني ١-١٩: المستجدات في أسواق المعادن والطاقة



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets؛ والمكتب العالمي لإحصاءات المعادن؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ الفرق ٪ بين سعر العقد المستقبلي في نهاية العام وبين أحدث سعر فوري متوافر (بتاريخ ٣٠ يناير ٢٠٠٩).  
٢ تشير المخزونات إلى مقدار الأرصدة العالمية من النحاس والألومنيوم والقصدير والزنك والنيكل والرصاص حسبما تجري مراقبته من قبل بورصة لندن للمعادن. ويشير السعر إلى مؤشر مركب لهذه المعادن.

## الملحق ١-٢: الشكل المروحي للنمو العالمي

### الشكل البياني ١-٢٠: آخر المستجدات في أسواق محاصيل الغذاء الرئيسية<sup>١</sup>



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets؛ ووزارة الزراعة الأمريكية؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> محاصيل الغذاء الرئيسية هي القمح والذرة والأرز وفول الصويا.  
<sup>٢</sup> غلة الوحدة من المساحة المزروعة بالذرة والأرز والقمح.  
<sup>٣</sup> تستبعد من ذلك الذرة المستخدمة في إنتاج الإيثانول في الولايات المتحدة.

لارتفاع الأسعار (الشكل البياني ١-٢٠، اللوحة الثالثة). فقد تحققت زيادة في غلة الوحدة الواحدة من المساحة المزروعة بزيادة استخدام البذور المحسنة والأسمدة وأحوال الطقس المواتية بقدر أكبر، وخصوصا في البلدان الرئيسية المنتجة للقمح، كروسيا وأوكرانيا.

وهناك مخاوف من أن يكون الهبوط المستمر في الأسعار فضلا على الاضطراب المالي قد أحدثا أثارا معاكسة على الاحتمالات المستقبلية على جانب العرض في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨. ففي مواجهة ضعف الطلب من الاقتصادات الصاعدة وتقلص إنتاج الوقود العضوي نظرا للانخفاض المستمر في الطلب على البنزين والهبوط المستمر في أسعار الطاقة وعدم كفاية التمويل بسبب تشديد قيود الائتمان، أشارت التقارير إلى أن المزارعين في شتى أرجاء المعمورة عمدوا إلى تخفيض المساحات المروعة وتقليل استخدام الأسمدة (الشكل البياني ١-٢٠، اللوحة السفلى). وعلى سبيل المثال، تتوقع وزارة الزراعة الأمريكية أن تنخفض المساحات المزروعة من المحاصيل الرئيسية الثمانية التي تنتجها الولايات المتحدة بنسبة ٢,٨٪ (محسوبة على أساس التغير من سنة إلى أخرى) في العام المحصولي ٢٠٠٩-٢٠١٠. وفي الوقت ذاته، لا تزال مخزونات المحاصيل الغذائية الأساسية، بما في ذلك القمح، عند مستويات منخفضة نسبيا. ويتوقع أن تؤدي هذه العوامل المتعلقة بالعرض إلى موازنة جزئية للضغوط الهبوطية الناشئة عن ضعف الطلب في مرحلة هبوط النشاط الاقتصادي.

### الملحق ١-٢: الشكل المروحي للنمو العالمي

مؤلف هذا الملحق هو براكاش كانان، وقد قدم مراد أوموف مساعدة بحثية.

منذ صدور عدد إبريل ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، يصاحب توقعات النمو العالمي شكل مروحي يصور فترات الثقة المرتبطة بتوقعات نهاية العام وتوقعات السنة التالية وفقا للسيناريو الأساسي. ويفيد الشكل المروحي أساسا كأداة اتصال بصري تتناول الأسئلة الثلاثة التالية:

- ما هو التنبؤ الخاص بالسنة الجارية والسنة القادمة وفقا للسيناريو الأساسي؟
  - ما هو مستوى عدم اليقين الذي يحيط بهذا التنبؤ؟
  - أين يقع ميزان المخاطر؟
- غير أن التوقعات الموضوعية وفق السيناريو الأساسي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لا تستند إلى نموذج

الشكل المروحي، هناك افتراض ملائم هو أن النمو العالمي وعوامل المخاطر الأساسية مستمدان من دالة للتوزيع الطبيعي للاحتتمالات ذي المرحلتين.<sup>١٧</sup> ويستخدم التوزيع الطبيعي للاحتتمالات ذو المرحلتين على نطاق واسع من قبل البنوك المركزية في تكوين الأشكال المروحية لأن فيه ميزة دالة الكثافة سهلة الحساب وإمكانية دمج حالات عدم التجانس (راجع، على سبيل المثال، دراسة Britton, Fisher, and Whitley, 1998). وفي الشكل المروحي، يمثل عدم التجانس في التوزيع مصدر ميزان المخاطر.

وهناك ثلاث مجموعات من المتغيرات الاقتصادية الكلية ننظر فيها من أجل عرض عوامل المخاطر الأساسية القابلة للتقدير الكمي المرتبطة بالاحتمالات المستقبلية للنمو العالمي. وقد استخدمت البيانات المستمدة من المسوح أو بيانات أسعار عقود الخيار المتعلقة بهذه المتغيرات من أجل تكوين توزيعات للاحتتمالات لهذه المتغيرات لعام قادم. وبعد ذلك استخدم تباين والتواء توزيعات الاحتمالات هذه، إلى جانب العلاقة بين هذه المتغيرات وبين نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي، من أجل بناء فترات الثقة الواقعة حول توقعات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وتغطي المجموعات الثلاث من المتغيرات ما يلي: (١) الأوضاع المالية، (٢) مخاطر أسعار النفط، (٣) مخاطر التضخم. وقد استعضنا عن متغيرات الأوضاع المالية بمتغيرات بديلة هي فرق سعر الفائدة بين الأجلين (مقيسا على أساس سعر الفائدة طويل الأجل ناقصا سعر الفائدة قصير الأجل) والعائدات المدرجة في مؤشر ستاندارد أند بورز ٥٠٠. أما بيانات الأسواق المالية فمن الطبيعي أن تكون بيانات استشرافية، ومن ثم يمكنها نقل المعلومات المفيدة التي تتعلق بالاحتمالات المستقبلية للنمو. فارتفاع تقلب أسعار الأصول، على سبيل المثال، يمثل دلالة على ارتفاع عدم اليقين ومن المرجح أن يكون مرتبطين بتطورات في مجال النمو لا تعتبر مواتية. أما ميل منحني العائد فيمثل متغيرا منبئا موثوقا به لحالات الركود لأنه ينطوي في صلبه على توقعات السياسة النقدية المستقبلية والتضخم المستقبلي، وهما بدورهما يحملان معلومات تتعلق بالاحتمالات المستقبلية للنمو (راجع دراسة Estrella and Mishkin, 1996). ونتيجة لذلك، تعتبر مخاطر الانخفاض في ميل فرق سعر الفائدة بين الأجلين مؤشرا على وجود مخاطر قصور النتائج عن

منهجي واحد، ولكنها تستند إلى مجموعة من النماذج، إلى جانب التقديرات الاستنباطية المدروسة التي يضعها الاقتصاديون المختصون في الصندوق بالبلدان الأعضاء. ويوصفها هذا، فإن تلك التوقعات لا يتعين بالطبيعة أن تكون مقاييس تقليدية لفترات الثقة المرتبطة بها. ومن أجل فرض درجة من الموضوعية على تكوين الشكل المروحي، تم تعديل المنهجية القائمة كي تغطي المعلومات المتضمنة في صلب مؤشرات الأسواق التي تنطوي على ارتباطات قوية بمستوى النشاط الاقتصادي العالمي. ويتم بعد ذلك تجميع هذه المعلومات وربطها بدرجة عدم اليقين وميزان المخاطر المرتبطين بالنمو العالمي. ويوفر هذا الملحق عرضا عاما موجزا للمنهجية الجديدة، وكذلك تقييما للقراءة الراهنة لمؤشرات الأسواق بشأن المخاطر المرتبطة بتنبؤ النمو العالمي.<sup>١٥</sup>

وتتراوح مصادر المعلومات التي استخدمت في قياس تقييم السوق للمخاطر بين المقاييس المستمدة من المسوح، كالمقاييس التي توفرها شركة كونسينسوس إيكونوميكس (Consensus Economics)، وبين المقاييس القائمة على السوق، مثل أسعار الخيارات للأسهم والسلع الأولية. ومن الجدير بالذكر أن الشركة المذكورة تجري مسحا يشمل أكثر من ٢٥ مؤسسة كل شهر للاطلاع على التنبؤات التي تضعها تلك المؤسسات فيما يتعلق بالمؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية لمجموعة واسعة من البلدان. ويستخدم تباين والتواء توزيع التنبؤات كمتغيرين بديلين لدرجة عدم اليقين وكذلك ميزان المخاطر. وإضافة إلى سهولة الحصول على تلك البيانات، فإن استخدام المقاييس المستمدة من المسوح يتسم بميزة إضافية هي توفير مقاييس كمية لتوزيع المخاطر المرتبطة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية التي لا توجد أسواق نشطة ترتبط بها ارتباطا مباشرا. فضلا على استخدام البيانات المستمدة من المسوح، فإن المعلومات المتضمنة في صلب أسعار عقود الخيار للأسهم والسلع الأولية تم دمجها أيضا في المنهجية الجديدة.<sup>١٦</sup>

ومن أجل تكوين نطاقات لعدم اليقين حول تنبؤات النمو العالمي وفق السيناريو الأساسي، من الضروري وضع افتراضات تتعلق بالتوزيع الأساسي للنمو العالمي، ومجموعة عوامل المخاطر التي تمثل أقصى درجات الاهتمام المباشر. وكما كانت الحال في الصيغ السابقة من

<sup>١٥</sup> للاطلاع على مناقشة أكثر تفصيلا، راجع دراسة Elekdag and Kannan (2009).

<sup>١٦</sup> تمثل دراسة Bahra (1997) مسحا استقرائيا جيدا يغطي الأساس النظري لمجموعة متنوعة من المنهجيات التي تستخدم في استخراج توزيعات الاحتمالات من بيانات أسعار عقود الخيار إلى جانب بعض التطبيقات المفيدة.

<sup>١٧</sup> يتم تكوين التوزيع الطبيعي للاحتتمالات ذو المرحلتين عن طريق ضم نصفي توزيعين طبيعيين للاحتتمالات مختلفين من حيث التباين، ولكنهما مشتركان في نفس الوسيط. وللإطلاع على ملخص لأهم خصائص هذا التوزيع، راجع دراسة John (1982).

اليقين وفق السيناريو الأساسي من أجل تكوين توزيع الاحتمالات الطبيعي ذي المرحلتين. ويمكن لاحقاً، من حيث المبدأ، زيادة أو تخفيض مقياس عدم اليقين هذا المستمد من السيناريو الأساسي بحسب مستوى الانحراف المعياري لعوامل المخاطر مقارنة بمستوياتها التاريخية. وهناك طريقة بديلة تتبع في دمج التغيرات في درجة عدم اليقين مقارنة بخطأ التنبؤات التاريخية هي تجميع تشتت تنبؤات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لفرادى البلدان، وهي مطبقة في المنهج الحالي. وعن طريق المقارنة بين فرادى تنبؤات النمو هذه وبين قيمها التاريخية، يصبح في الإمكان الحصول على مؤشر لعدم اليقين الذي يحيط بالنمو العالمي. وهناك عدة دراسات، بما في ذلك دراسة Prati and Sbracia (2002). وتلخص إلى أن تشتت تنبؤات النمو يمثل متغيراً منبئاً مهماً بالآزمات المالية.

ويتضح من التوزيع الراهن للتنبؤات المتعلقة بنمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الاقتصادات الرئيسية، وكذلك من التوزيع الراهن للتنبؤات المتعلقة بعوامل المخاطر التي تم تحديدها، أن هناك تشتتاً أعلى بكثير مقارنة بما شهدته السنوات الأخيرة، مما يشير إلى وجود درجة أكبر من عدم اليقين تحيط بتوقعات السيناريو الأساسي مقارنة بالمستويات التاريخية (الشكل البياني ١-٢١). وعند تكوين الشكل المروحي (الشكل البياني ١-١٠)، فإن الزيادة في تشتت تنبؤات النمو، مقارنة بالمتوسط على امتداد السنوات العشر الماضية، تترجم إلى تباين أعلى في توزيع توقعات النمو العالمي عن طريق إجراء تكبير متناسب في أخطاء التنبؤات التاريخية لأفق زمني يبلغ سنة واحدة وآخر يبلغ سنتين. وفي هذه الحالة على وجه التحديد، زاد الانحراف المعياري لتوزيع الاحتمالات بحوالي ٨٠٪ مقارنة بمتوسطه التاريخي.

ويمكن أيضاً استخدام المؤشرات السوقية من أجل توفير معلومات عن ميزان المخاطر المحيط بتوقعات السيناريو الأساسي. فيمثل مقياس الالتواء مؤشراً لاتجاه ودرجة اختلال توزيع الاحتمالات في التنبؤات المستمدة من المسوح أو درجة اختلال توزيع احتمالات التغيرات المستقبلية المتوقعة في الأسعار، وهي التغيرات الضمنية الواردة في عقود الخيار. وتشير أحدث قراءة للمؤشرات المتعلقة بالمخاطر الناشئة من الأوضاع المالية وأسواق الأسهم والتضخم وأسعار النفط، في مجموعها، إلى ميل

المتوقع. وفي الوقت ذاته، يسجل عامل المخاطر المتعلق بأسعار النفط ما يوجد من مخاطر مرتبطة بالسعر المتوقع للنفط الوارد في السيناريو الأساسي، وهذا العامل مفيد كمدخل أساسي في توقعات النمو الخاصة بفرادى البلدان. وأخيراً، فإن مخاطر النمو تتميز بارتفاع ديناميكيات الأسعار أو تقلب تلك الديناميكيات، وهو ما قد يسبب تشديداً بالغاً في الأوضاع النقدية، ويمكن بذلك أن يكبح النمو.

أما المعلومات المتعلقة بتوزيع المجموعات الثلاثة للتغيرات الاقتصادية الكلية، فقد تم بعد ذلك ربطها بنمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي على أساس علاقات الاقتصاد القياسي، والمرونة المقدره للنمو العالمي فيما يتعلق بالتقديرات الموحدة لفرق سعر الفائدة بين الأجلين، والعائدات وفق مؤشر ستاندارد أند بورز ٥٠٠، والتضخم، وأسعار النفط هي ٠،٣٥، و-١،٥، و-٠،٤، و-٠،٣٥، على التوالي.

وقد استخدمنا تنبؤات التضخم التي قامت بإعدادها شركة Consensus Economics للولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان وعدة اقتصادات صاعدة رئيسية من أجل توفير معلومات عن مخاطر التضخم. وقد استخدمت الطريقة التماثلية في حساب فرق سعر الفائدة بين الأجلين وعوامل المخاطر المتعلقة بأسعار النفط. غير أنه في حالة فرق سعر الفائدة بين الأجلين، اقتصر استخدام بيانات الميل في منحنيات العائد في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان وألمانيا.<sup>١٨</sup> وأخيراً، تم التوصل إلى ميزان المخاطر المرتبط بعامل مخاطر أسواق الأسهم عن طريق وضع تقدير لدالة توزيع الاحتمالات للعائدات على حقوق الملكية المتضمنة في بيانات خيار الشراء في مؤشر ستاندارد أند بورز ٥٠٠.<sup>١٩</sup>

ولقد كانت الأشكال المروحية السابقة المعروضة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي تستخدم أخطاء التنبؤات التاريخية في حالة توقعات النمو العالمي في أفق زمني يبلغ سنة واحدة وآخر يبلغ سنتين كمقياس لدرجة عدم

<sup>١٨</sup> تم الحصول على توزيع الاحتمالات في التنبؤات الخاصة بأسعار النفط من شركة Bloomberg Financial Markets. وذلك باستخراج المعلومات المتعلقة بدالة كثافة الاحتمالات من أسعار عقود الخيار لكثافات عائد النفط ذات الأشكال الفريدة. غير أن الجهود التي بذلها خبراء الصندوق مؤخراً والتي تفرض مزيداً من القيود على شكل الكثافة قد حققت نتائج تبعث على التفاؤل وسوف تستخدم كمقياس بديل في أعمار النفط المستقبلية.

<sup>١٩</sup> استخدم المقدر المقيد اللامعلمي المستحدث في دراسة Ait-Sahalia and Duarte (2003) من أجل التوصل إلى تقدير للكثافة المحايدة من ناحية المخاطر في عائدات مؤشر ستاندارد أند بورز ٥٠٠.

المخاطر المحيطة بالنمو العالمي إلى الجانب السلبي (الشكل البياني ١-٢٢). أما الالتواء السالب في التنبؤات الخاصة بمدى ميل منحني العائد والالتواء السالب الضمني في أسعار عقود الخيار في حالة مؤشر ستاندارد أند بورز ٥٠٠ فيشير إلى استمرار الضغوط في أوضاع الأسواق المالية. ويأتي الالتواء السالب في توزيع الاحتمالات في تنبؤات التضخم نتيجة عوامل منها محدودية الحيز المتاح لتحقيق المزيد من التيسير في السياسة النقدية. وفي الوقت ذاته، تبدو المؤشرات السوقية للمخاطر المرتبطة بصدمات أسعار النفط، على امتداد السنة المقبلة، متوازنة بالتقريب، مع وجود التواء موجب طفيف.

ويمثل دمج المؤشرات السوقية في تكوين الشكل المروحي تحركاً صوب استخدام التحليل الموضوعي كنقطة بدء في قياس ميزان المخاطر ومستوى عدم اليقين الكامن في صلب توقعات النمو العالمي وفق السيناريو الأساسي. غير أنه يمكن لاحقاً، من نقطة البدء هذه، استحداث طبقة من التقدير الاستنبابي تسمح بدمج عوامل المخاطر الأخرى المهمة. والواقع أننا استحدثنا بالفعل، كما يوضح الشكل البياني ١-٢٢ صراحة، عامل تقدير استنبابي إضافياً يتعلق بميزان المخاطر الكلي المرتبط بتوقعات النمو العالمي للسنة الجارية والسنة المقبلة. والقصد من وراء عامل التقدير الاستنبابي الإضافي هذا هو تسجيل بعض المخاطر التي تلقي الضوء عليها في متن هذا الفصل والتي يصعب وضع تقدير كمي لها.

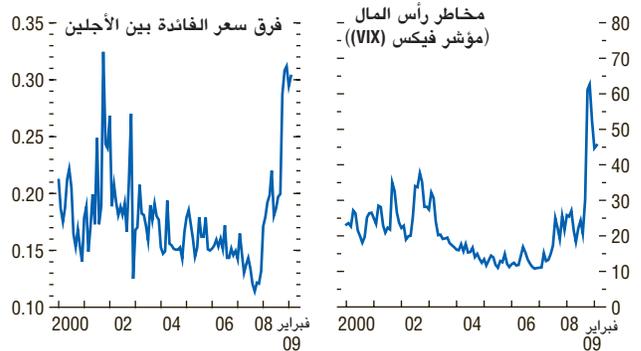
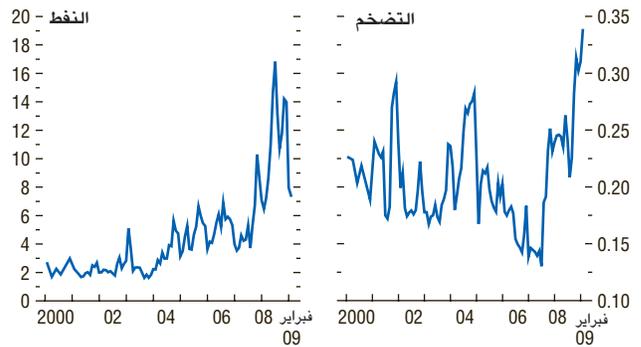
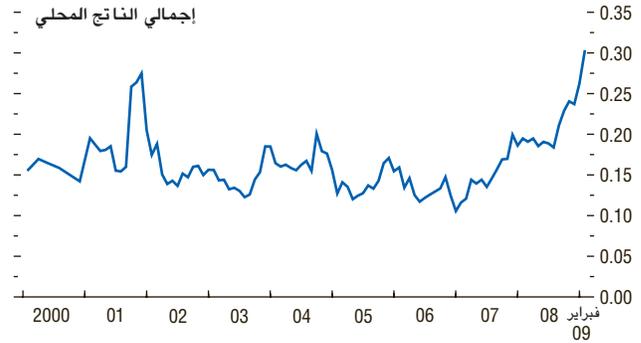
### الملحق ١-٣: الافتراضات التي يستند إليها سيناريو قصور النتائج عن المتوقع

مؤلف هذا الملحق هو ديرك موير

تم وضع سيناريو قصور النتائج عن المتوقع المعروض في هذا الفصل باستخدام نموذج عالمي للاقتصاد الكلي، وهو نموذج الاقتصادي القياسي العالمي للمعهد الوطني (National Institute Global Econometric Model (NIGEM)) استناداً إلى مجموعة متنوعة من الافتراضات. ومن المكونات الأساسية في هذا السيناريو الآثار الانتشارية الممتدة من منطقة إلى أخرى، وتستند هذه إلى التدفقات التجارية الثنائية الوارد موزها في الجدول ١-٤.

وباستخدام المعلومات الواردة في هذا الجدول، يقوم النموذج بتفكيك عناصر الهبوط الإضافي في نمو الناتج الذي يحدث وفق هذا السيناريو، وذلك مقارنة بالسيناريو الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد

### الشكل البياني ١-٢١: تشتت التنبؤات الخاصة بإجمالي الناتج المحلي وعوامل مخاطر مختارة<sup>١</sup>



المصادر: شركة Consensus Economics؛ وشركة Bloomberg Financial Markets؛ وبورصة عقود الخيار التابعة لمجلس التجارة بشيكاغو؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ سلاسل البيانات الخاصة بإجمالي الناتج المحلي والتضخم تقيس التشتت (أي الانحراف المعياري) في تنبؤات إجمالي الناتج المحلي والتضخم، على التوالي، في حالة اقتصادات مجموعة السبعة والبرازيل والهند والصين والمكسيك، أخذاً في الحسبان التباين المشترك بين التنبؤات. أما سلسلة البيانات المتعلقة بفرق سعر الفائدة بين الأجلين، فتقيس تشتت التنبؤات الخاصة بذلك الفرق (وهو العائد على السندات الحكومية لأجل استحقاق ١٠ سنوات ناقصاً سعر الفائدة على السندات الحكومية لأجل ٣ أشهر) في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا واليابان. وتقيس سلسلة البيانات الخاصة بأسعار النفط تشتت التنبؤات الخاصة بالنفط لعام مقبل. وأخيراً، فإن سلسلة البيانات المتعلقة بمخاطر رأس المال هي سلسلة بيانات مؤشر «فيكس» التي تقيس التقلب الضمني في مؤشر ستاندارد أند بورز ٥٠٠.

**الجدول ١-٤: التدفقات الأساسية للتجارة العالمية في البضائع العامة**  
(كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي العالمي)

البلد المستورد	البلد المصدر						
	الولايات المتحدة	اليابان	منطقة اليورو	آسيا الصاعدة	أمريكا اللاتينية	أوروبا الصاعدة	بقية العالم
الولايات المتحدة	—	٠,٢٧	٠,٥٠	١,٠٤	٠,٥٧	٠,٠٤	١,٢٦
اليابان	٠,١١	—	٠,٠٩	٠,٤٤	٠,٠٤	٠,٠١	٠,٤٣
منطقة اليورو	٠,٣٣	٠,١٤	—	٠,٧٦	٠,١٨	٠,٥٩	١,٧٤
آسيا الصاعدة	٠,٤١	٠,٦١	٠,٤٣	—	٠,١٥	٠,٠٥	١,٣٦
أمريكا اللاتينية	٠,٤٢	٠,٠٦	٠,١٥	٠,١٨	—	٠,٠١	٠,١٦
أوروبا الصاعدة	٠,٠٣	٠,٠٣	٠,٧٤	٠,١٦	٠,٠١	—	٠,٤١
بقية العالم	٠,٨٢	٠,٢٠	١,٨٨	١,٠٢	٠,١٧	٠,٣٤	—
مجموع الصادرات	٢,١٢	١,٣١	٣,٧٨	٣,٣٦	١,٠٦	١,٠٤	٤,٦٦
مجموع الواردات	٣,٦٨	١,١٤	٣,٧٤	٣,١٥	١,٠٧	١,٤٠	٤,٣٨

المصدر: إحصاءات وجهة التجارة.

١٥٪: مقارنة بالسيناريو الأساسي. وثانيتها أن سعر النفط يهبط هبوطاً إضافياً بنسبة ١٥٪ في عام ٢٠٠٩، وينتهي إلى نقطة أقل بنسبة ٢٠٪ بحلول نهاية ٢٠١٠ مقارنة بالسيناريو الأساسي.

**الجدول ١-٥: العوامل المفسرة للهبوط الإضافي في نمو الناتج في الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠**

الولايات المتحدة		منطقة اليورو	
الهبوط الإضافي	*	الهبوط الإضافي	*
الأثار الانتشارية		الأثار الانتشارية	
الدولية	٦٣٪	الدولية	٤٨٪
العوامل المحلية:	**	العوامل المحلية:	**
المالية	**	المالية	**
المساكن	**	المساكن	**
أسواق الأسهم	*	أسواق الأسهم	*
اليابان		آسيا الصاعدة	
الهبوط الإضافي	*	الهبوط الإضافي	**
الأثار الانتشارية		الأثار الانتشارية	
الدولية	٦١٪	الدولية	٧٨٪
العوامل المحلية:	**	العوامل المحلية:	*
المالية	**	المالية	*
المساكن	*	المساكن	*
أسواق الأسهم	*	أسواق الأسهم	**
أمريكا اللاتينية		أوروبا الصاعدة	
الهبوط الإضافي	**	الهبوط الإضافي	***
الأثار الانتشارية		الأثار الانتشارية	
الدولية	٤٠٪	الدولية	٤١٪
العوامل المحلية:	**	العوامل المحلية:	***
المالية	**	المالية	***
المساكن	*	المساكن	***
أسواق الأسهم	**	أسواق الأسهم	*

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي؛ وتمارين المحاكاة باستخدام نموذج الاقتصاد القياسي العالمي للمعهد الوطني. «الهبوط الإضافي» هو المتوسط المرجح للأثار الانتشارية الدولية وصدمة الطلب المحلي. «الأثار الانتشارية الدولية» هي النسبة المئوية للهبوط التي تعزى إلى آثار الروابط التجارية الدولية. \*\*\* تشير هذه العلامة إلى صدمة شديدة، وذلك قياساً إلى السيناريو الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. \*\* تشير هذه العلامة إلى صدمة معتدلة، وذلك قياساً إلى السيناريو الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. \* تشير هذه العلامة إلى صدمة خفيفة، وذلك قياساً إلى السيناريو الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

العالمي، إلى آثار انتشارية دولية وآثار صدمات محلية في كل منطقة (الجدول ١-٥). وينظر النموذج في ثلاثة أنواع من الصدمات المحلية، وهي كما يلي: (١) الضغوط المالية الإضافية التي تؤدي إلى تشديد قيود الائتمان، (٢) التصحيحات الأعمق في أسواق المساكن، وهو ما يؤثر على الاستثمارات في القطاع السكني والاستهلاك الخاص، (٣) حالات الهبوط الكبيرة في أسعار الأسهم، وهو ما يعني تراجع الاستهلاك الخاص. وقد طبقت كل واحدة من هذه الصدمات في كل منطقة على واحد من درجات الشدة الثلاث، وهي: الخفيفة والمعتدلة والشديدة، وذلك مقارنة بالسيناريو الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

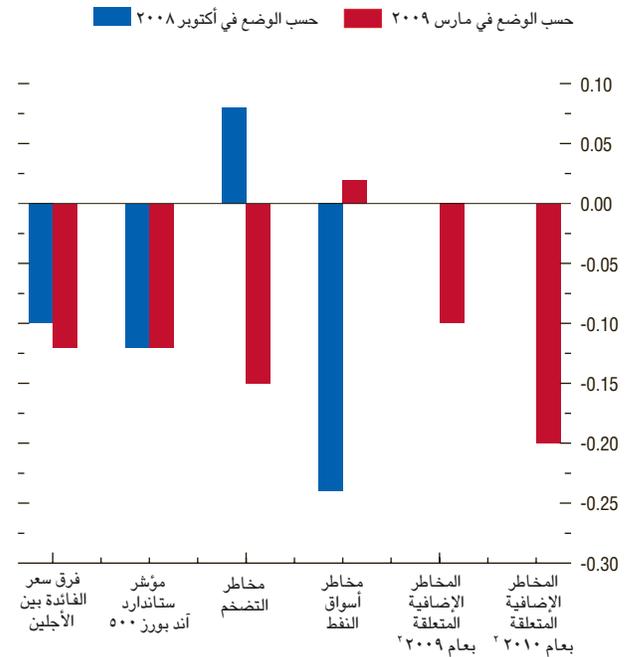
وبالنظر في حالة الولايات المتحدة، نجد أن الآثار الانتشارية الدولية تساهم بنسبة ٦٣٪ من الهبوط الإضافي في إجمالي الناتج المحلي في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠. أما النسبة المتبقية وهي ٣٧٪ فتعزى إلى الصدمات المرتبطة بالطلب المحلي. وهناك صدمات إضافية متوسطة الشدة يوجهها القطاع المالي وقطاع المساكن وصدمة إضافية خفيفة في أسواق الأسهم. فإذا أخذنا تلك الصدمات مجتمعة مع الآثار الانتشارية الدولية، فإننا نجد أن الهبوط الإضافي في حالة الولايات المتحدة يكون خفيفاً. وتلخيصاً لما سبق، تصدق حالة الهبوط الخفيف على الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان، وذلك مقارنة بالسيناريو الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. أما آسيا الصاعدة وأمريكا اللاتينية فتواجهان حالة هبوط متوسطة، مع هيمنة الآثار الانتشارية الدولية في حالة آسيا الصاعدة. وأما أوروبا الصاعدة فتعاني من هبوط إضافي شديد، يكون مدفوعاً بصدمة كبيرة للقطاع المالي وسوق المساكن، مع مساهمة خفيفة الدرجة من سوق الأسهم.

وأخيراً، هناك صدمتان عالميتان. أولاهما أن أحجام التجارة تهبط على المستوى العالمي في المتوسط في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠، وذلك بنسبة تتراوح بين ١٠٪

## المراجع

- Ait-Sahalia, Yacine, and Jefferson Duarte, 2003, "Nonparametric Option Pricing under Shape Restrictions," *Journal of Econometrics*, Vol. 116, pp. 9–47.
- Altman, Edward I., 1968, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4 (September), pp. 589–609.
- Bahra, Bhupinder, 1997, "Implied Risk-neutral Probability Density Functions From Option Prices: Theory and Application," Bank of England Working Paper No. 66 (London: Bank of England).
- Bernanke, Ben S., 2005, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, April 14.
- , 2009, "The Crisis and the Policy Response," speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, United Kingdom, January 13.
- Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi, and Filipa Sa, 2005, "International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar," *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, pp. 1–49.
- Britton, Erik, Paul Fisher, and John Whitley, 1998, "The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart," Bank of England *Quarterly Bulletin* (February), pp. 30–37.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, 2008, "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1 (March), pp. 358–93.
- Caballero, Ricardo, and Arvind Krishnamurthy, 2008, "Global Imbalances and Financial Fragility," manuscript.
- Cashin, Paul, and C. John McDermott, 2002, "The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability," *IMF Staff Papers*, Vol. 49, No. 2, pp. 175–99 (Washington: International Monetary Fund).
- , and Alasdair Scott, 2002, "Booms and Slumps in World Commodity Prices," *Journal of Development Economics*, Vol. 69 (October), pp. 277–96.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2008, "What Happens during Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper 08/274 (Washington: International Monetary Fund).

## الشكل البياني ١-٢٢: ميزان المخاطر المرتبطة بعوامل مخاطر مختارة<sup>١</sup> (بالتقاط المثوية)



المصادر: مؤسسة Consensus Economics وشركة Bloomberg Financial Markets وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> يوضح رسم الأعمدة البيانية التواء كل عامل من عوامل المخاطرة استناداً إما إلى توزيع تنبؤات المحللين أو إلى التوزيع المفترض ضمناً في أسعار عقود الخيار.  
<sup>٢</sup> تمثل المخاطر الإضافية حكماً استنسابياً بشأن حجم تأثير المخاطر الإضافية غير القابلة للتقدير الكمي التي ركز عليها متن هذا الفصل.

- Clinton, Kevin, Marianne Johnson, Ondra Kamenik, and Douglas Laxton, forthcoming, "Assessing Deflation Risks in the G3 Economies under Alternative Monetary and Fiscal Policies," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cooper, Richard N., 2008, "Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No. 3, pp. 93–112.
- Cuddington, John T., 2007, "Calculating Long-Term Trends in the Real Real Prices of Primary Commodities: Deflator Adjustment and the Prebisch-Singer Hypothesis," CSM Working Paper (Boulder, Colorado: Colorado School of Mines).
- de Larosière Group, 2009, "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU" (Brussels, February 25).
- Decessin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber, 2004, "The U.S. Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap," NBER Working Paper No. 10727 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Elekdag, Selim, and Prakash Kannan, 2009, "Taking Apart the Fan Chart" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Estrella, Arturo, and Frederic S. Mishkin, 1996, "The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 2, No. 7, pp. 1–6.
- Faruqee, Hamid, and Jaewoo Lee, 2008, "Global Dispersion of Current Accounts: Is the Universe Expanding?" paper presented at the 2006 American Economic Association Meetings.
- Grilli, Enzo, and Maw Cheng Yang, 1988, "Primary Commodity Prices, Manufactured Goods Prices, and the Terms of Trade of Developing Countries: What the Long Run Shows," *The World Bank Economic Review*, Vol. 2, No. 1, pp. 1–47.
- Group of 30, 2009, "Financial Reform: A Framework for Financial Stability" (Washington: The Group of Thirty).
- International Monetary Fund (IMF), 2007, Press Release 07/72 on the Conclusion of Multilateral Consultations (Washington).
- , 2009a, "Initial Lessons of the Crisis," IMF Policy Paper (Washington). Available at [www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315](http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315).
- , 2009b, "Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF," IMF Policy Paper. Available at [www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315](http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315).
- , 2009c, "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy," IMF Policy Paper. Available at [www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315](http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315).
- , 2009d, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," IMF Policy Paper. Available at [www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315](http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315).
- , 2009e, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis," IMF Policy Paper. Available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf).
- , 2009f, "Stocktaking of the G-20 Responses to the Global Banking Crisis," IMF Staff Note (Washington, March 19). Available at [www.imf.org/external/np/g20/031909b.htm](http://www.imf.org/external/np/g20/031909b.htm).
- , forthcoming, "India's Corporate Sector: Coping with the Global Financial Tsunami," *India: Selected Issues*, IMF Country Report (Washington).
- John, S., 1982, "The Three-Parameter Two-Piece Normal Family of Distributions and Its Fitting," *Communications in Statistics—Theory and Methods*, Vol. 11, pp. 879–85.
- Kannan, Prakash, and Frederike Kohler-Geib, 2009, "The Uncertainty Channel of Contagion" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2008, "Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and the Dollar," *Economic Notes*, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Vol. 37, No. 3, pp. 259–81.
- , 2009, "Changing Fortunes," *Finance and Development*, Vol. 46, No. 1 (March), pp. 20–22.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 2005, "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, pp. 67–123.
- , 2007, "The Unsustainable U.S. Current Account Deficit Revisited," in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, ed. by

- Richard H. Clarida, (Chicago: University of Chicago Press), pp. 339–66.
- Pesaran, M. Hashem, and Allan Timmermann, 1992, “A Simple Nonparametric Test of Predictive Performance,” *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 10, No. 4 (October), pp. 561–65.
- Pfaffenzeller, Stephan, Paul Newbold, and Anthony Rayner, 2007, “A Short Note on Updating the Grilli and Yang Commodity Price Index,” *The World Bank Economic Review*, Vol. 21, No. 1, pp. 151–63.
- Pindyck, Robert S., 1999, “The Long-Run Evolution of Energy Prices,” *Energy Journal*, Vol. 20, No. 2 (April), pp. 1–27.
- , 2001, “The Dynamics of Commodity Spot and Futures Markets: A Primer,” *Energy Journal*, Vol. 22, No. 3 (August), pp. 1–29.
- Prati, Alessandro, and Massimo Sbracia, 2002, “Currency Crises and Uncertainty About Fundamentals,” IMF Working Paper 02/3 (Washington: International Monetary Fund).
- Spilimbergo, Antonio, Steven Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, “Fiscal Policy for the Crisis,” IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: International Monetary Fund).
- U.S. Treasury and Federal Reserve, 2008, “*Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities, as of June 30, 2007*” (New York: Federal Reserve Bank of New York), April.

## المنظورات القطرية والإقليمية

بشأن الأمن الوظيفي، وهي عوامل أدت كلها إلى انخفاض ثقة المستهلكين إلى أدنى مستوياتها. فترجع الاستهلاك نتيجة لهذه الصدمات؛ وبعد أن كان معدل ادخار الأسر أخذ في الانخفاض على مدى عقدين، أخذ في الارتفاع بصورة حادة ليتجاوز ٤٪ في فبراير ٢٠٠٩ مقابل ٠,٢٥٪ تقريبا في العام الأسبق (الشكل البياني ٢-١).

وكان التقدم نحو تطبيع الأوضاع المالية يتم بوتيرة أبطأ بكثير مما كان متصورا منذ شهور قليلة. واستقرت الأسواق المالية إلى حد ما منذ إخفاق مؤسسة ليمن برانرز (Lehman Brothers) وإنقاذ شركة إي آي جي (AIG) في شهر سبتمبر الماضي، غير أنها لا تزال ترزح تحت ضغوط كبيرة بالرغم من الإجراءات غير المسبوقة التي تدخلت بها الحكومة. ولا تزال أسواق المعاملات بين البنوك غير مستقرة، فيما تظل فروق أسعار الفائدة أعلى بكثير من المستويات العادية. أما أسواق الأسهم فبالرغم من التحسن الذي شهدته خلال الأسابيع الأخيرة، فإنها لا تزال منخفضة بأكثر من ٤٠٪ عن أعلى مستويات حققتها، مع تراجع الاحتمالات الاقتصادية وتعرض المخزونات المالية لصدمات شديدة بسبب الخسائر الفادحة والشكوك بشأن الملاءة. وازدادت قوة الدولار بشكل كبير، على نحو عكس الهروب إلى الملاذ الآمن المتمثل في السندات الحكومية مع تعقد أوضاع الاقتصادات الأخرى بهبوطها إلى درك أعمق في الأزمة.

وانكمش إجمالي الناتج المحلي بمقدار ٦,٣٪ في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨، وتشير آخر البيانات إلى انخفاضه مرة أخرى بدرجة كبيرة في الربع الأول من عام ٢٠٠٩. وكانت هناك بعض البوادر المبدئية عن تحسن الشعور على مستوى منشآت الأعمال وتثبيت الطلب الاستهلاكي، غير أن مستوى توظيف العمالة استمر في التراجع بوتيرة سريعة — حيث فقدت ٥,١ مليون وظيفة منذ ديسمبر ٢٠٠٧ — ليدفع مستوى البطالة إلى ٨,٥٪ في شهر مارس. وتم تيسير السياسة النقدية بسرعة استجابة لتدهور الأوضاع الاقتصادية، فاقتربت أسعار الفائدة الأساسية الآن من الصفر. غير أن اضطرابات أسواق الائتمان تحد من فعالية عمليات خفض الفائدة. ونظرا لاستنفاد المجال فعليا أمام تدخل السياسة النقدية بمزيد من الإجراءات التقليدية، تحرك بنك الاحتياطي الفيدرالي بقوة وجرأة منذ الخريف لاستخدام قنوات بديلة من أجل تيسير أوضاع الائتمان وظل مستعدا ليس فقط لتغيير

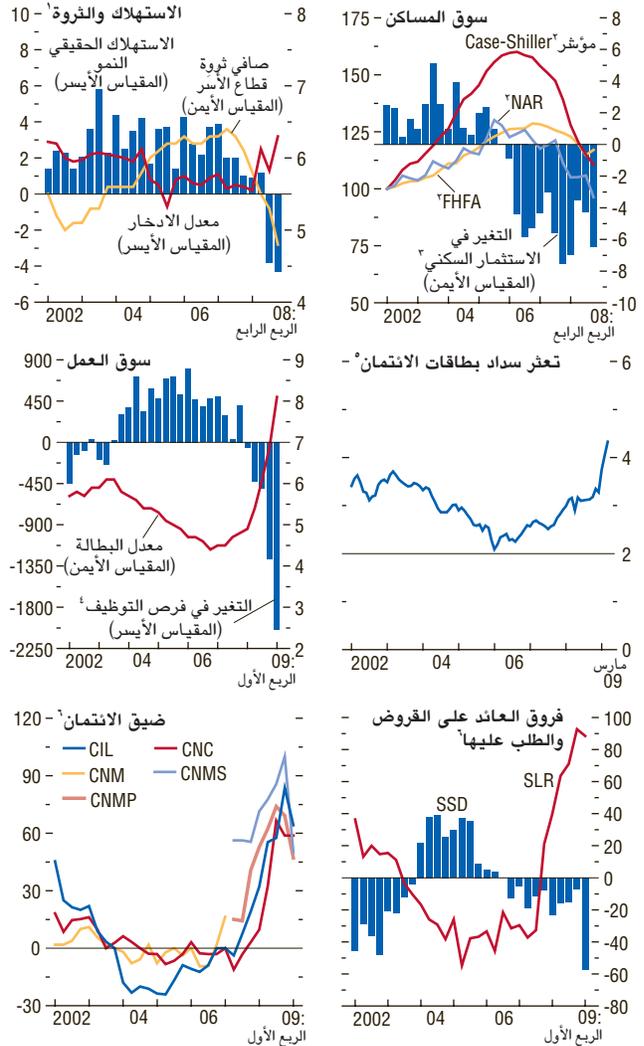
يناقش هذا الفصل كيف تؤثر الأزمة العالمية على مختلف مناطق الاقتصاد العالمي. وتقع الولايات المتحدة الأمريكية في قلب هذه الأزمة، وسط ركود حاد نجم عن قيود على توافر الائتمان وانخفاض حاد في أسعار المساكن والأسهم وكثافة أجواء عدم اليقين. وتؤثر هذه الصدمات الثلاث أيضا بدرجات متفاوتة على بقية العالم. فآسيا وإن كان انكشافها للأصول المرتبطة بالرهون العقارية الأمريكية محدودا، إلا أنها تعاني الآن بشدة من أثر هبوط التجارة العالمية، نظرا لاعتمادها الكبير على صادرات الصناعات التحويلية. وفي أوروبا، كما هي الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، تلقى النظام المالي ضربة موجعة، ويجري الآن تكثيف تصحيحات أسعار المساكن، ويعاني الإنتاج الاقتصادي من صدمات كبيرة نتيجة الانخفاض الحاد في الطلب على السلع المعمرة. أما اقتصادات أوروبا الصاعدة وكمونولث الدول المستقلة، فنظرا لاعتمادها الكبير على التدفقات الرأسمالية الداخلة للحفاظ على استمرارية نمو الدخل من أجل اللحاق بمستويات الدخل الغربية، فإنها تعاني بشدة، مع هبوط أسعار السلع الأولية مما يزيد أوجاع كثير من اقتصادات الكومنولث. وفي أمريكا اللاتينية والكاريبي، تنتقل تداعيات الأزمة من خلال قنوات التجارة والقنوات المالية، ويزيد من حدتها انخفاض أسعار السلع الأولية. وتعاني اقتصادات الشرق الأوسط بصفة أساسية بسبب تراجع أسعار الطاقة، فيما باتت المكاسب التي حققتها الاقتصادات الإفريقية بجهد جهيد مهددة نتيجة هبوط أسعار السلع الأولية واحتمالات انخفاض تدفقات المعونة الواردة إليها.

### الولايات المتحدة الأمريكية لا تزال ترزح تحت وطأة الجوهر المالي للأزمة

دفعت الأزمة الراهنة — وهي الأكبر منذ الكساد العظيم — الولايات المتحدة الأمريكية لتدخل حالة ركود حادة. وعلى الرغم من خفض أسعار الفائدة الأساسية عدة مرات وبدرجات كبيرة، تظل تكلفة الائتمان مرتفعة بشكل استثنائي ويصعب على كثير من الأسر والشركات الحصول على الائتمان، مما يعكس حدة التوترات التي تمر بها المؤسسات المالية. كذلك تتعرض الأسر الآن لضربات نتيجة خسائرها الفادحة في الثروات المالية والعقارية (الإطار ٢-١) وانخفاض احتمالات تحقيق دخل إلى مستويات أدنى بكثير وتكثف حالة عدم اليقين

الشكل البياني ٢-١: الولايات المتحدة الأمريكية مركز الأزمة

يؤدي تراجع الثروة وتقييد أسواق الائتمان واشتداد كثافة أجواء عدم اليقين بشأن الأمن الوظيفي والدخل إلى كبح الطلب الخاص. ويتسبب تراجع الناتج وتوظيف العمالة في تراجع عمليات سداد القروض. وتؤدي خسائر الميزانيات العمومية للبنوك إلى تضيق إمكانية الحصول على الائتمان، وترتد آثارها على الاستثمار الخاص والاستهلاك.



المصادر: مؤسسة Haver Analytics؛ وشركة Fitch Ratings؛ ومجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> نمو الاستهلاك الحقيقي ومعدل الادخار %: وصافي ثروة قطاع الأسر هو النسبة إلى الدخل المتاح  
<sup>٢</sup> المؤشر: ٢٠٠٢: الربع الأول = ١٠٠. الرابطة الوطنية للسماسة العقاريين (National Association of Realtors)؛ متوسط متحرك لثلاثة أشهر للتغير % على مدى اثني عشر شهراً؛ الوكالة الفيدرالية لتمويل الإسكان (Federal Housing Finance Agency).

<sup>٣</sup> التغير ربع السنوي %  
<sup>٤</sup> التغير ربع السنوي في مجموع أجور غير المزارعين، بالآلاف.  
<sup>٥</sup> مؤشر Fitch Ratings لتعثر عملاء الدرجة الأولى في سداد قروض البطاقات الائتمانية

<sup>٦</sup> كل السلاسل مصدرها مسح آراء كبار مسؤولي القروض. CIL: تقييد البنوك للقروض التجارية والصناعية المقدمة للشركات الكبيرة: CNC: معايير البنوك في تقييد بطاقات الائتمان الاستهلاكية: CNM: معايير البنوك في تقييد القروض العقارية للأفراد: CNMS: معايير البنوك في تقييد القروض العقارية عالية المخاطر للأفراد: CNMP: معايير البنوك في تقييد القروض العقارية للمقترضين من الدرجة الأولى: SSD: النسبة المئوية الصافية للمجيبين المحليين المبلغين عن زيادة الطلب على القروض التجارية والصناعية للشركات الصغيرة: SLR: النسبة المئوية الصافية للمجيبين الذين زادوا الفروع على عوائد القروض على تكلفة الأموال التي تحملها البنوك عن الأموال التي تقدمها للشركات الصغيرة.

تركيب ميزانيته العمومية وإنما أيضا لتوسيع حجمها بصورة هائلة. فتم استحداث طائفة واسعة من التسهيلات لضمان تدفق الائتمان في النظام المالي من أجل تحقيق أهداف من بينها إحياء أسواق الأوراق المالية المضمونة بطائفة واسعة من الأصول الائتمانية الاستهلاكية<sup>١</sup> وأعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي في منتصف مارس عن خطط لشراء سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل وزيادة مشترياته من الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية وبضمان المؤسسات العاملة تحت رعاية الحكومة والسندات غير المضمونة الصادرة عن المؤسسات العاملة تحت رعاية الحكومة.

ويتوقع الآن أن ينكمش الاقتصاد بنسبة ٢.٨٪ في عام ٢٠٠٩ رغم أن معدل التراجع يتوقع أن يهدأ في الربع الثاني وما بعده مع دعم الطلب الاستهلاكي نتيجة لتيسير المالية العامة وأيضاً مع هدوء معدل تعديل المخزون (الجدول ٢-١). ويشترط توافر دفعة مالية تنشيطية (تعادل ٥٪ تقريبا من إجمالي الناتج المحلي) خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١ واستمرار الموقف التيسيري للسياسة النقدية ووجود تدابير لتثبيت أسعار المساكن والقضاء على موجة حبس الرهن وتوافر تدابير جديدة تتخذ على مستوى السياسة لعلاج مشكلات القطاع المالي (راجع أدناه). ويتوقع أن يبدأ الاقتصاد في التعافي في منتصف ٢٠١٠. ويتوقع أن يصل نمو إجمالي الناتج المحلي في المتوسط في عام ٢٠١٠ إلى صفر٪ (ويتوقع أن يصل إلى ١,٥٪ على أساس التغير السنوي المقارن من الربع الأخير من السنة إلى الربع الأخير من السنة التي تليها). ويمكن أن يتأثر هذا التنبؤ باحتمالات تجاوز النتائج المتوقعة، حيث يمكن أن تتعافى الأوضاع المالية بوتيرة أسرع من المتوقع. ولكن هناك أيضا مخاطر كبيرة من أن تقصر النتائج عن التوقعات حيث يحتمل أن تستمر حدة التفاعل السلبي بين جانبي الاقتصاد الحقيقي والمالي، ويمكن في هذه الحالة أن يستمر تدهور قطاع المساكن؛ ويمكن أن يؤدي استمرار تراجع قيم الأصول إلى تفاقم مشكلات الإعسار للبنوك ومن ثم تقييد إتاحة الائتمان بدرجة أكبر؛ ويمكن أن تتزايد أعباء الديون الحقيقية نتيجة لانكماش النشاط الاقتصادي؛ ويمكن أن ينخفض الطلب من الاقتصادات الأخرى بدرجة أكبر من المتوقع.

وتعتمد الاحتمالات المتوقعة بشكل حاسم على مبادرات السياسة للحد من شدة الركود وحفز التعافي. والقضية الأكثر إلحاحا على مستوى السياسة هي استعادة

<sup>١</sup> استحدث بنك الاحتياطي الفيدرالي برنامج تسهيلات الإقراض بضمان السندات المدعومة بأصول (TALF) الذي يسمح له بإقراض المستثمرين دون أن يكون له حق الرجوع عليهم في الأوراق المالية المضمونة بقروض استهلاكية متنوعة (كقروض السيارات وقروض الطلبة مثلا)، مما يوفر فعليا السيولة وفي نفس الوقت الحماية من خسائر القروض.

الولايات المتحدة الأمريكية لا تزال تزرع تحت وطأة الجوهري المالي للأزمة

الجدول ٢-١: الاقتصادات المتقدمة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين والبطالة (التغير السنوي % و % من القوى العاملة)

	البطالة				أسعار المستهلكين				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي			
	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
الاقتصادات المتقدمة	٩,٢	٨,١	٥,٨	٥,٤	٠,٣	٠,٢-	٣,٤	٢,٢	٠,٠	٣,٨-	٠,٩	٢,٧
الولايات المتحدة	١٠,١	٨,٩	٥,٨	٤,٦	٠,١-	٠,٩-	٣,٨	٢,٩	٠,٠	٢,٨-	١,١	٢,٠
منطقة اليورو <sup>١</sup>	١١,٥	١٠,١	٧,٦	٧,٥	٠,٦	٠,٤	٣,٣	٢,١	٠,٤-	٤,٢-	٠,٩	٢,٧
ألمانيا	١٠,٨	٩,٠	٧,٣	٨,٤	٠,٤-	٠,١	٢,٨	٢,٣	١,٠-	٥,٦-	١,٣	٢,٥
فرنسا	١٠,٣	٩,٦	٧,٨	٨,٣	١,٠	٠,٥	٣,٢	١,٦	٠,٤	٣,٠-	٠,٧	٢,١
إيطاليا	١٠,٥	٨,٩	٦,٨	٦,١	٠,٦	٠,٧	٣,٥	٢,٠	٠,٤-	٤,٤-	١,٠-	١,٦
إسبانيا	١٩,٣	١٧,٧	١١,٣	٨,٣	٠,٩	٠,٠	٤,١	٢,٨	٠,٧-	٣,٠-	١,٢	٣,٧
هولندا	٥,٠	٤,١	٢,٨	٣,٢	١,١	٠,٣	٢,٢	١,٦	٠,٧-	٤,٨-	٢,٠	٣,٥
بلجيكا	١٠,٥	٩,٥	٦,٨	٧,٥	١,٠	٠,٥	٤,٥	١,٨	٠,٣	٣,٨-	١,١	٢,٦
اليونان	١٠,٥	٩,٠	٧,٦	٨,٣	٢,١	١,٦	٤,٢	٣,٠	٠,٦-	٠,٢-	٢,٩	٤,٠
النمسا	٦,٢	٥,٤	٣,٨	٤,٤	١,٣	٠,٥	٣,٢	٢,٢	٠,٢	٣,٠-	١,٨	٣,١
البرتغال	١١,٠	٩,٦	٧,٨	٨,٠	١,٠	٠,٣	٢,٦	٢,٤	٠,٥-	٤,١-	٠,٠	١,٩
فنلندا	٩,٣	٨,٥	٦,٤	٦,٨	١,١	١,٠	٣,٩	١,٦	١,٢-	٥,٢-	٠,٩	٤,٢
أيرلندا	١٣,٠	١٢,٠	٦,١	٤,٥	١,٠	٠,٦-	٣,١	٢,٩	٣,٠-	٨,٠-	٢,٣-	٦,٠
الجمهورية السلوفاكية	١١,٧	١١,٥	٩,٦	١١,٠	٢,٣	١,٧	٣,٩	١,٩	١,٩	٢,١-	٦,٤	١٠,٤
سلوفينيا	٦,١	٦,٢	٤,٥	٤,٩	١,٥	٠,٥	٥,٧	٣,٦	١,٤	٢,٧-	٣,٥	٦,٨
لكسمبرغ	٦,٠	٦,٨	٤,٥	٤,٤	١,٨	٠,٢	٣,٤	٢,٣	٠,٢-	٤,٨-	٠,٧	٥,٢
قبرص	٤,٣	٤,٦	٣,٧	٣,٩	٢,٤	٠,٩	٤,٤	٢,٢	٢,١	٠,٣	٣,٧	٤,٤
مالطة	٧,٦	٦,٩	٥,٨	٦,٤	١,٧	١,٨	٤,٧	٠,٧	١,١	١,٥-	١,٦	٣,٦
اليابان	٥,٦	٤,٦	٤,٠	٣,٨	٠,٦-	١,٠-	١,٤	٠,٠	٠,٥	٦,٢-	٠,٦-	٢,٤
المملكة المتحدة <sup>٢</sup>	٩,٢	٧,٤	٥,٥	٥,٤	٠,٨	١,٥	٣,٦	٢,٣	٠,٤-	٤,١-	٠,٧	٣,٠
كندا	٨,٨	٨,٤	٦,٢	٦,٠	٠,٥	٠,٠	٢,٤	٢,١	١,٢	٢,٥-	٠,٥	٢,٧
كوريا	٣,٦	٣,٨	٣,٢	٣,٣	٣,٠	١,٧	٤,٧	٢,٥	١,٥	٤,٠-	٢,٢	٥,١
أستراليا	٧,٨	٦,٨	٤,٣	٤,٤	١,٣	١,٦	٤,٤	٢,٣	٠,٦	١,٤-	٢,١	٤,٠
مقاطعة تايوان الصينية	٦,١	٦,٣	٤,١	٣,٩	١,٠	٢,٠-	٣,٥	١,٨	٠,٠	٧,٥-	٠,١	٥,٧
السويد	٩,٦	٨,٤	٦,٢	٦,١	٠,٠	٠,٢-	٣,٣	١,٧	٠,٢	٤,٣-	٠,٢-	٢,٦
سويسرا	٤,٦	٣,٩	٢,٧	٢,٥	٠,٣-	٠,٦-	٢,٤	٠,٧	٠,٣-	٣,٠-	١,٦	٣,٣
منطقة هونغ كونغ الصينية	٧,٥	٦,٣	٣,٥	٤,٠	١,٠	١,٠	٤,٣	٢,٠	٠,٥	٤,٥-	٢,٥	٦,٤
الإدارية الخاصة	٥,٧	٥,٥	٤,٢	٥,٣	١,٦	١,٠	٦,٣	٢,٩	٠,١	٣,٥-	٣,٢	٦,٠
الجمهورية التشيكية	٤,٧	٣,٧	٢,٦	٢,٥	١,٩	١,٥	٣,٨	٠,٧	٠,٣	١,٧-	٢,٠	٣,١
النرويج	٨,٦	٧,٥	٣,١	٢,١	١,١	٠,٠	٦,٥	٢,١	٠,١-	١٠,٠-	١,١	٧,٨
سنغافورة	٤,٥	٣,٢	١,٧	٢,٧	٠,٠	٠,٣-	٣,٤	١,٧	٠,٤	٤,٠-	١,١-	١,٦
الدانمرك	٧,٧	٧,٥	٦,٠	٧,٣	٠,٨	١,٤	٤,٧	٠,٥	٠,٣	١,٧-	٣,٩	٥,٤
إسرائيل	٧,٥	٦,٥	٤,١	٣,٦	١,١	١,٣	٤,٠	٢,٤	٠,٥	٢,٠-	٠,٣	٣,٢
نيوزيلندا	٩,٣	٩,٧	١,٧	١,٠	٢,٤	١٠,٦	١٢,٤	٥,٠	٠,٢-	١٠,٦-	٠,٣	٥,٥
آيسلندا												
اللتذكرة												
الاقتصادات المتقدمة الرئيسية	٩,٣	٨,٠	٥,٩	٥,٤	٠,٠	٠,٤-	٣,٢	٢,١	٠,٠	٣,٨-	٠,٦	٢,٢
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة	٤,٩	٤,٩	٣,٥	٣,٤	٢,٠	٠,٤	٤,٥	٢,٢	٠,٨	٥,٦-	١,٥	٥,٧

<sup>١</sup> إذا لم تكن البلدان مذكورة حسب الترتيب الأبجدي، يكون ترتيبها على أساس الحجم الاقتصادي.  
<sup>٢</sup> استنادا إلى المؤشر المنسق لأسعار المستهلكين، الصادر عن المكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي.

نظرا لأن المجال المتاح للسياسة النقدية أصبح محدودا في جبهات عديدة.

ومن الأمور المهمة للغاية ضرورة تصدي السياسات للمشكلات في جوهر النظام المالي، أي العبء المتزايد للأصول المتعثرة وحالة الغموض بشأن ملاءة البنوك. ويتعين تحسين الميزانية العمومية، بحذف الأصول الرديئة من ناحية وضخ رأسمال جديد بطريقة شفافة من ناحية أخرى، بحيث يتم إقناع الأسواق بعودة هذه المؤسسات إلى الملاءة. وتتسم الاستراتيجية الخاصة بالبنوك بجانبين،

صحة المؤسسات المالية الأساسية. وفي نفس الوقت من المهم تنشيط الطلب من القطاع الخاص (ليس فقط لما له من آثار مباشرة وإنما أيضا لكسر حلقة انخفاض أسعار الأصول وارتفاع خسائر المؤسسات المالية وزيادة تشديد الائتمان)؛ وخفض مخاطر الاستجابة السريعة المفرطة في أسعار الأصول في جانب مخاطر التطورات المعاكسة، ولا سيما في أسعار المساكن؛ والحد من حالة عدم اليقين التي تواجهها الأسر والشركات والأسواق المالية. وسيقع العبء الأساسي في هذا الصدد على سياسة المالية العامة

## الإطار ٢-١ - حالة تبدد ثروات الأسر

من الدخل المتاح)، بالتوازي مع أسعار الأصول، بأكثر من ١٠٠ نقطة مئوية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة. وفي جانب الخصوم، زاد إجمالي الالتزامات المالية في هذه الاقتصادات الثلاثة بنحو ٢٠-٤٠ نقطة مئوية وظل ثابتا إلى حد كبير في اليابان.

أتت الأزمة المالية على ثروات قطاع الأسر في عدد كبير من الاقتصادات المتقدمة. فقد أدى التراجع الحاد في أسعار الأصول — في أسواق الأسهم والسندات والمساكن — إلى تقليص الأصول المالية وأصول المساكن وصافي ثروة الأسر<sup>١</sup> وعلى سبيل المثال، انخفضت في الأرباع الثلاثة الأولى فقط من عام ٢٠٠٨ قيمة الأصول المالية المملوكة لقطاع الأسر بمقدار ٨٪ تقريبا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ونحو ٦٪ في منطقة اليورو و ٥٪ في اليابان. ومع هبوط أسعار الأسهم العالمية في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨، ازداد تراجع ثروة الأسر المالية — حيث تراجع على سبيل المثال بنسبة ١٠٪ أخرى في الولايات المتحدة الأمريكية. وفي الوقت نفسه، تراجعت قيمة أصول المساكن أيضا اتساقا مع تراجع أسعارها، وخصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة.

ويثير التدهور الحاد في ثروة الأسر عددا من الأسئلة ومنها: إلى أي مدى كانت الميزانيات العمومية للأسر منكشفة في مختلف البلدان قبل وقوع الأزمة؟ وما هي أهم القنوات التي استطاعت من خلالها تطورات الميزانيات العمومية أن تؤثر على النشاط الحقيقي؟ وما هي الآثار التي يرجح أن تقع على الاقتصاد في هذا الوقت؟ ويهدف هذا الإطار إلى معالجة هذه الأسئلة باستخدام البيانات والأدلة المتوافرة عن هذا الموضوع.

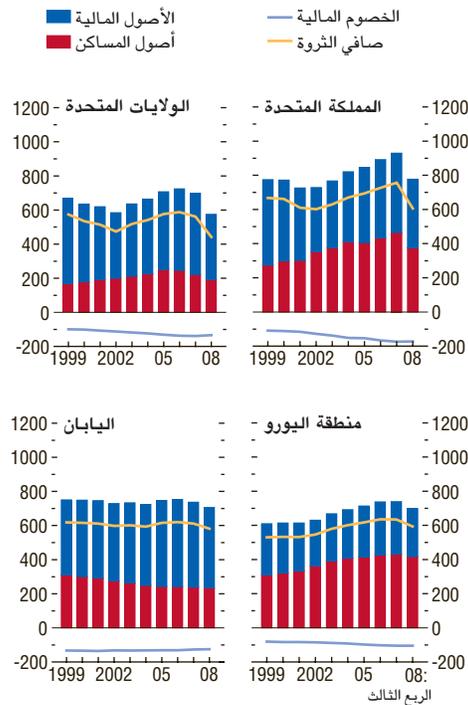
### كيف كان الوضع المبدئي؟

واجه قطاع الأسر في الاقتصادات المتقدمة الأزمة المالية بصافي ثروة أعلى ولكن أيضا بميزانيات عمومية أكثر انكشافا وأكثر اعتمادا على القروض التمويلية.

- ارتفع صافي ثروة قطاع الأسر في الاقتصادات المتقدمة الأربعة الأكبر ارتفاعا كبيرا خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (الشكل البياني الأول)<sup>٢</sup>. ففي جانب الأصول، زاد إجمالي الثروة المالية وثروة المساكن (كنسبة مئوية

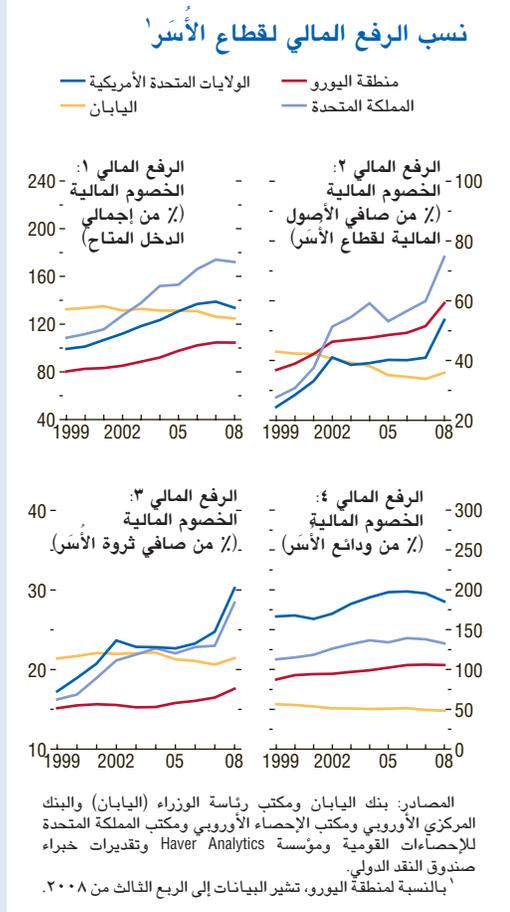
ملحوظة: المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هي بيتيا كيفا بروكس.  
<sup>١</sup> يعرف صافي الثروة بأنه الأصول الكلية (أصول المساكن والأصول المالية) ناقص الخصوم المالية.  
<sup>٢</sup> زاد صافي الثروة كنسبة مئوية من الدخل المتاح خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ بمقدار ١١٤ نقطة مئوية في الولايات المتحدة الأمريكية و ٩٠ نقطة مئوية في منطقة اليورو و ١٢٥ نقطة مئوية في المملكة المتحدة و ٢٣ نقطة مئوية في اليابان خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦.

### الأصول والخصوم وصافي الثروة لدى قطاع الأسر<sup>١</sup> (% من إجمالي الدخل المتاح)



المصادر: بنك اليابان ومكتب رئاسة الوزراء (اليابان) والبنك المركزي الأوروبي ومكتب الإحصاء الأوروبي ومكتب المملكة المتحدة للإحصاءات القومية ومؤسسة Haver Analytics وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup> تغطي البيانات قطاع الأسر والمؤسسات غير الهادفة للربح في الولايات المتحدة الأمريكية، وقطاع الأسر والمنظمات غير الهادفة للربح التي تخدم الأسر في منطقة اليورو والمملكة المتحدة واليابان. وتشير بيانات ثروة المساكن إلى قيمة المباني السكنية في الولايات المتحدة الأمريكية وقيمة الحيازات العقارية في المملكة المتحدة وثروة المساكن بقيمة الإحلال الجارية في منطقة اليورو والأصول غير المنتجة للملحمة (ما عدا مصادب الأسماك) لقطاع الأسر والمؤسسات الخاصة غير ذات الشخصية الاعتبارية في اليابان. وتقدر بيانات ثروة المساكن لعامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ في اليابان لعام ٢٠٠٨ في منطقة اليورو والمملكة المتحدة، على أساس التغيرات المشاهدة في أسعار المساكن. وتغطي البيانات الخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة واليابان الفترة حتى الربع الرابع من عام ٢٠٠٨: أما لمنطقة اليورو فتغطي البيانات الفترة حتى الربع الثالث من عام ٢٠٠٨.

## الولايات المتحدة الأمريكية لا تزال تترزح تحت وطأة الجوهري المالي للأزمة



للمستقبل (من حيث كونها أماكن إيواء) لم تتغير. وعلى هذا الأساس يمكن اعتبار انخفاض الأسعار مجرد تغير في الأسعار النسبية (بين المساكن/ خدمات المساكن وكل السلع والخدمات الأخرى) يجعل من هم في مركز مشتر للمساكن أكثر فقرا بينما يجعل من هم في مركز بائع أكثر ثراء، مع عدم وجود أثر كلي واضح للثروة.<sup>٣</sup> غير أن هذا الرأي يفقد حججه إذا كانت هناك فقاعة في أسعار المساكن، أو عند اختلاف الميل الحدي للاستهلاك بين المجموعتين، أو إذا أمكن استخدام ثروة المساكن كضمانات لقاء القروض (راجع الجزء التالي).<sup>٤</sup>

<sup>٣</sup> على سبيل المثال، دراستا King (1998) و Buiter (2008).

<sup>٤</sup> راجع دراسة Buiter (2008).

- تعني زيادة حجم أصول قطاع الأسر، فضلا عن تركيبها، زيادة قابلية تأثرها عموما بصدمات أسعار الأسهم والمساكن، مع وجود اختلافات كبيرة بين البلدان. ويكشف التركيب العام للأصول عن اعتماد إجمالي ثروات الأسر بدرجة أكبر على أصول المساكن في المملكة المتحدة ومنطقة اليورو وعلى الأصول المالية في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان (راجع الشكل البياني الأول). أما فيما يتعلق بتركيب الأصول المالية، فأبرز ما يميزها هو كبر حصة الودائع لدى الأسر اليابانية. ويشير مجموع هذه المشاهدات إلى أن الأسر الأمريكية كانت بالقيم النسبية أكثر انكشافا لصدمات أسعار الأسهم بينما كانت الأسر في المملكة المتحدة ومنطقة اليورو أكثر انكشافا لصدمات أسعار المساكن.
- أصبحت الميزانيات العمومية لقطاع الأسر بوجه عام أكثر اعتمادا على الرفع المالي (الشكل البياني الثاني). فقد ارتفعت الخصوم المالية في الاقتصادات المتقدمة عدا اليابان — كنسبة مئوية من الدخل المتاح وصافي الأصول المالية وصافي الثروة وودائع قطاع الأسر. غير أن نسب الرفع المالي تشير أيضا إلى وجود اختلافات كبيرة بين هذه البلدان. فعلى سبيل المثال، رغم أن الخصوم المالية لقطاع الأسر ظلت، بالنسبة إلى صافي الثروة، بلا تغير عموما في اليابان وتجاوزه بنسبة طفيفة في منطقة اليورو، فقد زادت عليه بصورة كبيرة في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية — حيث تجاوزت ٢٨٪ من صافي الثروة في نهاية عام ٢٠٠٨ مقابل ١٧٪ في عام ١٩٩٩.

### كيف تؤثر الميزانيات العمومية لقطاع الأسر على النشاط الاقتصادي؟

- توجد من حيث النظرية عدة قنوات انتقال محتملة. أقدم القنوات المعتادة هي من خلال آثار الثروة. فيرجح أن يستجيب المستهلكون لأي خسارة غير متوقعة في صافي الثروة بخفض إنفاقهم الجاري بمقدار جزء من التغير في الثروة والحفاظ على مستوى الإنفاق الجديد مع الوقت. أما وجود أثر الثروة في المساكن فتلك مسألة جدلية بعض الشيء. فالبعض يذهب إلى أنه حتى لو انخفضت أسعار المساكن، فإن المساكن لا تزال كلها موجودة، ولا تزال الخدمات التي تقدمها

### الإطار ٢-١ (تتمة)

وإضافة إلى ذلك، لا يوجد توافق آراء حول طريقة اختلاف آثار الثروة بين ثروة المساكن والثروة المالية، وإن كانت بعض الدراسات تخلص إلى أن أثر ثروة المساكن أقوى، برغم الآراء النظرية التي تقول بعكس ذلك.<sup>٧</sup> وغالبا ما تكون تقديرات آثار ثروة المساكن أكبر في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة منها في منطقة اليورو واليابان.<sup>٨</sup> وفي إطار عمليات صنع السياسة، يتضمن نموذج بنك الاحتياطي الفيدرالي/الولايات المتحدة الأمريكية الذي يستخدمه بنك الاحتياطي الفيدرالي ميلا حديا للاستهلاك طويل الأجل من ثروة المساكن مقداره ٠,٠٣٨، وهو مطابق للميل الحدي للاستهلاك من الثروة المالية، بينما لا يتضمن نموذج بنك إنجلترا ذلك الأثر طويل الأجل.

### ما هي الآثار المرجحة لتطورات الميزانيات العمومية للأسر في الظروف الراهنة؟

على الرغم من صعوبة تقييم الدور الذي أسهم به تدمير الثروات مؤخرا تقييما دقيقا، فالمرجح أنه أسهم في زيادة معدلات ادخار الأسر وتراجع الاستهلاك في الاقتصادات المتقدمة، وخصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، حيث كان تراجع صافي الثروة هو الأكبر حتى الآن. وعلى سبيل المثال، وكما هو موضح في الجدول، بلغت الخسائر في ثروات الأسر خلال عام ٢٠٠٨ نحو ١١ تريليون دولار أمريكي (٨,٥ تريليون دولار أمريكي في الأصول المالية و ٢,٥ تريليون دولار أمريكي في أصول المساكن) وقدرت بنحو ١ تريليون

- ومن القنوات المحتملة الأخرى آثار الائتمان/الضمان. إذ يمكن للأسر الاقتراض بضمان حقوق ملكيتها العقارية في مساكنها واستخدام هذه الحقوق لتمويل الاستهلاك. فإذا واجهت الأسر قيودا على توافر السيولة، يمكن أن يؤدي تناقص صافي ثروتها إلى زيادة تكاليف الاقتراض وتناقص إمكانية إتاحتها، الأمر الذي يحد الاستهلاك بدرجة أكبر.
- وهناك قناة ثالثة وهي من خلال الآثار التوزيعية المحتملة. ونظرا لأن الأسر قد تستجيب بصور مختلفة للصدمة حسب مستويات ديونها، فإن الاستهلاك الكلي يمكن أن يتأثر أيضا بقيمة الدين القائم وتوزيعه. وإضافة إلى ذلك، يمكن أن يكون لتركيبة أصول الأسر وما يرتبط بها من (نقص) سيولة دور في تحديد طرق استجابة الاستهلاك للصدمة.

وهناك صعوبة بالغة في فض التشابك بين مختلف قنوات الانتقال وتقييم أهميتها على أساس المنهج التجريبي، نظرا للصعوبات التي تحيط بمسألة تحديد آثار توقعات التدخل وغيرها من العوامل غير المرصودة في المشاهدات.<sup>٩</sup> ولذلك قد يكون من الأنسب معالجة تقديرات آثار الثروة (الميل الحدي للاستهلاك من الأصول المالية وأصول المساكن) كرصدها لعلاقة أوسع بين الثروة والاستهلاك (في صورة مصغرة) بدلا من معالجتها كأثار خالصة للثروة. وتتراوح هذه التقديرات عموما بين صفر و ٠,١٠، حسب نوع الأصل (مساكن أو مالي) والبيانات (كلية أو جزئية) والنظام المالي (على أساس مصرفي أو أساس السوق) والبلد وما إلى ذلك.<sup>٦</sup>

الفيدرالي/الولايات المتحدة الأمريكية الذي أعده بنك الاحتياطي الفيدرالي ٠,٠٣٧٥.

<sup>٧</sup> راجع دراسة (Ludwig and Sløk (2004) ودراسة Case, Quigley, and Shiller (2005).

<sup>٨</sup> في حالة منطقة اليورو، تخلص دراسة (Slacalek (2006 إلى أن الميل الحدي للاستهلاك من ثروة المساكن هو صفر، على الرغم من وجود تنوع كبير ظاهر بين بلدان المنطقة، مع وجود آثار إيجابية في كل من إيطاليا وفرنسا (دراسات Sierminska and Takhta- manova, 2008 و Grant and Peltonen, 2008 و Boone and Girouard, 2002). وفي حالة الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، تكون التقديرات أكبر (في نطاق ٠,٠٣-٠,١) غالبا. راجع الدراسات (Carroll, Otsuka, and Slacalek و Bertaut (2002) و (2006) و (2006) و (2006) و Skinner (1993) و Lehnert (2004) و (2004) و (2007) و Campbell and Cocco و Boone and Girouard (2002).

<sup>٩</sup> كان قياس درجة أهمية القناة التوزيعية عملا يتسم بالتحدي بوجه خاص، وإن كانت هناك أدلة تشير إلى أن الاستجابات للصدمة تكون أقوى حين تكون المديونية أعلى (دراسة Balke, 2000). وتستند دراسة (Debelle (2004 إلى تجربة المملكة المتحدة والبلدان الاسكندنافية في بداية التسعينات فيما تذهب إليه من أن ارتفاع مديونية قطاع الأسر أدى إلى تعظيم انتقال الصدمات الأخرى.

<sup>٦</sup> غالبا ما يقدر الميل الحدي للاستهلاك من الثروة المالية في الاقتصادات المتقدمة في نطاق يتراوح بين ٠,٠٠ و ٠,٠٩ - فإذا زادت الثروة بمقدار ١ دولار أمريكي، زاد الإنفاق بمقدار يتراوح بين صفر وتسع سنتات. وعلى سبيل المثال، راجع دراسة Cattle and others (2004) والفصل الثالث من عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. ويصل حجم الميل في نموذج بنك الاحتياطي

## الولايات المتحدة الأمريكية لا تزال تزرع تحت وطأة الجوهري المالي للأزمة

### توضيح آثار تدمير الثروة على معدل ادخار الأسر على المدى البعيد

الأثر التراكمي على المدى البعيد	الربع الرابع من ٢٠٠٨- الربع الرابع من ٢٠٠٩		الربع الرابع من ٢٠٠٧- الربع الرابع من ٢٠٠٨		الولايات المتحدة
	الولايات المتحدة	المملكة المتحدة	الولايات المتحدة	المملكة المتحدة	
التغير في ثروة المساكن <sup>١</sup>	١٠-	١٠-	١٦-	١١-	(%)
التغير في الثروة المالية <sup>٢</sup>	٣-	٤-	٩-	١٠-	
(بالنقاط المئوية)					
الأثر بعيد المدى على معدل الادخار ( الميل الحدي للاستهلاك منخفض = ٠.٠٢) <sup>٣</sup>	٤.٥	٣.٣	١.٢	٣.٢	٢.٦
الأثر بعيد المدى على معدل الادخار ( الميل الحدي للاستهلاك مرتفع = ٠.٠٧) <sup>٤</sup>	١٥.٦	١١.٥	٤.١	٢.٥	١١.٢

المصادر: مكتب المملكة المتحدة للإحصاءات القومية ومؤسسة Analytics Haver وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> بالنسبة للمملكة المتحدة، تغطي البيانات المتوافرة حالياً عن ثروة المساكن الفترة حتى الربع الرابع من عام ٢٠٠٧. وتتناظر التغيرات المفترضة في ثروة المساكن خلال فترة الربع الرابع من عام ٢٠٠٧-الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ مع متوسط التغير في مؤشر أسعار Nationwide و Halifax خلال نفس الفترة.  
<sup>٢</sup> تستند التغيرات المفترضة في الثروة المالية خلال فترة الربع الرابع من ٢٠٠٨-الربع الرابع ٢٠٠٩ على: (١) التغيرات المشاهدة في أسواق الأسهم (مؤشر Wilshire 5000 للولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر FTSE All share بين الفترة ٣١ ديسمبر ٢٠٠٨ و ٣١ مارس ٢٠٠٩)؛ و(٢) افتراض أن التغير في قيمة الأصول المالية غير الودائع هو نصف التغير في أسعار الأسهم.  
<sup>٣</sup> يفترض أن يكون الميل الحدي للاستهلاك من الثروة هو نفسه لأصول المساكن والأصول المالية.  
<sup>٤</sup> بحسب الأثر على معدل الادخار بضرب الميل الحدي للاستهلاك في مقدار تناقص الثروة (عن سيناريو تنمو فيه الثروة بالتوازي مع نمو الدخل المتاح) ثم قسمة الناتج على المستوى الابتدائي للدخل المتاح. وكان نمو الدخل المتاح الاسمي ٢.٩٪ في الولايات المتحدة الأمريكية و ٤.٧٪ في المملكة المتحدة خلال فترة الربع الرابع من عام ٢٠٠٧-الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ ويفترض أن يكون صفرًا في الولايات المتحدة الأمريكية و ١٪ في فترة الربع الرابع من عام ٢٠٠٨-الربع الرابع من عام ٢٠٠٩.

الأسر تتناقص بمقدار ٣٪-٤٪ خلال الفترة ٢٠٠٨: الربع الأخير-٢٠٠٩: الربع الأخير — وهو ما يتسق مع التراجع المرصود في أسواق الأسهم خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٩ — وأنه لا توجد تغيرات أخرى في الثروة المالية خلال بقية عام ٢٠٠٩ وأن قيمة أصول المساكن تتناقص بمقدار ١٠٪. ويمكن أن تصاحب ذلك زيادة إضافية في معدل ادخار الأسر مقدارها ٠.٧٥-٢.٥ نقطة مئوية تقريباً في الولايات المتحدة الأمريكية و ١.٢٥-٤ نقاط مئوية في المملكة المتحدة خلال السنوات القادمة (راجع الجدول). ونتيجة لذلك، يمكن أن يكون الأثر التراكمي لتراجع ثروة المساكن والثروة المالية على معدل ادخار الأسر على المدى الطويل في نطاق ٣.٢٥-١١.٥٠ نقطة مئوية للولايات المتحدة الأمريكية و ٤.٥٠-١٥.٥٠ نقطة مئوية للمملكة المتحدة. ويتوقع في المحصلة أن تزداد مدخرات الأسر في هذه البلدان وتظل أعلى بكثير مما كانت عليه في العقد الماضي، حتى بعد انكماش أثر العوامل الأخرى التي تقيد الاستهلاك الآن (مثل زيادة تشديد القيود على إتاحة الائتمان والمخاوف بشأن البطالة والادخار الاحترازي).

جنه استرليني في المملكة المتحدة (٤,٠ تريليون جنيه استرليني في الأصول المالية و ٠,٦ تريليون جنيه استرليني في أصول المساكن).<sup>٩</sup> ويمكن أن يكون الأثر بعيد المدى لهذه الخسائر في نطاق ٢.٥-٩ نقطة مئوية في الولايات المتحدة الأمريكية و ٣.٢٥-١١.٢٥ نقطة مئوية في المملكة المتحدة، حسب الميل الحدي للاستهلاك المفترض.<sup>١٠</sup>

وقد شهدت أسعار الأسهم والمساكن بالفعل حركة تصحيح كبيرة، ولا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية. ولكن من الوارد أن يستمر تراجعها وانتقاصها من صافي ثروة الأسر ومعدلات استهلاكها نظراً لتزايد قابلية الميزانيات العمومية للأسر للتأثر بصدمات أسعار الأصول. ولنفتقر على سبيل المثال أن قيمة الثروة المالية لقطاع

<sup>٩</sup> تُشتق ثروة المساكن في المملكة المتحدة حسب الوضع في نهاية ٢٠٠٨ بافتراض أن قيمة أصول المساكن تتراجع اتساقاً مع التغير في أسعار المساكن الاسمية (راجع أيضاً الحاشية ١ في الجدول).

<sup>١٠</sup> ينبغي التعامل مع هذه التقديرات باعتبارها توضيحية ليس أكثر، حيث تخضع مدخلاتها لدرجة كبيرة من عدم اليقين. كما أنها لا ترصد آثار كل العوامل الأخرى التي تؤثر الآن على الاستثمار الخاص في نفس الوقت.

المشترك بين القطاعين العام والخاص الذي أعلن عنه مؤخرا خطوة مفيدة في تحسين السيولة والشفافية في الأسواق الأساسية، غير أن فعاليته في حذف الأصول المتعثرة ستعتمد بشكل حاسم على رغبة البنوك الحائزة لهذه الأصول في بيعها بسعر يتسق مع الموارد المتاحة في هذا البرنامج. ولا يخلو منهج إعادة الرسملة هذا أيضا من المشكلات المحتملة. فتقييم امتلاك المؤسسات المالية لمقومات البقاء على الأجل الطويل يعتبر في الظروف الحالية مهمة عسيرة، نظرا لأن التقييم يتعين أن يأخذ في الاعتبار احتمالات ربحيتها في المستقبل ونموذج عملها، فضلا عن جودة رأسمالها وإدارتها. وبمجرد تحديد مقياس مرجعي لمستوى رأس المال التنظيمي المناسب الذي تنعكس فيه الهوامش الوقائية اللازمة لاستيعاب أي خسائر قد تقع في المستقبل، ينبغي الإسراع بإعادة رسملة البنوك القادرة على الاستمرار التي تفتقر إلى رأس المال الكافي، وذلك بضخ رؤوس أموال إليها من الحكومة إذا اقتضى الأمر. وينبغي أن يكون رأس المال المقدم في صورة أسهم عادية من أجل تحسين الاحتمالات المنتظرة لمستوى الثقة والتمويل، حتى وإن أصبحت الحكومة المساهم بحصة الأغلبية. أما المؤسسات التي لا تمتلك مقومات البقاء فسيتمتعين التدخل السريع بشأنها بشكل يؤدي إلى تسوية أوضاعها بطريقة منظمة من خلال الإغلاق أو الدمج.

وتعتمد أمور كثيرة على قدرة هذه الاستراتيجية على استعادة الاستقرار المالي، بأنارها المباشرة وأيضا من خلال تدابير السياسة النقدية وسياسة المالية العامة التي تقوم عليها. ورغم التعقيدات التي تحيط بالاقتصاد السياسي المرتبط بتنفيذ السياسة بسبب شكوك الجمهور في مدى حكمة إنقاذ المؤسسات المالية، هناك خطر جسيم من أن يعني الاستمرار في التأجيل وتدرج الإجراءات وحالة عدم اليقين مزيدا من التدهور في أوضاع الاقتصاد الحقيقي، مما يؤدي إلى زيادة الضرر الجانبي الناجم عن تصحيح أخطاء الماضي وبالتالي زيادة التكاليف النهائية لتسوية أوضاع البنوك.

ويتعين أن تضطلع سياسة المالية العامة بدور مهم لدعم الطلب في ظل القيود على إتاحة الائتمان (راجع الفصل الثالث). وقد ساعدت الخصوم الضريبية على دفع الاستهلاك بصورة طفيفة في منتصف عام ٢٠٠٨، غير أن آثارها قد تلاشت الآن. وتم إصدار قانون لتشريع مجموعة أكبر بكثير من التدابير التنشيطية الاستثنائية لتصبح قانونا، روعي فيها الجمع بين مزيد من الإعفاءات الضريبية والمساعدة الفيدرالية للولايات والنفقات

يهدف كلاهما إلى تحسين جودة ميزانياتها العمومية وتمكينها من زيادة أنشطة الإقراض. أولا، تواجه البنوك التي تزيد أصولها على ١٠٠ مليار دولار أمريكي اختبار ضغط إلزاميا للوقوف على ما إذا كانت مستويات رأس المال القائمة فيها قادرة على الثبات أمام استمرار تراجع أسعار الأصول والنشاط الاقتصادي. أما البنوك التي لا تستطيع تدبير رأسمال إضافي من مستثمري القطاع الخاص لتعويض النقص المحدد في رأسمالها فستحصل على أموال إضافية من الحكومة. وثانيا، تم الإعلان عن برنامج للاستثمار المشترك بين القطاعين العام والخاص (PPIP) لتنقية الميزانيات العمومية للبنوك من الأصول المتعثرة. وتستهدف هذه الخطة بمحاورها المتعددة تقديم رفع مالي لرأس المال الخاص في إطار شراكات بين القطاعين العام والخاص لشراء الأصول المتعثرة، وهو ما يسمح نظريا بشراء أصول تتراوح قيمتها من ٥٠٠ مليار دولار أمريكي إلى ١ تريليون دولار أمريكي. إلا أن مشاركة البنوك في هذه الخطوة طوعية تماما، نظرا لأنه لا يتعين عليها بيع أصولها. والفكرة الكامنة وراء هذه الخطة هي أنه إذا تم تطهير المؤسسات المالية من الأصول الرديئة، فسيرجع بدرجة أكبر أن تجذب رؤوس أموال جديدة من القطاع الخاص. كذلك ستتراجع حالة عدم اليقين بشأن ملاءة المؤسسات المالية بفضل استحداث سوق تمتلك مقومات البقاء للأصول التي يكاد يستحيل تسعيرها في الوقت الراهن. وإضافة إلى ذلك فإن الإدارة، إدراكا منها بالضرر الذي سيلحق أيضا بالبنوك من جراء استمرار تراجع سعر الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية، تقوم الآن بتوجيه ٧٥ مليار دولار أمريكي من الأموال العامة للحد من عمليات حبس الرهن، وذلك أولا بعرض جوافز نقدية على المقرضين لتعديل قروضهم بحيث يسمح للمقرضين الذين تتسم قروضهم العقارية بارتفاع نسبة القرض إلى القيمة بإعادة التمويل في قروض عقارية جديدة مضمونة من الحكومة وبسعر فائدة أقل، وثانيا بزيادة طاقة شركتي فاني ماي وفريدي ماك على شراء الرهون العقارية.

ويكمن التحدي الذي تواجهه أي خطة عامة لحذف الأصول الرديئة في كيفية حث البنوك على بيعها — نظرا لعدم رغبة المساهمين في قبول أسعار بخسة — دون دفع سعر مفرط في ارتفاعه، إذ سيكون ذلك السعر بمثابة دعم من دافعي الضرائب لأصحاب البنوك وحملة السندات فضلا عن أنه قد يستنفد بسرعة أموال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة (TARP).<sup>٢</sup> ويتوقع أن يكون برنامج الاستثمار

<sup>٢</sup> سيضيف مقترح الموازنة الجديد المرسل إلى الكونغرس ٢٥٠ مليار دولار أمريكي إلى هذه الأموال على أساس صاف.

## آسيا تكافح من أجل إعادة توازن النمو من المصادر الخارجية إلى المصادر المحلية

الاقتصادات الصناعية الجديدة (منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية) بمعدلات تراوحت بين ١٠٪ و ٢٥٪، كما تضررت الاقتصادات الصاعدة في جنوب شرق آسيا بشدة من الأزمة. ويعزى هذا التراجع في معظمه إلى انهيار الطلب على السلع المعمرة الاستهلاكية والسلع الرأسمالية في الاقتصادات المتقدمة (غير الآسيوية)، وأيضاً ولكن بدرجة أقل إلى تدرى الأوضاع المالية العالمية. وتأثرت أيضاً كل من الصين والهند بانكماش قطاع التصدير فيهما، غير أن اقتصاديهما واصلتا النمو نظراً لأن التجارة تمثل نسبة أقل في الاقتصادين ولأن التدابير التي اتخذت على مستوى السياسة أدت إلى دعم النشاط المحلي. كذلك ظهرت بعض البوادر على حدوث تحسن في النشاط الاقتصادي في الصين في الربع الأول من عام ٢٠٠٩. وفي الوقت نفسه، تشهد معظم الاقتصادات الآن انحساراً سريعاً في الضغوط التضخمية نتيجة استمرار تراجع النمو وانخفاض أسعار السلع الأولية.

وكان الأثر على الاقتصاد الحقيقي من خلال قناة التجارة حاداً ومتشابهاً في كل بلدان آسيا. وتركز انخفاض الطلب العالمي بوجه خاص على السيارات والإلكترونيات والسلع المعمرة الاستهلاكية الأخرى التي تمثل جزءاً لا يتجزأ من هيكل الإنتاج في كل بلدان شرق آسيا. وأسفر ذلك عن هبوط سريع في كل من الصادرات والإنتاج الصناعي (الشكل البياني ٢-٢).

كذلك كانت الآثار الانتشارية للأزمة المالية العالمية إلى الأسواق المالية المحلية في كل بلدان آسيا كبيرة. فقد تهاوت أسعار الأسهم والسندات، واتسعت فروق العائد على سندات الدين السيادي وسندات الشركات، واتسعت أيضاً فروق أسعار الفائدة بين البنوك. واستمرت الضغوط قائمة على أسواق العقارات في عدد من الاقتصادات (سنغافورة والصين). وانخفضت العملات في معظم الاقتصادات الصاعدة في المنطقة، برغم ارتفاع الين بدرجة ملموسة منذ سبتمبر ٢٠٠٨ (بعد تصفية عمليات تجارة المناقلة) واستمرار ثبات الين الصيني بشكل عام مقابل الدولار الأمريكي. وتضاءلت تدفقات الحافظة وغيرها من التدفقات، وانعكس ذلك على زيادة تشديد أوضاع الائتمان المحلي. ونتيجة لذلك، بدأ عدد كبير من البنوك والشركات يبرز تحت ضغوط خطيرة.

وانخفضت توقعات النمو لآسيا بدرجات متفاوتة، تماشياً مع تراجع الطلب العالمي وتشديد الأوضاع المالية الخارجية وبالرغم من السياسات الاقتصادية الكلية المضادة للاتجاهات الدورية. ويتوقع أن ينخفض النشاط بصورة حادة في بلدان آسيا المتقدمة، بل إن بعض

الإضافية (على البرامج الاجتماعية والبنية التحتية بصفة أساسية)، ويتوقع تقديم دفعة تنشيطية مقدارها ٢,٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ و ١,٨٪ في عام ٢٠١٠. ويتوقع أن يصل عجز الموازنة الفيدرالية إلى نحو ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٠ نتيجة لهذا الإنفاق وما سيصاحبه من خسائر متوقعة من عمليات دعم النظام المالي وأثر الدورة الاقتصادية وتراجع أسعار الأصول. وإزاء هذه الخلفية، سيكون من المهم وضع استراتيجيات تحول اتجاه تراكم الدين في المدى المتوسط. وتتسم الموازنة المقترحة الراهنة بالشفافية فيما يتعلق بهذه القضية غير أن افتراضاتها بشأن النمو أكثر تفاؤلاً مما تحتويه هذه التوقعات. وقد يتعين بذل المزيد من الجهود لضمان استمرارية أوضاع المالية العامة على الأجل الطويل. وما لم يحدث ذلك، ستكون هناك مخاطرة من حدوث ضغط في الاتجاه الصعودي على أسعار الفائدة يؤدي إلى إبطاء وتيرة تعافي القطاع الخاص.

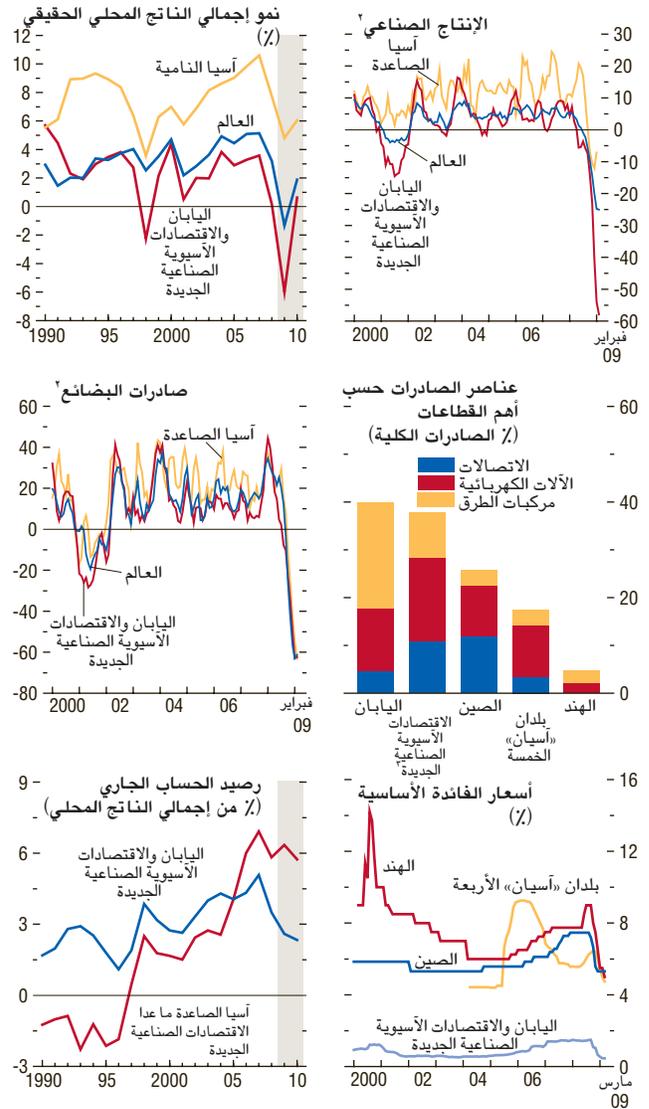
ورغم أنه لم يعد هناك مجال آخر لخفض أسعار الفائدة، ينبغي أن يواصل بنك الاحتياطي الفيدرالي جهوده لاستخدام ميزانيته العمومية لدعم أسواق الائتمان، على أن يراعي ضرورة وجود استراتيجية خروج. ويمكن تصفية بعض المراكز بسرعة بمجرد أن تعود الأوضاع إلى طبيعتها، ولكن قد يكون من الأصعب تصفية الأصول طويلة الأجل، ولذلك يتعين النظر في إمكانية استحداث أدوات جديدة لامتناس السيولة، مثل إصدار أوراق مديونية لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. كذلك يتعين ألا يكون عند السلطات أي لبس بشأن أهداف تدابير السياسة غير التقليدية.

## آسيا تكافح من أجل إعادة توازن النمو من المصادر الخارجية إلى المصادر المحلية

كان أثر الأزمة العالمية على اقتصادات آسيا شديداً على نحو يدعو للدهشة. فقد كانت هناك أسباب كثيرة تبعث على التوقع بأن تكون آسيا في مأمن نسبياً من الأزمة؛ فعلى نقيض أوروبا، لم تكن آسيا شديدة الانكشاف للأصول المورقة الأمريكية، وكان يتوقع أن تكون لديها هوامش وقائية نتيجة تحسن أساسياتها الاقتصادية الكلية وسلامة الميزانيات العمومية للبنوك والشركات (باستثناءات قليلة). إلا أن الأزمة انتشرت بسرعة إلى آسيا منذ سبتمبر ٢٠٠٨ وأثرت بشكل هائل على اقتصاداتها. فانكمش اقتصاد اليابان بمعدل ١٢٪ (محسوباً على أساس سنوي) في الربع الأخير من العام. وتراجعت

## الشكل البياني ٢-٢: آسيا المتقدمة والصاعدة تعاني ضرا من انهيار التجارة العالمية

تعرضت آسيا لضربات قاسية من الأزمة العالمية، جاءت أساساً من خلال قنوات التجارة، مع الهبوط السريع في الإنتاج والصادرات في كل المنطقة. وتعرضت الاقتصادات المتقدمة في المنطقة بالذات للأثر الأبلغ نظراً لشدة اعتمادها على الصادرات وانكشافها الكبير لتراجع الطلب العالمي على السيارات والإلكترونيات والسلع المعمرة الاستهلاكية الأخرى. كذلك تشهد آسيا تراجعاً حاداً في نشاطها الحقيقي بسبب القيود التي خلفها تراجع التدفقات الرأسمالية الداخلية وزيادة تشديد أوضاع الائتمان، وذلك بالرغم من الدفعة الكبيرة التي قدمتها السياسات النقدية وسياسات المالية العامة.



المصادر: مؤسسة Bloomberg Financial Markets ومؤسسة Dealogic ومؤسسة Haver Analytics وقاعدة بيانات تجارة السلع الأساسية التابعة للأمم المتحدة وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. تشمل الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية. وتشمل بلدان «آسيان» الأربعة إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند. وتشمل بلدان «آسيان» الخمسة بلدان «آسيان» الأربعة بالإضافة إلى فييت نام، بينما تشمل آسيا الصاعدة الصين والهند وإندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند. <sup>١</sup> التغيير % في المتوسط المتحرك لثلاثة أشهر عن متوسط ثلاثة أشهر سابق، محسوباً على أساس سنوي. <sup>٢</sup> ما عدا مقاطعة تايوان الصينية.

الاقتصادات قد تمر بمرحلة انكماش. ويتوقع أن تواصل بلدان آسيا الصاعدة النمو، بقيادة الصين والهند (الجدول ٢-٢). ويتوقع حدوث تعاف طفيف في عام ٢٠١٠، يستند إلى ارتفاع النمو العالمي ودفعة من سياسات المالية العامة والسياسات النقدية التوسعية. ورغم انهيار الصادرات، يتوقع أن يبقى فائض الحساب الجاري لآسيا عموماً بلا تغير عند مستوى ٤,٧٥٪ تقريباً من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩، مع حدوث تحسن كبير في مراكز الحساب الجاري لكل من كوريا ومقاطعة تايوان الصينية في عام ٢٠٠٩ (الجدول ٢-٣).

وتتباين قنوات انتقال الصدمات الخارجية بعينها وشدة أثرها بدرجة ملموسة بتباين الاقتصادات. فالاقتصادات المتقدمة في المنطقة تتعرض لأقصى الضربات، نظراً لزيادة انكشافها لتراجع الطلب الخارجي في الاقتصادات المتقدمة الأخرى، وخصوصاً على السيارات والإلكترونيات والسلع الاستثمارية. وبالنسبة للمجموعة ككل، يتوقع أن ينكمش إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنحو ٦٪ في عام ٢٠٠٩، مقابل توسعه بنسبة ٣,٥٪ قبل الأزمة في عام ٢٠٠٧. ويتوقع أن ينكمش الاقتصاد الياباني بمقدار ٦,٢٥٪ في عام ٢٠٠٩، نظراً لتفاقم مشكلة قطاع التصدير نتيجة لقوة الين وزيادة تشديد أوضاع الائتمان بوجه أعم؛ ويتوقع أن تظل هناك حالة من الانكماش الطفيف حتى عام ٢٠١٠. أما الاقتصادات المتقدمة الأخرى في المنطقة - منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية - فنظراً لانفتاحها الشديد واعتمادها الكبير على الطلب الخارجي فإنها ستعاني أيضاً. وتنفرد كل من سنغافورة ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة من بين هذه البلدان بانكشافهما بشكل خاص، نظراً لأهميتهما كمراكز مالية عالمية. أما كوريا فستتفاقم أثر الصدمات الخارجية عليها نتيجة لمكامن الضعف التي توجد في الميزانيات العمومية لقطاعي الأسر والشركات فيها.

ويتوقع أن يتباطأ النمو في الصين ليسجل ٦,٥٪ تقريباً في عام ٢٠٠٩، وهو نصف معدل النمو الذي سجله قبل الأزمة في عام ٢٠٠٧ حيث كان ١٣٪، ولكنه يظل رغم ذلك أداءً قوياً بالنظر إلى السياق العالمي. وهناك عاملان يساعدان على استمرارية هذا الزخم برغم انهيار الصادرات. الأول هو أن قطاع التصدير يمثل حصة أصغر في الاقتصاد، ولا سيما بعد خصم مكون الاستيراد العالي فيه. والثاني هو أن الحكومة

## آسيا تكافح من أجل إعادة توازن النمو من المصادر الخارجية إلى المصادر المحلية

### الجدول ٢-٢: اقتصادات آسيوية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	
٥,٨	٦,٣	٥,٥	٦,٦	٢,٤	٢,٥	٧,٠	٤,٩	٥,٣	٣,٣	٦,٨	٩,٨	آسيا الصاعدة <sup>٣</sup>
٩,٣	١٠,٣	١٠,٠	١١,٠	-٠,٧	-٠,١	٥,٩	٤,٨	٧,٥	٦,٥	٩,٠	١٣,٠	الصين
٢,٧-	٢,٦-	٣,٤-	١,٤-	٤,٥	٧,٧	٩,٠	٦,٩	٥,٣	٤,٣	٧,٠	٨,٧	جنوب آسيا <sup>٤</sup>
٢,٦-	٢,٥-	٢,٨-	١,٠-	٤,٠	٦,٣	٨,٣	٦,٤	٥,٦	٤,٥	٧,٣	٩,٣	الهند
٤,٩-	٥,٩-	٨,٤-	٤,٨-	٦,٠	٢٠,٠	١٢,٠	٧,٨	٣,٥	٢,٥	٦,٠	٦,٠	باكستان
-٠,١-	-٠,٩	-٠,٩	١,١	٦,١	٦,٤	٨,٤	٩,١	٥,٤	٥,٠	٥,٦	٦,٣	بنغلاديش
١,٥	٢,٢	٢,٨	٤,٩	٤,٥	٣,٦	٩,٢	٤,٣	٢,٣	٠,٠	٤,٩	٦,٣	بلدان «آسيان» الخمسة
-٠,٧-	-٠,٤-	-٠,١	٢,٤	٥,٩	٦,١	٩,٨	٦,٠	٣,٥	٢,٥	٦,١	٦,٣	إندونيسيا
-٠,٢	-٠,٦	-٠,١-	٥,٧	٣,٤	-٠,٥	٥,٥	٢,٢	١,٠	٣,٠-	٢,٦	٤,٩	تايلند
١,٦	٢,٣	٢,٥	٤,٩	٤,٥	٣,٤	٩,٣	٢,٨	١,٠	٠,٠	٤,٦	٧,٢	الفلبين
١٠,٧	١٢,٩	١٧,٤	١٥,٤	٢,٥	-٠,٩	٥,٤	٢,٠	١,٣	٣,٥-	٤,٦	٦,٣	ماليزيا
٤,٢-	٤,٨-	٩,٤-	٩,٨-	٥,٠	٦,٠	٢٣,١	٨,٣	٤,٠	٣,٣	٦,٢	٨,٥	فييت نام
٦,١	٦,٣	٤,٤	٥,٧	٢,٠	-٠,٤	٤,٥	٢,٢	٠,٨	٥,٦-	١,٥	٥,٧	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة
٣,٠	٢,٩	٠,٧-	-٠,٦	٣,٠	١,٧	٤,٧	٢,٥	١,٥	٤,٠-	٢,٢	٥,١	كوريا
١٠,٧	٩,٧	٦,٤	٨,٦	١,٠	٢,٠-	٣,٥	١,٨	٠,٠	٧,٥-	٠,١	٥,٧	مقاطعة تايوان الصينية منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة
٥,٢	٧,٢	١٤,٢	١٢,٣	١,٠	١,٠	٤,٣	٢,٠	٠,٥	٤,٥-	٢,٥	٦,٤	سنغافورة
١١,٢	١٣,١	١٤,٨	٢٣,٥	١,١	٠,٠	٦,٥	٢,١	٠,١-	١٠,٠-	١,١	٧,٨	

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. أما التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه فيمكن الاطلاع عليها في الجدول ألف ٧ بالملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> تتألف من بلدان آسيا النامية والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة ومنغوليا.

<sup>٤</sup> تشمل ملديف ونيبال وسري لانكا.

المتاح للهند لتيسير السياسات الاقتصادية الكلية أضعف، يُتوقع أن يتراجع النمو فيها بصورة حادة ليسجل ٤,٥% في عام ٢٠٠٩ مقابل ٩% في عام ٢٠٠٧. ويرجع تباطؤ وتيرة النمو بالدرجة الأولى إلى تراجع الاستثمار، على نحو يعكس زيادة تشديد أوضاع التمويل والتحول في دورة الائتمان المحلية.

وتظل المخاطر التي تكثف التوقعات لهذه المنطقة ماثلة بشدة نحو القصور عن النتائج المتوقعة. وأحد المخاوف الأساسية هو استمرار انخفاض الطلب الخارجي نتيجة ازدياد عمق الركود في الاقتصادات المتقدمة خارج آسيا أو طول فترته، مما يعرض الصادرات والاستثمارات والنمو لأصدا سلبية. كذلك يمكن أن يؤدي استمرار التدهور في الأوضاع المالية العالمية إلى تشديد القيود على التمويل بدرجة أكبر، مما يلحق الضرر بالقطاع المالي وقطاع الشركات في المنطقة. وإضافة إلى ذلك، يمكن أن يكون أثر الصدمات الخارجية على قطاع الشركات والقطاع المالي أكبر مما هو متصور في الوقت الراهن بسبب الآثار المرتدة، إذ يمكن أن يؤدي تباطؤ الطلب العالمي مع صعوبة أوضاع التمويل الخارجية إلى زيادة الضغوط على قطاع الشركات في آسيا، وهو ما سيؤدي

تدخلت بقوة وجرأة بتقديم دفعة تنشيطية مالية كبيرة مع تيسير السياسة النقدية بشكل كبير، وهما أمران يعملان الآن على إعطاء دفعة للاستهلاك والاستثمارات في البنية التحتية.

وتتعرض الآن اقتصادات رابطة أمم جنوب شرق آسيا ("آسيان") لضربات قاسية من جراء الآثار المجتمعة لانخفاض الطلب العالمي وتشديد أوضاع الائتمان، وإن لم تكن الضربات بنفس الضراوة التي تتعرض لها الاقتصادات المتقدمة. وبالنسبة للمجموعة ككل، يُتوقع أن يتراجع النمو إلى صفر% في عام ٢٠٠٩ مقابل أكثر من ٦% في عام ٢٠٠٧. ورغم أن هذه الاقتصادات تضررت أيضا من تراجع التجارة العالمية، تتركز تركيبة صادراتها بدرجة أقل في السلع المعمرة التي وقع عليها الأثر الأكبر لهبوط النشاط الاقتصادي العالمي.

أما الهند فنظرا لأن التجارة تمثل حصة أصغر في اقتصادها فإنها تتشابه مع الصين من حيث انكشافها الأقل لتراجع الطلب العالمي. وبالرغم من ذلك، لا يزال اقتصادها يعاني من تزايد الصعوبات في التمويل الخارجي للشركات والبنوك. ونظرا لأن حيز الحركة

الجدول ٢-٣: الاقتصادات المتقدمة: مراكز الحساب الجاري (% من إجمالي الناتج المحلي)

٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	
١,٠-	١,٠-	١,١-	١,٠-	الاقتصادات المتقدمة
٢,٨-	٢,٨-	٤,٧-	٥,٣-	الولايات المتحدة
١,٢-	١,١-	٠,٧-	٠,٢	منطقة اليورو <sup>١</sup>
٢,٤	٢,٣	٦,٤	٧,٥	ألمانيا
٠,٩-	٠,٤-	١,٦-	١,٠-	فرنسا
٣,١-	٣,٠-	٣,٢-	٢,٤-	إيطاليا
٤,٤-	٥,٤-	٩,٦-	١٠,١-	إسبانيا
٢,١	٢,٤	٤,٤	٦,١	هولندا
٣,٠-	٢,٤-	٢,٥-	١,٧	بلجيكا
١٢,٦-	١٣,٥-	١٤,٤-	١٤,١-	اليونان
١,٣	١,٣	٢,٩	٣,٢	النمسا
٨,٨-	٩,١-	١٢,٠-	٩,٥-	البرتغال
٠,٦	١,٠	٢,٥	٤,١	فنلندا
١,٨-	٢,٧-	٤,٥-	٥,٤-	أيرلندا
٥,٠-	٥,٧-	٦,٣-	٥,٤-	الجمهورية السلوفاكية
٥,٠-	٤,٠-	٥,٩-	٤,٢-	سلوفينيا
٧,٠	٧,٦	٩,١	٩,٨	لكسمبرغ
١٠,١-	١٠,٣-	١٨,٣-	١١,٦-	قبرص
٥,٢-	٥,١-	٦,٣-	٦,١-	مالطة
١,٢	١,٥	٣,٢	٤,٨	اليابان
١,٥-	٢,٠-	١,٧-	٢,٩-	المملكة المتحدة
٠,٧-	٠,٩-	٠,٦	٠,٩	كندا
٣,٠	٢,٩	٠,٧-	٠,٦	كوريا
٥,٣-	٥,٨-	٤,٢-	٦,٣-	أستراليا
١٠,٧	٩,٧	٦,٤	٨,٦	مقاطعة تايوان الصينية
٧,٤	٦,٩	٨,٣	٨,٦	السويد
٨,١	٧,٦	٩,١	١٠,١	سويسرا
٥,٢	٧,٢	١٤,٢	١٢,٣	منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة
٣,٠-	٢,٧-	٣,١-	٣,٢-	الجمهورية التشيكية
١٢,٦	١١,٠	١٨,٤	١٥,٩	النرويج
١١,٢	١٣,١	١٤,٨	٢٣,٥	سنغافورة
١,١-	١,٢-	٠,٥	٠,٧	الدانمرك
٠,٣	١,١	١,٢	٢,٨	إسرائيل
٧,٠-	٧,٨-	٨,٩-	٨,٢-	نيوزيلندا
٢,١-	٠,٦	٣٤,٧-	١٥,٤-	آيسلندا
				للمتكرة
١,٣-	١,٢-	١,٤-	١,٤-	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
١,١-	١,١-	٠,٧-	٠,٤	منطقة اليورو <sup>٢</sup>
٦,١	٦,٣	٤,٤	٥,٧	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة

<sup>١</sup> محسوبة على أساس مجموع أرصدة فزادى البلدان في منطقة اليورو.  
<sup>٢</sup> مصححا لمراعاة تفاوت البيانات المبلغة عن المعاملات داخل المنطقة.

اتخاذ إجراءات قوية على مستوى السياسة لضمان سلامة القطاع المالي وقطاع الشركات. وقد بذلت جهود كبيرة بالفعل في هذا الصدد على مستوى المنطقة، غير أن تدابير السياسة التي بدأ تنفيذها في عدد كبير من الاقتصادات قد لا تكون بوضعها الحالي كافية لمواجهة الهبوط الاقتصادي العالمي، وقد يتعين اتخاذ المزيد من الإجراءات.

وأمام هذا التدهور السريع في الآفاق المتوقعة، أقدمت معظم الاقتصادات بلا توان على إرخاء الأوضاع النقدية. ففي اليابان، قام البنك المركزي في إطار مواجهته لتباطؤ النمو وضيق الأوضاع المالية بخفض أسعار الفائدة إلى صفر تقريبا وتوفير قدر أكبر من السيولة وتوسيع نطاق أهلية الضمانات كما بدأ في شراء أوراق تجارية وسندات لتخفيف قيود التمويل على الشركات. وفي الصين، قام البنك المركزي بتخفيض أسعار الفائدة والاحتياطات الإلزامية وتقليص الحد الأقصى للائتمان. وفي الهند، تم خفض سعر الفائدة الأساسي والاحتياطات الإلزامية مع ضخ سيولة كبيرة أدت إلى تخفيف الضغوط في الأسواق المالية؛ وتم تخفيف حدة النقص في سيولة النقد الأجنبي بإرخاء الضوابط على التدفقات الرأسمالية الداخلة واستحداث مبادلات النقد الأجنبي للبنوك. وقامت بنوك مركزية أخرى في المنطقة — في كمبوديا وكوريا وماليزيا والفلبين وسنغافورة وتايلند — أيضا بخفض أسعار الفائدة الأساسية (أو أي أسعار فائدة أخرى ملائمة) أو خفض الاحتياطات الإلزامية. وإضافة إلى ذلك، قامت البنوك بضخ سيولة في أسواق النقد المتوترة، والسحب من الاحتياطات، وزيادة احتياطات السيولة الوقائية المتاحة. ومن أبرز ما تم في هذا الشأن دخول كوريا في ترتيبات لمبادلة النقد الأجنبي مع كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان والصين.

وبالرغم من هذه الإجراءات، لا يزال هناك متسع لتيسير السياسة النقدية بقدر أكبر في بعض الاقتصادات. ففي الهند، لا تزال أسعار الفائدة الأساسية عالية بالقيمة الحقيقية، وتبدو زيادة التيسير النقدي ملائمة دعم نمو الائتمان. وتبدو زيادة التيسير النقدي ملائمة أيضا في اقتصادات كالصين وكوريا وماليزيا نظرا لحدة تدهور النشاط الاقتصادي فيها. وفي اليابان، مع وجود القيد المتمثل في سعر الفائدة الصفري، سيكون التحدي في زيادة تيسير السياسة النقدية بتوسيع نطاق الأدوات لدعم الائتمان من أجل مواجهة ضيق الأوضاع المالية.

بدوره إلى خفض جودة الائتمان المصرفي ووضع مزيد من التوتر على القطاع المصرفي. وتكمن تحديات السياسة الرئيسية في توفير الوقاية اللازمة من آثار الأزمة وخفض اعتماد المنطقة على الصادرات كمصدر للنمو على نحو يتسم بالاستمرارية. ولتحقيق هذه الأهداف يتعين إعادة توازن اقتصادات المنطقة من الصادرات والاستثمار باتجاه الاستهلاك الخاص. ويتمثل خط الدفاع الأول في توفير دعم قوي ومضادة للالتجاهات الدورية للطلب الكلي، إلى جانب

## أوروبا تبحث عن رد فعل متناسق على صعيد السياسات

إلى ذلك، يتعين تعزيز أُطر إعادة هيكلة الشركات للتعامل مع الضغوط على قطاع الشركات.

### أوروبا تبحث عن رد فعل متناسق على صعيد السياسات

كان النشاط الاقتصادي قد بدأ ينكمش بالفعل في عدد كبير من بلدان أوروبا المتقدمة قبل انفجار الأزمة المالية في سبتمبر ٢٠٠٨، فيما يرجع أساساً إلى ارتفاع أسعار النفط. غير أن التصور المبدئي كان أن الاقتصادات الأوروبية المتقدمة ستفقد من الركود الشامل إن وقع، فيما ستواصل الاقتصادات الصاعدة النمو بوتيرة أبطأ دون أن تفقد عافيتها، برغم ما فيها من مكامن للخطر. وكما هي الحال في آسيا، كانت الميزانيات العمومية الأقوى لقطاع الأسر في معظم الاقتصادات الرئيسية واختلاف هيكل أسواق المساكن والأسواق المالية تعتبر عوامل حماية. غير أن النظم المالية تضررت من الصدمة التي جاءت أكبر وأكثر استمراراً بكثير مما كان متوقعا، وكان رد فعل السياسات الاقتصادية الكلية بطيئا، وانخفضت الثقة كثيرا مع التراجع الحاد في توقعات الأسر والشركات بشأن مستوى الدخل في المستقبل ومع هبوط التجارة العالمية هبوطا سريعا (الشكل البياني ٢-٣).

وفي الاقتصادات المتقدمة، تجمدت أسواق الجملة في كبرى البنوك الأوروبية في سبتمبر ٢٠٠٨ نتيجة المخاوف بشأن تزايد الخسائر في الأصول المرتبطة بالولايات المتحدة الأمريكية، مع إخفاق عدد من البنوك على نحو تطلب تدخل الدولة. وكانت المشكلات التي ظهرت في بداية الأزمة متركزة في عدد قليل من البنوك، وكانت لها أسباب متنوعة. ولم تكن الانعكاسات الاقتصادية الكلية تعتبر كبيرة عموما وبالتالي كانت استجابات سياسة المالية العامة والسياسة النقدية محدودة في بادئ الأمر. إلا أن المشكلات سرعان ما تمخضت عن أصداء واسعة نتيجة توثق الصلات بين كبرى المؤسسات المالية في أوروبا ونسبة الرفع المالي العالية التي تعتمد عليها<sup>٢</sup>. ومع تجمد أسواق التمويل، تحولت الأزمة المالية بسرعة إلى أزمة للاقتصاد الحقيقي في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨. فتم بسرعة وضع سياسات مالية علاجية، ولكنها كانت كمثلياتها في الاقتصادات الأخرى (ولا تزال) غير شاملة

وقد قامت معظم اقتصادات آسيا بالفعل بتنفيذ سياسات مالية عامة توسعية. وكانت الخطط الأكثر طموحا هي التي أُعلنت في الصين واليابان. إلا أن هناك مجال أمام الاقتصادات التي يتاح لها حيز حركة في ماليتها العامة لكي تقوم بإجراءات إضافية من أجل دعم الطلب المحلي. ففي الصين، سيكون من شأن اتخاذ تدابير إضافية لتشجيع الاستهلاك المساعدة على إعادة توازن الاقتصاد على المدى المتوسط وكذلك توفير دعم للاقتصاد على المدى القريب. ويمكن أن تشمل هذه التدابير إدخال تحسينات على الخدمات العامة في مجالات الرعاية الصحية والتعليم وإصلاح المعاشات التقاعدية والتحويلات إلى الفئات منخفضة الدخل وتنفيذ المزيد من الاستثمارات للتنمية الريفية وخفض ضرائب الاستهلاك والدخل. ويتوافر أيضا لسنغافورة وكوريا حيز حركة كبير لتوفير دعم إضافي من المالية العامة. غير أن هناك اقتصادات تضيق فيها مساحة التصرف مثل الهند والفلبين، حيث مستويات الدين العام مرتفعة بالفعل لكليهما. وفي اليابان، أعلنت الحكومة دفعة مالية تنشيطية كبيرة جديدة في بداية إبريل، يتوقع أن تدعم النشاط في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠. ومع التوقعات باقتراب العجز من ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ وتجاوز صافي الدين ١٠٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، يكون الحيز المتاح لتقرير دفعة تنشيطية أخرى قد أوشك على النفاد. وينبغي أن ينصرف الاهتمام الآن إلى وضع خطة طموحة للأجل المتوسط لتأمين استمرارية أوضاع المالية العامة.

وفي القطاع المالي، يتعين اعتماد سياسات تضمن استمرار الرسملة الجيدة في المنطقة وبالتالي خفض مخاطر حدوث ضائقة ائتمانية. وللحفاظ على الاستقرار المالي، قامت بعض الاقتصادات بمد الضمانات على الودائع (منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وماليزيا وسنغافورة وتايلند) أو رفع حدود التأمين على الودائع (إندونيسيا والفلبين). وأعلن عدد من الاقتصادات عن تدابير لدعم رأس المال في النظام المالي (الهند واليابان) وتوفير دعم ائتماني لقطاعات الشركات (الصين وكوريا). ولكن ينبغي أن تكون السلطات على استعداد لعمل المزيد إذا اقتضى الأمر. وبوجه أعم، سيكون من المهم التأكد من وجود أدوات كافية لضخ رأس المال العام في المؤسسات المتعثرة ومن أن إطار الحوافز يشجع على إثبات الخسائر في مرحلة مبكرة، بحيث يتم حل المشكلات قبل انتشارها إلى البنوك غير المتعثرة. وإضافة

<sup>٢</sup> تمثل نحو ١٦ مؤسسة رئيسية عبر الحدود ما يقرب من ثلث الأرصدة المصرفية في الاتحاد الأوروبي، وتمتلك في المتوسط ٣٨٪ من أصولها المصرفية الخاصة بالاتحاد الأوروبي خارج أوطانها، وتعمل في أقل قليلا من نصف بلدان الاتحاد الأوروبي الأخرى (راجع دراسة Trichet, 2007).

الشكل البياني ٢-٣: أوروبا تعمل على مواجهة الأزمة برءً موحد

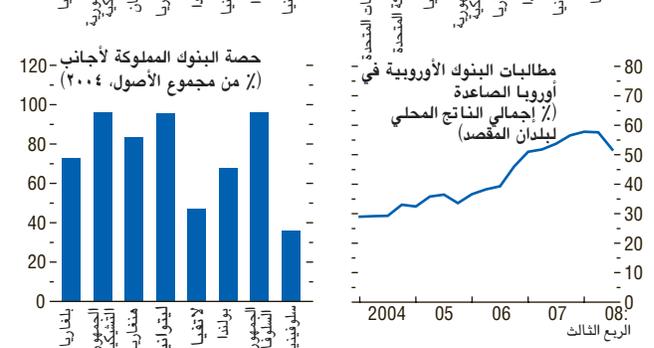
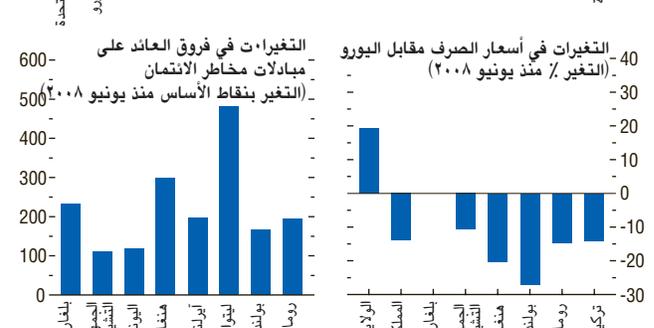
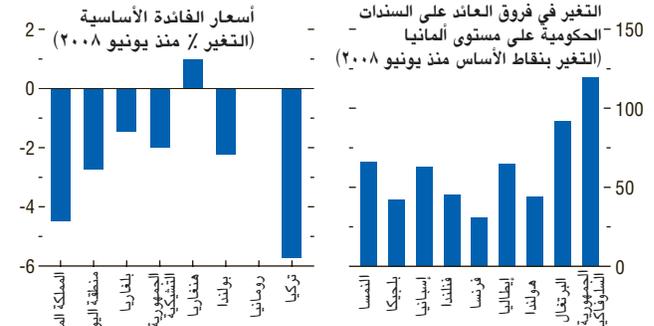
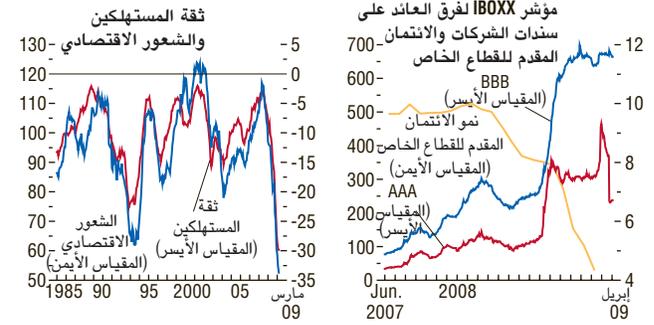
تراجع الشعور الاقتصادي وارتفعت تكاليف الاقتراض ارتفاعا حادا بالرغم من انتشار التيسير النقدي. وازدادت علاوات المخاطر السيادية نتيجة للارتفاع الحاد في عجوزات المالية العامة. ووسط حالة الهروب من المخاطر، انخفضت أسعار الصرف بشكل عام في أوروبا الصاعدة. وأحد التحديات الأساسية هو تجنب الإنهاء غير المنظم للرفع المالي للمؤسسات المالية بما في ذلك بنوك أوروبا الغربية، نظرا لانكشافها الكبير عبر الحدود لأوروبا الصاعدة.

ولا منسقة بالقدر الكافي، مما انتقص من فعاليتها القطرية المقارنة بدلا من تعزيزها. وانخفضت أسعار الأسهم بشكل حاد وتراجعت استثمارات منشآت الأعمال تراجعا كبيرا. كما انخفض الاستثمار في مجال المساكن انخفاضاً حادا في البلدان التي شهدت طفرة في أسعار المساكن (مثل أيرلندا وإسبانيا والمملكة المتحدة). وبالرغم من الدعم الكبير الذي تحقق نتيجة انخفاض أسعار النفط، تراجع الاستهلاك قرابة نهاية عام ٢٠٠٨، ويرجع حدوث المزيد من التراجع مع انتشار البطالة.

ونتيجة لذلك، عانت معظم الاقتصادات المتقدمة من انكماش حاد منذ منتصف عام ٢٠٠٨ (راجع الجدول ١-٢). وانخفض إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بمعدل ٦٪ سنويا تقريبا خلال الربع الأخير من العام في كل من منطقة اليورو والمملكة المتحدة.

وتشير التوقعات إلى انكماش إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بأكثر من ٤٪ في منطقة اليورو عام ٢٠٠٩، وعدم تسارع وتيرته بعد ذلك إلا بالتدريج ثم استمرار تراجعه لعدة أرباع أخرى، الأمر الذي يجعل هذا الركود هو الأسوأ منذ الحرب العالمية الثانية. ويتوقع أن ينكمش النمو بمقدار ٠,٥٪ على أساس سنوي متوسط في عام ٢٠١٠؛ ويكون التحسن أكثر وضوحا على أساس التغير السنوي المقارن من الربع الأخير من السنة إلى الربع الأخير من السنة التالية، حيث يزداد النمو بمقدار ٠,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في عام ٢٠١٠ مقابل انخفاضه بأكثر من ٣,٥٪ في عام ٢٠٠٩. ويتوقع أن يكون الركود حادا بوجه خاص في أيرلندا، مع تحول موجع في اتجاه الرواج الذي شهدته في مجال التشييد. وخارج منطقة اليورو، يتوقع أن يكون الركود عميقا بشكل استثنائي في آيسلندا، التي تتلقى الآن دعما من الصندوق عقب انهيار قطاعها المالي المفرط في التوسع، وعلى درجة كبيرة من الحدة في المملكة المتحدة، التي تتعرض لضربات موجعة بانتهاء رواج النشاطين العقاري والمالي. ونتيجة لتراجع الناتج على القاعدة العريضة، يتوقع أن تتجاوز معدلات البطالة في الاقتصادات المتقدمة ١٠٪ في نهاية عام ٢٠٠٩ وتواصل الارتفاع حتى عام ٢٠١١.

وقد أخذ النشاط الاقتصادي منعطفا هبوطيا حادا بصورة خاصة في كثير من اقتصادات أوروبا الصاعدة (الجدول ٢-٤ والشكل البياني ٢-٤). فنظرا لشدة اعتمادات هذه الاقتصادات على كل أنواع التدفقات الرأسمالية الداخلة، ولا سيما التمويل من البنوك الغربية للحفاظ على استمرارية الرواج في الائتمان المحلي، كان أثر الأزمة المالية عليها أسوأ كثيرا مما كان على

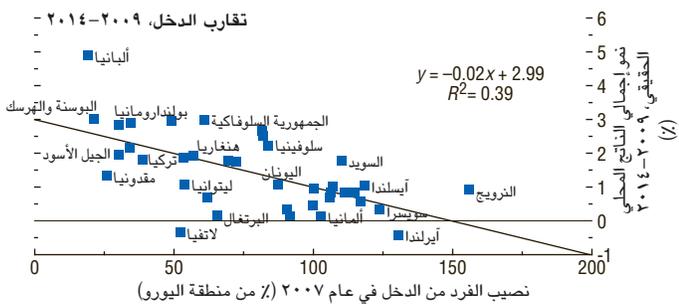
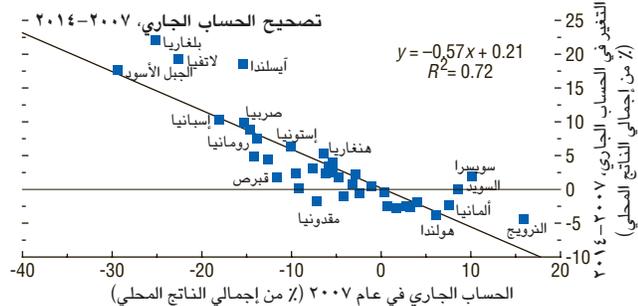
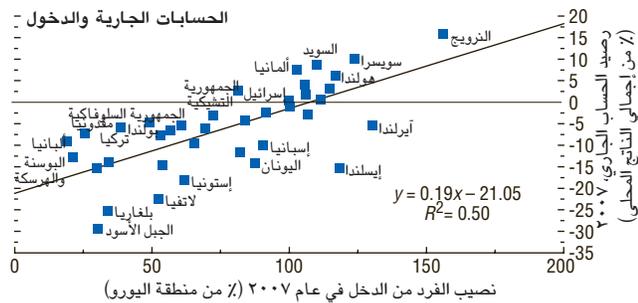
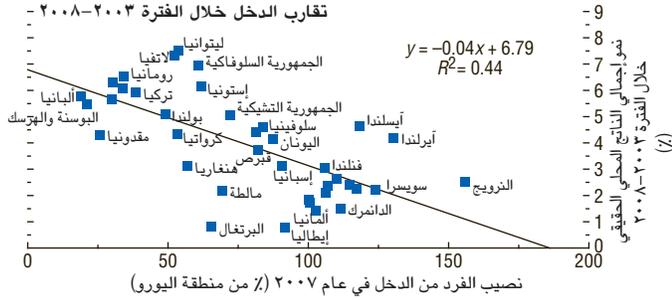


المصادر: بنك التسويات الدولية والبنك المركزي الأوروبي والمفوضية الأوروبية والمكتب الإحصائي الأوروبي ومؤسسة Haver Analytics وقاعدة بيانات Thomson Data Stream وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

## أوروبا تبحث عن رد فعل متناسق على صعيد السياسات

### الشكل ٢-٤: أوروبا تشهد تراجع احتمالات النمو في المدى المتوسط

نمت بلدان أوروبا الصاعدة بوتيرة أسرع من نظيراتها في أوروبا الغربية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨. وقد ساعد على تحقيق هذا التقارب تدفقات رأس المال الكبيرة، التي دعمت العجز الكبير في الحساب الجاري في الاقتصادات الأقل ثراء. إلا أن عجز الحساب الجاري وتدفق رؤوس الأموال الداخلة سيقل كثيرا في المدى المتوسط. وتشير التوقعات إلى أن النمو سينخفض بدرجة ملحوظة في المستقبل وأن تيرة التقارب ستتباطأ في كل الاقتصادات الأوروبية، وهو ما يوضحه تصاعده القاطع واقترب ميل الانحدار من الاستواء في اللوحة الأخيرة مقارنة باللوحة العليا.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الاقتصادات الصاعدة في آسيا. وفي المراحل الأولى من الأزمة، كان تماسكها جيدا، ولم تتسع فروق أسعار الفائدة على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية إلا بالتدريج. ولكن مع انكماش أسواق الصادرات الغربية وتحول مسألة الهروب من المخاطر إلى ظاهرة عامة في خريف ٢٠٠٨، تدهورت الآفاق بشأن الصادرات المحلية والنمو والإيرادات الحكومية بشدة، مما أدى إلى زيادة فروق العائد على سندات الدين السيادي إلى مستويات ١٥٠-٩٠٠ نقطة أساس مقابل نحو ٥٠-١٠٠ نقطة أساس. وتلقت كل من هنغاريا ولافتيا وصربيا دعما من صندوق النقد الدولي للحفاظ على استمرارية ميزان المدفوعات لديها، وتقدمت رومانيا بطلب إلى الصندوق للحصول على هذا الدعم، وتبحث تركيا أيضا هذه المسألة حاليا مع الصندوق. وإضافة إلى ذلك، تسعى بولندا للحصول على تمويل من الصندوق في إطار خط الائتمان المرن. أما البلدان الأخرى ذات الانكشافات الأقل لرؤوس الأموال الغربية قصيرة الأجل كبلغاريا وليتوانيا فإنها تقاوم الآن آثار فقدان التمويل والاستثمار الأجنبي المباشر ولكنها لم تضطر حتى الآن إلى طلب دعم من الصندوق.

وبناء على ذلك، يتوقع أن ينكمش إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الاقتصادات الصاعدة بنحو ٣,٧٥٪ في عام ٢٠٠٩ وأن يتعافى ليصل إلى نحو ١٪ في عام ٢٠١٠، مقابل معدلات ٤-٧٪ الأعلى التي سجلها خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٧. وتشمل أسباب هذا التحول الحاد في الأداء فورة النشاط الاقتصادي خلال فترات الرواج التي سبقت الركود وفرط الاعتماد على رأس المال الأجنبي قصير الأجل والذي وفر التمويل خلال هذه الفترات وقيام مؤسسات مالية أجنبية متمثلة بامتلاك بنوك وكبر حصة الصناعات التحويلية في النشاط، وإن تباينت الدرجات بين الاقتصادات. ويتوقع أن يكون التراجع في النشاط كبيرا بوجه خاص في اقتصادات البلطيق حيث كان حيز التصرف محدودا نتيجة اعتماد نظم سعر الصرف الثابت (الإطار ٢-٢).

وتكتنف هذه التوقعات مخاطر كبيرة تنذر بإمكانية تردي الأوضاع عن المستوى المتوقع لكل من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة، ولا سيما للأخيرة، حيث يمكن أن تسوء القيود المالية الخارجية إلى درجة أبعد. وأهم هذه المخاطر هو التخفيض غير المنظم لنسب التمويل بالديون لانكشافات البنوك الكبيرة عبر الحدود بين

<sup>٤</sup> اشترك كل من بنك الاستثمار الأوروبي والبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير والبنك الدولي في فريق لتقديم مساعدة مالية لتعزيز البنوك ودعم الإقراض للاقتصاد الحقيقي.

الجدول ٢-٤: اقتصادات مختارة في أوروبا الصاعدة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

	رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي			
	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
أوروبا الصاعدة	٣,٤-	٣,٩-	٧,٦-	٧,٧-	٤,٢	٤,٧	٨,٠	٦,٢	٠,٨	٣,٧-	٢,٩	٥,٤
تركيا	١,٦-	١,٢-	٥,٧-	٥,٨-	٦,٨	٦,٩	١٠,٤	٨,٨	١,٥	٥,١-	١,١	٤,٧
مacedonia تركيا	٤,٤-	٥,٦-	٨,٨-	٩,٠-	٢,٥	٣,٣	٦,٥	٤,٥	٠,٣	٢,٩-	٤,١	٥,٩
بلدان البلطيق	٥,٤-	٥,٤-	١١,٦-	١٨,٠-	١,٠-	٣,٦	١٢,٢	٧,٣	٢,٣-	١٠,٦-	٠,٧-	٨,٧
إستونيا	٥,٤-	٦,٥-	٩,٢-	١٨,١-	١,٣-	٠,٨	١٠,٤	٦,٦	١,٠-	١٠,٠-	٣,٦-	٦,٢
لاتفيا	٥,٥-	٦,٧-	١٣,٢-	٢٢,٦-	٣,٥-	٣,٣	١٥,٣	١٠,١	٢,٠-	١٢,٠-	٤,٦-	١٠,٠
ليتوانيا	٥,٣-	٤,٠-	١١,٦-	١٤,٦-	٠,٦	٥,١	١١,١	٥,٨	٣,٠-	١٠,٠-	٣,٠	٨,٩
أوروبا الوسطى	٣,٨-	٤,٣-	٦,١-	٥,٢-	٢,٦	٢,٤	٤,٦	٣,٧	٠,٩	١,٣-	٣,٨	٥,٤
هنغاريا	٣,٤-	٣,٩-	٧,٨-	٦,٤-	٢,٨	٣,٨	٦,١	٧,٩	٠,٤-	٣,٣-	٠,٦	١,١
بولندا	٣,٩-	٤,٥-	٥,٥-	٤,٧-	٢,٦	٢,١	٤,٢	٢,٥	١,٣	٠,٧-	٤,٨	٦,٧
جنوب أوروبا وجنوبها الشرقي	٥,٥-	٨,٢-	١٣,٨-	١٤,٢-	٣,٢	٤,٩	٨,٤	٥,١	٠,٢-	٣,٦-	٦,١	٦,١
بلغاريا	٣,٦-	١٢,٣-	٢٤,٤-	٢٥,١-	١,٣	٣,٧	١٢,٠	٧,٦	١,٠-	٢,٠-	٦,٠	٦,٢
كرواتيا	٤,١-	٦,٥-	٩,٤-	٧,٦-	٢,٨	٢,٥	٦,١	٢,٩	٠,٣	٣,٥-	٢,٤	٥,٥
رومانيا	٦,٥-	٧,٥-	١٢,٦-	١٣,٩-	٣,٩	٥,٩	٧,٨	٤,٨	٠,٠	٤,١-	٧,١	٦,٢
للتنكرة	٥,٠-	٥,٧-	٦,٣-	٥,٤-	٢,٣	١,٧	٣,٩	١,٩	١,٩	٢,١-	٦,٤	١٠,٤
الجمهورية السلوفاكية	٣,٠-	٢,٧-	٣,١-	٣,٢-	١,٦	١,٠	٦,٣	٢,٩	٠,١	٣,٥-	٣,٢	٦,٠
الجمهورية التشيكية												

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف في الملحق الإحصائي.  
<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

متلاحقة من ٥,٧٥% في عام ٢٠٠٧ إلى ٠,٥% في ٢٠٠٩، وهو الآن بصدد اتخاذ تدابير غير تقليدية لتيسير الأوضاع الائتمانية. ولم يكن بنك السويد المركزي أقل جرأة في استجابته، حيث خفض سعر الفائدة الأساسي أيضا حتى وصل الآن أيضا إلى ١% مع توقعات بخفضه إلى معدلات أدنى. وجاء رد فعل البنك المركزي الأوروبي لاحقا ولكنه كان كبيرا منذ بدايته. فعلى إثر مخاوف من ارتفاع الضغوط التضخمية، قام البنك برفع أسعار الفائدة في يوليو ٢٠٠٨ إلى ٤,٢٥% ولم يلبث أن غير نهجه فقام بخفضها على عمليات إعادة التمويل الرئيسية حتى بلغت ١,٢٥%. إلا أن سعر الفائدة الفعلي على القروض لليلة واحدة يقترب الآن من نسبة ٠,٢٥% المفروضة على تسهيل الودائع. ومع توقع بقاء التضخم في مستوى أدنى بكثير من المعدل المنشود على المدى المتوسط وهو «انخفاضه عن نسبة ٢% دون الابتعاد عنها»، يوجد مجال لزيادة خفض سعر إعادة التمويل الأساسي.

ويتوقع أيضا أن تنخفض معدلات التضخم في بلدان أوروبا الصاعدة بشكل ملحوظ، لتصل إلى نحو ٤% في عام ٢٠١٠ مقابل نحو ٨% في ٢٠٠٨. وتماشيا مع توجه الهروب من المخاطر، انخفضت أسعار الصرف بالفعل انخفاضًا حادًا في الاقتصادات الصاعدة مع تعويم العملات، غير أنه يجري احتواء آثار ذلك على التضخم

الاقتصادات الأوروبية. فلو حدث هذا فقد يستحيل على كثير من الاقتصادات الصاعدة تمديد مبالغ كبيرة من الدين قصير الأجل وربما يكون له أثر مشابه على بعض الاقتصادات المتقدمة التي شهدت توسيعا كبيرا في علاوات المخاطر السيادية. وقد يتمخض ذلك عن انهيار القطاع المالي والقطاع الحقيقي في معظم الاقتصادات الصاعدة وعدد قليل من الاقتصادات المتقدمة، مع حدوث آثار مرتدة كبيرة على الاقتصادات الأخرى. إلا أن هناك أيضا احتمالات تجاوز النتائج المتوقعة، ففي حال تمكن بلدان الاتحاد الأوروبي من وضع سياسة حازمة وشاملة ومنسقة لإنهاء أوجاع القطاع المالي، فقد تتعافى الثقة وروح الإقدام على المخاطر بوتيرة أسرع من المتوقع.

وتنحسر الضغوط التضخمية في الوقت الراهن، وتزايد مخاطر استمرار الانكماش في الاقتصادات المتقدمة، ورغم أنها لا تزال منخفضة، مع التراجع الحاد في أسعار النفط وهبوط الطلب. ويتوقع أن يسجل التضخم في عام ٢٠١٠ — وهو الأفق الملائم لصانعي السياسات اليوم — معدلات تتراوح بين ٠,٥% و ١,٥% في معظم الاقتصادات المتقدمة (الجدول ٢-١). وتقل هذه المعدلات عن مستويات ٣-٤% التي سجلها في عام ٢٠٠٨. وتم على هذا الأساس إرخاء السياسة النقدية. فتحرك بنك إنجلترا في مرحلة مبكرة من الأزمة وقام بخفض أسعار الفائدة الأساسية في خطوات

## الإطار ٢-٢- مكامن الخطر في الاقتصادات الصاعدة

### دورة الانتعاش والكساد في المساكن والائتمان

يشهد الآن العديد من الاقتصادات الصاعدة، بما في ذلك عدة اقتصادات في أوروبا الوسطى والشرقية، زيادات كبيرة في علاوات المخاطر القطرية وانهباء أسعار العقارات. ويمكن أن تكون لهذين العاملين مجتمعين تبعات اقتصادية حادة، مع تضرر النشاط الاقتصادي بدرجة ملموسة بالقيود على إتاحة القروض والتمويل الأجنبي لقطاع الأسر ومنشآت الأعمال وارتفاع تكلفتها. وإذا جاءت هذه الصدمات مصحوبة بانخفاضات كبيرة في قيمة العملة، فقد يزداد تدهور الوضع في البلدان التي تتضمن ميزانياتها العمومية حالات كبيرة من عدم التوافق بين قيم العملات. وإضافة إلى ذلك، يمكن أن ترتفع علاوات المخاطر في بعض البلدان التي تعتمد نظم سعر الصرف المدارة، برغم احتواء ميزانياتها العمومية الآن بتلك النظم، وذلك بسبب حالة عدم اليقين بشأن قابلية استمرار سياسات سعر الصرف هذه. وسوف نوضح ذلك برصد الزيادات في فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان<sup>١</sup> مقابل النسبة المئوية للقروض المقومة بالعملة الأجنبية<sup>٢</sup> في سبعة بلدان من أوروبا الوسطى والشرقية (الشكل البياني ١).

ويصف هذا الإطار الآليات التي تقوم عليها دورة الانتعاش والكساد استجابة للتغيرات في علاوات التمويل باستخدام نموذج اقتصاد مفتوح صمم هيكله بحيث يمثل أحد اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية عموماً. وسوف نبحث هنا نوعين من علاوات التمويل. أولاً، تجسد أسعار الإقراض بين البنوك المحلية علاوة خارجية أعلى من أسعار الفائدة العالمية عند تعديلها لمواءمة أي انخفاض أو ارتفاع في قيم العملات. وثانياً، تستخدم الأسر، والتي تمثل مديناً صافياً، ثروة المساكن كضمان مقابل القروض، ويرتفع فرق سعر الإقراض بالتجزئة في نسبة القرض إلى القيمة.

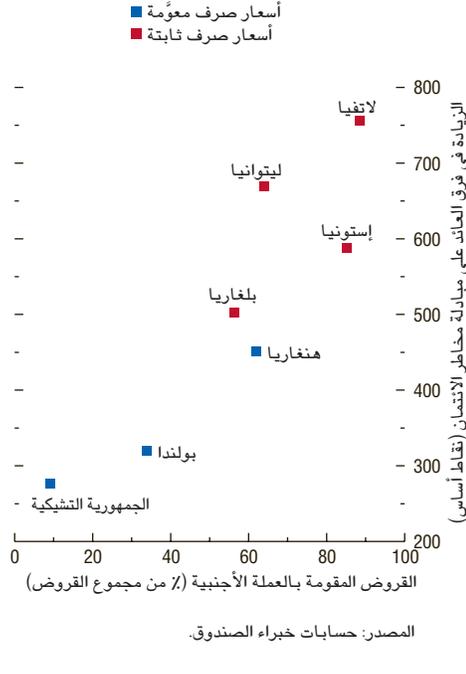
ملحوظة: مؤلفو هذا الإطار هم جارومير بينيس وكيفين كلينتون ودوغلاس لاكستون.

<sup>١</sup> زيادات في فروق أسعار الفائدة على عقود مبادلة مخاطر الائتمان باليورو على سندات الشركات لأجل خمس سنوات (بلغاريا: فروق أسعار الفائدة على عقود مبادلة مخاطر الائتمان بالدولار الأمريكي مع الشركات لأجل خمس سنوات) بين يناير ٢٠٠٨ ويناير ٢٠٠٩، على أساس بيانات من مؤسسة Bloomberg Financial Markets وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٢</sup> القروض المصرفية المقدمة للقطاع غير المالي، بما في ذلك قطاع الأسر، حسب الوضع في ديسمبر ٢٠٠٨ (هنغاريا: الربع الرابع من ٢٠٠٨)، على أساس بيانات البنوك المركزية الوطنية وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٣</sup> يمكن الاطلاع على تفاصيل هذا النموذج في دراسة Benes, Clinton, and Laxton، قيد الإصدار.

يرتبط انكشاف سعر الصرف ارتباطاً قوياً بمخاطرة عدم السداد المتصورة في السوق، بغض النظر عن نظام سعر الصرف المعمول به



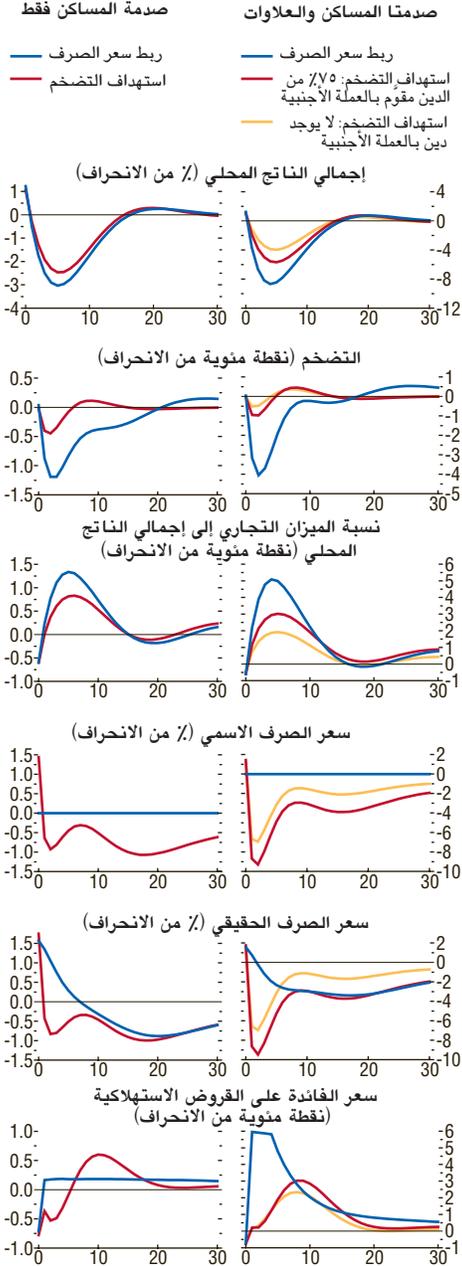
وإضافة إلى ذلك، يوجد لدى هذا الاقتصاد دين خارجي كبير ونظام مالي يعتمد اعتماداً كبيراً على إعادة التمويل من الخارج. وترتفع في هذا الاقتصاد نسبة الواردات إلى إجمالي الناتج المحلي نظراً لاستخدام نسبة كبيرة من السلع المستوردة في إنتاج سلع يتم تصديرها. ويفترض أن الأسعار والأجور في هذا الاقتصاد أكثر مرونة من مثيلاتها في الاقتصادات المتقدمة. وتوجد سمتان مختلفتان في اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية تجعلان تلك الاقتصادات عرضة لخطر الصدمات الخارجية بدرجة تزيد أو تنقص. فقد تتأثر حدة المشكلات تحديداً بالعاملين التاليين: (١) نسبة الدين المقوم بالعملات الأجنبية؛ (٢) نظام السياسة النقدية. وسنبين كيف يمكن أن يتغير الأداء بتغير هاتين السمتين.

ولتحديد الأوضاع المبدئية الملائمة، سنبدأ أولاً بمحاكاة طفرة في المساكن. وفي هذه الطفرة ترتفع أسعار العقارات بحيث تتجاوز مستوياتها الأساسية ويعتقد أنها ستظل مرتفعة إلى الأبد. ويسفر ذلك عن انخفاض نسب القرض إلى القيمة وانخفاض علاوات المخاطر على اقتراض الأسر. ويؤدي انخفاض تكاليف التمويل من ناحية والتوقعات

الإطار ٢-٢ (تابع)

نماذج المحاكاة:

(انحرافات عن الضبط: المحور السيني في الأرباع)



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

بتحقيق أرباح رأسمالية في المستقبل من ناحية أخرى إلى إعطاء دفعة للاستهلاك وزيادة الاستثمار في مجال العقارات، وبالتالي رفع إجمالي الناتج المحلي. ويؤدي ارتفاع الطلب إلى زيادة الواردات، وهو أمر تموله التدفقات الرأسمالية الأجنبية الداخلة. ويترتب على ذلك تراكم الدين الخارجي بمرور الوقت. ويصبح الاقتصاد في نهاية الأمر عرضة لأخطار الاضطرابات المحلية والخارجية. وسنفرض في نموذج المحاكاة هذا وقوع صدمة علاوة مخاطر قطرية في نفس وقت انهيار أسعار المساكن. وفي هذه الحالة تنخفض قيمة الضمان وترتفع علاوة تمويل الأسر نتيجة انهيار أسعار المساكن الذي حركه وقوع أزمة مالية عالمية. وفي الوقت نفسه، يواجه البلد ككل زيادات في علاوة المخاطر في الأسواق المالية العالمية.

تصحيح أسعار المساكن

سنبين أولاً في نموذج المحاكاة الاستجابة لتصحيح في أسعار المساكن في نظام سعر الصرف الثابت وفي نظام سعر الصرف المرن (العمود الأول في الشكل البياني الثاني). يبدأ الاقتصاد بمخزون من الخصوم الخارجية يكافئ ١٠٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، يكون ٧٥٪ منه مقوماً بالعملة الأجنبية. وحسب الافتراض تكون أسعار المنازل في أعلى نقطة في الطفرة أعلى من المستوى السابق للصدمة بمقدار ٢٠٪؛ وتحدث عملية التصحيح على مدى الأرباع الأربعة التالية. ويتراجع إجمالي الناتج المحلي لفترة مطولة مع تعاظم أثر الخسارة المتصورة في الثروة على الإنفاق نتيجة الزيادة في تكلفة الائتمان الناشئة عن زيادة نسبة القرض إلى القيمة. ويعرف هذا الأثر المرتد للقطاع المالي بعبارة المعجل المالي<sup>٥</sup>. ويترجم انخفاض الطلب إلى انخفاض معدل التضخم. ونظراً لأن الطلب على الواردات ينخفض بسبب تراجع الدخل، يتحسن الميزان التجاري. وتحدث هذه التغيرات سواء كان سعر الصرف ثابتاً أو مرناً. غير أن نظام العملة يحدث فرقاً في جوانب أخرى في عملية التصحيح. فعملية تصحيح أسعار المساكن تعني ضمناً انخفاض قيمة العملة في نظام سعر الفائدة القابل للتعديل، حيث سيقوم البنك المركزي بخفض سعر

<sup>٥</sup> على سبيل المثال انخفضت أسعار الشقق السكنية في مدينة ريفا في لاتفيا على أساس سنوي مقارن بنسبة ٣٥٪ في عام ٢٠٠٨، مقابل زيادة نسبتها ٦٢٪ في عام ٢٠٠٦، وفق ما جاء في "مرشد العقارات العالمية" (Global Property Guide) (يمكن الاطلاع عليه في الموقع الإلكتروني www.globalpropertyguide.com).  
<sup>٦</sup> راجع على سبيل المثال دراسة (Bernanke (2007).

ثم تتضاءل تدريجياً (العمود الثاني في الشكل البياني الثاني).

وبالنسبة لسعر الصرف المرن، يعرض الشكل البياني الثاني حالتين: حالة يفترض فيها أن ٧٥٪ من الدين الخارجي مقوم بالعملة الأجنبية مقابل حالة يفترض فيها أن كل الدين مقوم بالعملة المحلية فقط؛ وتبين اللوحة السفلى في العمود الثاني الآثار على سعر الفائدة على القروض الاستهلاكية. ففي نظام سعر الصرف المرن، تخف حدة الزيادة بشكل كبير بخفض سعر الفائدة الأساسي، الذي يتقرر استجابة لتراجع الاقتصاد.

وفي الحالة الأولى يكون تراجع إجمالي الناتج المحلي كبيراً للغاية، وتزداد حدته بفعل ارتفاع أسعار الإقراض. ويكون التراجع، في مستوى القاع بعد أربعة أرباع، دون قيمة الضبط بنحو ٦٪. وتستغرق فترة التعافي نحو ٤ سنوات. وينخفض التضخم بصورة حادة لعدة أرباع ثم يتذبذب حول المعدل المستهدف. ويتحرك الميزان التجاري كنسبة من إجمالي الناتج المحلي باتجاه تحقيق فائض كبير ولفترة مطولة مقارنة بمستوى الضبط. وهذا جزء ضروري من عملية التصحيح. ويؤدي انخفاض قيمة العملة إلى رفع تكلفة خدمة الدين بالعملة المحلية، وبالتالي الانتقاص من حساب الخدمات في ميزان المدفوعات. وفي الوقت نفسه تؤدي عملية خفض التمويل بالديون إلى خفض تدفقات رأس المال. وللحفاظ على توازن ميزان المدفوعات أمام هذه التغيرات، يتعين أن يرتفع صافي حصائل التجارة. وتحدث هذه الزيادة نتيجة لتراجع الإنفاق المحلي وانخفاض قيمة العملة.

وينخفض سعر الصرف الحقيقي بمقدار ١٠٪ تقريباً دون مستوى الضبط بعد ربعين. ويعكس ذلك حدوث استجابة سعرية مفرطة من نوعية دورنبوش، استجابة لزيادة علاوة المخاطر القطرية وخفض سعر الفائدة الأساسي.<sup>٩</sup> ثم تأخذ قيمة العملة في الارتفاع ببطء، وتظل دون مستوى الضبط لأرباع كثيرة. ويعني انخفاض العملة في بادئ الأمر ضمناً حدوث تراجع حاد في الميزانية العمومية الوطنية حيث تزداد قيمة الدين الأجنبي المقوم بالعملة المحلية بمقدار ٧.٥٪ تقريباً من إجمالي الناتج المحلي السنوي.

الخاتمة الواحدة إلى مستوى الخانتين في عام ٢٠٠٧، وفقاً لبيانات مؤسسة Bloomberg Financial Markets.<sup>١٠</sup> يتضمن هذا النموذج شرط تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة، والذي يتطلب انخفاض سعر الصرف دون قيمته على المدى الطويل حين تحافظ السياسة النقدية على سعر الإقراض بين البنوك دون قيمته التوازنية. وتوفر التوقعات بارتفاع قيمة العملة المحلية الحافز الضروري لحيازته.

الفائدة نظراً لانخفاض مستوى الناتج والتضخم.<sup>٦</sup> ويعمل التحسن في الميزان التجاري على موازنة التكلفة الزائدة لخدمة الدين الأجنبي التي يعينها ضمناً انخفاض قيمة العملة. ويؤدي انخفاض قيمة العملة أيضاً إلى تراجع معدلات التضخم بدرجة أقل، بحيث لا يتحرك التضخم بعيداً دون الهدف المحدد.

أما في نظام سعر الصرف الثابت، فلا يمكن أن يكون هناك استهداف للتضخم على هذا النحو، وإنما يهبط مستوى التضخم بصورة كبيرة دون قيمة الضبط. وينعكس هذا الهبوط في الانخفاض المطرد في قيمة سعر الصرف الحقيقي في الوقت الذي يظل فيه سعر الصرف الاسمي ثابتاً. ومن الناحية الفعلية، يتعين أن يتراجع سعر الصرف الحقيقي لبعض الوقت. ويحدث هذا التراجع بسرعة في نظام سعر الصرف المرن، ولكن ببطء في نظام سعر الصرف الثابت من خلال فرق التضخم. وتتسم الأجور والأسعار في اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية بالمرونة النسبية؛ ولو فرض أنها كانت بنفس عدم المرونة الموجودة في الاقتصادات المتقدمة، فسيتمد تراجع السعر الحقيقي والناتج لفترة أطول.<sup>٧</sup> وفي نظام ربط العملة يرتفع سعر الإقراض فوراً، حيث يعكس بشكل كامل علاوة التمويل الزائدة بعد هبوط قيمة الضمان. أما في نظام سعر الصرف المرن فيؤدي انخفاض سعر الفائدة الأساسي إلى الحد من الزيادة المبدئية في تكلفة الائتمان. ومع تعافي الناتج، يتم تشديد السياسة وتخضع أسعار الفائدة لبعض الوقت لاستجابة سعرية مفرطة تتجاوز فيها مستويات التوازن على المدى البعيد.

### اقتران التصحيح في أسعار المساكن بصدمة علاوة المخاطر القطرية

لتوضيح الأثر الذي يمكن أن تحدثه إحدى الصدمات على ثقة المقرضين الدوليين حال وقوعها في نفس وقت انهيار أسعار المساكن، سنفرض في نموذج المحاكاة زيادة في علاوة المخاطر القطرية مقدارها ٥٠٠ نقطة أساس تستمر لفترة أربعة أرباع،<sup>٨</sup>

<sup>٦</sup> علاوة مخاطر الأُسْر لا تؤثر على سوق المعاملات بين البنوك بالجملة أو سوق أسعار الصرف في هذا النموذج.

<sup>٧</sup> وعلى سبيل المثال تصل نسبة التضحية بالناتج المتضمنة في هذا النموذج إلى نحو ١.٤. وللاطلاع على أدلة بشأن جمود الأسعار الحقيقية والنسبية في الدول الأعضاء الجدد بالاتحاد الأوروبي، راجع على سبيل المثال دراسة (Gray and others (2007).

<sup>٨</sup> تصلح هذه الزيادة أساساً جيداً للمقارنة مثلاً مع الزيادات المشاهدة في مستويات فروق العائد على مبادلة مخاطر الائتمان لبعض بلدان أوروبا الوسطى والشرقية. فقد ارتفعت الفروق على عقود مبادلة مخاطر الائتمان لأجل خمس سنوات في الآونة الأخيرة حتى وصلت إلى ٣٠٠ نقطة أساس (الجمهورية التشيكية) و ٦٠٠ نقطة أساس (هنغاريا) وأكثر من ١٠٠٠ نقطة أساس (لاتفيا) من مستوى

## الإطار ٢-٢ (تتمة)

فعقب تعرض سوق النقد الأجنبي لصدمة معاكسة، يواجه البنك المركزي خيارا إما بتثبيت سعر الصرف أو ضبط أسعار الفائدة. وحسب الخيار الأول، يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى رفع تكلفة الاقتراض وزيادة سعر النفقات فيما بين الفترات الزمنية المتعددة بحيث يزيد سعر الإنفاق اليوم عن سعره غدا. وينتج عن ذلك تراجع الطلب المحلي مع خفض النفقات على كل من الناتج المحلي والواردات. وحسب الخيار الثاني، ينخفض سعر الناتج المحلي عن سعر السلع الأجنبية داخل نفس الفترة الزمنية مما يعيد توجيه الطلب بعيدا عن الواردات وبتجاه المنتجات المحلية، مما يحسن من القدرة التنافسية لصادرات البلد. وعلى هذا الأساس ينبغي الحكم بأن ضبط أسعار الفائدة يتفوق في الأداء عن تثبيت سعر الصرف.

على أن هذا التحليل لا يراعي مصادر عدم الاستقرار المحتملة التي يمكن أن يواجهها نظام سعر الصرف المرن، وخصوصا إذا كانت عملية التصحيح كبيرة وسريعة. وأوضح الأمثلة على ذلك الأسواق الضعيفة أو عدم التوافق بين قيم العملات في الميزانيات العمومية لقطاع الأسر ومنشآت الأعمال أو ترجح ثقل الدين الأجنبي قصير الأجل.

وبهذا المعنى، تكون نماذج المحاكاة أكثر تنويرا بشأن التدابير الوقائية منها بشأن الإجراءات التي قد تتخذ بمجرد وقوع أزمة. وأحد أهم الدروس المستخلصة للمستقبل هو تشجيع سلوك توخي الحذر الأكبر بتجنب التراكم السريع للديون وتثبيت عدم التوافق بين الأصول والخصوم. وتؤكد النتائج السلبية للصددمات الخارجية التي تتأثر بها علاوات المخاطر على الدور الذي سيضطلع به العالم الصناعي المتقدم في حل الأزمة، حيث ستعمل استعادة الاستقرار في أهم المراكز المالية على تخفيف قيود التمويل الحادة التي تواجه اقتصادات الأسواق الصاعدة في الوقت الراهن.

وعندما يكون الدين كله مقوما بالعملة المحلية فقط، لا توجد آثار تقييم سلبية على الثروة المحلية. ويكون تراجع إجمالي الناتج المحلي أقل بكثير — حيث يهبط إلى نحو ٤٪ دون مستوى الضبط في مستوى القاع. وتكون انعكاسات ذلك على التضخم والميزان التجاري أيضا أقل وضوحا.

أما في نظام سعر الصرف المربوط، فلا يكون هناك أثر فوري على قيمة الدين، بصرف النظر عن تكوين عملاته. وإحدى الافتراضات المهمة في نموذج المحاكاة هنا أن نظام ربط العملة يتسم بالمصادقية التامة؛ ولو فرضنا غياب المصادقية، ستكون الصدمة أشد إضرارا. وحتى مع افتراض المصادقية التامة، يكون الأثر السلبي للصدمة المزدوجة على إجمالي الناتج المحلي أكبر من أثرها في نظام سعر الصرف المرن مع ارتفاع مستوى الدين المقوم بالعملة الأجنبية. كما أن الأثر على التضخم يكون أكبر بكثير، نظرا لأن سعر الصرف الثابت يحكم خفض المطلوب في سعر الصرف الحقيقي بحيث يحدث من خلال تراجع الأسعار.

ويكون الفرق بين نظامي سعر الصرف الثابت والمرن أوضح بكثير في حالة الصدمة المزدوجة منه في حالة صدمة المساكن فقط. ويرجع سبب ذلك إلى أن تكلفة اقتراض الأسر تتحمل كل ثقل الزيادة في علاوة المخاطر القطرية؛ فلا يسمح قرار الحفاظ على تثبيت سعر الصرف في مستوى معين بخفض سعر الفائدة الأساسي.

## الانعكاسات على السياسة

تشير تجارب المحاكاة إلى أن أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية تستجيب لصددمات علاوات التمويل بشكل أفضل في نظام سعر الصرف المرن من استجابتها لنفس الصدمات في نظام سعر الصرف الثابت. غير أن هذا لا يعني أن منهج المرونة هو بالضرورة الخيار الأفضل.

(كهنغاريامثلا). وفي تركيا، حيث الميزانيات العمومية للأسر أقل انكشافا نسبيا لانخفاض سعر الصرف، قام البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة بشيء من الحزم. وقد انضمت سياسة المالية العامة الآن إلى السياسة النقدية في محاربة الركود في عدد كبير من الاقتصادات المتقدمة، وإن كان بعضها يواجه قيودا ناتجة عن صعوبة

بتوسيع فجوات الناتج. ونظرا لأن الضغوط لخفض قيم العملات كانت (ولا تزال) مرتفعة ويمكن أن تزعزع استقرار الميزانيات العمومية لقطاع الأسر أو الشركات في البلدان التي تكثرت فيها عمليات الإقراض المقومة بالعملة الأجنبية، اختارت بعض البنوك المركزية الحفاظ على أسعار الفائدة بدون تغيير أو تخفيضها تدريجيا فقط

## أوروبا تبحث عن رد فعل متناسق على صعيد السياسات

بمعالجة المخاوف بشأن الملاءة والتنسيق بين البلدان. وكما هي الحال في مناطق أخرى، يعكس ذلك التحديات التي يفرضها الاقتصاد السياسي. وتقوم البنوك المركزية بتوفير السيولة بأجال استحقاق أطول وقبول طائفة واسعة من الضمانات في عمليات إعادة الشراء، بما في ذلك الأصول التي توقفت الأسواق عن العمل فيها أساسا. وإضافة إلى ذلك، تعتمد معظم البلدان تدابير لضمان التمويل بالجملة وتقدم دعما لإعادة رسملة البنوك القابلة للاستمرار. إلا أنه لا يزال يتعين تنقية الميزانيات العمومية للبنوك من الأصول السامة التي يعود منشأها إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وهو أمر أساسي لإعادة بناء الثقة في النظم المصرفية. ولتحقيق ذلك، سيتعين على البلدان وضع آليات تسعير وتنسيقها، وقد عرضت المفوضية الأوروبية والبنك المركزي الأوروبي إرشادات حول سبل تحقيق ذلك. غير أن التنسيق لم يكن هو الأمل. وتكرر اندهاش صانعي السياسات من عنف الأزمة فاستسلموا لرودود الأفعال الوطنية الداعية إلى العمل المنفرد دون دعم الآخرين على أساس فكرة "تصرف بنفسك" في تجميع الاستجابات مما أدى إلى إضعاف تدخلات البلدان الأخرى بدلا من تعزيزها، وأخلوا بالالتزامات التي تعهدوا بها في مجلس الجماعات الأوروبية للشؤون الاقتصادية والمالية (ECOFIN) في مايو ٢٠٠٨ لمنع الأزمات وإدارتها وحلها.

ومن الضروري أن تتسم استجابة السياسة المالية للأزمة بدرجة أكبر بكثير من الحزم والتنسيق حتى تتمكن من القضاء على المشكلات الأوسع بكثير والأخذة في التراكم في النظم المالية الأوروبية — وخصوصا تلك المرتبطة بتدهور احتمالات حوافز القروض، ولا سيما احتمالات الانكشاف لأوروبا الصاعدة. ويتعين على الاتحاد الأوروبي بشكل ملح أن يشرع في وضع برامج جديدة للمساعدة المتبادلة أو تعزيز البرامج القائمة بالفعل لهذا الغرض حتى يتوافر له رد فعل سريع وموحد إزاء أي صعوبات قد تنشأ في مجال المدفوعات في أي بلد من بلدان الاتحاد الأوروبي، وفي أي بلد من البلدان المجاورة له في الوضع الأمثل. ويعد ذلك أمرا ضروريا

° وعلى سبيل المثال، أدت الضمانات الشاملة أو الأموال العامة التي قدمتها بعض الحكومات الأوروبية من أجل إعادة رسملة البنوك إلى تقويض فرص عمل البنوك في بلدان أخرى، مما أرغم سلطاتها على تنفيذ تدابير مشابهة، فقامت بوضع قيود شديدة على الميزانيات العمومية السيادية وعلاوات المخاطر. وتزايد في الوقت الحالي الضغوط على البنوك لخدمة أسواقها الوطنية أولا. وتأتي هذه الضغوط في صور عديدة تتمثل إما في تصريحات من السلطات؛ أو وضع قيود على أرباح الأسهم التي يسمح للشركات التابعة بدفعها إلى الشركات الأم في الخارج؛ أو التهديدات باستبعاد المؤسسات أو الفروع التابعة للبنوك الأجنبية من المشاركة في عمليات السياسة النقدية المحلية إذا لم يتم الحفاظ على خطوط الائتمان؛ أو إنشاء غرف مقاصة وطنية بين البنوك.

أوضاع أسواق رأس المال. وتتجاوز الخطة الأوروبية للإنعاش الاقتصادي (The European Economic Recovery Plan) تشغيل أدوات الضبط التلقائي حيث تدعو إلى اتخاذ تدابير مالية استثنائية تكون في معظمها على المستوى القومي وتهدف إلى تقديم دفعة تنشيطية مالية تمثل نحو ١,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي للاتحاد الأوروبي، على أن يوجه ١٪ تقريبا منها للعام ٢٠٠٩ و ٠,٥٪ لعام ٢٠١٠. وقد أوفت بلدان الاتحاد الأوروبي حتى الآن عموما بالتزاماتها في هذه الخطة، وتتوقف هذه الالتزامات على مدى ما في هذه البلدان من عجز مبدئي ومستوى الدين المحلي وغير ذلك من العوامل. ويتوقع على هذا الأساس أن يرتفع العجز الحكومي العام لبلدان منطقة اليورو إلى ٥,٥٪ في عام ٢٠٠٩ و ٦٪ في عام ٢٠١٠ مقابل ٠,٧٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٧ (الجدول أ ٨). ويأتي التنشيط المالي بصفة أساسية من بلدان منطقة اليورو التي استفادت من مرحلة الصعود الدوري السابق في تحريك موازناتها باتجاه التوازن أو تحقيق فائض في عام ٢٠٠٧. مثل قبرص وفنلندا وألمانيا وإسبانيا. وفي الوقت نفسه، شهدت كل من بلجيكا وأيرلندا وإسبانيا مؤخرا اتساعا حادا في فروق العائد على سندات الدين السيادي — بما يعكس (بدرجات متباينة) القلق بشأن الالتزامات المشروطة المرتبطة بالسياسات الموجهة لدعم القطاع المالي — الأمر الذي يحد من خياراتها مستقبلا في مجال المالية العامة. ويتوقع أن تكون الدفعات التنشيطية ضئيلة أو منعدمة في كل من اليونان وإيطاليا والبرتغال، حيث يقترب مستوى العجز في كل منها من ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٨ ويرتفع فيها مستوى الدين العام أو يزداد فيها مستوى علاوات المخاطر القطرية. أما الاقتصادات المتقدمة خارج منطقة اليورو فيتوقع أن تسجل عجزا أو فائضا ضئيلا، باستثناء آيسلندا والمملكة المتحدة. إذ يتوقع أن تصل نسبة العجز في المملكة المتحدة إلى ١١٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٠، على نحو يعكس بالدرجة الأولى أدوات الضبط التلقائي وتراجع الإيراد المرتبط بأسعار الأصول وليس الدفعة التنشيطية الاستثنائية.

وفي أوروبا الصاعدة، تواجه البلدان اتساعا غير مسبوق في علاوات المخاطر السيادية لديها. ومع شدة القيود على الحصول على التمويل، لا يسمح معظم البلدان بحرية عمل أدوات الضبط التلقائي ولا يقوم أي منها بتنفيذ دفعات تنشيطية مالية كبيرة.

واتسمت السياسات المالية عموما بالحزم والابتكار في تصديها لتوترات السيولة، غير أنها تخلفت فيما يتعلق

التمويل من المستثمرين، الذين نأوا بأنفسهم عن أي شيء ما لم يكن أصولا على أعلى درجة من الأمان. وزاد من هذه الضغوط بدء تحول الأسر من الأصول المقومة بالعملة المحلية إلى الأصول المقومة بالعملة الأجنبية. وتعرضت روسيا وكازاخستان وبيلاروس وأوكرانيا لضربات قوية، مع قيام روسيا وكازاخستان بسحب مبالغ كبيرة من احتياطات العملة الأجنبية للوقاية من أثر الصدمة على سعر الصرف. ويتوقع ألا تتمكن هذه الاقتصادات الأربعة من الحصول على تمويل خارجي في المدى القريب إلا بشكل محدود للغاية، باستثناء روسيا التي ينبغي أن تكون قادرة على استمرار تحمل أسعار الفائدة على تمديد الدين. وواجهت بيلاروس وأوكرانيا صعوبات في الوفاء بالتزامتهما الخارجية وحصل كل منهما على تمويل من صندوق النقد الدولي؛ وكذلك تحصل كل من أرمينيا وجورجيا الآن على دعم من الصندوق، وإن كان ترتيب جورجيا مع الصندوق قد جاء سابقا للأزمة المالية.

وقد توافقت بداية الأزمة المالية مع هبوط احتمالات التصدير وانخفاض أسعار السلع الأولية نتيجة تراجع السريع للنشاط الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة. وأدى ذلك إلى تشديد الضغوط على بلدان كومنولث الدول المستقلة ذات النظم المصرفية المفتوحة وحدث تراجع حاد في احتمالات النمو للبلدان المصدرة للسلع الأولية مثل روسيا وكازاخستان وأوكرانيا، ولم تنج من ذلك الاقتصادات الأقل انفتاحا مثل تركمانستان. ويتوقع أن تعاني بلدان أخرى مثل جمهورية قيرغيزستان وطاجيكستان وأوزبكستان من تراجع التحويلات من الخارج، ولا سيما من العاملين المهاجرين في روسيا. ويتوقع أن يكون رصيد الحساب الجاري للمنطقة ككل رصيدا صفريا في عام ٢٠٠٩، وهو تحول كبير عن الفائض الكبير المسجل في الحساب الجاري في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨ (الجدول ٢-٥). إلا أن الاحتمالات تتباين بشكل ملحوظ بين البلدان المصدرة للطاقة والبلدان المستوردة لها، حيث يتوقع أن تشهد الأولى تبدد الفوائض الكبيرة في الحساب الجاري بسبب تراجع أسعار السلع الأولية، بينما تشهد الأخيرة ضيقا حادا في عجوزاتها الخارجية نتيجة لتشديد أوضاع التمويل.

ورغم أن عددا كبيرا من بلدان كومنولث الدول المستقلة أكثر قدرة الآن على تجاوز الأزمة من الفترة التي أعقبت تخلف روسيا عن سداد ديونها عام ١٩٩٨، ستكون تداعيات الأزمة برغم ذلك حادة. فينتوقع أن ينكمش إجمالي الناتج

لتجنب التعديل غير المنظم الذي يمكن أن يحدث في أحد البلدان ويجر معه بلدان أخرى إلى الأسفل. ويجدر في هذا الصدد الترحيب بقرار الاتحاد الأوروبي الأخير بمضاعفة حد الإقراض الطارئ في برامجه (إلى ٥٠ مليار يورو) للبلدان الأعضاء من أوروبا الصاعدة.

واستشرافا لمزيد من الآفاق، أكدت الأزمة الراهنة على أهمية تعزيز الآليات المؤسسية لتنسيق وتكامل السياسات الاقتصادية على مستوى الاتحاد الأوروبي. وأحد الدروس الأساسية في هذا الشأن هو ضرورة تعديل إطار الاستقرار المالي للاتحاد الأوروبي. وهناك مقترحات بخطوات مفيدة في هذا الاتجاه وردت ضمن التقرير الصادر عن مجموعة "دو لاروزبير" بتاريخ ٢٥ فبراير ٢٠٠٩. والمطلوب في النهاية هو إيجاد هيكل مؤسسي للتنظيم والرقابة يقوم برسوخ على مبدأ المسؤولية والمساءلة المشتركة عن الاستقرار المالي، بما في ذلك تقاسم الأعباء المالية المرتبطة بالأزمة. وما لم يحدث ذلك، ستظل ردود الأفعال القومية الضارة تنتشر أثناء الأزمات.

## كومنولث الدول المستقلة تتعرض لضربة ثلاثية

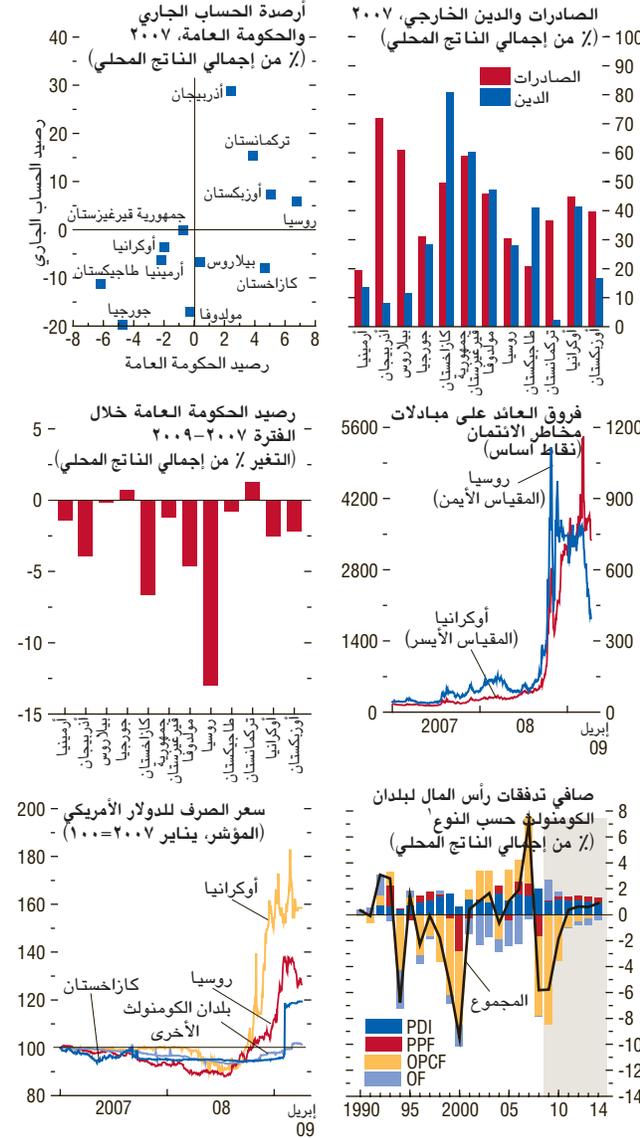
يتوقع أن تشهد بلدان كومنولث الدول المستقلة أكبر تحول في الحظوظ الاقتصادية في الأجل القريب من بين كل مناطق الاقتصاد العالمي. ويعود السبب في ذلك إلى تعرض اقتصاداتها حاليا لضربات قاسية من ثلاث صدمات رئيسية هي الاضطراب المالي الذي قيد بشدة فرص حصولها على تمويل خارجي؛ وهبوط الطلب من الاقتصادات المتقدمة؛ وتراجع أسعار السلع الأساسية المرتبط بهبوط الطلب، ولا سيما أسعار الطاقة.

ويعكس الأثر المباشر الكبير الذي يحدثه اضطراب الأسواق المالية على اقتصادات كومنولث الدول المستقلة التبدل الفجائي الذي طرأ على التمويل الخارجي المقدم لكبرى الشركات غير المالية في هذه الاقتصادات، بل ولنظمها المصرفية وهو الأهم (الشكل البياني ٢-٥). وكانت كل هذه البلدان قبل وقوع الأزمة، باستثناء الاقتصادات القليلة التي يقل ارتباط قطاعاتها المالية بالخارج (أذربيجان وطاجيكستان وتركمانستان وأوزبكستان)، تعتمد على التمويل الخارجي اعتمادا كبيرا للحفاظ على استمرارية الاقتراض المحلي والذي تجاوز بكثير الطلب المحلي على السندات أو الودائع. وما أن وقعت الأزمة حتى تبين لكل من الشركات غير المالية والبنوك مدى الصعوبة البالغة التي ينطوي عليها تجديد

## كومونلث الدول المستقلة تتعرض لضربة ثلاثية

### الشكل البياني ٢-٥: اقتصادات كومونلث الدول المستقلة تقاوم آثار التدفقات الرأسمالية الخارجة

تضررت معظم اقتصادات كومونلث الدول المستقلة بشكل خطير من الضغوط المالية. وحتى البلدان التي لديها فائض في الحساب الجاري وفائض في الميزانية لم تغلت من الضرر، وهو ما يرجع أساسا إلى خصوم الدين الخارجي عليها وانخفاض أسعار صادرات الطاقة. وتقوم البلدان التي يتوافر لها حيز حركة بإرخاء سياسة المالية العامة. ولكن مع ارتفاع فروق العائد على سندات الدين السيادي، يصبح مجال التنشيط المالي محدودا. وتشهد أسعار الصرف في الوقت الحالي انخفاضا. وسوف تمر سنوات عديدة على الكومونلث قبل أن تتعافى التدفقات الرأسمالية من صدمة الأزمة.



المصادر: قاعدة بيانات Thomson Data Stream وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
PDI: الاستثمار المباشر الخاص؛ PPF: تدفقات الحوافز الخاصة؛ OPCF: تدفقات رأسمالية خاصة أخرى؛ OF: تدفقات رسمية.

المحلي الحقيقي في المنطقة بنسبة تزيد قليلا على ٥٪ في عام ٢٠٠٩ مقابل توسعه بنسبة ٨,٥٪ في عام ٢٠٠٧، وهو أدنى معدل من بين كل المناطق الصاعدة. ويتوقع أن ينتعش النمو في عام ٢٠١٠ ليزيد قليلا على ١٪. وفي ظل الضغوط على العملات، يتوقع أن يظل التضخم قريبا من حدود الخانتين في البلدان المصدرة الصافية للطاقة، برغم بطء وتيرة النشاط الاقتصادي فيها. أما البلدان المستوردة الصافية للطاقة فيتوقع أن تنحسر الضغوط التضخمية فيها بوتيرة أسرع.

ويكمن التحدي الأساسي الذي يواجه صانعي السياسات في بلدان كومونلث الدول المستقلة في كيفية تحقيق التوازن السليم بين استخدام السياسات الاقتصادية الكلية للوقاية من آثار صافي تدفقات رأس المال الخارجة على النشاط الاقتصادي من ناحية والحفاظ على الثقة في العملات المحلية من ناحية أخرى. وفي ظل نظام سعر الصرف المربوط الذي تعمل به معظم بلدان الكومونلث، تعين على صانعي السياسة النقدية الاختيار بين استنفاد الاحتياطيات، ورفع أسعار الفائدة الأساسية للدفاع عن عمليات الربط، والسماح بانخفاض أسعار الصرف. فقامت الدول التي كان بوسعها السحب من احتياطيات النقد الأجنبي لديها مثل روسيا وكازاخستان بالسحب مبدئيا من هذه الاحتياطيات، إلا أنها اضطرت إلى تغيير هذا النهج بعد أن واجهت ضغوطا تضخمية عاتية. فسمحت روسيا بانخفاض الروبل بصورة كبيرة دون نطاقه الأول وقامت أيضا برفع أسعار الفائدة، فيما اختارت كازاخستان خفض عملتها في خطوة واحدة بنسبة ١٨٪ تقريبا (راجع الشكل البياني ٢-٥). أما البلدان الأخرى مثل أوكرانيا وبيلاروس فقد انخفضت عملاتها انخفاضا كبيرا في فترة مبكرة من الأزمة.

والمشكلة التي تواجهها هذه الاقتصادات هي زيادة عبء الديون الفعلي على قطاعات الشركات غير المالية التي اقتضت بالعملة الأجنبية نتيجة سرعة انخفاض قيمة العملة فيها. والحقيقة أن نسبة الائتمان المقوم بالعملة الأجنبية في الائتمان المصرفي المحلي يمتد من ٣٠٪ تقريبا في كل من بيلاروس وروسيا إلى نحو ٥٠٪ في كازاخستان وأوكرانيا، وإلى نحو ٧٠٪ في جورجيا. وقد تطلب الوفاء بهذه الالتزامات بالعملة الأجنبية مع انخفاض أسعار الصرف حدوث خفض كبير في الاستثمار وتوظيف العمالة في العديد من هذه الاقتصادات. ولنفس السبب، سيؤدي التوقف عن السداد إلى زيادة التوترات

الجدول ٢-٥: كومنولث الدول المستقلة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري

(التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	
١,٥	٠,١	٥,٠	٤,٢	٩,٥	١٢,٦	١٥,٦	٩,٧	١,٢	٥,١-	٥,٥	٨,٦	كومنولث الدول المستقلة
١,٤	٠,٥	٦,١	٥,٩	٩,٩	١٢,٩	١٤,١	٩,٠	٠,٥	٦,٠-	٥,٦	٨,١	روسيا
١,٤	٠,٦	٧,٢-	٣,٧-	١٠,٠	١٦,٨	٢٥,٢	١٢,٨	١,٠	٨,٠-	٢,١	٧,٩	أوكرانيا
١,١	٦,٤-	٥,٣	٧,٨-	٨,٧	٩,٥	١٧,٢	١٠,٨	١,٥	٢,٠-	٣,٢	٨,٩	كازاخستان
٥,٦-	٨,١-	٨,٤-	٦,٨-	٦,٠	١٢,٦	١٤,٨	٨,٤	١,٦	٤,٣-	١٠,٠	٨,٦	بيلاروس
٩,٢	١٥,٧	١٩,٦	١٥,٤	٨,٠	١٠,٠	١٥,٠	٦,٣	٧,٠	٦,٩	٩,٨	١١,٦	تركمانيستان
١٨,٤	١٠,٨	٣٥,٥	٢٨,٨	٧,٠	٤,٠	٢٠,٨	١٦,٦	١٢,٣	٢,٥	١١,٦	٢٣,٤	أذربيجان
بلدان الكومنولث منخفضة الدخل												
٥,٢	١,٥	١٢,٠	٨,١	٧,٩	٧,٤	١٥,٩	١٢,٦	٧,٢	٢,٧	٨,٨	١٤,٣	الدخل
١١,٠-	١١,٥-	١٢,٦-	٦,٤-	٧,٢	٣,٦	٩,٠	٤,٤	٠,٠	٥,٠-	٦,٨	١٣,٨	أرمينيا
١٦,٧-	١٦,٤-	٢٢,٦-	١٩,٦-	٦,٥	٥,٠	١٠,٠	٩,٢	٣,٠	١,٠	٢,٠	١٢,٤	جورجيا
٨,٤-	٦,٣-	٦,٥-	٠,٢-	٨,٦	١٢,٤	٢٤,٥	١٠,٢	٢,٩	٠,٩	٧,٦	٨,٥	جمهورية قيرغيزستان
١٦,٦-	١٩,٤-	١٩,٤-	١٧,٠-	٤,٧	٢,٦	١٢,٧	١٢,٤	٠,٠	٣,٤-	٧,٢	٤,٠	مولدوفا
٨,٣-	٩,٧-	٨,٨-	١١,٢-	١١,٥	١١,٩	٢٠,٤	١٣,٢	٣,٠	٢,٠	٧,٩	٧,٨	طاجيكستان
٦,٨	٧,٧	١٣,٦	٧,٣	٩,٥	١٢,٥	١٢,٧	١٢,٣	٧,٠	٧,٠	٩,٠	٩,٥	أوزبكستان
للتذكرة												
٢,٢	٠,٧	٧,٠	٥,٦	٩,٧	١٢,٣	١٤,٥	٩,٤	١,٢	٤,٩-	٥,٨	٨,٦	البلدان المصدرة الصافية للطاقة <sup>٣</sup>
٢,٨-	٤,١-	٨,٧-	٥,٥-	٨,٧	١٤,٢	٢١,٣	١١,٤	١,٣	٦,١-	٤,٣	٨,٤	البلدان المستوردة الصافية للطاقة <sup>٤</sup>

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف ٧ في الملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> تشمل أذربيجان وكازاخستان وروسيا وتركمانيستان وأوزبكستان.

<sup>٤</sup> تشمل أرمينيا وبيلاروس وجورجيا وجمهورية قيرغيزستان ومولدوفا وطاجيكستان وأوكرانيا.

العامة، بينما تستطيع كل من جورجيا وجمهورية قيرغيزستان ترك أدوات الضبط التلقائي تعمل، بشرط وجود دعم كاف من المانحين في الطريق. أما أذربيجان وكازاخستان وروسيا وأوزبكستان — والتي حققت جميعها فوائض في المالية العامة قبل وقوع الأزمة — فقد سمحت لأدوات الضبط التلقائي بالعمل وقامت بإرخاء سياسة المالية العامة للحفاظ على استمرارية النمو.

### الاقتصادات المتقدمة الأخرى تتعامل مع صدمات معدلات التبادل التجاري المعاكسة

يؤثر انخفاض الطلب في الولايات المتحدة الأمريكية وآسيا وانخفاض أسعار السلع الأولية تأثيراً سلبياً على النشاط الاقتصادي في كندا وأستراليا ونيوزيلندا، حيث تعاني الأسر أيضاً من تناقص ثرواتها مع تراجع أسواق الأسهم، وانخفاض أسعار المساكن وإن كان بدرجة أقل، عقب الزيادات السريعة التي شهدتها خلال عام ٢٠٠٧. وقد استفادت هذه الاقتصادات في السنوات الأخيرة من معدلات التبادل التجاري الإيجابية للغاية، فيما يرجع

الحادة أصلاً على الميزانيات العمومية للبنوك والحد من احتمالات نمو الائتمان مجدداً.

وفي هذه الظروف، يكون الدعم العام للنظام المصرفي أمراً حاسماً. وقد قامت البلدان التي تعاني قطاعاتها المصرفية من ضغوط نتيجة احتياجها إلى تمديد الدين الأجنبي — مثل بيلاروس وجورجيا وكازاخستان وروسيا وأوكرانيا — بنشر تدابير علاجية بالفعل. وتشمل هذه التدابير توفير سيولة كبيرة من جانب البنوك المركزية، وتوفير ضمانات حكومية، وتدبير أموال من أجل إعادة الرسملة (بما في ذلك من المؤسسات المالية الدولية)، والتأمين. وتشير التوقعات إلى أنه سيكون من الأمور الحاسمة تقييم الميزانيات العمومية للبنوك بعناية بهدف شطب الأصول الرديئة بطريقة استباقية، وتحديد البنوك التي أمامها احتمالات نجاح جيدة في المدى المتوسط، وتعزيز رؤوس أموالها إذا لزم، والاعتماد على موارد الميزانية بدلاً من الاعتماد على دعم البنك المركزي.

ومع ضرورة توفير دعم حكومي للبنوك وصعوبة الأوضاع في أسواق رأس المال، يكون المجال محدوداً أمام الدفعات التنشيطية المالية التي تتقرر على مستوى السياسة في معظم بلدان كومنولث الدول المستقلة. وقد احتاجت بيلاروس وأوكرانيا إلى تشديد سياسة المالية

## أمريكا اللاتينية والكاربي تواجه ضغوطا متزايدة

في الاقتصادات المتقدمة على رفع تكاليف الاقتراض والحد من التدفقات الرأسمالية الداخلة في كل بلدان أمريكا اللاتينية والكاربي. كذلك يعصف تراجع أسعار السلع الأولية بالاقتصادات الكبيرة في المنطقة — الأرجنتين والبرازيل وشيلي والمكسيك وفنزويلا، وهي من أكبر البلدان المصدرة للمنتجات الأولية في العالم. وإضافة إلى ذلك يعمل هبوط النشاط الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة — ولا سيما الولايات المتحدة الأمريكية، أكبر شريك تجاري في المنطقة — على خفض الطلب الخارجي وتراجع الإيرادات من الصادرات والسياحة وتحويلات المغتربين. ومن ثم تعاني المنطقة من نفس ثلاثية الصدمات التي أصابت اقتصادات كومنولث الدول المستقلة. غير أن الميزانيات العمومية الخاصة والعمامة كانت على النقيض قوية نسبيا في بداية الأزمة في هذه الاقتصادات التي كانت أيضا أقل ارتباطا ماليا بالنظم المصرفية للاقتصادات المتقدمة. وهكذا يتوقع عموما أن يكون تراجع النمو فيها أقل من التراجع البالغ في اقتصادات كومنولث الدول المستقلة أو الاقتصادات الأوروبية الصاعدة.

وقد انتشرت الأزمة المالية العالمية بسرعة إلى أسواق أمريكا اللاتينية والكاربي بعد منتصف سبتمبر ٢٠٠٨. وشهدت أسواق الأسهم المحلية عمليات بيع جماعية مكثفة، وكانت الخسائر الأكبر (نحو ٢٥٪) في الأرجنتين (الشكل البياني ٢-٧). وانخفضت العملات المحلية بصورة حادة، وخصوصا في البرازيل والمكسيك، وهما من أكبر البلدان المصدرة للسلع الأولية ويعتمد كلاهما نظام سعر الصرف المرن. وارتفعت تكاليف التمويل من البنوك المحلية، وخصوصا الصغيرة والمتوسطة منها. كما ارتفعت تكلفة الاقتراض الخارجي، نظرا لزيادة الفروق على سندات الدين السيادي وسندات دين الشركات بشكل لم يوازنه انخفاض العائد على أدون الخزنة الأمريكية إلا بشكل جزئي، ونظرا لتضاؤل التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى المنطقة في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨. وبالرغم من ذلك، ميزت الأسواق المالية بين المقترضين، فارتفعت تكلفة التمويل لبعض البلدان (مثل الأرجنتين وإكوادور وفنزويلا) بدرجة كبيرة ولكنها تظل منخفضة نسبيا لبلدان أخرى ذات أوضاع مبدئية أفضل ومصدات وقائية أتاحتها سياساتها مثل البرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو. وقد نجحت بعض هذه الأخيرة في إصدار الدين الأجنبي في الشهور الأخيرة.

ولم تستغرق الآثار السلبية على النشاط الحقيقي وقتا طويلا لكي تطفو إلى السطح. فقد أدى انخفاض

أساسا إلى ارتفاع أسعار صادرات الطاقة والمعادن والغذاء. وقد سمح ذلك لهذه الاقتصادات بتحقيق نمو قوي، حيث كانت معدلات النمو في المتوسط خلال السنوات الخمس قبل عام ٢٠٠٨ غالبا في نطاق ٢,٥٪-٤٪. ومع انخفاض أسعار السلع، وتناقص ثروة الأسر، واحتمالات ضعف الطلب على الصادرات من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وآسيا، تشير التوقعات لعام ٢٠٠٩ إلى تراجع الناتج في عام ٢٠٠٩ في كل من كندا وأستراليا ونيوزيلندا بصورة طفيفة قبل أن يعاود الارتفاع في عام ٢٠١٠ (راجع الجدول ٢-١). وتتضمن مخاطر النتائج دون المتوقعة احتمال زيادة حدة التراجع في الطلب العالمي وارتفاع الفروق على عائدات التمويل الخارجي، نتيجة لزيادة عزوف المقرضين الأجانب عن المخاطر. وتبدو المخاطر أكبر في أستراليا ونيوزيلندا، نظرا لارتفاع مستويات خصومهما الخارجية نسبيا؛ ففي نهاية ٢٠٠٨ كان صافي الخصوم الأجنبية لأستراليا ونيوزيلندا أعلى من ٦٠٪ و ٩٠٪ من الدخل على الترتيب، وإن كان معظم الدين بالعملة المحلية أو مغطى.

ومن حسن حظ هذه الاقتصادات أن الحذر الذي تتوخاه إدارة السياسة النقدية وسياسة المالية العامة فيها قد جعل الآن صانعي سياساتها أكثر قدرة من نظرائهم في الاقتصادات الأخرى على تخفيف حدة الأثر الذي ولده استمرار تراجع الطلب. فتم خفض أسعار الفائدة الأساسية بسرعة ويمكن خفضها بدرجات أكبر. وقد أدى هذا الخفض، إلى جانب الخسائر في معدلات التبادل التجاري، إلى خفض أسعار الصرف خفضا كبيرا بالقيمة الاسمية، بحيث لم تتراجع إيرادات السلع الأولية بالعملة المحلية بنفس قدر تراجع الأسعار العالمية تقريبا (الشكل البياني ٢-٦). وأدت مبادرات البنوك المركزية والحكومات، والتي جاءت في صورة ضمانات على الودائع وتمويل مصرفي آخر، إلى دعم تدفقات الائتمان الأجنبي حتى الآن، وهو أيضا ما فعلته التدابير الأخرى الهادفة إلى تثبيت النظم المالية. وعقب سنوات من الفوائض المتصلة، تتسم أوضاع المالية العامة بالثبات، ويجري حاليا تقديم دفعات مالية تنشيطية كبيرة. إلا أن شدة اعتماد هذه الاقتصادات نسبيا على الطلب من الولايات المتحدة الأمريكية وآسيا وعلى التمويل الخارجي يفرض حدودا لما تستطيع تدابير السياسة المحلية أن تحققه.

## أمريكا اللاتينية والكاربي تواجه ضغوطا متزايدة

كما هي الحال في المناطق الصاعدة الأخرى، تعمل ضغوط القطاع المالي وتخفيض نسب التمويل بالديون

أسعار السلع الأولية إلى تراجع احتمالات النمو في البلدان المنتجة للسلع الأولية في المنطقة (وبصفة أساسية الأرجنتين وبوليفيا والبرازيل وشيلي وكولومبيا وإكوادور والمسكيك وبيرو وترينيداد وتوباغو وأوروغواي وفنزويلا)، وإن كان قد ساعد البلدان المستوردة للسلع الأولية في الكاريبي وأمريكا الوسطى. وإضافة إلى ذلك أدى انهيار النمو في الاقتصادات المتقدمة، وخصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى خفض الطلب على الصادرات وتراجع السياحة وخفض تحويلات العاملين في الخارج — وهي كلها عوامل دعم أساسية في منطقة الكاريبي وأمريكا الوسطى. ومع تفاعل كل هذه العوامل معا، انخفض نمو الائتمان بصورة فجائية، وانهار الإنتاج الصناعي والصادرات، وتهافت ثقة المستهلكين في كل المنطقة.

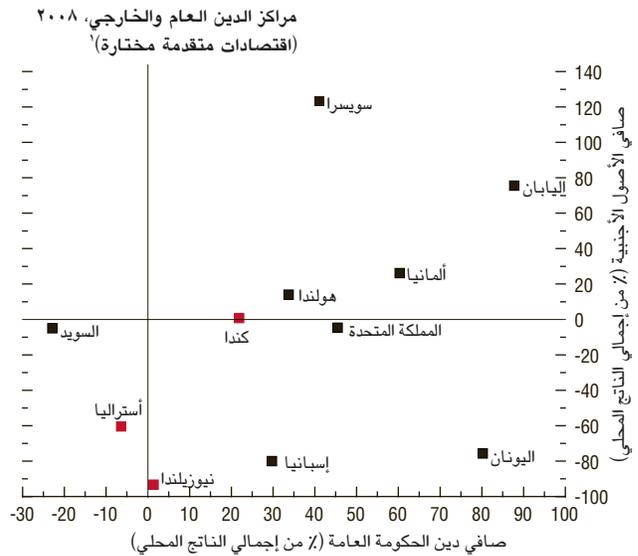
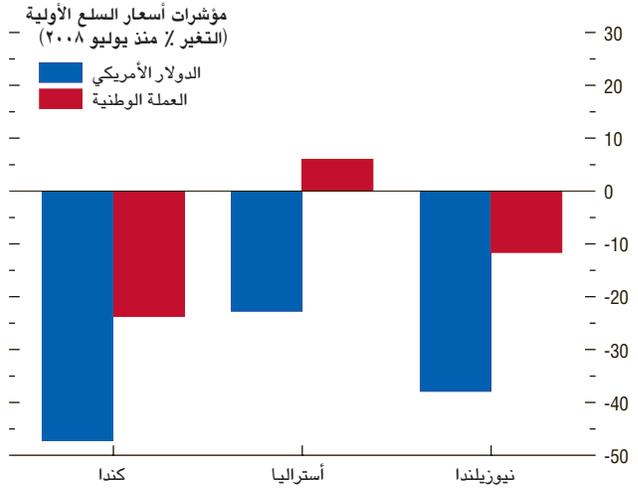
وبأخذ تحديات البيئة الخارجية البالغة بعين الاعتبار، تكون معظم البلدان آخذة في تجاوز هذه العاصفة بشكل جيد مقارنة بتجاربها الأولى في الاضطراب العالمي، وهو أمر يعود الفضل فيه إلى التحسينات التي أُدخلت على أطر السياسة ومراكز الميزانية العمومية. ولكن يتوقع بالرغم من ذلك أن ينكمش إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بمقدار ١,٥٪ في عام ٢٠٠٩ قبل أن يتعافى بصورة طفيفة في عام ٢٠١٠ (الجدول ٢-٦). ويتوقع أن يتقلص الطلب المحلي بمقدار ٢,٢٥٪ في عام ٢٠٠٩ نتيجة ارتفاع تكلفة التمويل الأجنبي وندرته فضلا عن انخفاض الطلب على المنتجات المحلية. ومع استخدام سعر الصرف كأداة لامتصاص الصدمات، يتوقع أن يتراجع النشاط بصورة طفيفة بل ويتسع في عدد من الاقتصادات التي تستهدف التضخم (البرازيل وشيلي وبيرو وأوروغواي).<sup>٦</sup> ويتوقع أن يكون الانكماش أكثر حدة في المكسيك نظرا لتوثق صلاتها بالاقتصاد الأمريكي وبالرغم من الأثر التخفيفي لسعر الصرف المرن، وفي فنزويلا وفي بعض الاقتصادات الصغيرة جدا التي تعتمد على السياحة (أنتيغوا وبربودا وجزر البهاما وبربادوس وجامايكا).

ومع اتساع فجوات الناتج، يتوقع أن تنحسر الضغوط التضخمية برغم انتقال آثار انخفاض العملة في عدد من البلدان. وبالنسبة للمنطقة ككل، يتوقع أن يتراجع التضخم إلى نحو ٦,٥٪ في ٢٠٠٩ مقابل ٨٪ في ٢٠٠٨. وفي الوقت نفسه، يتوقع أن يتسع عجز الحساب الجاري

<sup>٦</sup> وبالرغم من ذلك، تعرضت قطاعات الشركات في هذه البلدان لخسائر كبيرة في مراكزها خارج الميزانية العمومية نتيجة لانخفاض قيمة العملة.

### الشكل البياني ٢-٦: كندا وأستراليا ونيوزيلندا تتعامل مع صدمات معدل التبادل التجاري

انخفضت أسعار السلع الأولية بشكل كبير عن أعلى المستويات التي سجلتها مؤخرا، غير أن انخفاض سعر الصرف خفف من حدة آثارها. وقد عمدت الحكومات إلى توفير حيز حركة كبير للدفعات التنشيطية المالية، غير أن زيادة صافي الدين الخارجي الخاص يجعل أستراليا ونيوزيلندا أكثر عرضة لصدمات التمويل الخارجي.

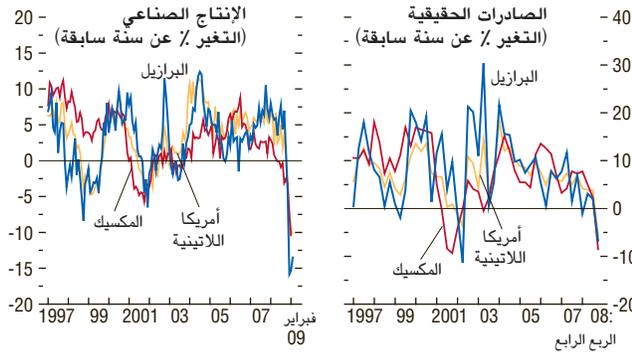
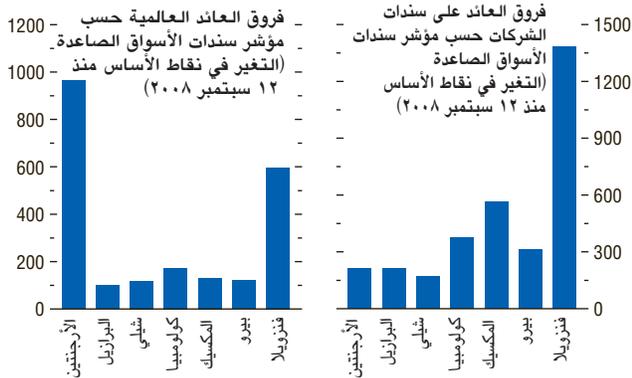
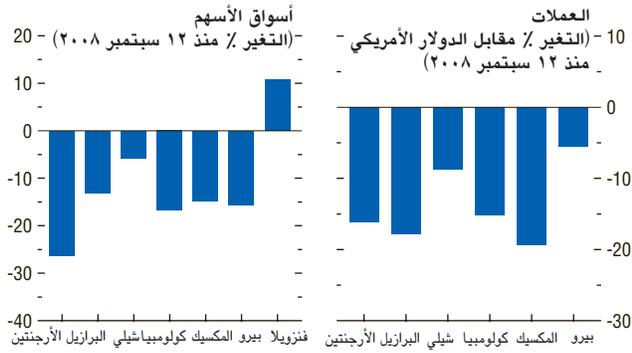


المصادر: مؤسسة Haver Analytics وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تشمل الاقتصادات المتقدمة التي تتوفر لها بيانات عن عام ٢٠٠٨ كلا من أستراليا وكندا وألمانيا واليونان واليابان وهولندا ونيوزيلندا وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة.

## أمريكا اللاتينية والكاربي تواجه ضغوطا متزايدة

### الشكل البياني ٢-٧: أمريكا اللاتينية تعاني من تزايد الضغوط عليها

انتشرت الأزمة المالية العالمية بسرعة إلى أمريكا اللاتينية والكاربي، مع كثافة البيع الجماعي في أسواق الأسهم المحلية وانخفاض العملات الوطنية. وارتفعت تكاليف الاقتراض الخارجي بصورة حادة، وخصوصا للدول ذات الأساسيات الاقتصادية الأضعف. ولم تستغرق الأزمة وقتا طويلا لتؤثر على النشاط الحقيقي. ومع الانخفاض المفاجئ في الطلب الخارجي وتراجع أسعار السلع الأولية في نفس الوقت، هبط الإنتاج الصناعي والصادرات هبوطا حادا.



المصادر: مؤسسة Bloomberg Financial Markets ومؤسسة Haver Analytics وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

للمنطقة إلى أعلى قليلا من ٢٪ في عام ٢٠٠٩ (مقابل ٠,٧٥٪ تقريبا في ٢٠٠٨)، بسبب معدلات التبادل التجاري السالبة.

وتتركز المخاطر في هذه الأفاق بشكل راسخ في جانب قصور النتائج عن التوقعات. ويكمن الخطر الأكبر في أن يؤدي خفض نسب التمويل بالديون في البلدان المتقدمة إلى إطالة فترة توقف ورود التدفقات الرأسمالية الداخلة، حيث سيستلزم ذلك إجراء تعديل محلي أكثر حدة. ونظرا لكثرة شروط تمديد الدين، سيكون قطاع الشركات والقطاع العام معرضين للأخطار بشكل خاص في عدد من البلدان. وإلى جانب ذلك، ستكون لاستمرار تراجع أسعار السلع الأولية آثار ضارة على الصادرات والنمو في معظم بلدان المنطقة.

ويكمن التحدي العام الذي تواجهه السياسة في تدبير هامش وقاية تواجه به الآثار التي ستترتب على تعديل وضعها للتواءم مع الصدمات الخارجية. ولكن نظرا لشدة انفتاح المنطقة واعتمادها الكبير على التدفقات الرأسمالية، يتعين موازنة المنافع المحتملة لاعتماد سياسات مضادة للاتجاهات الدورية مقابل التكاليف المحتملة لهذه السياسات وهي تزعزع ثقة المستثمرين الأجانب وزيادة تكاليف الاقتراض الخارجي والحد بدرجة أكبر من التدفقات الرأسمالية. وتختلف البلدان فيما بينها اختلافا كبيرا في حيز الحركة المتاح لها لاتخاذ إجراءات على مستوى السياسة؛ فالاقتصادات التي لديها أطر أفضل وهوامش وقائية أكبر ستكون قادرة على معاوضة آثار الأزمة العالمية بدرجات متفاوتة، بينما قد تجد الاقتصادات الأخرى نفسها مضطرة إلى تشديد سياساتها حتى تتجنب الدخول في حالة عدم الاستقرار.

وتتسم مهمة السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف بالصعوبة بوجه خاص. وقد دخلت المنطقة الأزمة بمستويات تضخم عالية نسبيا. وكانت مستويات التضخم في النظم التي تستهدف التضخم أعلى من النطاقات المستهدفة في كل الحالات (عدا البرازيل). ومع تعرض البلدان لصدمات معاكسة أثرت على تدفقات رأس المال إليها وضغوط الطلب على أسعار الصرف، أحجمت بنوكها المركزية عن خفض أسعار الفائدة حتى شهر ديسمبر حين قام بنك كولومبيا المركزي بخفض سعر الفائدة الأساسية بمقدار ٥٠ نقطة أساس. ولم تلبث البنوك المركزية لكل من البرازيل وشيلي والمكسيك وبيرو أن سارت على دربه مع تزايد وضوح حدة التدهور الذي مني به النشاط الحقيقي ومع بدء تباطؤ وتيرة التضخم. وعلى مستوى المنطقة كلها، تم استخدام هوامش الاحتياطات القائمة للحد من

الجدول ٢-٦: اقتصادات مختارة في نصف الكرة الغربي: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	
١,٦-	٢,٢-	٠,٧-	٠,٤	٦,٢	٦,٦	٧,٩	٥,٤	١,٦	١,٥-	٤,٢	٥,٧	نصف الكرة الغربي
١,٣-	١,٩-	٠,٣-	٠,٧	٦,٣	٦,٧	٧,٧	٥,٣	١,٦	١,٦-	٤,٢	٥,٧	أمريكا الجنوبية والمكسيك <sup>٣</sup>
١,٨	١,٠	١,٤	١,٦	٧,٣	٦,٧	٨,٦	٨,٨	٠,٧	١,٥-	٧,٠	٨,٧	الأرجنتين <sup>٤</sup>
١,٨	١,٨	١,٨	٠,١	٤,٠	٤,٨	٥,٧	٣,٦	٢,٢	١,٣-	٥,١	٥,٧	البرازيل
٥,٠-	٤,٨	٢,٠-	٤,٤	٣,٥	٢,٩	٨,٧	٤,٤	٣,٠	٠,١	٣,٢	٤,٧	شيلي
٣,٣-	٣,٩-	٢,٨-	٢,٨-	٤,٠	٥,٤	٧,٠	٥,٥	١,٣	٠,٠	٢,٥	٧,٥	كولومبيا
٢,٣-	٣,٥-	٢,٤	٢,٣	٣,٠	٤,٠	٨,٤	٢,٣	١,٠	٢,٠-	٥,٣	٢,٥	إكوادور
٢,٢-	٢,٥-	١,٤-	٠,٨-	٣,٤	٤,٨	٥,١	٤,٠	١,٠	٣,٧-	١,٣	٣,٣	المكسيك
٣,٢-	٣,٣-	٣,٣-	١,٤	٢,٥	٤,١	٥,٨	١,٨	٤,٥	٣,٥	٩,٨	٨,٩	بيرو
٢,٤-	١,٧-	٣,٦-	٠,٨-	٦,٧	٧,٠	٧,٩	٨,١	٢,٠	١,٣	٨,٩	٧,٦	أوروغواي
٤,١	٠,٤-	١٢,٣	٨,٨	٤٣,٥	٣٦,٤	٣٠,٤	١٨,٧	٠,٥-	٢,٢-	٤,٨	٨,٤	فنزويلا
٧,١-	٦,١-	٩,٢-	٧,٠-	٥,٥	٥,٩	١١,٢	٦,٨	١,٨	١,١	٤,٣	٦,٩	أمريكا الوسطى <sup>٥</sup>
٤,١-	٥,١-	٢,٨-	١,٥-	٥,٨	٤,٠	١١,٩	٦,٧	١,٥	٠,٢-	٣,٠	٥,٨	الكاريببي <sup>٥</sup>

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف ٧ في الملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> تشمل بوليفيا وباراغواي.

<sup>٤</sup> يقدر المحللون من الدوائر الخاصة أن تضخم مؤشر أسعار المستهلكين كان أعلى بدرجة ملموسة.

<sup>٥</sup> العناصر القطرية لهذه المجموعات الإقليمية مبينة بالتحديد في الجدول (و) في الملحق الإحصائي.

وفي ضوء التحديات التي تفرضها البيئة الخارجية، يكون للحفاظ على سلاسة عمل الأسواق المالية المحلية عائد كبير. وستتزايد الأهمية النسبية للتمويل المحلي مع قيام البنوك العالمية والمستثمرين الأجانب بالحد من انكشافهم لاقتصادات المنطقة. وسيكون من المهم الحفاظ على استقرار أوضاع التمويل (بالعملة المحلية) وتيسير تدفق الائتمان من أجل تجنب حدوث ضائقة ائتمان مكتملة المعالم. وقد قام عدد كبير من البلدان بالفعل باتخاذ خطوات لتوفير السيولة ودعم تدفقات الائتمان، وخصوصاً إلى قطاع الشركات (وخصوصاً في البرازيل والمكسيك). وسعت بعض البلدان إلى الحصول على دعم من صندوق النقد الدولي ضمن ترتيبات تشمل الاتفاقات التحفظية (مثل كوستاريكا والسلفادور)، فيما سعت المكسيك إلى تأمين حصولها على ائتمان في إطار خط الائتمان المرن الجديد. ورغم أن النظم المالية المحلية أصبحت الآن أكثر مرونة مما سبق، فلا يمكن التهوين من احتمال حدوث مشكلات في البنوك في بعض الحالات نظراً للمناخ الخارجي غير الإيجابي. ويدعو ذلك كله إلى استمرار العمل على تحسين شبكات الأمان المالي وأطر تسوية أوضاع البنوك.

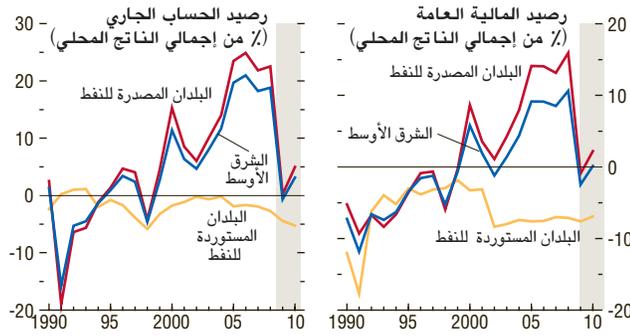
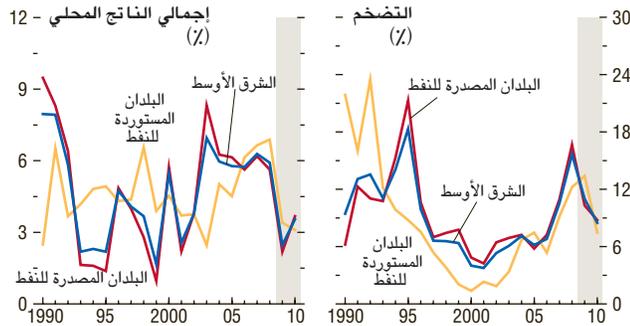
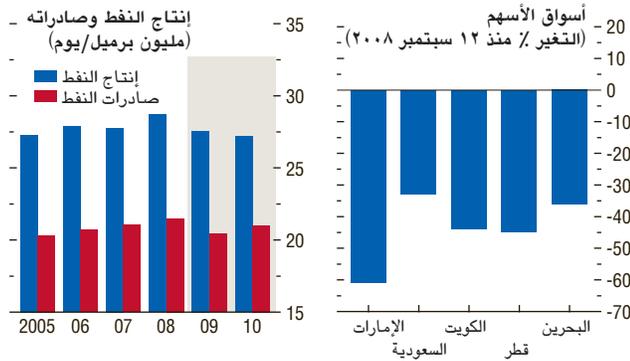
ضغوط العملة وتمهيد عملية التعديل لمواجهة الصدمات. ويمكن أن تصبح الموازنة بين الضغوط المحلية والضغوط الخارجية أكثر صعوبة، وخصوصاً إذا استمر تدهور الأوضاع المالية العالمية. ورغم ذلك سيكون هناك مجال أمام البنوك المركزية في البلدان التي تعتمد نظم أسعار صرف أكثر مرونة وثابتة في أطر تستهدف التضخم وتتسم بالمصداقية (مثل البرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك) لخفض أسعار الفائدة الأساسية بدرجة أكبر، وخصوصاً إذا استمر تباطؤ التضخم بوتيرة سريعة.

أما سياسة المالية العامة فيختلف الحيز المتاح لها لتخفيف حدة آثار الصدمات الخارجية السلبية كثيراً باختلاف البلدان. ويتوقع أن تتراجع مراكز المالية العامة في المنطقة في عام ٢٠٠٩ نتيجة للتباطؤ في النشاط الاقتصادي وانخفاض أسعار السلع الأولية. وفي البلدان التي ترتفع فيها تكاليف الاقتراض الخارجي وتكثر فيها متطلبات التمويل، ستتقيد بشدة قدرة صانعي السياسات على تنفيذ سياسات مالية عامة مضادة للاتجاهات الدورية. والحقيقة أن هذه الجهود يمكن أن يكون لها مردود سلبي هو ارتفاع تكاليف الاقتراض وزيادة خسائر الاحتياطات. أما البلدان الأخرى، فيجري بالفعل استخدام حيز المالية العامة القائم بشكل جزئي، مع إعلان بعض البلدان كالبرازيل وشيلي والمكسيك وبيرو عن دفعات مالية نشيطة بمستويات دين أقل.

## اقتصادات الشرق الأوسط تتحصن من الصدمات العالمية

### الشكل البياني ٢-٨: الشرق الأوسط يتكيف مع انخفاض أسعار النفط

تعاني المنطقة ضرراً جسيماً ولده الانخفاض الحاد في أسعار النفط. فقد تكبد الكثير من أسواق الأسهم والعقارات خسائر فادحة مع تدهور أوضاع التمويل الخارجي وتحول اتجاه التدفقات الرأسمالية الوافدة. ورغم السياسات المساندة التي اعتمدها البلدان في المنطقة، تشير التوقعات إلى تباطؤ النمو وانحسار ضغوط التضخم بدرجة ملموسة في عام ٢٠٠٩. وفي نفس الوقت، يتوقع أن تزداد حدة انخفاض الأرصدة الخارجية وأرصدة المالية العامة، حيث تلجأ البلدان المصدرة للنفط إلى استخدام احتياطاتها التي تراكمت عبر سنوات الرواج بغية الوقاية من تأثير الأزمة.



المصدر: مؤسسة Bloomberg Financial Markets، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. البلدان المصدرة للنفط تشمل البحرين وجمهورية إيران الإسلامية والكويت ولبنان وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والجمهورية اليمنية. أما البلدان المستوردة فهي مصر والأردن ولبنان والجمهورية العربية السورية.

لم تسلّم بلدان الشرق الأوسط من عواقب الأزمة العالمية، حيث تعاني المنطقة مغبة الهبوط الحاد في سعر النفط (الشكل البياني ٢-٨)، بالإضافة إلى تدهور أوضاع التمويل الخارجي وتحول اتجاه التدفقات الرأسمالية الداخلة للذات بدأ يتركان أثرهما السلبي على الاقتصاد في صورة ضغوط مكثفة على أسواق العقارات والأسهم المحلية وتعثر في أوضاع السيولة واتساع مفرط في فروق أسعار الفائدة بالنسبة لبعض الشركات وتوترات ناشئة في النظام المالي لدى عدد من البلدان وخسائر تكبدتها صناديق الثروة السيادية نتيجة لاستثماراتها الموظفة في الأسواق العالمية. وإضافة إلى ذلك، بدأ الانخفاض الكبير في الطلب الخارجي (بما في ذلك الطلب من دول الخليج العربي) يؤثر على نمو الصادرات وتحويلات العاملين في الخارج والعائد السياحي (الأردن ولبنان ومصر).

ورغم أن السياسات شديدة التوسع ينتظر أن تخفف من تأثير الصدمات المعاكسة، فمن المتوقع أن يكون لهذه الصدمات آثاراً سلبية حادة على النشاط الاقتصادي. ففي المنطقة ككل، يتوقع أن ينخفض النمو بواقع ٦٪ في عام ٢٠٠٨ إلى ٢,٥٪ في عام ٢٠٠٩ (الجدول ٢-٧). وتشير التوقعات إلى وجود تشابه كبير بين حالات تباطؤ النمو في البلدان المنتجة للنفط والبلدان غير المنتجة له، حتى مع الاختلاف الكبير في العوامل التي تقف وراء كل حالة. وفي صفوف البلدان المنتجة للنفط، يتوقع أن تتعرض الإمارات العربية المتحدة لأوضاع حالات تباطؤ النشاط الاقتصادي، حيث أسهم انسحاب الأموال الخارجية (التي كانت قد دخلت البلاد توقعاً لانخفاض سعر العملة) في حدوث انكماش كبير في السيولة وهبوط كبير في أسعار العقارات وضغوط حادة في الجهاز المصرفي. وسوف تتأثر الإمارات أيضاً، وهي تمثل مركزاً مالياً كبيراً، بانكماش التمويل العالمي وتراجع أنشطة الدمج والاستحواذ. وعلى الطرف الآخر توجد قطر التي يتوقع أن تحقق نمواً مقداره ١,٨٪ في عام ٢٠٠٩ (صعوداً من ١,٥٪ في عام ٢٠٠٨)، حيث تشير التوقعات إلى زيادة إنتاجها من الغاز الطبيعي بمقدار الضعيف في العام الحالي. وفي البلدان غير المنتجة للنفط، تبدو الأوضاع مهيأة لحدوث أعمق تباطؤ اقتصادي في لبنان، حيث تؤدي صعوبة أوضاع التمويل الخارجي إلى رفع تكلفة

<sup>٧</sup> تتضمن المجموعة كلا من البحرين وجمهورية إيران الإسلامية والكويت ولبنان وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والجمهورية اليمنية.

الجدول ٢-٧: اقتصادات مختارة في منطقة الشرق الأوسط: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	
٣,٢	٠,٦-	١٨,٨	١٨,٢	٨,٥	١١,٠	١٥,٦	١٠,٥	٣,٥	٢,٥	٥,٩	٦,٣	الشرق الأوسط
٥,٠	٠,٢	٢٢,٥	٢١,٩	٨,٨	١٠,٣	١٦,٧	١٠,٩	٣,٧	٢,٢	٥,٦	٦,٢	بلدان مصدرة للنفط <sup>٣</sup>
٣,٦-	٥,٢-	٥,٢	١١,٩	١٥,٠	١٨,٠	٢٦,٠	١٨,٤	٣,٠	٣,٢	٤,٥	٧,٨	جمهورية إيران الإسلامية
٤,٥	١,٨-	٢٨,٩	٢٥,١	٤,٥	٥,٥	٩,٩	٤,١	٢,٩	٠,٩-	٤,٦	٣,٥	المملكة العربية السعودية
١,٠-	٥,٦-	١٥,٨	١٦,١	٣,١	٢,٠	١١,٥	١١,١	١,٦	٠,٦-	٧,٤	٦,٣	الإمارات العربية المتحدة
٢٩,٣	٢٥,٨	٤٤,٧	٤٤,٧	٤,٨	٦,٠	١٠,٥	٥,٥	٢,٤	١,١-	٦,٣	٢,٥	الكويت
٥,٣-	٤,٤-	٢,٧-	١,٩-	٧,٥	١٣,٤	١٢,٢	٩,١	٣,١	٣,٤	٦,٩	٦,٧	الشرق العربي
٤,١-	٣,٠-	٠,٥	١,٤	٨,٦	١٦,٥	١١,٧	١١,٠	٣,٠	٣,٦	٧,٢	٧,١	مصر
٤,٤-	٣,١-	٤,٠-	٣,٣-	٦,٠	٧,٥	١٤,٥	٤,٧	٢,٨	٣,٠	٥,٢	٤,٢	الجمهورية العربية السورية
١٠,٦-	١١,٢-	١٢,٧-	١٦,٨-	٣,٦	٤,٠	١٤,٩	٥,٤	٤,٠	٣,٠	٦,٠	٦,٦	الأردن
١٠,٠-	١٠,٥-	١١,٤-	٧,١-	٢,١	٣,٦	١٠,٨	٤,١	٤,٠	٣,٠	٨,٥	٧,٥	لبنان
٠,٣	١,١	١,٢	٢,٨	٠,٨	١,٤	٤,٧	٠,٥	٠,٣	١,٧-	٣,٩	٥,٤	اللتذكرة إسرائيل

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف في الملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> تشمل البحرين وجمهورية إيران الإسلامية والكويت وليبيا وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والجمهورية اليمنية.

وباستخدام الاحتياطات المتراكمة عبر سنوات الرواج السابقة، يتوقع أن تؤدي السياسات الداعمة إلى توفير الوقاية اللازمة من تأثير الأزمة العالمية. فالنفقات الحكومية المرتفعة في كثير من البلدان تعمل على ملء الفراغ الذي خلفه انكماش أنشطة القطاع الخاص (الكويت وليبيا وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية) وسوف تكون عنصراً أساسياً في نمو المنطقة ككل. وبالنسبة للسياسة النقدية، جاء رد الفعل ملائماً من البنوك المركزية في جميع بلدان المنطقة، حيث بادرت بتوفير السيولة وتخفيض الاحتياطات الإلزامية وأسعار الفائدة (مصر والأردن والكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة). وفي هذا الصدد، انتفعت البلدان التي تطبق سياسة ربط سعر الصرف (البحرين والكويت وليبيا وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والجمهورية العربية السورية والإمارات العربية المتحدة) من استمرار التيسير النقدي في الولايات المتحدة. وفي القطاع المالي، تتزايد الضغوط بدرجات متفاوتة في بلدان المنطقة، بسبب انكشاف البنوك للمخاطر الائتمانية في أسواق العقارات والأسهم الهابطة وضيق الأوضاع السيولة الخارجية. وكانت ردود أفعال السياسات سريعة نسبياً في البلدان التي تعرضت حتى الآن لأبلغ الأثر، حيث اتخذت السلطات العديد من التدابير لدعم الثقة والحيلولة دون الأزمات المصرفية النظامية. وتشمل هذه التدابير استحداث نظام التأمين الشامل على الودائع

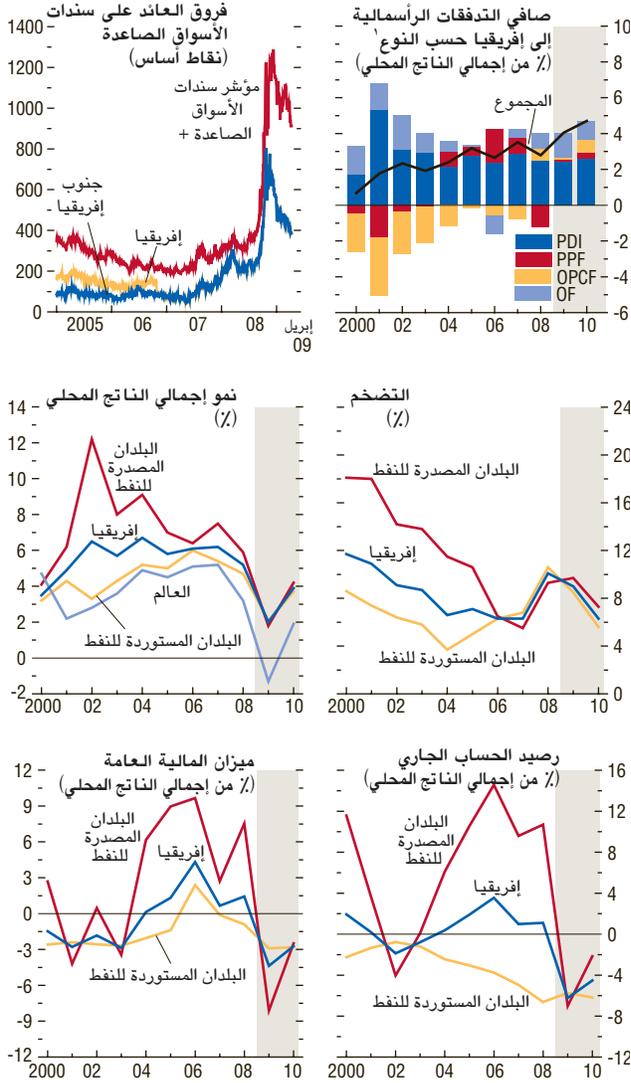
خدمة الدين كما يؤدي الهبوط الاقتصادي في الخليج إلى خفض تحويلات المغتربين. وفي نفس الوقت، يتوقع أن تنحسر ضغوط التضخم بسرعة في المنطقة ككل، نظراً لانخفاض أسعار السلع الأولية والإيجارات والنشاط الاقتصادي. وتشير التوقعات إلى تحول رصيد الحسابات الجارية في المنطقة إلى جانب عجز صغير. فمع تضائل الفوائض في البلدان المنتجة للنفط، تبدو أرصدة المالية العامة في طريقها إلى الانخفاض الشديد، مع تراجع الإيرادات واستخدام الحكومات للاحتياطات التي تراكمت مؤخراً في فترة الرواج للحفاظ على الطلب المحلي عن طريق مواصلة تنفيذ المشاريع الاستثمارية.

وعلى غرار المناطق الأخرى، هناك مخاطر جسيمة تهدد بنتائج أسوأ من المتوقع. أولاً، يمكن أن يتسبب استمرار الاضطرابات الاقتصادية العالمية لفترة مطولة في دفع البلدان المصدرة للنفط إلى إعادة تقييم توقعاتها طويلة الأجل بشأن أسعار النفط، ومن ثم تقليص خطط الإنفاق على البنية التحتية والاستثمار في حقول الإنتاج، مما يحيط أفاق النمو بأجواء من الغموض في المنطقة بأسرها. ثانياً، إن زيادة عمق التصححات الجارية في أسعار الأصول يمكن أن تمتد إلى الميزانيات العمومية لدى الشركات ثم البنوك في نهاية المطاف، مما يفرض ضغوطاً أشد وطأة على المؤسسات المالية في المنطقة. ثالثاً، من شأن استمرار الركود العالمي لمدة أطول أن يجلب على بلدان المنطقة مزيداً من الضعف في أنشطة التصدير والسياحة وتحويلات المغتربين.

## المكاسب الاقتصادية التي تحققت في إفريقيا بجهد جهيد باتت مهددة

### الشكل البياني ٢-٩: إفريقيا تواجه مخاطر ضياع المكاسب التي حققتها بجهد جهيد

لم تسلم إفريقيا من الأزمة المالية، مع الهبوط الحاد في الطلب الخارجي وأسعار السلع الأولية وتشديد أوضاع الائتمان العالمية، فارتفعت تكلفة الاقتراض الخارجي وتراجعت التدفقات الرأسمالية الداخلية إلى القارة. ونتيجة لذلك يُتوقع أن تتباطأ وتيرة النمو والتضخم بشكل كبير. ويتوقع أن يتدهور ميزان المالية العامة والميزان الخارجي بشدة، وخصوصاً للبلدان المصدرة للسلع الأولية.



المصادر: مؤسسة Bloomberg Financial Markets وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. PDI: الاستثمار المباشر الخاص؛ PPF: تدفقات الحوافز الخاصة؛ OPCF: تدفقات رأسمالية خاصة أخرى؛ OF: تدفقات رسمية.

(الكويت والإمارات العربية المتحدة) وتوفير السيولة وضخ رؤوس الأموال في البنوك (قطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة). غير أن الأوضاع في عدد من البلدان قد تتطلب المزيد من الدعم الحكومي في هذا المجال.

### المكاسب الاقتصادية التي تحققت في إفريقيا بجهد جهيد باتت مهددة

لم يكن ضعف الصلات المالية النسبي بين البلدان الإفريقية والاقتصادات المتقدمة مأوى تحتمي فيه البلدان الإفريقية من أهوال العاصفة التي اجتاحت الاقتصاد العالمي (الشكل البياني ٢-٩). وتتمثل الصدمة الرئيسية التي تضرب القارة الإفريقية في التدهور الشديد في النمو الخارجي، الذي يحد الآن من الطلب على الصادرات الإفريقية ويحد من تحويلات العاملين في الخارج. كذلك تتعرض البلدان الغنية بالموارد في المنطقة حالياً لضربات من جراء التراجع الحاد في أسعار السلع الأولية.<sup>٨</sup> كذلك يتراجع الآن الاستثمار الأجنبي المباشر ويتحول مسار تدفقات الحوافز، وخصوصاً في الأسواق الصاعدة والأسواق الرائدة (غانا وكينيا ونيجيريا وجنوب إفريقيا وتونس)، نتيجة تشديد أوضاع الائتمان العالمي. ونتيجة لهذه الصدمات الخارجية يتعرض النشاط الاقتصادي لتباطؤ حاد. ويُتوقع أن يتراجع النمو في المنطقة ككل إلى ٢٪ في عام ٢٠٠٩ مقابل ٥,٢٥٪ في عام ٢٠٠٨ (الجدول ٢-٨). وفي المتوسط، يكون هذا الهبوط أوضح ما يكون في البلدان المصدرة للنفط (أنغولا وغينيا الاستوائية) وفي أهم الأسواق الصاعدة والرائدة (بوتسوانا وموريشيوس وجنوب إفريقيا)، التي تضررت من الصدمات الثلاث التي تضرب القارة الإفريقية. ويتوقع على سبيل المثال أن ينكمش اقتصاد جنوب إفريقيا بنحو ٢٥٪ في عام ٢٠٠٩، وهو أقل معدل نمو تحققه في عقد، حيث تفرض التدفقات الرأسمالية الخارجة حدوث تعديل حاد في أسعار الأصول (وبصفة أساسية في أسواق الأسهم والسندات والعملات) وفي النشاط الحقيقي.

<sup>٨</sup> مجموعة البلدان المصدرة للنفط تشمل الجزائر وأنغولا والكاميرون وتشاد وجمهورية الكونغو وغينيا الاستوائية وغابون ونيجيريا والسودان. وتتضمن مجموعة البلدان غير المصدرة للوقود بوركينا فاسو وبوروندي وجمهورية الكونغو الديمقراطية وغينيا وغينيا بيساو وملاي و مالي وموريتانيا وموزامبيق وناميبيا وسيراليون.

## الفصل ٢ المنظورات القطرية والإقليمية

الجدول ٢-٨: اقتصادات إفريقية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

	رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي			
	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
إفريقيا	٤,٧-	٦,٥-	١,٠	١,٠	٦,٣	٩,٠	١٠,١	٦,٣	٣,٩	٢,٠	٥,٢	٦,٢
المغرب العربي	٠,٨-	٢,١-	١٠,٦	١٢,١	٣,٢	٣,٩	٤,٤	٣,٠	٤,٠	٣,٠	٤,٠	٣,٥
الجزائر	١,٤	١,٧-	٢٣,٢	٢٢,٦	٣,٤	٤,٦	٤,٥	٣,٦	٣,٩	٢,١	٣,٠	٣,٠
المغرب	٣,٠-	٢,٥-	٥,٦-	٠,٢	٢,٨	٣,٠	٣,٩	٢,٠	٤,٤	٤,٤	٥,٤	٢,٧
تونس	٤,٣-	٢,٩-	٤,٥-	٢,٦-	٣,٤	٣,٢	٥,٠	٣,١	٣,٨	٣,٣	٤,٥	٦,٣
جنوب الصحراء	٥,٩-	٧,٧-	١,٨-	٢,٢-	٧,١	١٠,٤	١١,٧	٧,٢	٣,٨	١,٧	٥,٥	٦,٩
القرن الإفريقي <sup>٣</sup>	٨,٥-	٩,٤-	٨,٦-	١٠,٣-	١٠,٢	٢٢,١	١٨,٩	١١,٣	٥,٧	٥,١	٨,٩	١٠,٧
إثيوبيا	٥,٨-	٥,٨-	٥,٨-	٤,٥-	١٣,٣	٤٢,٢	٢٥,٣	١٥,٨	٦,٥	٦,٥	١١,٦	١١,٥
السودان	١٠,٠-	١١,٦-	٩,٣-	١٢,٥-	٨,٠	٩,٠	١٤,٣	٨,٠	٥,٠	٤,٠	٦,٨	١٠,٢
البحيرات الكبرى <sup>٣</sup>	٩,٢-	٨,٦-	٨,١-	٤,٨-	٧,٥	١٣,١	١١,٩	٩,١	٥,١	٤,٣	٦,١	٧,٣
جمهورية الكونغو الديمقراطية	٢٨,٧-	٢٦,١-	١٥,٤-	١,٥-	١٩,٩	٣٣,٩	١٨,٠	١٦,٧	٥,٥	٢,٧	٦,٢	٦,٣
كينيا	٤,٨-	٣,٦-	٦,٧-	٤,١-	٥,٠	٨,٣	١٣,١	٩,٨	٤,٠	٣,٠	٢,٠	٧,٠
تنزانيا	٨,٨-	٨,٧-	٩,٧-	٩,٠-	٥,٧	١٠,٩	١٠,٣	٧,٠	٥,٧	٥,٠	٧,٥	٧,١
أوغندا	٦,٥-	٦,٢-	٣,٢-	٣,١-	٧,٤	١٣,٧	٧,٣	٦,٨	٥,٥	٦,٢	٩,٥	٨,٦
إفريقيا الجنوبية <sup>٣</sup>	٤,٠-	٨,٥-	٨,١	٧,٠	٧,٦	١٠,٣	١١,٦	١٠,١	٧,٢	١,٧-	٩,٤	١١,٨
أنغولا	٠,١	٨,١-	٢١,٢	١٥,٩	٨,٩	١٢,١	١٢,٥	١٢,٢	٩,٣	٣,٦-	١٤,٨	٢٠,٣
زيمبابوي <sup>٤</sup>	...	...	...	١,٤-	...	...	...	١٠,٤٥٢,٦	...	...	...	٦,١-
إفريقيا الغربية والوسطى <sup>٣</sup>	٤,٩-	٨,٢-	٠,٩	١,٠	٧,١	١٠,٠	١٠,٠	٤,٧	٣,١	٢,٨	٤,٩	٥,٦
غانا	١٤,٠-	١٠,٩-	١٨,٢-	١١,٧-	٧,٦	١٤,٦	١٦,٥	١٠,٧	٤,٧	٤,٥	٧,٢	٦,١
نيجيريا	٣,٥-	٩,٠-	٤,٥	٥,٨	١٠,١	١٤,٢	١١,٢	٥,٥	٢,٦	٢,٩	٥,٣	٦,٤
منطقة فرنك الاتحاد المالي الإفريقي <sup>٥</sup>	٥,٤-	٦,٨-	١,١-	٣,٣-	٣,١	٣,٩	٧,٠	١,٥	٣,٤	٢,٦	٤,١	٤,٦
الكاميرون	٥,١-	٥,٨-	٠,٤	٠,٨	٢,٠	٢,٣	٥,٣	١,١	٢,٦	٢,٤	٣,٤	٣,٥
كوت ديفوار	١,٦-	١,٦	٢,٤	٠,٧-	٣,٢	٥,٩	٦,٣	١,٩	٤,٢	٣,٧	٢,٣	١,٦
جنوب إفريقيا	٦,٠-	٥,٨-	٧,٤-	٧,٣-	٥,٦	٦,١	١١,٥	٧,١	١,٩	٠,٣-	٣,١	٥,١
للذكورة	٦,٦-	٦,١-	٦,٩-	٥,٠-	٥,٦	٨,٥	١٠,٦	٦,٨	٣,٧	٢,١	٤,٧	٥,٤
بلدان مستوردة للنفط	٢,٢-	٧,٠-	١٠,٧	٩,٦	٧,٣	٩,٧	٩,٣	٥,٥	٤,٢	١,٨	٥,٩	٧,٥

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف ٧ في الملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> العناصر القطرية لهذه المجموعات الإقليمية مبينة بالتحديد في الجدول (و) في الملحق الإحصائي.

<sup>٤</sup> لا يبين الجدول التوقعات لعام ٢٠٠٨ وما بعده. ورقم التضخم لعام ٢٠٠٧ يمثل تقديرا.

<sup>٥</sup> تشمل تشاد وموريتانيا في هذا الجدول.

نقاط مئوية، ليسجل عجزا مقداره ٤,٥% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩. ويعزى ذلك أساسا للتراجع الكبير في توازن المالية العامة لبعض البلدان المصدرة للنفط (أنغولا وجمهورية الكونغو وغينيا الاستوائية ونيجيريا). ويتوقع أيضا أن يتدهور رصيد الحساب الجاري للمنطقة ليسجل عجزا مقداره ٦,٥% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ مقابل فائض مقداره ١% في عام ٢٠٠٨. ويتوقع أيضا أن يكون التدهور أوضح ما يكون (في حدود الخانتين) في عدد كبير من البلدان المصدرة للسلع الأولية (الجزائر وأنغولا وغابون وغينيا الاستوائية ونيجيريا)، مع تناقص أحجام الصادرات وتراجع الأسعار. ومع استمرار تشديد أوضاع الائتمان العالمي، يتوقع أن يظل تمويل

وسوف تخف حدة الضغوط التضخمية نتيجة الهبوط العميق في النشاط الاقتصادي في المنطقة والتراجع الحاد في أسعار الغذاء والطاقة. ولكن يتوقع رغم ذلك ألا تتراجع مستويات التضخم في المنطقة ككل إلا تدريجيا لتصل إلى ٩% في عام ٢٠٠٩ مقابل ١٠% في عام ٢٠٠٨. نظرا لأن انتقال أثر تغيرات أسعار السلع الأولية إلى الأسعار الاستهلاكية يكون محدودا بدرجة أكبر منه في الاقتصادات المتقدمة.

وفي الوقت نفسه، يتوقع أن يتدهور توازن المالية العامة وتوازن المركز الخارجي بصورة كبيرة. ومع تساؤل الإيرادات المرتبطة بالسلع الأساسية، يتوقع أن يتدهور وضع المالية العامة الكلي في المنطقة بنحو ٥,٧٥

لغرب إفريقيا (WAEMU) والجماعة الاقتصادية والنقدية لوسط إفريقيا (CEMAC) مثلا — يمكن أن يكون هناك مجال محدود لتيسير السياسة، نظرا لقرارات السياسة التي أعلنها البنك المركزي الأوروبي وتراجع مستويات التضخم وضعف الطلب، ووجود هوامش احتياطيات وقائية بالذات في حالة الجماعة الاقتصادية والنقدية لوسط إفريقيا. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن التسهيل الجديد الذي أنشأه البنك المركزي في منطقة الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا أفاد في تخفيف القيود على توافر السيولة في الأسواق المحلية.

- وفي القطاع المالي، ينبغي أن تركز الجهود على مراقبة الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية عن كثب وعلى الاستعداد للتحرك السريع إذا استدعى الأمر، نظرا لاحتمال وجود آثار مدمرة في النشاط الحقيقي ولدها تباطؤ النشاط الاقتصادي. وسيكون مهما في هذا الصدد توضيح صلاحيات التدخل المصرفي والاستعداد لاستحداث برامج تأمين على الودائع إذا لزم. ورغم أن بعض البلدان لديها حيز تصريف على مستوى السياسة، يواجه البعض الآخر قيودا مشددة للغاية على التمويل الخارجي والمحلي. وبالنسبة لهذه المجموعة الأخيرة، يعد الدعم الإضافي من المانحين أمرا حاسما للحد من الآثار الاجتماعية للأزمة والحفاظ على المكاسب التي تحققت بجهد جهيد في مجال الاستقرار الاقتصادي الكلي.

## المراجع

- Balke, Nathan S., 2000, "Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 2, pp. 344-49.
- Benes, Jaromir, Kevin Clinton, and Douglas Laxton, forthcoming, "House Price and Country Risk Premium Shocks Under Flexible and Pegged Exchange Rates," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben S., 2007, "The Financial Accelerator and the Credit Channel," speech delivered at the Federal Reserve Bank of Atlanta's conference on The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century, June 15. Available at [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070615a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070615a.htm).
- Bertaut, Carol C., 2002, "Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign

العجز الخارجي متوترا في عدد من الأسواق الصاعدة والرائدة (غانا ونيجيريا وجنوب إفريقيا وتنزانيا).

وكما هي الحال في كل المناطق الأخرى، تظل مخاطر الأفاق ماثلة نحو قصور النتائج عن التوقعات. وينبثق الخطر الحقيقي من هبوط النمو العالمي إلى درك أعمق وامتداده لفترة أطول، فسيكون من شأن ذلك أن يؤدي إلى تراجع الطلب على الصادرات وتناقص إيرادات السياحة، وتراجع تحويلات العاملين بالخارج. ويمكن أن تؤدي الضائقة الائتمانية أيضا إلى زيادة انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات الحوافز الداخلة بدرجة أكبر بكثير من المستوى المتوقع. وإضافة إلى ذلك يمكن أن يبدب الضعف في النظم المصرفية المحلية بمرور الوقت نتيجة لتدهور جودة الائتمان (بسبب تباطؤ النمو) والخسائر في الأصول المالية وعمليات إعادة توطين رأس المال من جانب البنوك الأم (المملوكة لأجانب). والأهم من ذلك هو أن الأزمة يمكن أن تؤدي إلى زيادة كبيرة في معدلات الفقر في عدد من البلدان، في غياب شبكات أمان تعمل بكفاءة. وإزاء هذه الخلفية، يتعين أن تكون أهم أولوية أمام صانعي السياسات هي احتواء الأثر السلبي للأزمة على النمو الاقتصادي والفقر مع الحفاظ في الوقت نفسه على المكاسب التي تحققت بجهود دؤوبة خلال السنوات الأخيرة مثل الاستقرار الاقتصادي الكلي واستمرارية تحمل الدين، وعلى وجه التحديد،

- ينبغي أن توفر سياسة المالية العامة، إلى أقصى مدى ممكن، هامش أمان في مواجهة الآثار الضارة للأزمة. وتتباين الظروف بدرجة ملموسة بتباين البلدان: فبعض البلدان يتوافر له حيز حركة في مجال المالية العامة يتيح له تقديم دفعة مالية تنشيطية على مستوى السياسة، نظرا لانخفاض مستويات الدين إلى حد ما؛ بينما ستكون بلدان أخرى قادرة على الحفاظ على خطط الإنفاق القائمة (أو تعديلها تدريجيا)، بالسماح لأدوات الضبط التلقائي بالعمل على الأقل لدرجة ما.
- يمكن أن تضطلع السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف أيضا بدور داعم في بعض الحالات. وفي حين تحد ترتيبات العملة من خيارات السياسة في عدد كبير من البلدان، يمكن أن تقوم السياسة النقدية بتنشيط الطلب المحلي في البلدان الأخرى التي تزداد فيها مرونة أسعار الصرف، ولا سيما إذا استمر انحسار الضغوط التضخمية. وفي الحقيقة، قام بنك الاحتياطي في جنوب إفريقيا بالفعل بخفض الفائدة الأساسية بمقدار ٢٠٠ نقطة أساس تراكمية منذ أوائل ديسمبر. وحتى في البلدان التي تقل فيها مرونة أسعار الصرف — في الاتحاد الاقتصادي والنقدي

- Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s." International Finance Discussion Paper No. 724 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Boone, Laurence, and Nathalie Girouard, 2002, "The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour," *OECD Economic Studies*, Vol. 32, No. 2, pp. 175–200.
- Buiter, Willem, 2008, "Housing Wealth Isn't Wealth," NBER Working Paper No. 14204 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Campbell, John Y., and João F. Cocco, 2007, "How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, No. 3, pp. 591–621.
- Carroll, Christopher D., Misuzu Otsuka, and Jirka Slacalek, 2006, "How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach," NBER Working Paper No. 12746 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert J. Shiller, 2005, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market," *Advances in Macroeconomics*, Vol. 5, No. 1, pp. 1–32.
- Catte, Pietro, Nathalie Girouard, Robert Price, and Christophe André, 2004, "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle," Department Working Paper No. 394 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
- Debelle, Guy, 2004, "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt," BIS Working Paper No. 153 (Basel: Bank for International Settlements).
- de Larosière Group, 2009, "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU" (Brussels, February 25).
- Grant, Charles, and Tuomas Peltonen, 2008, "Housing and Equity Wealth Effects of Italian Households," ECB Working Paper No. 857 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Gray, Gavin, Thomas Harjes, Andy Jobst, Douglas Laxton, Natalia Tamirisa, and Emil Stavrev, 2007, "The Euro and New Member States," in *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 07/259 (Washington: International Monetary Fund), pp. 5–45.
- King, Mervyn, 1998, speech delivered at the Building Societies Association annual conference, Bournemouth, United Kingdom, May 27. Available at [www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1998/speech20.htm](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1998/speech20.htm).
- Lehnert, Andreas, 2004, "Housing, Consumption, and Credit Constraints," Finance and Economics Discussion Paper No. 2004-63 (Washington: Federal Reserve Board).
- Ludwig, Alexander, and Torsten Sløk, 2004, "The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries," *Topics in Macroeconomics*, Vol. 4, No. 1, Article 4.
- Paiella, Monica, 2004, "Does Wealth Affect Consumption? Evidence from Italy," Economic Working Paper No. 510 (Rome: Bank of Italy).
- Sierminska, Eva, and Yelena Takhtamanova, 2007, "Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons," Working Paper No. 2007-01 (San Francisco: Federal Reserve Bank).
- Skinner, Jonathan, 1993, "Is Housing Wealth a Sideshow?" NBER Working Paper No. 4552 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Slacalek, Jirka, 2006, "What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth," DIW Berlin Discussion Paper No. 647 (Berlin: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung).
- Trichet, Jean-Claude, 2007, "Towards the Review of the Lamfalussy Approach—Market Developments, Supervisory Challenges and Institutional Arrangements," *BIS Review*, Vol. 45, No. 007 (Basel: Bank for International Settlements).

# التحول من الركود إلى التعافي: بأي سرعة وبأي قوة؟

نسب الرفع المالي وتلقى البنوك صعوبة بالغة في رفع مستويات سلامتها المالية.

وتتسم الأزمة الراهنة بالعديد من الأوجه الجديدة وغير المتوقعة.<sup>١</sup> فعلى غير المعتاد، تربط الاضطرابات الراهنة بين حدوث أزمة مالية في صميم أكبر اقتصاد في العالم وحدث هبوط في النشاط الاقتصادي العالمي. ولكن الأزمات المالية — أي نوبات الاضطراب واسعة النطاق التي تصيب المؤسسات المالية وتؤثر في أداء الأسواق المالية — ليست بالأمر الجديد.<sup>٢</sup> وكذلك هو الحال بالنسبة لدورات الهبوط الاقتصادي المتزامنة عالمياً. وبالتالي يمكن الاسترشاد بتجارب الماضي لفهم حقيقة ما يحدث في الوقت الحاضر.

ولوضع الدورة الاقتصادية الراهنة ضمن منظور تاريخي، يتناول هذا الفصل بعض التساؤلات العامة حول طبيعة فترات الركود والتعافي ودور السياسات المضادة للاتجاهات الدورية. ومنها على وجه الخصوص ما يلي:

- هل تختلف فترات الركود والتعافي المرتبطة بأزمات مالية عن أنواع فترات الركود والتعافي الأخرى؟
- هل تختلف فترات الركود المتزامنة عالمياً عن سواها؟
- ما الدور الذي تقوم به السياسات في تحديد شكل فترات الركود والتعافي؟

ولتسليط الضوء على هذه التساؤلات، يبحث هذا الفصل في ديناميكيات الدورات الاقتصادية على مدار نصف القرن الماضي. ويأتي هذا الفصل مكملاً للدراسات القائمة المعنية بالدورة الاقتصادية وتغطي عدة أبعاد.<sup>٣</sup> ومن هذه الأبعاد دراسة شاملة لفترات الركود والتعافي في ٢١ اقتصاداً متقدماً،<sup>٤</sup> وتصنيف فترات الركود على

يبحث هذا الفصل في مختلف فترات الركود والتعافي في الاقتصادات المتقدمة وينظر في دور السياسات الاقتصادية الكلية المضادة للاتجاهات الدورية. ويبحث التساؤلات التالية: هل تختلف فترات الركود والتعافي المرتبطة بأزمات مالية عن سواها؟ وما هي السمات الرئيسية لفترات الركود المتزامنة عالمياً؟ وهل تستطيع السياسات المضادة للاتجاهات الدورية أن تسهم في اختصار فترات الركود وتقوية فترات التعافي؟ وتشير النتائج التي خلص إليها هذا الفصل إلى أن طابع الحدة يغلب على الركود الذي يصاحب الأزمات المالية على غير المعتاد وأن فترات التعافي منه عادة ما تكون بطيئة. وبالمثل، غالباً ما تكون فترات الركود المتزامنة عالمياً طويلة وعميقة، وفترات التعافي منه تكون ضعيفة عموماً. وتشير النتائج إلى أن السياسة النقدية المضادة للاتجاهات الدورية يمكن أن تساهم في اختصار فترات الركود، ولكن فعاليتها تقتصر على الأزمة المالية. وفي المقابل، تبدو سياسة المالية العامة التوسعية مؤثرة بصفة خاصة في اختصار فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية وفي دعم فترات التعافي. غير أن فعالية هذه السياسة هي دالة متناقصة لمستوى الدين العام. وتشير هذه النتائج إلى أن فترة الركود الراهنة يُرجح أن تكون طويلة وشديدة على غير العادة وأن التعافي سيكون متباطئاً. غير أن اتخاذ إجراءات قوية على مستوى السياسات بحيث تكون مضادة للاتجاهات الدورية ومقترنة باستعادة الثقة في القطاع المالي سيكون من شأنه التعجيل بالتعافي.

يشهد الاقتصاد العالمي في الوقت الحالي ما يبدو على الأرجح أنه أعمق هبوط للنشاط الاقتصادي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث ينتشر أثر الأزمة المالية بسرعة إلى جميع أنحاء العالم (راجع الفصلين الأول والثاني). فقد انزل عدد كبير من الاقتصادات المتقدمة في هوة الركود وتباطأت الاقتصادات في بقية العالم بشكل مفاجئ. وبينما تتجه التدفقات التجارية والمالية العالمية نحو الانكماش، تتزايد خسائر الناتج والعمالة. كذلك، لا تزال أسواق الائتمان مجمدة حيث يعكف المقترضون على ممارسة عملية مطولة من خفض

<sup>١</sup> للاطلاع على عرض مفصل للجوانب المالية في هذه الأزمة، راجع دراسات "IMF (2008)" و "Greenlaw and others (2008)" و "Brunermeier (2009)".

<sup>٢</sup> للاطلاع على تحليل تقليدي للأزمات المالية راجع دراسة "Kindleberger (1987)". وتوضح دراسة "Reinhart and Rogoff (2008b)" أن الأزمات المالية وقعت في الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الأقل تقدماً على أساس "الفرصة المتساوية".

<sup>٣</sup> يستند هذا الفصل بصفة خاصة على الفصل الثالث في عدد إبريل ٢٠٠٢ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، والفصل الرابع في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، ودراسة "Claessens, Kose, and Terrones (2008)".

<sup>٤</sup> تتضمن العينة البلدان التالية: أستراليا والنمسا وبلجيكا وكندا والدانمرك وفنلندا وفرنسا وألمانيا واليونان وأيرلندا وإيطاليا واليابان

ملحوظة: المؤلفون الرئيسيون لهذا الفصل هم ماركو تيرونيس وألاسدير سكوت وبراكاش كانان وبمساعدة من غافين اسدوريان وإيموري أوكس. وقدم الدعم الاستشاري كل من فرانسيس ديبولد ودون هاردينغ. وقد أشرف على إعداد هذا الفصل جورج دكريسن.

فعاليتها تنخفض في الفترة التي تعقب حدوث أزمة مالية.

- تبدو الدفعة التنشيطية من المالية العامة مفيدة بصفة خاصة أثناء فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية. وتقترب الدفعات التنشيطية بفترات تعاف أكثر قوة؛ غير أنه اتضح أن سياسة المالية العامة تكون أقل تأثيراً في قوة التعافي بالنسبة للاقتصادات ذات مستويات الدين العام المرتفعة.

وتشير هذه النتائج إلى أن التخفيف من حدة فترة الركود الراهنة وتقوية التعافي يقتضيان اتخاذ تدابير جريئة على مستوى السياسة النقدية وبصفة خاصة على مستوى سياسة المالية العامة وذلك بهدف دعم الطلب الكلي في الأجل القصير، ولكن ينبغي توخي الحرص للحفاظ على استمرارية الدين العام على المدى المتوسط. وحتى مع اتخاذ مثل هذه التدابير، فإن العودة إلى النمو الاقتصادي المطرد يعتمد على استعادة العافية في القطاع المالي. فمن أهم الدروس المستخلصة من الكساد الكبير، ومن الأزمات المالية الأخيرة، أن استعادة الثقة في القطاع المالي ضرورية لترسيخ آثار التعافي (راجع الإطار ٣-١).

وقد صمم هيكل هذا الفصل على النحو التالي: يعرض القسم الأول أهم الحقائق المبسطة حول فترات الركود والتعافي في الاقتصادات المتقدمة خلال الخمسين عاماً الماضية. ويستعرض القسم الثاني أهم الاختلافات بين مختلف فترات الركود والتعافي الناتجة عن مختلف أنواع الصدمات وبدرجات تزامن مختلفة. ويولي هذا القسم اهتماماً خاصاً لتأثير الأزمات المالية. ويتناول القسم الثالث تحليل آثار السياسات النقدية والمالية الاستثنائية على حدة فترات الركود وقوة فترات التعافي، كما يبحث في كيفية ارتهان فعالية سياسة المالية العامة بمستوى الدين العام. أما القسم الأخير فيضع مرحلة الهبوط الاقتصادي الراهنة ضمن منظور تاريخي ويناقش بعض انعكاسات السياسات.

## الدورات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة

لكي يتسنى وضع فترة الركود الراهنة ضمن منظور تاريخي، ينبغي أولاً تحديد سمات الدورات السابقة. فكل دورة تنقسم إلى مرحلتين رئيسيتين، هما مرحلة الركود، التي تتسم بانخفاض النشاط الاقتصادي، ومرحلة التوسع. ويتبع هذا الفصل التقليد القديم المتمثل في

أساس المصادر التي نشأت عنها، وتقييم أثر السياسات المالية والنقدية في فترات الركود وفترات التعافي. وعلى غرار معظم الدراسات الأخرى في هذا المجال، يستخدم هذا الفصل بكتافة تحليل الحدث والارتباطات الإحصائية.

وفيما يلي نستعرض أهم النتائج التي خلص إليها هذا الفصل والمتعلقة بالعناصر المشتركة في مختلف الدورات الاقتصادية:

- فترات الركود في الاقتصادات المتقدمة على مدار العقود الأخرين أصبحت أقل تواتراً وأقل حدة بينما أصبحت فترات التوسع أطول، مما يرجع إلى حد ما لفترة «الاعتدال الكبير» بالدورات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة.

- فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية كانت أكثر حدة وأطول أمداً من فترات الركود المرتبطة بصدمات أخرى. واتسمت فترات التعافي التي أعقبتها في العادة بزيادة التباطؤ واقترائها بضعف الطلب المحلي وضيق أوضاع الائتمان.

- فترات الركود التي اتسمت بالتزامن الشديد بين مختلف بلدان العالم كانت أطول وأعمق من فترات الركود التي اقتصر على منطقة واحدة. واتسمت عادة فترات التعافي التي أعقبتها بالضعف، مع قيام الصادرات بدور أقل كثيراً بالمقارنة مع فترات الركود الأقل تزامناً.

وتشكل انعكاسات هذه النتائج على الوضع الراهن عاملاً ملفتاً للانتباه. فهبوط النشاط الاقتصادي في الوقت الراهن يتسم بالتزامن الشديد ويقترب بأزمة مالية عميقة، وهي توليفة نادرة في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية. وبالتالي، يرجح أن يكون الهبوط حاداً على غير العادة، ويتوقع أن يكون التعافي ضعيفاً. ومن ثم لا عجب أن كثيراً من المعلقين الذين يبحثون عن أحداث تاريخية موازية لفترة الهبوط الاقتصادي الحالية يركزون على فترة «الكساد الكبير» في ثلاثينات القرن الماضي، وهي بلا شك أطول وأعمق فترة ركود سجلها التاريخ في الاقتصادات الأكثر تقدماً (تناقش بمزيد من التفصيل في الإطار ٣-١).

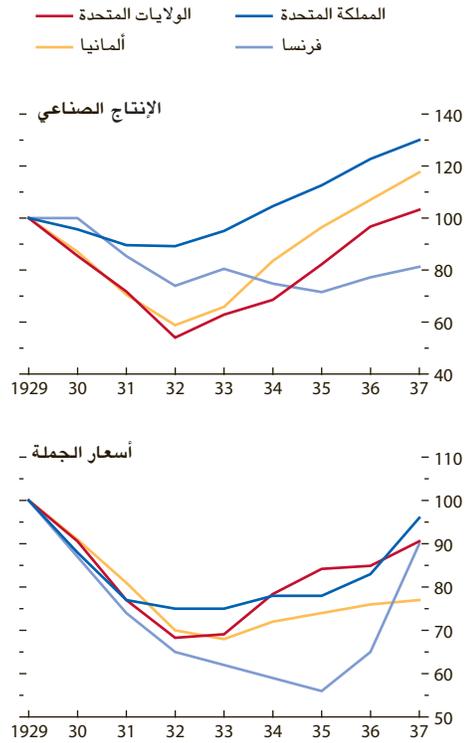
وفيما يتعلق بالسياسات، نستعرض فيما يلي أهم النتائج التي تم التوصل إليها:

- لا تزال السياسة النقدية تقوم فيما يبدو بدور مهم في إنهاء فترات الركود وتعزيز فترات التعافي. غير أن

وهولندا ونيوزيلندا والنرويج والبرتغال وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

### الإطار ٣-١: ما أوجه الشبه بين الأزمة الحالية والكساد الكبير؟

#### الأنشطة والأسعار أثناء «الكساد الكبير» (١٩٢٩=١٠٠)



المصدر: دراسة (Mitchell ٢٠٠٣، ٢٠٠٧).

لما كانت الأزمة العالمية الراهنة هي أشد الأزمات المالية التي شهدتها العالم منذ «الكساد الكبير»، فإن الأمر يستدعي مقارنتها مع ذلك الحدث التاريخي. وفي هذا الإطار، تُعقد المقارنة بين الأزمة الراهنة والكساد الكبير مع التركيز بصفة خاصة على الأوضاع المالية المتفردة التي كانت سائدة في بداية كل منهما.<sup>١</sup>

#### من الركود الأمريكي إلى الكساد الكبير

لا يزال الكساد الكبير هو أعنف فترات الركود التي سجلها التاريخ في الولايات المتحدة وفي كثير من البلدان الأخرى (الشكل البياني الأول). فقد انخفض الناتج انخفاضاً حاداً، وسجلت معدلات البطالة ارتفاعات شاهقة، وهوت الأسعار في دوامة انكماشية. وهناك توافق في الآراء حول المسببات التي أدت إلى تحول الركود الشديد في الولايات المتحدة إلى كساد عالمي:<sup>٢</sup>

- بدأت فترة ركود في الولايات المتحدة في أغسطس ١٩٢٩، ويرى الكثيرون أن السبب الرئيسي فيها يكمن في تشديد أوضاع السياسة النقدية في السنة السابقة بغية القضاء على المضاربات في سوق الأوراق المالية. وفي أكتوبر ١٩٢٩، انهارت سوق الأوراق المالية مما عجل بالهبوط الحاد في الاستهلاك كنتيجة جزئية لزيادة الغموض المحيط بمستويات الدخل في المستقبل.
- وعلى مدار عامي ١٩٣١ و ١٩٣٢ ازدادت حدة الركود فتحول إلى كساد. ونشأت دوائر عديدة من الآثار المترتبة الضارة بين القطاع المالي والاقتصاد الكلي، وأدت إلى ترسخ انكماش الدين<sup>٣</sup> وحدث أربع موجات من السحب الجماعي للأرصدة المصرفية وإعسار البنوك بين عامي ١٩٣٠ و ١٩٣٣. كذلك تقلصت مستويات الاستهلاك والاستثمار في القطاع الخاص بصورة حادة.

- وقد خلف الهبوط الاقتصادي في الولايات المتحدة آثاراً انكماشية على النطاق العالمي. فقد أدى انهيار سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة إلى هبوط الأسعار وخسارة الثروة في غيرها من البلدان، وأدى تراجع الطلب الكلي في الولايات المتحدة إلى انتقال الآثار السلبية على المستوى الدولي عبر قنوات التجارة. وإضافة إلى ذلك، انتشرت آثار الأزمة المالية مباشرة من الولايات المتحدة إلى بقية العالم عبر عدد من القنوات، منها تراجع تدفقات رؤوس الأموال الأمريكية إلى الخارج. وهناك اعتقاد شائع بأن قاعدة الصرف بالذهب التي كانت سارية في هذا الوقت هي من أهم قنوات انتقال آثار الأزمة نظراً لدور تدفقات الذهب إلى الولايات المتحدة في تشديد الأوضاع النقدية المحلية في بلدان أخرى.

ملحوظة: المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو «توماس هلبلينغ».  
<sup>١</sup> اشتملت دراسات "Bordo (2008)" و "Eichengreen (2008)" و "Romer (2009)" كذلك على عقد مقارنات تاريخية.  
<sup>٢</sup> راجع دراسات "Bernanke (1993)" و "Romer (1993)" و "Calo- miris (1993)" و "Eichengreen (1992)" و "Temin (1989, 1993)".  
<sup>٣</sup> يؤدي تراجع أسعار السلع والخدمات إلى زيادة الأعباء الحقيقية للدين الاسمي كما يضعف الجدارة الائتمانية للمقرضين، الأمر الذي يقلل من قدرتهم على الاقتراض (أو إعادة التمويل) والإنفاق، ويرسخ انكماش مستويات الطلب الكلي ويعزز الضغوط الخافضة للأسعار (دراسة "Fisher, 1933"). وتؤدي هذه الأمور بدورها إلى خفض الجدارة الائتمانية لجهات الوساطة المالية نتيجة زيادة المخاطر الائتمانية.

## الإطار ٣-١: (تابع)

العشرينات بالولايات المتحدة بصفة خاصة، فقد كانت طفرة ٢٠٠٤-٢٠٠٧ ذات طابع عالمي، حيث ازدادت نسب الرفع المالي وتحمل المخاطر في الاقتصادات المتقدمة وفي العديد من الأسواق الصاعدة. وعلاوة على ذلك، ارتفعت مستويات التكامل الاقتصادي والمالي حاليا عما كانت في فترة ما بين الحربين، وبالتالي ازداد تأثير الصدمات المالية في الولايات المتحدة على النظم المالية العالمية مقارنة بفترة الثلاثينات.<sup>٧</sup>

ومن جهة أخرى، كانت الأوضاع الاقتصادية العالمية أكثر ضعفا في أواسط ١٩٢٩. فقد كانت ألمانيا تمر بالفعل بفترة ركود، وانخفضت أسعار مبيعات الجملة، وبدرجة أقل، أسعار المستهلكين أو كانت آخذة في الهبوط في ألمانيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة قبل بداية الركود في الولايات المتحدة. وكانت الضغوط الخافضة للأسعار نتيجة تباطؤ النشاط الاقتصادي قد أدت على الفور تقريبا إلى الانكماش. وفي المقابل، كان معدل التضخم في أواسط ٢٠٠٨ أعلى من المعدل المستهدف في معظم الاقتصادات، مما وفر قدرا من الوقاية الميدئية. وتعد مشكلات السيولة والتمويل في البنوك وجهات الوساطة المالية الأخرى عنصرنا أساسيا في انتقال الآثار إلى القطاع المالي في نوبتي الركود. غير أن هناك اختلافا في الآليات المستخدمة على وجه التحديد نظرا لتطور هيكل النظام المالي منذ الثلاثينات.

وقد نشأت ضغوط السيولة والتمويل أثناء الكساد الكبير نتيجة انكماش قاعدة الودائع. فقد شعر المودعون بالقلق إزاء تراجع قيمة الأصول في بنوكهم، ومع غياب التأمين على الودائع لجأ المودعون إلى سحب ودائعهم، وهي المصدر الرئيسي لحصول البنوك على التمويل الخارجي. ووقعت أربع موجات سحب جماعي للأرصدة المصرفية. وعلى الإجمال، أصيب ثلث البنوك الأمريكية بالإعسار خلال الفترة من ١٩٣٠ - ١٩٣٣. وقد أثرت حالات الإعسار والخسائر المصرفية المماثلة كذلك تأثيرا كبيرا على الاقتصادات الأخرى.<sup>٨</sup> وعلى وجه التحديد، كان إعسار بنك التسليف النمساوي "Creditanstalt" في عام

وهناك اتفاق عام على أن ضعف الاتساق في استجابة السياسة الاقتصادية الكلية في الولايات المتحدة وكثير من البلدان الأخرى كان عاملا حيويا في شدة الكساد العالمي وطول مدته.<sup>٩</sup> وقد ساعدت السياسات على دعم التعافي عندما شرعت إدارة الرئيس الأمريكي المنتخب حديثا، فرانكلين روزفلت، في عام ١٩٣٣، على تنفيذ سياسات مقاومة الانكماش التي نجحت في تحسين التوقعات الانكماشية وتعزيز الثقة في النظام المصرفي (راجع أدناه).<sup>١٠</sup>

## أوجه المقارنة مع الأزمة الراهنة

لدى عقد المقارنة بين الأزمة الراهنة والكساد الكبير، من المفيد أن نميز بين الأوضاع الأولية وانتقال الآثار وردود أفعال السياسات. ومن السمات المشتركة المهمة أن الاقتصاد الأمريكي يمثل المحور في كلتا الأزمات. ونظرا لأهمية هبوط النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة فإنه حتما يترك أثره على المستوى العالمي. وهذه السمة المشتركة تفصل الأزمة الراهنة والكساد الكبير عن العديد من الأزمات المالية الأخرى التي حدثت عادة في اقتصادات أصغر حجما وكانت أقل تأثيرا على المستوى العالمي. وفي كلتا النوبتين، أدت سرعة التوسع الائتماني والابتكارات المالية إلى زيادة نسب الرفع المالي وتسببت في خلق مواطن ضعف تعرض الاقتصادات لخطر الصدمات المعاكسة.<sup>١١</sup> غير أنه مع اقتران طفرة الائتمانية في

<sup>٤</sup> تنطوي دراسة "Friedman and Schwartz (1963)" على جدل شهير يعزوه لحدوث "الكساد الكبير" لأخطاء في السياسة النقدية - حيث عجز الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن موازنة أثر تشديد الأوضاع النقدية نتيجة الإعسار المصرفي وارتفاع نسب المعروض النقدي إلى الودائع. وعلى الرغم من أن بحوثا لاحقة تؤكد بعض النتائج التي خلصت إليها دراسة "Friedman and Schwartz" فإن الخط العام يظل وثيق الصلة (راجع على سبيل المثال دراسة "Calomiris (1993)").

<sup>٥</sup> راجع على سبيل المثال دراسات "Eggertsson (2008)" و "Romer (1990)" و "Temin and Wigmore (1990)".

<sup>٦</sup> في كلتا الحالتين، اقترنت الابتكارات المالية بفترة الرواج. ففي العشرينات من القرن الماضي، زاد الائتمان الممنوح إلى الأسر بصورة أسرع من زيادة الدخل الشخصي في الولايات المتحدة، نتيجة اقتران سرعة انتشار السلع الاستهلاكية المعمرة بسرعة النمو في الائتمان بنظام الأقساط الذي توفره المؤسسات المالية غير المصرفية (دراسة "Eichengreen and Mitchener, 2003"). وفي نفس الوقت، ساعدت أساليب التسويق الجديدة للأوراق المالية على توسيع نطاق ملكية الأسهم، بينما زادت صناديق الاستثمار والأفراد من استخدام القروض بالهامش لتمويل استثمارات سوق الأسهم بالديون. وفي نوبة الركود الراهنة، تركزت المبتكرات المالية على المنتجات ذات الصلة بالرهن العقاري، من حيث المنشأ والتوزيع على السواء (التوريق، المنتجات المهيكلة).

<sup>٧</sup> غير أن المجال كان متاحا لنشوء آثار مالية مرتدة عبر الحدود نتيجة الأوضاع المالية الدولية السائدة في أواسط ١٩٢٩. فقد اعتمدت كبرى الاقتصادات الأوروبية على التدفقات الرأسمالية من الولايات المتحدة في الحفاظ على أسعار الصرف الثابتة في ظل قاعدة الذهب السائدة في ذلك الوقت. وقد أدى تشديد السياسة النقدية الأمريكية في عام ١٩٢٨ بالفعل إلى حدوث تباطؤ بعض الشيء في هذه التدفقات (دراسة "Kindleberger, 1993").

<sup>٨</sup> راجع دراستي "Kindleberger (1993)" و "Temin (1993)".

## الدورات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة

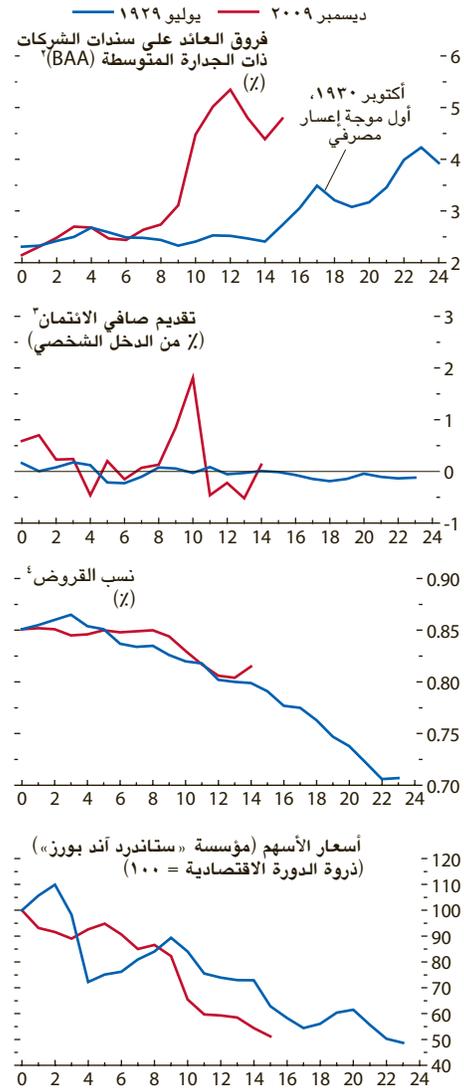
١٩٣١، والمسجل في دفاتره أكثر من نصف الودائع لدى الجهاز المصرفي النمساوي، قد مهد السبيل إلى حدوث موجات سحب جماعي للأرصدة المصرفية في بلدان أوروبية أخرى، ومنها ألمانيا. وارتبطت حالات الإعسار هذه بحدوث خسائر مسبقة في الذهب وظهور مخاوف من احتمال تخلي البلدان عن قاعدة الصرف بالذهب في ظل مناخ كانت ودائع غير المقيمين تمثل مصدرا مهما للتمويل الخارجي بالنسبة للعديد من البنوك الأوروبية.

وفي الأزمة الراهنة، أدى الشعور بالطمأنينة الذي أتاحه التأمين على الودائع إلى الحيلولة عموما دون لجوء مودعي التجزئة إلى موجات السحب الجماعي للودائع المصرفية. غير أن مشاكل التمويل برزت للبنوك وجهات الوساطة المالية الأخرى التي تعتمد على التمويل بالجملة في أسواق المال قصيرة الأجل، لا سيما البنوك وجهات الوساطة المالية التي تصدر أو تحوز (بشكل مباشر أو غير مباشر) سندات التمويل العقاري الأمريكية ومشتقاتها<sup>٩</sup>. ويرجع السبب الرئيسي في انكماش قاعدة التمويل إلى الشعور بالقلق إزاء صافي قيمة أصول الوسطاء الماليين بعد أن أصبح المقرضون مهددون بخسائر ضخمة في ظل الخسائر الناجمة عن تزايد حالات التوقف عن سداد الرهون العقارية في الولايات المتحدة، لا سيما بعد إغلاق بنك «ليمان براذرز». ومع وجود روابط كبيرة عبر الحدود بين أسواق المال قصيرة الأجل اكتسبت هذه المشاكل التمويلية بعدا دوليا في مرحلة مبكرة من هذه الأزمة.

ورغم اختلاف الآليات المستخدمة، فقد كانت آثارها مماثلة على سلوكيات جهات الوساطة المالية. فقد أدت مشاكل التمويل إلى انكماش الميزانيات العمومية (انخفاض نسب الرفع المالي)، وبيع الأصول الاضطراري (مما زاد من الضغوط الخافضة للأسعار)، وزيادة حيازات الأصول السائلة، وانخفاض معدل الإقراض (أو حيازات الأصول عالية المخاطر) كنسبة من مجموع الأصول. وإضافة إلى ذلك، نشأت بعض الاختناقات في النظام المالي المعاصر الذي يتسم بشدة الترابط، وذلك نتيجة آثار الانتشار الشبكي في عالم تسوده المتاجرة المتعددة والمراكز الإجمالية الضخمة.

وقد ترتب على هذه العوامل المالية آثارا نهائية مماثلة على الاقتصاد الحقيقي في نوبتي الركود. فقد تراجعت مستويات التمويل الخارجي المتاحة للمقترضين وتزايدت التكلفة الحدية للتمويل (راجع على سبيل المثال دراسة "Bernanke, 1983"). وفي الوقت نفسه، انخفضت القيمة

## العوامل المالية الموجودة في الولايات المتحدة، بين الماضي والحاضر (شهور من مستوى ذروة الدورة الاقتصادية على المحور السيني)

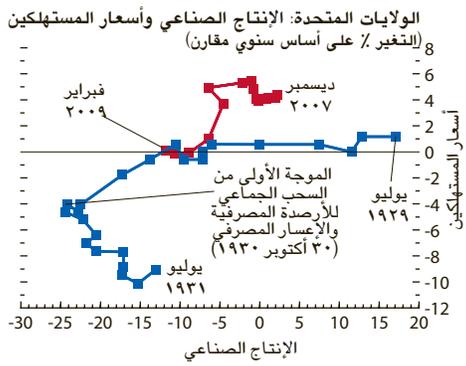
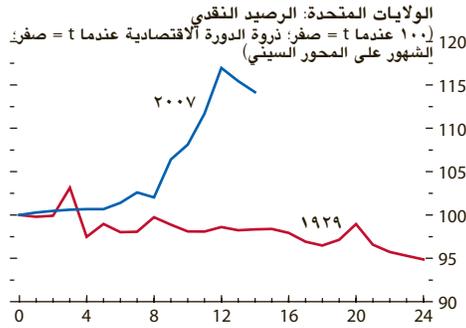


المصادر: دراسة "Bernanke (١٩٨٣)": ومجلس الاحتياطي الفيدرالي ومؤسسة "هيفر أناليتكس" (Haver Analytics). مستويات الذروة في الدورات الاقتصادية وفقا لما ورد عن "المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية". متوسط العائد على سندات الشركات ذات الجدارة المتوسطة (Baa) مقسوما على العائد على أدون الخزانة طويلة الأجل. التغييرات في قروض البنوك التجارية. نسبة القروض إلى الأصول في ٢٠٠٧-٢٠٠٨.

<sup>٩</sup> راجع دراستي "Brunnermeier (2009)" و "Gorton (2008)".

الإطار ٣-١: (تتمة)

السياسات المضادة للاتجاهات الدورية  
وديناميكية مفاضلة الناتج والتضخم



المصادر: دراسة "Bernanke (١٩٨٣)" ودراسة "Friedman and Schwarz (١٩٦٣)؛ ومؤسسة "هيفر أناليتكس" (Haver Analytics)

خفضت أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية. ونتيجة لهذه الجهود على مستوى السياسات، زاد الرصيد النقدي في الولايات المتحدة بسرعة بدلا من انكماشه كما حدث أثناء الكساد الكبير (الشكل البياني الثالث، اللوحة الأولى)، ولم تسنح الفرصة لمعظم مشاكل التمويل أن تتسبب في إعاقة جهات الوساطة المالية المهمة للنظام المالي.

وفي الأزمة الراهنة، لا يشكل النظام النقدي العالمي عقبة أمام فعالية ردود أفعال السياسات، على عكس ما حدث في أوائل الثلاثينات، عندما شجعت قاعدة الصرف بالذهب على إجراء التصحيحات الانكماشية. وفي ذلك الوقت، تعرقلت جهود السياسة النقدية التوسعية وإجراءات المقرض الأخير في العديد من البلدان الأوروبية بسبب احتمال خسارة احتياطيات الذهب والتخلي عن منح قابلية التحويل بالذهب، نظرا لعجوزات موازين المدفوعات. وعلى

الضمانية لأصول المقرضين نتيجة خسائر هبوط أسعار الأصول وخسائر مزاولة الأعمال، مما أدى إلى انخفاض جدارتهم الائتمانية وجدارة الوسطاء الماليين ذوي الصلة. والنظام المالي الأمريكي ينطوي على تشابه كبير بين مسارات العديد من المتغيرات المالية في كلتا فترتي الركود (الشكل البياني الثاني).<sup>١٠</sup> فتزداد فروق العائد على السندات لمتوسط المقرضين؛ وتتباطأ وتيرة تقديم صافي الائتمان من البنوك، مما يرجع جزئيا لانخفاض نسبة القروض إلى الودائع أو نسبة القروض إلى الأصول عند تعديل الميزانيات العمومية؛ كذلك تنخفض أسعار الأسهم بوتيرة مماثلة.

ردود أفعال السياسات بين الماضي والحاضر

غابت ردود أفعال السياسات المضادة للاتجاهات الدورية في المراحل المبكرة من «الكساد الكبير»، الأمر الذي يرجع جزئيا إلى «منهج قاعدة الصرف بالذهب» الذي كان يركز على السياسات التقليدية لتحقيق الاستقرار (احتياطيات الذهب المستقرة والميزانيات المتوازنة). غير أنه بمرور الوقت، تزايد عدد البلدان التي أوقفت العمل بالتحويل إلى الذهب و/أو غيرت سعر تعادل عملاتها بالذهب. بما في ذلك بريطانيا العظمى في سبتمبر ١٩٣١ والولايات المتحدة في إبريل ١٩٣٣. وكانت هذه التغييرات في النظم المالية قد مهدت السبيل لإجراء توسعات نقدية ملحوظة يرجع الفضل إليها في استهلال فترات التعافي. ففي الولايات المتحدة، صدر في مارس ١٩٣٣ «قانون طوارئ البنوك» (Emergency Banking Act) الذي أجاز إقفال البنوك المعسرة وإعادة هيكلة البنوك ذات الملاءة، مما عزز الثقة في القطاع المالي. واستحدث قانون البنوك الصادر في يونيو ١٩٣٣ التأمين الفيدرالي على الودائع. ولا يرى المؤرخون الاقتصاديون عموما أي أهمية لدور سياسة المالية في التعافي لأنها لم تستخدم على نطاق واسع، إلا في ألمانيا واليابان.<sup>١١</sup>

وبالنسبة لموجة الهبوط الاقتصادي الحالية، هناك توجه قوي وسريع نحو اللجوء إلى الدعم الذي توفره السياسات الاقتصادية الكلية. فقد تدخلت كبرى البنوك المركزية بشدة من أجل تزويد النظم المالية بالسيولة كما

<sup>١٠</sup> تتوسع أوجه المقارنة في هذا الشكل البياني في سياق تحليل البيانات المتعلقة بالولايات المتحدة والواردة في دراسة "Bernanke (1983)" بحيث تشمل الأزمة الراهنة.  
<sup>١١</sup> تشير دراسة "Romer (2009)" إلى أنه في الوقت الذي ارتفع فيه عجز الميزانية الفيدرالية في الولايات المتحدة بنسبة ١.٥٪ في عام ١٩٣٤، لم يستمر العمل بالدفع التنشيطية المستمدة من المالية العامة حتى ١٩٣٥ وأنه تمت موازنته على أي حال إلى حد كبير عن طريق موقف المالية العامة المسامر للاتجاهات الدورية على مستوى الولايات والمستوى المحلي.

هبوط النشاط الاقتصادي ومعدل التضخم في الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات الرئيسية أقل حدة مقارنة بالفترة من ١٩٢٩-١٩٣١ (الشكل البياني الثالث، اللوحة الثانية). وبالتالي أمكن تلافي الانكماش في مستويات الدين حتى الآن.

ومع ذلك، هناك أوجه تماثل مثيرة للقلق بين الأزميتين. فلا تزال هناك ضغوط متواصلة على أسعار الأصول، ولا يزال الإقراض مقيدا نتيجة انخفاض نسب الرفع المالي في القطاع المالي وضعف الثقة في جهات الوساطة المالية، كما أن الصدمات المالية تسببت في الإضرار بالنشاط الاقتصادي الحقيقي على المستوى العالمي، وتتباطأ وتيرة التضخم بسرعة حيث يرجح أن تقترب من المعدل الصفري في عدد من البلدان. وعلاوة على ذلك، بدأ هبوط النشاط الاقتصادي في خلق آثار مرتدة تؤثر على ملاءة جهات الوساطة المالية التي زاد تعرضها لمخاطر انكماش مستويات الدين. ووفقا لما ورد في الفصل الأول من هذا التقرير، يتعين اتخاذ إجراءات إضافية على صعيد السياسات لاستعادة الثقة في القطاع المالي، ووضح حد للانكماش السلبي في أسعار الأصول، ودعم جهود التعافي العالمي المبكر.

النقيض من ذلك، نجد أن كبرى بلدان الفائض، الولايات المتحدة وفرنسا، لم تستغل المجال المتاح لإجراء تصحيح مقاومة الانكماش نتيجة تزايد تدفقات الذهب الوافدة.<sup>١٢</sup> وإضافة إلى ذلك، وعكس الوضع الراهن، كان التعاون الدولي محدودا، حيث كانت التوترات السياسية بين البلدان، وتزايد الحمائية - بما في ذلك الصراعات بين البلدان حول التعرفة الجمركية والتي اندلعت شرارتها مع قيام الولايات المتحدة في ١٩٣٠ بإصدار «قانون سموت-هاولي للتعرفة الجمركية» (Smoot-Hawley Tariff Act) — وراء تزايد تباطؤ النشاط الاقتصادي نتيجة هبوط الطلب الخارجي.

وإجمالاً، نجد أن دعم السياسات غير المسبوق، والنظام النقدي الدولي الذي يكفل إجراء تصحيحات لمقاومة الانكماش، والأوضاع الاقتصادية الكلية المبدئية الأكثر إيجابية هي أهم السمات التي تميز الأزمة الراهنة عن “الكساد الكبير”. فقد أمكن تلافي إجراء تصحيحات القطاع المالي المؤلمة التي حدثت في أوائل الثلاثينات، ولا يزال

<sup>١٢</sup> راجع دراسات “Temin (1989, 1993)” و “Eichengreen (1992)” و “Kindleberger (1993)”. قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتقييم أثر تدفقات الذهب الداخلة على الرصيد النقدي.

ويراعي هذا الفصل صفتين رئيسيتين في الدورة الاقتصادية، وهما:

- المدة: عدد الأرباع من الذروة إلى القاع في مرحلة الركود، أو من القاع إلى الذروة التالية في مرحلة التوسع.
  - المدى: النسبة المئوية للتغير في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من الذروة إلى القاع في مرحلة الركود، أو من القاع إلى الذروة التالية في مرحلة التوسع.
- وينظر هذا الفصل أيضا في تراجع مرحلة الركود (أو التوسع)، أي نسبة المدى إلى المدة، مما يدل على حدة الانحدار في كل من مرحلتَي الدورة الاقتصادية.

### مراحل الركود والتوسع: بعض الحقائق الأساسية

شهدت الاقتصادات المتقدمة في المتوسط ست دورات مكتملة من الركود والتعافي منذ عام ١٩٦٠،<sup>٦</sup> غير أن عدد

أن المنهج الذي يتبعه المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية لتحديد تاريخ مراحل الدورة الاقتصادية هو منهج فردي ولا يمكن استنساخه على مستوى العالم.

<sup>٦</sup> تتضمن فترة العينة ١٢٢ مرحلة ركود مكتملة و١٥ مرحلة ركود جارية.

دراسة “Burns and Mitchell (1946)”， حيث يستخدم المنهج “التقليدي” في تحديد تاريخ نقاط التحول في عينة كبيرة من الاقتصادات المتقدمة منذ عام ١٩٦٠ وحتى الوقت الحاضر. ويركز هذا الفصل على التغيرات الفصلية في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بهدف تحديد فترات الذروة والقاع في الدورة الاقتصادية (راجع الشكل البياني ٣-١).

<sup>٥</sup> الإجراء المستخدم في هذا الفصل لتحديد تاريخ الدورات الاقتصادية يشار إليه بـ «إجراء براي - بوسكن للبيانات ربع السنوية» (Bry-Boschen “BBQ” procedure for quarterly data (راجع دراسة “Harding and Pagan, (2002)”). ويحدد الحدود القصوى والدنيا لسلسلة البيانات، وهي لوغاريتم إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في هذه الحالة، والتي تستوفي شروط الحد الأدنى لمدة الدورة وكل من مرحلتَيها (وهي محددة في هذا الفصل بأنها خمسة أرباع السنة ورباعي السنة، على التوالي). أما الخوارزميات البديلة لتحديد التاريخ، كتلك التي أعدتها دراسة “Chauvet (2005) and Hamilton (2005)” ودراسة “Leamer (2008)”， فإن تطبيقها على عينة كبيرة من البلدان يكون أكثر صعوبة. ويستخدم “المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية” (National Bureau of Economic Research)، الذي يحدد تاريخ مراحل الدورات الاقتصادية في الولايات المتحدة، عدة مقاييس للنشاط الاقتصادي بغية تحديد فترات الذروة والقاع في الدورة الاقتصادية. ومن بين هذه المقاييس - إضافة إلى إجمالي الناتج المحلي الحقيقي - العمالة والدخل الحقيقي والإنتاج الصناعي والمبيعات. غير

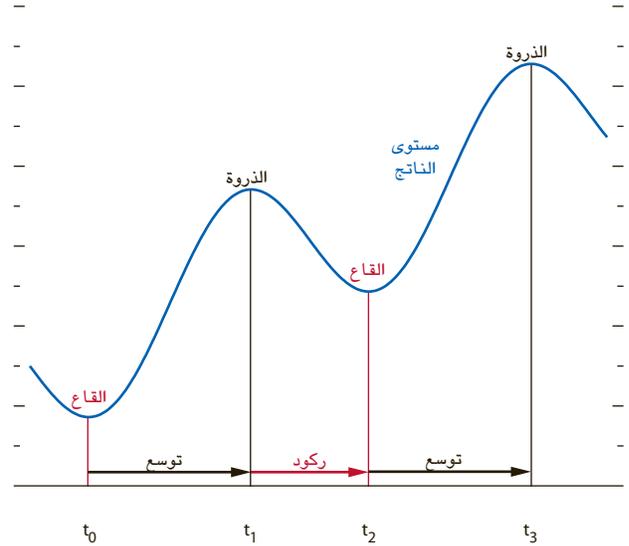
مراحل الركود يختلف اختلافا كبيرا باختلاف البلدان، حيث شهد بعض البلدان (كندا وأيرلندا واليابان والنرويج والسويد) ثلاث مراحل ركود فقط في حين شهدت بلدان أخرى (إيطاليا ونيوزيلندا وسويسرا) تسع مراحل أو أكثر. وتتسم مراحل الركود بأنها أكثر ضحالة وأقصر أجلا وأقل تواترا من مراحل التوسع. ففي مرحلة الركود المعتادة، ينخفض إجمالي الناتج المحلي قرابة ٢,٧٥٪ (الجدول ٣-١). وفي المقابل، نجد أن إجمالي الناتج المحلي غالبا ما يسجل ارتفاعا قرابة ٢٠٪ أثناء مرحلة التوسع. وهو ما يوضح أصلا أهمية النمو الاتجاهي؛ فكلما ارتفع معدل النمو طويل الأجل في اقتصاد ما، زادت ضحالة مرحلة الركود واتسع مدى مراحل التوسع. غير أن هناك بعض فترات الركود التي تتسم بالحدة، حيث يتجاوز انخفاض إجمالي الناتج المحلي فيما بين الذروة والقاع نسبة ١٠٪. وتعرف هذه الفترات غالبا بفترات الكساد (راجع عدد إبريل ٢٠٠٢ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). ومنذ عام ١٩٦٠، شهدت الاقتصادات المتقدمة ست فترات كساد؛ كانت آخرها في فنلندا في أوائل التسعينات. وفي المقابل، تشهد بعض فترات التوسع زيادات في الناتج فيما بين الذروة والقاع تزيد عن ٥٠٪. وكانت «المعجزة الأيرلندية» هي آخر مثال على ذلك. وتستمر فترة الركود في المعتاد لمدة سنة تقريبا، بينما تستمر فترة التوسع غالبا لأكثر من خمس سنوات. ونتيجة لذلك، لا تمر الاقتصادات المتقدمة بمرحلة ركود في الدورة الاقتصادية إلا بواقع ١٠٪ فقط من الزمن. وقد استمرت أطول فترات الركود والتوسع في هذه البلدان لما يربو على ثلاثة أعوام وخمسة عشر عاما، على التوالي. وقد شهدت فنلندا والسويد اثنتين من أطول فترات الركود، وشهدت أيرلندا والسويد اثنتين من أطول فترات التوسع.

ومنذ أواسط الثمانينات، باتت فترات الركود في الاقتصادات المتقدمة أقل تواترا وأكثر اعتدالا لدى حدوثها، وأصبحت فترات التوسع أطول أمدا، وهو تطور صاحب «الاعتدال الكبير» (الشكل البياني ٣-٢).<sup>٧</sup> وهناك طائفة من العوامل التي يمكن أن تفسر هذا الأمر، بما في

<sup>٧</sup> يمكن الاطلاع على بعض النتائج ذات الصلة في عدد إبريل ٢٠٠٢ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.  
<sup>٨</sup> هذه الظاهرة موثقة في العديد من الدراسات، بما في ذلك دراسة “Blanchard and McConnell and Perez-Quiros (2000)” ودراسة “Simon (2001)”. وأثناء هذه الفترة يصل متوسط انحدار منحنى فترة الركود - وهو معيار حدة الهبوط أو الانكماش المفاجئ في الناتج - قرابة ٠,٦٪، وهي نسبة أدنى من المتوسط بالقيمة المطلقة البالغ ١٪ في فترات الركود الأخرى.

### الشكل البياني ٣-١: فترات الذروة والقاع في الدورة الاقتصادية

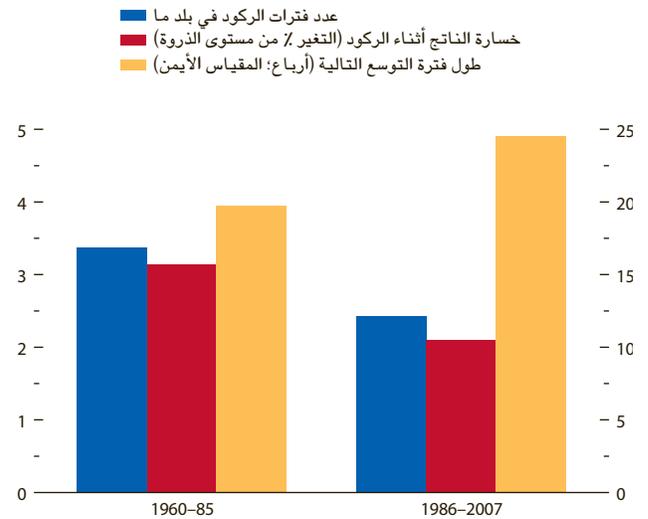
تتألف الدورة الاقتصادية من مرحلتين: مرحلة ركود (من الذروة إلى القاع) ومرحلة توسع (من القاع إلى الذروة).



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

### الشكل البياني ٣-٢: الدورات الاقتصادية اتجهت نحو الاعتدال بمرور الزمن

باتت فترات الركود أقل تواترا وأخف وطأة، بينما أصبحت فترات التوسع أطول أمدا.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## الجدول ٣-١: الدورات الاقتصادية في البلدان الصناعية: إحصاءات موجزة

المدى <sup>٢</sup>		المدى <sup>١</sup>		المدى <sup>٣</sup>		كل فترات الركود الوسط (١)
توسع	تعاف <sup>٤</sup>	ركود	توسع	توسع	ركود	
١٩,٥٦	٤,٠٥	٢,٧١-	٢١,٧٥	٣,٢٢	٣,٦٤	الانحراف المعياري (٢)
١٧,٥٠	٣,١٢	٢,٩٣	١٧,٨٩	٢,٧٢	٢,٠٧	معامل التباين (١)/(٢)
٠,٨٩	٠,٧٧	١,٠٨	٠,٨٢	٠,٨٤	٠,٥٧	عدد الأحداث
١٢٢	١١٢	١٢٢	١٢٢	١٠٩	١٢٢	حسب محرك الركود الأزمات المالية
١٩,٤٧	***٢,٢١	٣,٣٩-	**٢٦,٤٠	**٥,٦٤	**٥,٦٧	الوسط (١)
٢٠,٤٦	١,١٨	٣,٢٥	٢٤,٧٤	٣,٣٢	٣,١٥	الانحراف المعياري (٢)
١,٠٥	٠,٥٣	٠,٩٦	٠,٩٤	٠,٥٩	٠,٥٦	معامل التباين (١)/(٢)
١٥	١٣	١٥	١٥	١١	١٥	عدد الأحداث
١٩,٥٨	***٤,٢٩	٢,٦١-	**٢١,٠٩	**٢,٩٥	**٣,٣٦	أخرى <sup>٥</sup> الوسط (١)
١٧,١٥	٣,٢٢	٢,٨٩	١٦,٧٧	٢,٥٢	١,٧١	الانحراف المعياري (٢)
٠,٨٨	٠,٧٥	١,١١	٠,٧٩	٠,٨٥	٠,٥٩	معامل التباين (١)/(٢)
١٠٧	٩٩	١٠٧	١٠٧	٩٨	١٠٧	عدد الأحداث
						حسب مدى التزامها تتسم بالتزامن الشديد
*١٦,٢٤	**٣,٦٦	*٣,٤٥-	***١٩,٩٧	*٤,١٩	***٤,٥٤	الوسط (١)
١١,٨٥	١,٧٢	٢,٩٦	١٥,٣٢	٣,٥٩	٢,٥٠	الانحراف المعياري (٢)
٠,٧٣	٠,٤٧	٠,٨٦	٠,٧٧	٠,٨٦	٠,٥٥	معامل التباين (١)/(٢)
٣٧	٣٤	٣٧	٣٧	٣٢	٣٧	عدد الأحداث
*٢١,٠١	**٤,٢١	*٢,٣٩-	***٢٢,٥٢	*٢,٨٢	***٣,٢٥	أخرى <sup>٦</sup> الوسط (١)
١٩,٣٣	٣,٥٦	٢,٨٨	١٨,٩٤	٢,١٦	١,٧٢	الانحراف المعياري (٢)
٠,٩٢	٠,٨٥	١,٢١	٠,٨٤	٠,٧٧	٠,٥٣	معامل التباين (١)/(٢)
٨٥	٧٨	٨٥	٨٥	٧٧	٨٥	عدد الأحداث
						للذكورة::
١٨,٨٣	٢,٨٢	٤,٨٢-	٢٤,٣٣	٦,٧٥	٧,٣٣	فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية تتسم بالتزامن الشديد الوسط

ملحوظة: العلامات (\*), (\*\*), و (\*\*\*) تشير إلى مستويات الدلالة الإحصائية بنسبة ١٠٪ و ٥٪ و ١٪، بالترتيب. وتحسب الدلالة الإحصائية لفترات الركود المرتبطة بأزمات مالية (فترات الركود التي تتسم بالتزامن الشديد) مقابل فترات الركود الأخرى.

<sup>١</sup> عدد الأرباع

<sup>٢</sup> التغير ٪ في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي.

<sup>٣</sup> عدد الأرباع قبل التعافي إلى مستوى الذروة السابقة.

<sup>٤</sup> الزيادة ٪ في إجمالي الناتج المحلي بعد سنة واحدة.

<sup>٥</sup> فترات الركود غير المرتبطة بأزمات مالية.

وقد ظلت مرحلة التعافي في الدورة الاقتصادية محط اهتمام مستمر في دوائر السياسة الاقتصادية.<sup>٩</sup> فالإقتصاد ينتعش في المعتاد حتى يصل إلى سابق مستوى ذروة الناتج لديه في أقل من سنة (راجع الجدول ٣-١). والأهم من ذلك، أن فترات التعافي تكون في المعتاد أكثر حدة من فترات الركود — حيث يتجاوز متوسط النمو لكل ربع خلال فترة التعافي نسبة الانكماش في فترة الركود بأكثر

ذلك التكامل العالمي، والتحسينات في الأسواق المالية، والتغيرات في تكوين الناتج الكلي باتجاه قطاع الخدمات وبعيدا عن قطاع الصناعات التحويلية، وتحسن السياسات الاقتصادية الكلية (راجع دراسة Blanchard and Simon, 2001 ودراسة "Romer, 1999"). والاحتمال الآخر يتمثل في حدوث "الاعتدال الكبير" نتيجة حسن الطالع، وهو ما يرجع أساسا لعدم تعرض الاقتصاد العالمي لصدمات كبيرة.

<sup>٩</sup> لا يوجد تعريف شائع لفترة التعافي، حيث يعرفها البعض بأنها الوقت الذي يستغرقه الاقتصاد للعودة إلى مستوى الذروة قبل الركود، وقياسها البعض بالنمو التراكمي المتحقق بعد فترة زمنية معينة، سنة على سبيل المثال، في أعقاب بلوغ مستوى القاع. وفي هذا الفصل يستخدم كلا التعريفين، وهما مكملان لبعضهما البعض ويوفران نوعا من التبادلية في الاستخدام — فالتعريف الأول يحدد الوقت الذي يستغرقه تحقيق مدى معين، والثاني يحدد المدى المتحقق بعد فترة معينة.

غالبًا ما تقوم بدور محوري في مدى حدة فترات الركود شديدة التزامن وطول أمدها.

### تصنيف فترات الركود والتعافي

نبدأ بتصنيف فترات الركود والتعافي أولاً بتعريف الأزمات المالية بأنها الفترات الزمنية التي يحدث خلالها اضطرابات واسع النطاق في المؤسسات المالية وفي أداء الأسواق المالية. وتُحدد الأزمات المالية باستخدام منهج «التحليل السردى» (narrative analysis) الوارد في دراسة "Reinhart and Rogoff (2008a, 2008b, 2009)"<sup>١٢</sup>، التي تعتمد بدورها على دراسة "Kaminsky and Reinhart (1999)"<sup>١٣</sup>، ويلي ذلك مباشرة، يمكن اعتبار فترة الركود مرتبطة بأزمة مالية إذا كانت تبدأ وقت بداية الأزمة المالية أو في أعقابها.<sup>١٤</sup> ومن بين فترات الركود البالغ عددها ١٢٢ فترة في العينة المستخدمة، هناك ١٥ فترة ركود مرتبطة بأزمات مالية (الجدول ٣-٢). أما الاضطرابات الأخرى فيجري تحديدها باستخدام القواعد الإحصائية البسيطة المستمدة من التجربة العملية (راجع الملحق)<sup>١٦</sup>. وهناك أكثر من نصف فترات الركود البالغ عددها ١٢٢ فترة في العينة مرتبطة بواحدة أو أكثر من

من ٢٥٪. وفي الواقع، هناك أدلة على ظهور أثر الانتعاش، حيث يرتبط نمو الناتج خلال السنة الأولى من التعافي ارتباطًا كبيرًا وموجبًا بشدة فترة الركود السابقة. وهناك عدد من العوامل يمكن أن يقود الاقتصاد إلى الانتعاش، بما في ذلك السياسات المالية والنقدية (وتستكشف هذه الإمكانية لاحقًا في هذا الفصل)، ومدى التقدم التكنولوجي، والنمو السكاني.<sup>١٥</sup>

### هل يؤثر سبب الهبوط الاقتصادي في شكل الدورة الاقتصادية؟

يربط هذا القسم فترات الركود والتعافي بمختلف أنواع الصدمات، ألا وهي الصدمات المالية والخارجية وصدمات سياسة المالية العامة والسياسة النقدية وصدمات أسعار النفط.<sup>١٦</sup> ويتمثل الهدف من هذا الإجراء في تحديد ما إذا كانت هناك اختلافات كبيرة بين فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية وتلك المرتبطة بصدمات أخرى. وإضافة إلى ذلك، يبحث هذا الفصل فيما إذا كان هناك اختلاف بين فترات الركود شديدة التزامن وتلك الفترات غير المتزامنة.

وقد تبين لنا أن الصدمات المختلفة تكون مرتبطة بأنماط مختلفة من المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية أثناء فترات الركود والتعافي. وعلى وجه التحديد، كانت فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية تتسم عادة بالشدة وطول الأمد، وكانت فترات التعافي من دورات الركود المرتبطة بأزمات مالية تتسم بالتباطؤ، حيث كان يعيقها ضعف الطلب الخاص والائتمان. وإضافة إلى ذلك، يتبين أن فترات الركود شديدة التزامن تكون أطول أجلاً وأعمق من فترات الركود الأخرى، وتكون دورات التعافي منها عادة ضعيفة. كذلك فإن التطورات في الولايات المتحدة

<sup>١٢</sup> هناك أسلوب بديل لتعريف الأزمات المالية وهو باستخدام سلسلة زمنية أو أي توليفة من سلاسل البيانات كمؤشر، استنادًا إلى مستوى حدي معين (الأسلوب المستخدم للصدمات الأخرى). ومن مزايا استخدام أسلوب قائم على التحليل السردى أنه يتجنب ضرورة تعريف فترات الركود حسب أدق الأمور التي تثير الاهتمام - على سبيل المثال، يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها فترة يحدث خلالها انخفاض كبير في الائتمان، وإن كان ذلك سيحول دون تقييم سلوك الائتمان في الأزمات المالية التالية.

<sup>١٣</sup> نحن مهتمون بصفة خاصة بالأزمات المصرفية، والتي يرد تعريفها في دراسة "Kaminsky and Reinhart (1999, p. 476)" بأنها فترات تؤدي إلى موجات سحب جماعي للأرصدة المصرفية أو مساعدات حكومية واسعة النطاق للمؤسسات المالية.

<sup>١٤</sup> على هذا الأساس، نحذف تلك الفترات الواردة في دراسة "Reinhart and Rogoff" غير المصحوبة مباشرة بفترات ركود - على سبيل المثال، أزمة المدخرات والقروض في أوائل الثمانينات في الولايات المتحدة.

<sup>١٥</sup> من حيث المبدأ، قد تظهر هنا مشكلة المنشأ الداخلي، لأن الأزمة المالية يمكن أن تؤدي إلى حدوث الركود والعكس صحيح. ولمعالجة هذه المسألة، جرى تحديد تاريخ الأزمات ونقاط التحول باستخدام أسلوبين مختلفين، كما هو مبين في هذا الفصل.

<sup>١٦</sup> هذه القواعد تتمتع بمزايا الشفافية وأنها قابلة للتطبيق على سلاسل بيانات إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات البالغ عددها ٢١ اقتصادًا في العينة. وسوف تكون هناك حالات دائمًا لن تتمكن القواعد البسيطة من تحديدها بشكل جيد. غير أن تحليل الصدمات غير المالية على نحو أكثر تعمقًا بالنسبة لكل بلد هو أمر خارج نطاق الدراسة في هذا الفصل.

<sup>١٥</sup> تقدم كلا دراستي "Sichel (1994)" و "Wynne and Balke (1993)" الدليل على ظهور أثر الانتعاش في الدورات الاقتصادية الأمريكية. وتفيد دراسة "Romer and Romer (1994)" بأن السياسة النقدية أسهمت بدور حيوي في إنهاء دورات الركود في الولايات المتحدة ودعم فترات التعافي أثناء فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية.

<sup>١٦</sup> تم كذلك إجراء تحليل لفروق أسعار الفائدة حسب أجل الاستحقاق، التي غالبًا ما كانت تستخدم كمؤشر لموقف السياسة النقدية وكمؤشر للتنبؤ بنمو الناتج في الأجل القصير - راجع على سبيل المثال دراسة "Estrella and Mishkin (1996)". وتبين أنها تقدم نتائج مشابهة تمامًا لنتائج صدمات السياسة النقدية.

## هل يؤثر سبب الهبوط الاقتصادي في شكل الدورة الاقتصادية؟

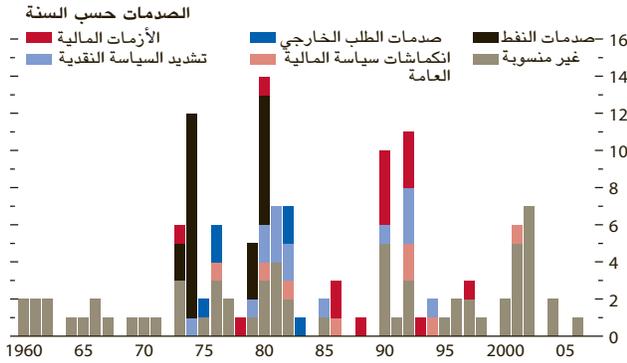
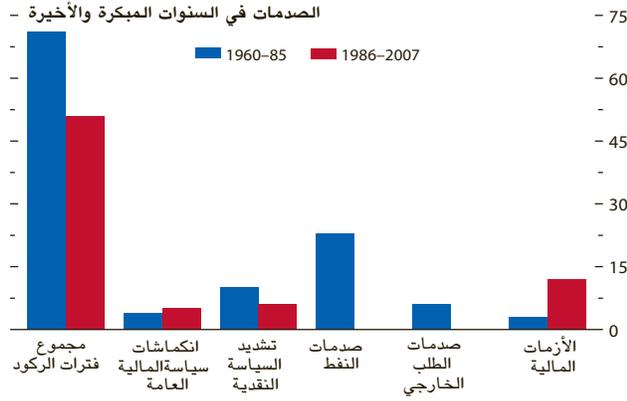
### الجدول ٣-٢: الأزمات المالية وفترات الركود المصاحبة

أستراليا	١٩٩٠: الربع الثاني - ١٩٩١: الربع الثاني
الدانمرك	١٩٨٧: الربع الأول - ١٩٨٨: الربع الثاني
فنلندا	١٩٩٠: الربع الثاني - ١٩٩٣: الربع الثاني*
فرنسا	١٩٩٢: الربع الثاني - ١٩٩٣: الربع الثالث
ألمانيا	١٩٨٠: الربع الثاني - ١٩٨٠: الربع الرابع
اليونان	١٩٩٢: الربع الثاني - ١٩٩٣: الربع الأول
إيطاليا	١٩٩٢: الربع الثاني - ١٩٩٣: الربع الثالث
اليابان	١٩٩٣: الربع الثاني - ١٩٩٣: الربع الرابع*
اليابان	١٩٩٧: الربع الثاني - ١٩٩٩: الربع الأول
نيوزيلندا	١٩٨٦: الربع الرابع - ١٩٨٧: الربع الرابع
النرويج	١٩٨٨: الربع الثاني - ١٩٨٨: الربع الرابع*
إسبانيا	١٩٧٨: الربع الثالث - ١٩٧٩: الربع الأول*
السويد	١٩٩٠: الربع الثاني - ١٩٩٣: الربع الأول*
المملكة المتحدة	١٩٧٣: الربع الثالث - ١٩٧٤: الربع الأول
المملكة المتحدة	١٩٩٠: الربع الثالث - ١٩٩١: الربع الثالث

ملحوظة: علامة (\*) تشير إلى أكبر خمس أزمات مالية (دراسة Reinhart and Rogoff ٢٠٠٨).

### الشكل البياني ٣-٣: التطور الزمني لفترات الركود حسب الصدمة

لم تكن فترات الركود شائعة بنفس القدر في السنوات الأخيرة. ولكن أصبحت فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية أكثر شيوعاً.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

هذه الصدمات<sup>١٧</sup> والصدمة النفطية هي الأكثر انتشاراً، حيث أصابت ١٧ اقتصاداً في العينة. أما صدمات السياسة النقدية والمالية العامة فهي أقل شيوعاً، وصدمة الطلب الخارجي هي الأقل شيوعاً بين جميع أنواع الصدمات، حيث لم تؤثر إلا على مجموعة صغيرة من الاقتصادات الأصغر والأكثر انفتاحاً (راجع الجدول ٣-٥ في الملحق). ورغم أن فترات الركود أصبحت أقل شيوعاً بوجه عام خلال فترة «الاعتدال الكبير»، فقد باتت فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية أكثر شيوعاً (الشكل البياني ٣-٣).

يعرض الجدول ٣-١ والشكل البياني ٣-٤ بيانات موجزة للحقائق المبسطة حول هذه الفئات المختلفة من فترات الركود والتعافي. يرتبط مدى فترة الركود ارتباطاً وثيقاً بمدتها، مع استثناء بارز هو صدمات أسعار النفط<sup>١٨</sup>. ففترات الركود المرتبطة بأزمات مالية تكون أطول أمداً وأكثر تكلفة عموماً من سواها؛ فقد كانت فترات الركود

<sup>١٧</sup> تتوافق الدرجات المسجلة غالباً، فقد تم تسجيل ١٠٥ درجة لعدد ٦٥ فترة ركود مرتبطة بهذه الصدمات، مما يفيد بأن الحديث عن فترة الركود باعتبارها ناجمة عن «سبب» واحد يمكن أن يكون مضللاً للغاية.  
<sup>١٨</sup> في المجمل، تؤدي الصدمات النفطية في المعتاد إلى فترات ركود باهظة التكاليف وإن كانت قصيرة الأمد نسبياً. ويصدق هذا الأمر بصفة خاصة على الصدمات النفطية بين عامي ١٩٧٣ و١٩٧٤، التي تعافى بعدها نمو إجمالي الناتج المحلي بسرعة نسبياً.

المرتبطة بأكبر خمس أزمات مالية «الخمسة الكبار» (Big Five) المبينة في دراسة Reinhart and Rogoff (2008a) باهظة التكاليف بصفة خاصة (الشكل البياني ٣-٤، اللوحة العلوية).<sup>١٩</sup> والأزمات المالية تعقبها كذلك فترات تعافٍ ضعيفة؛ فالتعافي يستغرق فترة زمنية مماثلة لفترة الركود نفسها لكي يبلغ مستوى النشاط المحرز في الذروة السابقة، بينما ينخفض معدل نمو إجمالي الناتج المحلي التراكمي عادة في الأرباع الأربعة التالية لمرحلة القاع مقارنة بنفس المدة اللاحقة لأنواع أخرى من الركود (الشكل البياني ٣-٤، اللوحة السفلية).<sup>٢٠</sup> ويلاحظ أن معدل النمو التراكمي بعد سنة من مرحلة القاع بالنسبة لحالة الأزمة المالية ينخفض بنسبة ٢,٥٪ مقارنة بحالات أخرى، بعد تحييد أثر حدة فترة الركود السابق ومدته.

### ما السبب في اختلاف الأزمات المالية؟

إن التساؤل الذي يطرح نفسه في هذا السياق هو أي الآليات تسمح بالتمييز بين فترات الركود والتعافي المرتبطة بأزمات مالية؟ وللإجابة على هذا التساؤل ينبغي مراعاة طبيعة فترات التوسع التي سبقت هذا الركود. وتشير الأدلة السردية إلى أن هذه الفترات كانت غالباً مرتبطة بطفرات ائتمان مقترنة بفترات نشاط محموم في أسواق السلع والعملية، ودورات ارتفاع في أسعار المساكن، وفي كثير من الأحيان فقدان القدرة التنافسية الخارجية.<sup>٢١</sup> ويمكن استعراض هذه الأدلة في الشكل البياني ٣-٥ الذي يوضح القيم الوسيطة للمتغيرات الاقتصادية الكلية خلال الأرباع الثمانية قبل مرحلة الذروة في إجمالي الناتج المحلي. ويلاحظ أن معدل نمو الائتمان أثناء فترات التوسع التي تسبق وقوع الأزمات المالية يكون أعلى منه في فترات التوسع الأخرى، ويكون مصحوباً بمعدلات استهلاك أعلى من المعتاد كنسبة من إجمالي الناتج المحلي في الفترة السابقة على مرحلة الذروة. وفيما يتعلق بفترات التوسع الأخرى، ترتفع نسبة المشاركة في سوق العمل، ويرتفع

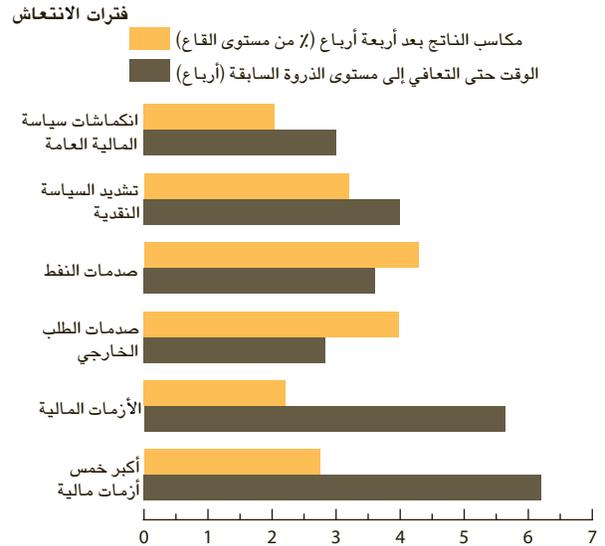
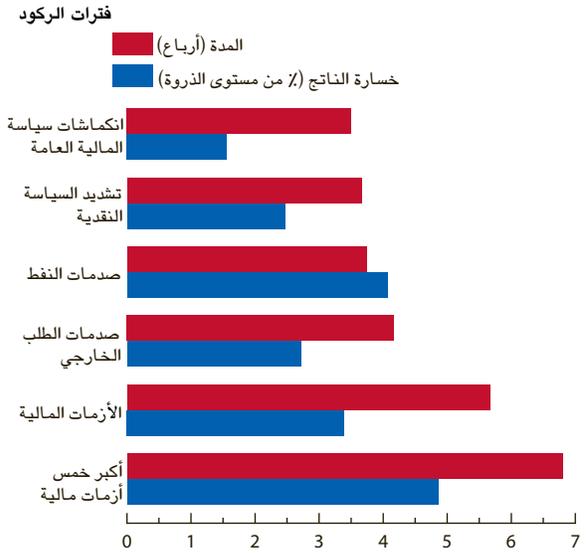
<sup>١٩</sup> أكبر خمس أزمات مالية تتضمن الأزمات في كل من فنلندا (١٩٩٠-١٩٩٣) واليابان (١٩٩٣) والنرويج (١٩٩٨) وإسبانيا (١٩٧٨ - ١٩٧٩) والسويد (١٩٩٠-١٩٩٣).

<sup>٢٠</sup> تتباين فترات الركود والتعافي بوضوح من حيث حدتها، حسب نوع الصدمة المصاحبة، ولكنها تكون شبه متسقة في سياق ذات الصدمة - فمنحنى مرحلة الركود يضاهيه إلى حد كبير منحنى مرحلة التعافي.

<sup>٢١</sup> للاطلاع على تحليل شامل لطفرة الائتمان في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة، راجع على سبيل المثال دراسة Mendoza and Terrones (2008).

### الشكل البياني ٣-٤: متوسط إحصاءات فترات الركود والانتعاش

ترتبط حدة معظم فترات الركود ارتباطاً وثيقاً بمدتها. وتتسم فترات الركود التي تعقب الأزمات المالية بأنها أطول أمداً في المتوسط. أما فترات الركود التي تعقب صدمات النفط فهي جادة نسبياً ولكنها ليست بالغة الطول. وبينما يتسم الانتعاش من الأزمات المالية بأنه أكثر ضعفاً في المتوسط، نجد أن الناتج يستغرق وقتاً أطول لكي يتعافى حتى مستوى الذروة السابقة.



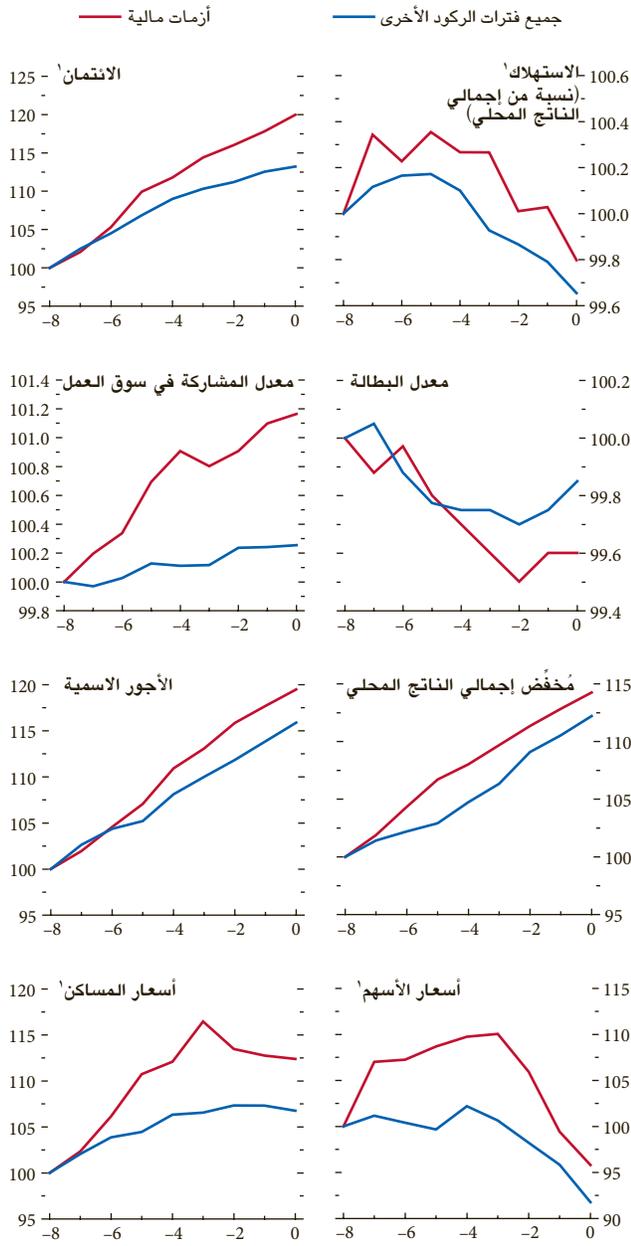
المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## هل يؤثر سبب الهبوط الاقتصادي في شكل الدورة الاقتصادية؟

### الشكل البياني ٣-٥: التوسعات في الفترة السابقة لفترات الركود المرتبطة بأزمات مالية وصددمات أخرى

(الوسيط = ١٠٠ عندما  $t = ٨$ : مستوى الذروة في الناتج عندما  $t = ٠$  = صفر: الأرباع على المحور السيني)

فترات التوسع المرتبطة بأزمات مالية تعكس نشاطا محمومًا في أسواق السلع والعمل والأسهم.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ البيانات بالقيم الحقيقية.

معدل نمو الأجور، ويخفض معدل البطالة. وتتسم زيادات الأسعار — على سبيل المثال، مخفض إجمالي الناتج المحلي، وأسعار المساكن، وأسعار أسهم رأس المال — بالارتفاع الكبير أكثر من المعتاد. وفي كثير من الأحيان تحدث طفرات الائتمان في أعقاب إلغاء القيود المالية.<sup>٢٢</sup> وهناك بعض الأدلة على نشوء فقاعات أسعار الأصول: ففي الفترة السابقة لحدوث الأزمات المالية ترتفع نسبة أسعار المساكن إلى معدلات إيجار المساكن إلى مستوى أعلى منها في فترات الركود الأخرى، بدءًا من مستويات أدنى كثيرًا (الشكل البياني ٣-٦).

ويقترب نمو الائتمان السريع في العادة بتحويلات في معدل ادخار قطاع الأسر ومدى انخفاض جودة الميزانيات العمومية.<sup>٢٣</sup> وتوضح اللوحة العلوية من الشكل البياني ٣-٧ أن معدلات ادخار الأسر من الدخل المتاح كانت أقل كثيرًا في فترات التوسع قبل الأزمات المالية. غير أنه في أعقاب وقوع الأزمة المالية ترتفع عادة معدلات الادخار ارتفاعًا كبيرًا، لا سيما أثناء فترات الركود. وقد ظلت مستويات التحسن في معدلات ادخار الأسر في أكبر خمس أزمات مالية هي الأكبر مقارنة بسواها، وتقدم بيانات صافي الإقراض صورة متكاملة في هذا الخصوص (الشكل البياني ٣-٧، اللوحة السفلية). ورغم أن هذه البيانات لا تغطي إلا عددًا قليلًا من الأزمات المالية المطروحة قيد النظر، فإن الأنماط المستمدة من بعض أهم هذه الأزمات المالية — الدانمرك (١٩٨٥-١٩٨٩)، وفنلندا (١٩٨٨-١٩٩٢)، والنرويج (١٩٨٦-١٩٩٠)، والمملكة المتحدة (١٩٨٨-١٩٩٢) — تشير إلى أن أرصدة الإقراض الصافي لقطاع الأسر سجلت زيادة هائلة خلال فترات الركود.

وإذا ما نظرنا لسلوك هذه المتغيرات معًا فإنه يشير إلى أن فترات التوسع المرتبطة بأزمات مالية ربما تكون مدفوعة بتوقعات مفرطة التفاؤل بالنسبة لنمو الدخل والثروة.<sup>٢٤</sup> وتكون محصلة ذلك تقييم السلع والخدمات،

<sup>٢٢</sup> على سبيل المثال يوضح الجدول ٣-٦ في ملحق هذا الفصل أن معظم الأزمات المالية التي نحن بصدد دراستها هنا والبالغ عددها ١٥ أزمة جاءت في أعقاب إلغاء القيود في سوق الرهن العقاري.

<sup>٢٣</sup> لا تتوفر للأسف البيانات الشاملة للميزانيات العمومية بالنسبة لمعظم فترات الأزمات المالية. ولكن على سبيل المثال، يوضح تحليل البيانات بالنسبة للمملكة المتحدة أن هناك تدهور حاد في نسبة مجموع خصوم قطاع الأسر إلى الأصول السائلة في السنوات السابقة للركود في عامي ١٩٩٠-١٩٩١، مع حدوث انتعاش تدريجي في جودة الميزانيات العمومية لقطاع الأسر أثناء فترة الركود وبعدها.

<sup>٢٤</sup> في واقع الأمر، لم تكن معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي قبل فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية مرتفعة بصورة استثنائية مقارنة بتلك المعدلات قبل فترات الركود الأخرى. وبالمثل، نجد أن العلاقة بين المستوى المتوسط لفقوة الناتج في الأرباع الأربعة السابقة لمرحلة

وبصفة خاصة أسعار الأصول، بأعلى من قيمتها. ولفترة معينة يبدو هذا النشاط المحموم مؤكدا للتوقعات المتفائلة، ولكن عندما يخيب الظن بهذه التوقعات في آخر المطاف، فإن استعادة توازن الميزانيات العمومية لقطاع لأسر وتعديل الأسعار بالتخفيض وصولا بها إلى ما يقارب القيمة العادلة يقتضي عادة تعديلات حادة في السلوكيات الخاصة. ولا غرابة في أن انخفاض الاستهلاك الخاص هو من أهم الأسباب التي تجعل فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية أسوأ كثيرا من سواها.

وفيما يتعلق بمرحلة التعافي، غالبا ما يستمر ضعف الطلب الخاص أثناء فترات النهوض التي تلي فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية (راجع الشكل البياني ٣-٦). وينمو معدل الاستهلاك الخاص في المعتاد بتباطؤ أكبر عنه في فترات التعافي الأخرى. ويستمر الاستثمار الخاص في الهبوط بعد بلوغ مرحلة القاع في فترة الركود؛ وعلى وجه الخصوص، يستغرق الاستثمار في المشروعات السكنية عادة سنتين حتى يتمكن من مجرد التوقف عن الهبوط. ومن ثم يتباطأ نمو الناتج ويواصل معدل البطالة ارتفاعه بنسب أكبر من المعتاد. وبينما يتعثر نمو الائتمان، فإنه يبقى ثابتا وقويا في فترات التعافي الأخرى. وتتسم أسعار الأصول عموما بالضعف؛ وعلى وجه الخصوص، تواصل أسعار المساكن الهبوط لفترة مطولة. ومن جهة أخرى، على الرغم من أن نهوض الطلب الخاص المحلي بعد الأزمات المالية يكون أضعف من المعتاد، فإن الاقتصادات المتأثرة بالأزمات المالية ظلت في المعتاد تحقق استفادة من قوة الطلب النسبية في بقية العالم، مما ساعدها في تنشيط صادراتها خروجا من الأزمة.

ولكن ماذا يمكن أن نستخلص من هذه المشاهدات بالنسبة لديناميكية التعافي في أعقاب أزمة مالية؟ أولا، إما أن تدرك الأسر والشركات أنها أكثر حاجة لاستعادة التوازن في ميزانياتها العمومية بعد فترة من الزيادة المفرطة في نسب الرفح المالي أو أن تجد نفسها غير قادرة على ذلك نتيجة قيود الانخفاض الحاد في المعروض الائتماني. ومن المرجح أن يكون نمو الاستهلاك الخاص ضعيفا إلى أن تطمئن الأسر لاستقرار أوضاعها المالية. وسوف نخطئ إذا ما اعتقدنا أن التعافي من زاوية مثل هذه الفترات هو عملية ينقلب فيها الاقتصاد ببساطة إلى حالته السابقة.

### الشكل البياني ٣-٦: نسبة أسعار المساكن إلى الإيجارات في فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية وصددمات أخرى (مستوى الذروة عندما $t = 0$ ؛ الأرباع على المحور السيني)

التوسعات قبل فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية تعكس ارتفاعات سريعة في نسب أسعار المساكن إلى الإيجارات. وتنخفض هذه النسبة انخفاضا حادا في فترات الركود.



المصدر: منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

الذروة وخسارة الناتج في فترة الركود اللاحقة كانت موجبة، ولكن الأزمات المالية لم تكن عاملا بارزا.

## هل يؤثر سبب الهبوط الاقتصادي في شكل الدورة الاقتصادية؟

ثانياً، تتأثر بصفة خاصة النفقات التي تمتد آفاق التخطيط لها لفترات طويلة - وأهمها في مجال العقارات والاستثمار الرأسمالي - نتيجة الآثار اللاحقة للأزمات المالية، وهو ما يبدو شديد الارتباط بضعف نمو الائتمان. وتشير طبيعة هذه الأزمات المالية وضعف النمو الائتماني أثناء فترة التعافي إلى أنها مسألة تتعلق بالعرض. وإضافة إلى ذلك، وكما يتضح بالتفصيل في الإطار ٣-٢، نجد أن الأنشطة الاقتصادية التي تعتمد بشدة في المعتاد على القروض الخارجية تتعافى بتباطؤ أكبر بعد هذه الفترات من الركود.

ثالثاً، مع تدني الطلب الخاص إلى مستوى دون المتوسط، تتضح أهمية مدى المساهمة التي يقدمها الطلب العام والخارجي لتحقيق النمو. فقد كان النمو الاقتصادي العالمي القوي هو أحد الشروط المهمة لتحقيق فترات التعافي اللاحقة للأزمات المالية والتي يتناولها هذا القسم. الأمر الذي يثير التساؤل عما يحدث في حالة ضعف النمو العالمي أو انعدامه.

## هل هناك اختلاف بين فترات الركود شديدة التزامن وفترات التعافي منه؟

يتسم الهبوط الاقتصادي الراهن بالعالمية، وهو ما يشير إلى أن التعافي لا يمكنه إجمالاً أن يكون مدفوعاً بحدوث تحسن في صافي الصادرات (رغم أنه قد يصدق في حالة فترات الركود المتزامنة يمكن أن تساعد في قياس تطور فترة الركود الراهنة وفترة التعافي المحتملة).

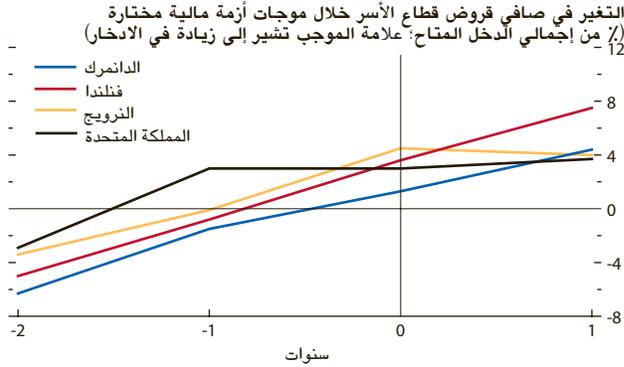
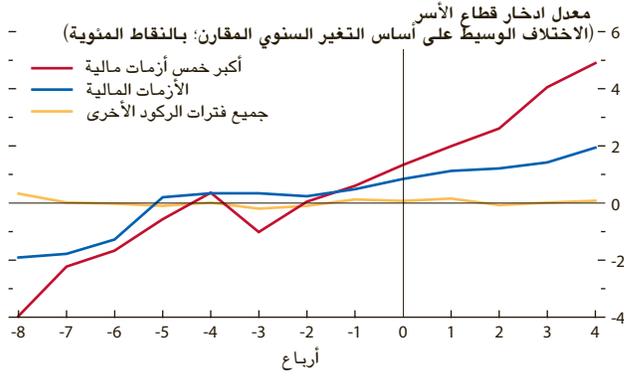
ولمعالجة هذه القضية، تعرف فترات الركود شديدة التزامن بأنها الفترات التي شهدت في نفس الوقت ركود ١٠ اقتصادات أو أكثر من العينة التي تضم ٢١ اقتصاداً متقدماً.<sup>٢٥</sup> وإضافة إلى دورة الركود الراهنة، كانت هناك ثلاث دورات ركود أخرى اتسمت بالتزامن الشديد، في الأعوام ١٩٧٥ و ١٩٨٠ و ١٩٩٢ (الشكل البياني ٣-٩).<sup>٢٦</sup> ومثلما يتضح في الجدول ٣-١، فإن فترات الركود شديدة التزامن تكون في العادة أطول أجلاً وأعمق، حيث تزيد مدتها (مداها) في المتوسط بنسبة ٤٠٪ (٤٥٪) مقارنة بفترات الركود الأخرى.

<sup>٢٥</sup> وبدلاً من ذلك، يمكن تعريف فترات الركود المتزامنة بأنها حالات ركود تتزامن مراحل الدورة فيها في إطار زمني معين، سنة على سبيل المثال. والنتائج المبلغية في نص هذا الفصل ثابتة في سياق هذا التعريف.  
<sup>٢٦</sup> يرجى ملاحظة أن فترات الركود الراهنة مستبعدة من هذا التحليل. وقد اتسمت تلك فترات الركود تقريباً بالتزامن الشديد.

## الشكل البياني ٣-٧: معدل الادخار وصافي القروض في قطاع الأسر قبل فترات الذروة في الدورات الاقتصادية وبعدها

(مستوى الذروة في الناتج عندما  $t = 0$  = صفر)

خلال موجات الأزمة المالية، يتجه قطاع الأسر إلى إنفاق ما لديه من مدخرات في فترات التوسع، واستعادة توازن ميزانيته العمومية في فترات الركود.

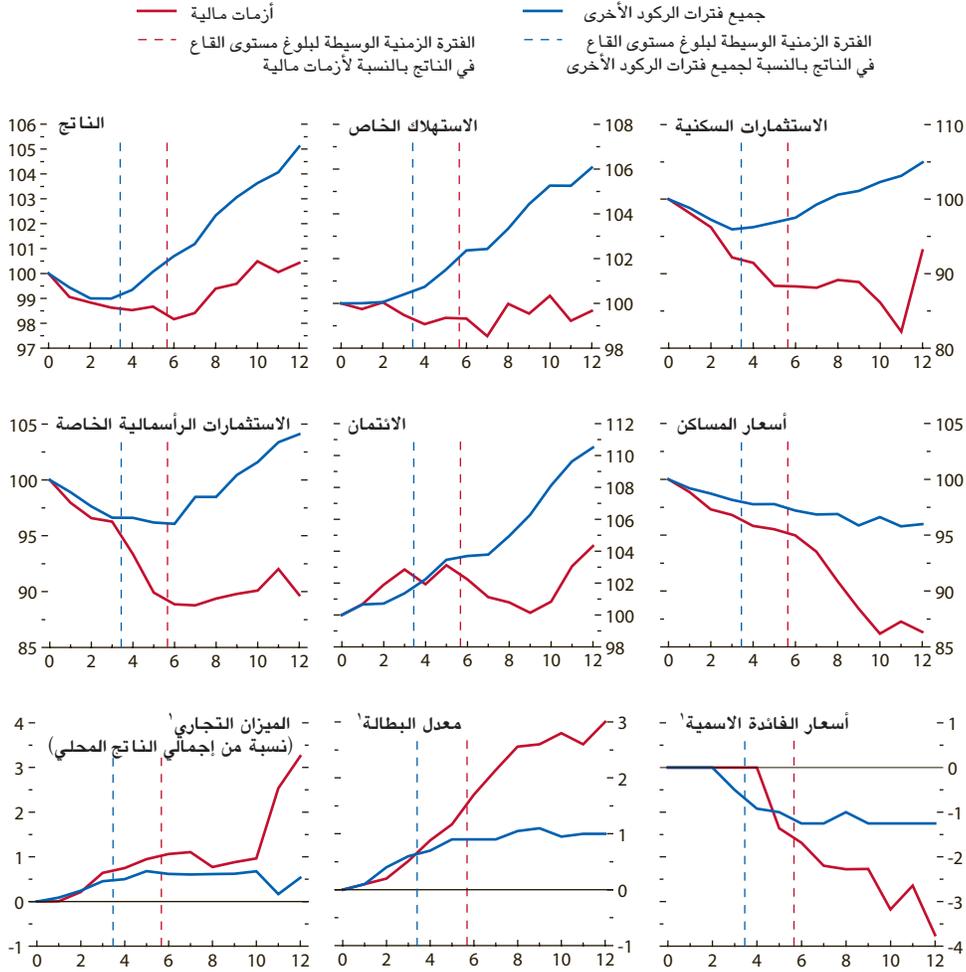


المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

### الشكل البياني ٣-٨: فترات الركود والانتعاش المرتبطة بأزمات مالية وصددمات أخرى

(الوسيط = ١٠٠ عندما  $t =$  صفراً: مستوى الذروة في الناتج عندما  $t =$  صفراً: البيانات بالقيم الحقيقية ما لم يذكر خلاف ذلك: الأرباع على المحور السيني)

فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية تكون أطول أمداً وأكثر حدة من سواها. وخلال فترات الانتعاش، نجد أن معدلات الطلب الخاص ونمو الائتمان وأسعار الأصول تتسم بالضعف بصفة خاصة. وبالمقاييس التاريخية، كان صافي الصادرات وراء حدوث الانتعاش.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ الاختلاف عن المستوى عندما  $t =$  صفراً، بالنقاط المئوية.

يكون ضعيفاً، مقارنة بفترات التعافي من فترات الركود غير المتزامنة، التي يتعافى خلالها الائتمان والاستثمار بسرعة. وعلى غرار ما يحدث في الأزمات المالية، يستمر تراجع الاستثمارات وأسعار الأصول بعد بلوغ القاع في إجمالي الناتج المحلي. غير أنه من أهم الاختلافات عن فترات التعافي التي تعقب الأزمات المالية ذات الطابع المحلي هو الضعف البالغ في صافي التجارة. ويزداد

ولكن ما الخصائص المميزة لفترات الركود شديدة التزامن؟ من أوضح هذه الخصائص أنها فترات ركود حاد، كما يتضح في الشكل البياني ٣-١٠. وإضافة لذلك، فإن التعافي من فترات الركود المتزامنة يكون بطيئاً للغاية في المتوسط، حيث تستغرق استعادة مستوى ذروة الناتج السابق وقتاً يزيد بنسبة ٥٠٪ في المتوسط عنه بعد فترات الركود الأخرى. كذلك فإن نمو الائتمان

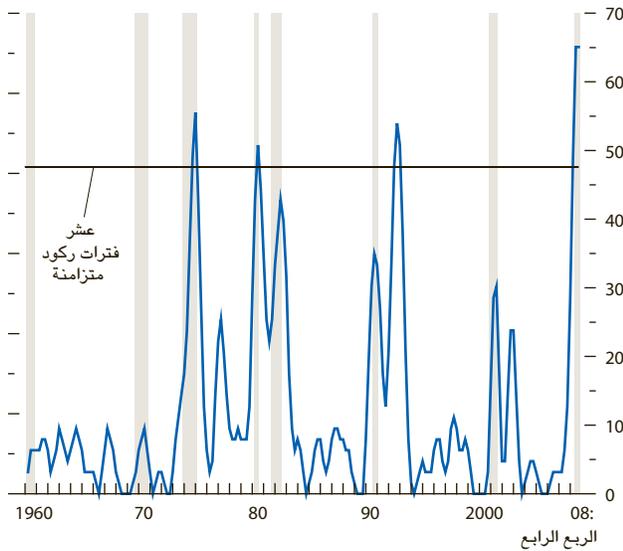
## هل تستطيع السياسات أن تسهم بدور فعّال مضاد للاتجاهات الدورية؟

تباطؤ الصادرات في فترات الركود المتزامنة مقارنة بفترات الركود غير المتزامنة.

وفي أغلب الأحيان كانت الولايات المتحدة في صميم دورات الركود المتزامنة. فهناك ثلاثة من دورات الركود المتزامنة الأربعة (بما فيها الدورة الراهنة) كانت مسبقة بفترات ركود في الولايات المتحدة أو متزامنة معها. وفي دورتي ١٩٧٥ و ١٩٨٠، كانت الانخفاض الحاد في واردات الولايات المتحدة وراء الانكماش البالغ في التجارة العالمية.<sup>٢٧</sup> وإلى جانب الروابط التجارية القوية مع العالم، من المرجح أن تنتقل التحركات المخفضة للائتمان وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة إلى الاقتصادات الأخرى.

### الشكل البياني ٣-٩: فترات الركود شديدة التزامن (٪ من البلدان في حالة ركود: المساحات المظللة تشير إلى الركود في الولايات المتحدة)

فترات الركود شديدة التزامن لا تحدث إلا نادرا ويسبقها في أغلب الأحيان أو يواكبها حدوث ركود في الولايات المتحدة.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## هل يؤدي تلاحق الأوضاع السيئة إلى أوضاع أسوأ؟

اتسمت دورات الركود المرتبطة بأزمات مالية وهبوط اقتصادي عالمي معا بحدة طابعها وطول أمدتها على غير المعتاد. ومنذ عام ١٩٦٠، لم تكن هناك سوى ٦ فترات ركود انطبق عليها هذا الوصف من بين ١٢٢ فترة ركود اشتملت عليها العينة، وهي فنلندا (١٩٩٠) وفرنسا (١٩٩٢) وألمانيا (١٩٨٠) واليونان (١٩٩٢) وإيطاليا (١٩٩٢) والسويد (١٩٩٠). وقد استمرت فترات الركود هذه لمدة عامين في المتوسط (الجدول ٣-١، الصف الأخير)، كما انخفض إجمالي الناتج المحلي بما يزيد على ٤,٧٥٪. والتعافي من فترات الركود المتزامنة يتسم بالضعف كنتيجة جزئية لحدة طابع هذا النوع من الركود.

## هل تستطيع السياسات أن تسهم بدور فعّال مضاد للاتجاهات الدورية؟

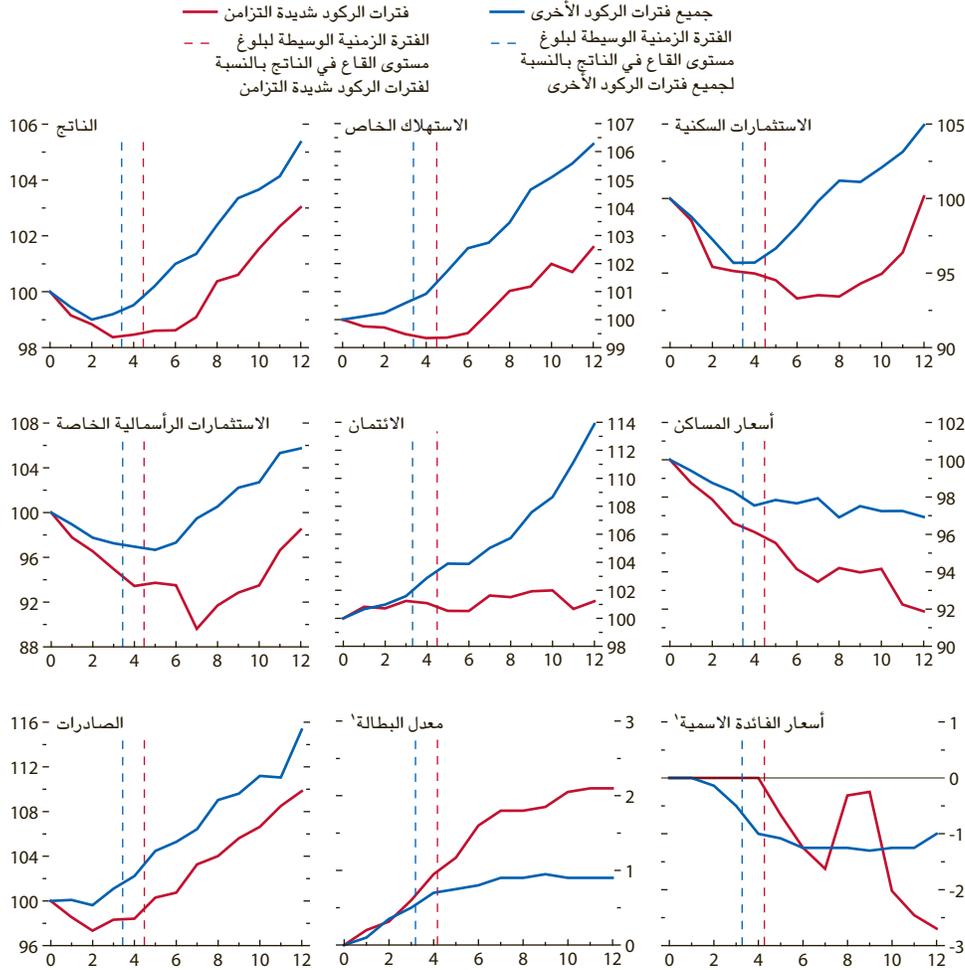
تناول هذا الفصل حتى الآن دراسة ديناميكيات فترات الركود والتعافي دون الإشارة لتحرك السياسة الاقتصادية لمعالجة هذه التطورات. غير أن صانعي السياسات يسعون عموما لتقليص التذبذبات في مستوى الناتج، وتوضح الدراسات السردية لعملية صنع القرار على مستوى السياسات، كدراسة Romer and Romer،

<sup>٢٧</sup> في هاتين الفترتين من فترات الركود، انخفضت الواردات الأمريكية بنسبة ١١٪ و ١٤٪، على التوالي. وفي فترات الركود الخمسة الأخرى في الولايات المتحدة، انكسبت الواردات بنسبة ٣٪ في المتوسط. ويتم اختيار هذه الحالات باعتبارها فترات ركود مرتبطة بصدمات الطلب الخارجي بالنسبة لبعض البلدان، وليس جميعها، نتيجة المستوى الحدي الذي يفرضه التحديد (راجع ملحق هذا الفصل).

الشكل البياني ٣-١٠: هل تختلف فترات الركود شديدة التزامن؟

(الوسيط = ١٠٠ عندما  $t =$  صفر؛ مستوى الذروة في الناتج عندما  $t =$  صفر؛ البيانات بالقيم الحقيقية ما لم يذكر خلاف ذلك؛ الأرباع على المحور السيني)

فترات الركود شديدة التزامن تكون أطول أمدا وأكثر حدة من سواها. وعادة ما تكون فترات الانتعاش أكثر ضعفا.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي. الاختلاف عن المستوى عندما  $t =$  صفر، بالنقاط المئوية.

أثر السياسات النشطة، أو الاستنسابية، بدلا من مكونات السياسات التي تتحرك تلقائيا لمعالجة تطورات الدورة الاقتصادية. ولا يزال الجدل حول دور سياسة المالية العامة مكثفا على وجه الخصوص، وتباين التقديرات كثيرا حول كيفية استجابة الناتج للتغيرات الاستنسابية في السياسة وذلك حسب المنهجية المستخدمة وعينة البلدان والفترة الزمنية قيد البحث. وفي واقع الأمر، هناك أدلة على أن المضاعفات يمكن أن تكون سالبة في بعض

”2007، 1989، أن القلق الذي ينشأ حول حالة الاقتصاد هو من العوامل الرئيسة لصياغة السياسات المعنية. وينظر هذا الفصل في الكيفية التي استخدمت بها السياسات النقدية والمالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية أثناء فترات الهبوط في الدورات الاقتصادية. وتعد فعالية تدخل السياسات بغية تمهيد الدورة الاقتصادية من الموضوعات التي كانت مثار جدل طويل في الدراسات الأكاديمية. وينصب معظم الجدل على

## الإطار ٣-٢: هل يمثل الائتمان عنصراً حيوياً في تحقيق التعافي؟ أدلة من البيانات على مستوى

### النشاط

#### السلوك الائتماني خلال التعافي من الركود

##### المرتبط بأزمات مالية

(الوسيط = ١٠٠ عندما  $t =$  صفراً: مستوى القاع في الناتج  
عندما  $t =$  صفراً: الأرباع على المحور السيني)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

من أهم السمات اللافتة للنظر في التعافي من الركود المرتبط بأزمة مالية هو الطابع «غير الائتماني» الذي يتسم به هذا التعافي (الشكل البياني الأول). فالنمو الائتماني لا ينتقل عادة إلى الجانب الموجب إلا بعد سبعة أرباع سنة من عودة الناتج إلى النمو. وعلى الرغم من انخفاض الطلب على الائتمان عموماً في أعقاب أي أزمة مالية نتيجة اتجاه قطاعي الأسر والشركات إلى خفض نسب الرفع المالي، فإن الضغوط على القطاع المصرفي خلال هذه الفترات تشير إلى الدور الحيوي كذلك للقيود على توفير الائتمان. ويثير هذا الأمر تساؤلاً مهماً، وهو ما يتناوله هذا الإطار بالنقاش، حول مدى قدرة القيود الائتمانية على الحد من قوة التعافي الاقتصادي. ففي غياب الاحتكاك المالي، يتعين أن تتوافر القدرة لدى الشركات، بدون أي تكلفة، على تعويض نقص الائتمان المصرفي بأشكال الائتمان الأخرى، كإصدار سندات الدين، مع عدم تغيير قراراتها المتعلقة بالاستثمار والناتج. غير أن عيوب السوق تشير إلى أن هذه الأشكال المختلفة من الائتمان ليست بالبديل الكاملة، مما تترتب عليه زيادة تباطؤ التعافي بالنسبة للشركات والأنشطة الأكثر اعتماداً على الائتمان<sup>١</sup>.

### المنهجية

لدراسة أثر الائتمان على قوة التعافي الاقتصادي، يستخدم هذا الإطار بيانات الإنتاج السنوية في أنشطة الصناعات التحويلية بالاقتران المتقدم خلال الفترة من ١٩٧٠-٢٠٠٤<sup>٢</sup> وتحدد فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية بنفس الطريقة المشار إليها في متن هذا الفصل، أي من خلال تفاعل الأزمات المحددة وفق دراسة Reinart and Rogoff (2008a, 2008b) مع مستويات الذروة والقاع في الدورة الاقتصادية، وتصنف مراتب الأنشطة الاقتصادية وفق درجة تمويلها أوجه النشاط المختلفة بالأموال الخارجية (على عكس الإيرادات المحتجزة) وذلك باستخدام مقياس استحدثته دراسة

”Rajan and Zingales (1998)“. وتعد فروق أداء النمو في ناتج القيمة المضافة خلال فترات التعافي في مختلف الأنشطة الاقتصادية بالبلد المعني هي القناة الأساسية لتحديد الأثر الحقيقي للائتمان.

ويؤدى التركيز على تباين النمو خلال فترات التعافي من فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية في مختلف

الأنشطة الاقتصادية إلى المواصفات التجريبية التالية:<sup>٣</sup>

$$\text{Growth}_{i,c,t} = \alpha_1 \text{Size}_{i,c,t-1} + \alpha_2 (\text{Recovery}_{c,t} \times \text{Dependence}_i) + \sum \beta_{i,c} \times d_{i,c}$$

$$+ \sum \gamma_{i,t} \times d_{i,t} + \sum \delta_{c,t} \times d_{c,t} + \varepsilon_{i,c,t}$$

حيث تمثل الحروف السفلية  $i$  و  $c$  و  $t$  المشاهدات بالنسبة لنشاط اقتصادي معين، وبلد معين، وفترة زمنية معينة، على التوالي.

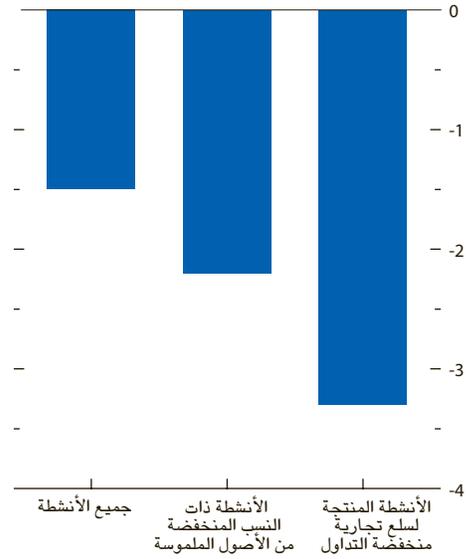
<sup>٣</sup> هذه المواصفات تقتفي أثر المواصفات الواردة في دراسة ”Dell’Ariccia, Detragiache, and Rajan (2008)“.

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو براكاش كانان<sup>١</sup> للاطلاع على مناقشات تفصيلية حول دور عيوب السوق في أسواق الائتمان، راجع دراستي ”Bernanke (1983)“ و ”Bernanke and Gertler (1989)“.

<sup>٢</sup> يتم الحصول على بيانات القيمة المضافة على مستوى الأنشطة الصناعية ثلاثية الأرقام من «قاعدة البيانات الإحصائية» (IndStat) الصادرة عن منظمة التنمية الصناعية التابعة للأمم المتحدة. وتغطي هذه البيانات الاقتصادات المتقدمة التي يتناولها هذا الفصل والبالغ عددها ٢١ اقتصاداً.

الإطار ٣-٢: (تتمة)

أثر الاعتماد على التمويل الخارجي على قوة التعافي في مختلف الأنشطة (%)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ الفرق بين معدلات النمو في الأنشطة الاقتصادية ذات المستويات «المرتفعة» و«المنخفضة» من الاعتماد على التمويل الخارجي حيث يشير المستوى «المرتفع» والمستوى «المنخفض» إلى الأنشطة في المئين الخامس والثمانين والمئين الخامس عشر على التوالي.

ويرصد معامل التفاعل بين المتغير المؤثر لفترة التعافي ( $Recovery_{ct}$ ) ومقياس الاعتماد على التمويل الخارجي ( $Dependence_t$ )، وهو المعامل  $\alpha_p$ ، مدى تأثير النمو الاقتصادي بأوضاع الائتمان خلال فترة التعافي. وإذا كان  $\alpha_p < 0$ ، فإن الأنشطة الاقتصادية التي تعتمد أكثر على التمويل الخارجي، بما في ذلك الائتمان المصرفي، تحقق معدلا منخفضا من نمو القيمة المضافة مقارنة بغيرها من الأنشطة الاقتصادية خلال فترات التعافي، مما يشير إلى أن القيود على عرض الائتمان تؤثر تأثيرا كبيرا على قوة التعافي. غير أن معدل نمو القيمة المضافة بالنسبة للنشاط الاقتصادي ( $Growth_{i,ct}$ ) يعتمد كذلك على مجموعة متنوعة من العوامل الأخرى. ولرصد هذه العوامل عموما، فإن المواصفات اللازمة لتشمل على ثلاث مجموعات من المتغيرات الصورية لتحديد الآثار الثابتة لمتغيرات البلد – النشاط الاقتصادي، والنشاط الاقتصادي – الفترة الزمنية، والبلد – الفترة الزمنية. ومن خلال هذه التوليفة من المتغيرات الصورية يمكننا احتساب مجموعة

كبيرة من الآثار، مثل حدة الركود السابق، والخصائص القطرية المجمع، وصدمة الأنشطة الاقتصادية على مستوى العالم، والقواعد التنظيمية ذات الخصوصية القطرية والتي تختلف باختلاف النشاط الاقتصادي. وأخيرا، يمكن احتساب آثار النمو المرتبطة بحجم النشاط الاقتصادي نتيجة آثار التقارب، ضمن جملة أمور، عن طريق إدراج حصة ناتج القيمة المضافة المتأخرة في نشاط معين ( $Size_{i,ct}$ ).

النمو والائتمان في فترات التعافي

توفر النتائج المستندة إلى المواصفات التجريبية أعلاه الدليل على أن الشركات التي تعمل في الأنشطة المعتمدة أكثر على التمويل الخارجي تنمو بوتيرة أبطأ بعد الركود المرتبط بأزمة مالية (راجع الجدول، العمود الأول). وهو ما يشير إلى أن اضطرابات توفير الائتمان تخلف آثارا حقيقية جسيمة. وتفيد التقديرات المبينة في الجدول بأن أي شركة تعمل في الأنشطة الأكثر اعتمادا على التمويل الخارجي تنمو في المعتاد بوتيرة أبطأ بنحو ١,٥٪ من الشركة التي تعتمد أكثر على التمويل الداخلي (الشكل البياني الثاني).<sup>٤</sup>

ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هو ما إذا كان هناك عوامل مخفية يحتمل أن توازن الآثار السلبية لتباطؤ وتيرة توفير الائتمان؟ وهنا نجد أن أحد العوامل الأساسية، كما ورد في هذا الفصل، التي ساعدت الاقتصادات على التعافي من الركود المرتبط بأزمة مالية تتمثل في قدرة هذه الاقتصادات على الاستفادة من قوة الطلب الخارجي، مما يشير إلى أن اضطراب توفير الائتمان قد لا يؤثر كثيرا على الشركات شديدة الاعتماد على التمويل الخارجي إذا ما أنتجت سلعا تجارية عالية التداول.

ولاستكشاف هذه الفرضية، تُصنف الأنشطة الاقتصادية إلى أنشطة منتجة للسلع التجارية عالية التداول (أي السلع التجارية التي تزيد عن القيمة الوسيطة لنسبة إنتاج النشاط الاقتصادي المصدر أو المستورد) والأنشطة المنتجة لسلع تجارية منخفضة التداول.<sup>٥</sup> وتستخدم كذلك المواصفات التجريبية أعلاه في هاتين العينتين الفرعيتين. وتؤكد

<sup>٤</sup> «النسبة المرتفعة» و«النسبة المنخفضة» تشيران إلى الأنشطة في المئين الخامس والثمانين والمئين الخامس عشر للنشاط الاقتصادي، على التوالي، عند توزيع مستوى الاعتماد على التمويل الخارجي.

<sup>٥</sup> تتوفر درجة تداول السلع التجارية من المقاييس الواردة في دراسة «Braun and Larrain (2005)» التي تستخدم الجداول التي أعدها «المكتب الأمريكي لتحليل الاقتصاد - Bureau of Economic Analysis (Bureau of Economic Analysis)» لحساب نسبة المنتجات المصدرة أو المستوردة في النشاط المعني.

## هل تستطيع السياسات أن تسهم بدور فعّال مضاد للاتجاهات الدورية؟

### الاعتماد على التمويل الخارجي وفترات التعافي من الأزمة المالية

درجة تداول السلع		نسبة الأصول الملموسة		كل العينة (١)	الحجم المتأخر
منخفض (٥)	مرتفع (٤)	منخفض (٣)	مرتفعة (٢)		
***٢,٢٦٠- (٠,٢٨٥)	***٢,٣٥٣- (٠,٢٨٠)	***١,٨٣٠- (٠,٢٤١)	***٢,٧٦٦- (٠,٣٤٤)	***٢,٢٥٥- (٠,٢٠٦)	
*.٠٨٥- (٠,٠٤٦)	٠.٠٢٠- (٠,٠١٧)	**٠.٠٥٧- (٠,٠٢٩)	٠.٠٢٨- (٠,٠٢٣)	**٠.٠٣٨- (٠,٠١٨)	التعافي X مدى الاعتماد على التمويل الخارجي
٧,٠١٢	٨,١٩٢	٧,١٣٣	٨,٠٧١	١٥,٢٠٤	N
٠,٣١	٠,٤٧	٠,٣٧	٠,٣٨	٠,٣٥	معامل التحديد

ملحوظة: المتغير التابع هو النمو في القيمة المضافة. ويتم الإبلاغ بالأخطاء المعيارية القوية بين قوسين. وتشير العلامات (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية بنسبة ١٪ و٥٪ و١٠٪، بالترتيب. ويشير "الحجم المتأخر" إلى حصة النشاط الاقتصادي  $\dot{z}$  من القيمة المضافة في الفترة الزمنية  $t-1$ . أما "التعافي" فهو متغير مؤشر بقيمة ١ خلال أول سنتين بعد بلوغ مرحلة القاع في ركود مرتبط بأزمة مالية. وتتضمن جميع المواصفات أعلاه الآثار الثابتة لمغيرات البلد - النشاط الاقتصادي، والبلد - الفترة الزمنية، والنشاط الاقتصادي - الفترة الزمنية.

لديها قدر كبير من الأصول الملموسة لا يتأثر كثيرا بمدى اعتماد هذه الأنشطة على التمويل الخارجي (راجع الجدول، العمود الرابع). غير أن الشركات التي تعمل في أنشطة لديها عدد قليل نسبيا من الأصول الملموسة وتعتمد أكثر على التمويل الخارجي سوف تنمو، كالمتوقع، بوتيرة أبطأ كثيرا في فترة التعافي من الأزمة المالية (راجع الجدول، العمود الخامس).

وتشير هذه النتائج إلى أهمية دور وفرة الائتمان في التعافي من الركود المرتبط بالأزمات المالية، لا سيما بالنسبة للأنشطة المنتجة لسلع تجارية أقل تداولاً نسبياً وذات نسب مرتفعة من الأصول الملموسة. وإلى جانب الأنشطة الاقتصادية التي تدخل ضمن تصنيف «منتجات الصناعات التحويلية الأخرى»، فإن صناعات المعدات والآلات المهنية والعلمية تبدو بصفة خاصة أكثر عرضة للخطر، لأنها تمثل الأنشطة الاقتصادية شديدة الاعتماد على التمويل الخارجي، والمنتجة لسلع تجارية أقل تداولاً نسبياً، وذات نسب منخفضة من الأصول الملموسة.<sup>٧</sup> وهذه النتائج هي تذكرة بأهمية السياسات الرامية إلى استعادة العافية إلى النظام المصرفي والأسواق المالية للتعبير باستئناف تدفق الائتمان. وتكتسب هذه الرسالة أهمية إضافية خلال نوبات الأزمة المالية شديدة التزامن، لأن الطلب الخارجي لا يجد مجالاً لدعم التعافي الاقتصادي كما كان يفعل في السابق.

نتائج هذه الإجراءات أهمية التجارة الخارجية كعامل مخفف أثناء فترة التعافي من الركود المصاحب للأزمات المالية (راجع الجدول، العمودين الثاني والثالث). وبالنسبة للشركات في الأنشطة المنتجة لسلع تجارية منخفضة التداول، فإن مستوى النمو في القيمة المضافة يتأثر كثيراً بمدى اعتماد هذه الأنشطة على التمويل من الخارج. وبالنسبة لهذه الشركات، فإن الفرق في معدلات النمو بين الأنشطة شديدة الاعتماد على التمويل الخارجي والأنشطة منخفضة الاعتماد يبلغ حوالي ٣,٣ نقطة مئوية - أكثر من ضعف الفرق في العينة بالكامل. أما الشركات في الأنشطة المنتجة للسلع التجارية عالية التداول، فإن درجة الاعتماد على التمويل الخارجي لا تشكل أهمية.

وهنا نتساءل هل تساعد السمات الأخرى في الأنشطة الاقتصادية على موازنة آثار تقييد الائتمان على النمو؟ من حيث المبدأ، يفترض في الأنشطة الاقتصادية ذات النسب العالية من الأصول الملموسة أن تكون أكثر قدرة على الحصول على التمويل الخارجي، نظراً لإمكانية استخدام هذه الأصول كضمانات، وبالتالي فهي تقلل من فروق أسعار الفائدة التي تتحملها الشركات. ولدراسة هذه المسألة، تصنف الأنشطة الاقتصادية مرة أخرى إلى مجموعتين - أنشطة ذات نسب مرتفعة من الأصول الملموسة (أعلى من المستوى الوسيط لمقياس نسبة الأصول الملموسة) وأنشطة ذات مستويات منخفضة من الأصول الملموسة.<sup>٦</sup> وهنا تظهر نتيجة مثيرة للاهتمام، فالنمو في القيمة المضافة أثناء فترات التعافي في الشركات التي تعمل في أنشطة

<sup>٧</sup> رغم أن كل الأنشطة الاقتصادية التي اشتملت عليها هذه الدراسة تدخل في نطاق قطاع الصناعات التحويلية، وهي بالتالي تنتج سلعاً تجارية متداولة عموماً، فإن مقياس النفع هنا هو الدرجة النسبية لإمكانية التداول داخل القطاع.

<sup>٦</sup> وضعت دراسة "Braun and Larrain (2005)" مقياساً للأصول الملموسة عن طريق حساب متوسط نسبة المباني ومعدات الإنتاج إلى مجموع الأصول في النشاط المعني.

وقد اتسمت سياسات المالية العامة والسياسات النقدية في المعتاد بالتوسع خلال فترات الركود (راجع الشكل البياني ٣-١١).<sup>٣١</sup> ويبلغ متوسط الزيادة في العنصر الاستثنائي للاستهلاك الحكومي خلال فترة الركود حوالي ١,١٪ في ربع السنة، بينما يبلغ متوسط الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية، الذي يتجاوز المتوسط الوارد في قاعدة تيلور، حوالي ٢,٠ نقطة مئوية في ربع السنة.<sup>٣٢</sup> وبالمقاييس التاريخية، كان رد فعل اقتصادات مجموعة السبعة على مستوى السياسة النقدية أكثر جرأة من البلدان الأخرى.<sup>٣٣</sup> ومن جهة أخرى، لم تتمكن بعض الاقتصادات الأوروبية من خفض أسعار الفائدة لديها بشكل مستقل أثناء فترات الركود، نتيجة التزامها إزاء «آلية سعر الصرف الأوروبية» وعضويتها في منطقة اليورو.

### هل تسهم السياسات الاقتصادية في تقليص مدة الركود؟

يجري فحص أثر السياسات النقدية والمالية الاستثنائية على فترات الركود عن طريق استعراض التجارب عبر الحدود المتعلقة بمختلف فترات الركود وذلك باستخدام تحليل المدة. ويهدف تحليل المدة إلى وضع نموذج لاحتمال وقوع حدث ما، مثل نهاية فترة الركود. وقد استخدمت هذه النماذج في دراسات سابقة للإجابة على التساؤل المطروح حول ما إذا كان طول أمد فترة الركود يزيد من احتمالات بلوغ نهايته أم يقللها.<sup>٣٤</sup>

استثناءات منها دراستي "Peersman and Smets (2001)" و "Tagka- lakis (2008)"، حيث توضحان على التوالي أن السياسة النقدية وسياسة المالية العامة غالباً ما يكونا أكبر تأثيراً في فترات الركود عن فترات التوسع.

<sup>٣١</sup> خلصت دراسة "Lane (2003)" إلى أن الإنفاق الحكومي الراهن، باستثناء مدفوعات الفائدة، هو بمثابة إجراء معاكس للاتجاهات الدورية في عينة من بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، وإن كانت الدراسة تزعم كذلك أن أدوات الضبط التلقائي هي المحرك الرئيسي لإمكان مواجهة التقلبات الدورية.

<sup>٣٢</sup> يرجى ملاحظة أن هذه الأرقام توضح قياساتنا للعنصر الاستثنائي في السياسة. وتشير القياسات المباشرة للسياسة، كالتغيرات في أسعار الفائدة أو الميزان الأولي، إلى زيادة حالات الخفض الملحوظ أثناء فترات الركود.

<sup>٣٣</sup> تتألف مجموعة السبعة من كندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

<sup>٣٤</sup> خلصت دراسات سابقة إلى تزايد احتمالات انتهاء فترات ركود ما بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة كلما امتد أجلها (راجع دراستي "Diebold and Rudebusch, 1990" و "Diebold, Rudebusch, and Sichel, 1993").

الأحيان. غير أن الرأي السائد هو أن سياسة المالية العامة الاستثنائية تؤثر بشكل إيجابي فعلاً على النمو، وإن كان حجم هذا التأثير يتسم غالباً بالضآلة.<sup>٣٥</sup>

ومن التحديات الشائعة التي تواجه البحث التجريبي حول السياسات الاقتصادية الكلية هي عملية القياس الملائمة للسياسة الاستثنائية. فعلى وجه العموم ترتبط أي عملية قياس للسياسة الاقتصادية الكلية ارتباطاً تبادلياً بالنتائج، مما يتعذر معه استنتاج المسببات. ولمعالجة هذه المشكلة، يميز هذا القسم بين الاستجابة التلقائية للسياسة (التي تعتمد على النشاط الاقتصادي) والاستجابة الاستثنائية وذلك باستخدام إطار انحدار بسيط. وتتم معايرة العنصر الاستثنائي في سياسة المالية العامة باستخدام ميزان المالية العامة الأولي المعدل لاحتساب التقلبات الدورية، والاستهلاك الحكومي الحقيقي المعدل لاحتساب التقلبات الدورية.<sup>٣٦</sup> وبالمثل، تتم معايرة العنصر الاستثنائي في السياسة النقدية باستخدام سعر الفائدة الاسمي وانحرافات سعر الفائدة الحقيقي عن «قاعدة تيلور»، التي تحاول رصد كيفية تحرك البنك المركزي لمواجهة التقلبات في فجوة الناتج والانحرافات عن الهدف الصريح، أو الضمني، للتضخم. وبالنسبة لكل مرحلة ركود، يتمثل المقياس الأساسي لاستجابة السياسة النقدية في مدى التغير الذي يحدث بين مرحلتَي الذروة والقاع، وهو مقياس تراكمي لدرجة التوسع أو التقييد في السياسة النقدية على مدار فترة الركود بأكملها.<sup>٣٧</sup>

<sup>٣٥</sup> للاطلاع على ملخص في هذا الخصوص راجع عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من أفاق الاقتصاد العالمي. راجع أيضاً دراسات Blanchard and Perotti (2002) و "Ramet (2008)" و "Romer and Romer (2007)".

<sup>٣٦</sup> للتأكد من مدى ثبات هذه النتائج، يُستخدم كذلك مقياساً بديلاً لسياسة المالية العامة. وهذا المقياس - نسبة التغير في الاستهلاك الحكومي الحقيقي المعدل لاحتساب التقلبات الدورية - يستند إلى الحقيقة الأساسية التي تشير إلى أن التغيرات في النفقات الحكومية الحقيقية هي تغيرات مستقلة إلى حد كبير عن التقلبات الدورية في الناتج. وكما ترد مناقشته في ملحق هذا الفصل، يتم الاحتفاظ بمعظم النتائج المستخلصة. وكان من الممكن اللجوء إلى خيار بديل وهو الإنفاق على الاستثمارات العامة. غير أن حجمه أصغر كثيراً من الاستهلاك الحكومي، واقتترانه بالتعافي الاقتصادي غالباً ما يكون محدوداً، نتيجة فترات التأخر الطويلة في التنفيذ (راجع دراسة "Spilimbergo and others, 2008").

<sup>٣٧</sup> ترد التفاصيل في ملحق هذا الفصل. وبالنسبة لمقاييس السياسة النقدية، نقوم بحساب الدفعة التنشيطية التي قدمتها السياسة على أساس أنها مجموع الانحرافات في كل ربع يكون الاقتصاد خلاله في حالة ركود. ولا تفرق معظم الدراسات التجريبية، بما في ذلك الدراسات التي سبق الاستشهاد بها، بين مختلف مراحل الدورة الاقتصادية. وهناك بضع

## هل تستطيع السياسات أن تسهم بدور فعال مضاد للاتجاهات الدورية؟

ويطرح هذا الفصل إضافة جديدة لهذا التحليل عن طريق دراسة أثر السياسات على احتمال خروج اقتصاد ما من الركود.

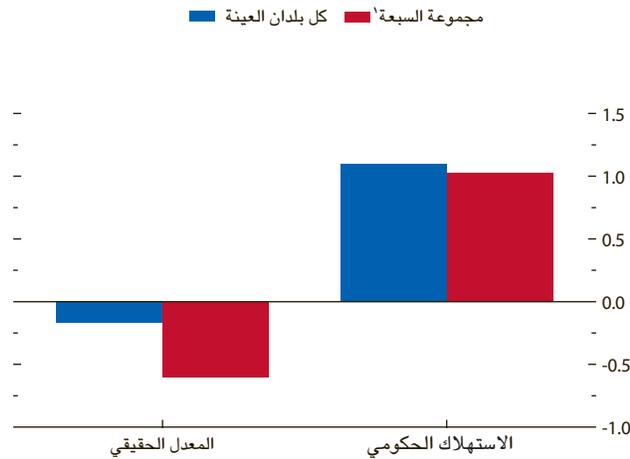
وفي مختلف فترات الركود، هناك أدلة على أن السياسة النقدية التوسعية ترتبط بفترات ركود أقصر أمداً، في حين لا يسري الأمر ذاته على سياسة المالية العامة التوسعية. فانخفاض سعر الفائدة الحقيقي بنسبة ١٪ أكثر من النسبة في قاعدة تيلور يزيد من احتمالات الخروج من الركود في ربع سنة معين بنحو ٦٪. ومن جهة أخرى، عند النظر في سياسة المالية العامة، المقيسة بالتغيرات إما في الميزان الأولي أو في الاستهلاك الحكومي، في مختلف فترات الركود، لم يتبين أنها تؤثر تأثيراً ملحوظاً في مدة فترات الركود.

غير أن كلا سياستي المالية العامة والنقدية التوسعيتين، في فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية، غالباً ما تؤدي إلى خفض مدة فترات الركود، رغم أن أثر السياسة النقدية ليس ذا دلالة إحصائية (الجدول ٣-٣). وفي هذه الفترات، نجد أن حدوث زيادة بنسبة ١٪ في الاستهلاك الحكومي ترتبط بزيادة احتمال الخروج من فترة الركود بنسبة تقارب ١٦٪. وتتفق زيادة تأثير سياسة المالية العامة أثناء هذه الأحداث مع الدليل على ازدياد فعالية سياسة المالية العامة عندما يتعرض الوكلاء الاقتصاديون إلى قيود أشد على السيولة<sup>٣٥</sup> وقد يرجع عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للسياسة النقدية إلى الضغوط التي تواجه القطاع المالي أثناء الأزمات المالية، التي تقف عائقاً أمام فعالية قناتي أسعار الفائدة والإقراض المصرفي لألية نقل آثار السياسة النقدية<sup>٣٦</sup>.

ومن الأساليب المفيدة لتصوير أثر السياسات النقدية والمالية العامة على مدة فترات الركود النظر في تقديرات احتمال بقاء الاقتصاد في حالة ركود بعد عدد معين من الأرباع (الشكل البياني ٣-١٢، اللوحة العلوية). حيث تنسم الاحتمالات التقديرية بالارتفاع البالغ بالنسبة لفترات الركود المرتبطة بأزمات مالية مقارنة بفترة الركود العادية، الأمر الذي يشير إلى أن النوع الأول يمتد لفترة أطول من النوع الأخير. ومن الواضح أن تنفيذ

### الشكل البياني ٣-١١: متوسط تحرك السياسات لمواجهة التقلبات أثناء الركود (المعدل الحقيقي بالنقاط المئوية: الاستهلاك الحكومي ٪)

تنسم السياسات النقدية والمالية العامة الاستثنائية بطابع توسعي عادة خلال فترات الركود.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
تتألف مجموعة السبعة من كندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>٣٥</sup> راجع دراسة "Tagkalakis (2008)". وتشير دراسة "Bernanke and Gertler (1989)" إلى أن القيود على السيولة تنتشر أكثر خلال مراحل الركود مقارنة بمراحل التوسع.

<sup>٣٦</sup> للاطلاع على مناقشة تفصيلية حول القناة الائتمانية لألية نقل آثار السياسة النقدية راجع دراسة "Bernanke and Gertler (1989)".

السياسات التوسعية يسهم في الحد من المدة المتوسطة للركود (الشكل البياني ٣-١٢، اللوحة السفلية). فعلى سبيل المثال، نجد أن زيادة الاستهلاك الحكومي بمقدار انحراف معياري واحد تؤدي إلى تخفيض المدة المتوسطة للركود المرتبط بأزمة مالية من ٥,١ أرباع إلى ٤,١ أرباع. وفي المقابل، نجد أن أثر السياسة النقدية لا يكاد يذكر، رغم مساهمته في تخفيض مدة الركود المرتبط بأزمة مالية.

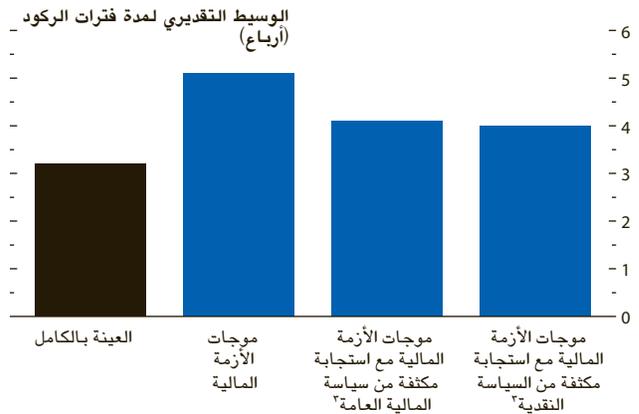
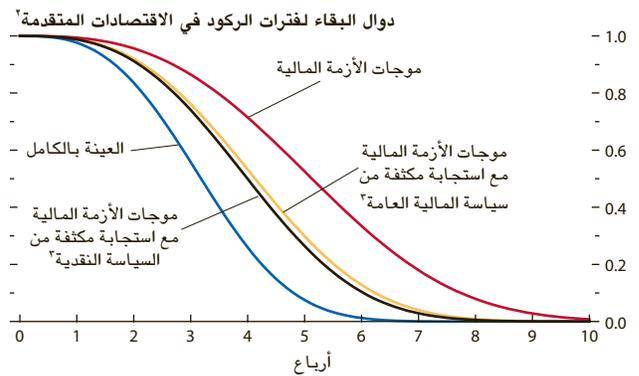
### هل تسهم السياسات في تعزيز فترات التعافي؟

كما أسلفنا في أقسام سابقة، فإن فترات الركود غالبا ما يعقبها تعاف سريع. ورغم أن بعض العوامل كالتقدم التكنولوجي والنمو السكاني تساعد الاقتصاد في نهاية المطاف على التعافي، كما ورد آنفا، فإن هذا القسم يبحث فيما إذا كانت السياسات المالية العامة والنقدية المتبعة أثناء الركود تسهم أيضا في تعزيز التعافي الاقتصادي، وذلك بالاستعانة بدراسة الحدث لاستكشاف التباين عبر الحدود في البيانات. والمتغير المعني في هذه الحالة هو نمو الناتج التراكمي بعد سنة من بلوغ مرحلة القاع في الدورة الاقتصادية، حيث يستخدم كمعيار لقوة التعافي. فبحلول هذا الوقت يكون الاقتصاد الخارج من فترة الركود عادة قد تجاوز مستوى ذروة الناتج السابق. وتدابير السياسات المستخدمة هنا هي ذات التدابير المستخدمة في تحليل المدة، وكانت تقاس بالتغيرات التراكمية أثناء مرحلة الركود. وإلى جانب متغيرات السياسات، تستخدم مدة ومدى فترة الركود السابقة كعاملين لتحديد الأثر.

وتفيد النتائج بأن كلا التوسع المالي والتوسع النقدي المستخدمين أثناء فترات الركود يرتبطان عادة بفترات تعاف أكثر قوة (الجدول ٣-٤). وعلى وجه التحديد، فإن حدوث زيادات في الاستهلاك الحكومي، وانخفاضات في أسعار الصرف الاسمية والحقيقية متجاوزة تلك الانخفاضات الواردة في قاعدة تيلور، تؤثر تأثيرا إيجابيا على قوة التعافي الاقتصادي (الشكل البياني ٣-١٣).<sup>٣٧</sup> ويوضح الجدول ٣-٤ التأثير الكمي لكل من تدابير السياسات منفردة ومجمعة. ويفيد المعامل المرتبط بمتغير الاستهلاك الحكومي، ويبلغ حوالي ٠,٢، بأن

### الشكل البياني ٣-١٢: أثر السياسات أثناء موجات الأزمة المالية<sup>١</sup>

فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية عادة ما تكون أطول أمدًا. غير أن السياسات المالية العامة والنقدية التوسعية يمكن أن تخفف مدة الركود.



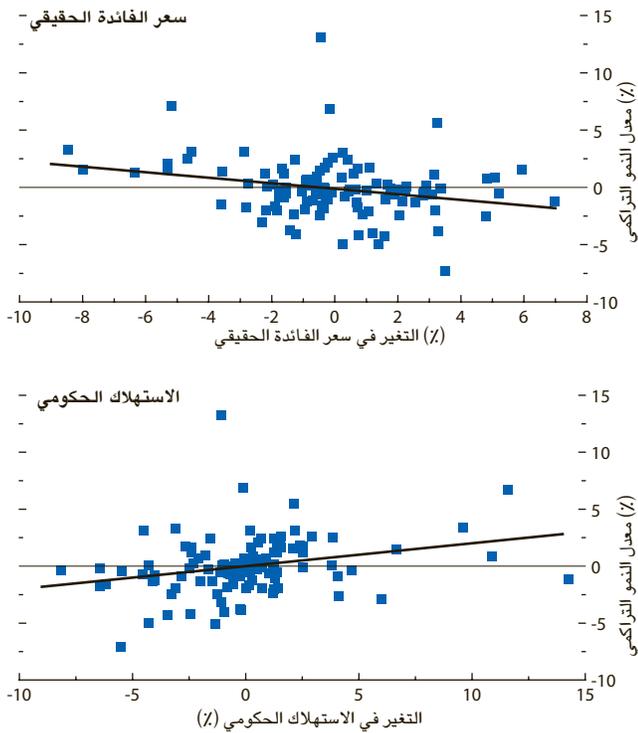
المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> يتضمن النص وصفا لفترات الركود المرتبطة بأزمات مالية.  
<sup>٢</sup> دوال البقاء تعكس احتمالية الاستمرار في فترة ركود بعد عدد معين من الأرباع.  
<sup>٣</sup> تشير إلى زيادة في الاستهلاك الحكومي بمقدار انحراف معياري واحد أو انخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية، بالترتيب.

<sup>٣٧</sup> يبقى هذا الأثر الإيجابي للسياسة المستخدمة ذي دلالة إحصائية حتى بعد الاستعانة بالسياسات المعتمدة في مراحل التعافي المبكرة.

## هل تستطيع السياسات أن تسهم بدور فعّال مضاد للاتجاهات الدورية؟

### الشكل البياني ٣-١٣: أثر متغيرات السياسات على قوة الانتعاش

بعد تحديد أثر مدى الركود السابق ومدته فضلا على الموصفات القطرية الثابتة، يتبين أن السياسات التوسعية ترتبط إيجابيا بقوة الانتعاش.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ نقاط مخطط الانتشار المبينة هنا هي نقاط مشروطة يراعى فيها أثر عدة متغيرات ضبط أخرى، كما ورد في ملحق هذا الفصل.

حدوث زيادة بمقدار انحراف معياري واحد في الاستهلاك الحكومي أثناء فترة ركود تكون مرتبطة بزيادة في معدل النمو التراكمي أثناء مرحلة التعافي تبلغ حوالي ٠,٧٪. وأن انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية بمقدار انحراف معياري واحد، متجاوزا ذلك الانخفاض الوارد في قاعدة تيلور، تترتب عليه استجابة تبلغ حوالي ٠,٤٪. ومن جهة أخرى، فإن التغيرات في الميزان الأولي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية أثناء فترة الركود لا ترتبط على نحو ملحوظ بنمو الناتج أثناء فترة التعافي.<sup>٣٨</sup>

وتثير الجراة في استخدام سياسة المالية العامة الاستنسابية القلق بشأن إمكانية استمرار أوضاع المالية العامة. وعلى سبيل المثال، خلصت دراسة Perotti، (1999)، التي تستخدم عينة من ١٩ بلدا من بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، إلى أن الدفعة التنشيطية من المالية العامة تخفض الاستهلاك الخاص في الفترات التي يرتفع خلالها مستوى الدين الحكومي بصفة خاصة.<sup>٣٩</sup> ولكن هل تؤدي المشاغل حول إمكانية استمرار أوضاع المالية العامة إلى تقليل فعالية الدفعة التنشيطية المستمدة من المالية العامة أثناء فترات التعافي؟ وللإجابة على هذا السؤال، تضاف مستويات الدين العام المقارنة بإجمالي الناتج المحلي والسائدة في بداية فترة الركود إلى إطار الانحدار المعياري المتفاعل مع المتغير البديل لسياسة المالية العامة. وتشير النتائج، المبينة في الجدول ٣-٤، إلى أن درجة المديونية العامة تخفض فعالية سياسة المالية العامة.

ولبيان طبيعة هذه العلاقة بشكل أوضح، يقدم الشكل البياني ٣-١٤ وصفا للعلاقة الحدية بين أثر سياسة المالية العامة على قوة التعافي ونسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي. فالمنحنى المائل إلى أدنى يشير إلى أن الدفعات التنشيطية المالية في الاقتصادات التي تتسم ديونها العامة بانخفاض مستوياتها تكون أكثر تأثيرا على قوة التعافي مقارنة بالاقتصادات التي تتسم ديونها

<sup>٣٨</sup> لا يوجد دليل على اختلاف تأثير السياسات بأي حال في تقوية التعافي من فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية بالمقارنة مع فترات الركود الأخرى.

<sup>٣٩</sup> تعزى مساهمة سياسة المالية العامة لاتجاهات الدورة الاقتصادية في الاقتصادات الصناعية إلى تشديد القيود عادة على تمويل الدين الحكومي أثناء فترات الركود (راجع دراسة Gavin and Perotti, 1997) للاطلاع على مناقشة حول أمريكا اللاتينية).

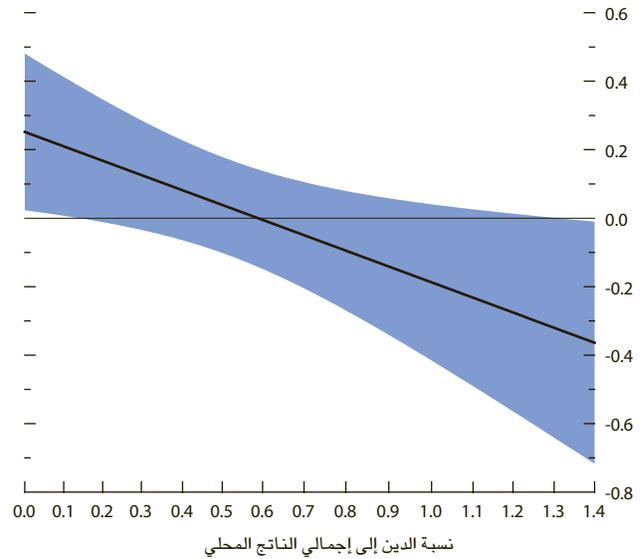
العامّة بارتفاع مستوياتها. ويصبح التقدير بالنقطة لأثر سياسة المالية العامّة سالبا في حالة مستويات الدين التي تتجاوز ٦٠٪ من إجمالي الناتج المحلي. غير أن هناك شعور بعدم اليقين في تقدير المستويات الحدية للدين، وفقا لما يتضح من نطاق فترات الثقة البالغة ٩٠٪ باللون الأزرق.<sup>٤٠</sup>

وتشير هذه النتائج إلى الحاجة للالتزام باستمرارياً أوضاع المالية العامّة في الأجل المتوسط بحيث يقترن بأي دفعة تنشيطية مالية قصيرة الأجل. فالشكوك حول إمكانية استمرار أوضاع الدين العام يمكن أن تتسبب في تباطؤ عملية التعافي من خلال انخفاض الإنفاق الاستهلاكي وارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل. ومن الضروري أن يتم تطبيق التدابير المنشطة المؤقتة في إطار يضمن استمرارية أوضاع المالية العامّة من أجل ضمان فعالية سياسة المالية العامّة.<sup>٤١</sup>

وقد انصب تركيز هذا القسم على السياسات المالية العامّة والنقدية؛ غير أن التجارب السابقة في دورات الركود المرتبطة بأزمات مالية تحرص على الإشارة إلى أن فعالية السياسات النقدية والمالية العامّة تشهد انخفاضا كبيرا بدون تطبيق سياسات مالية فورية وتتسم بدقة التوجيه. ويرى كثير من المراقبين أن السياسات المعتمدة في السويد في أوائل التسعينات كانت فعالة إلى حد كبير في استعادة صحة القطاع المالي، حيث مهدت الطريق أمام فترة تعاف قوي.<sup>٤٢</sup> وكان من أهم عناصر هذه التدابير إنشاء شركات مستقلة لإدارة الأصول، حيث قامت بتطهير الميزانيات العمومية للبنوك من الأصول السيئة حتى تستطيع هذه البنوك من مواصلة أنشطتها الإقراضية المعتادة. وفي اليابان، أسهم التباطؤ في الإقرار بوجود

### الشكل البياني ٣-١٤: العلاقة بين أثر سياسة المالية العامّة على قوة الانتعاش ونسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي

أثر سياسة المالية العامّة على الانتعاش يكون أكثر ضعفا في الاقتصادات التي تعاني من ارتفاع مستويات الدين العام مقارنة بإجمالي الناتج المحلي.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٤٠</sup> والنتائج تكون مماثلة لدى استخدام الميزان الأولي الاستثنائي كمتغير بديل لسياسة المالية العامّة. غير أن نطاقات فترات الثقة، في هذه الحالة، تصبح أكثر ضيقاً، فتفصل ما بين مستويات الدين الحدية بصورة أوضح.

<sup>٤١</sup> راجع دراسة "Spilimbergo and others (2008)" للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول تصميم السياسات الملائمة التي تتناول مشاغل استمرارية الأوضاع. وتخلص دراسة "Reinhart and Rogoff (2008b)" إلى أن الأزمات المالية المختلفة غالباً ما ترتبط بزيادات حادة في مستوى الدين العام، مما قد يثير القلق بشأن إمكانية الاستمرار في تحمل الدين على المدى المتوسط. غير أن الدراسة لا تتناول فحص سلوك أسعار الفائدة طويلة الأجل في أعقاب مثل هذه الأزمات.

<sup>٤٢</sup> راجع دراسة "Jackson (2008)" والمراجع المشار إليها فيها.

الجدول ٣-٣: أثر السياسات في احتمالية الخروج من الركود

(٤)	(٣)	(٢)	(١)	
**١,٣٩١- (٠,٧٦٣)	٠,٤٥٤- (٠,٦١٢)	***٢,٢٣٨- (٠,٦٠٢)	***١,٢٧٥- (٠,٣٨١)	فترة ركود مرتبطة بأزمة مالية <sup>١</sup>
***٠,١٣١- (٠,٠٢٩)		***٠,١١٠- (٠,٠٢٧)		الاستهلاك الحكومي <sup>٢</sup>
**٠,٢٨٤ (٠,١٣٩)		**٠,٢٧٨ (٠,١٤٣)		الاستهلاك الحكومي X الأزمة المالية
***٠,٠٣٣- (٠,٠٠٩)	***٠,٠٢٤- (٠,٠٠٨)			سعر الفائدة الحقيقي <sup>٣</sup>
٠,٠٢٤- (٠,٠٣١)	٠,٠٢٨- (٠,٠٣١)			سعر الفائدة الحقيقي X الأزمة المالية
***٣,٧٤٢- (٠,٥١٤)	***٣,٥٧١- (٠,٤٩٩)	***٣,٢٦٩- (٠,٤٥٩)	***٣,٢٢٤- (٠,٤٤٩)	معامل ثابت
***١,٠٧٠ (٠,٠٧٢)	***٠,٩٦٠ (٠,٠٧٢)	***٠,٩٨٣ (٠,٠٦٩)	***٠,٩٠٠ (٠,٠٦٩)	ε Ln p
نعم ١١٧	نعم ١١٧	نعم ١٢٠	نعم ١٢١	آثار ثابتة N

ملحوظة: يفترض في دالة الخطر الأساسي أن تتبع توزيع ويبول (Weibull). ويتم الإبلاغ بقيم المعامل لفرادى المتغيرات المشتركة في دالة الخطر. ويتم الإبلاغ ببيانات الأخطاء المعيارية بين قوسين. وتشير العلامات (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية بنسبة ١٪ و٥٪ و١٠٪، بالترتيب.  
<sup>١</sup> "فترة ركود مرتبطة بأزمة مالية" هي متغير مؤشر تكون قيمته ١ عندما تعرف فترة الركود بأنها متعلقة بأزمة مالية كما يرد وصفه في النص.  
<sup>٢</sup> "الاستهلاك الحكومي" يشير إلى التغير في الاستهلاك الحكومي الاستثنائي أثناء فترة ركود.  
<sup>٣</sup> "سعر الفائدة الحقيقي" يشير إلى الانحرافات التراكمية لأسعار الفائدة الحقيقية عن قاعدة تيلور أثناء فترة ركود.  
<sup>٤</sup> Ln p يفيد بقيمة معلمة ويبول (المسجلة) التي تنظم شكل دالة الخطر.

المثال، أمكن استعادة ما يزيد عن ٩٠٪ من المصروفات الأولية خلال السنوات الخمس الأولى. غير أن المعدل المكافئ للركود في اليابان زاد قليلا عن ١٠٪ في أواخر التسعينات؛ وبلغ ٩٠٪ تقريبا بحلول عام ٢٠٠٨.

### الدروس المستخلصة لدورة الركود الراهنة واحتمالات التعافي

تشير البيانات حتى الربع الأخير من ٢٠٠٨ إلى أن ١٥ اقتصادا من أصل ٢١ اقتصادا متقدما التي يتناولها هذا الفصل بالدراسة تمر بالفعل بفترة ركود. واستنادا إلى نقاط التحول في الناتج، شهدت آيرلندا هبوط النشاط على مدار سبعة أرباع؛ والدانمرك خمسة أرباع؛ وفنلندا ونيوزيلندا والسويد أربعة أرباع؛ وأستراليا وألمانيا وإيطاليا واليابان وهولندا والمملكة المتحدة ثلاثة أرباع؛ بينما شهدت كل من البرتغال وسويسرا والولايات المتحدة هبوطا في النشاط الاقتصادي لمدة ربعي سنة (رغم أن الركود في الولايات المتحدة استمر بالفعل لمدة أربعة أرباع حسب تأريخ «المكتب الوطني للبحوث

مشكلة القروض المعدومة في تباطؤ التعافي بعد الأزمات المالية التي ظهرت في التسعينات (راجع، مثلا، دراسة "Hoshi and Kashyap, 2008").

وبينما يترتب على دعم القطاع المالي في الغالب نشوء تكاليف على المالية العامة، فإن جانبا كبيرا من إجمالي التكلفة المدفوعة مقدما يسترد عادة في الأجل المتوسط من خلال مبيعات الأصول. فعلى سبيل المثال، نجد أن إجمالي تكلفة إعادة الرسملة في بلدان أوروبا الشرقية واليابان قد بلغ في المتوسط ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي، بينما بلغ متوسط معدل التعافي في أول خمس سنوات حوالي ٣٠٪<sup>٤٣</sup>. وتمثل سرعة التعافي الاقتصادي والتحسين المصاحب في الأوضاع المالية عاملا حيويًا في تحديد معدل التعافي. ففي حالة السويد، على سبيل

<sup>٤٣</sup> هذا المعدل منخفض نسبيا مقارنة بمعدل التعافي البالغ ٥٥٪ الذي تشهده الاقتصادات المتقدمة في المعتاد نتيجة مبيعات الأصول التي تمت حيازتها خلال مراحل التدخل. ويمكن الاطلاع على البيانات التفصيلية حول تحرك السياسات لمواجهة عدة موجات من الأزمة المالية التي نحن بصدد دراستها في هذا الفصل، وذلك في دراسة "Laeven and Valencia (2008)".

الجدول ٣-٤: أثر السياسات في قوة التعافي

(أ)	(ب)	(ج)	(د)	(هـ)	(و)	(ز)	(ح)
٠,٣٤٢-	٠,٤٠٦-	٠,٠٥٦-	*٠,٢٠١-	٠,٢٠٨-	٠,٢٤٨-	٠,١١١	٠,٠٤٤-
(٠,٢٨٦)	(٠,٢٥١)	(٠,١٤٤)	(٠,١١٠)	(٠,٢١١)	(٠,١٥٦)	(٠,١٢٦)	(٠,١٢١)
**٠,٣٢٣	***٠,٣٥٨	***٠,٣٥٣	***٠,٤١٥	***٠,٤٢٦	***٠,٤٤٦	٠,٠٩٢	٠,١٥٥
(٠,١٣٧)	(٠,١١٧)	(٠,٠٨٢)	(٠,٠٦٩)	(٠,١٠٣)	(٠,٠٨٢)	(٠,١٠٢)	(٠,١١٦)
				*٠,٢٣٦	**٠,٢٥٢	**٠,١٧٣	**٠,٢٠١
				(٠,١٣١)	(٠,١١٩)	(٠,٠٨٢)	(٠,٠٨٠)
				*٠,٤١٥-	**٠,٤٣٧-		
				(٠,٢٠٩)	(٠,١٨٦)		
**٠,٥٧٥-	**٠,٥٦٧-	٠,٠٤١-	٠,٠٤٠-				
(٠,٢٣٦)	(٠,٢٤٧)	(٠,٠٧١)	(٠,٠٧٠)				
***١,٠٥٦	***١,٠٢٩						
(٠,٣٤٠)	(٠,٣٥٤)						
٠,٠١٥-		*٠,٠٢٨-		٠,٠١٠-		***٠,٠٣٥-	
(٠,٠٢٥)		(٠,٠١٦)		(٠,٠٢٥)		(٠,٠١١)	
***٣,٧٥٥-	***٣,٨٩٠-			**١,٤٦٨-	**١,٥٠٥-		
(٠,٨٨٥)	(٠,٧٩٧)			(٠,٦٧٠)	(٠,٦٤٧)		
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
٧٢	٧٢	٩٣	٩٦	٧٥	٧٥	١٠٩	١١٢
٠,٤٦	٠,٤٦	٠,١٦	٠,١٢	٠,٣٤	٠,٣٤	٠,١٣	٠,١٠

ملحوظة: المتغير المستقل هو معدل النمو التراكمي بعد سنة من بدء مرحلة التعافي. ويتم الإبلاغ بالأخطاء المعيارية القوية والمجموعة حسب البلد بين قوسين. وتشير العلامات (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية بنسبة ١٪ و٥٪ و١٠٪، بالترتيب.

<sup>١</sup> «الاستهلاك الحكومي» يشير إلى التغير في الاستهلاك الحكومي الاستثنائي أثناء فترة الركود السابقة.  
<sup>٢</sup> «الرصيد الأولي» يشير إلى التغير في الرصيد الأولي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية أثناء فترة الركود السابقة.  
<sup>٣</sup> «سعر الفائدة الحقيقي» يشير إلى الانحرافات التراكمية لأسعار الفائدة الحقيقية عن قاعدة تيلور أثناء فترة ركود.

الحالي في الولايات المتحدة ومتوسط كافة فترات الركود الحالية الأخرى.<sup>٦</sup> وتشير بيانات إجمالي الناتج المحلي إلى أن هذه الاقتصادات كانت أخذة في التدهور بوتيرة سريعة نسبياً، فقد كان الهبوط حاداً بالتحديد في أسواق السلع والعمل والأصول في الولايات المتحدة. وتنطوي هذه التطورات على ثلاثة جوانب جديرة بالاهتمام بصفة خاصة:

أولاً، أن هناك دليل على وجود آثار مرتدة سلبية بين أسعار الأصول والائتمان والاستثمار، وهذه الآثار شائعة، كما يتضح من الأقسام السابقة، في فترات الركود الحاد المقترنة بأزمات مالية. وتبين آخر هذه الأدلة أن هناك انخفاضات استثنائية طرأت على الائتمان، كما انخفضت الثروة المالية انخفاضاً حاداً، وهو ما تدلل عليه أسعار أسهم رأس المال. كذلك جاء انخفاض أسعار المساكن في الولايات المتحدة متسماً بنفس الحدة المشاهدة في أكبر خمس أزمات مالية التي سبق مناقشتها. وقد اتضح كذلك أن الاستثمارات السكنية تشهد هبوطاً استثنائياً مقارنة

الاقتصادية<sup>٤</sup>. ويبحث هذا القسم في احتمالات التعافي من الركود في ضوء استنتاجات هذا الفصل من التقرير. وكان العديد من الاقتصادات التي تعاني من الركود حالياً قد شهد توسعات شبيهة إلى حد كبير بالتوسعات التي سبقت موجات الضغط المالي السابقة، وفقاً لما وردت مناقشته في هذا الفصل، الأمر الذي ترتب عليه بالمثل ارتفاعاً محموماً في أسعار الأصول وتوسعا سريعاً في الائتمان.<sup>٥</sup> وهناك أدلة واضحة، تتماشى مع التجارب السابقة حول الضغوط المالية (عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي)، تشير إلى أن موجات الركود هذه هي بالفعل أشد حدة وأطول أمداً من المعتاد. ويصور الشكل البياني ٣-١٥ معدلات النمو الوسيط لأهم المتغيرات الاقتصادية الكلية بالنسبة لفترات الركود السابقة البالغ عددها ١٢٢ فترة ركود، فضلاً على شريحتي الربيع العلوي والربيع السفلي. وتتراكب بيانات الركود

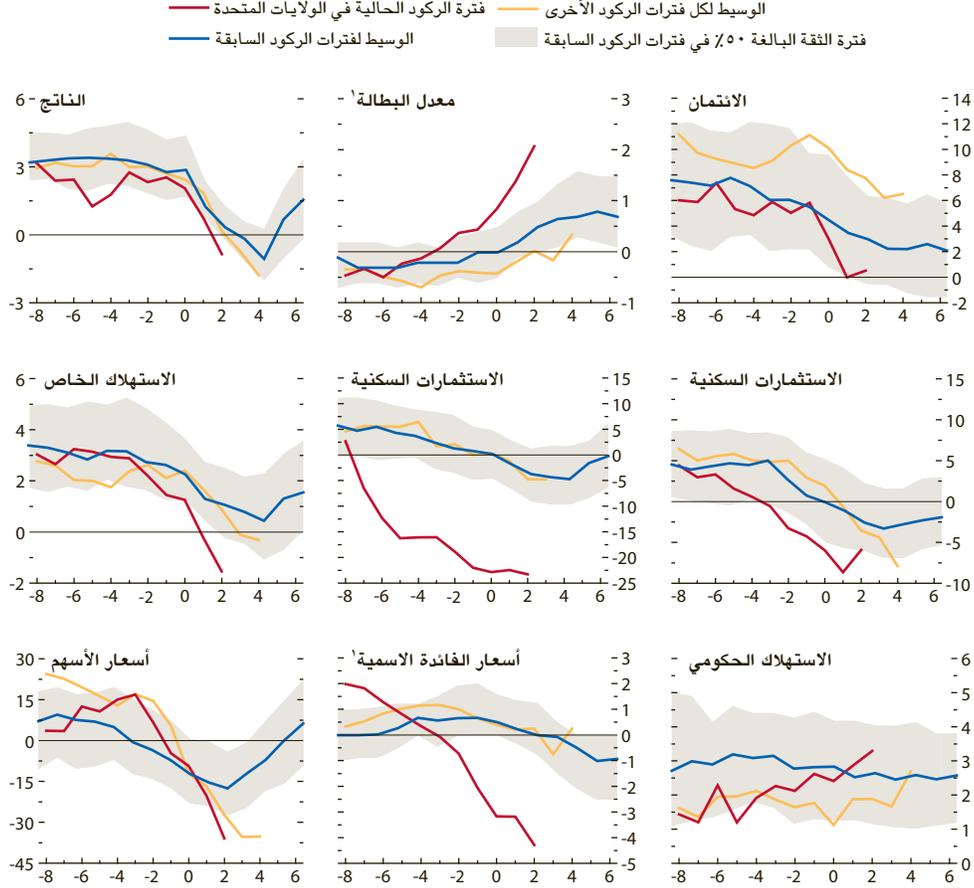
<sup>٤</sup> أعلن «المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية» أن أحدث نزوة في مستوى الناتج الأمريكي كانت في ديسمبر ٢٠٠٧.  
<sup>٥</sup> من الاستثناءات البارزة في هذا الشأن كل من ألمانيا واليابان، كما جاء في الفصل الثاني، وإن كان اقتصاد البلدين يعاني أيضاً من الضغوط المالية.

<sup>٦</sup> يقتصر حساب الوسيط على أربعة مشاهدات على الأقل، وهو السبب وراء عدم امتداد سلاسل البيانات لفترات الركود الأخيرة إلى ستة أرباع.

## الشكل البياني ٣-١٥: المؤشرات الاقتصادية حول مستويات الذروة في فترات الركود الحالية والسابقة

(فروق اللوغاريتم الوسيط عن سنة سابقة ما لم يذكر خلاف ذلك: مستوى الذروة في الناتج عندما  $t = 0$  = صفر: البيانات بالقيم الحقيقية ما لم يذكر خلاف ذلك: الأرباع على المحور السيني)

فترة الركود الحالية في الولايات المتحدة تتسم بالحدة بالفعل، مقارنة بفترات الركود السابقة. فالانخفاضات الحادة في معدل الثروة، والقيود في الائتمان، ومدى الهبوط في النشاط الاقتصادي تشير إلى ضعف احتمالات حدوث انتعاش سريع في الطلب الخاص.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
الافتراق بالنقاط المئوية الوسيطة عن السنة السابقة.

سيؤدي إلى فترة ركود مطوّلة.

وأخيراً، فإن موجات الركود الراهنة تتسم بالتزامن الشديد، الأمر الذي يقلل أكثر من فرص حدوث تعاف طبيعي. وعلى وجه التحديد، فإن الهبوط السريع في معدل الاستهلاك بالولايات المتحدة هو دلالة على الانخفاض الكبير في الطلب الخارجي بالنسبة للعديد من الاقتصادات الأخرى.

ولهذا السبب، لا يرجح أن تشهد الاقتصادات ذات القروض التمويلية المبالغ فيها انتعاشاً سريعاً من خلال زيادة نمو الطلب في القطاع الخاص المحلي - حيث

بفترات الركود السابقة.

ثانياً، تشير الأدلة المستقاة من هذا الفصل إلى حدوث انخفاضات أكبر من المعتاد في الاستهلاك الخاص نتيجة الانخفاضات الحادة في ثروة قطاع الأسر في العديد من الاقتصادات وضرورة إعادة بناء الميزانيات العمومية للأسر. ومما لا شك فيه أن انخفاض معدل الاستهلاك في الولايات المتحدة خلال الأرباع الأخيرة هو أمر غير مألوف. وقد ظلت ثقة المستهلكين في جميع الاقتصادات مستمرة في التراجع على نحو مطرد، مما يشير إلى أن الانخفاض المتواصل في الطلب الخاص وفي الثقة

وتعد استعادة العافية للقطاع المالي عنصرا حيويا في أي مجموعة سياسات.<sup>٤٧</sup> فالتجارب المتعلقة بالأزمات المالية السابقة - لا سيما تلك الأزمات التي اشتملت على خفض نسب الرفع المالي، كما في حالة اليابان في التسعينات - ترسل إشارة واضحة بأن إمكانية تحقيق التعافي من الناحية العملية تقتضي أولا اتخاذ إجراءات مترابطة وشاملة لاستعادة توازن الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية والقضاء على الغموض المحيط بالتمويل. وحتى إذا حدث ذلك، فالأرجح أن يكون التعافي بطيئا وضعيفا نسبيا.

**الملحق ٣-١: مصادر البيانات والمنهجيات**  
المؤلفان الرئيسيان لهذا الملحق هما «براكاش كانان» و«الأسدير سكوت».

يقدم هذا الملحق عرضا تفصيليا للبيانات ويستعرض بإيجاز المنهجيات المستخدمة لتحديد «الصددمات الهائلة» والسياسات المالية العامة والنقدية الاستثنائية. ويستعرض الملحق كذلك «اختبارات الثبات» (robustness exercises) التي أجريت على مقياس سياسة المالية العامة.

### مصادر البيانات

يتمثل المصدر الرئيسي لبيانات هذا الفصل في دراسة "Claessens, Kose, and Terrones (2008)"، التي يشار إليها لاحقا بدراسة "CKT".

المصدر	المتغير
دراسة "CKT"، وشركة "Haver Analytics"	الناتج
دراسة "CKT"، وشركة "Haver Analytics"	الاستهلاك الخاص الحقيقي
دراسة "CKT"، وشركة "Haver Analytics"	الاستهلاك الحكومي الحقيقي
دراسة "CKT"	الاستثمارات الرأسمالية الخاصة الحقيقية
دراسة "CKT"، وشركة "Haver Analytics"	الاستثمارات السكنية الحقيقية
دراسة "CKT"	الصادرات الحقيقية

<sup>٤٧</sup> راجع على سبيل المثال دراسة "Decressin and Laxton (2009)" للاطلاع على مناقشة حول خيارات السياسات النقدية غير التقليدية، وسياسة المالية العامة، وأوجه التضافر مع سياسة القطاع المالي، والدروس المستخلصة من تجربة اليابان.

يلزم بشكل أساسي أن تسبق هذا التعافي فترة طويلة من الادخار بمعدلات أعلى من المتوسط. وفي كثير من حالات الضغوط المصرفية السابقة، أدى صافي الصادرات إلى تحقيق التعافي، الذي تيسر بفضل قوة الطلب من الولايات المتحدة والتخفيضات في أسعار الصرف أو قيمة العملات. ولكن هذا الخيار لن يكون متاحا لجميع الاقتصادات التي تمر حاليا بفترات ركود إذا ما أخذنا في الحسبان مدى الهبوط الاقتصادي الحالي.

ومع احتمال قصور الطلب الخاص المحلي والطلب الخارجي، فلا بد من الاستعانة بالسياسات الاقتصادية لإيقاف دورة هبوط الطلب وأسعار الأصول والائتمان. وقد سارعت معظم الاقتصادات المتقدمة بتيسير سياساتها النقدية، على نحو أكثر تركيزا مقارنة بفترات الركود السابقة، واتخذت تدابير استثنائية لتوفير السيولة في الأسواق. ومن الممكن زيادة هذا التيسير فعليا، حتى مع اقتراب أسعار الفائدة الاسمية من الصفر. غير أن الأدلة المستقاة من هذا الفصل تشير إلى أن خفض أسعار الفائدة سيكون أقل تأثيرا على الأرجح أثناء الأزمات المالية. ونظرا لاستمرار العسر في القطاع المالي، فلا ينبغي للسلطات أن تعتمد فقط على تدابير السياسات المتعارف عليها.

وتشير الأدلة الواردة في هذا الفصل إلى قدرة سياسة المالية العامة على تقديم إسهاما ملموسا في تقليص مدة فترات الركود المرتبطة بأزمات مالية. فالحكومات قادرة بالفعل على كسر حلقة الآثار المرتدة السلبية بين الاقتصاد الحقيقي والأوضاع المالية وذلك عن طريق قيامها بدور «المنفق الأخير» (spender of last resort). ولكن ذلك يفترض إمكانية توفير الدفعة التنشيطية من المالية العامة بسرعة. وإضافة إلى ذلك، وكما يتضح من هذا الفصل، فإن استمرارية أعباء الدين في آخر المطاف تقيد سياسة المالية العامة التوسعية، ولن يكون بالإمكان دعم الطلب لفترة طويلة في الاقتصادات التي دخلت في مرحلة الركود وتتسم موازين مائيتها العامة بالضعف وارتفاع مستويات الدين العام. وفي فترات الركود الحادة والمطولة التي يعد الانكماش من أهم مخاطرها، يتعين تنسيق السياسات المالية العامة والنقدية بدقة لاحتواء الضغوط الخافضة للطلب. وإضافة إلى ذلك، نظرا لأن فترة الركود الراهنة يغلب عليها طابع التزامن الشديد، يتعين أن تأتي الدفعة التنشيطية من مجموعة كبيرة من البلدان التي لديها الحيز المالي لذلك، وذلك بهدف تحقيق الحد الأقصى من التأثير في المدى القصير على النشاط الاقتصادي العالمي، وفقا لما سبق مناقشته في الفصل الأول.

### المنهجية المستخدمة لتصنيف فترات الركود والتعافي

القواعد الإحصائية للصدمة غير المالية ترصد تغيرات كبيرة في المتغيرات الاقتصادية الكلية، وذلك على النحو التالي:

- صدمات النفط: يسجل مؤشر تحركات أسعار النفط الحد الأقصى للتغيرات في أسعار النفط المحلية الاسمية، في تاريخ محدد بالنسبة لكل بلد، خلال الأرباع الاثني عشرة السابقة.<sup>٤٨</sup> وتعرف صدمات النفط بأنها الصدمات التي يزيد فيها المؤشر عن الوسط مضافا إليه ١,٧٥ انحرافا معياريا عن المؤشر.
- صدمات الطلب الخارجي: يتم إعداد مؤشر الطلب الخارجي كالنسبة المئوية للانحرافات عن الاتجاه العام لإجمالي الناتج المحلي المرجح بالتجارة بالنسبة لكل اقتصاد.<sup>٤٩</sup> وتعرف صدمات الطلب الخارجي بأنها الصدمات التي يقل فيها المؤشر عن الوسط مخصوما منه ١,٧٥ انحرافا معياريا عن المؤشر.
- صدمات سياسة المالية العامة: بالنسبة لمؤشر سياسة المالية العامة الاستثنائية، يتم إعداد مقياس للميزان الأولي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية.<sup>٥٠</sup>

<sup>٤٨</sup> هذه نسخة من المرشح المقترح في دراسة "Hamilton (2003)" لتحديد صدمات النفط في الولايات المتحدة. ويحدد السعر المحلي باعتباره المتوسط العالمي للسعر الفوري بالدولار الأمريكي مضروبا في سعر الصرف الاسمي مقابل عملة البلد المعني. وإضافة لذلك، تم فحص النتائج المستخلصة باستخدام التغيرات على أساس سنوي مقارن في أسعار النفط الاسمية بالعملة المحلية وعمليات تحديد صدمات المعروض النفطي والقائمة على الانحدار الذاتي للمتجهات.

<sup>٤٩</sup> ويتم تنفيذ الاتجاه العام باستخدام مرشح «هودريك - بريسكوت» بحيث يكون المعامل  $\lambda$  محددا عند ١٦٠٠. وهناك افتراضان أساسيان في هذا الشأن، أولهما أن إجمالي الناتج المحلي يشمل على تقديرات تقريبية جيدة لمدى الاستيعاب المحلي، وثانيهما أن الأوزان الترجيحية للتجارة الخارجية هي للاقتصادات المتقدمة الأخرى فقط. فهناك بعض الاقتصادات لديها علاقات تجارية قوية مع اقتصادات غير متقدمة تعرضت لانخفاضات حادة في مستويات الطلب (على سبيل المثال، صادرات نيوزيلندا إلى شرق آسيا خلال الفترة من ١٩٩٧-١٩٩٨). وقد تم فحص مدى الثبات في استخدام معدلات التبادل التجاري وإجمالي الناتج المحلي العالمي.

<sup>٥٠</sup> يتبع هذا المقياس منهجية صندوق النقد الدولي الموحدة (راجع دراسة "Heller, Haas, and Mansur, 1986")، ويستخدم مرشح «هودريك - بريسكوت» (١٦٠٠) لتقدير الإمكانية. وتستخدم تقديرات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي للمرونة الداخلية بالنسبة للإيرادات والمصروفات وذلك لإعداد مقاييس التغيرات الاستثنائية في موقف المالية العامة ولترشيح التغيرات السلبية عن الأهداف المحددة مسبقا وأدوات التثبيت التلقائي. وهناك عدد من الافتراضات المهمة في هذا الشأن، أبرزها أن مرشح هودريك - بريسكوت يؤدي إلى تقديرات جيدة

صافي الصادرات الحقيقية	قاعدة البيانات التحليلية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
مخفّض إجمالي الناتج المحلي	قاعدة البيانات التحليلية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
مؤشر أسعار المستهلكين	دراسة "CKT"، وقاعدة بيانات تقرير الإحصاءات المالية الدولية
أسعار النفط	قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي لأسعار السلع الأولية
أسعار المساكن الحقيقية	دراسة "CKT"، وبنك التسويات الدولية، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
أسعار الأسهم	دراسة "CKT"، وقاعدة بيانات تقرير الإحصاءات المالية الدولية
الائتمان	دراسة "CKT"، وقاعدة بيانات تقرير الإحصاءات المالية الدولية
سعر الفائدة الاسمي	دراسة "CKT"، وقاعدة بيانات تقرير الإحصاءات المالية الدولية، وقاعدة بيانات "Thomson Datastream"
معدل البطالة	دراسة "CKT"، وشركة "Haver Analytics"
معدلات توظيف العمالة	قاعدة البيانات التحليلية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
الأجور الاسمية	قاعدة بيانات تقرير الإحصاءات المالية الدولية، وقاعدة البيانات التحليلية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
نسبة أسعار المساكن إلى الإيجارات	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
معدل ادخار قطاع الأسر	قاعدة البيانات التحليلية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
صافي الإقراض لقطاع الأسر	قاعدة البيانات التحليلية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي
الدين العام	صندوق النقد الدولي

ملحوظة: بيانات أسعار المساكن الاسمية من "بنك التسويات الدولية"؛ بيانات أسعار السهم، والائتمان، وأسعار الفائدة مخفّضة باستخدام مؤشرات أسعار المستهلكين.

الجدول ٣-٥: النتائج من تصنيف فترات الركود

عدد	%	الفترات التي سجلت درجات كلية موجبة «قبل الذروة» (أي مجموع كل المؤشرات - مؤشر واحد على الأقل > صفر أثناء فترة ما قبل الذروة)
٥٦	٤٦	الفترات التي سجلت درجات أكبر من الصفر (حسب المؤشر)
٢٣	١٩	النفط
٦	٥	الطلب الخارجي
٨	٧	سياسة المالية العامة
١٥	١٢	السياسة النقدية
١٥	١٢	الأزمة المالية

عدد فترات	عدد فترات الركود التي سجلت درجات كلية موجبة قبل الذروة حسب البلد والمؤشر				
الركود	النفط	الطلب الخارجي	سياسة المالية العامة	السياسة النقدية	الأزمة المالية
٦	٠	١	٠	١	١
٦	١	١	٠	١	٠
٧	١	٠	١	٢	٠
٣	١	٠	٠	١	٠
٧	١	٠	١	١	١
٥	٠	٠	٢	٠	١
٤	٢	٠	١	٠	١
٨	٢	٠	٠	٢	١
٨	٢	٠	٢	١	١
٣	٠	٠	٠	٠	٠
٩	١	٠	٠	٠	١
٣	٠	٠	٠	٠	٢
٥	٢	١	٠	٢	٠
١٢	١	١	٠	١	١
٣	١	١	٠	١	١
٤	١	١	١	١	٠
٤	١	٠	٠	٠	١
٣	١	١	٠	٠	١
٩	١	١	٠	٠	٠
٥	٢	٠	٠	٠	٢
٦	٢	٠	٠	١	٠

العائد حسب آجال الاستحقاق (الاختلاف بين العائد على الأذون الحكومية لمدة ثلاثة أشهر وعلى السندات الحكومية لمدة عشر سنوات)، بحيث تسجل كانكماشات نقدية الحالات التي يزيد فيها الفرق عن الاتجاه العام بمقدار ١,٧٥ انحرافا معياريا. وتتمثل الخطوة التالية في ربط فترات الركود بهذه الصدمات. فالصدمة التي تقع خلال الأرباع الأربعة السابقة لبلوغ ذروة إجمالي الناتج المحلي تخصص لها نقطة واحدة مقابل صحة التنبؤ بتباطؤ النشاط. وهو ما يؤدي إلى النتائج المبينة في الجدول ٣-٥. وأخيرا، يقدم الجدول ٣-٦ بعض الأدلة حول الارتباط بين الأزمات المالية وإلغاء القيود في أسواق الرهن العقاري.

المنهجية المستخدمة في تحديد سياسة المالية العامة والسياسة النقدية

هناك مقياسان يتم استخدامهما لسياسة المالية العامة: الاستهلاك الحكومي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية والموازن الأولي المعدلة حسب تقلبات

وتُعرف الانكماشات في المالية العامة بأنها الانكماشات التي يزيد فيها الاختلاف في الميزان الأولي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية. مضافا إليه ١,٧٥ انحرافا معياريا عن الميزان الأولي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية.<sup>٥١</sup>

- صدمات السياسة النقدية: بالنسبة لمؤشر السياسة النقدية الاستثنائية، تستخدم المتبقيات من تقديرات قاعدة تيلور. وتعرف الانكماشات في السياسة النقدية بأنها تلك الانكماشات التي يزيد فيها المتبقي عن ١,٧٥ انحرافا معياريا. ونقوم كذلك بتفحص فروق

للناتج الممكن: وأن المرونات الدخلية بالنسبة للإيرادات والمصروفات ثابتة؛ وأن حصص الإيرادات (المستخدمة في إعداد المرونة الدخلية المجمعة للإيرادات) ثابتة؛ وأن مخفض إجمالي الناتج المحلي (المستخدم لتخفيض المصروفات الحكومية الاسمية) هي متغير بديل جيد لمخفض المصروفات الحكومية الفعلية.

<sup>٥١</sup> القيمة الموجبة تتوافق مع التشديد النقدي لأن الميزان الأولي يُعرف بأنه الإيرادات الضريبية مخصوما منها المصروفات.

### الجدول ٣-٦: الأزمات المالية وإلغاء القيود في سوق الرهن العقاري

البلد	السنة	التدابير
أستراليا	١٩٨٦	إلغاء الحد الأقصى على أسعار الفائدة على القروض العقارية
الدانمرك	١٩٨٢	تحرير شروط عقود الرهن العقاري؛ وإلغاء القيود على أسعار الفائدة
فنلندا	١٩٨٦-٨٧	إلغاء القيود على أسعار الفائدة؛ وإلغاء المبادئ التوجيهية لمنح القروض العقارية
فرنسا	١٩٨٧	إلغاء ضوابط الائتمان
ألمانيا	١٩٦٧	إلغاء القيود على أسعار الفائدة
إيطاليا	١٩٨٣-٨٧	إلغاء القيود على أسعار الفائدة؛ وإلغاء الحد الأقصى للائتمان
اليابان	١٩٩٣-٩٤	خفض شروط تخصص البنوك؛ وإلغاء القيود على أسعار الفائدة
نيوزيلندا	١٩٨٤	إلغاء المبادئ التوجيهية لتخصيص الائتمان؛ وإلغاء القيود على أسعار الفائدة
النرويج	١٩٨٥-٨٥	إلغاء ضوابط الإقراض؛ وإلغاء القيود على أسعار الفائدة
السويد	١٩٨٥	إلغاء ضوابط الائتمان؛ والسماح للبنوك بالتنافس مع جمعيات البناء على تمويل المساكن؛ والسماح لجمعيات البناء بالتوسع في
المملكة المتحدة	١٩٨٠-٨٦	الأنشطة الإقراضية؛ وإلغاء المبادئ التوجيهية لمنح القروض العقارية

المصدر: دراسة " (٢٠٠٤) ".

تحرك السياسات على مدار فترة الركود باعتباره مجموع الدفعات ذات الصلة بقاعدة السياسة بالنسبة لكل ربع على مدار فترة الركود. ويتم تقدير قاعدة للسياسة على النحو التالي:

$$i_t = \beta_2 + \beta_3 \times \text{dummy}_{85} + \beta_4 \times \pi_t + \beta_5 \times \text{gap}_t + v_t,$$

حيث  $i_t$  تمثل سعر الفائدة الاسمي، و  $\text{dummy}_{85}$  هو المتغير الصوري للفترة التالية لعام ١٩٨٥ (ليسمح بحدوث تحول في السعر الحقيقي التوازني)، و  $\pi_t$  هو معدل التضخم، و  $\text{gap}_t$  هو مقياس فجوة الناتج (حيث يقاس «إجمالي الناتج المحلي الممكن» باستخدام مرشح هودريك -بريسكوت). ويستخدم في التحليل مقياس السياسة النقدية التالي:

$$i_t^{\text{MP}} = i_t - \hat{i}_t,$$

حيث  $\hat{i}_t$  هي القيمة المطابقة للانحدار.

ونقوم بقياس الأسعار الحقيقية ببساطة حسب  $\pi_t - \hat{\pi}_t$  وتتبع نفس الخطوات السابقة لقياس السياسة النقدية.

#### اختبار الثبات باستخدام الاستهلاك الحكومي كمتغير بديل لسياسة المالية العامة

إلى جانب مقياسي سياسة المالية العامة الموضحين في هذا الفصل، فقد تم كذلك تطبيق نفس مجموعة الانحدارات باستخدام التغيرات في الاستهلاك الحكومي الحقيقي أثناء فترة الركود السابقة، بدون إجراء أي تعديل دوري. ويشتمل الجدول ٣-٧ على النتائج المستخلصة من الانحدارات باستخدام مقياس المالية العامة البديل. ومع الاحتفاظ بمعظم النتائج الأساسية التي تم التوصل

الدورة الاقتصادية. وفي الحالات التي لا يناقش أو يعرض فيها إلا مقياسا واحدا فإن الإشارة تكون للاستهلاك الحكومي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية. وفي جميع الحالات، تقاس التغيرات في السياسة على أساس التغيرات في المتغير ذي الصلة من مستوى الذروة في دورة اقتصادية معينة إلى مستوى القاع.

وتحسب قيم الميزان الأولي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية باستخدام مروانات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن مختلف مكونات الإيرادات الضريبية والمصروفات. غير أنه بالنسبة للاستهلاك الحكومي، فإن مثل تلك المروانات لا تكون متاحة بسهولة وبالتالي يتعين تقديرها. ويتم حساب مرونة الاستهلاك الحكومي بالنسبة للدورة الاقتصادية على النحو التالي:

$$\ln gc_t = \beta_0 + \beta_1 \times \text{gap}_t + \beta_2 \times \text{trend} + e_t,$$

حيث  $gc_t$  تمثل الاستهلاك الحكومي في الفترة الزمنية  $t$ ، و  $\text{gap}_t$  هو مقياس فجوة الناتج في الفترة الزمنية  $t$ ، حيث يقاس «الناتج الممكن» باستخدام مرشح هودريك -بريسكوت وتمثل  $\text{trend}$  الاتجاه الزمني العام. ولدى تقدير المعادلة المبينة أعلاه، تستخدم القيمة المتأخرة لفجوة الناتج كأداة. وبحسب بعد ذلك الاستهلاك الحكومي المعدل حسب تقلبات الدورة الاقتصادية ( $\text{cagc}_t$ ) على النحو التالي:

$$\text{cagc}_t = gc_t (1 - \beta_1 \times \text{gap}_t).$$

وهناك مقياسان يتم استخدامهما للسياسة النقدية: أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية. ويقاس كلا المتغيران كانحرافات عن «قاعدة السياسة». وعندما يستخدم مقياس واحد فيكون سعر الفائدة الحقيقي. ويقاس

الجدول ٣-٧: أثر السياسات في قوة التعافي باستخدام مقياس بديل لسياسة المالية العامة

المتغير المستقل	النمو التراكمي بعد أربعة أرباع من بدء مرحلة التعافي				النمو التراكمي بعد ثلاثة أرباع من بدء مرحلة التعافي			
	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)
مدة الركود	٠,٢٢٧-	٠,٢٠٩-	٠,١٧٩-	٠,٠٩٠	٠,٠٧٦-	٠,٠٤٠-	٠,٠١٥	٠,٠٠٩
مدى الركود	(٠,١١٠)	(٠,١٩٤)	(٠,٢١٧)	(٠,١٢٣)	(٠,٠٩٢)	(٠,١٤٥)	(٠,١٧٤)	(٠,١٠٧)
الاستهلاك الحكومي <sup>١</sup>	***٠,٢٠٣	***٠,٤٣٩	***٠,٤٢١	*٠,١٥٤	*٠,٢١٧	***٠,٢٨٣	**٠,٢٥٤	**٠,١٧٦
الدين العام <sup>٢</sup>	(٠,٠٨٣)	(٠,٠٨٠)	(٠,٠٩٦)	(٠,٠٨٦)	(٠,٠٨٥)	(٠,٠٩٣)	(٠,١٠٣)	(٠,٠٧٧)
الاستهلاك الحكومي X الدين <sup>٣</sup>	***٠,٢٨٩	٠,٢٠٣	٠,١٧٧	**٠,٢٦٩	***٠,٢٦١	***٠,٤٨٩	***٠,٤١٤	***٠,٢٢٩
سعر الفائدة الحقيقي <sup>٤</sup>	(٠,٠٨٨)	(٠,١٥٧)	(٠,١٧٨)	(٠,٠٩٨)	(٠,٠٤٢)	(٠,١٢٩)	(٠,١١٧)	(٠,٠٥٠)
آثار ثابتة			**٢,٠٤٧-				٠,٨٠٧-	
N			(٠,٨٥١)				(٠,٦٩٤)	
معامل التحديد			٠,٢٢٤-				***٠,٦٣٨-	
			(٠,٣٨٥)				(٠,١٧٥)	
			٠,٠٠٩-				٠,٠٢٢-	
			(٠,٠٢٦)				(٠,٠١٨)	
			نعم				نعم	
			٧٥				٨٠	
			٠,٣٣				٠,٤٢	
			٠,٣٣				٠,١٥	

ملحوظة: يتم الإبلاغ بالأخطاء المعيارية القوية والمجمعة حسب البلد بين قوسين. وتشير العلامات (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية بنسبة ١٪ و٥٪ و١٠٪، بالترتيب.  
<sup>١</sup> «الاستهلاك الحكومي» يشير إلى التغير في الاستهلاك الحكومي الاستثنائي أثناء فترة الركود السابقة.  
<sup>٢</sup> «الدين العام» يشير إلى نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي في بداية فترة الركود.  
<sup>٣</sup> «سعر الفائدة الحقيقي» يشير إلى الانحرافات التراكمية لأسعار الفائدة الحقيقية عن قاعدة تيلور أثناء فترة ركود.

of Changes in Government Spending and Taxes on Output," Quarterly Journal of Economics, Vol. 107 (November), pp. 1329-68.

Blanchard, Olivier, and John Simon, 2001, "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility," Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 32, No. 1, pp. 135-74.

Bordo, Michael D., 2008, "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008," NBER Working Paper No. 14569 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Braun, Matias, and Borja Larrain, 2005, "Finance and the Business Cycle: International, Inter-Industry Evidence," Journal of Finance, Vol. 60, No. 3, pp. 1097-1128.

Brunnermeier, Markus, 2009, "Deciphering the 2007-2008 Liquidity and Credit Crunch," Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1, pp. 77-100.

Burns, Arthur F., and Wesley C. Mitchell, 1946, Measuring Business Cycles (New York: National Bureau of Economic Research).

Calomiris, Charles W., 1993, "Financial Factors in the Great Depression," Journal of Economic Perspectives, Vol. 7, No. 2, pp. 61-85.

Chauvet, Marcella, and James D. Hamilton, 2005, "Dating Business Cycle Turning Points," NBER Working Paper

إليها في هذا الفصل، فإن حد التفاعل مع الدين العام لا يتكون له دلالة إحصائية إلا في الأفق الزمني الممتد على مدار ربعين وثلاثة أرباع خلال مرحلة التعافي. وقد يكون قصور البيانات من أسباب ذلك.

## المراجع

Bernanke, Ben S., 1983, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," American Economic Review, Vol. 73 (June), pp. 257-76.

———, and Mark Gertler, 1989, "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," American Economic Review, Vol. 79 (March), pp. 14-31.

———, 1993, "The World on a Cross of Gold," Journal of Monetary Economics, Vol. 31, pp. 251-67.

———, 1995, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," Journal of Economic Perspectives, Vol. 9 (Autumn), pp. 27-48.

———, 1995, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach," Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 27 (February), pp. 1-28.

Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti, 2002, "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects

- Gorton, Gary, 2008, "The Panic of 2007," NBER Working Paper No. 14358 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil Kashyap, and Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," proceedings of the 2008 Monetary Policy Forum, Feb. 29, New York.
- Hamilton, James D., 2003, "What Is an Oil Shock?" *Journal of Econometrics*, Vol. 113 (April) pp. 363–98.
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 365–81.
- Heller, Peter S., Richard D. Haas, and Ahsan S. Mansur, 1986, A Review of the Fiscal Impulse Measure, IMF Occasional Paper No. 44 (Washington: International Monetary Fund).
- Hoshi, Takeo, and Anil K. Kashyap, 2008, "Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan," NBER Working Paper No. 14401 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- International Monetary Fund (IMF), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- Jackson, James, 2008, "The U.S. Financial Crisis: Lessons from Sweden," CRS Report for Congress (Washington: Congressional Research Service).
- Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 4, pp. 473–500.
- Kilian, Lutz, 2006, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," CEPR Discussion Paper No. 5994 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Kindleberger, Charles, 1978, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons).
- , 1993, *A Financial History of Western Europe* (New York: Oxford University Press).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Phillip, 2003, "The Cyclical Behaviour of Fiscal Policy: Evidence from the OECD," *Journal of Public Economics*, Vol. 87 (December), pp. 2661–75.
- Leamer, Edward, 2008, "What's a Recession, Anyway?" NBER Working Paper No. 14221 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- No. 11422 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper 08/274 (Washington: International Monetary Fund).
- Debelle, Guy, 2004, "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt," BIS Working Paper No. 153 (Basel: Bank for International Settlements).
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Enrica Detragiache, and Raghuram Rajan, 2008, "The Real Effect of Banking Crises," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17 (January), pp. 89–112.
- Diebold, Francis, and Glenn Rudebusch, 1990, "A Non-parametric Investigation of Duration Dependence in the American Business Cycle," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 596–616.
- , and Daniel Sichel, 1993, "Further Evidence on Business Cycle Duration Dependence," in *Business Cycles, Indicators and Forecasting*, ed. by James H. Stock and Mark W. Watson (Chicago: University of Chicago Press).
- Eggertsson, Gauti B., 2008, "Was the New Deal Contractionary?" (unpublished; New York: Federal Reserve Bank of New York). Available at [www.ny.frb.org/research/economists/eggertsson](http://www.ny.frb.org/research/economists/eggertsson).
- Eichengreen, Barry, 1992, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939* (New York: Oxford University Press).
- , 2008, "And Now the Great Depression" (September 28). Available at [www.voxEU.org](http://www.voxEU.org).
- , and Kris Mitchener, 2003, "The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong," BIS Working Paper No. 137 (Basel: Bank for International Settlements).
- Estrella, Arturo, and Frederic S. Mishkin, 1996, "The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 2, No. 7, pp. 1–6.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337–57.
- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research).
- Gavin, Michael, and Roberto Perotti, 1997, "Fiscal Policy in Latin America," NBER Macroeconomics Annual, Vol. 12, pp. 11–72.

- , 2009, "Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009," presented at the Brookings Institution, Washington, D.C. (March 9). Available at [www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0309\\_lessons/0309\\_lessons\\_romer.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0309_lessons/0309_lessons_romer.pdf).
- , and David Romer, 1989, "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," in *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 4, ed. by Olivier Jean Blanchard and Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 1994, "What Ends Recessions?" in *NBER Macroeconomics Annual 1994*, ed. by Stanley Fischer and Julio Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 2007, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks," NBER Working Paper No. 13264 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Sichel, Daniel, 1994, "Inventories and the Three Phases of the Business Cycle," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 12 (July), pp. 269–77.
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Tagkalakis, Athanasios, 2008, "The Effects of Fiscal Policy on Consumption in Recessions and Expansions," *Journal of Public Economics*, Vol. 92 (June), pp. 1486–1508.
- Temin, Peter, 1989, *Lessons from the Great Depression* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 1993, "Transmission of the Great Depression," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, pp. 87–102.
- , and Barrie A. Wigmore, 1990, "The End of One Big Deflation," *Explorations in Economic History*, Vol. 27, No. 4, pp. 483–502.
- White, Eugene N., 1990, "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, pp. 67–83.
- Wynne, Mark A., and Nathan S. Balke, 1993, "Recessions and Recoveries," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas (First Quarter).
- McConnell, Margaret, and Gabriel Perez-Quiros, 2000, "Output Fluctuations in the United States: What Has Changed Since the Early 1980s?" *American Economic Review*, Vol. 90, No. 5, pp. 1464–76.
- Mendoza, Enrique, and Marco E. Terrones, 2008, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data," NBER Working Paper No. 14049, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mitchell, Brian R., 2003, *International Historical Statistics: Europe, 1750–2000*, fifth edition (New York: Palgrave Macmillan).
- , 2007, *International Historical Statistics: The Americas, 1750–2005* (New York: Palgrave Macmillan).
- Peersman, Gert, and Frank Smets, 2001, "Are the Effects of Monetary Policy Greater in Recessions than in Booms?" ECB Working Paper No. 52 (Frankfurt: European Central Bank).
- Perotti, Roberto, 1999, "Fiscal Policy in Good Times and Bad," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114 (November), pp. 1399–1436.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, Vol. 88 (June), pp. 559–86.
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (unpublished).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2008a, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2008b, "Banking Crises: An Equal Opportunity Menace," NBER Working Paper No. 14587 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2009, "The Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper No. 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Romer, Christina D., 1990, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No. 3, pp. 597–624.
- , 1993, "The Nation in Depression," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, pp. 19–39.
- , 1999, "Changes in Business Cycles: Evidence and Explanations," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 2, pp. 23–44.

# كيف تؤدي الروابط إلى إنكفاء الحريق: انتقال الضغط المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الصاعدة

وتصاعدت فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية بسبب المخاوف بشأن تناقص التدفقات الرأسمالية الداخلة وإمكانية الحفاظ على المراكز الخارجية، لا سيما في أوروبا الصاعدة وأمريكا اللاتينية. وإضافة إلى ذلك، تضررت أسواق الأسهم كثيرا من جراء تدهور الآفاق الاقتصادية.

ويشير الانسحاب المكثف من صناديق الاستثمار في الأسهم وصناديق الديون لدى الاقتصادات الصاعدة إلى بدء انسحاب المستثمرين في الأسواق الناضجة من الاقتصادات الصاعدة في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ تقريبا (الشكل البياني ٤-٢، اللوحة العليا). وهناك مقياس أعم عالي التواتر لتدفقات رؤوس الأموال الخاصة يتمثل في البيانات الصادرة حول السندات والأسهم والقروض التي تؤكد التباطؤ الملحوظ في التمويل أثناء الربع الثالث والربع الرابع من عام ٢٠٠٨ (اللوحة الوسطى). وقد تأثر المقترضون في أوروبا وآسيا الصاعدتين تأثرا بالغا. وفي نفس الوقت انخفض الإقراض المصرفي: فتقلصت الالتزامات بنسبة تتراوح بين ١٠٪ و ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للبلدان المتلقية في أواخر شهر سبتمبر، مقارنة بمستوى الذروة الذي بلغته في أواخر عام ٢٠٠٧ (اللوحة السفلى).<sup>١</sup>

وقد كان للتباطؤ المبالغت («التوقفات المفاجئة») في تدفقات رؤوس الأموال الداخلة عادة تبعات مريرة على النشاط في الاقتصادات الصاعدة. وفي حقيقة الأمر، شهد الإنتاج الصناعي بالفعل تراجعا سريعا خلال الأشهر القليلة الأخيرة من عام ٢٠٠٨. وتبين آخر القراءات في شهر فبراير ٢٠٠٩ إلى أن أوروبا الصاعدة سجلت أشد مستويات التراجع - بلغ معدل التقلص السنوي ١٧,٦٪ - تعبيرا عن ضعف طلب الاقتصادات المتقدمة على الواردات بسبب الضائقة الائتمانية. ونضبت تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الداخلة لفترة طويلة من الوقت خلال الأزمات الكبيرة المشابهة في الأسواق الصاعدة — خاصة أزمة الديون في أمريكا اللاتينية والأزمة الآسيوية في ١٩٩٧-١٩٩٨، وتعافى الناتج ببطء إلى المستويات التي كانت

يبعث هذا الفصل في كيفية انتقال الضغط المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الصاعدة على خلفية وقوع أكبر أزمة مالية منذ «الكساد الكبير». وتفرض الأزمات التي تصيب الاقتصادات المتقدمة إلى حدوث أثر كبير مشترك يلحق بالقطاعات المصرفية، وأسواق الأسهم، وأسواق النقد الأجنبي في الاقتصادات الصاعدة. وهناك أيضا أثر قطري كبير الحجم يبدو أنه تعاضم بفعل كثافة الروابط المالية. وفي معظم الأحوال العادية، يمكن أن يؤدي الحد من مكامن الضعف في البلدان المنفردة، مثل عجز الحساب الجاري والمالية العامة، إلى خفض مستوى الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة، ولكن هذه التحسينات لا تحصن من انتقال صدمة مالية كبيرة من الاقتصادات المتقدمة إلا بقدر يسير. وبالنظر إلى الأزمات المصرفية الراهنة في الاقتصادات المتقدمة، فإن تراجع التدفقات المصرفية إلى الاقتصادات الصاعدة يمكن أن يكون كبيرا وطويل الأمد. وثمة حاجة إلى صدور ردود أفعال منسقة على صعيد السياسات تدعو إليها الآثار الانتشارية والتداعيات السلبية الكبيرة الناجمة عن ذلك والتي تواجه الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على السواء.

وقد تحول اندلاع الاضطرابات المالية في سوق القروض العقارية منخفضة الجودة في الولايات المتحدة عام ٢٠٠٧ تحولا كاملا إلى أزمة مالية عالمية مكتملة الملامح. وفي واقع الأمر، أدى اشتداد الأزمة بصورة غير عادية منذ انهيار بنك «ليمان براذرز» في سبتمبر ٢٠٠٨ إلى ظهور شبح الوقوع مرة أخرى في «الكساد الكبير». وبعد انقضاء فترة أولية من الصمود، وصلت الاضطرابات إلى الاقتصادات الصاعدة. وفي الربع الرابع من عام ٢٠٠٨، شهد العديد من الاقتصادات الصاعدة ضغوطا هائلة في أسواق الصرف الأجنبي، والأسهم، والديون السيادية لديها (الشكل البياني ٤-١). وخضعت أسعار الصرف لضغوط في جميع المناطق مما أدى إلى مزيج من انخفاض الاحتياطيات الأجنبية ونضوبها.

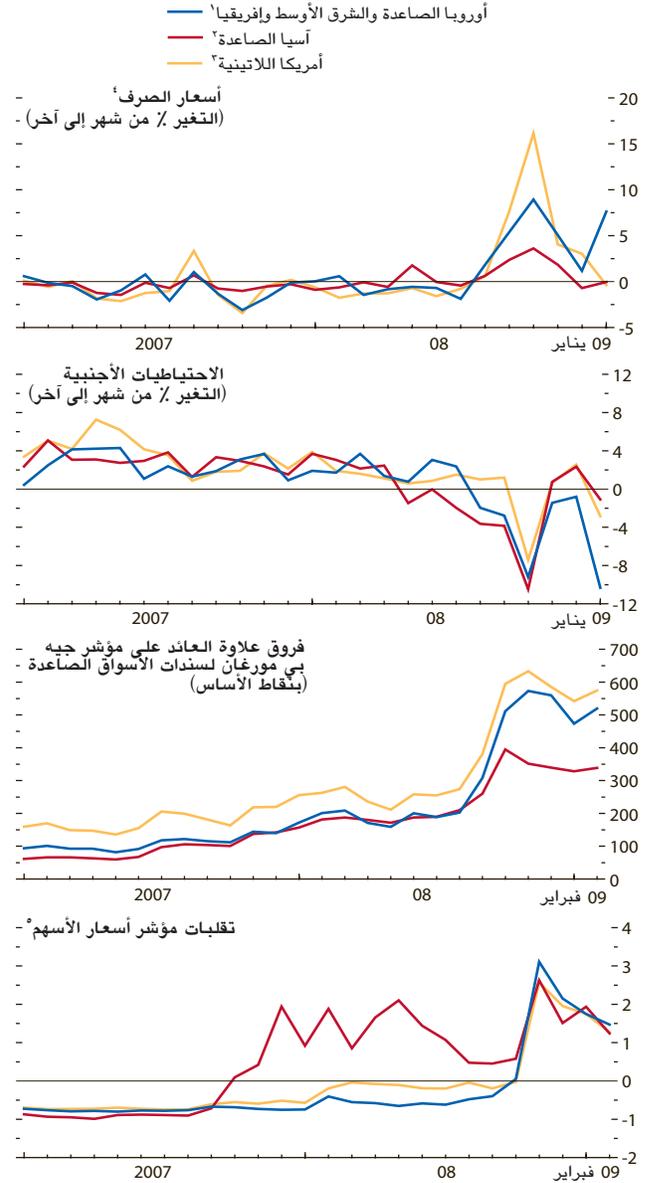
ملحوظة: المؤلفون الرئيسيون لهذا الفصل هم ستيفان دانتغر ورافي بالاكريشنان وسليم إلكداغ وإيرينا تايتل. وقد قدمت منزى تشين دعما استشاريا، وساعد في الجانب البحثي كلا من ستيفاني دنيس ومراد

<sup>١</sup> جاء الانخفاض مدفوعا جزئيا بارتفاع أسعار الصرف مقابل الدولار الأمريكي خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨.

### الشكل البياني ٤-١: مؤشر الضَّغط المالي في الاقتصادات الصاعدة

(متوسط مرجح بتعديل القوى الشرائية)

بدأ الاضطراب المالي يؤثر بشدة على الاقتصادات الصاعدة في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، مما أدى إلى انخفاض أسعار الصرف، وفقدان الاحتياطيات، وارتفاع حاد في فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية، وتضاعف التقلبات في أسواق الأسهم.



المصادر: مؤسسة Datastream؛ وتقرير «الإحصاءات المالية الدولية» الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> أوروبا الصاعدة والشرق الأوسط وإفريقيا: الجمهورية التشيكية ومصر وهنغاريا وإسرائيل والمغرب وبولندا ورومانيا وروسيا والجمهورية السلوفاكية وسلوفينيا وجنوب إفريقيا وتركيا.  
<sup>٢</sup> آسيا الصاعدة: الصين والهند وإندونيسيا وكوريا وماليزيا وباكستان والفلبين وسري لانكا وتايلند.  
<sup>٣</sup> أمريكا اللاتينية: الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو.  
<sup>٤</sup> سعر الصرف هو سعر الاسمي الثنائي للعملة الوطنية مقابل العملة المستخدمة كركيزة.  
<sup>٥</sup> التقلبات بعد تحييد أثر الوسط الحسابي لعائدات الأسهم الشهرية مُقدَّرة باستخدام النموذج المعمم للانحدار الذاتي الشرطي غير متجانس التباين (GARCH (1.1)).

سائدة قبل الأزمة (الشكل البياني ٤-٣). ورغم أن الدافع الرئيسي وراء هاتين الأزميتين لم يكن هو انتشار الضَّغط المالي في الاقتصادات المتقدمة — وهو ما سنتناوله فيما بعد بمزيد من التفصيل — فقد تداخلت الأزميتان مع التوترات الحادة في القطاع المصرفي للولايات المتحدة واليابان.

وبالنظر إلى انعكاسات الضَّغط المالي الكبيرة والمحتملة على الاقتصاد الحقيقي ومع أخذ الأزمة الراهنة في الاعتبار، يُجري هذا الفصل تقييما لانتقال الضَّغط المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات الصاعدة، كما يتناول التساؤلات التالية:

- ما مدى حدة المستوى الحالي للضَّغط المالي في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة مقارنة بالنوبات السابقة؟
- ما مدى قوة الرابط بين الضَّغط في الاقتصادات المتقدمة والضَّغط في الاقتصادات الصاعدة، وكيف تؤثر الروابط المالية على انتقال الضَّغط؟ وما هو بصفة خاصة تأثير الضغوط المصرفية في الاقتصادات المتقدمة على الاقتصادات الصاعدة؟
- ما الذي يجعل الاقتصادات الصاعدة أكثر عرضة للضَّغط، وهل هي قادرة على حماية ذاتها من انتقال الضَّغط إبان تعرض الاقتصادات المتقدمة لأزمة مالية كبرى؟

وللإجابة على هذه الأسئلة، يُحلل هذا الفصل نوبات الضَّغط المالي منذ مطلع ثمانينات القرن الماضي في ١٨ اقتصادا صاعدا. ويستخدم مؤشرا للضَّغط المالي اعتمادا على مؤشر استُحدث للاقتصادات المتقدمة في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير «أفاق الاقتصاد العالمي»، بهدف دراسة انتقال الضَّغط من الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات الصاعدة. ويميز هذا الفصل بين الآثار المشتركة والآثار القطرية، فتعتمد الآثار القطرية على روابط محددة ومكان ضعف منفردة مثل عجز الحساب الجاري وعجز الميزانية.<sup>٢</sup>

وفيما يلي النتائج الرئيسية التي خلص إليها هذا الفصل:

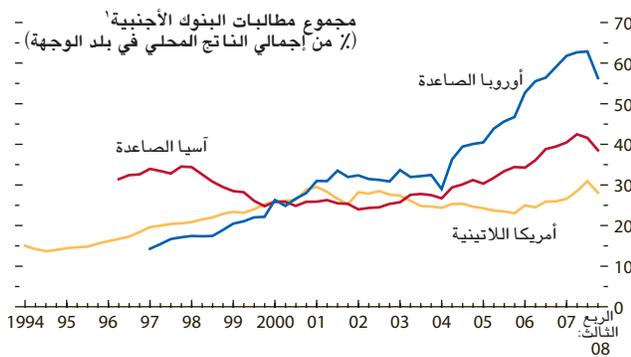
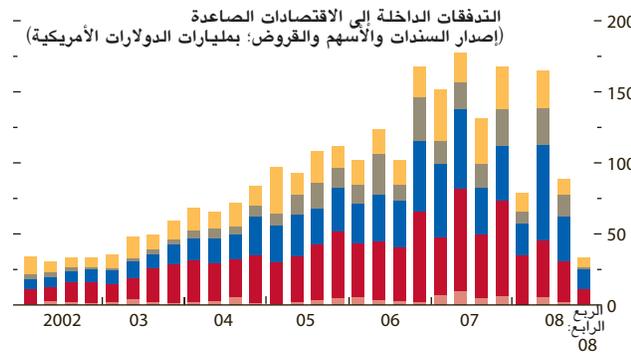
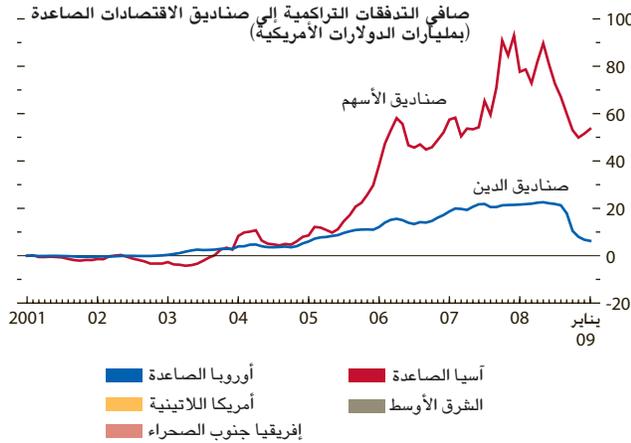
- تتسم الأزمة الراهنة في الاقتصادات المتقدمة بأنها أشد حدة من أي أزمة وقعت منذ عام ١٩٨٠، ويؤثر ذلك على كل شرائح النظام المالي في كل المناطق الرئيسية. وفي الاقتصادات الصاعدة، بلغ الضَّغط المالي في الوقت الراهن بالفعل مستويات الذروة التي شهدتها أثناء الأزمة الآسيوية في ١٩٩٧-١٩٩٨.

<sup>٢</sup> لا يتناول هذا الفصل صراحة تأثير ضَّغط الاقتصادات المتقدمة على التمويل التجاري.

## الفصل ٤ كيف تؤدي الروابط إلى إذكاء الحريق

### الشكل البياني ٤-٢: التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة

تبين المؤشرات عالية التواتر نزوب التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة تنعكس في انخفاض إصدارات الديون والأسهم والقروض. وبدأ انكماش الإقراض المصرفي من الاقتصادات المتقدمة في نفس الوقت تقريبا، ولكن المؤشرات لم ترصد حتى الآن التطورات التي شهدتها الربع الرابع من عام ٢٠٠٨.



المصادر: مؤسسة Bloomberg Financial Markets: والموقع الإلكتروني EmergingPortfolio.com: وبنك التسويات الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. أمريكا اللاتينية تشمل الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو وفنزويلا. وأوروبا الصاعدة تشمل بلغاريا وجمهورية التشيك وأستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا ورومانيا وروسيا والجمهورية السلوفاكية وسلوفينيا وتركيا. وآسيا الصاعدة تشمل الصين والهند وإندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية وتايلند.

- هناك رابط قوي بين الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة، وتميل الأزمات إلى التزامن في كليهما. وبالتالي، فإن التأثير الكبير المشترك للأزمة الراهنة، عبر جميع مناطق الاقتصادات الصاعدة، هو تأثير غير متوقع.
- ينتقل الضغط بصورة أقوى إلى الاقتصادات الصاعدة التي ترتبط بروابط مالية أوثق مع الاقتصادات المتقدمة. ويبدو أن علاقات الإقراض المصرفي قد اكتسبت أهمية خاصة في الأزمة الراهنة.
- يشير المستوى الحالي للضغط في الاقتصادات المتقدمة ورسوخه في الأزمات المصرفية النظامية إلى أن التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة سوف تعاني من تراجع كبير وسوف تتعافى ببطء، لا سيما التدفقات المرتبطة بالقطاع المصرفي.
- إن الاقتصادات الصاعدة محصنة إلى حد ما من الضغط المالي بفضل انخفاض عجز الحساب الجاري والمالية العامة وارتفاع الاحتياطيات الأجنبية أثناء فترات الهدوء في الاقتصادات المتقدمة. ومع هذا، فليس في وسعها الحيلولة دون انتقال الضغط المالي أثناء فترات انتشاره في الاقتصادات المتقدمة وإن كان في استطاعتها الحد من انعكاسات الضغط المالي على الاقتصاد الحقيقي (على سبيل المثال، يمكن استخدام الاحتياطيات كهوامش وقاية من آثار تراجع التدفقات الرأسمالية الداخلة). وإضافة إلى ذلك، فمتى انحسر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة، يمكن لانخفاض مستويات العجز في الحساب الجاري والمالية العامة أن يسهم في استعادة الاستقرار المالي والتدفقات الرأسمالية الأجنبية الداخلة.
- ورغم أن هذا الفصل لا يجري دراسة مباشرة عن فعالية السياسات المختلفة في تخفيف تأثير الضغط المالي على الاقتصاد الحقيقي، فمن الواضح أنه سيتعين على السياسات المعنية التركيز في ظل الظروف الحالية على تجنب زيادة تصاعد الضغط في الاقتصادات الصاعدة. ولن يؤدي ذلك إلى الحد من التأثير على الاقتصاد الحقيقي في هذه البلدان فحسب، ولكنه سيحول أيضا دون خفض نسب الرفع المالي على المستوى العالمي مرة أخرى في أعقاب الأضرار التي تلحق بالميزانيات العمومية للمقرضين في الأسواق الناضجة.
- وفي ضوء انتقال التداعيات عبر البلدان، هناك مبرر قوي لاتباع منهج من السياسات المنسقة. ويتعين على

الاقتصادات المتقدمة مواصلة الجهود تحقيقا لاستقرار نظمها المالية، ليس لمنفعتها الخاصة فحسب، وإنما أيضا للمساعدة على تقليص الضغط في الأسواق الصاعدة. وعلاوة على ذلك، فإن زيادة فرص الحصول رسميا على تمويل خارجي من شأنه أن يساعد الاقتصادات الصاعدة في تجنب مزيد من الهبوط الحاد أو تلافي أزمات العملة. وتشمل الأمثلة على ذلك خطوط تبادل النقد الأجنبي التي فتحتها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي مع الاقتصادات الصاعدة المختلفة. ويمكن توسيع نطاق هذه المبادرات، كما يمكنها أن تكمل المساندة المالية من المؤسسات المالية الدولية، بما في ذلك صندوق النقد الدولي.

ومن منظور أطول أجلا، يمثل الاندماج المالي جزءا أساسيا في ازدهار الاقتصاد العالمي. وبينما يؤدي تنامي الروابط المالية إلى زيادة انتقال الضغط، يتعين تعزيز التأمين متعدد الأطراف ضد الصدمات المالية الخارجية، خاصة إلى البلدان التي تتمتع بحكم جيد والتي فتحت اقتصاداتها أمام بقية العالم.

وينقسم الجزء المتبقي من هذا الفصل على النحو التالي: يناقش القسم التالي مقياس الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة واتجاهاته في الآونة الأخيرة. ثم يتناول كيفية تطويع هذا المقياس لبناء مقياس للضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة، ويوثق الاتجاهات المهمة في المؤشر عبر المناطق المختلفة. ويناقش القسم الذي يليه العلاقة بين المؤشرين ولماذا نتوقع وجود رابط بينهما. ويقدم الفصل بعد ذلك تحليلا شاملا لانتقال الضغط عن طريق إجراء تحليل اقتصاد قياسي للعوامل الدافعة للضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة — مع التركيز على تطورات العقد الماضي — ومن خلال دراسة تأثير الأزمات المصرفية النظامية السابقة في الاقتصادات المتقدمة على الاقتصادات الصاعدة. ويتناول قسم الاستنتاجات ما يمكن توقعه من الأزمة الراهنة وأي السياسات التي يمكن تطبيقها لتخفيف الأثر على الاقتصادات الصاعدة.

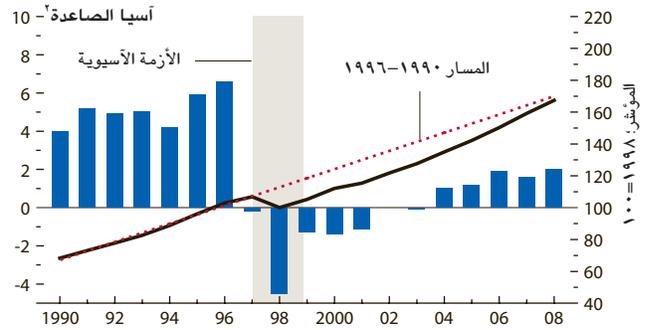
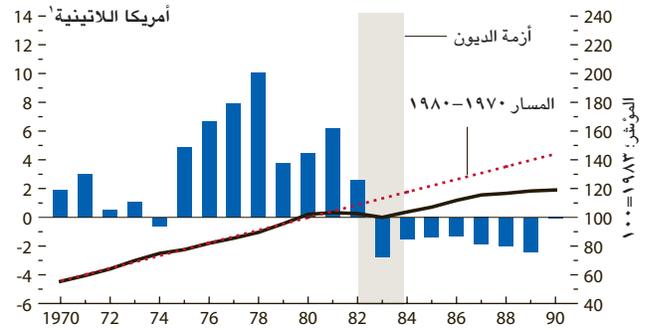
### قياس الضغط المالي

إن الخطوة أولى في قياس تأثير الأزمة المالية الحالية على الاقتصادات الصاعدة هي القياس الكمي لكثافة الضغط المالي ونطاقه في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة.

### الشكل البياني ٤-٣: التوقعات المفاجئة والأنشطة (متوسط مرجح بتعديل القوى الشرائية)

كان انتشار الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة يعقبه تراجع التدفقات الرأسمالية الداخلة—غالبا ما تتوقف فجأة على نحو مباغت—وانخفاض النمو. وفي أعقاب ذلك، لم تكن التدفقات الرأسمالية الداخلة تتعافى لفترة طويلة.

صافي التدفقات ما عدا التمويل الاستثنائي: % من إجمالي الناتج المحلي (المقياس الأيسر) — مؤشر الناتج الحقيقي (المقياس الأيمن) — الاتجاه العام للناتج (المقياس الأيمن)



المصادر: إحصاءات ميزان المدفوعات، الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

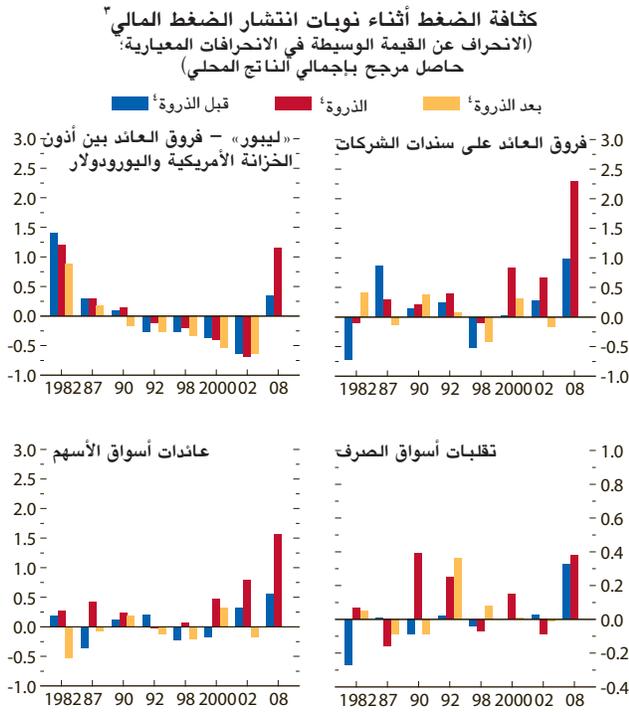
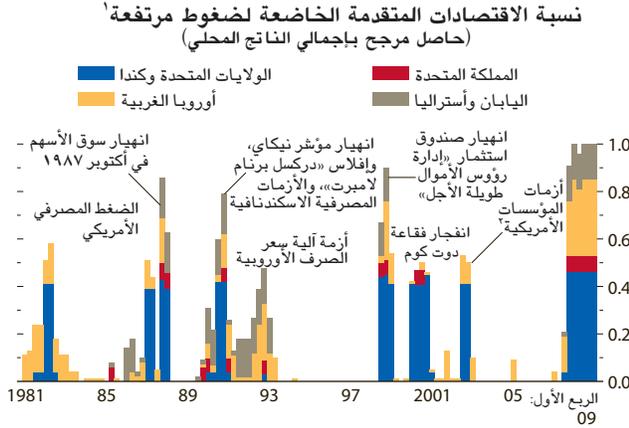
<sup>١</sup> تشمل الأرجنتين وبوليفيا والبرازيل وشيلي وكولومبيا والجمهورية الدومينيكية وإكوادور والسلفادور وجامايكا والمكسيك وباراغواي وبيرو وأوروغواي وفنزويلا.

<sup>٢</sup> تشمل إندونيسيا وكوريا وماليزيا وباكستان والفلبين وسري لانكا وتايلاند وفيت نام.

## قياس الضغط المالي

### الشكل البياني ٤-٤: الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة

يتمس الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة بأنه أكثر انتشارا عبر البلدان وقطاعات النظام المالي في الوقت الراهن مقارنة بنوبات الضغط السابقة.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ يُعرّف الضغط المرتفع بأنه الفترة التي يكون فيها مستوى مؤشر الضغوط أعلى بمقدار انحراف معياري واحد من اتجاهه العام.  
٢ مؤسسات WorldCom، وإنرون، وأرثر أندرسن.  
٣ يُعرّف انتشار الضغط بأنه الفترات التي كان فيها ٥٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات المتقدمة يعاني من ضغوط مرتفعة. وتم تحديد ما مجموعه سبع نوبات وحددت تاريخ للضغط عند مستوى الذروة في ١٩٨٢ و ١٩٨٧ و ١٩٩٠ و ١٩٩٢ و ١٩٩٨ و ٢٠٠٠ و ٢٠٠٢ و ٢٠٠٨. راجع الجدول ١-٤ للاطلاع على الوصف.  
٤ متوسطات غير متداخلة لثلاثة أرباع السنة للفترات السابقة على الضغط عند مستوى الذروة لفترات المحيطة به واللاحقة له. ويُفترض أن تكون فترة الذروة في نوبة عام ٢٠٠٨ هي الربع الرابع.

### ما مدى ارتفاع الضغط في الاقتصادات المتقدمة؟

استحدث عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير «آفاق الاقتصاد العالمي» مؤشر الضغط المالي الشهري الذي يقوم على السوق للاقتصادات المتقدمة (AE-FSI). وتم حساب المؤشر ليغطي ١٧ اقتصادا، وشمل بذلك نحو ٨٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات المتقدمة منذ عام ١٩٨١، ويشتمل المؤشر على سبعة مؤشرات فرعية مرتبطة بالقطاعات المصرفية، وأسواق الأوراق المالية، وتقلبات أسعار الصرف.<sup>٤</sup>

ويتبين من تحديث المؤشر في فبراير ٢٠٠٩ مدى اتساع الأزمة الحالية وكثافتها على نحو غير مسبق. ومنذ الربع الأول من عام ٢٠٠٨، شهدت كل الاقتصادات المتقدمة تقريبا ضغطا يتصف بأنه غير مخفف ومرتفع بصورة استثنائية (الشكل البياني ٤-٤، اللوحة العليا).<sup>٥</sup> وتسمح بعض المقارنات التاريخية بروية الموقف من منظور سليم، فقد أثر ارتفاع الضغط في سبع نوبات سابقة على ٥٠٪ على الأقل من الاقتصادات المتقدمة، مرجحا بإجمالي الناتج المحلي (الجدول ٤-١). وباستثناء واحدة من هذه النوبات (أزمة آلية سعر الصرف الأوروبية (ERM)) فقد شملت جميعا الولايات المتحدة. واقترن العديد من أحداث الضغوط المرتفعة باهتزازات حادة في القطاع المصرفي (مثل أزمة الديون في أمريكا اللاتينية في مطلع ثمانينات القرن الماضي والأزمات المصرفية اليابانية والاسكندنافية في التسعينات). وبالنظر إلى الأهمية المحتملة لهذه النوبات في فهم الأزمة الراهنة، فإنها تخضع لدراسة حالة في قسم لاحق من هذا الفصل. وكانت نوبات الضغط التي شهدتها الاقتصادات المتقدمة في فترات أقرب تميل إلى الارتباط على نحو وثيق بأسواق الأوراق المالية (مثل أزمات أسواق الأسهم في الأعوام

<sup>٣</sup> عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من «تقرير آفاق الاقتصاد العالمي» الفصل الرابع، «الضغط المالي وهبوط النشاط الاقتصادي».

<sup>٤</sup> مؤشر الضغوط المالية لكل اقتصاد من الاقتصادات المتقدمة هو متوسط مرجح للمؤشرات التالية: ثلاثة متغيرات ذات صلة بالقطاعات المصرفية (تقلب أسعار الأسهم في القطاع المصرفي، والفروق بين أسعار الفائدة المتداولة بين البنوك والعاقد على أذون الخزانة، وميل منحني العائد؛ وثلاثة متغيرات مرتبطة بأسواق الأوراق المالية (فروق أسعار الفائدة على سندات الشركات، وعائدات أسواق الأسهم، ودرجة تقلب عائدات الأسهم)؛ وتقلب أسعار الصرف. للاطلاع على مزيد من التفاصيل راجع دراسة Cardarelli, Elekdag, and Lall (قيد الإصدار).  
<sup>٥</sup> تبين اللوحة العليا أحداث الضغط المرتفع فقط، وهي تعرف كفترات الضغط المالي التي يكون مستوى الضغط المقيس فيها أعلى بانحراف معياري واحد من مستوى الاتجاه العام لمرشح هودريك-بريسكوت.

الجدول ٤-١: نوبات انتشار الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة<sup>١</sup>

١٩٨٢	ضغط القطاع المصرفي الأمريكي	
شهد عدد من البنوك الأمريكية الكبرى ضغوطاً في أعقاب توقف أمريكا اللاتينية عن سداد الديون السيادية. وأثناء سبعينات القرن الماضي، تزايد انكشاف أكبر البنوك الأمريكية أمام أمريكا اللاتينية من خلال القروض المصرفية المجمعة للمقترضين السياديين. وبنهاية عام ١٩٧٨، بلغت هذه القروض أكثر من ضعف مقدار رؤوس أموال واحتياطيات البنوك الرئيسية. وقد أضر ارتفاع أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة، وهبوط النشاط الاقتصادي العالمي وما صاحبه من انهيار في أسعار السلع الأولية، في الاقتصادات الصاعدة بصورة حادة وبدورها في البنوك الأمريكية. وأعلنت المكسيك تأجيل مدفوعات خدمة الدين. وتوقفت جميع بلدان أمريكا اللاتينية عن سداد الديون باستثناء شيلي وكولومبيا وكوستاريكا. وبدأت أزمة المدخرات والقروض الأمريكية في نفس الوقت تقريبا، رغم عدم ارتباطها إلى حد كبير بأزمة الديون في أمريكا اللاتينية.	كندا الولايات المتحدة بلجيكا إيطاليا فرنسا هولندا ألمانيا	
	١٩٨٧	انهيار سوق الأسهم الأمريكي
	سجل انهيار سوق الأسهم الأمريكي في أكتوبر ١٩٨٧ أكبر انخفاض في يوم واحد في قيم أسواق الأسهم. وتراجع متوسط مؤشر داو جونز الصناعي بواقع ٢٣٪. وطالت التداعيات تقريبا جميع أسواق الأسهم في الاقتصادات المتقدمة. وأعلنت البرازيل تأجيل مدفوعات خدمة الدين. وفي ذات الوقت تقريبا، تم توقيع اتفاق اللوفر، وذلك في أعقاب تدهور قيمة الدولار الأمريكي إلى مستويات لم يسبق لها مثيل (انخفض بنسبة ٥٠٪ من أعلى مستوياته في عام ١٩٨٥).	كندا الولايات المتحدة بلجيكا إسبانيا ألمانيا السويد هولندا سويسرا النرويج المملكة المتحدة أستراليا اليابان
		١٩٩٠
انهيار سوق السندات الرديئة في الولايات المتحدة، كما انهيار مؤشر نيكاي لأسواق الأسهم في طوكيو، إذ انخفض بمقدار ٥٠٪. وكانت هناك مصادر أخرى للضغط المالي. وبلغ استمرار خطط إنقاذ المدخرات ومؤسسات الإقراض الأمريكية ١٥٠ مليار دولار. وأعلنت مؤسسة «دركسل برنام لامبرت» إفلاسها— وهي خامس أكبر بنوك الاستثمار الأمريكية في ذلك الوقت. وتضررت الأرجنتين والبرازيل وهنغاريا ورومانيا من أزمات النظام المصرفي.		كندا الولايات المتحدة النمسا هولندا بلجيكا سويسرا ألمانيا المملكة المتحدة أستراليا اليابان
		١٩٩٢
	انهارت آلية سعر الصرف الأوروبي وانفجرت فقاعة أسعار الأصول اليابانية. وعلاوة على ذلك، أدى اندلاع حرب الخليج الأولى إلى زعزعة أسواق الأسهم والسلع الأولية. وفي نفس الوقت تقريبا تضررت فنلندا والنرويج والسويد من الأزمات المصرفية الاسكندنافية. وحدثت أزمة مصرفية نظامية في الهند (١٩٩٣) واتخذت ترتيبات لإعادة هيكلة الديون في الأرجنتين ومصر والأردن وباراغواي والفلبين وبولندا وجنوب إفريقيا.	كندا النمسا الدانمرك إسبانيا فنلندا السويد ألمانيا إيطاليا اليابان
		١٩٩٨
أدى انهيار صندوق التحوط الأمريكي «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل» (LTCM) إلى زعزعة أسواق الأسهم. وحتى وإن كان هذا الانهيار مسبوقاً بتوقف روسيا عن سداد الديون، فقد شهد الصندوق مشكلات مالية قبل ذلك الحد. وفي مايو ويونيو عام ١٩٩٨، سجل صندوق «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل» خسائر بلغت ٦,٤٪ و ١٠,١٪، فانخفض رأسماله بمقدار ٤٦١ مليون دولار. وأدى ظهور طلبات تغطية حساب الهامش وتمويل صناديق التحوط بالديون إلى إنكفاء عمليات البيع المكثف في كثير من فئات الأصول المقترنة بالمخاطر، بما في ذلك أدوات الأسواق الصاعدة. وارتفع الضغط المالي ارتفاعاً شديداً في المكسيك، وعانت البرازيل من أزمة عملة بلغت ذروتها بانخفاض سعر الصرف الحقيقي بنسبة ٧٠٪ اعتباراً من يناير ١٩٩٩.		كندا النمسا الدانمرك إسبانيا فرنسا سويسرا ألمانيا المملكة المتحدة هولندا اليابان
		٢٠٠٠
	بدأ التراجع الكبير في مؤشر ستاندرد أند بورز لأسواق الأسهم في الولايات المتحدة اعتباراً من أغسطس عام ٢٠٠٠ بقيادة قطاع التكنولوجيا. وأعيدت هيكلة الديون في إكوادور وروسيا بينما شهدت تركيا أزمة مصرفية نظامية.	كندا الولايات المتحدة فنلندا المملكة المتحدة هولندا
		٢٠٠٢
أدت الغضائخ إلى إثارة الفوضى عبر الأسواق المالية العالمية. وبدأ الاضطرابات بانهيار مؤسسة آرثر أندرسن (وكانت حينئذ إحدى شركات المحاسبة الدولية «الخمس الكبرى»)، والتي أدينت في ١٥ يونيو ٢٠٠٢ بعرقلة سير العدالة واقترب ذلك بفضيحة إنرون. وأعلنت الشركة إفلاسها في ٢١ يوليو ٢٠٠٢ — وهي أكبر المؤسسات في تاريخ الولايات المتحدة في ذلك الوقت. وشهدت الأرجنتين واحدة من أكثر الأزمات حدة في الأسواق الصاعدة، والتي تخلت عن مجلس العملة الذي استمر لديها لمدة عشر سنوات.	كندا الولايات المتحدة بلجيكا هولندا ألمانيا	

المصدر: صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> يعرف انتشار الضغط المالي بأنه الفترات التي يشهد فيها إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات المتقدمة ضغطاً مالياً مرتفعاً يبلغ ٥٠٪ على الأقل مقياساً بمؤشر للضغوط يتجاوز انحراف معياري واحد أعلى من اتجاهه العام.

شمولا للضغط المالي الذي يعزى مبدئيا إلى أسواق الأوراق المالية، لا سيما تلك النوبات التي شملت اقتصادات صاعدة متعددة.

وتوفر هذه الدراسات السابقة قاعدة بيانات غنية لنوبات الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة، ولكنها ليست ملائمة تماما لأغراض هذا الفصل لسببين. أولهما، إن الاقتصاد القياسي غالبا ما يستخدم المتغيرات الثنائية من صفر- واحد صحيح أي إما «لا أزمة» أو «أزمة». ولا توفر هذه المتغيرات مقياسا لمدى كثافة الضغط ولا تدرك غموض الأحداث «التي أمكن تجنبها» (near-miss).<sup>٦</sup> وثانيها، إن أكثر قواعد البيانات شمولا تركز على أزمات المصارف والعملة والديون، وتولي اهتماما ضئيلا لضغوط أسواق الأوراق المالية. ومع زيادة تشابك القطاعات المصرفية وأسواق الأوراق المالية، فمن الضرورة بمكان إجراء تحليل للنظام المالي برمته في أن واحد.

واستكمالا للمؤشرات المستخدمة في الدراسات الاقتصادية، يحدد هذا الفصل نوبات الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة باستخدام متغير مركب—هو «مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة» (EM-FSI). وهو أول مقياس من نوعه يوفر بيانات عالية التواتر قابلة للمقارنة عن الاقتصادات الصاعدة. ويستند المؤشر إلى المنهجيات المستخدمة في إنشاء مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة (AE-FSI). ومن أهم تنقيحات مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة إدراج مقياس لضغوط أسواق الصرف الأجنبي، وهي مصدر أكثر شيوعا للضغوط في الاقتصادات الصاعدة مقارنة بالاقتصادات المتقدمة.<sup>٧،٨</sup>

(دراسة Reinhart and Rogoff, 2008). وغالبا ما تعاني البلدان من اقتران الائنتين—أزمة توأم“ (دراسة Kaminsky and Reinhart, 1999)، الذي ربما يصاحبه انتقال للعدوى (دراسة Kannan and Köhler-Geib, قيد الإصدار).

<sup>٨</sup> لا تتحول بعض النوبات في طبيعتها إلى أزمات مكتملة الملامح أو قد تؤثر تأثيرا بسيطا على الاقتصاد الكلي. وتشمل الأمثلة على ذلك موجة البيع المكثف التي اجتاحت الأسواق الصاعدة في يونيو ٢٠٠٦. ورغم ضآلة انعكاساتها الاقتصادية الكلية، فقد أدت إلى زيادة تقلبات أسعار الأصول في البلدان التي سجلت عجزا كبيرا في الحساب الجاري.

ربما كان نضوب الاحتياطيات مؤشرا على ضغوط أسواق النقد الأجنبي رغم ما يبدو من استقرار أسعار الصرف. وتبين دراسة Calvo (2002) and Reinhart أن كثيرا من الاقتصادات الصاعدة التي تعتمد نظم أسعار الصرف المرنة رسميا لا تسمح في أغلب الأحوال إلا بأقل قدر من حركة سعر الصرف—فرضية “الخوف من التعويم“.

<sup>٩</sup> يتمثل أحد المحاذير لدى تفسير مكون ضغوط أسواق النقد الأجنبي في أن تأثير الضغط في هذا المكون يتوقف على درجة الدورية وعدم التوافق بين قيم العملة في الميزانيات العمومية للقطاعين العام والخاص على المستوى المحلي. وبصفة خاصة، ربما يتأثر الاقتصاد الحقيقي للبلدان التي تسجل في ميزانياتها العمومية التزامات مرتفعة نسبيا بالعملة الأجنبية بشكل أكبر من خلال تأثير انخفاض سعر الصرف إلى مستوى معين على الميزانية العمومية.

١٩٩٨ و٢٠٠٠ و٢٠٠٢).<sup>٦</sup> وتؤثر الأزمة الراهنة على كل الشرائح المالية في كل المناطق الرئيسية على نحو ينذر بسوء، وقد أظهرت بالفعل استمرارا غير عاديا.

ويتأكد انتشار الأزمة من خلال تحليل مكونات مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة. وتعد اللوحات الأربعة السفلى في الشكل البياني ٤-٤ مقارنة بين مؤشرات مختارة عن الفترة السابقة على بلوغ مستوى الذروة، وأثنائها، والفترة اللاحقة لها في نوبات ضغط متنوعة. وبلغت الضغوط المصرفية في عام ٢٠٠٨ مستويات لم تصل إليها قط من قبل إلا عندما بلغت ضغوط القطاع المصرفي الأمريكي مستوى الذروة عام ١٩٨٢ — مقيسة بالانحراف عن الاتجاه العام لفرق العائد بين أذون الخزانة الأمريكية واليوروبودولار. ومع ذلك، كانت أسواق الأوراق المالية تعمل خلال تلك السنة على نحو منتظم، بينما تعاني في النوبة الراهنة من اهتزازات كبيرة. وبلغت فروق أسعار الفائدة على سندات الشركات في الأونة الأخيرة مستويات غير مسبوقه مما يعكس الارتباط الوثيق بين القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية. وكان حجم انهيار أسواق الأسهم أكبر مقارنة بما وقع أثناء انفجار فقاعة دوت كوم عام ٢٠٠٠ وانهيار المؤسسات عام ٢٠٠٢ (الذي شمل شركات WorldCom، وإنرون، وأرثر أندرسون). وأخيرا، أدت الاختلالات المتزايدة وأوجه عدم اليقين التي تكتنف أسواق رأس المال الدولية إلى زيادة التقلبات في أسواق النقد الأجنبي فبلغت المستويات التي شهدتها أثناء انهيار مؤشر نيكاي/السندات الرديئة عام ١٩٩٠ وأزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية عام ١٩٩٢.

### قياس الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة

عدد كبير من الدراسات الاقتصادية إلى تحديد أزمات العملة والمصارف والديون في الأسواق الصاعدة والوقوف على العوامل المحددة لوقوعها. واعتمدت الدراسات الأكاديمية كثيرا على السرد التاريخي للأزمات المصرفية النظامية المعروفة، حينما تآكل رأس المال المصرفي واضطرب الإقراض، وكان تدخل القطاع العام مطلوباً (للاطلاع على مسح شامل راجع دراسة Laeven and Valencia, 2008).<sup>٧</sup> ومع ذلك، أجري فحص أقل

<sup>٦</sup> نظرا لتغطية البيانات على نحو أفضل بالنسبة لأحداث الضغوط التي وقعت في تواريخ أقرب، يستخدم الاقتصاد القياسي فيما بعد لاستكشاف تأثيرها على نقل الضغوط إلى الاقتصادات الصاعدة.

<sup>٧</sup> يمكن تكميل سرد الأحداث لتحديد أزمات العملة باستخدام بيانات عن احتياطيات النقد الأجنبي، وتذبذبات أسعار الصرف، وتقلبات أسعار الفائدة وغيرها (راجع على سبيل المثال دراسة Eichengreen, Rose, and Wyplosz, 1996). وتتسم أزمات الديون السيادية بأنها واضحة نسبيا نظرا للإعلان الرسمي عن التأخر في السداد وتواريخ إعادة الجدولة

### إنشاء مؤشر الضغوط للاقتصادات الصاعدة

توافر بيانات مشابهة عن مجمع كبير بالقدر الكافي من الاقتصادات الصاعدة.<sup>١٢</sup>

ويستند تجميع المؤشرات الفرعية تحت مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة إلى الترتيب على أساس تساوي التباين. وبموجب هذه الطريقة يحتسب كل عنصر كانحراف عن الوسيط ويرجح بمعكوس التباين الخاص به. ويمنح هذا المنهج وزنا ترجيحيا متساويا لكل مؤشر فرعي للضغوط، ويسمح بتفكيك مكونات الضغط بطريقة بسيطة، وهو أيضا أكثر طرق الترتيب شيوعا في الدراسات الاقتصادية.<sup>١٣</sup>

وباستخدام المكونات الوارد وصفها أعلاه، يتم إنشاء مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة (EM-FSI) ليغطي ١٨ اقتصادا صاعدا للفترة بين ١٩٩٧ و ٢٠٠٨ باستخدام البيانات الشهرية.<sup>١٤</sup> وبالإضافة إلى رصد أهم نوبات الضغوط المالية التي مرت بها الاقتصادات الصاعدة، يحقق مؤشر الضغط المالي للأسواق الصاعدة أداء جيدا حين مضاهاته بالدراسات الأكاديمية السابقة.<sup>١٥</sup> ويرد تحليل سردي في قسم لاحق من هذا الفصل يفحص نوبات الضغوط المالية المعروفة قبل عام ١٩٩٧.

تشترك أحداث الضغوط المالية في عنصرين: حدوثها المفاجئ، وشمولها عادة لقطاعات متعددة في النظام المالي للبلد المعني. ويتوقف المستوى الكلي للضغوط التي يمر بها البلد المعني على الأهمية الاقتصادية للقطاع المالي الذي يواجه ضغوطا. وينعكس ذلك على إنشاء مؤشر للضغوط في أمرين: أولا، ينبغي للمؤشر أن يغطي التطورات في مجموعة كبيرة من الأسواق المالية، وثانيا ينبغي أن يأتي تجميع المؤشرات الفرعية تعبيريا عن الأهمية النسبية للقطاعات المالية المختلفة.

واستنادا إلى هذه المبادئ، يحتوي مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة لكل بلد على المؤشرات الخمسة التالية:

- مؤشر لضغوط أسواق النقد الأجنبي (EMPI)، يرتفع مع انخفاض سعر الصرف أو مع تراجع الاحتياطيات الدولية؛<sup>١١</sup>
- فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية في الاقتصادات الصاعدة، حيث يشير ارتفاع فروق أسعار الفائدة إلى تزايد مخاطر التوقف عن السداد؛
- "معامل بيتا للقطاع المصرفي" الذي يستند إلى "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية" (CAPM) المعياري والمحتسب على مدى نطاق زمني متحرك يبلغ ١٢ شهرا. وإذا تجاوز معامل بيتا الواحد الصحيح — مما يشير إلى زيادة حركة الأسهم المصرفية مقارنة بسوق الأوراق المالية الكلية — فإن ذلك يفيد بارتفاع المخاطر نسبيا في القطاع المصرفي وإلى ما يصاحبه من زيادة رجحان وقوع أزمة مصرفية؛
- العائدات على أسعار الأسهم، وتجرى معايرتها حتى يرتبط انخفاض أسعار الأسهم بارتفاع الضغط في السوق؛
- تقلبات عائدات الأسهم المتغيرة بمرور الوقت، حيث يتم رصد تصاعد عدم اليقين من خلال ارتفاع التقلبات. ويمثل غياب مؤشر فرعي لرصد فروق العائد على سندات الشركات أحد أوجه الاختلاف بين مؤشر الضغط المالي للأسواق الصاعدة ومؤشر الضغط في الاقتصادات المتقدمة. وبرغم التطور السريع لهذه الشريحة من أسواق رأس المال في الاقتصادات الصاعدة على مدى السنوات القليلة الماضية، فلا يزال حجمها صغيرا في معظم الاقتصادات الصاعدة. والأهم من ذلك هو عدم

<sup>١٢</sup> لا يغطي هذا المؤشر التغيرات في أسعار الفائدة، حيث إنها يمكن أن تنتج عن تدابير على مستوى السياسات لا صلة لها بالضغط المالي.  
<sup>١٣</sup> رغم أنه كان من المحبذ استخدام الأوزان الترجيحية الاقتصادية، مثل حجم كل قطاع من قطاعات الأسواق المالية، فلم تكن هذه الأوزان متوافرة على أساس مقارن عبر البلدان. ومع هذا يتبين أن أداء الترتيب على أساس تساوي التباين في الإشارة إلى نوبات الضغوط هو أداء جيد يصل إلى مستوى الترتيب القائم على الأساسيات الاقتصادية (دراسة Illing and Liu, 2006). فضلا على ذلك، أشارت اختبارات القوة إلى أن الأوزان المرجحة على أساس تساوي التباين مشابهة تماما للأوزان الترجيحية التي يحددها تحليل أساسي للمكونات في المؤشرات الفرعية للضغوط.  
<sup>١٤</sup> تم إنشاء مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة ليشمل البلدان التي توافرت بياناتها عن جميع المكونات الفرعية. راجع الملحق ٤-١ للاطلاع على قائمة للبلدان.

<sup>١٥</sup> المكونات الفرعية في مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة ترصد الأزمات المحددة في الدراسات الاقتصادية. وعلى غرار ما ورد في هذه الدراسات، تتحدد نوبة الضغوط المالية المرتفعة حينما يسجل مؤشر البلد المعني انحرافا معياريا أعلى من مستوى الوسيط بمقدار ١.٥. راجع الملحق ٤-١ للاطلاع على التفاصيل.

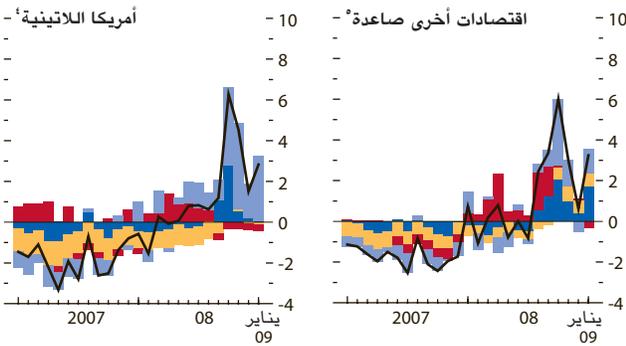
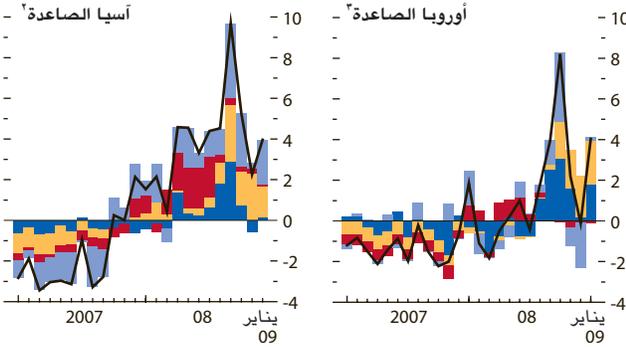
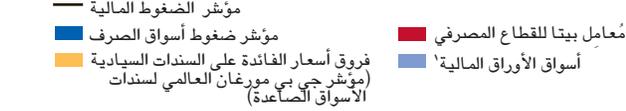
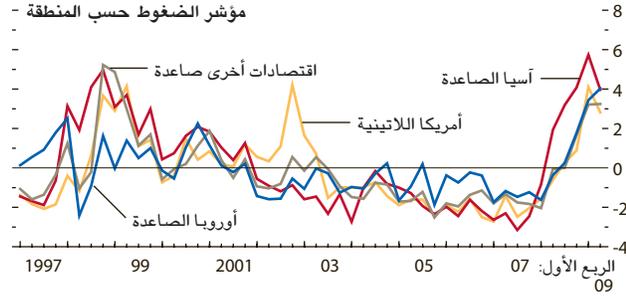
<sup>١١</sup> للاطلاع على مقاييس مشابهة، راجع دراسة Ramakrishnan and Zaldendo (2006)، ودراسة Batini and Laxton (2005).

## الروابط بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة

### الشكل البياني ٤-٥: مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة

(متوسط مرجح بتعديل القوى الشرائية)

يبلغ الضغط المالي في الفترة الراهنة أعلى المستويات التاريخية. وارتفع الضغط المالي في جميع المناطق في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨، كما يظهر التوتر في جميع أجزاء القطاع المالي.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> يشمل عائدات الأسهم والتقلبات.

<sup>٢</sup> آسيا الصاعدة: الصين والهند وإندونيسيا وكوريا وماليزيا وباكستان والفلبين وسري لانكا وتايلند.

<sup>٣</sup> أوروبا الصاعدة: الجمهورية التشيكية وهنغاريا وبولندا ورومانيا والجمهورية السلوفاكية وسلوفينيا.

<sup>٤</sup> أمريكا اللاتينية: الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو.

<sup>٥</sup> اقتصادات أخرى صاعدة: مصر وإسرائيل والمغرب وروسيا وجنوب إفريقيا وتركيا.

### أنماط الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة

بوجه عام، يمكن تحديد أربع نوبات نظامية للضغوط المالية باستخدام هذا المؤشر الجديد (الشكل البياني ٤-٥، اللوحة العليا).<sup>١٦</sup> ويشير أول ارتفاع حاد لمؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة إلى اشتداد حدة الأزمة الآسيوية أثناء الربع الرابع من عام ١٩٩٧، وتلك نوبة حادة وإن كانت إقليمية في المقام الأول. وجاء ثاني ارتفاع حاد في نهاية عام ١٩٩٨ وكان تأثيره أشد كثافة على مستوى الاقتصادات الصاعدة. وجاءت هذه النوبة انعكاسا للاضطرابات المالية التي تعزى إلى توقف سداد التزامات روسيا الخارجية وانتهاء صندوق استثمار «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل» (LTCM) وبلغت ذروتها بوقوع أزمة العملة البرازيلية. ووصل الارتفاع الثالث في مؤشر الضغط المالي للأسواق الصاعدة إلى الذروة مع اقتراب انفجار فقاعة دوت كوم عام ٢٠٠٠. وتتسم نوبة الارتفاع الرابعة في مؤشر الضغط المالي للأسواق الصاعدة بأنها أكثر تمايزا عبر المناطق المختلفة، وشهدت أمريكا اللاتينية أعلى مستويات الارتفاع أثناء فترة توقف الأرجنتين عن سداد الدين عام ٢٠٠٢.<sup>١٧</sup>

ويرصد المؤشر الجديد أيضا تصاعد الضغوط في الآونة الأخيرة جيدا. وقد ظهرت علامات الأزمة بداية في آسيا وسرعان ما تضاعفت عبر جميع المناطق الأخرى. وشهدت جميع المناطق في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ مستويات ضغط مرتفعة بصورة استثنائية، وذلك في نفس الوقت تقريبا الذي كانت الاقتصادات المتقدمة تمر فيه بضغوط. وتصور اللوحتان في أسفل الشكل البياني ٤-٥ تفكيكا إقليميا للضغوط — باستخدام البيانات الشهرية. وتزامن ارتفاع الضغوط عام ٢٠٠٨ بصورة ملحوظة، كما بلغ مستويات الذروة على مستوى جميع المناطق في أكتوبر رغم تنوع التجارب داخل المناطق المختلفة (شهدت بعض اقتصادات أوروبا الوسطى ضغوطا أقل، على سبيل المثال بولندا وجمهورية التشيك). ونتناول فيما يلي تكوين قفزة الضغوط بمزيد من التعمق.

### الروابط بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة

يتبين من قوة الحركة المشتركة بين الضغوط عبر الاقتصادات الصاعدة أن للعوامل المشتركة دور في ذلك. وقد يكون الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة هو

<sup>١٦</sup> تم توحيد المقاييس في مؤشر الضغوط المالية في الاقتصادات الصاعدة لكل منطقة بغرض تسهيل المقارنات.

<sup>١٧</sup> وبالمثل، يبدو أن أمريكا اللاتينية كانت حساسة تجاه البيع المكثف لأصول الأسواق الصاعدة حوالي شهر يونيو ٢٠٠٦.

أحد هذه العوامل. ونبدأ بتقديم موجز للأدلة التجريبية التي تشير إلى ارتباط الضغوط في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة ارتباطا وثيقا ثم نناقش الأسباب وراء احتمال ارتباطها.

### هل الضغوط مشتركة في الحركة؟

تعقد اللوحة العليا في الشكل البياني ٤-٦ مقارنة بين المؤشرين الكليين للضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة. وهناك ارتباط وثيق واضح بين المؤشرين حيث تتزامن مستويات الذروة المحلية فيهما إلى حد بعيد. ومن الملاحظ، على وجه الخصوص، أن مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة يبلغ حاليا مستوى أعلى من أي وقت سبق، وكذلك الوضع بالنسبة لمؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة. وإضافة إلى ذلك، يأتي ثاني أعلى مستويات الذروة في مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة في نفس الربع الذي شهد انهيار صندوق استثمار «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل»، وقد أدى هذا الحدث إلى تولد ضغوط مالية كبيرة على الاقتصادات المتقدمة.<sup>١٨</sup> ويتبين وجود روابط وثيقة أيضا عند النظر إلى فترات الهدوء في الاقتصادات الصاعدة (حينما يبلغ مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة مستوى دون الصفرة)، إذ أنها تميل إلى التداخل مع فترات الهدوء في الاقتصادات المتقدمة (حينما يبلغ مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة مستوى دون الصفرة).

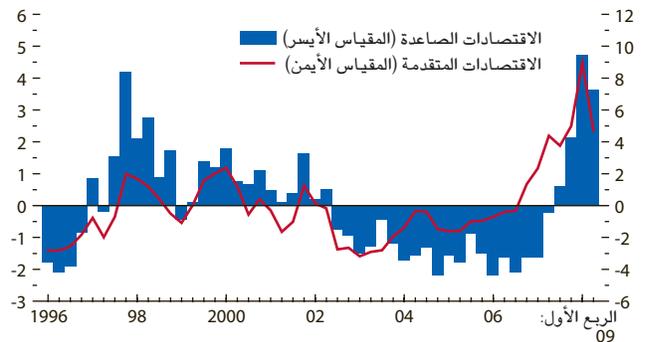
وهناك «انفصال» واضح تليه «عودة للارتباط» خلال الأزمة الراهنة. فأصبح مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة موجبا في الربع الثاني من عام ٢٠٠٧ ثم ارتفع بسرعة. وفي المقابل، ظل مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة سالبا بقدر كبير حتى الربع الأول من عام ٢٠٠٨، ولم يتحرك في الاتجاه الموجب إلا في الربع الثاني من عام ٢٠٠٨، ثم اشتدت حركته في الاتجاه الموجب في الربع الثالث وبصفة خاصة في الربع الرابع. ومن ثم، كان رد الفعل المبكر في الاقتصادات الصاعدة محدودا في هذه النوبة لكنها ما لبثت أن تحركت بصورة حادة للحاق بالركب.

ولإجراء مزيد من التقصي حول طبيعة اختلاف الأزمة الراهنة عن الأزمات السابقة، تفكك اللوحتان في أسفل

### الشكل البياني ٤-٦: الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة (مستوى المؤشر، مرجحا بإجمالي الناتج المحلي)

هناك رابط قوي واضح بين الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة، مع تزامن فترات الذروة والقياس تقريبا. وتتسم الزيادة في الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة بقدر أكبر هذه المرة مقارنة بالنوبات السابقة، وتشمل جميع شرائح القطاع المالي.

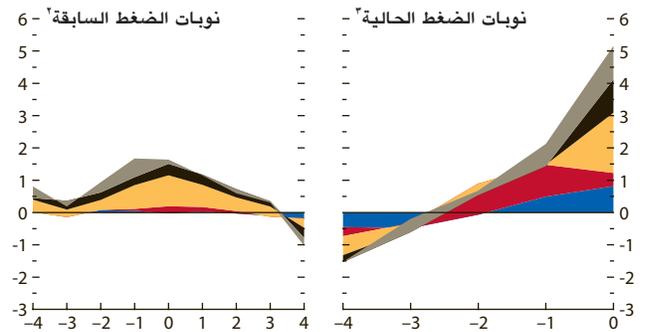
#### مقارنة مستويات الضغط المالي



#### الضغط في الاقتصادات الصاعدة أثناء نوبات انتشار الضغط في الاقتصادات المتقدمة<sup>١</sup>

(مكدر ومركز حول ذروة الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة: أرباع السنة)

معايير بيتا للقطاع المصرفي  
فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية (مؤشر)  
جي بي مورغان العالمي لسندات الأسواق الصاعدة  
ضغوط أسواق الصرف  
تقلبات أسواق الأسهم  
ربحية أسواق الأسهم



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> راجع الشكل البياني ٤-٥. وراجع الملحق ١-٤ للاطلاع على تعريف مكونات الضغط.

<sup>٢</sup> الذروة في الربع الرابع من عام ١٩٩٨، والربع الثالث من عام ٢٠٠٢. راجع الجدول ٤-١.

<sup>٣</sup> الذروة المفترضة في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨.

<sup>١٨</sup> ذهب بعض المعلقين إلى أن توقف روسيا عن سداد الدين عام ١٩٩٨ أدى إلى انهيار صندوق استثمار «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل». ومع هذا كان الصندوق قد أعلن خسائره بالفعل قبل توقف روسيا عن السداد، الأمر الذي يضعف الجدول الدائر حول إرجاع حدث الضغط المالي إلى الاقتصادات الصاعدة فحسب. وكانت الضربة القاضية هي الارتفاع الحاد في علاوات المخاطر إثر التوقف عن سداد الدين في أغسطس.

الشكل البياني ٤-٦ مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة إلى مكوناته. وتصور اللوحة السفلى على الجانب الأيسر متوسط كل مكون وتتركز حول ثلاث أزمات سابقة منذ عام ١٩٩٧؛ وتصور اللوحة السفلى على الجانب الأيمن الأزمة الراهنة. وهناك اختلافات واضحة بينها. أولاً، يتسم الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة بأنه أقوى بكثير في النوبة الحالية، وذلك تمشياً مع الدفعة الأشد من الاقتصادات المتقدمة. وثانياً، هناك اختلاف في التكوين. فكان الدافع الرئيسي لوقوع الأزمات السابقة هو ارتفاع علاوات المخاطر (مؤشر سندات الأسواق الصاعدة السيادية)، وتزايدها بسبب تقلبات أسواق الأسهم. وربما كان الأمر الذي يبعث على الدهشة هو أن مؤشر ضغوط أسواق النقد الأجنبي ليس له وجود يذكر تقريباً في الأزمات الثلاثة السابقة.<sup>١٩</sup>

وظهرت ضغوط الأزمة الراهنة بداية في الربع الثاني من عام ٢٠٠٨ في القطاع المصرفي. وتبعها تزايد الضغوط في أسواق النقد الأجنبي، وبحلول الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ شملت الاضطرابات كذلك اتساعاً في فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية (مؤشر سندات الأسواق الصاعدة) وتضاعفاً في تقلبات أسواق الأسهم. وخلاصة القول، تختلف الأزمة الراهنة عن النوبات السابقة من حيث شمولها لجميع المكونات — القطاع المصرفي، والصرف الأجنبي، والديون، والأسهم. ويبدو أن الضغط المصرفي (الذي رصده معامل بيتا للقطاع المصرفي) يكتسب أهمية خاصة كمحرك للاضطرابات الحالية.

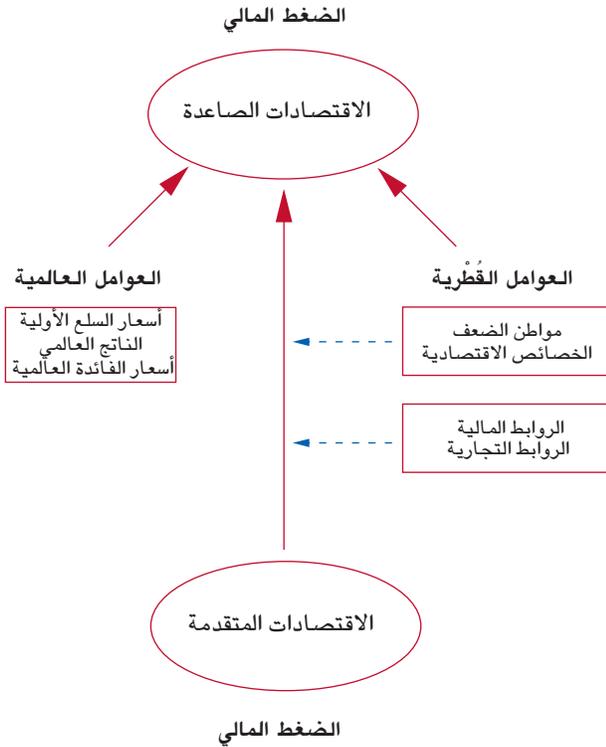
#### كيف ينتقل الضغط؟

ما هي الدوافع وراء وجود علاقة بين الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة؟ بوجه عام، هناك عوامل مشتركة تنتج آثاراً متشابهة عبر كل الاقتصادات الصاعدة، وعوامل قطرية هي أساس الفروق بين الاقتصادات الصاعدة المنفردة. ويقدم الشكل البياني ٤-٧ عرضاً تخطيطياً لهذه الآثار.

#### العوامل المشتركة

يتبين وجود عوامل مشتركة من خلال الحركة المشتركة للضغوط عبر المناطق الصاعدة وبين الاقتصادات

#### الشكل البياني ٤-٧: انتقال الضغط: وصف تخطيطي للآثار



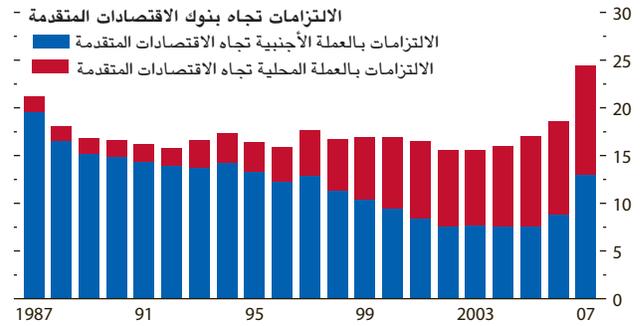
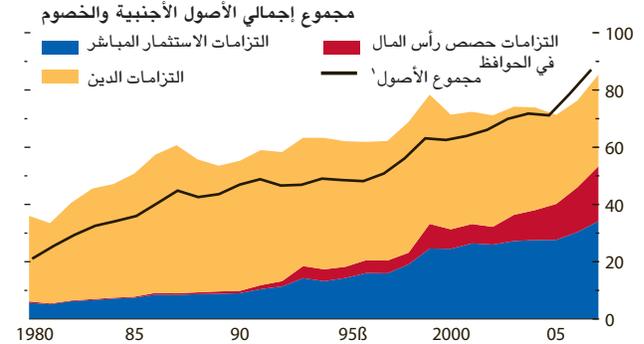
المصدر: خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١٩</sup> يعزى السبب في ضعف رد الفعل نسبياً جبال الأزمة الآسيوية، إلى وجود آثار موازنة بين البلدان التي لحقت بها الأزمة والبلدان الأخرى التي شهدت تراجعاً في الضغوط، مثل الهند والصين.

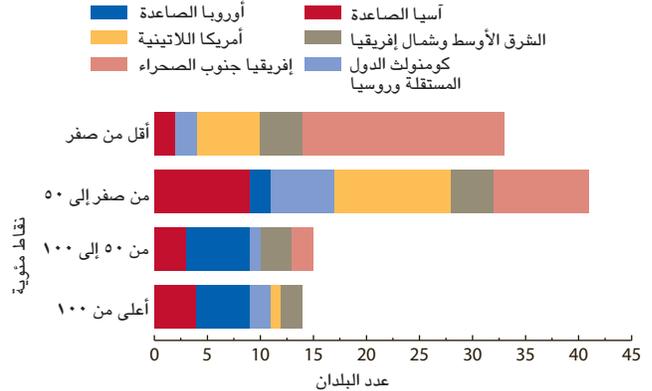
## الشكل البياني ٤-٨: الاندماج المالي للاقتصادات الصاعدة والنامية

(% من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات الصاعدة والنامية)

نمت الالتزامات الأجنبية المستحقة على الاقتصادات الصاعدة بسرعة على مدار الثلاثين عاما الماضية، مدفوعة بالاستثمار المباشر واستثمارات الحافظة. وظل الإقراض المصرفي مصدرا رئيسيا للتمويل، مع تحول تكوينه من الإقراض بالعملة الأجنبية إلى الإقراض بالعملة المحلية. وارتفعت أوضاع الاستثمار الخارجي الإجمالية بقوة في أوروبا الصاعدة على وجه التحديد.



التغير في مجموع إجمالي الأصول الأجنبية والخصوم على إجمالي الناتج المحلي ١٩٨٥-٢٠٠٧<sup>٣٢</sup>



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ ودراسة Lane and Milesi-Ferretti (٢٠٠٦)؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تشمل الاحتياطيات بالعملة الأجنبية.

<sup>٢</sup> مجموع الأصول الأجنبية ما عدا الاحتياطيات بالعملة الأجنبية.

<sup>٣</sup> ١٩٩٥-٢٠٠٧ في حالة أوروبا الصاعدة وكومنولث الدول المستقلة وروسيا.

الصاعدة والاقتصادات المتقدمة التي أُشير إليها سلفا. ويمكن أن تتمثل العوامل المشتركة في الصدمات العالمية (على سبيل المثال، تحول مشاعر السوق على المستوى العالمي أو العزوف عن المخاطر) وقد يتضح ذلك من خلال السلوك الجماعي في الأسواق، وانتقال العدوى عبر البلدان، وأثار المقرض المشترك (أي السحب الشامل للأموال من جانب المؤسسات المالية شديدة الانكشاف).<sup>٢٠</sup> ويرجح وجود علاقة بين دور هذه العوامل المشتركة والاندماج المالي المتزايد لغالبية الاقتصادات الصاعدة في العقود الماضية — أي العولمة المالية.

وفي واقع الأمر، شهد مجموع الالتزامات الأجنبية على الاقتصادات الصاعدة نموا سريعا على مدى الثلاثين عاما الماضية (الشكل البياني ٤-٨).<sup>٢١</sup> ويرتبط هذا الارتفاع ارتباطا كبيرا بتوسع استثمارات الحافظة الموجهة لأسهم الملكية والاستثمار المباشر. ورغم تراجع التزامات الديون إلى حد ما بمرور الوقت، ارتفعت الديون تجاه بنوك الاقتصادات المتقدمة على أساس موحد (توحيد بيانات المكاتب المنتسبة لبنوك أجنبية مع بيانات المقار الرئيسية) في السنوات الأخيرة بالنسبة إلى إجمالي الناتج المحلي، وتحول تكوينها من ديون بعملة أجنبية إلى ديون بالعملة المحلية (اللوحة الوسطى). ويعزى جانب من هذه العملية إلى الزيادة السريعة في ملكية البنوك الأجنبية، خاصة في أوروبا الصاعدة (دراسة Claessens and others, 2008؛ ودراسة Goldberg, 2008).

ومع ذلك، ازداد الاندماج المالي على نحو غير متساو عبر المناطق المختلفة (اللوحة السفلى). وعلى مدى العُقدين الماضيين، ارتفع إجمالي المراكز الخارجية لنحو ٧٠٪ من البلدان، بينما شهدت البلدان الأخرى تراجعا، لا سيما في إفريقيا.<sup>٢٢</sup> وشهدت بعض البلدان مستويات كبيرة من الارتفاع، خاصة بلدان أوروبا الصاعدة، حيث ارتفع إجمالي المراكز الخارجية لمعظم البلدان بما يزيد على ٥٠٪ من إجمالي الناتج المحلي السنوي في فترة تزيد قليلا على عقد واحد.

ويمكن جمع العوامل القُطرية في فئتين واسعتي النطاق: الروابط المالية والاقتصادية بين الاقتصادات

<sup>٢٠</sup> راجع دراسات Broner, Gelos, and Reinhart, 2006؛ وCalvo وPons-Novell, 2003.

<sup>٢١</sup> كذلك ارتفعت الأصول الأجنبية، لا سيما الاحتياطيات الرسمية. ومع هذا، فإن المراكز الإجمالية أنسب من صافي المراكز في قياس الاندماج. وفي واقع الأمر، هناك مقياس شائع الاستخدام في الدراسات الاقتصادية وهو حاصل الأصول والخصوم الأجنبية (راجع على سبيل المثال دراسة Kose and others, 2006؛ ودراسة صندوق النقد الدولي (IMF, 2007)).

<sup>٢٢</sup> كان التراجع في المراكز الخارجية غالبا نتيجة لتخفيف عبء الديون.

## الروابط بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة

متزايدة على مدى العشرين عاما الماضية، حيث ارتفعت الصادرات إلى الاقتصادات المتقدمة من أقل من ١٠٪ إلى ما يقرب من ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات الصاعدة. ويأتي حوالي نصف هذه الصادرات في الوقت الراهن من آسيا الصاعدة، خاصة الصين.<sup>٢٥</sup> فضلا على ذلك، قد يتفاقم انتقال الأزمة من خلال الروابط التجارية والمالية نتيجة لظهور آثار جانبية. وتنتقل هذه الآثار من خلال انتشار التداعيات من الاقتصادات الصاعدة المتأثرة بالأزمة وعودتها إلى الاقتصادات المتقدمة ومن خلال الآثار الانتشارية ضمن مجموعة الاقتصادات الصاعدة.<sup>٢٦</sup>

ويعد الشكل البياني ٤-٩ مقارنة بين أحجام الروابط المالية وتكوينها عبر الاقتصادات الصاعدة.<sup>٢٧</sup> وتبين اللوحة العليا كيف نمت الالتزامات تجاه بنوك الاقتصادات المتقدمة بسرعة في أوروبا الصاعدة على مدى العشر سنوات الأخيرة أو نحو ذلك، بينما تراجعت إلى حد ما في آسيا الصاعدة في أعقاب أزمة ١٩٩٧-١٩٩٨. وتوازيا مع ذلك، ارتفعت التزامات الحوافظ (وأصولها) في آسيا الصاعدة ارتفاعا ملحوظا.<sup>٢٨</sup> ونتيجة لذلك، ربما تكون أوروبا الصاعدة أكثر عرضة الآن للأزمات المصرفية الخارجية، بينما قد تكون آسيا الصاعدة أكثر تعرضا لاضطرابات أسواق الأوراق المالية الخارجية.

<sup>٢٥</sup> يمكن أيضا أن تتفاعل قنوات التجارة والروابط المالية الناقلة للأزمة نظرا لارتباط توافر الائتمان التجاري بحجم التجارة. وفي واقع الأمر، يعزى التراجع الأخير الذي شهدته التجارة الدولية في جانب منه على الأقل إلى انهيار الائتمان التجاري.

<sup>٢٦</sup> قد تؤدي خسائر الاستثمارات الأجنبية إلى زيادة توترات النظم المالية في الاقتصادات الصاعدة وأن تتسبب في زيادة الانسحاب من الاقتصادات الصاعدة (تمشيا مع تأثير المقرض المشترك الذي تؤكد الدراسات الاقتصادية عن العدوى). ومن نفس المنطلق، ربما يسفر تراجع الطلب الخارجي عن تكثف الضغط على الاقتصاد الحقيقي الذي تشهده الاقتصادات المتقدمة وزيادة تراجع الطلب لديها، وانخفاض صادرات الاقتصادات الصاعدة نتيجة لذلك (تجري دراسة Abersinghe and Forbes, 2005 تحليلا مشابها إلى حد كبير للآثار المضاعف). وفي حالة البلدان التي لا ترتبط ارتباطا مباشرا بالاقتصادات المتقدمة — نتيجة لتزايد الروابط التجارية بينها بمرور الوقت — فقد يفرض تراجع الطلب وانخفاض أسعار صرف العملات إلى انتشار الضغط.

<sup>٢٧</sup> ينصب التركيز هنا على الإقراض المصرفي وحيازات الأوراق المالية، حيث وردت مناقشات مستفيضة حول روابط التجارة والاستثمار المباشرين في مواضع أخرى. راجع الإصدارات الأخيرة لكل من منظمة التجارة العالمية، (World Trade Report)، ومؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (World Investment Report) وكذلك الأعداد السابقة من تقرير "أفاق الاقتصاد العالمي"، ومنها الفصل الخامس في عدد إبريل ٢٠٠٨ والفصل الرابع من عدد أكتوبر ٢٠٠٧.

<sup>٢٨</sup> رغم الحجم الكبير لأصول الحوافظ خارج الاحتياطيات في آسيا الصاعدة مقارنة بالمناطق الأخرى، فإنها أصغر بكثير من التزامات الحوافظ. وبصورة أساسية، تأتي ديناميكيات قروض الحوافظ الكلية في آسيا الصاعدة، وكذلك في المناطق الأخرى، بدافع من التزامات الحوافظ تجاه اقتصادات المتقدمة.

الصاعدة والمتقدمة؛ ومكانن الضعف المحلية، وتُستنتج من السياسات أو من الخصائص الهيكلية.

## الروابط القطرية

كيف تؤدي الروابط مع الاقتصادات المتقدمة إلى تسهيل انتقال الضغط المالي؟ تؤكد الدراسات الاقتصادية أن قناتي انتقال الضغط هما التجارة والروابط المالية.<sup>٢٣</sup> ويمكن أن يتصاعد الضغط المالي كرد فعل حيال خروج التدفقات الرأسمالية الفعلية أو المبدئية للمستثمرين في الاقتصادات المتقدمة عقب وقوع صدمة مالية. ويمكن قياس أهمية هذه القناة لانتقال الضغط عن طريق قسمة الالتزامات الأجنبية تجاه الاقتصادات المتقدمة على إجمالي الناتج المحلي القطري. فضلا على ذلك، يمكن أن ترتفع الضغوط المالية نتيجة للخسائر في أصول الاقتصادات الصاعدة المستثمرة في الاقتصادات المتقدمة التي تعاني من أزمة. وقد تكون قناة انتقال الضغوط المذكورة كبيرة في بعض البلدان، لا سيما في الشرق الأوسط، ويمكن رصدها عن طريق حساب نسبة الأصول التي في حيازة الاقتصادات المتقدمة إلى إجمالي الناتج المحلي القطري. وبوجه عام، يمكن إجراء قياس كمي للروابط المالية بحساب حاصل إجمالي الأصول والخصوم الأجنبية تجاه الاقتصادات المتقدمة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي.<sup>٢٤</sup>

ويمكن أن يحدث الضغط المالي أيضا من خلال الروابط التجارية كرد فعل إزاء تراجع الصادرات الفعلي أو المبدئي إلى الاقتصادات المتقدمة وقت الأزمة تعبيرا عن تباطؤ الطلب الراهن أو المتوقع. ويمكن قياس أهمية هذا الرابط عن طريق قسمة الصادرات إلى الاقتصادات المتقدمة على إجمالي الناتج المحلي القطري. وبناء على هذا المقياس، اكتسبت الروابط التجارية أهمية

<sup>٢٣</sup> جاء التأكيد على دور الروابط التجارية في دراسات Eichengreen and Rose (1999)، وGlick and Rose (1999)، وForbes (2001). وتم التأكيد على دور قنوات الروابط المالية وكذلك التجارية في دراسات Caramazza, Ricci, and Salgado, Kaminsky and Reinhart (2003)، وFratzcher (2000)، وVan Rijckeghem and Weder (2001)، وتحتوي دراسة Chui, Hall, and Taylor (2004) على مسح لهذه الدراسات الاقتصادية. وترجع دراسة Forbes and Chinn (2004) التي أجريت مؤخرا الدور الرئيسي في انتقال الصدمات المالية إلى الروابط التجارية، مع إعطاء دور أقل أهمية، وإن كانت متزايدة للإقراض المصرفي.

<sup>٢٤</sup> نتيجة لقصور البيانات، لم يتسن إدراج الأصول الأجنبية في جميع مقاييس الروابط المالية. وعلى وجه التحديد، فرغم توافر البيانات عن أصول استثمارات الحافظة الأجنبية خارج الاحتياطيات للاقتصادات الصاعدة، هناك نقص عام في بيانات أصول البنوك الأجنبية لهذه الاقتصادات. راجع الملحق ٤-٢ للاطلاع على مزيد من المعلومات حول هذه البيانات.

وفي نفس الفترة، كانت بنوك أوروبا الغربية تسيطر على التدفقات المصرفية بصورة متزايدة، بينما كانت أمريكا الشمالية هي المصدر الرئيسي لاستثمارات الحافظة (الشكل البياني ٤-١٠). ويعني ذلك أن آثار المقرض المشترك جاءت على الأرجح من أوروبا الغربية، بينما ازدادت أهمية الولايات المتحدة وكندا كمصدر للاضطرابات في أسواق الأوراق المالية.

وتؤكد البيانات الأخيرة اختلاف الأنماط الإقليمية للاندماج المالي. وتبين البيانات المتوافرة من أواخر عام ٢٠٠٧ (اللوحتان أسفل الشكل البياني) أن الالتزامات المصرفية على أوروبا الصاعدة تجاه الاقتصادات المتقدمة تفوق ٥٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، أي حوالي ثلاثة أضعاف التزامات المناطق الأخرى. كذلك فإن أوروبا الصاعدة هي أكثر المناطق اعتماداً على أوروبا الغربية، وبالتالي فإنها تتعرض بصورة خاصة لآثار المقرض المشترك. ويتضح من المقارنة أن آسيا الصاعدة وأمريكا اللاتينية تواجهان مخاطر أقل إلى حد ما، مع تشابه أوجه الانكشاف إلى حد كبير من خلال علاقات الإقراض المصرفي وحيازات استثمارات الحافظة مع أوروبا الغربية ومع الولايات المتحدة وكندا، على التوالي.<sup>٢٩</sup>

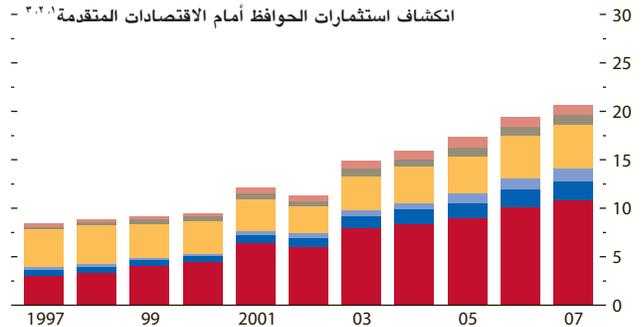
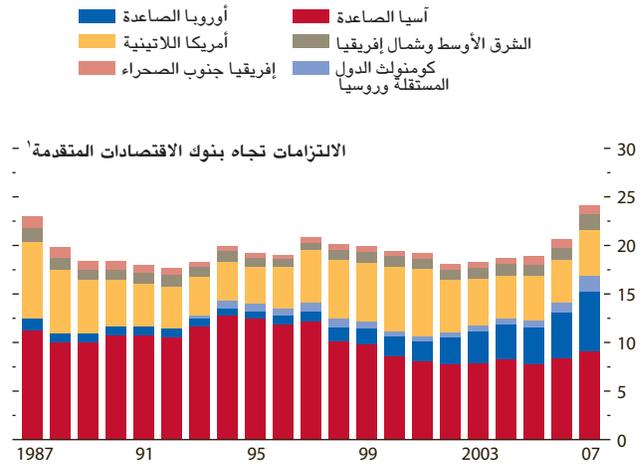
#### مواطن الضعف القطرية

تشمل مصادر التعرض لمخاطر الصدمات الخارجية على المستوى القطري مشكلات الملاءة والسيولة، ومواطن الضعف في الميزانية العمومية المحلية، والعوامل المرتبطة بالانفتاح.<sup>٣٠</sup> وتؤدي هذه العوامل إلى تصاعد مخاطر التعرض لأزمات الحساب الرأسمالي وأزمات العملة والارتفاع المحتمل في معدل انتقال الضغوط الناشئة في الاقتصادات المستثمرة. ومن خلال الإشارة إلى تزايد المخاطر — كتوقف الكيانات السيادية عن السداد على سبيل المثال — فربما حدا ذلك بالمستثمرين إلى الانسحاب بقوة أكبر ومن ثم تنشأ توقعات المستثمرين المحققة لذاتها.

<sup>٢٩</sup> للاطلاع على مناقشة مفصلة حول دور الروابط المالية في أمريكا اللاتينية، راجع دراسة (Mühleisen (2008).  
<sup>٣٠</sup> راجع دراسات (Kaminsky and Reinhart (1999) و (Calvo (2005) و (Edwards (2005) و (Ghosh (2006) و (Calvo, Izquierdo, and Mejia) و (Eichengreen (2004) و (Ramakrishnan and Zaldendo (2006) و (Gupta, and Mody (2006).

#### الشكل البياني ٤-٩: انكشافات الاقتصادات الصاعدة المالية أمام الاقتصادات المتقدمة (٪ من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات الصاعدة)

ارتفعت الانكشافات أمام الاقتصادات المتقدمة في أوروبا الصاعدة عن طريق الإقراض المصرفي، وفي آسيا الصاعدة عن طريق حيازات الحوافظ.

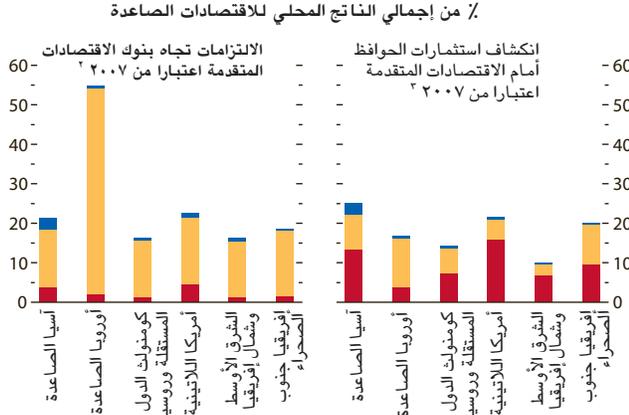
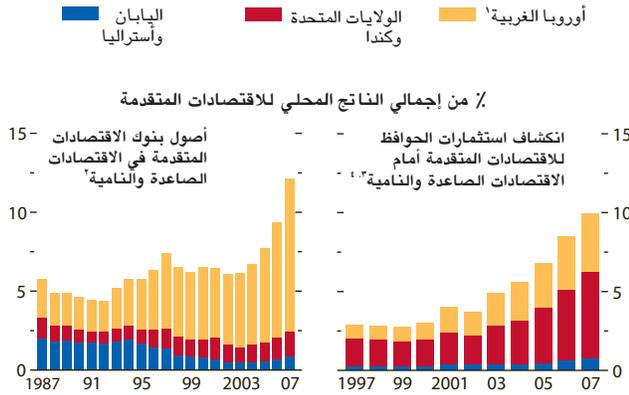


المصادر: بنك التسويات الدولية؛ و«المسح المنسق لاستثمارات الحافظة»، الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> راجع الملحق ٤-٢ للاطلاع على قائمة الاقتصادات المتقدمة.  
<sup>٢</sup> تشمل الخصوم والأصول غير الاحتياطية.  
<sup>٣</sup> تقوم بيانات السنوات ١٩٩٨ و ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ على أساس الاستيفاء.

## انتقال الضغط المالي: التحليل الكلي

### الشكل البياني ٤-١٠: الروابط المالية بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة

تهيمن أوروبا الغربية على الإقراض المصرفي: وتأتي استثمارات الحوافظ في الأساس من أمريكا الشمالية، وأكبر متلقيان لاستثمارات هاتين المنطقتين (نسبيا إلى إجمالي الناتج المحلي للمتلقي) هما أوروبا الصاعدة وأمريكا اللاتينية.



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ و«المسح المنسق لاستثمارات الحافظة»، الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> راجع الملحق ٤-٢ للاطلاع على قائمة الاقتصادات.  
<sup>٢</sup> ماعدا أستراليا نظرا لقصور البيانات.  
<sup>٣</sup> تشمل الخصوم والأصول غير الاحتياطية.  
<sup>٤</sup> تقوم بيانات السنوات ١٩٩٨ و١٩٩٩ و٢٠٠٠ على أساس الاستيفاء.

ويقارن الشكل ٤-١١ بين المؤشرات المعيارية للتعرض للمخاطر عبر مختلف المناطق الصاعدة. وتبين اللوحتان في الجزء العلوي أرصدة الحساب الجاري والمالية العامة.<sup>٣١</sup> وأصبحت أرصدة الحساب الجاري أكثر تفاوتاً على مدى السنوات القليلة الماضية. وشهدت أوروبا الصاعدة عجزاً كبيراً ومستمرًا، بينما تحول كثير من البلدان في آسيا، والشرق الأوسط، وكومنولث الدول المستقلة إلى تسجيل فوائض — ويعزى ذلك جزئياً إلى طفرة أسعار السلع الأولية. وتبين أرصدة المالية العامة صورة أكثر تجانساً، إذ تحسنت بوجه عام على مستوى كل المناطق. وبالنظر إلى المؤشرين معاً، يتبين وجود عجز توأم — في الحساب الجاري والميزانية — في أوروبا الصاعدة بصورة رئيسية.

وهناك مقياس ثان (معكوس) للتعرض للمخاطر وهو مستوى احتياطيات النقد الأجنبي (اللوحة السفلى). وفي أعقاب الأزمة الآسيوية، عمد كثير من البلدان إلى تقوية مراكز احتياطياته، كما يتضح من عدد شهور تغطية الواردات. وحققت البلدان المصدرة للسلع الأولية واقتصادات آسيا الصاعدة — خاصة الصين — زيادات كبيرة؛ وشهدت بلدان أخرى في أمريكا اللاتينية وأوروبا الصاعدة زيادات قليلة. وبوجه عام، فرغم قوة ارتفاع الاحتياطيات الوقائية بالدولار، كان الارتفاع في حجم تغطية الواردات أقل إثارة للإعجاب نتيجة لنمو التبادل التجاري بصورة ملحوظة.

## انتقال الضغط المالي: التحليل الكلي

يبدو أن فترات انتشار الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة كان لها تأثير كبير على الاقتصادات الصاعدة. ومع ذلك، فإن قصور البيانات يحد من القدرة على استكشاف هذه التفاعلات بشكل منتظم على مدى أفق زمني طويل، لذلك يتبع هذا القسم منهجاً ذاتياً. فيقدم الجزء الأول نتائج تمرين اقتصادي قياسي باستخدام مؤشري الضغط المالي، ويغطي الفترة من ١٩٩٧-٢٠٠٨. غير أنه بغض النظر عن الأزمة الراهنة، لم يشهد العقد الماضي أزمات مصرفية نظامية، ويتوافر

<sup>٣١</sup> رغم أن القدرة على الاستمرار تشير إلى مفهوم الأرصدة، خلصت الدراسات التجريبية إلى أن أرصدة الحساب الجاري والمالية العامة — متغيرات التدفقات ذات الصلة — هي محددات مهمة لأحداث الأزمة.

مقياس الضغوط المالية في الأسواق الصاعدة بشأنه. وفي ضوء ذلك، يقدم الجزء الثاني دراسة حالة تحلل تأثير الأزمات المصرفية النظامية السابقة في الاقتصادات المتقدمة على الاقتصادات الصاعدة.

### تحليل الاقتصاد القياسي باستخدام مؤشري الضغط

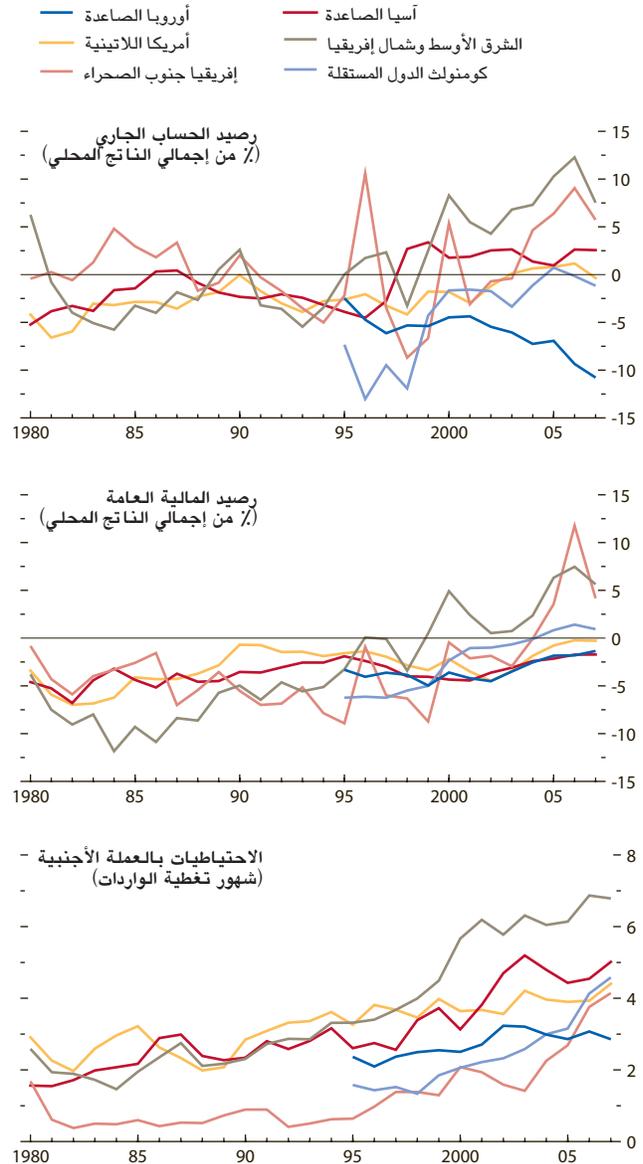
ينتهج تحليل الاقتصاد القياسي أسلوباً أكثر منهجية عند تقييم أدوار العوامل المشتركة والعوامل القطرية في انتقال الضغط المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات الصاعدة. وبناءً على المناقشة الواردة فيما سبق، يرتبط الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة (EM-FSI) بثلاث مجموعات من المتغيرات: (١) الضغط في الاقتصادات المتقدمة (AE-FSI)، (٢) الخصائص ومواطن الضعف القطرية (X)، (٣) العوامل العالمية العامة (GF). ويتمثل أحد الافتراضات المهمة في التحليل في أن الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة هو مسبب خارجي للضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة.<sup>٣٢</sup> وفي الواقع، لم يشر التحليل السردى لنوبات الضغط المالي المنتشرة في الاقتصادات المتقدمة إلى محفزات الضغط في الاقتصادات الصاعدة. فضلاً على ذلك، فإن الاختبارات التجريبية المنهجية لاتجاه السببية تدعم افتراض انفصال الضغط في الاقتصادات المتقدمة عن غالبية الاقتصادات الصاعدة.<sup>٣٣</sup>

وتقدم المعادلة الواردة أدناه وصفاً دقيقاً لكيفية ارتباط هذه المتغيرات (تشير إلى وأ إلى البلدان والوقت، على التوالي؛ و  $\epsilon_{it}$  هو حد الخطأ). والقصد من هذه المعادلة هو بيان الخط العام للتحليل، ويحتوي الملحق ٤-٢ على مزيد من التفاصيل. وتشتمل بعض المواصفات التقديرية على فترات تأخر زمني للمتغيرات التابعة و/أو المستقلة،

<sup>٣٢</sup> راجع الجدول ٤-١ للاطلاع على مناقشة حول محفزات نوبات الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة منذ ثمانينات القرن الماضي.  
<sup>٣٣</sup> تبين من اختبارات غرانجر للسببية في حالة الاقتصادات الصاعدة التي توافرت بياناتها وبالبلغ عددها ١٨ اقتصاداً، أن الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة أدى باستخدام «اختبار غرانجر للسببية» إلى تولد ضغوط في الاقتصادات الصاعدة في ١١ حالة؛ ولم تتوصل الاختبارات إلى نتائج نهائية في خمس حالات. وسارت السببية في الاتجاهين في حالة واحدة، واتجهت من اقتصادات صاعدة إلى اقتصادات متقدمة في حالتين فقط.

### الشكل البياني ٤-١١: مؤشرات مواطن الضعف حسب المنطقة، ١٩٩٠-٢٠٠٧

أصبحت أرصدة الحساب الجاري موزعة بقدر أكبر عبر الاقتصادات الصاعدة، بينما تحركت أرصدة المالية العامة بوجه عام على نحو متزامن وحقت تحسناً. وازدادت تغطية الاحتياطيات للصادرات في كل المناطق خلال العقد الماضي.



المصادر: إحصاءات ميزان المدفوعات، الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء

## انتقال الضغط المالي: التحليل الكلي

وبمتغيرات قُطرية أُخرى، استنادا إلى دراسة Forbes and Chinn (2004)، لفحص أسباب الفروق في الحركات المشتركة.

وثانيا، تُقدَّر المعادلة أعلاه أيضا باستخدام البيانات المقطعية السنوية لتقييم أهمية العوامل القُطرية الأخرى — وتتوافر في أغلب الأحوال بتواتر سنوي. ويتيح هذا المنهج اختبار دور المتغيرات القُطرية (مكامن الضعف) في توليد الضغط على نحو أكثر انتظاما. وأجري التمرينان على عينة غطت ١٨ اقتصادا صاعدا توافر بشأنها مؤشر الضغط المالي للأسواق الصاعدة (EM-FSI).

### الكشف عن العنصر المشترك والفروق في الحركات المشتركة

قبل تقدير معادلة الضغط المالي، كان أحد الأساليب المستخدمة في قياس أهمية دور العنصر المشترك في ضغوط الاقتصادات الصاعدة هو الربط بين اتجاهه الزمني العام المشترك ومؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة. ويمكن التوصل إلى مقياس تجريبي للاتجاه الزمني العام المشترك عن طريق تقدير الآثار الثابتة بمرور الوقت في ضغوط الاقتصادات الصاعدة (الملحق ٤-٢). ويفسر مؤشر الضغط المالي للاقتصادات المتقدمة الكلي (AE-FSI) نحو ٤٠٪ من هذا الاتجاه الزمني العام الممثل للضغوط المشتركة بين الاقتصادات الصاعدة. وتسهم العوامل العالمية الأخرى (أسعار الفائدة، والإنتاج الصناعي، وأسعار السلع الأولية) بنسبة ١٨٪ أخرى.

وتؤكد التقديرات المعنية بمعلمات الحركة المشتركة على المستوى القُطري أهمية المكون المشترك في انتقال الضغط. وفي المتوسط، ينتقل قرابة ٧٠٪ من ضغوط الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات الصاعدة (المتوسط  $\beta = 0.7$ : الشكل البياني ٤-١٢، اللوحة العليا).<sup>٣٥</sup> وعلاوة على ذلك، يحدث الانتقال بسرعة: فلا يستغرق سوى شهر أو شهرين للوصول إلى الاقتصادات الصاعدة.<sup>٣٦</sup> ومع ذلك،

<sup>٣٥</sup> هناك احتمال بتحيز تقديرات  $\beta_1$  نحو الهبوط بسبب احتمال الخطأ في قياس مؤشر الضغوط المالية في الاقتصادات المتقدمة (AE-FSI) ومؤشر الضغوط المالية في الأسواق الصاعدة (EM-FSI).

<sup>٣٦</sup> تم تقدير معلمات الحركة المشتركة باستخدام نموذج ديناميكي لرصد فترات التأخر الزمني الممكنة في انتقال الضغط. وأوصت المعايير القياسية لطول التأخر الزمني بوجود فاصل زمني أو اثنين في النموذج مشيرة إلى سرعة الانتقال. وتستند النتائج الواردة إلى مواصفة ذات فاصل زمني واحد، اتباعا لمعيار المعلومات لشوارتز.

وقد تم كبحها في المعادلة (١) لتسهيل العرض.<sup>٣٤</sup>

$$(١) \quad EMFSI_{it} = \alpha_i + \beta_i AEFSI_t + \delta X_{it} + \gamma_i GF_t + \varepsilon_{it} .$$

ويمكن فصل الأدوار النسبية للعوامل المشتركة والعوامل القُطرية بأسلوب مباشر للغاية كما يلي:

- المتغير الرئيسي المعني هو حجم معلمات الحركة المشتركة  $\beta_i$ ، التي تقيس كيفية صدور رد فعل الضغط المالي في الاقتصاد الصاعد  $\Delta$  تجاه الضغط في الاقتصادات المتقدمة. وتشير قيمة الصفر إلى عدم وجود حركة مشتركة، بينما تشير قيمة الواحد الصحيح إلى انتقال الضغط من اقتصاد إلى آخر. ويُقاس التأثير المشترك للضغوط في الاقتصادات المتقدمة على الاقتصادات الصاعدة بمتوسط معلمات الحركة المشتركة:  $\beta = 1/n \sum \beta_i$  (n هو عدد الاقتصادات الصاعدة).

- يتألف المكون القُطري الدافع للضغوط في الاقتصادات الصاعدة من جزئين، أثر مباشر وأثر غير مباشر. ويرصد الأثر غير المباشر تأثير العوامل القُطرية على معلمات الحركة المشتركة ( $\beta_i = f(X_{it})$ ). فعلى سبيل المثال، يمكن توقع ارتفاع معلمة الحركة المشتركة في الاقتصادات التي عليها التزامات أجنبية عالية تجاه الاقتصادات المتقدمة. ويرصد الأثر المباشر التأثير المستقل الذي تحدثه العوامل القُطرية في الأسواق الصاعدة ( $\delta$ ). وعلى سبيل المثال، ربما تكون البلدان التي لديها حسابات رأسمالية أكثر انفتاحا أكثر عرضة لمواجهة ضغوط بصرف النظر عما يدور في الاقتصادات المتقدمة.
- وأخيرا، فقد يحدث الضغط مدفوعا بتطورات عالمية أخرى (مثل أسعار السلع الأولية، وأسعار الفائدة، والنشاط الحقيقي)، ويرصدها  $GF_t$  والمعامل  $\gamma$ .

ويتم التوصل إلى تقديرات المعلمات المعنية من خلال تمرينين مرتبطين ببعضهما. أولا، تُقدَّر المعادلة (١)، باستخدام سلاسل زمنية شهرية لكل بلد على حدة مع تحديد معلمات الحركة المشتركة  $\beta_i$  للبلدان المنفردة. ويسمح بتنوع المعلمات  $\beta_i$  عبر الفترات الزمنية الفرعية وحسب منطقة الإقراض (اليابان وأستراليا، والولايات المتحدة وكندا، وأوروبا الغربية). ويجري بعد ذلك ربط  $\beta_i$ s التي تم التوصل إليها بمقاييس الروابط المالية والتجارية

<sup>٣٤</sup> رغم إمكانية تصور مواصفات غير خطية، تشير جودة المطابقة الإحصائية للنموذج الخطي إلى أنه يوفر فهما متمقا مفيدا.

تختلف معلمات الحركة المشتركة  $\beta_i$  اختلافا كبيرا عبر البلدان، فتتراوح بين ما يقرب من الصفر في حالة الصين، إلى أعلى من "١" في حالة شيلي وتركيا.

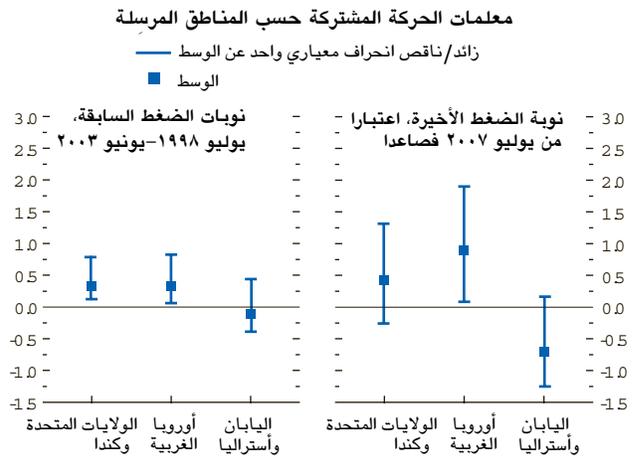
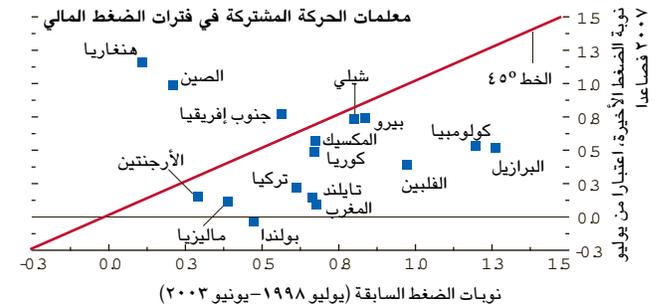
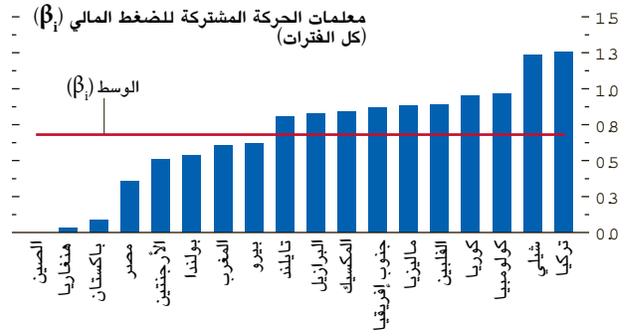
وتتباين قوة الحركة المشتركة أيضا بمرور الوقت، وعلى نحو أكثر دقة، بين الأزمة الراهنة (اعتبارا من منتصف عام ٢٠٠٧) والأزمات السابقة في الاقتصادات المتقدمة (من منتصف ١٩٩٨ حتى منتصف ٢٠٠٣). الشكل البياني ٤-١٢، اللوحة الوسطى).<sup>٣٧</sup> ويبدو أن هناك بلدانا مختلفة (مثل البرازيل وكولومبيا، والفلبين) واجهت تداعيات مالية أقوى في السابق، مقارنة بتلك التي تنتقل إليها آثار الضغط بكثافة أكبر خلال الأزمة الراهنة (مثل الصين وهنغاريا وجنوب إفريقيا). غير أنه ينبغي الإشارة إلى ضرورة توخي الحذر إلى حد ما عند ترجمة نتائج الأزمة الراهنة نظرا لأنها لا تزال تتكشف حتى الآن. وتعتمد قوة الحركة المشتركة أيضا على أي الاقتصادات المتقدمة هي المعنية. وبصفة خاصة، كانت الآثار الانتشارية من الولايات المتحدة وكندا، ومن أوروبا الغربية متشابهة في المتوسط أثناء نوبات الضغط السابقة. وفي الأزمة الراهنة، تبدو الآثار الانتشارية من أوروبا الغربية إلى حد ما أقوى (اللوحة السفلى).

وتشير هذه النتائج إلى أهمية العوامل القطرية في تحديد تأثير الاضطرابات المالية على الاقتصادات الصاعدة المنفردة. ويمكن أن تتشكل معلمات الحركة المشتركة،  $\beta_i$ ، على النحو الوارده مناقشته، حسب الروابط المالية والتجارية بين الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة وحسب مواطن الضعف المحلية في الاقتصادات الصاعدة.

<sup>٣٧</sup> تحددت نوبات الضغوط هذه كفترات زمنية واجهت أثناءها بعض الاقتصادات المتقدمة على الأقل ضغوطا عالية بصورة تكاد تكون مستمرة، وذلك على العكس من فترات الهدوء، حينما لم يشهد أي اقتصاد من الاقتصادات المتقدمة تقريبا ضغوطا عالية. ومن ثم، يشير مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة إلى تزايد الضغط في بلد واحد على الأقل في جميع الشهور باستثناء عدد قليل منها اعتبارا من منتصف عام ١٩٩٨ حتى منتصف عام ٢٠٠٣، واعتبارا من منتصف ٢٠٠٧. وهناك بالمثل فترة من الهدوء النسبي بين منتصف عام ٢٠٠٣ ومنتصف عام ٢٠٠٧. ووفقا لذلك، شمل النموذج معلمات زمنية محددة للحركة المشتركة: اعتبارا من يوليو ٢٠٠٧ فيما يخص الأزمة الراهنة، ومن يوليو ١٩٩٨ إلى يونيو ٢٠٠٣ لفترات الضغوط السابقة عبر الاقتصادات المتقدمة (وتشمل الفترة الثانية على وجه الخصوص انهيار صندوق استثمار «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل»، وانفجار فقاعة دوت كوم، وتوقف شركات WorldCom. وإنرون، وأرثر أندرسون عن السداد).

### الشكل البياني ٤-١٢: الحركة المشتركة للضغط المالي بين الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة

يتسم العنصر المشترك، أو النظامي، في انتقال الضغط (الوسط  $\beta$ ) بأنه كبير. لكن الاختلاف عبر البلدان له دلالة إحصائية. وكان انتقال الضغط في الأزمة الراهنة أقل مقارنة بالأزمات السابقة لمعظم بلدان العينة، ويمكن عزو ذلك إلى ضعف رد الفعل المبدئي. ويبدو أن انتقال الضغط من أوروبا الغربية أقوى خلال الأزمة الراهنة.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## انتقال الضغط المالي: التحليل الكلي

من ١٥٪ إلى ٥٠٪ من إجمالي الناتج المحلي (وهو تقريبا الفرق بين أوروبا الصاعدة والمناطق الصاعدة الأخرى) إلى ارتفاع معلمة الحركة المشتركة بنحو واحد صحيح. وتتسم الحركة المشتركة مع أوروبا الغربية بأنها أقوى إلى حد ما من الحركة المشتركة مع الولايات المتحدة وكندا، اتساقا مع الدور السائد للروابط المصرفية في الأزمة الراهنة.

- ويؤدي إدراج متغيرات صورية للمناطق المتقدمة إلى تحسين المطابقة الإحصائية ولكنه لا يجعل معاملات الروابط ذات دلالة إحصائية. وبصورة أكثر تحديدا، يؤدي إدراج المتغير الصوري للولايات المتحدة وكندا إلى إضعاف معامل روابط الحوافظ، بينما يؤدي إدراج المتغير الصوري لأوروبا الغربية — التي كانت بنوكها فعالة في إقراض جميع المناطق الصاعدة — إلى إضعاف معامل الروابط المصرفية. وتشير هذه النتائج إلى أن المتغيرات الصورية الإقليمية ترصد الأنماط الإقليمية للإقراض المصرفي وحيازات الحوافظ.<sup>٣٩</sup> ومن خلال إجراء اختبار آخر للنموذج الشهري، لا يبدو أن هناك تأثيرا لمواطن الضعف القطرية (مثل عجز الحساب الجاري أو المالية العامة) على انتقال الضغط (أي أنها لا ترتبط بدرجة كبيرة مع  $\beta_3$ ). غير أنه يمكن أن تؤثر مواطن الضعف القطرية تأثيرا مباشرا على الضغط المالي. ونظرا لعدم توافر هذه المتغيرات على أساس شهري، يتم إجراء تمرين تجريبي آخر لتقصي دورها في الضغط المالي.

### هل لمواطن الضعف القطرية أهمية؟

من أجل استكشاف هذه الفرضية، يتم تقدير المعادلة (١) على أساس البيانات السنوية لتتضمن مجموعة أشمل من المتغيرات القطرية.<sup>٤٠</sup> وبالإضافة

<sup>٣٩</sup> ينبغي الإشارة إلى أن هذه النتائج غير مدفوعة بالانفتاح التجاري والمالي الكلي للاقتصادات الصاعدة، التي لا يبدو أن لها في الحقيقة أي دور ذي دلالة إحصائية في انتقال الضغط المالي (راجع العمود الأيمن في الجدول ٤-٢).

<sup>٤٠</sup> يجري تجميع بيانات الضغط الشهرية سنويا باتخاذ خطوتين. أولا، تُحسب متوسطات الضغط على أساس ربع سنوي. وفي الخطوة الثانية، يتم اختيار الربع الذي شهد أعلى مستويات الضغط للمؤشر السنوي. وأدى وضع مواصفة بديلة باستخدام متوسطات ١٢ شهرا إلى نتائج مشابهة من حيث الدلالة الإحصائية، ولكنها تشير إلى انخفاض مستويات انتقال الضغط

وقد تم تقدير ثلاث معلمات للحركة المشتركة لكل بلد بغرض تقصي قنوات انتقال الضغط المذكورة، تعبيرا عن الحركات المشتركة مع مناطق مختلفة (اليابان وأستراليا، وأوروبا الغربية، والولايات المتحدة وكندا). وقد أُجري انحدار لهذه المعلمات على مقاييس الروابط التجارية والروابط المالية، بما في ذلك الإقراض المصرفي، وحيازات الحوافظ، والاستثمار المباشر.<sup>٣٨</sup> ونتيجة لسيطرة أوروبا الغربية على الروابط المصرفية، بينما تسيطر الولايات المتحدة وكندا على روابط الحوافظ (باستثناء أوروبا الصاعدة)، تم أيضا استكشاف مواصفة اشتملت على متغيرات صورية للولايات المتحدة وكندا وأوروبا الغربية. وأُعدت التقديرات بصورة منفصلة لنوبة الضغط المالي السابقة في الاقتصادات المتقدمة (من منتصف ١٩٩٨ حتى منتصف ٢٠٠٣) وللنوبة الأخيرة (اعتبارا من منتصف عام ٢٠٠٧).

ويشير تحليل الاختلاف في معاملات الانتقال  $\beta_3$  إلى وجود فروق مهمة في انتقال الضغط عبر النوبتين (الجدول ٤-٢):

- رغم أن كل الروابط كانت عبارة عن محددات ذات دلالة إحصائية منفردة لانتقال الضغط في الأزمات السابقة، كان من الصعب تحديد أهم رابط، مما يعزى في جانب منه إلى علاقات الارتباط الموجب بين مختلف أنواع الروابط. ورغم أن معامل الروابط ذات الصلة بالحوافظ كان أكبر، فلم تكن له دلالة إحصائية عند المستويات الحدية المعتادة بعد ضبط أثر الروابط الأخرى. وهناك تشابه في قوة الحركة المشتركة مع الولايات المتحدة وكندا، من ناحية، ومع أوروبا الغربية من ناحية أخرى، اتساقا مع التشابه الكبير في الأدوار بين روابط الحوافظ والروابط المصرفية. وعلى العكس من ذلك، يتضح أن الروابط المصرفية هي القناة الأولية لانتقال الآثار أثناء الأزمة الراهنة. فعلى سبيل المثال، يؤدي ارتفاع الالتزامات المصرفية تجاه أوروبا الغربية

<sup>٣٨</sup> تم قياس الروابط التجارية على أساس مجموع الصادرات إلى المناطق المتقدمة (وفق البيانات المبلغة من الاقتصادات المتقدمة) نسبيا إلى إجمالي الناتج المحلي القطري في كل اقتصاد صاعد. وتم قياس الروابط المالية باستخدام مجموع الخصوم المستحقة للمناطق المتقدمة (ومجموع الأصول في هذه المناطق في حالة حيازات استثمارات الحافظة). وحسب متوسط هذه المقاييس على مدى الفترة المناظرة لنوبات الضغط المالي الراهنة والسابقة.

## الفصل ٤ كيف تؤدي الروابط إلى إنكفاء الحريق

الجدول ٤-٢: دور الروابط كمحددات للحركة المشتركة<sup>١</sup>

(٧)	(٦)	(٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)	
نويات الضغط السابقة في الاقتصادات المتقدمة (يوليو ١٩٩٨-يونيو ٢٠٠٣) المتغير التابع: معلمات الحركة المشتركة للضغط المالي							
٠,٠٠٦	٠,٠١٦-	٠,٠٠٥				**٠,٠١٤	الروابط المصرفية
(٠,٠٠٨)	(٠,٠١٠)	(٠,٠٠٩)				(٠,٠٠٦)	
٠,٠٣٤	٠,٠١٨-	٠,٠٤٥			***٠,٠٦٠		روابط الحوافظ المالية
(٠,٠٢٣)	(٠,٠٣٦)	(٠,٠٣١)			(٠,٠١٧)		
٠,٠٠٣	٠,٠٣٠	٠,٠٠٩		***٠,٠٤٤			روابط الاستثمار المباشر
(٠,٠٢٤)	(٠,٠٢٧)	(٠,٠٢٦)		(٠,٠٠٩)			
٠,٠٠٥	٠,٠٠٨	٠,٠٠٠		**٠,٠٢٣			الروابط التجارية
(٠,٠١٣)	(٠,٠١٥)	(٠,٠١٧)	**٠,٠٢٣	(٠,٠٠٩)			
	***٠,٤٦٩						المتغير السوري للولايات المتحدة وكندا
	(٠,١٤١)						
	***٠,٥٨٤						المتغير السوري لأوروبا الغربية
	(٠,١٦٥)						
٠,٠٠١-							الانفتاح التجاري <sup>٢</sup>
(٠,٠٠١)							
٠,٠٠٣-							الانفتاح المالي <sup>٢</sup>
(٠,٠٠٢)							
لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	الأثار القطرية
٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	المشاهدات
٠,٢٥	٠,٥٣	٠,٣٤	٠,٢١	٠,٢٩	٠,٣١	٠,١٧	معامل التحديد R <sup>٢</sup>
نوية الضغوط الأخيرة في الاقتصادات المتقدمة (اعتباراً من يوليو ٢٠٠٧ فصاعداً) المتغير التابع: معلمات الحركة المشتركة للضغط المالي							
*٠,٠٢٥	٠,٠٠٥-	**٠,٠٣٣				*٠,٠٢٩	الروابط المصرفية
(٠,٠١٣)	(٠,٠٢٧)	(٠,٠١٤)				(٠,٠١٧)	
٠,٠٢٧	٠,٠٠٦	٠,٠٣٣			***٠,٠٥٥		روابط الحوافظ المالية
(٠,٠١٦)	(٠,٠١٩)	(٠,٠٢٦)			(٠,٠٢٠)		
٠,٠٦٩	٠,٠٥٣	٠,١٠٥		***٠,١٤٤			روابط الاستثمار المباشر
(٠,٠٧٧)	(٠,٠٦٤)	(٠,٠٨٣)		(٠,٠٤٤)			
٠,٠٣١-	٠,٠٢١-	٠,٠٦٣-	٠,٠٤٧				الروابط التجارية
(٠,٠٤١)	(٠,٠٤٧)	(٠,٠٤٧)	(٠,٠٣٠)				
	**١,٢٠١						المتغير السوري للولايات المتحدة وكندا
	(٠,٥٣٧)						
	***١,٨١٩						المتغير السوري لأوروبا الغربية
	(٠,٦٣٠)						
٠,٠٠١							الانفتاح التجاري <sup>٢</sup>
(٠,٠٠٣)							
٠,٠٠٥-							الانفتاح المالي <sup>٢</sup>
(٠,٠٠٣)							
لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	الأثار القطرية
٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	المشاهدات
٠,٢٠	٠,٥٢	٠,٢٦	٠,٠٩	٠,١٦	٠,١٩	٠,١٤	معامل التحديد R <sup>٢</sup>

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> الأخطاء المعيارية الثابتة بين أقواس: وتشير الرموز (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى ١% و٥% و١٠%، على التوالي.  
<sup>٢</sup> الصادرات زائد الواردات مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٣</sup> الأصول الخارجية زائد الخصوم مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.

التقديرات. وبوجه عام، تقترب تقديرات متوسط معامل الحركة المشتركة للضغوط  $\beta$  من المستويات التي تم التوصل إليها في النموذج الشهري. كذلك لم يتأثر حجم الحركة المشتركة للضغوط بين الاقتصادات الصاعدة والاقتصادات المتقدمة بالمتغيرات القطرية اتساقاً مع

إلى مؤشرات التعرض للمخاطر، تُدرج مقاييس انفتاح التجارة والحساب الرأسمالي لحساب دورها المحتمل في زيادة التقلبات. ويحتوي الجدول ٤-٣ على نتائج هذه

(معاملات بيتا). ويبدو أن عملية حساب المتوسطات لا تظهر معلومات مهمة في البيانات.

الجدول ٤-٣: الضغوط في الاقتصادات الصاعدة: الآثار القُطرية<sup>١</sup>  
(بيانات مقطعية سنوية ١٩٩٧-٢٠٠٨)

مؤشر الضغوط المالية في الاقتصادات الصاعدة						
(٧)	(٦)	(٥)	(٤)	(٣)	(١)	
***٠,٦٢	***٠,٥٨	***٠,٥٦	***٠,٥٣	***٠,٥٢	***٠,٤٩	الضغط المالي (الاقتصادات المتقدمة)
(٠,٠٦)	(٠,٠٦)	(٠,٠٨)	(٠,٠٦)	(٠,٠٧)	(٠,٠٧)	
**٠,٠٢	**٠,٠٢	*٠,٠٢	***٠,٠٣	**٠,٠٢		الانفتاح المالي (١-٢)
(٠,٠١)	(٠,٠١)	(٠,٠١)	(٠,٠١)	(٠,٠١)		
*٠,٠٧-	**٠,٠٨-	***٠,١٠-	**٠,١٠-	***٠,١١-		الانفتاح التجاري (١-٢)
(٠,٠٤)	(٠,٠٢)	(٠,٠٣)	(٠,٠٣)	(٠,٠٣)		
***٠,١٣-			***٠,١٤-			الحساب الجاري (١-٢)
(٠,٠٤)			(٠,٠٤)			
*٠,١٨-		٠,١١-				رصيد المالية العامة (١-٢)
(٠,٠٩)		(٠,١٠)				
٠,٠٩-	*٠,١٢-					الاحتياطيات الأجنبية (١-٢)
(٠,٠٦)	(٠,٠٦)					
٠,٦٣	٠,٦٢	٠,٦٠	٠,٦٢	٠,٦٠	٠,٥٥	معامل التحديد R <sup>٢</sup>
٠,٢٠	٠,١٨	٠,١٩	٠,١٨	٠,١٨	٠,٢٦	معامل التحديد R <sup>٢</sup> (البيئي)
٠,٥٢	٠,٥٠	٠,٤٧	٠,٤٩	٠,٤٧	٠,٣٩	معامل التحديد R <sup>٢</sup> (الدخلي)
٢١٠	٢١٠	٢١٠	٢١٠	٢١٠	٢١٠	المشاهدات
١٨	١٨	١٨	١٨	١٨	١٨	البلدان

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> الأخطاء المعيارية الثابتة بين أقواس: وتشير الرموز (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى ١٪ و٥٪ و١٠٪، على التوالي. وجميع الانحدارات تتضمن الآثار القُطرية الثابتة وتحدد أثر العوامل العالمية. ويشمل تحييد أثر العوامل العالمية سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن لثلاثة شهور («ليبور»). ونمو الناتج العالمي الحقيقي، والتغير في معدل التبادل التجاري للسلع الأولية.  
<sup>٢</sup> الأصول الخارجية زائدا الخصوم مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٣</sup> الصادرات زائدا الواردات مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٤</sup> ٪ من إجمالي الناتج المحلي.

إلى إضعاف هذه المفاضلة (دراسة Imbs, 2006؛ ودراسة Kose, Prasad, and Terrones, 2005).

وتتمثل أهم عوامل المخاطر المحددة للضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة إلى حد بعيد في تسجيل عجز كبير في الحساب الجاري والمالية العامة. وتميل البلدان التي تمتلك حسابات جارية أو أرصدة مالية أعلى إلى مواجهة ضغوط أقل، كما يحدث المتغيران نفس التأثير الهامشي تقريبا على الضغط المالي (الجدول ٤-٣، والعمودان ٤ و ٥). وترتبط زيادة العجز بمقدار نقطة مئوية واحدة من إجمالي الناتج المحلي بصعود مؤشر الضغوط في المتوسط بنحو ٠,١٥ نقطة مئوية في السنة اللاحقة. ولأغراض المقارنة، ارتفع مؤشر الاقتصادات الصاعدة بما يتراوح بين ١ و ٢ نقطة مئوية في عام واحد أثناء أحداث الضغط السابقة وارتفع بمقدار أكبر في آخر نوبة. ويؤدي ارتفاع مستويات الاحتياطيات الأجنبية أيضا إلى إضعاف الضغط في الاقتصادات الصاعدة (العمود ٦)، ولكن يصبح تأثيرها غير قاطع (قيمة الاحتمال ١٢٪).

النموذج الشهري (التفاعلات مع مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة).<sup>٤١</sup>

ويكشف النموذج المبني على الأساس السنوي عن آثار مباشرة مهمة تحدثها الخصائص القُطرية في الضغوط التي تواجهها الاقتصادات الصاعدة. ومن بين المتغيرات القُطرية، يحدث المتغيران المعنيان بالانفتاح آثارا متناقضة في الضغط المالي. فترتبط زيادة انفتاح الحساب الرأسمالي الواقعية بارتفاع مستويات الضغط — وتقاس بالأصول الأجنبية زائدا الخصوم مقسومة على إجمالي الناتج المحلي. ويحدث الانفتاح التجاري الأثر المعاكس حيث يخفض مستوى الضغط المالي. وتنسق هذه النتيجة إلى حد بعيد مع الفكرة التي تفيد بأن أحد تكاليف انفتاح الحساب الرأسمالي هي زيادة التقلبات. وتؤدي درجة الاندماج الاقتصادي الدولي مقيسة بالانفتاح التجاري

<sup>٤١</sup> أدى وضع مواصفة ديناميكية للنموذج باستخدام مُقدّر ديناميكي لطريقة العزوم المعممة إلى الخروج بنتائج مماثلة إلى حد كبير. راجع الملحق ٤-٢ للاطلاع على مناقشة حول نتائج نموذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

عند إدراج كل متغيرات الضبط في النموذج (العمود ٧).<sup>٤٢</sup> ويكمن أحد الأسباب وراء تقلص حجم هذا التأثير في ما تؤدي إليه الاحتياطات الوقائية من إضعاف الضغط في بعض الشرائح (فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية) ولكنها لا تضعفه في شرائح أخرى (أسواق الأسهم). وبوجه عام، تكون هذه النتائج ثابتة عند إدراج متغيرات ضبط أخرى.<sup>٤٣</sup>

ويقاس الشكل البياني ٤-١٣ الأحجام النسبية لمساهمة الأثر المشترك ومواطن الضعف في الضغوط التي تواجه الأسواق الصاعدة، ويصور المساهمات التقديرية مع التمييز بين فترات الهدوء في الاقتصادات الصاعدة وفترات انتشار الضغط المالي (١٩٩٨ و ٢٠٠٠ و ٢٠٠٢ و ٢٠٠٨).<sup>٤٤</sup> وفي فترات ارتفاع الضغوط، يكون محفز الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة هو العامل الأكبر الوحيد الذي يدفع إلى تزايد الضغوط في الاقتصادات الصاعدة. وتؤثر العوامل العالمية تأثيراً مخففاً للضغوط — عن طريق موازنة التغيرات في أسعار السلع الأولية بصورة رئيسية — غير أن تأثيرها محدود نسبياً. ويتسم التأثير الذي يحدثه تحسن أرصدة الحساب الجاري والمالية العامة قبل وقوع أحداث ارتفاع الضغط في الاقتصادات المتقدمة بأنه صغير مقارنة بغيره.<sup>٤٥</sup>

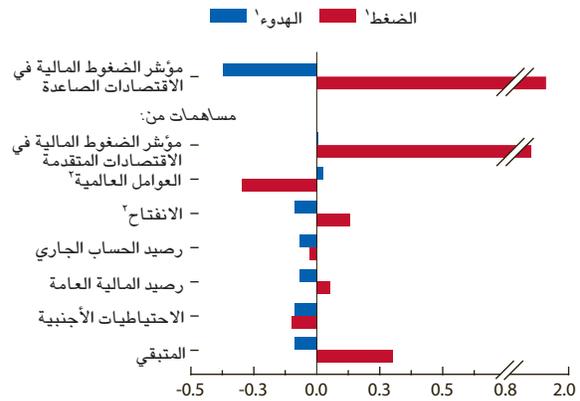
وعلى النقيض من ذلك، تنخفض مستويات الضغط أثناء فترات الهدوء في الاقتصادات الصاعدة بفضل تحسن أرصدة الحساب الجاري والمالية العامة وتراكم الاحتياطات. وتسهم هذه العوامل معاً بنسبة كبيرة (نحو ٦٠٪) في انخفاض متوسط الضغوط في الاقتصادات الصاعدة في فترات الهدوء. وخلاصة القول أن مؤشرات التعرض للمخاطر المحددة تسهم بدور مهم على المستوى القطري، غير أن أثرها يكون محدوداً حينما تقع الاقتصادات المتقدمة تحت طائلة الضغوط.

<sup>٤٢</sup> لا تختلف آثار هذه المتغيرات في الفترة الأخيرة ولا تؤثر على حجم معدل انتقال الضغط.  
<sup>٤٣</sup> أدرجت متغيرات أخرى ولكنها لم تسفر عن حدوث أثر ذي دلالة إحصائية، وتشمل نظام سعر الصرف، والحوكمة في البلد المعني، والمؤسسات الديمقراطية، ومستويات نصيب الفرد من الدخل.  
<sup>٤٤</sup> تُحتسب المساهمات التقديرية للمتغيرات التفسيرية في الضغط المالي الذي يواجه الاقتصادات الصاعدة عن طريق ضرب التغيرات السنوية لكل متغير تفسيري في المعامل التقديري المأخوذ من نموذج الاقتصاد القياسي، بناء على ما ورد في العمود ٧ في الجدول ٤-٣.  
<sup>٤٥</sup> تخلص دراسة (Gonzalez-Hermosillo 2008) إلى نتيجة مشابهة مفادها أن فروق أسعار الفائدة على السندات في الاقتصادات المتقدمة والنامية تكون مدفوعة بعوامل مخاطر حركة السوق العالمية في فترات الضغوط، بينما للعوامل المتفردة دور مهم في الفترات الأكثر هدوءاً.

### الشكل البياني ٤-١٣: تفسير الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة

إن اقتران المساهمات من تحسن الحساب الجاري وأرصدة المالية العامة ومن ارتفاع الاحتياطات يفسر جزءاً كبيراً من تراجع الضغط المالي أثناء فترات الهدوء في الاقتصادات المتقدمة. وفي المقابل، ليس في استطاعة هذه الجهود موازنة انتقال الضغط أثناء فترات ارتفاع الضغط في الاقتصادات المتقدمة.

التغير الفعلي والمتوقع في ضغوط الاقتصادات الصاعدة  
١٩٩٧-٢٠٠٨  
(التغير في مؤشر الضغوط، متوسط العينة)



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ وإحصاءات ميزان المدفوعات، الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> سنوات الضغوط هي ١٩٩٨ و ٢٠٠٠ و ٢٠٠٢ و ٢٠٠٨؛ وفترات الهدوء هي ما عدا ذلك. راجع الجدول ٤-١.

<sup>٢</sup> استناداً إلى العمود الأخير في الجدول ٤-٣؛ تشمل العوامل العالمية كلا من سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن ("ليبور") لثلاثة شهور، ونمو الناتج العالمي، والتغير في معدلات التبادل التجاري للسلع الأولية، ويجمع "الانفتاح" بين العوامل المالية والعوامل التجارية.

## الدروس المستخلصة من الأزمات المصرفية السابقة في الاقتصادات المتقدمة

تضمنت الأزمة الراهنة أزمات مصرفية نظامية في كثير من الاقتصادات المتقدمة. غير أن فترة العينة المستخدمة في تحليل الاقتصاد القياسي (١٩٩٧-٢٠٠٨)، كما أُشير في بداية هذا القسم، توفر تغطية محدودة للأزمات المصرفية النظامية في الاقتصادات المتقدمة. ومن ثم، ينظر هذا القسم الفرعي في الآثار التي ترتبت على أزميتين مصرفيتين معروفتين في الاقتصادات المتقدمة كجزء مكمّل لتحليل الاقتصاد القياسي.

ومع تزايد العولمة المصرفية (التدفقات عبر الحدود وتغلغل المكاتب التابعة والمنتسبة لبنوك أجنبية)، فإن إصابة الاقتصادات المتقدمة بأزمة مصرفية يمكن أن يُحدث أثارا كبيرة تتعلق بالمقرض المشترك، وأن يسبب تراجعاً ملحوظاً في التدفقات الرأسمالية. ومع هذا، فقد شمل عدد قليل من الأزمات في العقد الماضي اقتصادات متقدمة كانت في الوقت ذاته جهات إقراض كبيرة للاقتصادات الصاعدة. فعلى سبيل المثال، تُعتبر الأزمة المصرفية الاسكندنافية في مطلع تسعينات القرن الماضي أزمة نظامية، لكن البنوك الاسكندنافية لم تكن أطرافاً كبيرة في الاقتصادات الصاعدة. ويعرض هذا القسم دراسية حالة لأزميتين كانت البنوك التي وقعت تحت طائلة الضغوط في الاقتصادات المتقدمة معنية خلالهما إلى حد كبير بإقراض الاقتصادات الصاعدة: أزمة الديون في أمريكا اللاتينية في ثمانينات القرن الماضي والأزمة المصرفية اليابانية في تسعينات القرن الماضي.

### أزمة الديون في أمريكا اللاتينية

يربط كثير من المعلقين بين أزمة ديون أمريكا اللاتينية والضغط المصرفي الحاد في الولايات المتحدة. وصحيح أن كثيراً من أكبر البنوك الأمريكية والأوروبية كان شديد الانكشاف لمخاطر أمريكا اللاتينية من خلال القروض المصرفية المجمعّة للمقرضين السياديين. وبحلول نهاية عام ١٩٧٨، بلغ حجم هذه القروض أكثر من ضعف رؤوس أموال واحتياطيات البنوك الأمريكية الرئيسية. ومع هذا، لم يكن الدافع المبدئي وراء التوقف عن السداد في الاقتصادات الصاعدة هو حدوث سحبيات كبيرة من جانب البنوك الأمريكية، وإنما يُعزى إلى مزيج من الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة الأمريكية وانهايار

أسعار النفط (دراسة، Kaminsky, Reinhart, and Végh، ٢٠٠٤).<sup>٤٦</sup>

ومع ذلك، تضررت البنوك الأمريكية الكبيرة كثيراً من أزمة الديون نظراً لانكشافها لمخاطر أمريكا اللاتينية فأقدمت على تقليص الإقراض للمنطقة. وحتى بعد إعادة جدولة الديون على نحو منسق، انخفضت القروض القائمة التي مُنحت للمنطقة في الفترة من ١٩٨٣ إلى ١٩٨٩ بأكثر من ٢٠٪. كذلك تراجع إقراض بنوك الاقتصادات المتقدمة الأخرى للمنطقة (الشكل البياني ٤-١٤، اللوحان العليا والوسطى).<sup>٤٧</sup> وربما كان الأمر الذي لا يثير الدهشة هو تقليص البنوك الأمريكية لمعاملاتها بقدر كبير نسبياً مع كل الاقتصادات الصاعدة في النصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي (اللوحة السفلى).

ورغم أن تراجع الإقراض المصرفي طويل الأمد ارتبط بالضغط في البنوك الأمريكية، فليس من الواضح مدى انطباق هذه النوبة على الأزمة الراهنة. وبصفة خاصة، كان العامل المحفز لأزمة الديون في أمريكا اللاتينية هو توقف المقرضين من الاقتصادات الصاعدة عن السداد، بينما كان العامل المحفز للأزمة الراهنة هو خسائر المقرضين في الاقتصادات المتقدمة، مما حدا بهم إلى خفض القروض التمويلية وسحب الائتمان من الاقتصادات الصاعدة. وفضلاً على ذلك، تمكنت الولايات المتحدة من تجنب وقوع أزمة مصرفية نظامية في ثمانينات العقد الماضي -على العكس من الأزمة الراهنة- مما يرجع جزئياً إلى التساهل التنظيمي الممنوح لأكبر البنوك.

<sup>٤٦</sup> توسعت أكبر البنوك الأمريكية خلال سبعينات القرن الماضي في أنشطتها ودخلت أمريكا اللاتينية بحثاً عن العائد، حيث أدت التغييرات الهيكلية إلى خفض الهوامش على العمليات المحلية (مثل التوسع في سوق الأوراق التجارية). وكانت أولى البلدان التي توقفت عن السداد هي المكسيك، في أغسطس ١٩٨٢، وعلى مدى السنوات القليلة اللاحقة أقدم ١٦ بلداً آخر في أمريكا اللاتينية على إعادة جدولة ديونه للبنوك الأمريكية. ووقعت أزمة المدخرات والقروض الأمريكية في نفس الفترة تقريباً، ولكنها لم تكن مرتبطة ارتباطاً مباشراً بأزمة ديون أمريكا اللاتينية.

<sup>٤٧</sup> ترجع البيانات المصرفية الموحدة إلى عام ١٩٨٣ فقط، (الشكل البياني ٤-١٤، اللوحة العليا) وتجمع بين التزامات المكاتب المنتسبة لبنوك أجنبية مع التزامات المقار الرئيسية (ترصيد بيانات الإقراض بين المكاتب) وتبين تراجع إقراض الولايات المتحدة للاقتصادات الصاعدة في أمريكا اللاتينية في ثمانينات القرن الماضي اتساقاً مع الإقراض المصرفي لبلدان أخرى. ويتضح من سلاسل البيانات الأطول للالتزامات المصرفية التي تستخدم البيانات حسب الموقع (التي تشمل الإقراض بين المكاتب ولكنها تستبعد مطالبات المكاتب المنتسبة لبنوك أجنبية) إجراء البنوك الأمريكية سحبيات كبيرة أكثر وضوحاً إثر تفجر أزمة الديون في أمريكا اللاتينية مباشرة.

### الأزمة المصرفية اليابانية

ليس هناك شك في معاناة اليابان من أزمة مصرفية نظامية أثناء التسعينات تفجرت بسبب انهيار أسواق الأسهم والعقارات التجارية وتصادد الضغط في قطاع الشركات. وكانت البنوك اليابانية في ذلك الوقت أطرافا كبيرة في الأسواق الصاعدة، لا سيما في آسيا.

وبدأت مطالبات البنوك على المراكز الآسيوية الخارجية (منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وسنغافورة) تتراجع في مطلع التسعينات، وتسارعت وتيرة التراجع بعد عام ١٩٩٤ (الشكل البياني ٤-١٥). غير أنه بالنسبة لشرق آسيا، حيث كانت البنوك اليابانية مكشوفة بصفة خاصة أمام تايلند وإندونيسيا، استمر ارتفاع المطالبات حتى عام ١٩٩٧ عندما تفجرت الأزمة الآسيوية. وأدى تدهور أوضاع الاقتصاد الياباني خلال العامين التاليين إلى زيادة الضغوط على الجهاز المصرفي، ومن ثم خفضت البنوك اليابانية القروض الممنوحة لشرق آسيا، ولا تزال مطالباتها اليوم أقل بكثير من مستوى الذروة الذي بلغته منذ عقد مضي.<sup>٤٨</sup> وانعكاسا لضعف أوضاع القطاع المصرفي الياباني، انخفضت المطالبات الاسمية على شرق آسيا في نفس الوقت تقريبا الذي بدأ فيه تراجع الإقراض المحلي في اليابان رغم انخفاض المطالبات الاسمية بمعدل أكبر مقارنة بمستويات الذروة (انخفضت المطالبات على شرق آسيا بنحو الثلثين وتراجع المطالبات المحلية بما يقرب من الربع).<sup>٤٩</sup>

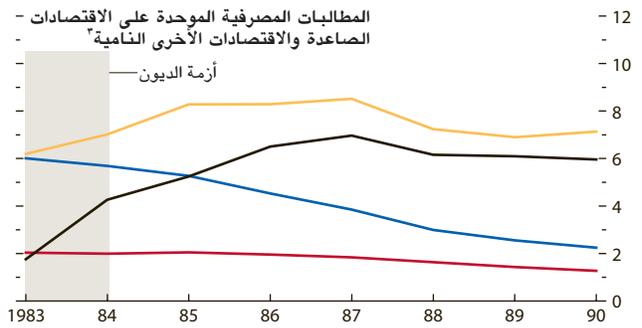
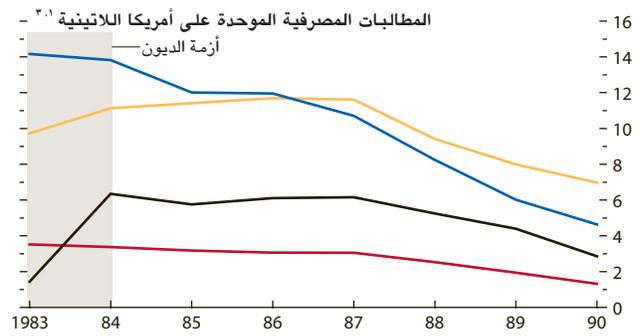
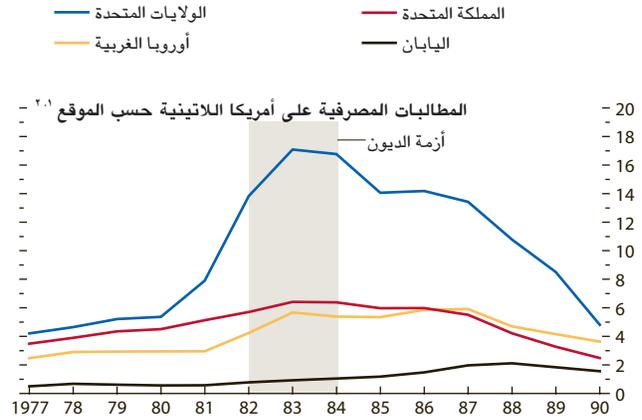
وتتسم درجة التقلص بأنها أكثر جذبا للانتباه عند المقارنة بين مطالبات البنوك اليابانية ومطالبات بنوك الاقتصادات المتقدمة الأخرى. ويبين ذلك بوضوح أن سحب أموال اليابان لم يكن جزءا من انسحاب عام من شرق آسيا، نظرا لاستمرار جميع المناطق الأخرى في الاحتفاظ بمطالبات تفوق هذه المستويات بكثير وقت الأزمة الآسيوية.

وفي سياق تفسير هذه الاتجاهات العامة، انسحبت البنوك اليابانية بداية من أسواق تجارة الجملة ذات هوامش الأرباح المنخفضة في الولايات المتحدة والمراكز الخارجية في آسيا، حينما تصاعدت تكاليف تمويلها تصاعدا حادا (تصاعدت فروق أسعار الفائدة السائدة

<sup>٤٨</sup> رغم التوصل إلى هذه النتائج على أساس إجمالي الناتج المحلي لبلد الوجهة، فإنها تظل عند نفس المستوى إلى حد بعيد عند الحساب بقيمة الدولار وإذا ما تم استبدالها بإجمالي الناتج المحلي لليابان.  
<sup>٤٩</sup> في واقع الأمر، تبين دراسة (Peek and Rosengren 1997 and 2000) أن البنوك اليابانية نقلت الصدمات التي أصابت قواعد رؤوس أموالها حتى إلى سوق العقارات الأمريكي من خلال فروعها في الولايات المتحدة.

### الشكل البياني ٤-١٤: تأثير أزمة الديون في أمريكا اللاتينية على الالتزامات المصرفية<sup>١</sup> (% من إجمالي الناتج المحلي لمنطقة الوجهة)

كان لأزمة الديون في أمريكا اللاتينية في مطلع ثمانينات العقد الماضي أثر كبير على أكبر البنوك الأمريكية، والتي انسحبت من أمريكا اللاتينية ومن الاقتصادات الصاعدة بشكل عام.



المصدر: بنك التسويات الدولية، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تشمل الأرجنتين والبرازيل وشيلي والمكسيك وفنزويلا.

<sup>٢</sup> المطالبات حسب الموقع المبلغة من بنك التسويات الدولية تشمل مطالبات البنوك المقيمة عبر الحدود.

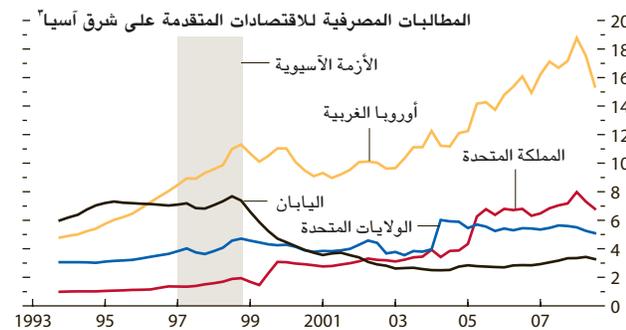
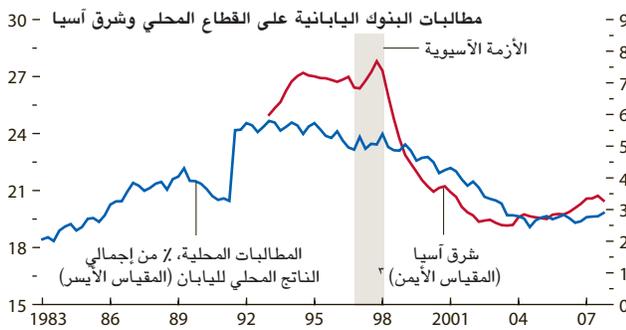
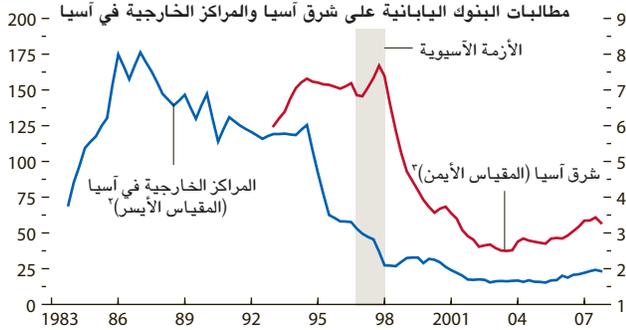
<sup>٣</sup> المطالبات المصرفية الموحدة المبلغة من بنك التسويات الدولية تشمل مطالبات جميع الفروع والبنوك التابعة في الخارج.

## الانعكاسات على الأزمة الراهنة

### الشكل البياني ٤-١٥: تأثير الأزمة المصرفية اليابانية على الإقراض المصرفي<sup>١</sup>

(% من إجمالي الناتج المحلي لمنطقة الواجهة: ما لم يُشار خلاف ذلك)

قلصت البنوك اليابانية في تسعينات القرن الماضي معاملاتها بقدر كبير ولفترة مطولة مع شرق آسيا. ومع هذا، جاء ذلك بعد وقوع الأزمة الآسيوية وحينما أصبحت المتاعب المصرفية حادة إلى درجة أودت باليابان في أزمة مصرفية نظامية.



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> المطالبات المصرفية الموحدة والمبلغه من بنك التسويات الدولية تشمل مطالبات كل الفروع والبنوك التابعة في الخارج.

<sup>٢</sup> المراكز الخارجية في آسيا تشمل منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وسنغافورة.

<sup>٣</sup> شرق آسيا تشمل إندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين ومقاطعة تايوان الصينية وتايلاند.

بين بنوك لندن فجأة) وواجهت ضغوطا لتحسين نسب رؤوس أموالها. وفي ذلك الوقت، تحولت البنوك اليابانية نحو الأسواق ذات هوامش الأرباح الأعلى في آسيا، حيث ازدادت أهمية علاقات الإقراض وانتشر تواجد الشركات اليابانية. ومع ذلك، تحول مسار هذه الاستراتيجية من جراء وقوع الأزمة الآسيوية، وهن الاقتصاد المحلي، وتساعد الضغوط لرفع نسب رؤوس الأموال<sup>٥٥</sup> وأُعقب ذلك تراجع كبير وطويل الأمد في الإقراض لشرق آسيا، ولم يبدأ هذا الاتجاه في التحول جزئيا إلا بعد تعافي الاقتصاد الياباني في ٢٠٠٢.

ويؤكد امتداد التأثير الناجم عن الأزمة المصرفية اليابانية أهمية آثار المقرض المشترك التي نمت بقدر أكبر في السنوات الأخيرة. فعلى سبيل المثال، وفيما يخص أوروبا الصاعدة، تبين دراسة (Aydin 2008) تأثير ظروف سوق المعاملات بين البنوك في أوروبا الغربية على الإقراض المصرفي في أوروبا الوسطى والشرقية. وبالمثل، في حالة البنوك الأمريكية، تخلص دراسة (Cetorelli and Goldberg 2008) إلى أن قدرة المكاتب الخارجية للبنوك الأمريكية على الاستفادة من الميزانيات العمومية للبنوك الأم تتراجع في فترات تشديد أوضاع السيولة في الولايات المتحدة<sup>٥٦</sup> ومن الواضح أن ملكية البنوك الأجنبية قد تفضي إلى زيادة الهشاشة المالية، ولكنها قد تصبح قوة ضبط للأوضاع حينما تواجه الاقتصادات الصاعدة ضغوطا — بشرط أن تكون الأوضاع هادئة لدى البنوك الأم في بلد الموطن (الإطار ٤-١).

## الانعكاسات على الأزمة الراهنة

### ماذا تعلمنا؟

انتقلت الأزمات السابقة في الاقتصادات المتقدمة بقوة وسرعة إلى الاقتصادات الصاعدة. وفي سياق هذا النمط، تأثرت الاقتصادات الصاعدة تأثيرا شديدا بالارتفاعات الحادة المفاجئة وغير المسبوقة في مستويات الضغط المالي الذي تعرضت له الاقتصادات المتقدمة في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ والذي كان له تأثير كبير على الاقتصادات الصاعدة. وفي الربع الرابع، ارتفع مستوى

<sup>٥٥</sup> تذهب دراسة (Laeven and Valencia 2008) إلى أن الأزمة اليابانية لم تصبح أزمة نظامية إلا في نوفمبر ١٩٩٧.

<sup>٥٦</sup> على سبيل المثال، تبين الحسابات الواردة في دراستهما أن اقتراض البنوك الأمريكية داخليا من مكاتب أجنبية بلغ ضعف متوسط حجمه قبل تفجر الأزمة الراهنة (أي قبل صيف ٢٠٠٧) وكان يمول أكثر من ٢٠٪ من نمو الأصول المحلية للبنوك الأمريكية خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٧.

#### الإطار ٤-١: أثر ملكية البنوك الأجنبية خلال الأزمات النابعة من الداخل

Levine, and Min (1998) انحدرات على مستوى البلدان لبيان ما يؤدي إليه دخول البنوك الأجنبية من خفض احتمال وقوع أزمات في الأسواق الصاعدة. ومع هذا، لا يبدو أن التقديرات تقوم بضبط أثر المنشأ الداخلي على نحو تام—وبصفة خاصة، فإن قرار عدم دخول السوق الأجنبي يمكن أن يتأثر بتوقعات حدوث أزمة ولا يرتبط بوقوع الأزمة فعلياً فحسب. وتبين دراسة Detragiache and Gupta (2004) أن أداء البنوك الأجنبية غير الآسيوية في ماليزيا كان أفضل أثناء الأزمة الآسيوية فيما يخص الربحية وجودة القروض مقارنة بالبنوك المحلية أو البنوك الأجنبية العاملة بصفة رئيسية في آسيا.

ولماذا يمكن لأداء البنوك الأجنبية أن يكون أفضل في فترات الشدة التي تسود الاقتصادات الصاعدة؟ أولاً، لأنها قد تكون أكثر ربحية، وكفاءة، وتتمتع بمستوى جيد من الرسملة، وبالتالي تكون أكثر قدرة على مواجهة صدمة كبيرة. وثانياً، قد يكون من الأسهل على المكاتب التابعة لمجموعات عالمية كبرى القيام بتعبئة رؤوس الأموال أو الأرصد السائلة في الأسواق المالية الدولية، نتيجة لمزايا توافر المعلومات أو بفضل سمعتها. وثالثاً، حتى إذا نضب التمويل الخارجي بسبب تزايد العزوف عن المخاطر، فربما لا تزال المكاتب التابعة لبنوك أجنبية قادرة على الحصول على دعم مالي من بنوكها الأم، خاصة إذا كان البنك الأم يتسم بتنوع أنشطته على نحو جيد ولم يتأثر إلا على نحو هامشي بالمصاعب التي تواجه البلد المضيف.

ازدادت العولمة المصرفية في السنوات الأخيرة من حيث التدفقات العابرة للحدود وتغلغل المكاتب التابعة والمنتسبة لبنوك أجنبية. وفي واقع الأمر، انتشر دخول البنوك الأجنبية بوجه عام على مستوى جميع المناطق، لا سيما في أوروبا الصاعدة، حيث أكثر من ٧٠٪ من البنوك الموجودة حالياً هي بنوك مملوكة لجهات أجنبية. وهذا قد يكون له تأثير ملحوظ على التدفقات الرأسمالية من الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات الصاعدة.

وعلى الجانب السلبي، انسحبت البنوك الأجنبية في بعض الأحيان من هذه المناطق وارتبطت بالهشاشة المالية، كما يتضح من خلال أزمة الأرجنتين. وفي ذلك الوقت، قام سيتي بنك ببيع البنك التابع له (Bansud)، وعمد بنك "كريديت أغريكول" إلى عدم جلب رؤوس أموال جديدة مما أتاح للحكومة الاستحواذ على بنوكه التابعة "Bersa" و"Suquia" و"Bisel". وبالمثل، يمكن أن يؤدي الضغط الذي تعاني منه النظم المالية، حيث تتواجد البنوك الأم، إلى إضعاف الآثار المحققة لاستقرار الناتجة عن ملكية بنوك أجنبية، كما يتضح من المثال الأخير لبنك هنغاريا (OTP) من خلال بنوكه التابعة في أوكرانيا.

غير أن هناك أيضاً بعض الأدلة على أن دخول البنوك الأجنبية يمكن أن يساعد على استقرار النظم المالية للاقتصادات الصاعدة خلال الأزمات النابعة من الداخل. فعلى سبيل المثال، تستخدم دراسة Demirgüç-Kunt،

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو رافي بالاكريشانان.

في الاقتصادات المتقدمة. غير أنه في فترات انتشار الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة، لم تقف هذه الظروف حائلاً أمام انتقاله. ويمكن مع ذلك أن يسهم انخفاض الضغط في الحد من الانعكاسات الحقيقية للضغط المالي (باستخدام الاحتياطي كهامش للوقاية من آثار انخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة، على سبيل المثال) والمدة الزمنية للأزمة،<sup>٢</sup> وهي روابط لم يتناولها هذا الفصل بالدراسة. فضلاً على ذلك، يكتسب انخفاض عجز الحساب الجاري والمالية العامة أهمية متى انحسر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة، حيث يساعد انخفاض العجز في إعادة بناء الاستقرار المالي والتدفقات الرأسمالية الأجنبية الداخلة.

<sup>٢</sup> تبين دراسة Mecagni and others (2007) أن تحسن الظروف السابقة على الأزمة يمكن أن يقلل مدة أزمات الحساب الرأسمالي.

الضغط المالي في كافة المناطق الصاعدة، وتجاوزت في المتوسط المستويات المشاهدة خلال الأزمة الآسيوية.

ويبدو أن الروابط المالية وسيط رئيسي في انتقال الضغط: فقد كانت الاقتصادات الصاعدة التي عليها التزامات أجنبية أعلى تجاه الاقتصادات المتقدمة أكثر تأثراً بالضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة مقارنة بالاقتصادات الصاعدة التي جمعتها بتلك الاقتصادات روابط أقل. وفي الفترة الأخيرة، كانت روابط الإقراض المصرفي هي أحد القنوات الرئيسية لانتقال الضغوط، وكانت بنوك أوروبا الغربية هي المصدر الرئيسي للضغط.

وكانت الاقتصادات الصاعدة في الماضي قادرة على التحصن إلى حد ما من الضغط المالي بفضل انخفاض عجز الحساب الجاري والمالية العامة أثناء فترات الهدوء

ماهي السياسات التي يمكنها المساعدة في ذلك؟

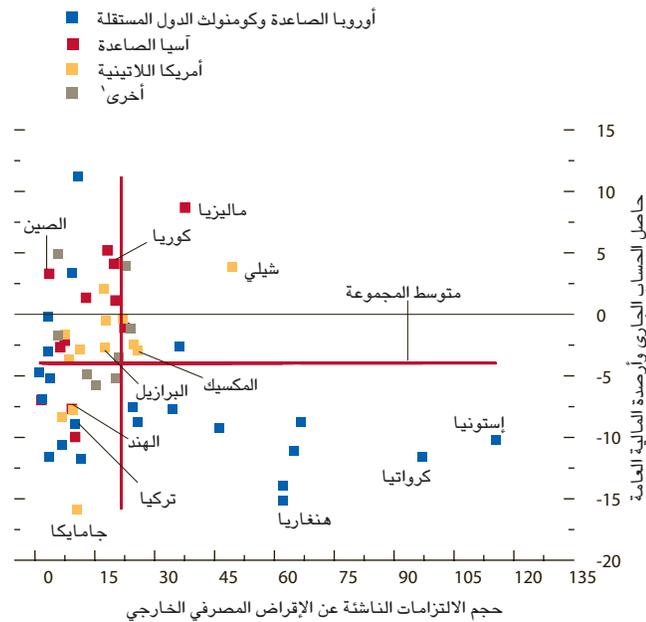
## ما هي الانعكاسات على الأزمة الراهنة؟

تتسم الأزمة الراهنة التي أصابت الاقتصادات المتقدمة بتفردها من حيث العمق والاتساع والتأثير على جميع شرائح النظم المالية في هذه الاقتصادات. ويمثل الضغط المصرفي أحد السمات البارزة عند مقارنته بنوبات الضغط في العقد الماضي وقد انتشر من الولايات المتحدة إلى أوروبا الغربية ومنها إلى المراكز المالية الأخرى والاقتصادات الصاعدة. ورغم أن الأزمة لا زالت تتكشف، يمكن استخلاص بعض النتائج كما يلي:

- تظهر الضغوط على الأرجح في الاقتصادات الصاعدة شديدة الانكشاف للإقراض المصرفي. وعلاوة على ذلك، يُرجح أن تعتمد سرعة الاقتصادات في إعادة بناء الاستقرار المالي على درجة العجز في الحساب الجاري والمالية العامة متى انحسر الضغط في الاقتصادات المتقدمة. ويوضح الشكل البياني ٤-١٦ موقع الاقتصادات الصاعدة من هذين البعدين. وتصور المساحة في الجزء الأيمن السفلي البلدان التي تعاني من الانكشاف الشديد بسبب الإقراض المصرفي وارتفاع العجز التوأم (وتبرز فيها أوروبا الصاعدة).
- ويرجح أن تتضرر التدفقات المصرفية إلى الاقتصادات الصاعدة بصورة حادة، كما تبين من تجربة اقتصادات جنوب آسيا أثناء الأزمة المصرفية اليابانية في تسعينات القرن الماضي. واستمرت العولمة المصرفية منذ ذلك الوقت، وارتفعت المخاطر المقترنة بأثر المُقرض المشترك. ومن ثم، من الأرجح أن تُنذر الأزمات المصرفية النظامية في الاقتصادات المتقدمة وما استغرقت تسويتها من فترات طويلة بتراجع طويل الأمد في التدفقات المصرفية إلى الاقتصادات الصاعدة — لا سيما في أوروبا الصاعدة.

## الشكل البياني ٤-١٦: الانكشاف للالتزامات الإقراض المصرفي والعجز التوأم في الاقتصادات الصاعدة، ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (% من إجمالي الناتج المحلي)

يبدو أن أوروبا الصاعدة معرضة لأكبر مخاطر الضغوط في الوقت الراهن، لأن على هذه البلدان التزامات كبيرة تجاه المصارف. كذلك تواجه هذه البلدان عجزا كبيرا في المالية العامة والحساب الجاري مما يضع حدا لقدرتها على تخفيف انعكاسات الضغط المالي على الاقتصاد الحقيقي.



المصادر: بنك التسويات الدولية؛ وإحصاءات ميزان المدفوعات، الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. تشمل الشرق الأوسط وإفريقيا.

## ما هي السياسات التي يمكنها المساعدة في ذلك؟

نظرا لغوات الأوان على منع انتقال هذه الأزمة، ينبغي أن تركز السياسات على الحد من مخاطر تصاعد الضغط المالي عن طريق الآثار الجانبية. وأدت سرعة خفض القروض التمويلية من المؤسسات المالية في الاقتصادات الصاعدة وسرعة تدهور الآفاق الاقتصادية العالمية إلى تشديد القيود المفروضة على السيولة في الاقتصادات الصاعدة. واستفادت بعض هذه الاقتصادات في التعامل مع تلك الصدمات من قوة أداء نموها في الآونة الأخيرة

المعاكس للاتجاهات الدورية، ولكن يجب عليها أيضا الحفاظ على الثقة في قدرة سياساتها على الاستمرار. وقد تحقق بعض الاستقرار في كثير من بلدان أوروبا الصاعدة المتأثرة بالضغط بفضل عضويتها في الاتحاد الأوروبي والركيزة التي وفرها الاعتماد المخطط لليورو. ولكن كما وردت مناقشته في الفصل الثاني، يتعين أن تكمل هذه السياسات خططها بشأن المساعدة المتبادلة لاتخاذ رد فعل سريع وموجه إزاء أي أزمات ناشئة جديدة.

وبصورة أعم، يمثل تنامي الاندماج المالي جزءا أساسيا في ازدهار الاقتصاد العالمي. غير أنه مع تزايد الروابط المالية الدولية، يزداد رجحان انتقال الضغط المالي. ولذلك، من المحبذ توفير تأمين معزز متعدد الأطراف ضد الأزمات الخارجية للبلدان التي تتمتع بحوكمة جيدة والتي تفتح اقتصاداتها أمام بقية العالم (راجع دراسة صندوق النقد الدولي 2009، IMF).

#### الملحق ٤-١: مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة

المؤلف الرئيسي لهذا الملحق هو سليم إلكداغ. يصف هذا الملحق المكونات والمنهجية المستخدمة في إنشاء مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة (EM-FSI). ويتكون المؤشر من أربعة مؤشرات للأسعار القائمة على السوق، ومؤشر لضغوط أسواق الصرف الأجنبي (EMPI). ويتم تحييد أثر الوسط الحسابي لكل مكون وقياسه باستخدام معكوس انحرافه المعياري، ثم إضافة القيمتين إلى بعضهما للتوصل إلى المؤشر. ويتسم هذا التركيب المرجح على أساس تساوي التباين بميزة تتمثل في أن التقلبات الكبيرة التي تلحق بأحد المكونات لا تسود المؤشر الكلي. كذلك فإن خاصية الجمع تسمح بالتفكيك المباشر إلى مساهمات حسب المؤشر الفرعي. ويبلغ المؤشر مستويات الذروة والقاع في تواريخ ثابتة أمام نظم الترجيح الأخرى، ومنها على سبيل المثال النظم القائمة على تحليل المكونات الرئيسية.

وتتألف المكونات الخمسة لمؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة من مؤشر لضغوط أسواق الصرف الأجنبي (EMPI)، وفروق أسعار الفائدة على السندات السيادية (Sovereign Spreads)، ومعامل بيتا للقطاع المصرفي، ويشار إليه باستخدام  $\beta$ ، وعائدات الأسهم (stock returns)، وتقلب عائدات الأسهم مع مرور الوقت (stock volatility)، ويمكن تركيبها على النحو التالي:

والارتفاع النسبي في مصدات السياسة الواقية. ومع هذا، واجه العديد من الاقتصادات توترات حادة، على النحو الواردة مناقشته في الفصلين الأول والثاني.

وبينما تزداد الأزمات التي تشهدها الاقتصادات المتقدمة عمقا، و تزداد التدفقات التجارية والرأسمالية تراجعا، يُحتمل أن تواجه أسعار الصرف والنظم المالية في الاقتصادات الصاعدة ضغوطا أشد. وقد يسفر الانهيار الاقتصادي والمالي واسع النطاق في الاقتصادات الصاعدة بدوره عن أثر معاكس كبير الحجم في حوافز الاقتصادات المتقدمة. وقد يؤدي ذلك إلى تفاقم الانخفاض في نسب الرفع المالي في الأسواق الناضجة (لا سيما الاقتصادات شديدة الانكشاف، مثل النمسا أو بلجيكا) وإلى تزايد انتقال الضغط، والتدفقات الرأسمالية الخارجية، وحالات الركود الاقتصادي.

وفي ضوء انتشار هذه التداعيات عبر البلدان، ينشأ مبرر قوي للتنسيق بشأن انتهاج طائفة من السياسات على النحو الذي يتناوله الفصل الأول بمزيد من التفصيل. وينبغي أن تدرك الاقتصادات المتقدمة رد الفعل المعاكس الذي سينشأ عن الآثار الجانبية لتراجع التدفقات الرأسمالية إلى الاقتصادات الصاعدة. ويمكن للاقتصادات المتقدمة أن تساعد على تقليص الضغوط في الاقتصادات الصاعدة بإحلال الاستقرار في النظم المالية المحلية. وينبغي أن يتحقق ذلك من خلال الدعم المتوافر لبنوك الاقتصادات المتقدمة، لا سيما تلك المتواجدة على نطاق واسع في الاقتصادات الصاعدة شريطة ألا يقترن بظروف مثبطة للإقراض الخارجي. وبصورة أعم، يكتسب تعزيز التنسيق والتعاون بين أجهزة الرقابة المالية في بلد الموطن والبلد المضيف أهمية حاسمة في تجنب التداعيات المعاكسة عبر الحدود من جراء اتخاذ إجراءات محلية.

وإضافة إلى ذلك، فمع اقتراب الأزمة المالية من نهايتها، يتعين تقوية الدعم على المستوى الرسمي لاستفادة الاقتصادات الصاعدة من التمويل الخارجي بغية تقليص دائرة الآثار المرتدة السلبية التي تنجم عن الآثار الجانبية. وتشمل الأمثلة فتح الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي لخطوط تبادل النقد الأجنبي مع مختلف الاقتصادات الصاعدة، وتمديد مبادرة شيانغ ماي، وزيادة الموارد المتوافرة لصندوق النقد الدولي والمؤسسات الأخرى متعددة الأطراف.

واتساقا مع هذه الجهود، يلزم على الاقتصادات الصاعدة تحسين نظمها المالية واتباع سياسات اقتصادية كلية رشيدة توفر أكبر قدر ممكن من الدعم

## الملحق ٤-١: مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة

أن يقصر الأمر على تسجيل قيمة عندما تكون العائدات المصرفية أقل من العائدات السوقية ككل، وذلك كمحاولة لرصد الضغط المالي المرتبط بالقطاع المصرفي على نحو أفضل.

والعائدات على الأسهم هي التغير في مؤشر الأسهم على أساس شهري مقارن مضروباً في -١، حتى يصبح انخفاض أسعار الأسهم هو المقابل لتزايد الضغوط ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية.

ويشتق المكون الأخير وهو قلب عائدات الأسهم مع مرور الوقت من مواصفة النموذج المعمم للانحدار الذاتي الشرطي غير متجانس التباين GARCH(1,1)، باستخدام العائدات الحقيقية على أساس شهري مقارن التي أعد نموذجها كعملية انحدار ذاتي يتخللها ١٢ فاصلاً زمنياً. والتقلبات المتزايدة ترصد تصاعد عدم اليقين وترصد من ثم الضغط المالي المتزايد.

ويبنى مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة لبلدان يبلغ عددها ٢٦ بلداً في الفترة من يناير ١٩٩٧ إلى ديسمبر ٢٠٠٨؛ وهذه البلدان هي الأرجنتين والبرازيل وشيلي والصين وكولومبيا وجمهورية التشيك ومصر وبنغلاديش والهند وإندونيسيا وإسرائيل وكوريا وماليزيا والمكسيك والمغرب وباكستان وبيرو والفلبين وبولندا وروسيا والجمهورية السلوفاكية وسلوفينيا وجنوب إفريقيا وسري لانكا وتايلند وتركيا. ومع هذا لا يستخدم في تحليل الاقتصاد القياسي سوى ١٨ بلداً (الواردة في متن النص) نظراً لأن سلاسل البيانات قصيرة جداً بالنسبة لبعض البلدان.

وبالإضافة لرصد أهم نوبات الضغط المالي التي شهدتها الاقتصادات الصاعدة، يحقق مؤشر الضغط المالي للأسواق الصاعدة أداءً جيداً أيضاً عند مقارنته بدراسات أكاديمية سابقة. وعلى وجه التحديد، تشير المكونات الفرعية للمؤشر بدقة إلى نوع الأزمة وفقاً للهدف المحدد لها.<sup>٥٣</sup> فعلى سبيل المثال، يرصد مكون مؤشر ضغوط أسواق الصرف الأجنبي (الذي يتوافر اعتباراً من ١٩٨٠، كما يتوافر لعدد أكبر من البلدان) أكثر من ٨٠٪ من أزمات العملة المشار إليها في الدراسات الاقتصادية. وإذا تذكرنا أن مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة يبدأ في

$$EMFSI = EMPI + \text{Sovereign Spreads} + \beta + \text{stock returns} + \text{stock volatility.}$$

وفيما يلي المزيد من التفاصيل حول المكونات الخمسة للمؤشر:

يحسب مؤشر ضغوط أسواق الصرف الأجنبي (EMPI) للبلد  $i$  عن الشهر  $t$ ، على النحو التالي:

$$EMPI_{i,t} = \frac{(\Delta e_{i,t} - \mu_{\Delta e})}{\sigma_{\Delta e}} - \frac{(\Delta RES_{i,t} - \mu_{\Delta RES})}{\sigma_{\Delta RES}},$$

حيث  $\Delta e$  و  $\Delta RES$  يشيران إلى التغيرات كنسبة مئوية على أساس شهري مقارن في سعر الصرف وفي مجموع الاحتياطيات ناقصاً الذهب، على التوالي. ويحدد سعر الصرف مقابل عملة بلد مأخوذ كركيزة على النحو الواردة مناقشته في دراسة Levy-Yeyati and Sturzenegger (2005). ويشير الرمز  $\mu$  و  $\sigma$  إلى الوسط والانحراف المعياري لسلاسل البيانات ذات الصلة على التوالي؛ وبعبارة أخرى، يجري تنميط كل مكون من مكونات مؤشر ضغوط أسواق الصرف الأجنبي. وبإجراء مزيد من التنقيح يتاح للمؤشر استيعاب نوبات التضخم المفرط، وتعرف بأنها التضخم السنوي الذي يتجاوز ١٥٠٪. وتم في هذه الحالات احتساب الوسط والانحرافات المعيارية للنوبات التي يسود فيها التضخم المفرط وكذلك تلك التي لا تشهد تضخماً مفرطاً.

وتحسب فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية باستخدام فروق علاوة العائد على مؤشر جيه بي مورغان العالمي لسندات الأسواق الصاعدة، وتعرف بأنها ربع السندات ناقصاً ربع سندات الخزانة الأمريكية لعشر سنوات. وعند عدم توافر بيانات مؤشر سندات الأسواق الصاعدة، تم استخدام فروق أسعار الفائدة على مبادلات مخاطر الائتمان لخمس سنوات.

ومعامل بيتا للقطاع المصرفي هو معامل بيتا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية المعياري، ويشار إليه باستخدام  $\beta$ ، ويعرف على النحو التالي:

$$\beta_t = \frac{\text{COV}(r_t^M, r_t^B)}{\sigma_M^2},$$

حيث  $r$  تمثل العائدات المصرفية أو السوقية على أساس سنوي مقارن، المحتسبة لنطاق زمني متحرك يبلغ ١٢ شهراً. وتمشياً مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إذا تجاوز معامل بيتا الواحد الصحيح — مما يشير إلى زيادة حركة الأسهم المصرفية مقارنة بسوق الأوراق المالية الكلية — يفيد ذلك بزيادة المخاطر في القطاع المصرفي نسبياً، ويرتبط بزيادة رجحان وقوع أزمة مصرفية. وكان من شأن إجراء تنقيح آخر لهذا المقياس

<sup>٥٣</sup> وفقاً للدراسات الاقتصادية، تُعرف نوبة الضغط المالي بأنها الفترة التي يسجل فيها مؤشر البلد المعني انحرافات معيارية أعلى من قيمة الوسيط بمقدار ١.٥. وأهم الدراسات التي تناولها المسح هي ما يلي: Calvo, Izquierdo, and Chamon, Manasse, and Prati (2007); Kaminsky, Rothenberg and Warnock (2006); Mejía (2008); Reinhart and Reinhart (1999); and Reinhart (2003). وEdison (2003) وReinhart (2008); Eichengreen and Bordo (2002) وDemirgüç-Laeven and Valencia; Kunt, Detragiache, and Gupta (2006); Reinhart and Rogoff; Honohan and Laeven (2005) و(2008, 2009).

نهاية ١٩٩٦، تمشيا مع التوقعات، فإن مكون فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية في المؤشر يشير بصورة صحيحة إلى جميع الأزمات المرتبطة بالديون (الأرجنتين ٢٠٠٢ و ٢٠٠٥؛ وكوريا ١٩٩٨؛ والمكسيك ١٩٩٥؛ وروسيا ١٩٩٨). وأخيرا، فإن المكون المرتبط بأسواق الأوراق المالية (استنادا إلى معامل بيتا للقطاع المصرفي، وعائدات الأسهم، والتقلبات) يصدر إشارة إلى ثمانية من التسع أزمات المرتبطة بالقطاع المصرفي بعد عام ١٩٩٦ والمحددة في الدراسات التي خضعت للمسح.

### الملحق ٤-٢: الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة: تحليل الاقتصاد القياسي

المؤلفان الرئيسيان لهذا الملحق هما ستيفان داننغر وإيرينا تايتل.

استندت نتائج الاقتصاد القياسي التي تناولها هذا الفصل بالنقاش إلى ثلاثة تمارين مكملة لبعضها، وهي كما يلي:

- تقدير مكون مشترك متغير بمرور الوقت في مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة وعلاقته بمؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة وبمعايير عالمية أخرى؛
- تحليل الحركة المشتركة في الضغط المالي بين الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة في مجموعة بيانات للسلاسل الزمنية المقطعية استنادا إلى البيانات الشهرية؛
- تحليل محددات الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة في مجموعة بيانات للسلاسل الزمنية المقطعية استنادا إلى البيانات السنوية.

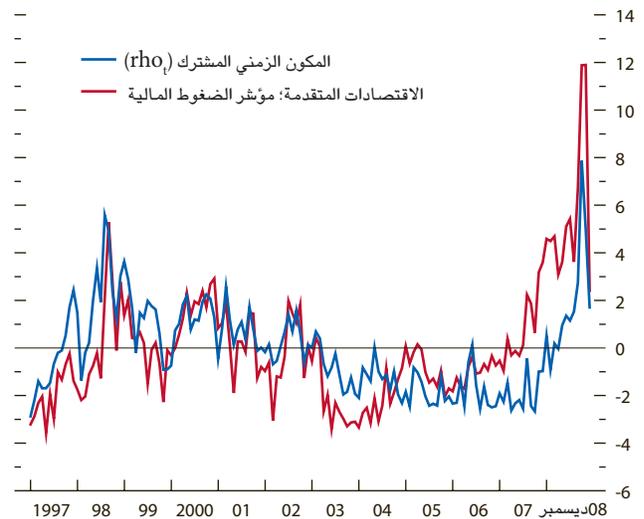
### تحليل المكون المشترك المتغير بمرور الوقت لمؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة

ينتهج التمرين الأول أسلوبا قويا في استكشاف درجة اشتراك حركة الضغط المالي عبر الاقتصادات الصاعدة التي يصورها الشكل البياني ٤-٥. وفي الخطوة الأولى من هذا التمرين يجري انحدار للبيانات المقطعية الشهرية على الآثار القطرية والآثار الثابتة بمرور الوقت، حيث يشير إلى متغير صوري للشهر  $t$  في مجموعة البيانات.

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_t \rho^t \text{Month}_t + \varepsilon_{it}$$

والسلسلة الزمنية للمعامل  $\{\rho^t\}$  التي تم التوصل إليها تقيس المكون المشترك المتغير بمرور الوقت للضغط في الاقتصادات الصاعدة. ولهذا المكون قوة تفسيرية ذات دلالة إحصائية ويسهم بنسبة ٥٠٪ من الاختلاف الكلي

الشكل البياني ٤-١٧: ضغوط الاقتصادات الصاعدة: المكون الزمني المشترك والضغوط في الاقتصادات المتقدمة (مستوى المؤشر)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الجدول ٤-٤: الضغوط في الاقتصادات الصاعدة: محددات الاتجاه الزمني العام المشترك

الضغط المالي (الاقتصادات المتقدمة)	
***٠.٤٧ (٠.٠٥)	***٠.٤٩ (٠.٠٤)
نمو الإنتاج الصناعي (الاقتصادات المتقدمة)	
٠.٠٥- (٠.٠٨)	
نمو أسعار السلع الأولية	
***٠.٠٣- (٠.٠١)	
سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن «ليبور» (ثلاثة أشهر)	
٠.٠٦ (٠.٠٨)	
متغير ثابت	
٠.١٨ (٠.٢٨)	٠.١١- (٠.١١)
المشاهدات	
١٣١	١٥٦
معامل التحديد R <sup>٢</sup>	
٠.٥٧	٠.٤٥

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ الأخطاء المعيارية الثابتة بين أقواس. وتشير الرموز (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى ١٪ و٥٪ و١٠٪، على التوالي. ويتم التوصل إلى الاتجاه الزمني العام المشترك من المعاملات الثابتة مع مرور الوقت في نموذج لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية على أساس شهري للضغوط في الاقتصادات الصاعدة أثناء الفترة من ١٩٩٧-٢٠٠٨.

في الضغط المالي بين الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة. ونظرا لاختلاف معلمات الحركة المشتركة بمرور الوقت، خاصة بين فترات الضغط المالي وفترات الهدوء المالي، يُسمح باختلاف  $\beta_1$  عبر الفترات الزمنية. وهناك نوبتان من نوبات الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة ضمن عينة التقديرات، وهما فترتان كانت بعض الاقتصادات المتقدمة، على أقل تقدير، تشهد خلالهما ضغوطا مرتفعة بصفة تكاد تكون دائمة. وتمتد النوبة الأولى من يوليو ١٩٩٨ إلى يونيو ٢٠٠٣ وتشمل انهيار صندوق استثمار "إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل"، وانفجار فقاعة دوت كوم، وانهيار شركات WorldCom، وإنرون، وآثر أندرسن. وتمتد النوبة الثانية اعتبارا من يوليو ٢٠٠٧ وتشمل الاضطرابات المالية الحالية. <sup>٤</sup> ومن أجل السماح باختلاف  $\beta_1$  بين هاتين النوبتين، يعدل النموذج على النحو التالي:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum (\beta_{1i}^C AEFSI_t^C + \beta_{1i}^D AEFSI_t^D + \beta_{1i}^G GF_t^G) + \sum \gamma_i^G GF_t^G + \varepsilon_{it}$$

وفي هذه المعادلة تشير  $D_1$  و  $D_2$  إلى متغيرين

<sup>٤</sup> كذلك تدخل الأزمة الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨ ضمن العينة. ومع هذا، فنظرا لعدم ارتباطها بالضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة، لا تكتسب معلمات الحركة المشتركة المحددة لهذه النوبة أهمية خاصة في هذا التحليل. وبدلا من ذلك، يتضمن النموذج متغيرا صوريا للفترة الممتدة من يناير ١٩٩٧ إلى يونيو ١٩٩٨ لإتاحة مستويات أعلى من الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة أثناء هذه الفترة.

في مؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة.

$$\rho^t = \alpha + \beta AEFSI_t + \sum \gamma_i^G GF_t^G + \varepsilon_t$$

ويتضح من خلال المقارنة بالنظر إلى السلسلة الزمنية  $\{\rho^t\}$  ومؤشر الضغط الإجمالي في الاقتصادات المتقدمة وجود درجة كبيرة من اشتراك الحركة (الشكل البياني ٤-١٧). وفي الخطوة الثانية، يتم استكشاف هذه العلاقة بمزيد من التعمق عن طريق تقدير النموذج التالي: ويربط النموذج بين المكون الزمني المشترك  $\rho^t$  ومؤشر الضغط في الاقتصادات المتقدمة والعوامل العالمية. وتشمل العوامل العالمية التغيرات على أساس سنوي مقارنة في الإنتاج الصناعي العالمي وأسعار السلع الأولية الإجمالية وسعر الفائدة السائد بين بنوك لندن لثلاثة شهور. ويلخص الجدول ٤-٤ النتائج التي تم التوصل إليها. وأهم المتغيرات التفسيرية في المكون المشترك المتغير بمرور الوقت،  $\rho^t$ ، هو الضغط في الاقتصادات المتقدمة (يسهم بنسبة ٤٢٪ من الاختلاف في  $\rho^t$ ). كذلك تكتسب العوامل العالمية أهمية، ولكنها تتمتع بقوة تفسيرية أقل نسبيا. وخلاصة القول، يتضمن النموذج مطابقة إحصائية جيدة، حيث يبلغ مجموع معامل التحديد ٠.٥٧، مما يشير إلى أن الضغط في الاقتصادات المتقدمة له دور مهم في توقع الضغوط في الاقتصادات الصاعدة.

### تحليل الحركة المشتركة في الضغوط المالية

يبنى التمرين الثاني على المنهج المكون من خطوتين الذي وضعته دراسة Forbes and Chinn (2004). وفي الخطوة الأولى، أُعد نموذج مؤشر الضغط المالي لكل اقتصاد من الاقتصادات الصاعدة (EM-FSI) كدالة لمؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة، وعدد العوامل العالمية (GF)، ومتغير قَطري ثابت:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum \beta_i^C AEFSI_t^C + \sum \gamma_i^G GF_t^G + \varepsilon_{it}$$

وتشمل العوامل العالمية نفس المتغيرات المبينة أعلاه. واعتمادا على المواصفة فإن مؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة يكون إما (١) مجمل ١٧ اقتصادا من الاقتصادات المتقدمة الرئيسية؛ أو (٢) ثلاثة مجملات منفصلة للولايات المتحدة وكندا، وأوروبا الغربية، واليابان وأستراليا، وفي الحالتين تستخدم أوزان إجمالي الناتج المحلي المرجحة بتعادل القوى الشرائية. والمعامل المعني في هذا النموذج هو  $\beta_1$  - معلمات الحركة المشتركة

أغسطس ٢٠٠١).<sup>٥٥</sup> ويتطابق النموذج جيدا مع بيانات جميع البلدان، حيث يتراوح معامل التحديد  $R^2$  بين ٠,٥ و ٠,٨. ويلقي الشكل البياني ٤-١١ الضوء على معلمات الحركة المشتركة التقديرية.

وفي الخطوة الثانية، تم تقدير نماذج لمعاملات الحركة المشتركة كدالة للروابط التجارية (TL) والمالية (FL) بين الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة، وعوامل أخرى ذات صلة (X)، وآثار قُطرية ثابتة:

$$\beta_i^c = \alpha_i + \sum_k \alpha_k FL_{ik}^c + \sum_l \alpha_l TL_{il}^c + \sum_m \alpha_m X_{im}^c + \varepsilon_{ic}$$

ويُقدَّر هذا النموذج في مجموعة بيانات ذات بُعدين تتألف من ١٦ اقتصادا صاعدا وثلاث مناطق متقدمة (الولايات المتحدة وكندا، وأوروبا الغربية، واليابان وأستراليا).<sup>٥٦</sup>

تشمل الروابط المالية الإقراض المصرفي، واستثمار الحافطة، والاستثمار المباشر. ولكل اقتصاد صاعد، تقاس كمجموع الالتزامات تجاه كل منطقة من المناطق المتقدمة (ومجموع الأصول في هذه المناطق في حالة الحيازات من استثمارات الحافطة) كنسبة من إجمالي الناتج المحلي. ومصادر البيانات هي «الإحصاءات المصرفية الموحدة» (Consolidated Banking Statistics)، الصادرة عن بنك التسويات الدولية، ومطبوعة «المسح المنسق لاستثمار الحافطة»، الصادر عن صندوق النقد الدولي، و«الإحصاءات الدولية للاستثمار المباشر» (International Direct Investment Statistics)، الصادرة عن «منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي». وتختلف تعاريف المناطق المتقدمة لكل واحد من هذه الروابط الثلاثة نظرا للفروق في البيانات المتوفرة عن الفترة المعنية. وتشمل الاقتصادات المتقدمة المستخدمة في هذا الفصل أستراليا والنمسا وبلجيكا وكندا والدانمرك وفنلندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وهولندا والنرويج وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. وتستبعد الروابط المصرفية كلا من أستراليا والدانمرك والنرويج. وتستبعد روابط استثمارات الحافطة فنلندا وكذلك ألمانيا وسويسرا قبل عام ٢٠٠١ (لم تشارك هذه البلدان في مسح عام ١٩٩٧ رغم قيامها بإبلاغ البيانات للمسوح السنوية التي بدأت في ٢٠٠١). وتستبعد روابط الاستثمار المباشر

<sup>٥٥</sup> لم يتسن تقدير معلمات الحركة المشتركة أثناء نوبة الضغوط الأولى بالنسبة لباكستان ومصر.  
<sup>٥٦</sup> نظرا لعدم إمكانية تقدير معلمات تساق الحركة أثناء نوبة الضغوط الأولى بالنسبة لباكستان ومصر، يستبعد هذان البلدان من تقديرات المرحلة الثانية.

صوريين لنوبتي الضغط. وبناء على ذلك، يمكن احتساب معلمات الحركة المشتركة للنوبتين باعتبارها  $\beta_i^c + \beta_{1i}^c$  و  $\beta_i^c + \beta_{2i}^c$  على التوالي.

وربما لا ينتقل الضغط المالي بصورة آنية، وبالتالي يتضمن النموذج فواصل زمنية لجميع المتغيرات علاوة على القيم المتزامنة. وتوصي المعايير القياسية لطول الفواصل الزمنية باحتواء النموذج على فاصل زمني واحد أو اثنين مما يشير إلى سرعة انتقال الضغوط.

ووفقا لمعيار المعلومات لشوارتز (Schwartz)، يضاف إلى النموذج فاصل زمني واحد، كما يلي:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_c \sum_{t=0,1} (\beta_i^c AEFSI_{t-1}^c + \beta_{1i}^c D_1 AEFSI_{t-1}^c + \beta_{2i}^c D_2 AEFSI_{t-1}^c) + \sum_g \sum_{t=0,1} \gamma_i^g GF_{t-1}^g + \lambda_i EMFSI_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

وأولى المعلمات المعنية التي تسترعي الاهتمام هي الأثر الكلي للحركة المشتركة على الضغط في الاقتصادات الصاعدة بعد مرور شهر. ويجب عند احتسابها التعديل حسب هيكل الفاصل الزمني للنموذج. وبصفة خاصة، فإن الانتقال الكلي لضغوط الاقتصادات المتقدمة هو حاصل أثر مباشر (متزامن ومتأخر) زائد أثر غير مباشر عبر ضغوط الاقتصادات الصاعدة المتأخرة (عبر  $\lambda_i$ ).

وفيما يخص الفترة الكاملة للعينة، يمكن احتساب هذا الأثر المركب لانتقال الضغط بعد فاصل زمني واحد كما يلي  $\beta_{1i}^c = (\beta_i^{c0} + \beta_{1i}^{c0}) + (\beta_i^{c1} + \beta_{1i}^{c1}) \lambda_i$  وهو  $\beta_i^c = \beta_i^{c0} + \beta_{1i}^{c1} + \beta_{2i}^{c0} \lambda_i$  و  $\beta_{1i}^c = (\beta_i^{c0} + \beta_{1i}^{c0}) \lambda_i + (\beta_i^{c1} + \beta_{2i}^{c1}) \lambda_i$  لنوبة الضغوط الأولى و  $\beta_{2i}^c = (\beta_i^{c0} + \beta_{2i}^{c0}) \lambda_i + (\beta_i^{c1} + \beta_{2i}^{c1}) \lambda_i$  لنوبة الضغوط الثانية.

وتقدر هذه المواصفة الديناميكية للنموذج بصورة منفصلة لكل بلد منفرد من البلدان البالغ عددها ١٨، ويتوافر مؤشر الضغط المالي للأسواق الصاعدة بشأنها عن الفترة من يناير ١٩٩٧ حتى نوفمبر ٢٠٠٨ باستخدام بيانات شهرية. وهذه البلدان هي الأرجنتين والبرازيل وشيلي والصين وكولومبيا ومصر وهنغاريا وكوريا وماليزيا والمكسيك والمغرب وباكستان وبيرو والفلبين وبولندا وجنوب إفريقيا وتايلند وتركيا. وتتوافر سلاسل بيانات أقصر لمؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة فيما يخص بعض البلدان بما في ذلك الصين (انتهت في إبريل ٢٠٠٨)، وكولومبيا (بدأت في مارس ١٩٩٧)، وبيرو (بدأت في إبريل ١٩٩٧)، وتايلند (بدأت في يونيو ١٩٩٧)، وكوريا والفلبين (بدأت في ديسمبر ١٩٩٧)، وهنغاريا (بدأت في يناير ١٩٩٩)، وشيلي (بدأت في مايو ١٩٩٩)، وباكستان (بدأت في يوليو ٢٠٠١)، ومصر (بدأت في

### تحليل الآثار القطرية الأخرى باستخدام البيانات السنوية

يقوم التمرين الثالث بتجميع مؤشر الضغط المالي في بيانات سنوية ويدمجه مع المتغيرات القطرية التي لا تتوافر إلا على أساس التواتر السنوي. ويجري التجميع السنوي لبيانات الضغط الشهرية باتخاذ خطوتين. أولاً، حساب المتوسط لمستويات الضغط ربع السنوي، ثم اختيار الربع الذي شهد أعلى مستويات الضغط للمؤشر السنوي. وأدى استخدام مواصفة بديلة على أساس متوسطات ١٢ شهراً إلى استخلاص نتائج مشابهة من حيث الدلالة الإحصائية ولكنها تنطوي على قدر أقل من انتقال الضغط (β).

ويجري إعداد نموذج لمؤشر الضغط المالي في الأسواق الصاعدة، على النحو الوارد أعلاه، كدالة لمؤشر الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة (AE-FSI<sub>t</sub>)، والعوامل العالمية (GF<sub>t</sub>)، والمتغيرات القطرية (X<sub>it</sub>). إضافة إلى ذلك، يختبر النموذج وجود آثار تفاعلية بين الضغط في الاقتصادات المتقدمة والخصائص القطرية (AE-FSI<sub>t</sub> × X<sub>it</sub>). ويُدْرَج حد الخصائص القطرية لتقييم ما إذا كانت النتيجة المستخلصة من النموذج الشهري تتأكد أيضاً من خلال لوحة البيانات السنوية، وتفيد هذه النتيجة بأن مواطن الضعف القطرية لا تؤثر على عملية انتقال الضغط:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \beta AEFSI_t + \delta X_{it} + \lambda AEFSI_t \times X_{it} + \gamma GF_t + \varepsilon_{it}$$

وتشتمل العوامل العالمية على مجموعة من المتغيرات مشابهة لتلك الواردة في نموذج البيانات المقطعية الشهري، وهي التغيرات في الناتج العالمي الحقيقي على أساس سنوي مقارن، والتغيرات في معدل التبادل التجاري للسلع الأولية، وسعر الفائدة السائد بين بنوك لندن لثلاثة شهور<sup>٦٠</sup>، وعلى العكس من سلاسل البيانات الشهرية، فإن معاملات الانتقال تكون ثابتة عبر البلدان والفترات الزمنية، حيث إن البيانات السنوية تضع حداً لمدى الدقة في التمييز بين المعاملات حسب البلدان المنفردة أو الفترات الزمنية أو مناطق المستثمرين. والمعاملات المعنية هي متوسط معلمة الحركة المشتركة β؛ والأثر

تعرضا للمخاطر تتسق مع النتيجة التي مفادها أن الروابط هي الدافع وراء انتقال الضغط.

<sup>٦٠</sup> معدل التبادل التجاري للسلع الأولية هو نسبة أسعار الصادرات من السلع الأولية المرجحة بالتجارة إلى أسعار الواردات من السلع الأولية المرجحة بالتجارة (راجع دراسة Spatafora and Tytell، قيد الإصدار).

كلا من بلجيكا وإسبانيا والسويد.<sup>٥٨،٥٧</sup>

وتقاس الروابط التجارية كمجموع الصادرات إلى كل منطقة من المناطق المتقدمة (وفقاً للبيانات المبلغة من الاقتصادات المتقدمة) كنسبة من إجمالي الناتج المحلي لكل اقتصاد من الاقتصادات الصاعدة. ومصدر بيانات هذه الروابط هو "إحصاءات وجهة التجارة"، الصادر عن صندوق النقد الدولي. وتشمل العوامل الأخرى ذات الصلة (X) الانفتاح التجاري والمالي، ويجري قياسهما، على التوالي، على أساس الصادرات زائداً الواردات مقسومة على إجمالي الناتج المحلي والأصول الخارجية زائداً الخصوم الخارجية مقسومة على إجمالي الناتج المحلي. وأخذت هذه البيانات من قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي لصندوق النقد الدولي، و«External Wealth of Nations Database» (راجع دراسة Lane and Milesi-Ferretti، 2006). وفضلاً على ذلك، تشمل بعض المواصفات الإحصائية متغيرات صورية للولايات المتحدة وكندا وكذلك لأوروبا الغربية.

ويقدر النموذج لنوبيتي الضغط المالي في الاقتصادات المتقدمة على نحو منفصل، باستخدام متوسطات المتغيرات في الجانب الأيمن على مدار الفترات ذات الصلة. ويبين الجدول ٤-٢ النتائج الرئيسية التي تم التوصل إليها.

وبينما يبدو أن الروابط تقوم بدور مهم في انتقال الأزمة، يتضح من إجراء مزيد من الفحص أن مواطن الضعف القطرية (مثل عجز الحساب الجاري أو المالية العامة) ليست جزءاً أساسياً في آلية الانتقال (أي أنها لا ترتبط مع β<sub>i</sub>)<sup>٥٩</sup>.

<sup>٥٧</sup> بالإضافة إلى ذلك، يختلف تكوين المناطق المتقدمة إلى حد ما، بسبب الفروق في الإبلاغات من بلدان محددة. وينبغي كذلك الإشارة إلى أنه تم استيفاء القيم غير المتوافرة في الروابط المقيسة (لا سيما في حالة الروابط ذات الصلة بالحوافظ بين المسوح في عامي ١٩٩٧ و ٢٠٠١). ويمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات حول هذه المجموعات من البيانات في المواقع الإلكترونية: [www.bis.org/statistics/consstats.htm](http://www.bis.org/statistics/consstats.htm)، و [www.oecd.org/document/19/0,3343,en\\_2649\\_33763\\_37296339\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1\\_00.html](http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_33763_37296339_1_1_1_1_1_00.html).

<sup>٥٨</sup> تم تعديل بيانات استثمارات الحوافظ حسب انحياز المراكز الخارجية باستخدام أسلوب للتعديل يستند إلى مخصصات الحافظة في بلدان المصدر (راجع دراسة Lane and Milesi-Ferretti، 2008). ويستند هذا التعديل على افتراض أن الأموال المستثمرة في مركز خارجي حسب بلد المصدر يستثمرها المركز الخارجي بنفس أسلوب استثمار بلد المصدر للأموال في الخارج.

<sup>٥٩</sup> تتمثل أحد التفسيرات في أن الروابط المالية الكبيرة، من خلال الإقراض المصرفي مثلاً، تسير بالتوازي مع مواطن الضعف المتصاعدة مثل عجز الحساب الجاري المزمن. ومن الناحية التجريبية، هناك علاقة ارتباط موجبة بين حجم الروابط المالية وعجز الحساب الجاري. وبالتالي، فإن المشاهدة التي تفيد بانتشار الضغط المالي أولاً إلى الاقتصادات الأكثر

الجدول ٤-٥: الضغوط في الاقتصادات الصاعدة: الآثار القطرية والتفاعلات مع الضغوط في الاقتصادات المتقدمة

مؤشر الضغوط المالية في الاقتصادات الصاعدة			
(٤)	(٣)	(٢)	(١)
***٠,٦٥	***٠,٦٤	***٠,٦٣	***٠,٦٢
(٠,١٠)	(٠,٠٦)	(٠,٠٦)	(٠,٠٦)
٠,١٢	٠,١٣	٠,١٢	٠,١٢
(٠,١٠)	(٠,١٠)	(٠,١٠)	(٠,١٠)
**٠,٥٥-	**٠,٥٦-	**٠,٥٥-	**٠,٥٥-
(٠,٢١)	(٠,٢٠)	(٠,٢٠)	(٠,١٩)
٠,٠٣-	٠,٠٣-	٠,٠٣-	٠,٠٣-
(٠,٠٢)	(٠,٠٢)	(٠,٠٢)	(٠,٠٢)
**٠,٠٢	**٠,٠٢	**٠,٠٢	**٠,٠٢
(٠,٠١)	(٠,٠١)	(٠,٠١)	(٠,٠١)
*٠,٠٧-	*٠,٠٧-	*٠,٠٨-	*٠,٠٧-
(٠,٠٤)	(٠,٠٣)	(٠,٠٤)	(٠,٠٤)
***٠,١٣-	***٠,١٤-	**٠,١٢-	***٠,١٣-
(٠,٠٤)	(٠,٠٤)	(٠,٠٥)	(٠,٠٤)
*٠,١٨-	**٠,٢٠-	*٠,١٨-	*٠,١٨-
(٠,٠٩)	(٠,٠٩)	(٠,٠٩)	(٠,٠٩)
٠,٠٩-	٠,٠٩-	٠,٠٩-	٠,٠٩-
(٠,٠٧)	(٠,٠٦)	(٠,٠٦)	(٠,٠٦)
		٠,٠١-	
		(٠,٠١)	
	٠,٠١		
	(٠,٠٢)		
٠,٠٠-			
(٠,٠٠)			
***٥,٣٨	**٥,٢٨	***٥,٥٤	***٥,٣٧
(١,٧٩)	(١,٨٥)	(١,٨٦)	(١,٧٩)
٢١٠	٢١٠	٢١٠	٢١٠
٠,٦٢	٠,٦٢	٠,٦٢	٠,٦٣
٠,٢٠	٠,٢٠	٠,٢٠	٠,٢٠
٠,٥٢	٠,٥٢	٠,٥٢	٠,٥٢
١٨	١٨	١٨	١٨

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١. الأخطاء المعيارية الثابتة بين أقواس؛ وتشير الرموز (\*\*\*) و(\*\*) و(\*) إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى ١٪ و٥٪ و١٠٪، على التوالي. وجميع الانحدارات تتضمن الآثار القطرية الثابتة.  
 ٢. الأصول الأجنبية زائدا الخصوم مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.  
 ٣. الصادرات زائدا الواردات مقسومة على إجمالي الناتج المحلي.  
 ٤. ٪ من إجمالي الناتج المحلي.  
 ٥. إجمالي الاحتياطيات الأجنبية ٪ من إجمالي الناتج المحلي.

وتغطية الاحتياطيات) عن طريق إدراج الآثار التفاعلية. وليس لأي من حدود التفاعل دلالة إحصائية اتساقا مع نتيجة التمرين على الأساس الشهري الذي خلص إلى أن الروابط فقط هي التي لها دور مهم في انتقال الضغط.

### المراجع

Abeyasinghe, Tilak, and Kristin Forbes, 2005, "Trade Linkages and Output-Multiplier Effects: A Structural VAR Approach with a Focus on Asia," Review of International Economics, Vol. 13, No. 2, pp. 356-75.

المباشر للمتغيرات القطرية على الضغط  $\delta$ ؛ ومُعامل قياس الآثار غير المباشرة لهذه المتغيرات على انتقال الضغط  $\lambda$ .

ويُلخص الجدول ٤-٥ نتائج انحدار السلاسل الزمنية المقطعية على أساس سنوي. وينطوي متوسط معلمات الحركة المشتركة على دلالة إحصائية كبيرة، ويتراوح بين ٠,٦٠ و٠,٦٥، اتساقا مع تقديرات  $\beta$  غير المشمولة في التمرين المبني على أساس شهري. وتختبر النماذج الثلاثة الأخيرة ما إذا كان انتقال الضغط يتأثر بمواطن الضعف القطرية (الحساب الجاري، وصيد المالية العامة،

- of England Working Paper No. 212 (London: Bank of England).
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar, and Joaquin Mercado, 2008, "Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends" (unpublished; Washington: World Bank, March).
- Demirgüç-Kunt, Asli, Ross Levine, and Hong-Ghi Min, 1998, "Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth," in *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, ed. by Seongtae Lee (Seoul: Bank of Korea).
- Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache, and Poonam Gupta, 2006, "Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (August), pp. 702–18.
- Detragiache, Enrica, and Poonam Gupta, 2004, "Foreign Banks in Emerging Market Crises: Evidence from Malaysia," IMF Working Paper 04/129 (Washington: International Monetary Fund).
- Detragiache, Enrica, Thierry Tresselt, and Poonam Gupta, 2006, "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence," IMF Working Paper 06/18 (Washington: International Monetary Fund).
- Edison, Hali J., 2003, "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 11–53.
- Edwards, Sebastian, 2005, "Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals," NBER Working Paper No. 11170 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry J., and Michael D. Bordo, 2002, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization," NBER Working Paper No. 8716 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry, Poonam Gupta, and Ashoka Mody, 2006, "Sudden Stops and IMF-Supported Programs," IMF Working Paper 06/101 (Washington: International Monetary Fund).
- Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz, 1996, "Contagious Currency Crises," NBER Working Paper No. 5681 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry, and Andrew Rose, 1999, "Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance," in *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Economies*, ed. by Takatoshi Ito and Anne Krueger (Chicago: University of Chicago Press).
- Aydin, Burcu, 2008, "Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries," IMF Working Paper 08/215 (Washington: International Monetary Fund).
- Batini, Nicoletta, and Douglas Laxton, 2005, "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets," paper presented at the ninth annual conference of the Central Bank of Chile (Santiago, Chile).
- Broner, Fernando, Gaston Gelos, and Carmen Reinhart, 2006, "When in Peril, Retrench: Testing the Portfolio Channel of Contagion," *Journal of International Economics*, Vol. 69 (June), pp. 203–30.
- Bunda, Irina, A. Javier Hamann, and Subir Lall, forthcoming, "Correlations in Emerging Market Bonds: The Role of Local and Global Factors," *Emerging Markets Review*.
- Calvo, Guillermo A., 2005, *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Mejía, 2004, "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects," NBER Working Paper No. 10520 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2008, "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration," NBER Working Paper No. 14026 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Calvo, Guillermo A., and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), pp. 379–408; reprinted in Calvo (2005).
- Caramazza, Francesco, Luca Antonio Ricci, and Ranil Salgado, 2000, "Trade and Financial Contagion in Currency Crises," IMF Working Paper 00/55 (Washington: International Monetary Fund).
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, and Subir Lall, forthcoming, "Financial Stress, Downturns, and Recoveries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cetorelli, Nicola, and Linda Goldberg, 2008, "Banking Globalization and Monetary Transmission," Federal Reserve Bank of New York Staff Report (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Chamon, Marcos, Paolo Manasse, and Alessandro Prati, 2007, "Can We Predict the Next Capital Account Crisis?" *IMF Staff Papers*, Vol. 54, No. 2, pp. 270–305.
- Chui, Michael K.F., Simon Hall, and Ashley Taylor, 2004, "Crisis Spillovers in Emerging Market Economies: Interlinkages, Vulnerabilities and Investor Behaviour," Bank

- , 2003, "The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil," NBER Working Paper No. 9479 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kaminsky, Graciela L., Carmen Reinhart, and Carlos A. Végh, 2004, "When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kannan, Prakash, and Fritzi Köhler-Geib, forthcoming, "The Uncertainty Channel of Contagion," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," NBER Working Paper No. 12484, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kose M. Ayhan, Eswar Prasad, and Marco E. Terrones, 2005, "How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?" *Journal of International Economics*, Vol. 69 (June), pp. 176–202.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Paper 08/250 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2008, "Portfolio Investment through Offshore Countries" (unpublished).
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2005, "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words," *European Economic Review*, Vol. 49, No. 6, pp. 1603–35.
- Mecagni, Mauro, Ruben Atoyán, David Hofman, and Dimitri Tzanninis, 2007, "The Duration of Capital Account Crises—An Empirical Analysis," IMF Working Paper 07/258 (Washington: International Monetary Fund).
- Mühleisen, Martin, Shaun K. Roache, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, *Who's Driving Whom? Analyzing External and Intra-Regional Linkages in the Americas* (Washington: International Monetary Fund).
- Peek, Joe, and Eric Rosengren, 1997, "The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 4, pp. 495–505.
- Forbes, Kristin, 2001, "Are Trade Linkages Important Determinants of Country Vulnerability to Crises?" NBER Working Paper No. 8194 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Menzie D. Chinn, 2004, "A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets Over Time," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, No. 3, pp. 705–22.
- Fratzscher, Marcel, 2000, "On Currency Crises and Contagion," Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 00–9 (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Ghosh, Atish, 2006, "Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention," paper prepared for the High-Level Seminar on Crisis Prevention, Singapore, July 10–11.
- Glick, Reuven, and Andrew K. Rose, 1999, "Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?" *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18 (August), pp. 603–17.
- Goldberg, Linda, 2008, "Understanding Banking Sector Globalization" (New York: Federal Reserve Bank of New York). Available at [www.newyorkfed.org/research/economists/goldberg/lgimfstaff07282008.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/economists/goldberg/lgimfstaff07282008.pdf).
- González-Hermosillo, Brenda, 2008, "Investors' Risk Appetite and Global Financial Market Conditions," IMF Working Paper 08/85 (Washington: International Monetary Fund).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- Illing, Mark, and Ying Liu, 2006, "Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada," *Journal of Financial Stability*, Vol. 2 (October), pp. 243–65.
- Imbs, Jean, 2006, "The Real Effects of Financial Integration," *Journal of International Economics*, Vol. 68, No. 2, pp. 296–324.
- International Monetary Fund (IMF), 2007, "Reaping the Benefits of Financial Globalization," IMF Discussion Paper (Washington: International Monetary Fund). Available at [www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm](http://www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm).
- , 2009, "Initial Lessons of the Crisis," IMF Policy Paper (Washington). Available at [www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315](http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315).
- Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June) pp. 473–500.

## المراجع

- Rothenberg, Alexander D., and Francis E. Warnock, 2006, "Sudden Flight and True Sudden Stops," NBER Working Paper No. 12726 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Spatafora, Nicola, and Irina Tytell, forthcoming, "Commodity Terms of Trade: The History of Booms and Busts," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Swiston, Andrew, and Tamim Bayoumi, 2008, "Spillovers Across NAFTA," IMF Working Paper 08/3 (Washington: International Monetary Fund).
- Van Rijckeghem, Caroline, and Beatrice Weder, 2001, "Sources of Contagion: Is It Finance or Trade?" *Journal of International Economics*, Vol. 54, No. 2, pp. 293–308.
- , 2000, "Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 1, pp. 30–45.
- Pons-Novell, Jordi, 2003, "Strategic Bias, Herding Behaviour and Economic Forecasts," *Journal of Forecasting*, Vol. 22, No. 1, pp. 67–77.
- Ramakrishnan, Uma, and Juan Zaldueño, 2006, "The Role of IMF Support in Crisis Prevention," IMF Working Paper 06/75 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen M., and Vincent Reinhart, 2008, "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present," paper prepared for the NBER International Seminar in Macroeconomics, June 20–21. Available at [www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=6996](http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=6996).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2008, "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises," NBER Working Paper No. 13882 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2009, "The Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper No. 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).



# المناقشة التي عقدها المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي حول آفاق الاقتصاد المتوقعة في إبريل ٢٠٠٩

أدى رئيس المجلس التنفيذي بالنيابة بالتعليقات التالية في ختام مناقشة المجلس لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي في ١٣ إبريل ٢٠٠٩

يكن مصدر القلق الأكبر في احتمال أن تظل إجراءات السياسة قاصرة عن إيقاف التأثيرات المرتدة السلبية التي تتمثل في تعاقب تدهور الأوضاع المالية وزيادة ضعف الاقتصادات. غير أن عداً آخر من المديرين أشار إلى بعض الدلائل المبدئية المشجعة في بيانات القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي والتي يمكن تكون بشيراً بتعافٍ مبكر. ونظراً لهذه الأجواء المحاطة بعدم اليقين الشديد وفي خضم هذه الظروف غير المسبوقة، أكد المديرين ضرورة إجراء تقييمات متوازنة ودقيقة. ورحب المديرين بجهود تحقيق درجة أكبر من التكامل بين الاستنتاجات المستخلصة من تحليلات تقريرى الاستقرار المالي العالمي وآفاق الاقتصاد العالمي، وشددوا على ضرورة ترجمة هذا التكامل في شكل استراتيجية للتواصل تنسجم بالترابط والاتساق في طريقة عرض الوثيقتين للاطلاع العام.

وشدد المديرين على أن الآفاق غير المبشرة وغير المؤكدة تتطلب اتخاذ إجراءات فعالة على صعيدي السياسة المالية والاقتصادية الكلية، مع النظر بعين الاعتبار الواجب إلى انعكاساتها على البلدان عبر الحدود. كذلك أقر المديرين بضرورة أن تتسق التدابير الإضافية مع الظروف القطرية المختلفة والسياسات المعمول بها حتى الآن وأهداف السياسات متوسطة الأجل.

واتفق المديرين على أن إعادة هيكلة القطاع المالي تأتي على رأس أولويات السياسة في المنعطف الراهن، وخاصة للتعامل مع الأصول المتعثرة وإعادة رسملة المؤسسات الضعيفة التي تمتلك مقومات البقاء. ورحب المديرين بمختلف المبادرات المعلنة في كثير من البلدان المتقدمة بغية التصدي للمشكلات الخطيرة في قطاعاتها المالية. وشدد المديرين على ضرورة الحزم في تطبيق السياسات، إذ أقرروا باستمرار التوترات الحادة في الأسواق وبأن استعادة الثقة لا تزال هدفاً بعيد المنال. ويجب أن تكون الركيزة الأساسية للحل الدائم هي الإثبات الموثوق للأصول التي تراجمت قيمتها، مع دعم هذا الحل بقدر كافٍ من التمويل وتنفيذه على أساس من الشفافية. وفيما يتعلق بإعادة الرسملة، أكد المديرين ضرورة أن

أشار المديرين التنفيذيون إلى الركود الحاد الذي يعترض الاقتصاد العالمي من جراء الأزمة المالية الطاحنة وفقدان الثقة الذي بلغ مستويات شديدة الارتفاع. فقد تفاقمت آفاق الاقتصاد العالمي إلى حد كبير منذ صدور آخر عدد من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في أكتوبر ٢٠٠٨، حيث أدى التصاعد الحاد في الأزمة المالية إلى انكماش غير مسبوق في النشاط الاقتصادي والتجاري على مستوى العالم. وأدى انكماش النشاط الاقتصادي الذي جاء متزامناً في البلدان المختلفة إلى زيادة الضغوط على الميزانيات العمومية في المؤسسات المالية نظراً لاستمرار تراجع قيم الأصول، مما تسبب في تثبيط الإقراض لقطاعي الأسر والشركات، ومن ثم تكثيف التأثيرات المرتدة السلبية فيما بين النشاط الاقتصادي والقطاع المالي. ورغم أن ردود أفعال السياسات المتنوعة وغير التقليدية في أغلب الأحوال ساعدت على تقليص المخاطر النظامية الكبرى، فإن تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية لا يزال يستغرق وقتاً أطول بكثير مما كان متصوراً من قبل. وعلاوة على ذلك، فقد امتدت الأزمة التي نشأت في البلدان المتقدمة لتصل الآن إلى اقتصادات الأسواق الصاعدة. ومن المتوقع أن تواجه الاقتصادات الصاعدة والنامية تراجعاً كبيراً في إمكانية الحصول على التمويل الخارجي.

وعلى هذه الخلفية، يتوقع تقرير آفاق الاقتصاد العالمي انكماش الناتج العالمي بنحو ١,٣٪ في ٢٠٠٩، وهو يمثل أعمق ركود يمر به الاقتصاد العالمي منذ نهاية الحرب العالمية الثانية بفارق كبير عن آخر حالات الركود السابقة. ومن المتوقع أن يتحسن النمو في عام ٢٠١٠ ولكنه سيظل أبطأ مما كان عليه في حالات التعافي السابقة. كذلك يُتوقع انحسار الضغوط التضخمية ومرور بعض البلدان المتقدمة بفترات من الانخفاض في أسعار المستهلكين. وتشير تقديرات خبراء الصندوق إلى وجود أجواء من عدم اليقين الشديد بشأن توقعات الاقتصاد الحالية، مع ميل كبير في الاحتمالات القائمة صوب تردي الأوضاع عن المستوى المتوقع. وقد أشار عدد من المديرين إلى إمكانية استمرار الركود لفترة مطولة، حيث

السكان. وإضافة إلى ذلك، فإن تنسيق الدفعة التنشيطية بين البلدان التي يتوافر لديها الحيز المالي من شأنه تعظيم النفع لصالح الاقتصاد العالمي. ومن ثم، رحب المديرين بمساهمة كثير من البلدان في عملية التوسع المالي خلال عام ٢٠٠٩، وأعرب معظمهم عن اعتقاده بضرورة استمرار الدعم المستمد من المالية العامة في عام ٢٠١٠. واعتبر بعض المديرين أنه من السابق لأوانه اللجوء إلى زيادة التيسير المالي على أساس استنسابي، مشيرين إلى عدم التيقن من فترة التأخر السابقة على تأثير سياسات المالية العامة ومن مضعفات الإنفاق الحكومي وإلى احتمال أن تصبح هذه السياسات مساهمة للتوجهات الدورية بمجرد بدء التعافي.

وأعرب المديرين عن قلقهم بشأن اتساع نطاق تأثير الأزمة المالية العالمية على بلدان الاقتصادات الصاعدة، مع الإقرار بوجود اختلافات كبيرة فيما بين المناطق وداخل كل منها. وأشار عدة مديرين إلى الوضع النسبي الأفضل الذي يتمتع به الكثير من الأسواق الصاعدة والذي يجعلها الآن أكثر قدرة على تجاوز الأزمة مقارنة بفترة الضغط المالي السابقة، الأمر الذي يرجع إلى تحسن أساسياتها الاقتصادية وقوة أطر سياساتها الاقتصادية الكلية. غير أن الاقتصادات الصاعدة الأوروبية تلقت أشد الضربات في هذا السياق، وهو ما يعكس الاختلالات الداخلية والخارجية الكبيرة لدى بعض البلدان. وأقر المديرين أيضا بأن إجراءات السياسة النقدية المتخذة لدعم النشاط الاقتصادي قد تزداد صعوبة بسبب الحاجة إلى الحفاظ على الاستقرار الخارجي في مواجهة تدفقات التمويل بالغة الهشاشة في عدد من الأسواق الصاعدة. وإذا تعذر على البنوك المركزية المحلية توفير ما يلزم من النقد الأجنبي، يمكن للبنوك المركزية في البلدان المتقدمة وصندوق النقد الدولي والهيئات الدولية الأخرى أن تقوم بدور فعال في هذا الخصوص عن طريق خطوط الائتمان المختلفة وغيرها من التسهيلات التمويلية. وذكر المديرين أن الصندوق لديه من الأدوات ما يكفي لدعم هذه الجهود، بما في ذلك دعمها عن طريق التحديث الذي أجراه مؤخرا في مجموعة أدواته المتاحة للإقراض ومنها "خط الائتمان المرن" الجديد.

وبالنظر إلى فترة قادمة أبعد، لاحظ المديرين أن صانعي السياسات يواجهون تحديات مهمة على المدى المتوسط. فقد تبين أن التنظيم المالي لا يستند إلى الأدوات الكافية لمواجهة تركيزات المخاطر والحوافز المعيبة التي تكمن وراء طفرة الابتكارات المالية. وعلى ذلك اتفق المديرين بشكل عام على توسيع حدود العمل

ترتكز على تقييم دقيق لقدرة المؤسسات على الاستمرار في الأجل الطويل وأهمية التعجيل بإعادة رسملة البنوك القادرة على الاستمرار ولكنها تفتقر إلى رأس المال الكافي. أما المؤسسات المالية غير القادرة على الاستمرار فينبغي تسوية أوضاعها في أسرع وقت ممكن من خلال عمليات إغلاق أو دمج أو ربما فترة مؤقتة من الملكية العامة إلى حين التوصل لحل من خلال القطاع الخاص. وفيما يتعلق بسياسات القطاع المالي في الاقتصادات الصاعدة، أعرب المديرين عن تفاؤلهم إزاء ما اتخذته بعض البلدان من خطوات للحفاظ على تدفق التجارة ودعم توفير الائتمان لقطاع الشركات.

وانتقل المديرين إلى السياسات الاقتصادية الكلية فرحبوا بالإجراءات المتسقة التي اتخذها العديد من البلدان على مستوى السياسات. وأوصوا باستمرار التحرك على مستوى السياسات النقدية لمواجهة التدهور المتواصل في آفاق الاقتصاد. ورغم أن أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية تكاد تصل بالفعل إلى الحد الأدنى الصفري في كثير من البلدان المتقدمة، فمن الضروري المسارعة باغتنام أي فرصة تسنح في هذا الصدد على مستوى السياسات. وفي نفس الوقت، ينبغي أن يؤكد مسؤولو البنوك المركزية تصميمهم على تجنب الانكماش عن طريق الحفاظ على أوضاع نقدية تيسيرية مهما طالت المدة اللازمة لتحقيق هذا الهدف. وتحقيقا لهذه الغاية، أيد معظم المديرين اللجوء إلى تدابير أقل التزاما بالطابع التقليدي، بما في ذلك الاستعانة بالميزانيات العمومية في البنوك المركزية بغية تعزيز أنشطة الوساطة، لا سيما في أسواق الائتمان المخضلة.

وبالنظر إلى مدى الهبوط الاقتصادي الراهن وحدود فعالية السياسة النقدية، شدد المديرين على ضرورة أن تواصل سياسة المالية العامة دورها الحاسم في توفير دفعة تنشيطية قصيرة الأجل للاقتصاد العالمي. ولما كانت مساحة تقديم الدعم من المالية العامة سوف تتقلص إذا ما تأكلت المصادقية، فقد أقر المديرين بأن الحكومات تواجه مفاضلة صعبة بين تطبيق سياسات توسعية قصيرة الأجل وإعادة الطمأنينة بشأن آفاق الاقتصاد على المدى المتوسط. غير أن هذا التجاذب يمكن أن تخف حدته عن طريق التركيز على بعض التدابير التنشيطية المؤقتة عالية التأثير التي من شأنها تعزيز إمكانات الإنتاجية في الاقتصاد المعني. وينبغي للحكومات أن تكمل مبادرات التنشيط قصير الأجل بإصلاحات لتعزيز أطر المالية العامة على المدى المتوسط، خاصة باعتماد إجراءات موثوقة لمعالجة التحديات المالية التي تمثلها شيخوخة

نحو إعادة التوازن الناجح في الاقتصاد العالمي. ومن الأهمية بمكان توجيه عناية فائقة لحجم وتكوين الإنفاق، لاسيما بالنظر إلى أجواء عدم اليقين المحيطة بوتيرة عودة الناتج إلى اتجاهات النمو المعتادة عند بدء التعافي المنشود.

واتفق المديرون على ضرورة توثيق روابط التنسيق والتعاون الدولي على مستوى السياسات. ويُلاحظ أن مقتضيات التعاون أكثر إلحاحا في حالة السياسات المالية بوجه خاص، نظرا للآثار الانتشارية الكبيرة التي يمكن أن تُحدثها الإجراءات المحلية على البلدان الأخرى. وتختلف طبيعة تصميم السياسات حسبما يتلاءم مع ظروف البلد المعني، ولكن على صانعي السياسات اجتناب ما يمكن أن يشكل سياسات تشويهية - مثل سياسات تفضيل الإقراض الداخلي على الخارجي. وبشكل أعم، ينبغي مقاومة الضغوط الحمائية التجارية والمالية. ومن التطورات الجديرة بالترحيب اتفاق البلدان الأعضاء في مجموعة العشرين على تعليق استحداث أي حواجز تجارية جديدة على مدار الاثني عشر شهرا القادمة. والانهيال الحاد في التجارة العالمية خلال الأزمة الراهنة إنما يعزز أهمية التعجيل باختتام جولة مفاوضات الدوحة للإسهام في فتح الأسواق وتحسين آفاق النمو العالمي. وأخيرا، يمكن أن يؤدي الدعم القوي من المصادر الثنائية ومتعددة الأطراف، ومنها صندوق النقد الدولي، إلى الحد من التداعيات الاقتصادية والاجتماعية السلبية للأزمة المالية في كثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية.

التنظيمي لتغطية كافة المؤسسات ذات الأهمية النظامية. وبالنسبة لسياسات الاقتصاد الكلي، ينبغي النظر بعناية في وضع استراتيجيات للخروج واتباع منهج منظم في تصفية المراكز القائمة عند تحسن الأوضاع، وذلك في ضوء ما نشهده من توسع كبير في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية وفي حجم الإنفاق العام. وأعرب عدد من المديرين عن اعتقادهم بأن البنوك المركزية قد يتعين عليها اعتماد رؤية أوسع لمقتضيات السلامة الاحترازية الكلية، مع توجيه الاهتمام الواجب لاستقرار المالي واستقرار الأسعار. وينبغي للقائمين على سياسات المالية العامة أن يعملوا على تخفيض العجز ووضع الدين العام على مسار يمكن الاستمرار في تحمله. وثمة تحد آخر يتمثل في استمرار نمو الإنتاجية في الوقت الذي تتعافى فيه الاقتصادات، الأمر الذي يعتمد على مواصلة الإصلاحات في أسواق العمل والمنتجات وتعميق اندماجها في الأسواق العالمية. وينبغي للبلدان منخفضة الدخل أن تقوم بإصلاحات هيكلية لتنويع مصادر النمو وتحسين قدرتها على الصمود أمام الصدمات الاقتصادية. ونظرا لتراجع الاحتمالات المتوقعة للصادرات، قال المديرون أيضا إن زيادة نمو الاستهلاك في شرق آسيا يمكن أن يسهم بدور مفيد في دعم نمو الناتج. واعتبر بعض المديرين أن تحقيق هذا الهدف يمكن أن يتيسر عن طريق زيادة المرونة في إدارة أسعار الصرف. وإلى جانب الإجراءات المتخذة في الاقتصادات المتقدمة لإعادة بناء الوساطة المالية الفعالة وزيادة المدخرات في البلدان التي تسجل عجزا، يُتوقع أن يؤدي ذلك إلى إعطاء دفعة



تستند إليها التوقعات بشأن بعض الاقتصادات المتقدمة المختارة.

وبالنسبة لأسعار الفائدة، من المفترض بلوغ متوسط سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) على الودائع لمدة ستة أشهر بالدولار الأمريكي ١,٥٪ في عام ٢٠٠٩ و١,٤٪ في عام ٢٠١٠، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لمدة ثلاثة أشهر باليورو ١,٦٪ في عام ٢٠٠٩، و٢٪ في عام ٢٠١٠، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لمدة ستة أشهر بالين الياباني ١٪ في عام ٢٠٠٩، و٠,٥٪ في عام ٢٠١٠.

وفيما يتعلق باستحداث عملة اليورو، قرر مجلس الاتحاد الأوروبي في ٣١ ديسمبر ١٩٩٨ أن تكون أسعار التحويل الثابتة النهائية بين اليورو و عملات البلدان الأعضاء التي أقرت استخدامه كما هو مبين فيما يلي اعتباراً من أول يناير ١٩٩٩.

راجع الإطار ٥-٤ في عدد أكتوبر ١٩٩٨ من تقرير أفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على وصف مفصل لكيفية تحديد أسعار التحويل.

١ يورو =	١٣,٧٦٠٣	شلن نمساوي
=	٤٠,٣٣٩٩	فرنك بلجيكي
=	٠,٥٨٥٢٧٤	جنيه قبرصي <sup>١</sup>
=	١,٩٥٥٨٣	مارك ألماني
=	٥,٩٤٥٧٣	ماركا فنلندية
=	٦,٥٥٩٥٧	فرنك فرنسي
=	٣٤٠,٧٥٠	دراخمة يونانية <sup>٢</sup>
=	٠,٧٨٧٥٦٤	جنيه أيرلندي
=	١,٩٣٦,٢٧	ليرة إيطالية
=	٤٠,٣٣٩٩	فرنك لكسمبرغ
=	٠,٤٢٩٣٠	ليرة مالطية <sup>٣</sup>
=	٢,٢٠٣٧١	غيلدر هولندي
=	٢٠٠,٤٨٢	إسكودو برتغالي
=	٣٠,١٢٦٠	كورونا سلوفاكية <sup>٤</sup>
=	٢٣٩,٦٤٠	تولار سلوفيني <sup>٥</sup>
=	١٦٦,٣٨٦	بيزيتا إسبانية

<sup>١</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠٨  
<sup>٢</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠١  
<sup>٣</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠٨  
<sup>٤</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠٩  
<sup>٥</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠٧

يقدم الملحق الإحصائي بيانات تاريخية وتوقعات اقتصادية، ويتألف من خمسة أقسام هي الافتراضات، وما الجديد، والبيانات والأعراف المتبعة، وتصنيف البلدان، والجداول الإحصائية.

ويتضمن القسم الأول تلخيصاً للافتراضات التي تقوم عليها التقديرات والتوقعات للفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠، والسيناريو متوسط الأجل للفترة ٢٠١١-٢٠١٤. ويعرض القسم الثاني وصفا موجزا للتغيرات التي طرأت على قاعدة البيانات والجداول الإحصائية، بينما يقدم القسم الثالث وصفا عاما للبيانات والأعراف المستخدمة في حساب الأرقام القطرية المجمعة. ويلخص القسم الرابع تصنيف البلدان ضمن المجموعات المختلفة الواردة في تقرير أفاق الاقتصاد العالمي.

أما القسم الأخير، وهو القسم الرئيسي، فيتضمن الجداول الإحصائية التي أعدت بياناتها على أساس المعلومات المتاحة حتى منتصف إبريل ٢٠٠٩. وعلى سبيل التيسير فقط، تظهر الأرقام المتعلقة بعام ٢٠٠٩ وما بعده بنفس درجة التحديد المتوخاة في البيانات التاريخية؛ ولما كانت هذه الأرقام مجرد توقعات، فلا يفترض أنها تتمتع بنفس الدرجة من الدقة.

## الافتراضات

من المفترض استمرار ثبات أسعار الصرف الفعلية الحقيقية في الاقتصادات المتقدمة عند مستوياتها المتوسطة خلال الفترة من ٢٥ فبراير إلى ٢٥ مارس ٢٠٠٩. وبالنسبة لعامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠، تشير هذه الافتراضات إلى بلوغ متوسط سعر تحويل الدولار الأمريكي مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة ١,٤٨٤ و١,٤٧٠، ومتوسط سعر تحويل الدولار الأمريكي مقابل اليورو ١,٣١٠ و١,٣٠٦، ومتوسط سعر تحويل الين مقابل الدولار الأمريكي هو ٩٦,٣ و١٠١,٥، على التوالي. أما متوسط سعر النفط، فمن المفترض بلوغه ٥٢ دولارا للبرميل في عام ٢٠٠٩ و٦٢,٥٠ دولارا للبرميل في عام ٢٠١٠.

ويفترض كذلك مواصلة السلطات الوطنية تنفيذ السياسات المعتمدة لديها. ويقدم الإطار ألف-١ شرحاً للافتراضات الأكثر تحديداً بالنسبة للسياسات والتي

## الإطار ألف-١: افتراضات السياسة الاقتصادية التي استندت إليها التوقعات في بعض الاقتصادات المختارة

(مدفوعة في أغلب الأحوال بالتغيرات المؤقتة في توقيتات الإيرادات الضريبية، وضرائب الأرباح الرأسمالية، وإيرادات بيع الأصول، وما إلى ذلك). وبالتالي، يأتي تراجع الرصيد الهيكلي المعدل من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠٠٨ في الأساس انعكاسا للدفعة التنشيطية المالية لعام ٢٠٠٨. ويعزى التغير من عام ٢٠٠٨ إلى عام ٢٠٠٩ بصفة أساسية إلى ارتفاع الإنفاق الاستنسابي (ومعظمه له صلة بالدفاع). ويعزى التراجع في رصيد عام ٢٠١٠ بقدر كبير إلى آثار مجموعة التدابير التنشيطية المالية المتوقعة، وكذلك إلى استمرار الارتفاع في أوجه الإنفاق الاستنسابي الأخرى. وترجع التحسنات في عام ٢٠١١ في معظمها إلى سحب الدفعة التنشيطية.

اليابان: تفترض توقعات المالية العامة تنفيذ تدابير الدفعة التنشيطية من المالية العامة في عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠ وفقا لما أعلنته الحكومة. وتفترض توقعات الأجل المتوسط كذلك أن نفقات الحكومة العامة وإيراداتها (عدا الضمان الاجتماعي) يجري تعديلها على نحو يتوافق مع التزام الحكومة الحالية (تخفيض الاستثمارات العامة بنسبة ٣٪ في السنة).

ألمانيا: تستند توقعات عام ٢٠٠٩ إلى ميزانية ٢٠٠٩ وتدابير الدفعة التنشيطية المالية التي أعلن عنها منذ صدور قانون الميزانية. وتبلغ الدفعة التنشيطية المالية بذلك ١,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ بالإضافة إلى دفعة تنشيطية مالية بنسبة ٠,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي لعام ٢٠١٠. ويفترض تسارع وتيرة الإنفاق في مجال الرعاية الصحية في الأجل المتوسط بسبب زيادة أعداد السكان المسنين وارتفاع التكاليف نتيجة لعدم اتخاذ تدابير إصلاح الرعاية الصحية بعد.

فرنسا: تقدر التدابير التنشيطية الجديدة بنحو ٠,٧٪ من إجمالي الناتج المحلي لعام ٢٠٠٩ وتشتمل على ما يلي: (١) التعليق المؤقت لضريبة الدخل الشخصي عام ٢٠٠٩ وتبلغ ١,١ مليار يورو؛ (٢) نفقات الاستثمار لعام ٢٠٠٩ بمقدار ٥,٢ مليار يورو؛ (٣) تدابير مختلفة للنفقات أو الإيرادات بمقدار ٦,٣ مليار يورو. وتأتي التوقعات المحتملة للمالية العامة انعكاسا لتأثير التدابير التنشيطية الجديدة وتبلغ في مجموعها ٠,٧٪ من إجمالي الناتج المحلي لعام ٢٠٠٩.

تستند افتراضات سياسة المالية العامة قصيرة الأجل المستخدمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي إلى الميزانيات المعلنة رسميا والمعدلة حسب الفروق بين افتراضات الاقتصاد الكلي والتوقعات بشأن إيرادات المالية العامة وفقا للسلطات الوطنية وخبراء صندوق النقد الدولي. وتنطوي توقعات المالية العامة في الأجل المتوسط على تدابير السياسات التي يرجح تنفيذها. وحينما لا تتوافر المعلومات الكافية لخبراء الصندوق لتقدير خطط السلطات بشأن الميزانية وتوقعات تنفيذ السياسات، يفترض عدم تغير الرصيد الأولي الهيكلي، ما لم يذكر خلاف ذلك. ونقدم فيما يلي عرضا لافتراضات محددة تستخدم في بعض الاقتصادات المتقدمة (راجع أيضا الجداول باء-٥ إلى باء-٧ في الملحق الإحصائي للاطلاع على البيانات المعنية بأرصدة المالية العامة والأرصدة الهيكلية).<sup>١</sup>

الولايات المتحدة: تستند توقعات المالية العامة إلى الميزانية التي وضعتها الإدارة الأمريكية للسنة المالية ٢٠٠٩ وإلى مراجعة منتصف الدورة، وأوضاع الميزانية بناء على السيناريو الأساسي الذي وضعه مكتب الميزانية في الكونغرس للفترة ٢٠٠٩-٢٠١٩. وتجرى التعديلات حسب الفروق في التوقعات الاقتصادية الكلية والفروق في الافتراضات بشأن تكاليف التدابير الرامية إلى تحقيق استقرار النظام المالي.

ويحسب رصيد المالية العامة الهيكلي بإزالة تأثير الدورة الاقتصادية على رصيد المالية العامة، وكذلك تأثير النفقات المقترنة بدعم النظام المالي وعوامل أخرى متفرقة

<sup>١</sup> تعرف فجوة الناتج بأنها الناتج الفعلي ناقصا الناتج الممكن كنسبة مئوية من الناتج الممكن. ويعبر عن الأرصدة الهيكلية كنسبة مئوية من الناتج الممكن. والرصيد الهيكلي للميزانية هو مركز الميزانية الذي سيتحقق إذا ما توافقت مستوى الناتج الفعلي مع الناتج الممكن. لذلك فإن التغيرات في الرصيد الهيكلي للميزانية تشمل آثار التدابير المؤقتة للمالية العامة، وأثر التقلبات في أسعار الفائدة وتكاليف خدمة الدين والتقلبات الأخرى غير الدورية في رصيد الميزانية. وتستند عمليات احتساب الرصيد الهيكلي للميزانية إلى تقديرات خبراء الصندوق لإجمالي الناتج المحلي الممكن ومرئنة الإيرادات والنفقات (راجع عدد أكتوبر ١٩٩٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الملحق الأول). ويعرف صافي الدين بأنه إجمالي الدين ناقصا الأصول المالية للحكومة العامة التي تشمل أصول نظام تأمين الضمان الاجتماعي. وهناك قدر كبير من عدم اليقين يحيط بتقديرات فجوة الناتج والرصيد الهيكلي للميزانية.

لها، الأمر الذي يعقد التحليل). ويفترض خبراء الصندوق أن يبلغ مجموع الدفعة التنشيطية المالية ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في ميزانية ٢٠٠٩ (ومنها ٠,٥٪ للإيرادات، و٠,٥٪ لأدوات التثبيت التلقائي، و١٪ للمصروفات)، وكذلك ١٪ لدعم المؤسسات المملوكة للدولة في عام ٢٠٠٩. ولا يفترض سحب الدفعة التنشيطية في عام ٢٠١٠.

الدانمرك: تتسق التوقعات لعامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠ مع أحدث التقديرات الرسمية للميزانية والتوقعات التي تركز عليها، والمعدلة حسبها يكون ملائماً وفق الافتراضات الاقتصادية الكلية لخبراء الصندوق. وبالنسبة للفترة ٢٠١١-٢٠١٤، تتضمن التوقعات أهم سمات خطة المالية العامة متوسطة الأجل حسبما وردت في «برنامج التقارب» (Convergence Program) الذي أعدته السلطات في نوفمبر ٢٠٠٧ وقدمته للاتحاد الأوروبي، وتم الحصول عليه خلال مشاورات المادة الرابعة لعام ٢٠٠٨ مع السلطات. وتفيد التوقعات بانتقال الميزانية من تحقيق فائض مبدئي إلى مركز أكثر اقتراباً من حالة التوازن. ويتوافق ذلك الأمر مع توقعات السلطات بسد فجوة الإنتاج في الأجل المتوسط، كما يتماشى مع أهدافها المتمثلة في استمرارية أوضاع المالية العامة وتخفيض الدين على المدى البعيد.

اليونان: تستند التوقعات إلى ميزانية عام ٢٠٠٩، وإلى التحديث الأخير لبرنامج الاستقرار، والتنبؤات والبيانات الأخرى المقدمة من السلطات.

منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة: تتسق توقعات المالية العامة للفترة ٢٠١٠-٢٠٠٧ مع استراتيجية السلطات متوسطة الأجل الموضحة في ميزانية عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨، كما تستند توقعات ٢٠١١-٢٠١٣ إلى الافتراضات التي يركز عليها سيناريو الاقتصاد الكلي في الأجل المتوسط الذي وضعه خبراء الصندوق.

الهند: تستند تقديرات عام ٢٠٠٧ إلى البيانات المتاحة عن تنفيذ الميزانية. وتستند توقعات عام ٢٠٠٨ وما بعدها إلى المعلومات المتاحة عن خطط المالية العامة التي وضعتها السلطات مع إجراء بعض التعديلات حسب افتراضات خبراء الصندوق. وتتضمن توقعات المالية العامة للسنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ المخصصات التقديرية بموجب ميزانية عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ وكذلك تكلفة التدابير التنشيطية المالية المرتبطة بالأزمة (حوالي ٠,٦٪ من إجمالي الناتج المحلي). وبعد السنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ يتوقع خبراء الصندوق أن الحكومة لن تعاود وضع هدف في إطار لقواعد المالية العامة بخفض العجز إلى ٣٪ في السنة المالية ٢٠٠٩/٢٠١٠ أو ٢٠١٠/٢٠١١، من أجل

إيطاليا: بالنسبة لعام ٢٠٠٩، تتضمن توقعات المالية العامة آثار ميزانية عام ٢٠٠٩ وفقاً لما يعرضه «تحديث برنامج الاستقرار لعام ٢٠٠٨» (Stability Program of 2008 Update) في إيطاليا، المقدم في فبراير، ويشمل تدابير الدفعة المالية التنشيطية المعلنة في أواخر نوفمبر بعد إجراء تعديلات أخرى حسب التوقعات الاقتصادية الكلية لخبراء الصندوق. وبالنسبة للسنوات اللاحقة، يفترض ثبات الرصيد الأولي الهيكلي.

المملكة المتحدة: تتضمن التوقعات دفعة تنشيطية من المالية العامة بنحو ١,٤٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠٠٩ (١٪ لتدابير الإيرادات، و٠,٤٪ لتدابير المصروفات).

كندا: تلجأ التوقعات إلى استخدام تنبؤات السيناريو الأساسي في بيان الميزانية لعام ٢٠٠٩. ويدخل خبراء الصندوق بعض التعديلات على هذه التنبؤات حسب الفروق في التوقعات الاقتصادية الكلية. وتتضمن تنبؤات خبراء الصندوق آخر بيانات إحصائية أصدرتها مؤسسة الإحصاء الكندية (Statistics Canada)، بما في ذلك نتائج ميزانيات المقاطعات والأقاليم حتى نهاية عام ٢٠٠٨.

أستراليا: تستند توقعات المالية العامة إلى «مستجدات الأفق الاقتصادية والمالية» (Updated Economic and Fiscal Outlook) الصادرة في فبراير ٢٠٠٩، وإلى توقعات خبراء صندوق النقد الدولي.

النمسا: تتضمن توقعات عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠ مجموعتين منفصلتين لتدابير الدفعة التنشيطية المالية، وهما الإصلاح الضريبي وقرارات أخرى اتخذت في البرلمان. ويقدر أن تبلغ هذه التدابير ١,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠٠٩ و١,٧٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٠.

بلجيكا: توقعات عام ٢٠٠٩ هي تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي المبنية على ميزانية عام ٢٠٠٩ التي صوت عليها البرلمان الفيدرالي والبرلمانات على مستوى الجاليات والمقاطعات، ومعدلة حسب الافتراضات الاقتصادية الكلية. وتوقعات السنوات اللاحقة هي تقديرات خبراء الصندوق بفرض عدم تغير السياسات.

البرازيل: تستند تنبؤات عام ٢٠٠٩ إلى قانون الميزانية وافتراضات خبراء الصندوق. ويفترض خبراء الصندوق عدم تغير السياسات في السنوات اللاحقة لسنة الميزانية، مع زيادة الاستثمارات العامة تمثيلاً مع ما تعترزم السلطات القيام به.

الصين: أعلنت الحكومة دفعة تنشيطية مالية كبيرة للفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠ (برغم عدم وضوح الحجم الدقيق

## الإطار ألف-١ (تابع)

وفقا لما أعلنته الحكومة. وتبلغ تدابير الدفعة التنشيطية الاستثنائية المعلنة ٣.٩٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ و ١.٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٠. وتعكس التوقعات أيضا تدابير تنشيطية تكميلية لعام ٢٠٠٩ وفقا لما اقترحتة الحكومة مؤخرا. وتتسق أرقام النفقات لعام ٢٠٠٩ مع أرقام الميزانية، ويفترض تنفيذ نحو ثلثي الميزانية التكميلية هذا العام. وتمثل توقعات الإيرادات انعكاسا للافتراضات الاقتصادية الكلية لخبراء صندوق النقد الدولي، المعدلة حسب التكاليف التقديرية للتدابير الضريبية المدرجة في مجموعة التدابير التنشيطية الأصلية. وتفترض التوقعات في الأجل المتوسط أن الحكومة ستستأنف خططها بشأن التوحيد وتحقق توازن الميزانية بنهاية الأفق الزمني للتوقعات.

المكسيك: تستند توقعات المالية العامة لعام ٢٠٠٩ إلى الإنفاق الاستثنائي المحدد في الميزانية، بينما الإيرادات والنفقات الإلزامية مبنية على التوقعات الاقتصادية الكلية لخبراء الصندوق. وتستند توقعات عام ٢٠١٠ والأعوام اللاحقة إلى ما يلي: (١) التوقعات الاقتصادية الكلية لخبراء الصندوق: (٢) قاعدة توازن الميزانية المعدلة بموجب قانون المسؤولية المالية: (٣) توقعات السلطات بشأن ضغوط الإنفاق على المعاشات التقاعدية والرعاية الصحية؛ وبشأن كبح فاتورة الأجور. ووضعت مجموعة تدابير لتقديم دفعة تنشيطية من المالية العامة بنحو ١٪ من إجمالي الناتج المحلي في سياق ميزانية عام ٢٠٠٩ (وأصبحت سارية بالتالي في مطلع عام ٢٠٠٩). وتمثل العناصر الرئيسية فيما يلي: (١) زيادة الإنفاق على البنية التحتية (٠.٤٪ من إجمالي الناتج المحلي): (٢) تزايد صافي الإقراض من بنوك التنمية (٠.٢٪ من إجمالي الناتج المحلي): (٣) ارتفاع النفقات الجارية على الأمن العام.

هولندا: تستند توقعات المالية العامة للفترة ٢٠١١/٢٠٠٩ إلى توقعات السلطات بشأن الميزانية لسنوات متعددة بعد التعديل حسب الفروق في الافتراضات الاقتصادية الكلية. ويفترض خبراء صندوق النقد الدولي عدم تغير السياسات في المدة المتبقية من فترة التنبؤ. نيوزيلندا: تستند توقعات المالية العامة إلى تحديث السلطات للبيانات في ديسمبر ٢٠٠٩ وتقديرات خبراء الصندوق. وكانت نيوزيلندا قد تحولت في حساب المالية العامة نحو تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها اعتبارا من السنة المالية ٢٠٠٦/٢٠٠٧ مع عدم وجود بيانات تاريخية قابلة للمقارنة.

توفير دفعة تنشيطية مضادة للاتجاهات الدورية للنشاط الاقتصادي الذي يشهد تراجعا. ومع هذا ستظل الحكومة المركزية حريصة نسبيا في إدارتها للمالية العامة ولن تستخدم الحيز المتاح من المالية العامة بأكمله والذي أوجده تراجع أسعار السلع الأولية، آخذة تباطؤ نمو الإيرادات وتفاقم الوضع المالي على المستوى دون المركزي بعين الاعتبار. وسوف ينتج عن اتخاذ هذا الموقف على صعيد المالية العامة حدوث انخفاض تدريجي في العجز الكلي للمالية العامة واتجاه الديون نحو مسار يمكن الاستمرار في تحمله في الأجل المتوسط.

إندونيسيا: تستند توقعات المالية العامة لسنة ٢٠٠٩ - لا سيما الرصيد الكلي، ومجموع الإيرادات، والمصروفات - إلى تقديرات السلطات للتعديلات المتوافرة بشأن ميزانية عام ٢٠٠٩ الأصلية. وتعدل تقديرات خبراء الصندوق حسب التغيرات في الافتراضات الاقتصادية الكلية للسلطات وكذلك استحداث التدابير لتقديم دفعة تنشيطية أخرى من المالية العامة. وحيث إن السلطات كانت لا تزال في مرحلة الانتهاء من تعديلات الميزانية وقت تقديم البيانات إلى «أفاق الاستقرار العالمي»، كانت العناصر التالية في الدفعة التنشيطية الإضافية قد حددت وانعكست في توقعات عام ٢٠٠٩ على النحو التالي: (١) تضمنت الميزانية الأصلية لعام ٢٠٠٩ دعما ضريبيا بلغ ١٢,٥ تريليون روبية (تعريفه الواردات وضريبة القيمة المضافة التي تسدها الحكومة على صناعات مختارة): (٢) دفعة تنشيطية إضافية بقيمة ١٥ تريليون روبية (منها ١٠,٢ تريليون روبية لم تخصص بعد، و ١,٤ تريليون روبية لخفض تعريفه الكهرباء على الصناعة، و ٢,٨ تريليون روبية لخفض أسعار الوقود المحلية، و ٠,٦ تريليون روبية لترحيل برامج الحد من الفقر من ميزانية عام ٢٠٠٨). وكان تمويل الميزانية يقوم على افتراض بتقسيم تكاليف التمويل الإضافية بين زيادة السحب من الودائع الحكومية وإصدارات السندات الإضافية.

أيرلندا: تستند توقعات المالية العامة إلى ميزانية أكتوبر ٢٠٠٨ ولكنها عدلت جزئيا في ضوء آخر تحديثات برنامج الاستقرار، حيث السلطات عن عزمها اتخاذ تدابير لخفض العجز إلى ٢,٦٪ من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام ٢٠١٣، ولكنها لم تحدد بعد التدابير التي ستتخذ لتحقيق ذلك.

كوريا: تفترض توقعات المالية العامة تنفيذ تدابير الدفعة التنشيطية المالية في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠

الرواتب بنسبة ١٥٪ موزعة على الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠، ويتوقع نمو السلع والخدمات تمشياً مع معدلات التضخم في الأجل المتوسط. ويتوقع تراجع مدفوعات الفائدة تمشياً مع سياسة السلطات في سداد الدين العام. ويتوقع تجاوز الإنفاق الرأسمالي لعام ٢٠٠٩ ما نصت عليه الميزانية بمقدار ٤٠٪ وعلى نحو يتسق مع ما أعلنته السلطات من الحفاظ على مستويات الإنفاق. ويتوقع تباطؤ وتيرة الإنفاق في الأجل المتوسط.

سنغافورة: تستند التوقعات المعنية بالنفقات للسنة المالية ٢٠٠٧/٢٠٠٨ إلى أرقام الميزانية، بينما تستند توقعات الإيرادات إلى تقديرات خبراء الصندوق لتأثير التدابير الجديدة على صعيد السياسات، بما في ذلك زيادة الضريبة على السلع والخدمات. وتفترض توقعات الإيرادات في الأجل المتوسط إدراج الأرباح الرأسمالية على احتياطات المالية العامة ضمن دخل الاستثمار.

إسبانيا: تأخذ توقعات المالية العامة للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠ في اعتبارها تأثير التدابير الاستصوابية المتخذة حتى الآن كرد فعل لهبوط النشاط الاقتصادي. إضافة إلى ذلك، يفترض السماح لأدوات التثبيت التلقائي بالعمل على نحو كامل. ويتوقع تراجع العجز تدريجياً في الفترة من ٢٠١١-٢٠١٤ ليصل إلى ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي مع تراجع الإنفاق (حيث تتضمن الدفعة التنشيطية شروطاً للبطان التلقائي) واحتواء الحكومة للنفقات الجارية الإضافية بغية خفض العجز مرة أخرى اتساقاً مع نسبة ٣٪ المنصوص عليها في معاهدة الاستقرار والنمو.

السويد: تستند توقعات المالية العامة إلى المعلومات المتاحة في مشروع الميزانية لعام ٢٠٠٩ (نوفمبر ٢٠٠٨)، مع تعديلاته التي تمثل انعكاساً لبيانات المالية العامة الواردة وآراء خبراء الصندوق حول بيئة الاقتصاد الكلي.

سويسرا: تستند توقعات الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣ إلى حسابات خبراء الصندوق التي تتضمن تدابير لاستعادة توازن الحسابات الفيدرالية وتعزيز الموارد المالية للضمان الاجتماعي.

تركيا: تستند معظم توقعات المالية العامة إلى ميزانية عام ٢٠٠٩ وتفترض عدم تغيير السياسات، وتستند الإيرادات إلى التوقعات الاقتصادية الكلية لخبراء الصندوق. ويتم تعديل التوقعات بشأن الحكومات المحلية، ومؤسسات الضمان الاجتماعي والصناديق خارج الميزانية حسب التوقعات الاقتصادية الكلية لخبراء الصندوق. وتوقعات السنوات اللاحقة هي تقديرات خبراء الصندوق، مع

البرتغال: تأخذ توقعات المالية العامة للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠ في اعتبارها تأثير التدابير الاستصوابية المتخذة حتى الآن كرد فعل إزاء هبوط النشاط الاقتصادي. فضلاً عن ذلك، يفترض السماح لأدوات التثبيت التلقائي بالعمل على نحو مكتمل. ويتوقع تراجع معدلات العجز تدريجياً في الفترة من ٢٠١١-٢٠١٤ على افتراض احتواء الحكومة للنفقات الجارية الإضافية وصولاً إلى التصحيح الهيكلي بمقدار ٥٪ على الأقل من إجمالي الناتج المحلي في السنة اتساقاً مع القاعدة التي نصت عليها معاهدة الاستقرار والنمو.

روسيا: تستند توقعات العجز لعام ٢٠٠٩ إلى مشروع الميزانية التكميلية الذي تنظر فيه الحكومة حالياً. وتأخذ التوقعات في اعتبارها القصور المتوقع في تنفيذ النفقات، استناداً إلى الاتجاهات التاريخية. ويتوقع أن تكون الميزانيات الإقليمية الموحدة متوازنة إلى حد كبير، انعكاساً للقيود المشددة على العجز والديون على مستوى الحكومات المحلية. وتفترض توقعات المالية العامة في الأجل المتوسط عدم تغيير السياسات، مما ينطوي على استقرار العجز غير النفطي إلى حد كبير كنسبة من إجمالي الناتج المحلي. وعلى مدار الشهرة القليلة الأخيرة، أعلنت السلطات عن عدد من تدابير الدفعة التنشيطية المالية تبلغ أكثر من ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي مع اعتراف إدراجها في الميزانية التكميلية. ويأتي نصف التدابير على جانب الإيرادات، ويركز في المقام الأول على خفض الدائم للضرائب على الأرباح. والتدابير المتبقية هي تدابير النفقات المؤقتة، وتشمل دعم القطاعات الاستراتيجية (الدفاع، وخطوط الطيران، وصانعي السيارات، والزراعة، والتشييد) وتدابير بشأن الجوانب الاجتماعية وسوق العمل.

المملكة العربية السعودية: تقدر السلطات الإيرادات والنفقات بانتظام في الميزانية تقديراً منقوصاً مقارنة بالنتائج الفعلية. وعمد السيناريو الأساسي لتقرير «آفاق الاقتصاد العالمي» إلى خفض أسعار النفط بمقدار ٥٪ انعكاساً لارتفاع مركب الكبريت في النفط الخام السعودي. وفيما يخص الإيرادات غير النفطية، يفترض نمو الإيرادات الجمركية تمشياً مع الواردات؛ وارتفاع دخل الاستثمار تمشياً مع سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور)؛ ونمو الرسوم والأتعاب كدالة لإجمالي الناتج المحلي غير النفطي. وعلى جانب الإنفاق، يفترض ارتفاع الأجور متجاوزة المعدل الطبيعي للارتفاع تعبيراً عن زيادة

## الإطار ألف-١ (تتمة)

النتائج المتوقع أقل من المعدل الممكن؛ وأن هوامش الطاقة الإنتاجية غير المستغلة في الاقتصاد كبيرة. وعلى هذا الأساس، من المفترض أن يبلغ متوسط سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن على الودائع بالدولار الأمريكي لمدة ستة أشهر ١,٥٪ في عام ٢٠٠٩ و ١,٤٪ في عام ٢٠١٠ (راجع الجدول ١-١). ويفترض أن يبلغ متوسط سعر الفائدة على الودائع باليورو لمدة ثلاثة أشهر ١,٦٪ في عام ٢٠٠٩ و ٢٪ في عام ٢٠١٠. أما متوسط سعر الفائدة على الودائع بالين الياباني لمدة ستة أشهر فمن المتوقع أن يبلغ ١٪ في عام ٢٠٠٩ و ٠,٥٪ في عام ٢٠١٠.

افتراض إجراء بعض التعديلات الإضافية للسنة المالية ٢٠١١/٢٠١٠ لضمان تحسين ديناميكية الدين في الأجل المتوسط.

وتستند افتراضات السياسة النقدية إلى إطار السياسة النقدية المعمول به في كل بلد، مما يعني ضمناً في معظم الأحوال أن السياسة النقدية غير مسايرة للتطورات على مدار الدورة الاقتصادية، فترتفع أسعار الفائدة الرسمية عندما تشير المؤشرات الاقتصادية إلى تجاوز التضخم المعدل أو النطاق المقبول، وتنخفض عندما تشير المؤشرات إلى عدم تجاوز التضخم المتوقع هذا المعدل أو النطاق؛ وأن نمو

## ما الجديد

ورغم أن الهيئات الإحصائية الوطنية هي المرجع النهائي في تقديم البيانات التاريخية والتعاريف المستخدمة، فإن المنظمات الدولية تشارك بدورها في القضايا الإحصائية بغية تحقيق التوافق بين المنهجيات المختلفة لإعداد الإحصاءات على المستوى الوطني، بما في ذلك الأطر التحليلية والمفاهيم والتعاريف والتصنيفات وإجراءات التقدير المستخدمة في إنتاج الإحصاءات الاقتصادية. وتمثل قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي انعكاساً للمعلومات المأخوذة من مصادر البيانات الوطنية والمنظمات الدولية.

وقد شهدت معايير الإحصاء والتحليل الاقتصادي تحسينات كبيرة نتيجة للتعديل الشامل لكل من نظام الحسابات القومية (SNA) لعام ١٩٩٣ الموحد، ومطبوعات صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة (BPM5)، ودليل الإحصاءات النقدية والمالية (MFSM)، ودليل إحصاءات مالية الحكومة لعام ٢٠٠١ (GFSM 2001).<sup>١</sup> واتسمت مشاركة الصندوق بالفعالية في جميع هذه المشروعات، لا سيما دليل ميزان المدفوعات، ودليل الإحصاءات النقدية والمالية ودليل إحصاءات مالية الحكومة، الأمر الذي يعبر عن مدى اهتمام الصندوق بصفة خاصة بالمراكز الخارجية

أصبحت الجمهورية السلوفاكية في أول يناير ٢٠٠٩ البلد السادس عشر الذي ينضم إلى منطقة اليورو؛ وقد تم تنقيح الجداول التي تعرض التوقعات المحتملة لبلدان منطقة اليورو بغية عرض بيانات كل بلد وفقاً لوزنه داخل المجموعة؛ وتدرج الجمهورية التشيكية الآن ضمن مجموعة الاقتصادات المتقدمة؛ وتعرض الآن التوقعات المحتملة بشأن العراق في جداول إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، وأسعار المستهلكين، والحساب الجاري؛ وتم تعديل التكوين القطري لمجموعة البلدان المصدرة للوقود والتكوين التحليلي لمجموعة بلدان المركز الخارجي الصافي تعبيراً عن التحديث الدوري لمعايير التصنيف؛ وتم تحديث الأوزان القطرية المحسوبة على أساس إجمالي الناتج المحلي الاسمي المقوم بأسعار الصرف حسب تعادل القوى الشرائية كنسبة من المجموع العالمي وذلك انعكاساً لتنقيح البيانات التاريخية لإجمالي الناتج المحلي والتوقعات المحتملة للبلدان.

## البيانات والأعراف المتبعة

تشكل البيانات والتوقعات المتعلقة بعدد ١٨٢ بلداً القاعدة الإحصائية لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي (قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي). وتشترك في حفظ هذه البيانات إدارة البحوث وإدارات المناطق الجغرافية في صندوق النقد الدولي، حيث تقوم إدارات المناطق الجغرافية بتحديث التوقعات القطرية بانتظام على أساس افتراضات شاملة متسقة.

<sup>١</sup> نظام الحسابات القومية لسنة ١٩٩٣، (بروكسل/ لكسمبرغ ونيويورك وباريس وواشنطن، ١٩٩٣) إعداد مفوضية الجماعة الأوروبية وصندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والأمم المتحدة والبنك الدولي؛ ودليل ميزان المدفوعات - الطبعة الخامسة، (واشنطن، ١٩٩٣) إعداد صندوق النقد الدولي؛ ودليل الإحصاءات النقدية والمالية، (واشنطن، ٢٠٠٠) إعداد صندوق النقد الدولي؛ ودليل إحصاءات مالية الحكومة، (واشنطن، ٢٠٠١) إعداد صندوق النقد الدولي.

## الملحق الإحصائي

(جمهورية كوريا) و١٩٩٥ (روسيا) و١٩٩٥ (سلوفينيا) و١٩٩٥ (إسبانيا) تستند إلى حسابات قومية غير منقحة وقد يطرأ عليها التعديل في المستقبل.

وقد اعتمد أعضاء الاتحاد الأوروبي نظاما متسقا لإعداد الحسابات القومية يعرف باسم النظام الأوروبي للحسابات الاقتصادية الموحدة لعام ١٩٩٥ (ESA 1995)، فأصبحت جميع بيانات الحسابات القومية تقدم على أساس هذا النظام الجديد اعتبارا من عام ١٩٩٥. وقد أحرزت السلطات الوطنية تقدما في مجال تنقيح بيانات ما قبل ١٩٩٥ لكي تتوافق مع النظام الجديد غير أنه لم يكتمل بعد في بعض الحالات. وفي هذه الحالات، تمت مواءمة البيانات التاريخية الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي بعناية لتلافي حالات انقطاع تسلسل البيانات. ومع ذلك، ينبغي لمستخدمي بيانات الحسابات القومية بالاتحاد الأوروبي قبل عام ١٩٩٥ أن يتوخوا الحذر حتى يحين الوقت الذي تنتهي فيه الهيئات الإحصائية الوطنية تماما من تعديل البيانات التاريخية. راجع الإطار ١-٢ في عدد مايو ٢٠٠٠ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

وتتضمن البيانات المجمعة للمجموعات القطرية والواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي إما مجاميع كلية أو متوسطات مرجحة للبيانات المعنية بكل بلد على حدة. ويعبر عن متوسطات معدلات النمو التي تغطي عدة سنوات بمعدلات تغير سنوية مركبة<sup>٢</sup> ما لم يذكر خلاف ذلك. وتستخدم متوسطات مرجحة حسابيا لجميع البيانات ما عدا التضخم ونمو النقود في مجموعة الاقتصادات الصاعدة والنامية التي تستخدم لها متوسطات هندسية. وفيما يلي الأعراف المتبعة في هذا الخصوص:

- الأرقام المجمعة لأسعار الصرف وأسعار الفائدة ومعدلات نمو المجلات النقدية في المجموعات القطرية المختلفة تكون مرجحة بإجمالي الناتج المحلي المحول إلى دولارات أمريكية بأسعار الصرف السائدة في السوق (متوسط السنوات الثلاثة السابقة) كحصة من إجمالي الناتج المحلي للمجموعة.
- الأرقام المجمعة للبيانات الأخرى المتعلقة بالاقتصاد المحلي، سواء كانت معدلات أو نسب النمو، مرجحة بإجمالي الناتج المحلي المقوم بتعديل القوى الشرائية

<sup>٢</sup> تُحسب متوسطات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ومكوناته، والتوظيف، وحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي، والتضخم، وإنتاجية عوامل الإنتاج، والتبادل التجاري، وأسعار السلع الأساسية بناء على معدلات تغير سنوية مركبة ما عدا معدل البطالة فيتم حسابه على أساس المتوسط الحسابي البسيط.

واستقرار القطاع المالي والأوضاع المالية للقطاع العام في مختلف البلدان. وقد بدأت مواءمة البيانات القطرية مع التعاريف الجديدة جديا مع صدور هذه الأدلة. غير أن تطابق البيانات تماما مع الأدلة يعتمد في نهاية المطاف على تقديم معدي الإحصاءات الوطنية بيانات قطرية منقحة. وبالتالي فإن تقديرات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لا تزال متوائمة جزئيا فقط مع هذه الأدلة.

وتمشيا مع التحسينات التي تحققت مؤخرا في معايير إبلاغ بيانات الإحصاءات الاقتصادية، ألغت عدة بلدان بشكل تدريجي الطريقة التقليدية القائمة على سعة الأساس الثابتة في حساب مستوى متغيرات الاقتصاد الكلي الحقيقية، ومعدل نموها وتحولت إلى احتساب النمو الإجمالي بطريقة الترجيح بنظام السلسلة. ونتيجة للتغيرات الكبيرة التي حدثت مؤخرا في هياكل هذه الاقتصادات، قامت البلدان المعنية بمراجعة الطريقة المتبعة لديها في قياس مستويات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ومعدلات نموه. ونتيجة للانتقال إلى أسلوب الترجيح بنظام السلسلة في احتساب النمو الكلي باستخدام المعلومات عن الأسعار الجارية، أصبح بوسع البلدان قياس نمو إجمالي الناتج المحلي بطريقة أدق وذلك بالتغلب على مسألة تحيز البيانات الجديدة نحو الارتفاع<sup>٢</sup>. وتتبع في الوقت الحالي منهجية الترجيح بنظام السلسلة في إعداد بيانات الاقتصاد الكلي الحقيقية لكل من ألبانيا وأستراليا والنمسا وأذربيجان وبلجيكا وبلغاريا وكندا وقبرص والجمهورية التشيكية والدانمرك وإستونيا ومنطقة اليورو وفنلندا وفرنسا وجورجيا وألمانيا واليونان وغواتيمالا ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وأيسلندا وأيرلندا وإسرائيل وإيطاليا واليابان وكازاخستان وليتوانيا ولكسمبرغ ومالطة وهولندا ونيوزيلندا والنرويج وبولندا والبرتغال وجمهورية كوريا ورومانيا وروسيا وسلوفينيا وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. غير أن البيانات المتوافرة قبل الأعوام ١٩٩٦ (ألبانيا) و١٩٩٤ (أذربيجان) و١٩٩٥ (بلجيكا) و٢٠٠٠ (بلغاريا) و١٩٩٥ (قبرص) و١٩٩٥ (الجمهورية التشيكية) و١٩٩٥ (إستونيا) و١٩٩٥ (منطقة اليورو) و١٩٩٦ (جورجيا) و٢٠٠٠ (اليونان) و١٩٩٠ (أيسلندا) و١٩٩٥ (أيرلندا) و١٩٩٤ (اليابان) و١٩٩٤ (كازاخستان) و١٩٩٥ (لكسمبرغ) و٢٠٠٠ (مالطة) و١٩٩٥ (بولندا) و٢٠٠٠

<sup>٢</sup> راجع دراسة: Charles Steindel, 1995, "Chain-Weighting: The New Approach to Measuring GDP," *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), Vol. 1 (December).

## تصنيف البلدان

### موجز التصنيف القطري

تُصنف بلدان العالم في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي بتقسيمها إلى مجموعتين رئيسيتين: الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة والنامية.<sup>٥</sup> وبدلاً من الاعتماد على معايير جامدة، سواء اقتصادية أو غير اقتصادية، تطور هذا التصنيف بمرور الوقت لتيسير عملية التحليل الاقتصادي من خلال تنظيم البيانات بشكل منطقي معقول. ويقدم الجدول (ألف) نظرة عامة على هاتين المجموعتين المعياريتين في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، ويوضح عدد البلدان في كل مجموعة ومتوسط حصص المجموعتين في عام ٢٠٠٨ من إجمالي الناتج المحلي الكلي المقوم بتبادل القوى الشرائية، ومجموع صادرات السلع والخدمات، والسكان.

وهناك بضعة بلدان غير مدرجة حالياً في هاتين المجموعتين، إما لأنها غير أعضاء في صندوق النقد الدولي ولا تخضع اقتصاداتها لمراقبة الصندوق، أو لعدم استكمال قواعد بياناتها. ونظراً لنقص البيانات لا تعبر الأرقام المجمعة عن البلدان التالية: جمهورية أفغانستان الإسلامية، والبوسنة والهرسك، وبروني دار السلام، وإريتريا، والعراق، وليبيريا، والجبل الأسود، وصربيا، والصومال، وتيمور-ليشتي، وزمبابوي. وتعتبر كل من كوريا وجمهورية كوريا الديمقراطية الشعبية مثالا للبلدان غير الأعضاء في الصندوق، بينما تعد سان مارينو، وهي من الاقتصادات المتقدمة، وأروبا وجزر مارشال ولايات ميكرونيزيا الموحدة وبالاو، وهي من البلدان النامية، أمثلة لاقتصادات لم تكتمل قواعد بياناتها.

- كحصة من إجمالي الناتج المحلي العالمي الكلي أو إجمالي الناتج المحلي الكلي للمجموعة.<sup>٤</sup>
- الأرقام المجمعة للبيانات المتعلقة بالاقتصاد المحلي لمنطقة اليورو (١٦ بلداً) خلال الفترة بأكملها، ما لم يذكر خلاف ذلك) هي مجملات البيانات الواردة من المصادر الوطنية باستخدام أوزان ترجيحية لإجمالي الناتج المحلي. ولا تعدل البيانات السنوية لتعكس أثر اليوم في الشهر التقويمي. وبالنسبة للبيانات قبل ١٩٩٩، يراعى عند إعداد البيانات المجملة استخدام أسعار صرف وحدة النقد الأوروبية لعام ١٩٩٥.
- الأرقام المجمعة لمعدلات البطالة ونمو العمالة مرجحة بحجم القوى العاملة كحصة من حجم القوى العاملة للمجموعة.
- الأرقام المجمعة المتعلقة بالاقتصاد الخارجي هي حاصل بيانات البلدان المنفردة بعد تحويلها إلى دولارات أمريكية بمتوسط أسعار الصرف السائدة في السوق في السنوات المشار إليها بالنسبة لبيانات ميزان المدفوعات وبأسعار الصرف السائدة في السوق في نهاية السنة بالنسبة للدين المقوم بعملات أخرى بخلاف الدولار الأمريكي. غير أن الأرقام المجمعة للتغيرات في أحجام وأسعار التجارة الخارجية هي متوسطات حسابية للتغيرات كنسب مئوية في فرادى البلدان مرجحة بقيم الصادرات أو الواردات بالدولار الأمريكي كحصة من مجموع الصادرات أو الواردات العالمية أو صادرات أو واردات المجموعة (في السنة السابقة).
- وتشير جميع البيانات إلى السنوات الميلادية، باستثناء البلدان التالية حيث تستخدم السنوات المالية: أستراليا (يوليو/يونيو)؛ ومصر (يوليو/يونيو)؛ وهاتي (أكتوبر/سبتمبر)؛ وجمهورية أفغانستان الإسلامية (إبريل/مارس)؛ وجمهورية إيران الإسلامية (إبريل/مارس)؛ وموريشيوس (يوليو/يونيو)؛ وميانمار (إبريل/مارس)؛ ونيبال (يوليو/يونيو)؛ ونيوزيلندا (يوليو/يونيو)؛ وباكستان (يوليو/يونيو)؛ وساموا (يوليو/يونيو)؛ وتونغا (يوليو/يونيو).

<sup>٤</sup> راجع الإطار ألف-٢ في عدد إبريل ٢٠٠٤ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على موجز للأوزان الترجيحية المنقحة المستندة إلى تعادل القوى الشرائية، والملحق الرابع في عدد مايو ١٩٩٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وراجع أيضاً دراسة Anne-Marie Gulde and Marianne Schulze-Ghattas, «Purchasing Power Parity Based Weights for the World Economic Outlook», in *Staff Studies for the World Economic Outlook* (Washington: International Monetary Fund, December 1993), pp.106-23.

<sup>٥</sup> لا يشير مصطلح «بلد» المستخدم في هذا التقرير في جميع الحالات إلى كيان إقليمي يشكل دولة وفقاً للقانون والعرف الدوليين. ويشمل هذا المصطلح أيضاً بعض الكيانات الإقليمية التي لا تشكل دولا ولكن يتم الاحتفاظ ببيانات إحصائية عنها على أساس منفصل ومستقل.

الملحق الإحصائي

الجدول (ألف) - التصنيف حسب المجموعات المستخدمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي وحصصها في إجمالي الناتج المحلي المجمع، وصادرات السلع والخدمات، وعدد السكان في عام ٢٠٠٨<sup>١</sup> (% من إجمالي المجموعة أو العالم)

عدد الاقتصادات	إجمالي الناتج المحلي		صادرات السلع والخدمات		عدد السكان	
	الاقتصادات المتقدمة	العالم	الاقتصادات المتقدمة	العالم	الاقتصادات المتقدمة	العالم
الاقتصادات المتقدمة	١٠٠,٠	٥٥,٣	١٠٠,٠	٦٥,١	١٠٠,٠	١٥,٣
الولايات المتحدة	٣٧,٤	٢٠,٧	١٤,٣	٩,٣	٣٠,٣	٤,٦
منطقة اليورو	٢٨,٥	١٥,٧	٤٣,٩	٢٨,٦	٣٢,٤	٥,٠
ألمانيا	٧,٦	٤,٢	١٣,٤	٨,٧	٨,٢	١,٢
فرنسا	٥,٦	٣,١	٥,٩	٣,٨	٦,٢	٠,٩
إيطاليا	٤,٨	٢,٦	٥,٣	٣,٤	٥,٩	٠,٩
إسبانيا	٣,٧	٢,٠	٣,٤	٢,٢	٤,٥	٠,٧
اليابان	١١,٥	٦,٤	٧,٠	٤,٥	١٢,٧	١,٩
المملكة المتحدة	٥,٨	٣,٢	٦,٠	٣,٩	٦,١	٠,٩
كندا	٣,٤	١,٩	٤,١	٢,٧	٣,٣	٠,٥
اقتصادات أخرى متقدمة	١٣,٣	٧,٤	٢٤,٦	١٦,٠	١٥,٣	٢,٣
للذكورة						
الاقتصادات المتقدمة الرئيسية	٧٦,٢	٤٢,١	٥٦,١	٣٦,٥	٧٢,٦	١١,١
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة	٦,٧	٣,٧	١٣,١	٨,٥	٨,٣	١,٣
الاقتصادات الصاعدة والنامية	١٠٠,٠	٤٤,٧	١٠٠,٠	٣٤,٩	١٠٠,٠	٨٤,٧
المجموعات الإقليمية						
إفريقيا	٦,٩	٣,١	٧,٨	٢,٧	١٥,٢	١٢,٩
جنوب الصحراء	٥,٥	٢,٤	٥,٧	٢,٠	١٣,٨	١١,٧
ما عدا نيجيريا وجنوب إفريقيا	٢,٨	١,٣	٣,١	١,١	١٠,٣	٨,٧
أوروبا الوسطى والشرقية	٧,٨	٣,٥	١٠,٣	٣,٦	٢,٩	٢,٥
كومنولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>	١٠,٣	٤,٦	١١,٥	٤,٠	٥,٠	٤,٣
روسيا	٧,٤	٣,٣	٧,٦	٢,٧	٢,٦	٢,٢
آسيا النامية	٤٦,٩	٢١,٠	٣٩,٥	١٣,٨	٦٢,٤	٥٢,٩
الصين	٢٥,٥	١١,٤	٢٤,١	٨,٤	٢٣,٨	٢٠,٢
الهند	١٠,٧	٤,٨	٣,٩	١,٤	٢١,٤	١٨,١
ما عدا الصين والهند	١٠,٨	٤,٨	١١,٥	٤,٠	١٧,٢	١٤,٥
الشرق الأوسط	٨,٧	٣,٩	١٦,٢	٥,٦	٤,٤	٣,٧
نصف الكرة الغربي	١٩,٣	٨,٦	١٤,٧	٥,١	١٠,٠	٨,٥
البرازيل	٦,٤	٢,٩	٣,٣	١,٢	٣,٤	٢,٩
المكسيك	٥,٠	٢,٢	٤,٥	١,٦	١,٩	١,٦
المجموعات التحليلية						
حسب مصدر إيرادات التصدير						
الوقود	١٩,٣	٨,٦	٣٠,٠	١٠,٥	١٠,٩	٩,٣
غير الوقود	٨٠,٧	٣٦,١	٧٠,٠	٢٤,٤	٨٩,١	٧٥,٥
منها: منتجات أولية	١,٦	٠,٧	١,٩	٠,٧	٤,٠	٣,٤
حسب مصدر التمويل الخارجي						
بلدان المركز المدين الصافي	٥١,١	٢٢,٩	٤٠,٩	١٤,٣	٦١,١	٥١,٧
منه: تمويل رسمي	٣,٤	١,٥	٢,٥	٠,٩	١٢,٢	١٠,٣
بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين						
بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٣-٢٠٠٧	٦,٥	٢,٩	٤,٧	١,٦	١٢,٢	١٠,٣
بلدان المركز المدين الصافي الأخرى	٤٤,٦	١٩,٩	٣٦,٢	١٢,٦	٤٨,٨	٤١,٤
مجموعات أخرى						
البلدان الفقيرة المثقلة بالديون	١,٩	٠,٨	١,٣	٠,٥	٨,٧	٧,٣
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	١٠,٥	٤,٧	١٨,٤	٦,٤	٦,٥	٥,٥

<sup>١</sup> تستند حصص إجمالي الناتج المحلي إلى تقييم إجمالي الناتج المحلي للبلدان المعنية حسب تعادل القوى الشرائية. ويُعبّر عدد البلدان الذي تتألف منه كل مجموعة عن البلدان التي أُدرجت بياناتها في مجملات المجموعة.  
<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

## الخصائص العامة للمجموعات وتكوينها وفقا للتصنيف المتبع في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي

### الاقتصادات المتقدمة

يورد الجدول (باء) الاقتصادات المتقدمة البالغ عددها ٣٣ اقتصادا. وتتألف المجموعة الفرعية للاقتصادات المتقدمة الرئيسية والتي يُشار إليها عادة بمجموعة السبعة من أكبر سبعة اقتصادات في هذه المجموعة من حيث إجمالي الناتج المحلي، وهي الولايات المتحدة واليابان وألمانيا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة وكندا. كذلك تصنف في مجموعتين فرعيتين البلدان الأعضاء في منطقة اليورو، وعددها ١٦ بلدا، والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة الأربعة. وتشمل البيانات المجمع في الجداول عن منطقة اليورو البلدان الأعضاء الحاليين في كل السنوات رغم توسع العضوية بمرور الوقت. ويورد الجدول (جيم) أسماء البلدان الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، وليست جميعها مصنفة كالاقتصادات متقدمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

### الاقتصادات الصاعدة والنامية

تضم مجموعة الاقتصادات الصاعدة والنامية (١٣٩ بلدا) جميع البلدان غير المصنفة كالاقتصادات متقدمة. وتتفق إلى حد كبير التقسيمات الإقليمية للاقتصادات الصاعدة والنامية — إفريقيا، وأوروبا الوسطى والشرقية، وكمونولث الدول المستقلة، وآسيا النامية، والشرق الأوسط، ونصف الكرة الغربي — مع التقسيمات الإقليمية المستخدمة في تقرير الإحصاءات المالية الدولية (IFS) الصادر عن صندوق النقد الدولي. وفي كلا التصنيفين، تدرج مصر وليبيا ضمن منطقة الشرق

### الجدول (جيم) - الاتحاد الأوروبي

النمسا	فنلندا	لاتفيا	رومانيا
بلجيكا	فرنسا	ليتوانيا	الجمهورية السلوفاكية
بلغاريا	ألمانيا	لكسمبرغ	سلوفينيا
قبرص	اليونان	مالطة	إسبانيا
الجمهورية التشيكية	هنغاريا	هولندا	السويد
الدانمرك	أيرلندا	بولندا	المملكة المتحدة
إستونيا	إيطاليا	البرتغال	

الأوسط وليس ضمن إفريقيا. وإضافة إلى ذلك، يشير تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في بعض الأحيان إلى المجموعة الإقليمية لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) وهي المجموعة الممتدة عبر إفريقيا والشرق الأوسط، وتعرف هذه المجموعة بالبلدان الأعضاء في جامعة الدول العربية بالإضافة إلى جمهورية إيران الإسلامية (راجع الجدول دال).

### الجدول (دال) - بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

الجزائر	الأردن	المغرب	الجمهورية العربية السورية
البحرين	الكويت	عمان	تونس
جيبوتي	لبنان	قطر	الإمارات العربية المتحدة
مصر	ليبيا	المملكة العربية	الجمهورية اليمنية
جمهورية	موريتانيا	السعودية	
إيران		السودان	
الإسلامية			

وتصنف الاقتصادات الصاعدة والنامية أيضا حسب معايير تحليلية. وتستند المعايير التحليلية إلى تكوين إيرادات التصدير في تلك البلدان وأي دخل آخر من الخارج؛ فضلا على ترتيبات أسعار الصرف؛ والتمييز بين بلدان المركز الدائن الصافي وبلدان المركز المدين الصافي؛ وبالنسبة لبلدان المركز المدين الصافي هناك معايير مالية تستند إلى مصادر التمويل الخارجي وتجربة خدمة الدين الخارجي. ويوضح الجدولان (هاء)

### الجدول (باء) - الاقتصادات المتقدمة حسب المجموعات الفرعية

مجموعات فرعية أخرى					
اقتصادات أخرى متقدمة	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة	منطقة اليورو	مناطق العملات الرئيسية	
نيوزيلندا	أستراليا	كندا	منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة <sup>١</sup>	النمسا	الولايات المتحدة
النرويج	الجمهورية	فرنسا	كوريا	بلجيكا	منطقة اليورو
سنغافورة	التشيك	ألمانيا	سنغافورة	قبرص	اليابان
السويد	الدانمرك	إيطاليا	مقاطعة تايوان	فنلندا	
سويسرا	منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة <sup>١</sup>	اليابان	الصينية	فرنسا	
مقاطعة تايوان	آيسلندا	المملكة المتحدة		ألمانيا	
الصينية	إسرائيل	الولايات المتحدة		اليونان	
	كوريا			أيرلندا	
				سلوفينيا	
				إسبانيا	

<sup>١</sup> أعيدت هونغ كونغ إلى جمهورية الصين الشعبية في أول يوليو ١٩٩٧ وأصبحت منطقة إدارية خاصة تابعة للصين.

## الملحق الإحصائي

### الجدول (هاء) - الاقتصادات الصاعدة والنامية حسب المنطقة والمصدر الرئيسي لإيرادات التصدير

منتجات أولية غير الوقود	الوقود	
بوركينافاسو بوروندي جمهورية الكونغو الديمقراطية غينيا غينيا-بيساو ملاوي مالي موريتانيا جمهورية موزامبيق ناميبيا سيراليون زامبيا	الجزائر أنغولا تشاد جمهورية الكونغو غينيا الاستوائية غابون نيجيريا السودان	إفريقيا
منغوليا أوزبكستان	أذربيجان كازاخستان روسيا تركمانستان	كومنولث الدول المستقلة <sup>١</sup>
بابوا غينيا الجديدة جزر سليمان		آسيا النامية
	البحرين جمهورية إيران الإسلامية الكويت ليبيا عمان قطر المملكة العربية السعودية الإمارات العربية المتحدة الجمهورية اليمنية	الشرق الأوسط
شيلي غيانا سورينام	إكوادور ترينيداد وتوباغو فنزويلا	نصف الكرة الغربي

<sup>١</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

و (واو) بالتفصيل تكوين الاقتصادات الصاعدة والنامية في المجموعات الإقليمية والمجموعات التحليلية.

ويتميز المعيار التحليلي القائم على مصدر إيرادات التصدير بين فئات الوقود (التصنيف الموحد للتجارة الدولية (SITC 3)) وغير الوقود، ثم يركز على المنتجات الأولية غير الوقود (التصنيف الموحد للتجارة الدولية (SITCs 0, 1, 2, 4, and 68)).

وتركز المعايير المالية على بلدان المركز الدائن الصافي، وبلدان المركز المدين الصافي، والبلدان الفقيرة المثقلة بالديون (بلدان «هيبيك»). ويجري التمييز فيما بين بلدان المركز المدين الصافي على أساس معيارين ماليين إضافيين هما: المصدر الرسمي للتمويل الخارجي وتجربة خدمة الدين<sup>٦</sup> وتتألف مجموعة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون (بلدان «هيبيك») من البلدان التي يرى صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أنها مؤهلة للاستفادة من مبادرتهم المتعلقة بالديون والمعروفة باسم مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون («هيبيك») وذلك بهدف تخفيف أعباء الديون الخارجية عن جميع البلدان المؤهلة للاستفادة من المبادرة لتصل ديونها إلى مستوى «يمكن الاستمرار في تحمله» خلال فترة زمنية وجيزة معقولة<sup>٧</sup>.

<sup>٦</sup> أثناء الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧، تعرض ٤٤ بلدا لتراكم المتأخرات الخارجية أو قام بإبرام اتفاقات لإعادة جدولة الديون الرسمية أو ديون البنوك التجارية. ويشار إلى مجموعة البلدان هذه باسم بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٣-٢٠٠٧.

<sup>٧</sup> راجع دراسة David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi, and Sukwinder Singh, *Debt Relief for Low-Income Countries: The Enhanced HIPC Initiative*, IMF Pamphlet Series, No. 51 (Washington: International Monetary Fund, November 1999).





## قائمة بالجداول

### الناتج

- الجدول ألف-١: موجز الناتج العالمي  
الجدول ألف-٢: الاقتصادات المتقدمة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وإجمالي الطلب المحلي  
الجدول ألف-٣: الاقتصادات المتقدمة: مكونات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي  
الجدول ألف-٤: الاقتصادات الصاعدة والنامية، حسب البلد: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي

### التضخم

- الجدول ألف-٥: موجز بيانات التضخم  
الجدول ألف-٦: الاقتصادات المتقدمة: أسعار المستهلكين  
الجدول ألف-٧: الاقتصادات الصاعدة والنامية، حسب البلد: أسعار المستهلكين

### السياسات المالية

- الجدول ألف-٨: الاقتصادات المتقدمة الرئيسية: أرصدة المالية العامة والدين لدى الحكومة العامة

### التجارة الخارجية

- الجدول ألف-٩: موجز لأحجام وأسعار التجارة العالمية

### معاملات الحساب الجاري

- الجدول ألف-١٠: موجز أرصدة الحساب الجاري  
الجدول ألف-١١: الاقتصادات المتقدمة: رصيد الحساب الجاري  
الجدول ألف-١٢: الاقتصادات الصاعدة والنامية، حسب البلد: رصيد الحساب الجاري

### ميزان المدفوعات والتمويل الخارجي

- الجدول ألف-١٣: الاقتصادات الصاعدة والنامية: صافي التدفقات الرأسمالية  
الجدول ألف-١٤: الاقتصادات الصاعدة والنامية: التدفقات الرأسمالية الخاصة  
الجدول ألف-١٥: الاقتصادات الصاعدة والنامية: الاحتياطيات

### تدفق الأموال

- الجدول ألف-١٦: موجز مصادر المدخرات العالمية واستخداماتها

### السيناريو الأساسي متوسط الأجل

- الجدول ألف-١٧: موجز السيناريو الأساسي العالمي في الأجل المتوسط

النتائج موجز

الجدول ألف- ١ موجز الناتج العالمي<sup>١</sup>  
(التغير السنوي %)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	متوسط ٢٠٠٠-١٩٩١
٤,٨	١,٩	١,٣-	٣,٢	٥,٢	٥,١	٤,٥	٤,٩	٣,٦	٢,٨	٢,٢	٣,١
٢,٦	٠,٠	٣,٨-	٠,٩	٢,٧	٣,٠	٢,٦	٣,٢	١,٩	١,٦	١,٢	٢,٨
٢,٤	٠,٠	٢,٨-	١,١	٢,٠	٢,٨	٢,٩	٣,٦	٢,٥	١,٦	٠,٨	٢,٣
٢,٣	٠,٤-	٤,٢-	٠,٩	٢,٧	٢,٩	١,٧	٢,٢	٠,٨	٠,٩	١,٩	...
٢,٥	٠,٥	٦,٢-	٠,٦-	٢,٤	٢,٠	١,٩	٢,٧	١,٤	٠,٣	٠,٢	١,٣
٣,٥	٠,٤	٣,٩-	١,٢	٤,٠	٣,٩	٣,٣	٤,٠	٢,٥	٣,٢	١,٨	٣,٥
٦,٨	٤,٠	١,٦	٦,١	٨,٣	٨,٠	٧,١	٧,٥	٦,٣	٤,٨	٣,٨	٣,٦
٥,٤	٣,٩	٢,٠	٥,٢	٦,٢	٦,١	٥,٨	٦,٧	٥,٥	٦,٥	٤,٩	٢,٤
٤,٠	٠,٨	٣,٧-	٢,٩	٥,٤	٦,٦	٦,٠	٧,٣	٤,٩	٤,٤	٠,٠	٢,٠
٥,٣	١,٢	٥,١-	٥,٥	٨,٦	٨,٤	٦,٧	٨,٢	٧,٨	٥,٢	٦,١	...
٨,٨	٦,١	٤,٨	٧,٧	١٠,٦	٩,٨	٩,٠	٨,٦	٨,٢	٦,٩	٥,٨	٧,٤
٤,٥	٣,٥	٢,٥	٥,٩	٦,٣	٥,٧	٥,٨	٦,٠	٧,٠	٣,٨	٢,٦	٤,٠
٤,٣	١,٦	١,٥-	٤,٢	٥,٧	٥,٧	٤,٧	٦,٠	٢,٢	٠,٦	٠,٧	٣,٣
٢,٦	٠,٣-	٤,٠-	١,١	٣,١	٣,٤	٢,٢	٢,٦	١,٥	١,٤	٢,١	٢,٢
٤,٥	٢,٣	١,٤-	٥,٦	٧,٥	٧,٢	٦,٩	٧,٩	٧,١	٤,٨	٤,٤	٠,١-
٧,٣	٤,٤	٢,٣	٦,٢	٨,٥	٨,١	٧,٢	٧,٤	٦,١	٤,٨	٣,٦	٤,٧
٥,٤	٤,١	٢,٣	٤,٩	٥,٧	٥,٥	٥,٧	٦,١	٤,٤	٣,٢	٣,٨	٣,٦
٥,٧	٢,٨	٠,٤	٤,٩	٦,٥	٦,٨	٦,٠	٦,٤	٤,٥	٣,٢	٢,١	٣,٥
٦,٤	٤,٣	٣,٦	٦,٢	٦,٨	٦,٩	٦,٩	٦,٣	٤,٦	٤,٨	٥,٠	٤,٢
٥,١	٢,٦	٠,٩	٦,٣	٧,٣	٧,٤	٧,٧	٧,٦	٦,٠	٠,٥	١,٧	٣,٠
٢,٨	٠,٢	٣,٨-	١,١	٣,٦	٣,٤	٢,٩	٣,٨	١,٩	١,٩	١,٩	٣,١
٥,٠	٢,٩	١,٩	٥,٠	٦,٣	٦,٢	٥,٦	٥,٥	٥,٠	٤,٠	٣,٦	٣,٤
٢,٠	٠,٦-	٤,٤-	٠,٣	٢,٠	٢,٤	١,٩	٢,٦	١,٣	١,٠	٠,٦	٢,١
٥,٣	٢,٥	٠,٣	٤,٨	٧,١	٦,٦	٥,٨	٦,١	٤,٩	٣,٤	٢,٤	٢,٠
٣,٩	١,٠	٢,٥-	٢,١	٣,٨	٣,٩	٣,٤	٤,٠	٢,٧	١,٩	١,٥	٢,٥
٧٠.٦٠١	٥٥.٩٢١	٥٤.٨٦٤	٦٠.٦٩٠	٥٤.٨٤١	٤٨.٧٦١	٤٥.٠٩٠	٤١.٧٢٨	٣٧.٠٨٧	٣٢.٩٨٨	٣١.٧٠٧	٢٨.٢٩٧
٨٩.٣٥٦	٧٠.٢١١	٦٨.٦٥١	٦٨.٩٩٧	٦٥.٤٩٠	٦٠.٧١٦	٥٦.٠١٧	٥٢.٠٧٤	٤٨.٣١٠	٤٥.٦٩٣	٤٣.٧١١	٣٣.٤٤٣

<sup>١</sup> إجمالي الناتج المحلي الحقيقي.

<sup>٢</sup> في هذا الجدول، تعني «اقتصادات أخرى متقدمة» الاقتصادات المتقدمة ما عدا الولايات المتحدة وبلدان منطقة اليورو واليابان.

<sup>٣</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلداً عضواً في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.



النتائج: الاقتصادات المتقدمة

الجدول ألف-٣ الاقتصادات المتقدمة: مكونات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (التغير السنوي %)

٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسطات عشر سنوات										
		٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠١٠-٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١	
<b>الإنفاق الاستهلاكي الخاص</b>												
٠,٣	١,٤-	٠,٦	٢,٥	٢,٧	٢,٥	٢,٨	١,٩	٢,٣	٢,٤	١,٦	٢,٩	الاقتصادات المتقدمة
١,٠	٠,٩-	٠,٢	٢,٨	٣,٠	٣,٠	٣,٦	٢,٨	٢,٧	٢,٥	٢,١	٣,٥	الولايات المتحدة
٠,٥-	١,٣-	٠,٥	١,٦	٢,٠	١,٨	١,٦	١,٢	٠,٩	٢,٠	١,٠	...	منطقة اليورو
١,٨-	١,١-	٠,١-	٠,٤-	١,٠	٠,٢	٠,١	٠,١	٠,٨-	١,٩	٠,١-	٢,٣	ألمانيا
٠,٤	٠,٤-	١,٣	٢,٤	٢,٥	٢,٥	٢,٤	٢,٠	٢,٢	٢,٦	١,٨	١,٧	فرنسا
٠,١-	١,٩-	٠,٩-	١,٢	١,٢	١,١	٠,٧	١,٠	٠,٢	٠,٧	٠,٣	١,٧	إيطاليا
٠,١-	٣,١-	٠,١	٣,٥	٣,٩	٤,٢	٤,٢	٢,٩	٢,٨	٣,٤	٢,٢	٢,٧	إسبانيا
٠,٣	١,٠-	٠,٥	٠,٧	١,٥	١,٣	١,٦	٠,٤	١,١	١,٦	٠,٨	١,٦	اليابان
١,٥-	٣,٨-	١,٤	٣,١	٢,١	١,٩	٢,٩	٣,٠	٣,٥	٣,١	١,٥	٢,٨	المملكة المتحدة
٠,٧	٢,٣-	٣,٠	٤,٥	٤,٣	٣,٧	٣,٣	٣,٠	٣,٦	٢,٣	٢,٦	٢,٤	كندا
٠,٥	٢,١-	١,٢	٤,٤	٣,٧	٣,٥	٣,٦	١,٥	٤,٠	٢,٨	٢,٣	٤,١	اقتصادات أخرى متقدمة
<b>للتذكرة</b>												
٠,٣	١,٢-	٠,٥	٢,١	٢,٤	٢,٣	٢,٦	٢,٠	٢,٠	٢,٢	١,٥	٢,٧	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٠,٦	٣,١-	٠,٨	٤,٧	٤,٠	٣,٩	٢,٧	٠,١	٥,٦	٣,٧	٢,٣	٥,٨	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة
<b>الاستهلاك العام</b>												
٠,٤	٢,٦	٢,٤	٢,٢	١,٨	١,٢	١,٨	٢,٤	٣,٣	٢,٨	٢,١	١,٨	الاقتصادات المتقدمة
٢,٥-	٢,٤	٢,٨	١,٩	١,٦	٠,٣	١,٥	٢,٥	٤,٣	٣,١	١,٨	١,٠	الولايات المتحدة
٢,١	٢,٣	٢,٠	٢,٣	١,٩	١,٥	١,٦	١,٧	٢,٤	٢,١	٢,٠	...	منطقة اليورو
٤,٠	٣,١	٢,٠	٢,٢	٠,٦	٠,٤	٠,٧-	٠,٤	١,٥	٠,٥	١,٤	١,٧	ألمانيا
١,٧	١,٧	١,٦	١,٣	١,٤	١,٣	٢,٢	٢,٠	١,٩	١,١	١,٦	١,٦	فرنسا
٠,٩	١,٠	٠,٦	١,٠	٠,٥	١,٩	٢,٢	١,٩	٢,٤	٣,٩	١,٦	٠,٢	إيطاليا
٠,٥	٤,٤	٥,٣	٤,٩	٤,٦	٥,٥	٦,٣	٤,٨	٤,٥	٣,٩	٤,٤	٣,٢	إسبانيا
١,٣	٢,٣	٠,٩	٢,٠	٠,٤	١,٦	١,٩	٢,٣	٢,٤	٣,٠	١,٨	٣,١	اليابان
١,٦	٢,٧	٣,٤	١,٥	١,٦	١,٧	٣,٤	٣,٥	٣,٤	٢,٤	٢,٥	١,٣	المملكة المتحدة
٢,٦	٢,١	٣,٤	٣,٧	٣,٨	١,٥	٢,٠	٣,١	٢,٥	٣,٩	٢,٩	٠,٨	كندا
٢,٨	٤,٤	٢,٨	٢,٦	٢,٩	٢,٣	١,٧	٢,٥	٣,٥	٣,٢	٢,٩	٢,٩	اقتصادات أخرى متقدمة
<b>للتذكرة</b>												
٠,٢-	٢,٣	٢,٣	١,٩	١,٣	٠,٩	١,٦	٢,٣	٣,٢	٢,٧	١,٨	١,٥	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٤,١	٦,٧	٣,٤	٣,٥	٣,٨	٢,٧	١,٩	٢,٧	٤,٠	٣,٨	٣,٦	٤,٤	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة
<b>إجمالي تكوين رأس المال الثابت</b>												
٢,٦-	١٢,٥-	١,٨-	٢,٠	٣,٨	٤,٥	٤,٥	٢,١	١,٥-	٠,٧-	٠,٣-	٣,٦	الاقتصادات المتقدمة
٣,١-	١٤,٥-	٣,٥-	٢,٠-	٢,٠	٥,٨	٦,١	٣,٢	٣,٥-	١,٧-	١,٣-	٥,٧	الولايات المتحدة
٣,٧-	١١,٢-	٠,٧	٤,٣	٥,٥	٣,٣	٢,٣	١,٣	١,٤-	٠,٦	٠,١	...	منطقة اليورو
٦,٣-	١٢,٦-	٤,٤	٤,٣	٧,٧	١,١	٠,٣-	٠,٣-	٦,١-	٣,٧-	١,٣-	٢,٢	ألمانيا
١,٤-	٥,١-	٠,٥	٥,٠	٥,١	٤,٤	٣,٣	٢,٢	١,٦-	٢,٣	١,٤	١,٧	فرنسا
٠,٩-	١٤,٩-	٣,٠-	٢,٠	٢,٩	٠,٨	٢,٣	١,٢-	٣,٧	٢,٧	٠,٧-	١,٣	إيطاليا
٧,٣-	١٩,١-	٣,٠-	٥,٣	٧,١	٧,٠	٥,١	٥,٩	٣,٤	٤,٨	٠,٦	٣,٣	إسبانيا
٠,٦	١٠,٧-	٤,٦-	١,١	٠,٥	٣,١	١,٤	٠,٥-	٤,٩-	٠,٩-	١,٦-	٠,٧-	اليابان
٦,٢-	١١,٤-	٣,١-	٦,٨	٦,٠	٢,٢	٤,٩	١,١	٣,٦	٢,٦	٠,٥	٢,٨	المملكة المتحدة
١,٣	٨,٠-	٠,٨	٣,٩	٧,١	٩,٢	٧,٨	٦,٢	١,٦	٤,٠	٣,٣	٢,٨	كندا
٠,٩-	١٢,٣-	٠,٣	٦,٤	٥,٧	٤,٣	٧,٢	٢,٨	٤,٠	٣,٨-	١,٢	٤,٨	اقتصادات أخرى متقدمة
<b>للتذكرة</b>												
٢,٧-	١٢,٦-	٢,٣-	٠,٨	٣,١	٤,٤	٤,٣	١,٩	٢,٦-	٠,٦-	٠,٨-	٣,٤	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
١,١-	١٧,٩-	٢,٧-	٤,٩	٤,٠	١,٨	٧,٨	٢,٥	٢,٤	٥,٧-	٠,٧-	٦,٥	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة

الجدول ألف-٣ (تتمة)

٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسطات عشر سنوات									
		٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠١٠-٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١
<b>الطلب المحلي النهائي</b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
٠,٢-	٢,٩-	٠,٤	٢,٣	٢,٧	٢,٧	٢,٩	٢,٠	١,٧	١,٧	١,٣	٢,٨
٠,٢-	٢,٧-	٠,٠	١,٨	٢,٦	٣,١	٣,٨	٢,٨	١,٨	١,٨	١,٥	٣,٥
٠,٦-	٢,٨-	٠,٨	٢,٣	٢,٧	٢,١	١,٧	١,٣	٠,٧	١,٧	١,٠	...
١,٥-	٢,٨-	١,٤	١,١	٢,٢	٠,٤	٠,١-	٠,١	١,٤-	٠,٤	٠,٠	٢,١
٠,٤	٠,٩-	١,٢	٢,٧	٢,٧	٢,٦	٢,٦	٢,٠	١,٤	٢,٢	١,٧	١,٧
٠,٠	٤,٠-	١,٠-	١,٣	١,٤	١,٢	١,٤	٠,٧	١,٣	١,٧	٠,٤	١,٣
١,٧-	٦,٢-	٠,١	٤,٢	٤,٩	٥,٢	٤,٨	٤,٠	٣,٢	٣,٩	٢,٢	٢,٩
٠,٥	٢,٦-	٠,٦-	١,١	١,١	١,٩	١,٦	٠,٥	٠,٢-	١,٢	٠,٤	١,٢
١,٦-	٣,٨-	١,٠	٣,٤	٢,٦	١,٩	٣,٣	٢,٨	٣,٥	٢,٩	١,٦	٢,٥
١,٢	٢,٨-	٢,٥	٤,٢	٤,٨	٤,٤	٣,٩	٣,٧	٣,٠	٢,٩	٢,٨	٢,٢
٠,٤	٤,٠-	١,٢	٤,٥	٣,٨	٣,٥	٤,٠	٢,٠	٤,٢	١,٠	٢,٠	٤,١
<b>اللتذكرة</b>											
٠,٢-	٢,٧-	٠,٢	١,٩	٢,٤	٢,٥	٢,٨	٢,٠	١,٣	١,٧	١,٢	٢,٦
٠,٥	٦,٣-	٠,٣	٤,٤	٣,٨	٣,٢	٣,٦	١,٤	٥,٢	١,٠	١,٦	٥,٩
<b>الاقتصادات المتقدمة الرئيسية</b>											
<b>الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة</b>											
<b>بناء المخزون<sup>١</sup></b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
٠,٢	٠,٤-	٠,٠	٠,١-	٠,٠	٠,١-	٠,٣	٠,١	٠,٠	٠,٦-	٠,١-	٠,٠
٠,٤	٠,٦-	٠,٢-	٠,٤-	٠,٠	٠,١-	٠,٤	٠,٠	٠,٤	٠,٩-	٠,١-	٠,١
٠,٠	٠,١-	٠,٠	٠,١	٠,٠	٠,١-	٠,٢	٠,١	٠,٣-	٠,٤-	٠,١-	...
٠,٠	٠,١-	٠,١	٠,١	٠,٠	٠,٤-	٠,٠	٠,٥	٠,٦-	٠,٩-	٠,١-	٠,١-
٠,٣	١,١-	٠,٢-	٠,٣	٠,١-	٠,١	٠,٦	٠,٣-	٠,٣-	٠,٥-	٠,١-	٠,١
٠,٠	٠,٧	٠,٢-	٠,٠	٠,٥	٠,٣-	٠,١-	٠,١	٠,٠	٠,١	٠,١	٠,٠
٠,٠	٠,٣-	٠,٠	٠,١-	٠,٢	٠,١-	٠,٠	٠,١-	٠,٠	٠,١-	٠,٠	٠,١-
٠,٠	٠,٣-	٠,١-	٠,٣	٠,٢	٠,١-	٠,٣	٠,٢	٠,٣-	٠,٢-	٠,٠	٠,٠
٠,٦	١,٠-	٠,٤-	٠,٢	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٢	٠,٣-	٠,١	٠,١-	٠,١
٠,٠	٠,٤-	٠,١-	٠,١	٠,١-	٠,٣	٠,١	٠,٢	٠,٢	١,٧-	٠,١-	٠,٢
٠,٠	٠,١-	٠,٣	٠,١-	٠,٠	٠,٠	٠,٦	٠,١-	٠,١	٠,٥-	٠,٠	٠,٠
<b>اللتذكرة</b>											
٠,٣	٠,٥-	٠,٢-	٠,١-	٠,١	٠,١-	٠,٣	٠,١	٠,١	٠,٦-	٠,١-	٠,٠
٠,٠	٠,٠	١,١	٠,٣-	٠,٢	٠,١-	١,٠	٠,٤-	٠,٤	٠,٩-	٠,١	٠,٠
<b>الاقتصادات المتقدمة الرئيسية</b>											
<b>الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة</b>											
<b>الميزان الخارجي<sup>١</sup></b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
٠,٠	٠,٣-	٠,٤	٠,٤	٠,٢	٠,١-	٠,٢-	٠,٣-	٠,١-	٠,١	٠,٠	٠,٠
٠,٢-	٠,٧	١,٣	٠,٦	٠,٠	٠,٢-	٠,٧-	٠,٤-	٠,٧-	٠,٢-	٠,٠	٠,٤-
٠,١	٠,٩-	٠,٠	٠,٣	٠,٢	٠,١-	٠,٣	٠,٦-	٠,٥	٠,٦	٠,٠	...
٠,٥	٢,٩-	٠,٣-	١,٤	١,٠	٠,٧	١,٤	٠,٨-	٢,٠	١,٧	٠,٥	٠,٠
٠,٢-	٠,٩-	٠,٣-	٠,٩-	٠,٣-	٠,٧-	٠,٩-	٠,٦-	٠,١-	٠,١	٠,٥-	٠,٢
٠,٤-	٠,٧-	٠,٣	٠,٢	٠,٠	٠,٣-	٠,٢	٠,٨-	٠,٨-	٠,٢	٠,٢-	٠,٢
١,٠	٣,٧	١,٠	٠,٨-	١,٥-	١,٧-	١,٧-	٠,٨-	٠,٦-	٠,٢-	٠,٢-	٠,١-
٠,٠	٣,٦-	٠,١	١,١	٠,٨	٠,٣	٠,٨	٠,٧	٠,٧	٠,٨-	٠,٠	٠,١
٠,٦	٠,٩	٠,٢	٠,٧-	٠,١	٠,١	٠,٧-	٠,١-	١,١-	٠,٥-	٠,١-	٠,٠
٠,١-	٠,٤	١,٩-	١,٥-	١,٣-	١,٧-	٠,٩-	٢,٥-	٠,١-	٠,٧	٠,٩-	٠,٦
٠,٢	٠,٣-	٠,٢-	٠,٧	٠,٨	٠,٦	٠,٢	٠,٦	٠,٢-	٠,٨	٠,٣	٠,٥
<b>اللتذكرة</b>											
٠,١-	٠,٥-	٠,٦	٠,٤	٠,١	٠,١-	٠,٢-	٠,٤-	٠,٢-	٠,٠	٠,٠	٠,١-
٠,٤	٠,١	٠,٣-	٢,٠	١,٦	١,٦	١,٢	٢,٢	٠,٦	١,٣	١,١	٠,٤

<sup>١</sup> التغيرات كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي في الفترة السابقة.

النتائج الاقتصادية الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٤ الاقتصادات الصاعدة والنامية: حسب البلد: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي<sup>١</sup>  
(التغير السنوي %)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	متوسط ٢٠٠٠-١٩٩١	
٥,٤	٣,٩	٢,٠	٥,٢	٦,٢	٦,١	٥,٨	٦,٧	٥,٥	٦,٥	٤,٩	٢,٤	إفريقيا
٤,٣	٣,٩	٢,١	٣,٠	٣,٠	٢,٠	٥,١	٥,٢	٦,٩	٤,٧	٢,٧	١,٦	الجزائر
٦,١	٩,٣	٣,٦-	١٤,٨	٢٠,٣	١٨,٦	٢٠,٦	١١,٢	٣,٣	١٤,٥	٣,١	١,٣	أنغولا
٦,٠	٣,٠	٣,٨	٥,٠	٤,٦	٣,٨	٢,٩	٣,٠	٤,٠	٤,٤	٦,٢	٤,٥	بنن
٣,٥	١٤,٣	١٠,٤-	٢,٩	٤,٤	٥,١	١,٦	٦,٠	٦,٣	٩,٠	٣,٥	٦,٤	بوتسوانا
٦,٠	٤,١	٣,٥	٥,٠	٣,٦	٥,٥	٧,١	٤,٦	٧,٣	٤,٧	٦,٦	٥,٣	بوركينافاسو
٥,٠	٣,٨	٣,٥	٤,٥	٣,٦	٥,١	٠,٩	٤,٨	١,٢-	٤,٤	٢,١	١,٧-	بوروندي
٤,٧	٢,٦	٢,٤	٣,٤	٣,٥	٣,٢	٢,٣	٣,٧	٤,٠	٤,٠	٤,٥	١,٤	الكامرون <sup>٢</sup>
٦,٤	٣,٠	٢,٥	٥,٩	٧,٨	١٠,٨	٦,٥	٤,٣	٤,٧	٥,٣	٦,١	٦,٨	الرأس الأخضر
٥,١	٣,١	٢,٤	٢,٢	٣,٧	٣,٨	٢,٤	١,٠	٧,١-	٠,٦-	٠,٦	١,٠	جمهورية إفريقيا الوسطى
١,٨	٢,٥	٢,٨	٠,٤-	٠,٢	٠,٢	٧,٩	٣٣,٦	١٤,٧	٨,٥	١١,٧	٢,٨	تشاد
٤,٠	١,٥	٠,٨	١,٠	٠,٥	١,٢	٤,٢	٠,٢-	٢,٥	٤,١	٣,٣	١,١	جزر القمر
٧,٥	٥,٥	٢,٧	٦,٢	٦,٣	٥,٦	٧,٩	٦,٦	٥,٨	٣,٥	٢,١-	٥,٦-	جمهورية الكونغو الديمقراطية
٢,٨	١١,٩	٩,٥	٥,٦	١,٦-	٦,٢	٧,٨	٣,٥	٠,٨	٤,٦	٣,٨	١,٤	جمهورية الكونغو
٦,٠	٤,٢	٣,٧	٢,٣	١,٦	٠,٧	١,٩	١,٦	١,٧-	١,٦-	٠,٠	٣,١	كوت ديفوار
٧,١	٥,٤	٥,١	٥,٨	٥,١	٤,٨	٣,٢	٣,٠	٣,٢	٢,٦	٢,٠	١,٧-	جيبوتي
١,٩-	٢,٨-	٥,٤-	١١,٣	٢١,٤	١,٣	٩,٧	٣٨,٠	١٤,٠	١٩,٥	٦٣,٤	٣١,٦	غينيا الاستوائية
٣,١	٤,٧	١,١	١,٠	١,٣	١,٠-	٢,٦	١,٥	٢,٧-	٣,٠	٨,٨	...	إريتريا
٧,٧	٦,٥	٦,٥	١١,٦	١١,٥	١١,٥	١٢,٦	٩,٨	٣,٥-	١,٢	٧,٧	٢,٩	إثيوبيا
٢,٨	٢,٧	٠,٧	٢,٠	٥,٦	١,٢	٣,٠	١,١	٢,٤	٠,٣-	٢,١	١,٧	غابون
٥,٥	٤,٤	٤,٠	٥,٩	٦,٣	٦,٥	٥,١	٧,٠	٦,٩	٣,٢-	٥,٨	٤,٢	غامبيا
٥,٨	٤,٧	٤,٥	٧,٢	٦,١	٦,٤	٥,٩	٥,٦	٥,٢	٤,٥	٤,٢	٤,٥	غانا
٥,٠	٤,١	٢,٦	٤,٠	١,٨	٢,٥	٣,٠	٢,٣	١,٢	٤,٢	٣,٨	٤,١	غينيا
٤,٤	٣,١	١,٩	٣,٣	٢,٧	٠,٦	٣,٥	٢,٢	٠,٦-	٤,٢-	٠,٦-	٠,٩	غينيا-بيساو
٦,٥	٤,٠	٣,٠	٢,٠	٧,٠	٦,٤	٥,٩	٤,٦	٢,٨	٠,٣	٤,٧	١,٧	كينيا
٤,٤	٣,٠	٠,٦	٣,٥	٥,١	٨,١	٠,٧	٤,٦	٣,٩	١,٦	٣,٠	٣,٨	ليسوتو
١٢,٩	٧,٥	٤,٩	٧,١	٩,٥	٧,٨	٥,٣	٢,٦	٣١,٣-	٣,٧	٢,٩	...	ليبيريا
٥,٧	٢,٠	٠,٢-	٥,٠	٦,٢	٥,٠	٤,٦	٥,٣	٩,٨	١٢,٤-	٦,٠	١,٧	مدغشقر
٥,٣	٦,٠	٦,٩	٩,٧	٨,٦	٦,٧	٣,٣	٥,٤	٥,٧	١,٧	٤,١-	٣,٤	ملاوي
٥,٣	٤,١	٣,٩	٥,٠	٤,٣	٥,٣	٦,١	١,٢	٧,٢	٤,٣	١٢,١	٣,٦	مالي
٥,٩	٤,٧	٢,٣	٢,٢	١,٠	١١,٤	٥,٤	٥,٢	٥,٦	١,١	٢,٩	٢,٩	موريتانيا
٤,٢	٢,٣	٢,١	٦,٦	٤,٢	٣,٥	٣,٤	٤,٨	٣,٨	١,٥	٤,٢	٦,٠	موريشيوس
٦,٠	٤,٤	٤,٤	٥,٤	٢,٧	٧,٨	٣,٠	٤,٨	٦,٣	٣,٣	٧,٦	٢,٤	المغرب
٦,٥	٤,٠	٤,٣	٦,٢	٧,٠	٨,٧	٨,٤	٧,٩	٦,٥	٩,٢	١٢,٣	٦,٥	جمهورية موزامبيق
٣,١	١,٨	٠,٧-	٢,٩	٤,١	٧,٢	٢,٥	١٢,٣	٤,٣	٤,٨	١,٢	٣,٩	ناميبيا
٥,٦	٤,٥	٣,٠	٩,٥	٣,٣	٥,٨	٨,٤	٠,٨-	٧,١	٥,٣	٨,٠	١,٠	النيجر
٦,٣	٢,٦	٢,٩	٥,٣	٦,٤	٦,٢	٥,٤	١٠,٦	١٠,٣	٢١,٢	٨,٢	١,٩	نيجيريا
٦,١	٥,٨	٥,٦	١١,٢	٧,٩	٧,٣	٧,٢	٥,٣	٠,٣	١١,٠	٨,٥	٠,٧	رواندا
٨,٠	٦,٠	٥,٠	٥,٨	٦,٠	٦,٧	٥,٧	٦,٦	٥,٤	١١,٦	٣,١	١,٥	سان تومي وبرينسيبي
٤,٩	٣,٤	٣,١	٢,٥	٤,٧	٢,٤	٥,٦	٥,٩	٦,٧	٠,٧	٤,٦	٣,١	السنغال
٥,٠	٢,٦	٩,٦-	٠,١	٧,٣	٨,٣	٧,٥	٢,٩-	٥,٩-	١,٢	٢,٣-	٤,٥	سيشيل
٥,٦	٥,٣	٤,٥	٥,٥	٦,٤	٧,٤	٧,٣	٧,٤	٩,٥	٢٧,٤	١٨,٢	٧,٦-	سيراليون
٤,٤	١,٩	٠,٣-	٣,١	٥,١	٥,٣	٥,٠	٤,٩	٣,١	٣,٧	٢,٧	١,٨	جنوب إفريقيا
٥,٠	٥,٠	٤,٠	٦,٨	١٠,٢	١١,٣	٦,٣	٥,١	٧,١	٥,٤	٦,٢	٣,٥	السودان
٢,٥	٢,٦	٠,٥	٢,٥	٣,٥	٢,٩	٢,٢	٢,٥	٣,٩	١,٨	١,٠	٢,٩	سوازيلند
٧,٥	٥,٧	٥,٠	٧,٥	٧,١	٦,٧	٧,٤	٧,٨	٦,٩	٧,٢	٦,٠	٢,٩	تنزانيا
٤,٠	٢,١	١,٧	١,١	١,٩	٣,٩	١,٢	٢,٤	٥,٢	٠,٣-	٢,٣-	٠,٩	توغو
٦,٠	٣,٨	٣,٣	٤,٥	٦,٣	٥,٥	٤,٠	٦,٠	٥,٦	١,٧	٥,٠	٤,٧	تونس
٧,٠	٥,٥	٦,٢	٩,٥	٨,٦	١٠,٨	٦,٣	٦,٨	٦,٥	٨,٧	٥,٢	٦,٢	أوغندا
٥,٩	٤,٥	٤,٠	٦,٠	٦,٣	٦,٢	٥,٣	٥,٤	٥,١	٣,٣	٤,٩	٠,٢-	زامبيا
...	...	...	...	٦,١-	٥,٤-	٤,٠-	٣,٦-	١٠,٤-	٤,٤-	٢,٧-	٠,٦	زيمبابوي <sup>٣</sup>

الجدول ألف-٤ (تابع)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسط									
			٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١	
٤,٠	٠,٨	٣,٧-	٢,٩	٥,٤	٦,٦	٦,٠	٧,٣	٤,٩	٤,٤	٠,٠	٢,٠	أوروبا الوسطى والشرقية <sup>٤</sup>
٦,٠	٢,٠	٠,٤	٦,٨	٦,٣	٥,٥	٥,٨	٥,٧	٥,٨	٤,٢	٧,٠	١,٣	ألبانيا
٤,٥	٠,٥	٣,٠-	٥,٥	٦,٨	٦,٩	٣,٩	٦,٣	٣,٥	٥,٠	٣,٦	...	البوسنة والهرسك
٥,٠	١,٠-	٢,٠-	٦,٠	٦,٢	٦,٣	٦,٢	٦,٦	٥,٠	٤,٥	٤,١	٤,٠-	بلغاريا
٤,٠	٠,٣	٣,٥-	٢,٤	٥,٥	٤,٧	٤,٢	٤,٢	٥,٠	٥,٤	٣,٨	...	كرواتيا
٤,٥	١,٠-	١٠,٠-	٣,٦-	٦,٣	١٠,٤	٩,٢	٧,٥	٧,١	٧,٨	٧,٧	...	إستونيا
٤,٥	٠,٤-	٣,٣-	٠,٦	١,١	٤,٠	٤,٠	٤,٨	٤,٢	٤,١	٤,١	١,٠	هنغاريا
٤,٠	٢,٠-	١٢,٠-	٤,٦-	١٠,٠	١٢,٢	١٠,٦	٨,٧	٧,٢	٦,٥	٨,٠	...	لاتفيا
٥,٥	٣,٠-	١٠,٠-	٣,٠	٨,٩	٧,٨	٧,٨	٧,٤	١٠,٢	٦,٩	٦,٧	...	ليتوانيا
٢,٠	١,٠	٢,٠-	٥,٠	٥,٩	٤,٠	٤,١	٤,١	٢,٨	٠,٩	٤,٥-	...	جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة
٤,٠	٢,٠-	٢,٧-	٧,٥	١٠,٧	٨,٦	٤,٢	٤,٤	٢,٥	١,٩	١,١	...	الجبل الأسود
٤,٣	١,٣	٠,٧-	٤,٨	٦,٧	٦,٢	٣,٦	٥,٣	٣,٩	١,٤	١,٢	٣,٨	بولندا
٤,١	٠,٠-	٤,١-	٧,١	٦,٢	٧,٩	٤,١	٨,٥	٥,٣	٥,٠	٥,٦	١,٦-	رومانيا
٥,٥	٠,٠	٢,٠-	٥,٤	٦,٩	٥,٢	٥,٦	٨,٣	٢,٤	٣,٩	٥,٦	...	صربيا
٣,٥	١,٥	٥,١-	١,١	٤,٧	٦,٩	٨,٤	٩,٤	٥,٣	٦,٢	٥,٧-	٣,٧	تركيا
٥,٣	١,٢	٥,١-	٥,٥	٨,٦	٨,٤	٦,٧	٨,٢	٧,٨	٥,٢	٦,١	...	كومنولث الدول المستقلة <sup>٥</sup>
٥,٠	٠,٥	٦,٠-	٥,٦	٨,١	٧,٧	٦,٤	٧,٢	٧,٣	٤,٧	٥,١	...	روسيا
٥,٩	٣,١	٢,٩-	٥,٣	٩,٩	١٠,٢	٧,٤	١٠,٨	٩,١	٦,٦	٨,٩	...	ما عدا روسيا
٥,٠	٠,٠	٥,٠-	٦,٨	١٣,٨	١٣,٢	١٤,٠	١٠,٥	١٤,٠	١٣,٢	٩,٦	...	أرمينيا
٠,٨-	١٢,٣	٢,٥	١١,٦	٢٣,٤	٣٠,٥	٢٤,٣	١٠,٤	١٠,٥	٨,١	٦,٥	...	أذربيجان
٥,٧	١,٦	٤,٣-	١٠,٠	٨,٦	١٠,٠	٩,٤	١١,٤	٧,٠	٥,٠	٤,٧	...	بيلاروس
٥,٠	٣,٠	١,٠	٢,٠	١٢,٤	٩,٤	٩,٦	٥,٩	١١,١	٥,٥	٤,٧	...	جورجيا
٨,٠	١,٥	٢,٠-	٣,٢	٨,٩	١٠,٧	٩,٧	٩,٦	٩,٣	٩,٨	١٣,٥	...	كازاخستان
٥,٦	٢,٩	٠,٩	٧,٦	٨,٥	٣,١	٠,٢-	٧,٠	٧,٠	٠,٠-	٥,٣	...	جمهورية قيرغيزستان
٥,٠	٠,٠	٣,٤-	٧,٢	٤,٠	٤,٨	٧,٥	٧,٤	٦,٦	٧,٨	٦,١	...	مولدوفا
٦,٠	٤,٣	٢,٧	٨,٩	١٠,٢	٨,٦	٧,٣	١٠,٦	٧,٠	٤,٧	٠,٢	٠,٣	منغوليا
٧,٠	٣,٠	٢,٠	٧,٩	٧,٨	٧,٠	٦,٧	١٠,٦	١٠,٢	٩,١	١٠,٢	...	طاجيكستان
٨,٤	٧,٠	٦,٩	٩,٨	١١,٦	١١,٤	١٣,٠	١٤,٧	١٧,١	١٥,٨	٢٠,٤	...	تركمستان
٦,٠	١,٠	٨,٠-	٢,١	٧,٩	٧,٣	٢,٧	١٢,١	٩,٦	٥,٢	٩,٢	...	أوكرانيا
٦,٠	٧,٠	٧,٠	٩,٠	٩,٥	٧,٣	٧,٠	٧,٧	٤,٢	٤,٠	٤,٢	...	أوزبكستان

النتائج: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٤ (تابع)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	متوسط	النامية
											٢٠٠٠-١٩٩١	
٨,٨	٦,١	٤,٨	٧,٧	١٠,٦	٩,٨	٩,٠	٨,٦	٨,٢	٦,٩	٥,٨	٧,٤	آسيا
٩,٤	٧,٠	٩,٠	٣,٤	١٢,١	٨,٢	١٦,١	٨,٨	١٥,١	...	...	...	جمهورية أفغانستان الإسلامية
٧,٠	٥,٤	٥,٠	٥,٦	٦,٣	٦,٥	٦,٣	٦,١	٥,٨	٤,٨	٤,٨	٤,٩	بنغلاديش
٦,٧	٦,٦	٥,٧	٦,٦	١٧,٩	٨,٨	٧,٠	٦,٨	٧,٢	١٠,٩	٦,٨	٥,٠	بوتان
١,٧	٠,٦	٠,٢	١,٥-	٠,٦	٤,٤	٠,٤	٠,٥	٢,٩	٣,٩	٢,٧	...	بروني دار السلام
٧,٥	٣,٠	٠,٥-	٦,٠	١٠,٢	١٠,٨	١٣,٣	١٠,٣	٨,٥	٦,٦	٨,١	...	كمبوديا
١٠,٠	٧,٥	٦,٥	٩,٠	١٣,٠	١١,٦	١٠,٤	١٠,١	١٠,٠	٩,١	٨,٣	١٠,٤	الصين
٢,٨	١,٢	١,٨-	٠,٢	٦,٦-	٣,٣	٠,٧	٥,٥	١,٠	٣,٢	٢,٠	٥,٠	فيجي
٨,٠	٥,٦	٤,٥	٧,٣	٩,٣	٩,٨	٩,٢	٧,٩	٦,٩	٤,٦	٣,٩	٥,٦	الهند
٦,٠	٣,٥	٢,٥	٦,١	٦,٣	٥,٥	٥,٧	٥,٠	٤,٨	٤,٥	٣,٦	٤,٠	إندونيسيا
١,١	١,١	١,٥	٣,٤	٠,٥-	٣,٢	٠,٠	٢,٢	٢,٣	٦,١	٥,١-	٥,٢	كيريباتي
٧,١	٤,٧	٤,٤	٧,٢	٧,٥	٨,٤	٧,١	٦,٤	٦,١	٥,٩	٥,٧	٦,٣	جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية
٦,٠	١,٣	٣,٥-	٤,٦	٦,٣	٥,٨	٥,٣	٦,٨	٥,٨	٥,٤	٠,٥	٧,١	ماليزيا
٥,٥	٢,٩	١,٣-	٥,٧	٧,٢	١٨,٠	٤,٦-	٩,٥	٨,٥	٦,٥	٣,٥	٧,٥	ملديف
٤,٠	٤,٠	٥,٠	٤,٥	١١,٩	١٣,١	١٣,٦	١٣,٦	١٣,٨	١٢,٠	١١,٣	٧,١	ميانمار
٥,٥	٣,٣	٣,٦	٤,٧	٣,٢	٣,٧	٣,١	٤,٧	٣,٩	٠,١	٥,٦	٥,٠	نيبال
٧,٠	٣,٥	٢,٥	٦,٠	٦,٠	٦,٢	٧,٧	٧,٤	٤,٨	٣,٢	٢,٠	٣,٩	باكستان
٢,٤	٣,٧	٣,٩	٧,٠	٦,٥	٢,٦	٣,٦	٢,٧	٢,٢	٠,٢-	٠,١-	٤,٦	بابوا غينيا الجديدة
٥,٠	١,٠	٠,٠	٤,٦	٧,٢	٥,٤	٥,٠	٦,٤	٤,٩	٤,٤	١,٨	٣,٠	الفلبين
٣,٥	٣,٥	٤,٠	٤,٥	٦,٠	١,٨	٦,٠	٢,٤	٢,١	٥,٥	٨,١	٣,٢	ساموا
٧,٣	٣,٤	٤,٠	٧,٣	١٠,٢	٦,١	٥,٠	٨,٠	٦,٥	٢,٨-	٨,٠-	٢,٥	جزر سليمان
٥,٥	٣,٦	٢,٢	٦,٠	٦,٨	٧,٧	٦,٢	٥,٤	٥,٩	٤,٠	١,٥-	٥,٢	سري لانكا
٦,٠	١,٠	٣,٠-	٢,٦	٤,٩	٥,٢	٤,٦	٦,٣	٧,١	٥,٣	٢,٢	٤,٤	تايلند
٧,٨	٧,٩	٧,٢	١٢,٨	٨,٤	٥,٨-	٦,٢	٤,٢	٠,١	٢,٤	١٨,٩	...	تيمور- ليشتي
١,٦	١,٩	٢,٦	١,٢	٣,٢-	٠,٦	٥,٤	١,٤	٣,٢	٣,٠	٢,٦	١,٦	تونغا
٤,٥	٣,٥	٣,٠	٦,٦	٦,٨	٧,٤	٦,٥	٥,٥	٣,٢	٧,٤-	٢,٥-	٢,٨	فانواتو
٧,٠	٤,٠	٣,٣	٦,٢	٨,٥	٨,٢	٨,٤	٧,٨	٧,٣	٧,١	٦,٩	٧,٦	فييت نام
٤,٥	٣,٥	٢,٥	٥,٩	٦,٣	٥,٧	٥,٨	٦,٠	٧,٠	٣,٨	٢,٦	٤,٠	الشرق الأوسط
٤,٩	٣,٥	٢,٦	٦,١	٨,١	٦,٧	٧,٩	٥,٦	٧,٢	٥,٢	٤,٦	٤,٦	البحرين
٦,٠	٣,٠	٣,٦	٧,٢	٧,١	٦,٨	٤,٥	٤,١	٣,٢	٣,٢	٣,٥	٤,٤	مصر
٢,٢	٣,٠	٣,٢	٤,٥	٧,٨	٥,٨	٤,٧	٥,١	٧,٢	٧,٥	٣,٧	٣,٧	جمهورية إيران الإسلامية
٤,٧	٦,٧	٦,٩	٩,٨	١,٥	٦,٢	٠,٧-	...	...	...	...	...	العراق
٥,٥	٤,٠	٣,٠	٦,٠	٦,٦	٨,٠	٨,١	٨,٦	٤,٢	٥,٨	٥,٣	٤,٧	الأردن
٤,٦	٢,٤	١,١-	٦,٣	٢,٥	٥,١	١٠,٦	١٠,٢	١٧,٣	٣,٠	٠,٢	٣,٧	الكويت
٤,٥	٤,٠	٣,٠	٨,٥	٧,٥	٠,٦	٢,٦	٧,٥	٤,١	٣,٣	٤,٥	٧,١	لبنان
٨,٤	٢,٨	١,١	٦,٧	٦,٨	٦,٧	١٠,٣	٤,٤	١٣,٠	١,٣-	٤,٣-	٠,٢	ليبيا
٦,٥	٣,٨	٣,٠	٦,٢	٦,٤	٦,٨	٦,٠	٥,٣	٢,٠	٢,٦	٧,٥	٤,٦	عمان
٣,٣	١٦,٤	١٨,٠	١٦,٤	١٥,٣	١٥,٠	٩,٢	١٧,٧	٦,٣	٣,٢	٦,٣	٦,٩	قطر
٥,١	٢,٩	٠,٩-	٤,٦	٣,٥	٣,٠	٥,٦	٥,٣	٧,٧	٠,١	٠,٥	٢,٧	المملكة العربية السعودية
٥,٢	٢,٨	٣,٠	٥,٢	٤,٢	٥,١	٤,٥	٦,٧	٢,١-	٥,٩	٣,٧	٤,٨	الجمهورية العربية السورية
٥,١	١,٦	٠,٦-	٧,٤	٦,٣	٩,٤	٨,٢	٩,٧	١١,٩	٢,٦	١,٧	٤,٤	الإمارات العربية المتحدة
٤,٥	٤,٧	٧,٧	٣,٩	٣,٣	٣,٢	٥,٦	٤,٠	٣,٧	٣,٩	٣,٨	٥,٧	الجمهورية اليمنية

## الجدول ألف-٤ (تتمة)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسط									
			٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	١٩٩١-٢٠٠٠	
٤,٣	١,٦	١,٥-	٤,٢	٥,٧	٥,٧	٤,٧	٦,٠	٢,٢	٠,٦	٠,٧	٣,٣	نصف الكرة الغربي
٤,٩	٠,٠	٢,٠-	٤,٢	٦,٩	١٢,٤	٥,٥	٥,٢	٤,٣	٢,٠	١,٥	٣,٤	أنتيغوا وبربودا
٣,٠	٠,٧	١,٥-	٧,٠	٨,٧	٨,٥	٩,٢	٩,٠	٨,٨	١٠,٩-	٤,٤-	٤,٢	الأرجنتين
١,٨	٠,٥-	٤,٥-	١,٣-	٢,٨	٤,٦	٣,٣	٠,٢-	١,٠	٢,٣	٠,٨	٢,١	جزر البهاما
٣,٠	٠,٥	٣,٥-	٠,٦	٣,٤	٣,٢	٣,٩	٤,٨	٢,٠	٠,٧	٢,٦-	١,٠	بربادوس
٢,٥	٢,٠	١,٠	٣,٠	١,٢	٤,٧	٣,٠	٤,٦	٩,٣	٥,١	٥,٠	٦,٠	بليز
٣,٦	٢,٩	٢,٢	٥,٩	٤,٦	٤,٨	٤,٤	٤,٢	٢,٧	٢,٥	١,٧	٣,٨	بوليفيا
٤,٥	٢,٢	١,٣-	٥,١	٥,٧	٤,٠	٣,٢	٥,٧	١,١	٢,٧	١,٣	٢,٥	البرازيل
٥,٠	٣,٠	٠,١	٣,٢	٤,٧	٤,٦	٥,٦	٦,٠	٤,٠	٢,٢	٣,٥	٦,٥	شيلي
٤,٥	١,٣	٠,٠	٢,٥	٧,٥	٦,٩	٥,٧	٤,٧	٤,٦	٢,٥	٢,٢	٢,٧	كولومبيا
٥,٢	١,٥	٠,٥	٢,٩	٧,٨	٨,٨	٥,٩	٤,٣	٦,٤	٢,٩	١,١	٥,٢	كوستاريكا
٣,٠	٢,٠	١,١	٢,٦	١,٥	٤,٠	٣,٣	٣,٠	٠,١	٥,١-	٤,٢-	٢,١	دومينيكا
٧,٠	٢,٠	٠,٥	٤,٨	٨,٥	١٠,٧	٩,٣	١,٣	٠,٣-	٥,٨	١,٨	٦,١	الجمهورية الدومينيكية
٣,٠	١,٠	٢,٠-	٥,٣	٢,٥	٣,٩	٦,٠	٨,٠	٣,٦	٤,٢	٥,٣	٢,٢	إكوادور
٤,٥	٠,٥	٠,٠	٢,٥	٤,٧	٤,٢	٣,١	١,٩	٢,٣	٢,٣	١,٧	٤,٦	السلفادور
٣,٩	١,٠	٠,٧-	٠,٣	٤,٥	٢,٣-	١١,٠	٥,٧-	٧,١	١,٦	٣,٠-	٤,٥	غرينادا
٤,٠	١,٨	١,٠	٤,٠	٦,٣	٥,٤	٣,٣	٣,٢	٢,٥	٣,٩	٢,٤	٣,٧	غواتيمالا
٣,٨	٣,٤	٢,٦	٣,٢	٥,٤	٥,١	١,٩-	١,٦	٠,٧-	١,١	٢,٣	٤,٩	غيانا
٣,٧	٢,٠	١,٠	١,٣	٣,٤	٢,٣	١,٨	٣,٥-	٠,٤	٠,٣-	١,٠-	٠,٣	هايتي
٣,٠	١,٩	١,٥	٤,٠	٦,٣	٦,٦	٦,١	٦,٢	٤,٥	٣,٨	٢,٧	٣,٣	هندوراس
٢,١	٠,٣-	٢,٦-	١,٢-	١,٤	٢,٧	١,٠	١,٤	٣,٥	١,٠	١,٣	٠,٥	جامايكا
٤,٩	١,٠	٣,٧-	١,٣	٣,٣	٥,١	٣,٢	٤,٠	١,٧	٠,٨	٠,٢-	٣,٥	المكسيك
٤,٠	١,٠	٠,٥	٣,٠	٣,٢	٣,٩	٤,٤	٥,٣	٢,٥	٠,٨	٣,٠	٣,٦	نيكاراغوا
٦,٥	٤,٠	٣,٠	٩,٢	١١,٥	٨,٥	٧,٢	٧,٥	٤,٢	٢,٢	٠,٦	٥,٥	بنما
٥,٠	١,٥	٠,٥	٥,٨	٦,٨	٤,٣	٢,٩	٤,١	٣,٨	٠,٠	٢,١	١,٨	باراغواي
٥,٥	٤,٥	٣,٥	٩,٨	٨,٩	٧,٧	٦,٨	٥,٠	٤,٠	٥,٠	٠,٢	٤,٠	بيرو
٢,٠	٠,٠	١,٢-	٣,٠	٢,٩	٥,٣	٥,٦	٧,٦	٠,٥	١,٠	٢,٠	٤,١	سانت كيتس ونيفس
٤,٢	٠,٠	١,٤-	١,٧	١,٧	٥,٠	٣,٨	٤,٥	٣,٥	٠,٦	٤,١-	٢,٢	سانت لوسيا
٤,١	١,٢	٠,١	٠,٩	٧,٠	٧,٦	٢,٦	٦,٨	٢,٨	٣,٢	٠,١-	٣,١	سانت فنسنت وجزر غرينادين
٤,٧	٢,٥	٢,٨	٦,٥	٥,٥	٤,٨	٤,٥	٨,٢	٦,٠	٢,٦	٦,٨	٠,٧	سورينام
٣,٣	٢,٠	٠,٥	٣,٤	٥,٥	١٣,٣	٥,٤	٧,٨	١٤,٤	٧,٩	٣,٨	٤,٥	ترينيداد وتوباغو
٣,٨	٢,٠	١,٣	٨,٩	٧,٦	٤,٦	٧,٥	٥,٠	٠,٨	٧,٧-	٣,٨-	٣,٠	أوروغواي
٠,٥	٠,٥-	٢,٢-	٤,٨	٨,٤	١٠,٣	١٠,٣	١٨,٣	٧,٨-	٨,٩-	٣,٤	٢,١	فنزويلا

<sup>١</sup> بالنسبة للعديد من البلدان، تمثل أرقام السنوات الأخيرة تقديرات خبراء الصندوق. وتشير بيانات بعض البلدان إلى السنوات المالية.

<sup>٢</sup> النسبة المئوية للتغيرات في عام ٢٠٠٢ محسوبة على مدار ١٨ شهرا، وتستند إلى حدوث تغير في دورة السنة المالية (من يوليو-يونيو إلى يناير-ديسمبر).

<sup>٣</sup> نظرا للاتجاهات الأخيرة، ليست هناك إمكانية للتنبؤ بإجمالي الناتج المحلي بدقة، ومن ثم لا يبين الجدول توقعات لعام ٢٠٠٨ وما بعده.

<sup>٤</sup> تشير بيانات بعض البلدان إلى الناتج المادي الصافي الحقيقي (NMP) أو هي تقديرات تستند إليه. وتمثل الأرقام الخاصة بالسنوات الأخيرة تقديرات خبراء الصندوق بالنسبة لعدد كبير من البلدان. وينبغي تفسير البيانات باعتبارها مجرد أرقام تقريبية دلالية نظرا لعدم توافر بيانات موثوق بها وقابلة للمقارنة بصورة عامة. والأرقام الأخيرة على وجه الخصوص، لا تعطي صورة كاملة عن نمو ناتج المؤسسات الخاصة الجديدة في الاقتصاد غير الرسمي.

<sup>٥</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف-٥ موجز بيانات التضخم  
(٪)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسط									
			٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١	
<b>مخفضات إجمالي الناتج المحلي</b>												
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>												
١,٦	٠,٦	٠,٨	٢,٠	٢,٢	٢,١	٢,١	٢,٠	١,٧	١,٦	٢,٠	٢,٤	٢,١
٢,٠	٠,٤	٠,٩	٢,٢	٢,٧	٣,٢	٣,٣	٢,٩	٢,١	١,٧	٢,٤	٢,٤	٢,١
١,٧	١,٠	١,٠	٢,٣	٢,٣	٢,٠	٢,٠	١,٩	٢,٢	٢,٦	٢,٥	...	...
٠,٥	٠,٧-	٠,٩	١,٠-	٠,٧-	٠,٩-	١,٢-	١,١-	١,٦-	١,٥-	١,٢-	٠,٢	٠,٢
١,٩	١,٨	١,٠	٢,٩	٢,٦	٢,٠	٢,٠	٢,٣	٢,٢	١,٨	٢,١	٣,٢	٣,٢
<b>الاقتصادات أخرى متقدمة<sup>١</sup></b>												
<b>أسعار المستهلكين</b>												
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>												
١,٩	٠,٣	٠,٢-	٣,٤	٢,٢	٢,٤	٢,٣	٢,٠	١,٨	١,٥	٢,٢	٢,٧	٢,٨
٢,٢	٠,١-	٠,٩-	٣,٨	٢,٩	٣,٢	٣,٤	٢,٧	٢,٣	١,٦	٢,٨	٢,٨	٢,٨
١,٥	٠,٦	٠,٤	٣,٣	٢,١	٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢,١	٢,٣	٢,٤	...	...
١,٠	٠,٦-	١,٠-	١,٤	٠,٠	٠,٣	٠,٣-	٠,٠	٠,٣-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٨	٠,٨
٢,٢	١,١	٠,٨	٣,٨	٢,١	٢,١	٢,١	١,٨	١,٨	١,٧	٢,٢	٣,٣	٣,٣
٤,٢	٤,٧	٥,٧	٩,٣	٦,٤	٥,٤	٥,٧	٥,٩	٦,٧	٦,٨	٧,٧	٤٤,٥	٤٤,٥
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>												
<b>المجموعات الإقليمية</b>												
إفريقيا												
٤,٨	٦,٣	٩,٠	١٠,١	٦,٣	٦,٣	٧,١	٦,٦	٨,٧	٩,١	١٠,٩	٢٤,٦	٢٤,٦
٣,٣	٤,٢	٤,٦	٨,٠	٦,١	٥,٧	٥,٦	٦,٦	١١,٣	١٨,٩	٢٤,٤	٥٩,٤	٥٩,٤
٦,٩	٩,٥	١٢,٦	١٥,٦	٩,٧	٩,٤	١٢,١	١٠,٤	١٢,٣	١٤,٠	٢٠,٣	...	...
٢,٨	٢,٤	٢,٨	٧,٤	٥,٤	٤,٢	٣,٨	٤,١	٢,٦	٢,١	٢,٨	٨,٢	٨,٢
٥,٨	٨,٥	١١,٠	١٥,٦	١٠,٥	٦,٨	٦,٢	٧,١	٦,١	٥,٣	٣,٨	١٠,٣	١٠,٣
٦,٣	٦,٢	٦,٦	٧,٩	٥,٤	٥,٣	٦,٣	٦,٦	١٠,٤	٨,٦	٦,٥	٦٤,٨	٦٤,٨
أوروبا الوسطى والشرقية												
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
كومنولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>												
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
آسيا النامية												
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
الشرق الأوسط												
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
نصف الكرة الغربي												
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
اللتذكرة												
الاتحاد الأوروبي												
١,٧	٠,٨	٠,٨	٣,٧	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٧,٦	٧,٦
<b>المجموعات التحليلية</b>												
<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>												
الوقود												
٨,٤	١٠,٦	١٢,٣	١٥,٣	٩,٨	٨,٤	٩,٦	٩,٩	١١,٥	١٢,٠	١٣,٦	٧٨,٠	٧٨,٠
٣,٣	٣,٤	٤,٢	٧,٩	٥,٦	٤,٧	٤,٨	٥,٠	٥,٥	٥,٦	٦,٣	٣٥,٨	٣٥,٨
٤,٦	٥,٨	٧,١	١٠,٩	٧,٠	٦,٧	٦,٦	٣,٧	٦,١	٨,٥	١٥,١	٥١,٣	٥١,٣
غير الوقود												
٤,٦	٥,٨	٧,١	١٠,٩	٧,٠	٦,٧	٦,٦	٣,٧	٦,١	٨,٥	١٥,١	٥١,٣	٥١,٣
منها: منتجات أولية												
٤,٦	٥,٨	٧,١	١٠,٩	٧,٠	٦,٧	٦,٦	٣,٧	٦,١	٨,٥	١٥,١	٥١,٣	٥١,٣
<b>حسب مصدر التمويل الخارجي</b>												
بلدان المركز المدين الصافي												
٤,٢	٤,٧	٦,٣	٨,٦	٥,٩	٥,٧	٥,٧	٥,٤	٧,٤	٨,١	٨,٣	٤٢,٦	٤٢,٦
٤,٩	٦,٢	٩,٦	١٤,٨	٨,٤	٨,٠	٧,٨	٦,٧	٥,٩	٣,٧	٦,٣	٢٢,١	٢٢,١
منه: تمويل رسمي												
٤,٩	٦,٢	٩,٦	١٤,٨	٨,٤	٨,٠	٧,٨	٦,٧	٥,٩	٣,٧	٦,٣	٢٢,١	٢٢,١
بلدان المركز المدين الصافي حسب												
٤,٩	٦,٢	٩,٦	١٤,٨	٨,٤	٨,٠	٧,٨	٦,٧	٥,٩	٣,٧	٦,٣	٢٢,١	٢٢,١
تجربة خدمة الدين												
٤,٩	٦,٢	٩,٦	١٤,٨	٨,٤	٨,٠	٧,٨	٦,٧	٥,٩	٣,٧	٦,٣	٢٢,١	٢٢,١
بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت												
٤,٩	٦,٢	٩,٦	١٤,٨	٨,٤	٨,٠	٧,٨	٦,٧	٥,٩	٣,٧	٦,٣	٢٢,١	٢٢,١
٦,٠	٦,٦	١٠,٤	١١,١	٨,١	٨,٧	٨,٢	٦,٨	٩,٥	١٢,٨	٩,٣	٣٢,١	٣٢,١
جدولة ديونها خلال ٢٠٠٣-٢٠٠٧												
<b>للتذكرة</b>												
<b>معدل التضخم الوسيط</b>												
الاقتصادات المتقدمة												
٢,٠	١,٠	٠,٥	٣,٨	٢,١	٢,٢	٢,١	٢,٠	٢,١	٢,٣	٢,٦	٢,٦	٢,٦
٤,٠	٥,٠	٥,٥	١٠,٤	٦,٣	٦,١	٥,٧	٤,٥	٤,٢	٣,٦	٤,٧	٩,٧	٩,٧
الاقتصادات الصاعدة والنامية												

١ في هذا الجدول، تعني «اقتصادات أخرى متقدمة» الاقتصادات المتقدمة ما عدا الولايات المتحدة وبلدان منطقة اليورو واليابان.

٢ على أساس المؤشر المنسق لأسعار المستهلكين الصادر عن المكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي.

٣ تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف-٦ الاقتصادات المتقدمة: أسعار المستهلكين  
(التغير السنوي %)

نهاية الفترة			متوسط												
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	١٩٩١-٢٠٠٠	
<b>أسعار المستهلكين</b>															
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>															
٠,٤	٠,٠	١,٦	١,٩	٠,٣	٠,٢-	٣,٤	٢,٢	٢,٤	٢,٣	٢,٠	١,٨	١,٥	٢,٢	٢,٧	
الولايات المتحدة															
٠,١	٠,١-	٠,٨	٢,٢	٠,١-	٠,٩-	٣,٨	٢,٩	٣,٢	٣,٤	٢,٧	٢,٣	١,٦	٢,٨	٢,٨	
منطقة اليورو <sup>١</sup>															
٠,٦	٠,٩	١,٦	١,٥	٠,٦	٠,٤	٣,٣	٢,١	٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢,١	٢,٣	٢,٤	...	
ألمانيا															
٠,٤-	١,٠-	١,١	٠,٧	٠,٤-	٠,١	٢,٨	٢,٣	١,٨	١,٩	١,٨	١,٠	١,٤	١,٩	٢,٣	
فرنسا															
١,٠	٠,٥	١,٢	١,٨	١,٠	٠,٥	٣,٢	١,٦	١,٩	١,٩	٢,٢	٢,٢	١,٩	١,٨	١,٨	
إيطاليا															
٠,٦	٠,٧	٣,٤	١,٨	٠,٦	٠,٧	٣,٥	٢,٠	٢,٢	٢,٢	٢,٣	٢,٨	٢,٦	٢,٣	٣,٧	
إسبانيا															
٠,٨	٠,٤	١,٥	١,٧	٠,٩	٠,٠	٤,١	٢,٨	٣,٦	٣,٤	٣,١	٣,١	٣,٦	٢,٨	٤,٠	
هولندا															
١,١	٠,٣	٢,٢	١,٥	١,١	٠,٣	٢,٢	١,٦	١,٧	١,٥	١,٤	٢,٢	٣,٨	٥,١	٢,٣	
بلجيكا															
١,٤	٠,٠	٢,٧	١,٥	١,٠	٠,٥	٤,٥	١,٨	٢,٣	٢,٥	١,٩	١,٥	١,٦	٢,٤	٢,٠	
اليونان															
٢,١	١,٩	٣,٢	٢,٥	٢,١	١,٦	٤,٢	٣,٠	٣,٣	٣,٥	٣,٠	٣,٤	٣,٩	٣,٧	٩,١	
النمسا															
١,٢	١,٤	١,٥	١,٩	١,٣	٠,٥	٣,٢	٢,٢	١,٧	٢,١	٢,٠	١,٣	١,٧	٢,٣	٢,٠	
البرتغال															
١,٠	٠,٣	٢,٦	١,٨	١,٠	٠,٣	٢,٦	٢,٤	٣,٠	٢,١	٢,٥	٣,٣	٣,٧	٤,٤	٤,٧	
فنلندا															
١,١	١,٩	٣,٤	١,٣	١,١	١,٠	٣,٩	١,٦	١,٣	٠,٨	٠,١	١,٣	٢,٠	٢,٧	١,٩	
آيرلندا															
١,٣	٠,٣	١,٣	١,٩	١,٠	٠,٦-	٣,١	٢,٩	٢,٧	٢,٢	٢,٣	٤,٠	٤,٧	٤,٠	٢,٦	
الجمهورية السلوفاكية															
٢,٣	٢,٠	٣,٥	٢,٣	٢,٣	١,٧	٣,٩	١,٩	٤,٣	٢,٨	٧,٥	٨,٤	٣,٥	٧,٢	...	
سلوفينيا															
٢,١	٠,٥	٢,١	٣,٠	١,٥	٠,٥	٥,٧	٣,٦	٢,٥	٢,٥	٣,٦	٥,٦	٧,٥	٨,٤	...	
لكسمبرغ															
١,٥	٢,١	٠,٩	١,٦	١,٨	٠,٢	٣,٤	٢,٣	٢,٧	٢,٥	٢,٢	٢,٠	٢,١	٢,٧	٢,٢	
قبرص															
٢,٤	١,٢	١,٨	٢,٨	٢,٤	٠,٩	٤,٤	٢,٢	٢,٢	٢,٠	١,٩	٤,٠	٢,٨	٢,٠	٣,٨	
مالطة															
٢,٠	١,٣	٥,٠	٢,٥	١,٧	١,٨	٤,٧	٠,٧	٢,٦	٢,٥	٢,٧	١,٩	٢,٦	٢,٥	٣,١	
اليابان															
٠,٤-	١,٣-	٠,٤	١,٠	٠,٦-	١,٠-	١,٤	٠,٠	٠,٣	٠,٣-	٠,٠	٠,٣-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٨	
المملكة المتحدة <sup>١</sup>															
١,٠	٠,٨	٣,٩	١,٨	٠,٨	١,٥	٣,٦	٢,٣	٢,٣	٢,٠	١,٣	١,٤	١,٣	١,٢	٢,٧	
كندا															
٠,٩	٠,٢-	١,٩	٢,١	٠,٥	٠,٠	٢,٤	٢,١	٢,٠	٢,٢	١,٨	٢,٧	٢,٣	٢,٥	٢,٠	
كوريا															
٣,٠	١,٥	٤,١	٣,٠	٣,٠	١,٧	٤,٧	٢,٥	٢,٢	٢,٨	٣,٦	٣,٥	٢,٨	٤,١	٥,١	
أستراليا															
١,١	١,٩	٣,٧	٢,٥	١,٣	١,٦	٤,٤	٢,٣	٣,٥	٢,٧	٢,٣	٢,٨	٣,٠	٤,٤	٢,٢	
مقاطعة تايوان الصينية															
٠,٠	١,٠-	٣,٧	٢,٠	١,٠	٢,٠-	٣,٥	١,٨	٠,٦	٢,٣	١,٦	٠,٣-	٠,٢-	٠,٠	٢,٦	
السويد															
٠,٥	٠,٥-	٢,١	٢,٠	٠,٠	٠,٢-	٣,٣	١,٧	١,٥	٠,٨	١,٠	٢,٣	١,٩	٢,٧	٢,٧	
سويسرا															
٠,٣-	٠,٦-	١,٢	١,٠	٠,٣-	٠,٦-	٢,٤	٠,٧	١,٠	١,٢	٠,٨	٠,٦	٠,٦	١,٠	١,٩	
منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة															
١,٠	١,٣	٢,٠	٢,٦	١,٠	١,٠	٤,٣	٢,٠	٢,٠	٠,٩	٠,٤-	٢,٦-	٣,٠-	١,٦-	٥,٣	
الجمهورية التشيكية															
١,٦	١,٠	٣,٦	٢,٠	١,٦	١,٠	٦,٣	٢,٩	٢,٥	١,٨	٢,٨	٠,١	١,٩	٤,٧	١٣,٣	
النرويج															
٢,٣	١,٠	٢,١	٢,٥	١,٩	١,٥	٣,٨	٠,٧	٢,٣	١,٥	٠,٥	٢,٥	١,٣	٣,٠	٢,٣	
سنغافورة															
٢,٠	١,٥-	٥,٤	١,٨	١,١	٠,٠	٦,٥	٢,١	١,٠	٠,٥	١,٧	٠,٥	٠,٤-	١,٠	١,٧	
الدانمرك															
٠,٣	٠,٦-	٢,٩	٢,٠	٠,٠	٠,٣-	٣,٤	١,٧	١,٩	١,٨	١,٢	٢,١	٢,٤	٢,٤	٢,١	
إسرائيل															
١,١	٠,١-	٤,٨	٢,٠	٠,٨	١,٤	٤,٧	٠,٥	٢,١	١,٣	٠,٤-	٠,٧	٥,٧	١,١	٩,٥	
نيوزيلندا															
١,٣	٠,٨	٣,٤	٢,١	١,١	١,٣	٤,٠	٢,٤	٣,٤	٣,٠	٢,٣	١,٧	٢,٦	٢,٦	١,٨	
آيسلندا															
٢,٣	٣,٠	١٨,١	٢,٥	٢,٤	١٠,٦	١٢,٤	٥,٠	٦,٨	٤,٠	٣,٢	٢,١	٤,٨	٦,٧	٣,٢	
اللتذكرة															
الاقتصادات المتقدمة الرئيسية															
٠,٢	٠,٣-	١,٢	١,٨	٠,٠	٠,٤-	٣,٢	٢,١	٢,٣	٢,٣	٢,٠	١,٧	١,٣	١,٩	٢,٤	
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة															
١,٨	٠,٥	٣,٩	٢,٦	٢,٠	٠,٤	٤,٥	٢,٢	١,٦	٢,٢	٢,٤	١,٤	١,٠	١,٩	٤,١	

<sup>١</sup> على أساس المؤشر المنسق لأسعار المستهلكين الصادر عن المكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي.

التضخم: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٧ الاقتصادات الصاعدة والنامية: حسب البلد: أسعار المستهلكين<sup>١</sup>  
(التغير السنوي %)

نهاية الفترة						متوسط									
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١	
٥,٦	٧,٠	١١,٦	٤,٨	٦,٣	٩,٠	١٠,١	٦,٣	٦,٣	٧,١	٦,٦	٨,٧	٩,١	١٠,٩	٢٤,٦	إفريقيا
٣,٣	٣,٥	٥,٨	٣,٠	٣,٤	٤,٦	٤,٥	٣,٦	٢,٥	١,٦	٣,٦	٢,٦	١,٤	٤,٢	١٦,٣	الجزائر
٨,٠	١٠,٠	١٣,٢	٠,٠	٨,٩	١٢,١	١٢,٥	١٢,٢	١٣,٣	٢٣,٠	٤٣,٦	٩٨,٣	١٠٨,٩	١٥٢,٦	٥٤٩,٤	أنغولا
٣,٣	٣,٥	٩,٩	٢,٨	٢,٨	٤,٠	٨,٠	١,٣	٣,٨	٥,٤	٠,٩	١,٥	٢,٤	٤,٠	٧,٦	بنن
٤,٨	٥,٧	١٣,٧	٤,٠	٥,٢	٨,١	١٢,٦	٧,١	١١,٦	٨,٦	٧,٠	٩,٢	٨,٠	٦,٦	١٠,٦	بوتسوانا
٢,٠	٣,٣	١١,٦	٢,٠	٢,٣	٤,٧	١٠,٧	٠,٢-	٢,٤	٦,٤	٠,٤-	٢,٠	٢,٣	٤,٧	٤,٤	بوركينافاسو
٧,٣	٧,٨	٢٥,٧	٥,٠	٧,٥	١٠,٩	٢٤,٤	٨,٣	٢,٨	١٣,٤	٨,٠	١٠,٧	١,٣-	٩,٣	١٥,٢	بوروندي
٢,٠	٠,١-	٥,٣	٢,٠	٢,٠	٢,٣	٥,٣	١,١	٤,٩	٢,٠	٠,٣	٠,٦	٦,٣	٢,٨	٤,٩	الكامرون <sup>٢</sup>
٢,٧	٣,٣	٦,٧	٢,٠	٢,٧	٣,٥	٦,٨	٤,٤	٤,٨	٠,٤	١,٩-	١,٢	١,٩	٣,٧	٥,٩	الرأس الأخضر
١,٥	٣,٨	١٣,٠	٢,٥	٢,٦	٥,٢	٩,٣	٠,٩	٦,٧	٢,٩	٢,٢-	٤,٤	٢,٣	٣,٨	٣,٩	جمهورية إفريقيا الوسطى
٣,٠	٣,٠	٩,٧	٣,٠	٣,٠	٣,٠	٨,٣	٧,٤-	٧,٧	٣,٧	٤,٨-	١,٨-	٥,٢	١٢,٤	٤,٥	تشاد
٢,٥	٢,٣	٧,٤	٣,٠	٢,٤	٤,٩	٤,٨	٤,٥	٣,٤	٣,٠	٤,٥	٣,٧	٣,٦	٥,٦	٣,٩	جزر القمر
١٥,٠	٢٤,٨	٢٧,٦	٨,٧	١٩,٩	٣٣,٩	١٨,٠	١٦,٧	١٣,٢	٢١,٤	٤,٠	١٢,٨	٢٥,٣	٣٥٧,٣	٩٧٧,٦	جمهورية الكونغو الديمقراطية
٣,٨	٦,٤	١١,٤	٣,٠	٥,١	٩,٥	٦,٠	٢,٦	٤,٧	٢,٥	٣,٧	١,٧	٣,٠	٠,٨	٧,٣	جمهورية الكونغو
٣,٠	٣,٤	٩,٠	٢,٥	٣,٢	٥,٩	٦,٣	١,٩	٢,٥	٣,٩	١,٥	٣,٣	٣,١	٤,٤	٦,٠	كوت ديفوار
٥,٠	٥,٥	١٢,٠	٣,٠	٥,٠	٥,٥	١٢,٠	٥,٠	٣,٥	٣,١	٣,١	٢,٠	٠,٦	١,٨	٣,٦	جيبوتي
٤,٩	٥,٧	٦,٠	٤,١	٦,١	٤,١	٥,٩	٢,٨	٤,٥	٥,٧	٤,٢	٧,٣	٧,٦	٨,٨	٦,٥	غينيا الاستوائية
٩,٥	١٠,٠	١١,٠	٨,٥	٩,٧	١٠,٥	١١,٠	٩,٣	١٥,١	١٢,٥	٢٥,١	٢٢,٧	١٦,٩	١٤,٦	...	إريتريا
١٢,١	١٥,٧	٥٥,٣	٩,١	١٣,٣	٤٢,٢	٢٥,٣	١٥,٨	١٢,٣	٦,٨	٨,٦	١٥,١	٧,٢-	٥,٢-	٧,٢	إثيوبيا
٣,٠	٠,٥	٥,٦	٢,٥	٣,٠	٢,٦	٥,٣	٥,٠	١,٤-	١,٢	٠,٤	٢,١	٠,٢	٢,١	٤,٠	غابون
٥,٥	٦,٠	٦,٨	٥,٠	٥,٧	٦,٤	٤,٥	٥,٤	٢,١	٥,٠	١٤,٣	١٧,٠	٨,٦	٤,٥	٤,٢	غامبيا
٨,٠	١١,٠	١٨,١	٥,٠	٧,٦	١٤,٦	١٦,٥	١٠,٧	١٠,٢	١٥,١	١٢,٦	٢٦,٧	١٤,٨	٣٢,٩	٢٥,٦	غانا
١٠,٣	١٣,٥	١٢,٨	٥,٠	٥,٩	١٨,٤	٢٢,٩	٣٤,٧	٣١,٤	١٧,٥	١١,٠	٣,٠	٥,٤	٦,٨	٧,٣	غينيا
٢,٩	٢,١	٨,٧	٢,٦	٣,٦	٣,٦	١٠,٤	٤,٦	٠,١-	٥,٦	٠,٨	٣,٥-	٢,٢-	٣,٣	٣٢,٨	غينيا-بيساو
٥,٠	٦,٠	١٣,٨	٥,٠	٥,٠	٨,٣	١٣,١	٩,٨	١٤,٥	١٠,٣	١١,٦	٩,٨	٢,٠	٥,٨	١٥,٩	كينيا
٥,٢	٦,٤	١٠,٦	٥,٦	٦,١	٦,٦	١٠,٧	٨,٠	٦,١	٣,٤	٥,٠	٧,٣	١٢,٥	٦,٩	١٠,٥	ليسوتو
٥,٠	٤,٠	٩,٤	٥,٠	٤,٥	٢,٠	١٧,٥	١١,٤	٧,٢	٦,٩	٣,٦	١٠,٣	١٤,٢	١٢,١	...	ليبيريا
٧,٤	٨,٧	١٠,١	٥,٠	٩,٤	٩,٤	٩,٢	١٠,٤	١٠,٨	١٨,٤	١٤,٠	١,١-	١٦,٢	٦,٩	١٦,٢	مدغشقر
٧,٨	٩,٢	٩,٩	٦,٢	٨,٠	١٠,١	٨,٧	٧,٩	١٣,٩	١٥,٥	١١,٤	٩,٦	١٧,٤	٢٧,٢	٣٠,٩	ملاوي
٢,٩	٢,٩	٧,٤	٢,٨	٢,٨	٢,٥	٩,١	١,٥	١,٥	٦,٤	٣,١-	١,٢-	٤,٩	٥,٢	٣,٦	مالي
٥,٥	٦,٠	٣,٩	٥,٠	٥,٨	٤,٩	٧,٣	٧,٣	٦,٢	١٢,١	١٠,٤	٥,٣	٥,٤	٧,٧	٥,١	موريتانيا
٥,٢	٥,٠	٩,٧	٦,٠	٥,١	٧,٣	٨,٨	٩,١	٨,٩	٤,٩	٤,٧	٣,٩	٦,٥	٥,٤	٧,٥	موريشيوس
٢,٨	٣,٠	٤,٢	٢,٦	٢,٨	٣,٠	٣,٩	٢,٠	٣,٣	١,٠	١,٥	١,٢	٢,٨	٠,٦	٤,٠	المغرب
٥,٣	٥,٤	٦,٢	٥,٣	٥,٢	٥,٤	١٠,٣	٨,٢	١٣,٢	٦,٤	١٢,٦	١٣,٥	١٦,٨	٩,١	٢٨,٧	جمهورية موزامبيق
٥,٣	٧,٣	١٠,٩	٥,٠	٦,٣	٩,١	١٠,٣	٦,٧	٥,١	٢,٣	٤,١	٧,٢	١١,٣	٩,٣	٩,٩	ناميبيا
٢,٠	٢,٠	١٣,٦	٢,٠	٢,٣	٥,٠	١١,٣	٠,١	٠,١	٧,٨	٠,٤	١,٨-	٢,٧	٤,٠	٥,٠	النيجر
٨,٥	١١,٩	١٥,١	٨,٥	١٠,١	١٤,٢	١١,٢	٥,٥	٨,٣	١٧,٨	١٥,٠	١٤,٠	١٣,٧	١٨,٠	٢٨,٥	نيجيريا
٥,٠	٦,٠	٢٢,٣	٥,٠	٦,٣	١١,٥	١٥,٤	٩,١	٨,٩	٩,٠	١٢,٠	٧,٤	٢,٠	٣,٤	١٦,٣	رواندا
١٠,٠	١٦,٠	٢٤,٨	٥,٠	١٢,٨	١٧,٥	٢٦,٠	١٨,٥	٢٣,١	١٧,٢	١٢,٨	٩,٦	٩,٢	٩,٥	٣٥,٨	سان تومي وبرينسيبي
٢,٢	٢,٢	٤,٣	٢,٢	٢,٢	١,١	٥,٨	٥,٩	٢,١	١,٧	٠,٥	٠,٠	٢,٣	٣,٠	٤,١	السنغال
١١,٥	١٦,٣	٦٣,٣	٣,٠	١٧,٩	٣٩,٢	٣٧,٠	٥,٣	١,٩-	٠,٦	٣,٩	٣,٣	٠,٢	٦,٠	٢,٣	سيشيل
٨,٧	٩,٠	١٢,٢	٧,٤	٨,٩	١٠,٦	١٤,٨	١١,٧	٩,٥	١٢,١	١٤,٢	٧,٥	٣,٧-	٢,٦	٢٢,٢	سيراليون
٤,٧	٥,٩	٩,٥	٥,١	٥,٦	٦,١	١١,٥	٧,١	٤,٧	٣,٤	١,٤	٥,٨	٩,٢	٥,٧	٦,٠	جنوب إفريقيا
٧,٥	٨,٥	١٤,٩	٥,٥	٨,٠	٩,٠	١٤,٣	٨,٠	٧,٢	٨,٥	٨,٤	٧,٧	٨,٣	٤,٩	١٧,٩	السودان
٦,٢	٧,٣	١٢,٩	٥,٥	٦,٧	٧,٩	١٣,١	٨,٢	٥,٣	٤,٨	٣,٤	٧,٤	١١,٧	٧,٥	٨,٩	سوازيلند
٥,٠	٦,٧	١٣,٥	٥,٠	٥,٧	١٠,٩	١٠,٣	٧,٠	٧,٣	٤,٤	٤,١	٤,٤	٤,٦	٥,١	١٩,٦	تنزانيا
٢,٥	٢,٠	٧,٢	٢,٥	٢,١	٢,٨	٨,٤	١,٠	٢,٢	٦,٨	٠,٤	٠,٩-	٣,١	٣,٩	٦,١	توغو
٣,٤	٣,٣	٤,١	٣,٠	٣,٤	٣,٢	٥,٠	٣,١	٤,٥	٢,٠	٣,٦	٢,٧	٢,٧	٢,٠	٤,٤	تونس
٦,٢	١٠,٣	١٢,٥	٥,٨	٧,٤	١٣,٧	٧,٣	٦,٨	٦,٦	٨,٠	٥,٠	٥,٧	٢,٠	٤,٥	١٢,٦	أوغندا
٧,٠	١٠,٠	١٦,٦	٥,٠	٨,٣	١٢,٢	١٢,٤	١٠,٧	٩,٠	١٨,٣	١٨,٠	٢١,٤	٢٢,٢	٢١,٧	٦٠,٠	زامبيا
...	...	...	...	...	...	...	١٠,٤٥٢,٦	١٠,١٦,٧	٢٣٧,٨	٣٥٠,٠	٣٦٥,٠	١٣٣,٢	٧٣,٤	٣١,٧	زيمبابوي <sup>٣</sup>

الجدول ألف-٧ (تابع)

نهاية الفترة			متوسط													
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١		
٤,٠	٤,١	٦,٨	٣,٣	٤,٢	٤,٦	٨,٠	٦,١	٥,٧	٥,٦	٦,٦	١١,٣	١٨,٩	٢٤,٤	٥٩,٤	أوروبا الوسطى والشرقية <sup>٤</sup>	
٢,٤	١,٥	٢,٢	٢,٠	٢,٢	١,٥	٢,٤	٢,٩	٢,٤	٢,٤	٢,٩	٢,٣	٥,٢	٣,١	٣٤,٧	ألبانيا	
٢,٥	٢,٠	٣,٨	٢,٥	٢,٣	٢,١	٧,٤	١,٥	٦,١	٣,٦	٠,٣	٠,٥	٠,٣	٤,٥	...	البوسنة والهرسك	
٠,٧	٢,٠	٧,٢	٣,٤	١,٣	٣,٧	١٢,٠	٧,٦	٧,٤	٦,٠	٦,١	٢,٣	٥,٨	٧,٤	١٠٧,٩	بلغاريا	
٢,٨	٣,٠	٥,٨	٢,٠	٢,٨	٢,٥	٦,١	٢,٩	٣,٢	٣,٣	٢,٠	١,٨	١,٧	٣,٨	...	كرواتيا	
١,٠-	٠,٥-	٧,٠	٢,٥	١,٣-	٠,٨	١٠,٤	٦,٦	٤,٤	٤,١	٣,٠	١,٣	٣,٦	٥,٨	...	إستونيا	
٢,٨	٤,٢	٣,٥	٢,٠	٢,٨	٣,٨	٦,١	٧,٩	٣,٩	٣,٦	٦,٨	٤,٦	٥,٣	٩,٢	٢٠,٠	هنغاريا	
٢,٦-	١,٠-	١٠,٤	٢,٩	٣,٥-	٣,٣	١٥,٣	١٠,١	٦,٦	٦,٩	٦,٢	٣,٣	١,٦	٢,٥	...	لاتفيا	
٠,٣-	١,٥	٨,٥	١,١	٠,٦	٥,١	١١,١	٥,٨	٣,٨	٢,٧	١,٢	١,١-	٠,٣	١,٦	...	ليتوانيا	
٣,٠	١,٠	٤,١	٢,٠	٣,٠	١,٠	٨,٣	٢,٣	٣,٢	٠,٥	٠,٤-	١,٢	٢,٢	٥,٥	...	جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة	
...	...	...	٢,١	٠,٢-	١,٧	٩,٠	٣,٥	٢,١	٣,٤	٣,١	٧,٥	١٩,٧	٢٣,٧	...	الجبيل الأسود	
٢,٨	١,٨	٣,٣	٢,٥	٢,٦	٢,١	٤,٢	٢,٥	١,٠	٢,١	٣,٥	٠,٨	١,٩	٥,٥	٢٦,١	بولندا	
٣,٥	٤,٥	٦,٣	٣,٥	٣,٩	٥,٩	٧,٨	٤,٨	٦,٦	٩,٠	١١,٩	١٥,٣	٢٢,٥	٣٤,٥	١٠١,١	رومانيا	
٢,٤	١,٥	٢,٢	٤,٧	٨,٢	١٠,٠	١١,٧	٦,٥	١٢,٧	١٧,٣	١٠,١	١١,٧	١٩,٥	٩١,٨	...	صربيا	
٦,٥	٦,٥	١٠,١	٤,٠	٦,٨	٦,٩	١٠,٤	٨,٨	٩,٦	٨,٢	٨,٦	٢٥,٣	٤٥,١	٥٤,٢	٧٥,٩	تركيا	
٨,٥	١١,١	١٤,٠	٦,٩	٩,٥	١٢,٦	١٥,٦	٩,٧	٩,٤	١٢,١	١٠,٤	١٢,٣	١٤,٠	٢٠,٣	...	كومنولث الدول المستقلة <sup>٥</sup>	
٩,٠	١١,٠	١٣,٣	٧,٤	٩,٩	١٢,٩	١٤,١	٩,٠	٩,٧	١٢,٧	١٠,٩	١٣,٧	١٥,٨	٢١,٥	...	روسيا	
٧,٣	١١,٤	١٥,٨	٥,٨	٨,٥	١١,٩	١٩,٦	١١,٥	٨,٨	١٠,٦	٩,١	٨,٦	٩,٢	١٧,١	...	ما عدا روسيا	
٤,٠	٨,٠	٥,٢	٤,٠	٧,٢	٣,٦	٩,٠	٤,٤	٢,٩	٠,٦	٧,٠	٤,٧	١,١	٣,١	...	أرمينيا	
٧,٠	٧,٠	١٥,٤	٦,٠	٧,٠	٤,٠	٢٠,٨	١٦,٦	٨,٤	٩,٧	٦,٧	٢,٢	٢,٨	١,٥	...	أذربيجان	
٦,٨	٩,٥	١٣,٣	٦,٨	٦,٠	١٢,٦	١٤,٨	٨,٤	٧,٠	١٠,٣	١٨,١	٢٨,٤	٤٢,٦	٦١,١	...	بيلاروس	
٦,٠	٧,٠	٥,٥	٦,٠	٦,٥	٥,٠	١٠,٠	٩,٢	٩,٢	٨,٣	٥,٧	٤,٨	٥,٦	٤,٧	...	جورجيا	
٦,٥	١١,٠	٩,٥	٦,٠	٨,٧	٩,٥	١٧,٢	١٠,٨	٨,٦	٧,٦	٦,٩	٦,٤	٥,٩	٨,٤	...	كازاخستان	
٨,٢	١٠,٠	٢٠,١	٤,٧	٨,٦	١٢,٤	٢٤,٥	١٠,٢	٥,٦	٤,٣	٤,١	٣,١	٢,١	٦,٩	...	جمهورية قيرغيزستان	
٥,٠	٤,٠	٧,٣	٤,٠	٤,٧	٢,٦	١٢,٧	١٢,٤	١٢,٧	١١,٩	١٢,٥	١١,٧	٥,٣	٩,٨	...	مولدوفا	
٧,٠	٩,٦	٢٣,٢	٥,٠	٧,٩	١٠,١	٢٦,٨	٨,٢	٤,٥	١٢,٥	٧,٩	٥,١	٠,٩	٦,٢	...	منغوليا	
١٠,٠	١٣,٠	١١,٨	٦,٥	١١,٥	١١,٩	٢٠,٤	١٣,٢	١٠,٠	٧,٣	٧,٢	١٦,٤	١٢,٢	٣٨,٦	...	طاجيكستان	
٧,٠	٩,٠	١٢,٠	٦,٠	٨,٠	١٠,٠	١٥,٠	٦,٣	٨,٢	١٠,٧	٥,٩	٥,٦	٨,٨	١١,٦	...	تركمانستان	
٨,٠	١٥,٠	٢٢,٣	٥,٠	١٠,٠	١٦,٨	٢٥,٢	١٢,٨	٩,٠	١٣,٤	٩,٠	٥,٢	٠,٨	١٢,٠	...	أوكرانيا	
٩,٠	١٠,٢	١٤,٤	٨,٠	٩,٥	١٢,٥	١٢,٧	١٢,٣	١٤,٢	١٠,٠	٦,٦	١١,٦	٢٧,٣	٢٧,٣	...	أوزبكستان	

التضخم: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٧ (تابع)

نهاية الفترة						متوسط									
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١	
٢,٣	٢,٧	٥,٨	٢,٨	٢,٤	٢,٨	٧,٤	٥,٤	٤,٢	٣,٨	٤,١	٢,٦	٢,١	٢,٨	٨,٢	
٥,٠	٦,٠	٨,٥	٥,٠	٥,٤	٥,٥	٢٧,٢	١٣,٠	٥,١	١٢,٣	١٣,٢	٢٤,١	٥,١	...	...	
٦,٥	٥,٧	٧,٢	٤,٢	٦,١	٦,٤	٨,٤	٩,١	٧,١	٧,٠	٦,١	٥,٤	٣,٧	١,٩	٥,٦	
٤,٠	٤,٥	٦,٤	٣,٩	٤,٠	٥,٠	٧,٧	٥,٢	٥,٠	٥,٣	٤,٦	٢,١	٢,٥	٣,٤	٩,٢	
...	...	...	١,٢	١,٢	١,٢	٢,٧	٠,٣	٠,٢	١,١	٠,٩	٠,٣	٢,٣-	٠,٦	...	
٣,٥	٣,٥	١٣,٥	٣,٥	١,٤	٥,٢	١٩,٧	٥,٩	٤,٧	٥,٨	٣,٩	١,٢	٣,٣	٠,٢	...	
٠,٧	٠,٨	٢,٥	١,٩	٠,٧	٠,١	٥,٩	٤,٨	١,٥	١,٨	٣,٩	١,٢	٠,٨-	٠,٧	٧,٢	
٤,٠	٤,٠	٦,٦	٤,٠	٤,٠	٤,٠	٨,٠	٤,٨	٢,٥	٢,٤	٢,٨	٤,٢	٠,٨	٤,٣	٣,٥	
٤,١	٤,٣	٩,٧	٤,٠	٤,٠	٦,٣	٨,٣	٦,٤	٦,٢	٤,٢	٣,٨	٣,٨	٤,٣	٣,٨	٩,٠	
٤,٧	٥,٥	١١,١	٣,١	٥,٩	٦,١	٩,٨	٦,٠	١٣,١	١٠,٥	٦,١	٦,٨	١١,٨	١١,٥	١٣,٢	
٢,٨	٢,٨	١٨,٦	٢,٨	٢,٨	٩,١	١١,٠	٤,٢	١,٥-	٠,٤-	٠,٧-	١,٦	٣,٢	٦,٠	٣,٠	
٢,٥	٣,٠	٣,٢	٤,٠	٢,٦	٠,٢	٧,٦	٤,٥	٦,٨	٧,٢	١٠,٥	١٥,٥	١٠,٦	٧,٨	٢٩,١	
٢,٥	١,٢	٤,٣	٢,٥	٢,٥	٠,٩	٥,٤	٢,٠	٣,٦	٣,٠	١,٤	١,١	١,٨	١,٤	٣,٥	
٦,٢	٤,٦	٩,١	٥,٥	٥,٥	٣,٧	١٢,٣	٧,٤	٣,٥	٣,٣	٦,٣	٢,٨-	٠,٩	٠,٧	٦,٧	
٢٠,٠	٢٠,٠	٢٤,٠	٢٠,٠	٢٠,٠	٢٢,٠	٢٦,٤	٣٢,٩	٢٦,٣	١٠,٧	٣,٨	٢٤,٩	٥٨,١	٣٤,٥	٢٤,١	
٤,٥	٤,٦	١٢,١	٤,٠	٢,٣	١١,١	٧,٧	٦,٤	٨,٠	٤,٥	٤,٠	٤,٧	٢,٩	٢,٤	٩,٢	
٦,٥	١٠,٠	٢١,٥	٦,٠	٦,٠	٢٠,٠	١٢,٠	٧,٨	٧,٩	٩,٣	٤,٦	٣,١	٢,٥	٤,٤	٩,١	
٤,٨	٥,٣	١١,٢	٣,٧	٥,٠	٨,٢	١٠,٧	٠,٩	٢,٤	١,٨	٢,١	١٤,٧	١١,٨	٩,٣	٩,٥	
٤,٥	٣,٠	٨,٠	٤,٥	٤,٥	٣,٤	٩,٣	٢,٨	٦,٢	٧,٧	٦,٠	٣,٥	٢,٩	٦,٨	٨,٧	
٤,٣	٤,٧	٦,٠	٣,٠	٤,٣	٥,١	٧,١	٦,٠	٣,٨	١,٩	٧,٩	٤,٣	٧,٤	١,٩	٣,٥	
٧,٣	٠,٩	٢٣,٠	٧,٢	٣,٣	١٠,٥	١٨,٢	٧,٧	١١,١	٧,١	٦,٩	١٠,٥	٩,٥	٧,٤	١٠,٤	
١٢,٠	٨,٤	١٤,٤	٧,٠	١٢,٦	٦,١	٢٢,٦	١٥,٨	١٠,٠	١١,٠	٩,٠	٩,٠	٩,٦	١٤,٢	٩,٧	
١,٤	٦,٥	٠,٤	١,٨	٣,٤	٠,٥	٥,٥	٢,٢	٤,٦	٤,٥	٢,٨	١,٨	٠,٦	١,٧	٤,٥	
٤,٠	٤,٠	٥,٧	٤,٠	٤,٠	٤,٠	٧,٦	٨,٩	٤,١	١,٨	٣,٢	٧,٢	٤,٧	٣,٦	...	
٦,٠	٦,٠	٦,٠	٤,٢	٦,١	١٢,٣	١٤,٥	٥,١	٧,٠	٩,٧	١١,٧	١١,١	١٠,٤	٦,٩	٤,٤	
٣,٠	٣,٥	٥,٨	٣,٠	٣,٠	٤,٣	٤,٨	٣,٩	٢,٠	١,٢	١,٤	٣,٠	٢,٠	٣,٧	٣,٠	
٥,٠	٥,٠	١٩,٩	٥,٠	٥,٠	٦,٠	٢٣,١	٨,٣	٧,٥	٨,٤	٧,٩	٣,٣	٤,١	٠,٣-	١٥,٤	
٨,٧	٩,٥	١٥,٥	٥,٨	٨,٥	١١,٠	١٥,٦	١٠,٥	٦,٨	٦,٢	٧,١	٦,١	٥,٣	٣,٨	١٠,٣	
٢,٥	٣,٠	٥,١	٢,٠	٢,٥	٣,٠	٣,٥	٣,٣	٢,٠	٢,٦	٢,٢	١,٧	٠,٥-	١,٢-	٠,٩	
٨,٠	١٠,٠	٢٠,٢	٦,٥	٨,٦	١٦,٥	١١,٧	١١,٠	٤,٢	٨,٨	٨,١	٣,٢	٢,٤	٢,٤	٨,٩	
١٥,٠	١٥,٠	٢٣,٠	١٠,٠	١٥,٠	١٨,٠	٢٦,٠	١٨,٤	١١,٩	١٠,٤	١٥,٣	١٥,٦	١٥,٧	١١,٣	٢٣,٩	
٨,٠	٩,٠	٦,٨	٤,٠	٨,٠	١٣,٨	٣,٥	٣٠,٨	٥٣,٢	٣٧,٠	...	...	...	...	...	
٢,٧	٥,٠	٩,٦	١,٨	٣,٦	٤,٠	١٤,٩	٥,٤	٦,٣	٣,٥	٣,٤	١,٦	١,٨	١,٨	٣,٥	
٤,٨	٦,٠	١٠,٥	٣,٤	٤,٨	٦,٠	١٠,٥	٥,٥	٣,١	٤,١	١,٣	١,٠	٠,٨	١,٤	٢,٢	
٢,٩	٣,٩	٦,٤	٢,٢	٢,١	٣,٦	١٠,٨	٤,١	٥,٦	٠,٧-	١,٧	١,٣	١,٨	٠,٤-	١٨,٥	
٤,٥	٦,٥	١٠,٤	٢,٥	٤,٥	٦,٥	١٠,٤	٦,٢	١,٤	٢,٩	١,٠	٢,١-	٩,٩-	٨,٨-	٥,٨	
٥,٧	٦,١	٩,٢	٤,٥	٦,٠	٦,٢	١٢,٦	٥,٩	٣,٤	١,٩	٠,٧	٠,٢	٠,٣-	٠,٨-	٠,٥	
٨,٤	٩,٠	١٥,٠	٣,٠	٨,٤	٩,٠	١٥,٠	١٣,٨	١١,٨	٨,٨	٦,٨	٢,٣	٠,٢	١,٤	٢,٧	
٤,٠	٤,٨	٧,٨	٣,٠	٤,٥	٥,٥	٩,٩	٤,١	٢,٣	٠,٦	٠,٤	٠,٦	٠,٢	١,١-	٠,٨	
٦,٠	٧,٥	١٢,٠	٥,٠	٦,٠	٧,٥	١٤,٥	٤,٧	١٠,٤	٧,٢	٤,٤	٥,٨	٠,٥-	٣,٤	٥,٦	
...	...	...	٤,١	٣,١	٢,٠	١١,٥	١١,١	٩,٣	٦,٢	٥,٠	٣,٢	٢,٩	٢,٧	٣,٦	
١٣,٤	١٣,٢	١٠,٨	٨,٣	١٣,٣	١٢,٠	١٩,٠	٧,٩	١٠,٨	٩,٩	١٢,٥	١٠,٨	١٢,٢	١١,٩	٣٤,٤	

الجدول ألف-٧ (تتمة)

نهاية الفترة						متوسط									
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١	
٦,١	٦,٢	٨,١	٦,٣	٦,٢	٦,٦	٧,٩	٥,٤	٥,٣	٦,٣	٦,٦	١٠,٤	٨,٦	٦,٥	٦٤,٨	نصف الكرة الغربي
٢,٠	١,٨	٢,٣	٢,٠	٢,٠	٢,١	٥,٦	١,٤	١,٨	٢,١	٢,٠	٢,٠	٢,٤	١,٧	٢,٧	أنتيغوا وبربودا
٧,٢	٧,٢	٧,٢	٧,٢	٧,٣	٦,٧	٨,٦	٨,٨	١٠,٩	٩,٦	٤,٤	١٣,٤	٢٥,٩	١,١-	١٥,٧	الأرجنتين
٠,٢	١,٠	٤,٥	١,٥	٠,٦	١,٨	٤,٥	٢,٥	١,٨	٢,٢	١,٠	٣,٠	٢,٢	٢,٠	٢,٥	جزر البهاما
٧,٦	٣,٦-	٨,٩	٢,٨	١,٩	١,٤	٨,٣	٤,٠	٧,٣	٦,١	١,٤	١,٦	١,٢-	٢,٦	٢,٩	بربادوس
٢,٥	٢,٥	٤,٤	٢,٥	٢,٥	٣,٥	٦,٤	٢,٣	٤,٢	٣,٧	٣,١	٢,٦	٢,٢	١,٢	١,٨	بليز
٥,٥	٦,٠	١١,٨	٤,٠	٦,١	٦,٥	١٤,٠	٨,٧	٤,٣	٥,٤	٤,٤	٣,٣	٠,٩	١,٦	٩,١	بوليفيا
٤,٠	٤,٢	٥,٩	٤,٥	٤,٠	٤,٨	٥,٧	٣,٦	٤,٢	٦,٩	٦,٦	١٤,٨	٨,٤	٦,٨	٢٠٤,٤	البرازيل
٣,٠	٢,٢	٦,٩	٣,٠	٣,٥	٢,٩	٨,٧	٤,٤	٣,٤	٣,١	١,١	٢,٨	٢,٥	٣,٦	٩,٤	شيلي
٣,٦	٤,٦	٧,٧	٣,٢	٤,٠	٥,٤	٧,٠	٥,٥	٤,٣	٥,٠	٥,٩	٧,١	٦,٣	٨,٠	٢٠,٠	كولومبيا
٧,٠	٨,٠	١٣,٩	٤,٠	٧,٥	١٠,٠	١٣,٤	٩,٤	١١,٥	١٣,٨	١٢,٣	٩,٤	٩,٢	١١,٣	١٥,٩	كوستاريكا
١,٥	٣,٥	٦,٧	١,٥	١,٥	٤,٨	٦,٩	٣,٢	٢,٦	١,٦	٢,٤	١,٦	٠,١	١,٦	٢,١	دومينيكا
٥,٠	٦,٠	٤,٥	٥,١	٥,٨	١,٧	١٠,٦	٦,١	٧,٦	٤,٢	٥١,٥	٢٧,٤	٥,٢	٨,٩	١٠,٤	الجمهورية الدومينيكية
٢,٥	٢,٠	٨,٨	٢,٥	٣,٠	٤,٠	٨,٤	٢,٣	٣,٣	٢,١	٢,٧	٧,٩	١٢,٦	٣٧,٧	٤٢,٥	إكوادور
٢,٣	٢,٥	٥,٥	٢,٨	٢,٤	١,٨	٧,٣	٤,٦	٤,٠	٤,٧	٤,٥	٢,١	١,٩	٣,٨	٧,٩	السلفادور
٢,٢	٢,١	٥,٢	٢,٠	٢,٩	٢,٣	٨,٠	٣,٩	٤,٢	٣,٥	٢,٣	٢,٢	١,١	١,٧	٢,٤	غرينادا
٤,٧	٥,٥	٩,٤	٤,١	٥,٧	٤,٨	١١,٤	٦,٨	٦,٦	٩,١	٧,٦	٥,٦	٨,١	٧,٣	١١,٥	غواتيمالا
٥,٠	٥,٠	٦,٤	٥,٠	٥,٠	٣,٦	٨,١	١٢,٢	٦,٧	٦,٩	٤,٧	٦,٠	٥,٤	٢,٧	١٦,٦	غيانا
٥,٠	٣,٠	٢٠,٨	٥,٠	٨,٣	٧,١	١٤,٤	٩,٠	١٤,٢	١٦,٨	٢٨,٣	٢٦,٧	٩,٣	١٦,٥	١٩,٧	هايتي
٨,١	٩,٤	١٠,٨	٥,٨	٨,٦	٩,٥	١١,٤	٦,٩	٥,٦	٨,٨	٨,١	٧,٧	٧,٧	٩,٧	١٨,٢	هندوراس
٨,٩	٨,٩	١٦,٨	٦,٢	٩,٥	٩,١	٢٢,٠	٩,٣	٨,٥	١٥,١	١٣,٥	١٠,١	٧,٠	٦,٩	٢٤,٩	جامايكا
٣,١	٣,٥	٦,٥	٣,٠	٣,٤	٤,٨	٥,١	٤,٠	٣,٦	٤,٠	٤,٧	٤,٥	٥,٠	٦,٤	١٨,٣	المكسيك
٧,٤	٧,٠	١٣,٨	٧,٤	٧,٢	٧,٥	١٩,٩	١١,١	٩,١	٩,٦	٨,٥	٦,٥	٤,٠	٤,٧	١٩,٢	نيكاراغوا
٢,٥	٣,٢	٦,٨	٢,٥	٢,٩	٣,٧	٨,٨	٤,٢	٢,٥	٢,٩	٠,٥	٠,٦	١,٠	٠,٣	١,٢	بنما
٥,٠	٥,٥	٧,٥	٣,٠	٥,٦	٤,٧	١٠,٢	٨,١	٩,٦	٦,٨	٤,٣	١٤,٢	١٠,٥	٧,٣	١٣,٤	باراغواي
٢,٠	٢,٥	٦,٧	٢,٠	٢,٥	٤,١	٥,٨	١,٨	٢,٠	١,٦	٣,٣	٢,٣	٠,٢	٢,٠	٣,٨١	بيرو
٢,٢	٣,٥	٧,٦	٢,٢	٢,٨	٤,٢	٥,٤	٤,٥	٨,٥	٣,٤	٢,٢	٢,٣	٢,١	٢,١	٣,٣	سانت كيتس ونيفس
٢,٢	٣,١	٣,٨	٢,٢	٢,٨	٢,٢	٧,٢	٢,٢	٢,٤	٣,٩	١,٥	١,٠	٠,٣-	٥,٤	٣,٢	سانت لوسيا
٢,٩	٢,٩	٨,٧	٢,٩	٢,٩	٤,٢	١٠,١	٦,٩	٣,٠	٣,٧	٣,٠	٠,٢	٠,٨	٠,٨	٢,٥	سانت فنسنت وجزر غرينادين
٨,٠	٩,٥	٩,٣	٥,٥	٨,٧	٤,٨	١٤,٦	٦,٤	١١,٣	٩,٩	٩,١	٢٣,٠	١٥,٥	٣٩,٨	٧٥,٥	سورينام
٥,٠	٥,٠	١٤,٥	٥,٠	٥,٠	٧,٣	١٢,١	٧,٩	٨,٣	٦,٩	٣,٧	٣,٨	٤,٢	٥,٥	٥,٢	ترينيداد وتوباغو
٦,٥	٦,٤	٩,٢	٥,٠	٦,٧	٧,٠	٧,٩	٨,١	٦,٤	٤,٧	٩,٢	١٩,٤	١٤,٠	٤,٤	٣٥,٢	أوروغواي
٤٥,٠	٤٢,٠	٣٠,٩	٥٥,٥	٤٣,٥	٣٦,٤	٣٠,٤	١٨,٧	١٣,٧	١٦,٠	٢١,٧	٣١,١	٢٢,٤	١٢,٥	٤٣,٣	فنزويلا

١ حسب المعتاد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، يُشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية، وليس كتغيرات تحدث خلال السنة من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه كما هي الممارسة المتبعة في بعض البلدان. وتمثل الأرقام الخاصة بالسنوات الأخيرة تقديرات خبراء الصندوق بالنسبة للعديد من البلدان، وتستند بيانات بعض البلدان إلى السنوات المالية.

٢ النسبة المئوية للتغيرات في عام ٢٠٠٢ محسوبة على امتداد فترة ١٨ شهرا، ويرجع ذلك إلى حدوث تغير في دورة السنة المالية (من يوليو-يونيو إلى يناير-ديسمبر).

٣ بيانات ٢٠٠٧ هي بيانات تقديرية. ولا توجد توقعات لعام ٢٠٠٨ وما بعده لأن زيمبابوي تشهد تضخما مفرطا ولم يعد من الممكن وضع تنبؤات للتضخم بطريقة ذات مغزى. وإذا لم تتغير السياسات فيمكن أن يتصاعد التضخم بدون حدود.

٤ بالنسبة للعديد من البلدان، يقاس التضخم في السنوات السابقة على أساس مؤشر أسعار التجزئة. وتستخدم في العادة مؤشرات لأسعار المستهلكين بنطاق تغطية أوسع وأكثر حداثة بالنسبة للسنوات الأقرب.

٥ تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف-٨ الاقتصادات المتقدمة الرئيسية: أرصدة المالية العامة والدين لدى الحكومة العامة<sup>١</sup>  
(% من إجمالي الناتج المحلي)

	متوسط ٢٠٠٢-١٩٩٣									
	٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢-١٩٩٣
<b>الاقتصادات المتقدمة الرئيسية</b>										
الرصيد الفعلي	٤,٦-	٨,٧-	١٠,٤-	٤,٦-	٢,٣-	٢,٤-	٣,٤-	٤,٢-	٤,٨-	٢,٧-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	١,٠-	٦,١-	٥,١-	٠,٢-	٠,٩	٠,٨	٠,٣	٠,٣	٠,٤-	٠,٢
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٣,٢-	٥,٣-	٥,١-	٣,٤-	١,٨-	٢,١-	٢,٦-	٣,١-	٣,٥-	٢,٥-
<b>الولايات المتحدة</b>										
الرصيد الفعلي	٤,٧-	٩,٧-	١٣,٦-	٦,١-	٢,٩-	٢,٢-	٣,٣-	٤,٤-	٤,٨-	١,٦-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	٠,٠	٥,٥-	٤,١-	٠,٢	١,٢	١,٦	١,٤	١,٢	٠,٣	٠,٧
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٣,٤-	٦,٥-	٦,٠-	٣,٧-	١,٦-	١,٦-	١,٩-	٢,٥-	٢,٩-	١,٣-
صافي الدين	٨٣,٤	٧٠,٤	٦١,٧	٤٩,٩	٤٣,٢	٤٢,٥	٤٣,٤	٤٣,٠	٤١,٥	٤٦,٢
إجمالي الدين	١٠٦,٧	٩٧,٥	٨٧,٠	٧٠,٥	٦٣,١	٦١,٩	٦٢,٥	٦٢,٢	٦١,٢	٦٤,٩
<b>منطقة اليورو</b>										
الرصيد الفعلي	٣,٣-	٦,١-	٥,٤-	١,٨-	٠,٧-	١,٣-	٢,٥-	٢,٩-	٣,٠-	٢,٩-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	٢,٢-	٥,٤-	٤,٣-	٠,٧	١,٤	٠,٦	٠,٦-	٠,٥-	٠,٧-	٠,١-
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	١,٩-	٢,٩-	٣,٠-	٢,١-	١,٦-	١,٩-	٢,٦-	٢,٨-	٣,٠-	٢,٨-
صافي الدين	٧٤,٩	٦٨,٠	٦٢,٢	٥٤,١	٥٢,٢	٥٨,٣	٦٠,٣	٦٠,٠	٥٩,٥	٥٩,٢
إجمالي الدين	٩١,٤	٨٥,٠	٧٨,٩	٦٩,١	٦٥,٨	٦٧,٩	٦٩,٦	٦٩,٠	٦٨,٧	٦٨,٦
<b>ألمانيا<sup>٣</sup></b>										
الرصيد الفعلي	١,٤-	٦,١-	٤,٧-	٠,١-	٠,٥-	١,٥-	٣,٣-	٣,٨-	٤,٠-	٢,٤-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	٢,٧-	٧,٢-	٥,٨-	٠,٣	٠,٣	٠,٨-	٢,٣-	١,٩-	١,٧-	٠,٠
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٠,٠	٢,٥-	٢,٠-	٠,٣-	٠,٥-	١,٢-	٢,٣-	٢,٨-	٣,٢-	٢,٠-
صافي الدين	٨٣,٢	٧٨,٠	٧٠,٩	٦٠,٦	٥٧,٠	٦٠,٢	٦١,٨	٦٠,٠	٥٧,٧	٤٨,٩
إجمالي الدين	٩١,٠	٨٦,٦	٧٩,٤	٦٧,٢	٦٣,٦	٦٦,٠	٦٦,٤	٦٤,٧	٦٢,٨	٥٦,١
<b>فرنسا</b>										
الرصيد الفعلي	٤,٦-	٦,٥-	٦,٢-	٣,٤-	٢,٧-	٢,٤-	٣,٠-	٣,٦-	٤,١-	٣,٥-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	٢,٥-	٥,٢-	٤,٥-	٠,٣-	٠,٦	٠,٦	٠,٢	٠,٣	٠,٠	٠,٢-
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٣,٠-	٣,٠-	٣,٣-	٣,١-	٢,٩-	٢,٥-	٣,٣-	٣,٥-	٤,٠-	٣,٣-
صافي الدين	٨٠,٠	٧٠,٦	٦٥,٢	٥٧,٦	٥٤,٢	٥٣,٩	٥٦,٧	٥٥,٣	٥٣,٢	٤٦,٦
إجمالي الدين	٨٩,٧	٨٠,٣	٧٤,٩	٦٧,٣	٦٣,٩	٦٣,٦	٦٦,٤	٦٥,٠	٦٢,٩	٥٦,٠
<b>إيطاليا</b>										
الرصيد الفعلي	٤,٥-	٥,٩-	٥,٤-	٢,٧-	١,٥-	٣,٣-	٤,٣-	٣,٥-	٣,٥-	٤,٧-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	٢,٤-	٥,٧-	٥,١-	٠,٣-	١,٣	٠,٦	٠,٥-	٠,٠-	٠,٤-	٠,٣-
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٣,٣-	٢,٩-	٣,٧-	٢,٧-	٢,٣-	٣,٧-	٤,٢-	٣,٨-	٣,٥-	٤,٨-
صافي الدين	١٢٥,٦	١١٧,٥	١١١,٩	١٠٢,٧	١٠٠,٥	١٠٢,٤	١٠٢,٦	١٠٠,٨	١٠١,٥	١٠٩,٨
إجمالي الدين	١٢٩,٤	١٢١,١	١١٥,٣	١٠٥,٨	١٠٣,٥	١٠٦,٥	١٠٥,٨	١٠٣,٨	١٠٤,٤	١١٤,٩
<b>اليابان</b>										
الرصيد الفعلي	٧,١-	٩,٨-	٩,٩-	٥,٦-	٢,٥-	٤,٠-	٥,٠-	٦,٢-	٨,٠-	٥,٥-
ما عدا الضمان الاجتماعي	٥,٨-	٨,٢-	٨,٥-	٤,٦-	٢,٤-	٤,١-	٥,٤-	٦,٦-	٨,١-	٦,٨-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	١,٢-	٧,٩-	٨,٠-	١,٦-	٠,٣	٠,٤-	٠,٨-	١,١-	٢,٢-	٠,٨-
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٦,٧-	٦,٥-	٦,٥-	٥,٠-	٢,٦-	٣,٨-	٤,٧-	٥,٧-	٧,١-	٥,٢-
ما عدا الضمان الاجتماعي	٥,٦-	٦,٤-	٦,٦-	٤,٣-	٢,٤-	٤,٠-	٥,٢-	٦,٤-	٧,٦-	٦,٨-
صافي الدين	١٣٦,٣	١١٤,٨	١٠٣,٦	٨٧,٨	٨٠,٤	٨٤,٣	٨٤,٦	٨٢,٧	٧٦,٥	٤٢,٨
إجمالي الدين	٢٣٤,٢	٢٢٧,٤	٢١٧,٢	١٩٦,٣	١٨٧,٧	١٩١,٣	١٩١,٦	١٧٨,١	١٦٧,٢	١١٧,٣
<b>المملكة المتحدة</b>										
الرصيد الفعلي	٦,٤-	١٠,٩-	٩,٨-	٥,٤-	٢,٦-	٢,٦-	٣,٣-	٣,٣-	٣,٣-	٢,٥-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	٢,٨-	٦,٦-	٥,٥-	٠,٦-	٠,٤	٠,١-	٠,٤-	٠,١	٠,١-	٠,١-
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٠,٩-	٦,١-	٦,٧-	٥,٠-	٢,٨-	٢,٦-	٣,٠-	٣,٤-	٢,٩-	٢,٢-
صافي الدين	٨٣,٠	٦٦,٩	٥٦,٨	٤٥,٥	٣٨,٣	٣٨,٢	٣٧,٤	٣٥,٦	٣٣,٧	٣٧,٦
إجمالي الدين	٨٧,٨	٧٢,٧	٦٢,٧	٥١,٩	٤٤,١	٤٣,٣	٤٢,١	٤٠,٣	٣٨,٥	٤٣,١
<b>كندا</b>										
الرصيد الفعلي	٠,٤	٣,٦-	٣,٤-	٠,٤	١,٤	١,٣	١,٥	٠,٩	٠,١-	١,٨-
فجوة الناتج <sup>٢</sup>	٠,٠	٤,٧-	٤,٣-	٠,٢-	١,٥	١,١	٠,٤	٠,١-	٠,٧-	٠,٠
الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>	٠,٤	٠,٨-	٠,٩-	٠,٥	٠,٧	٠,٨	١,٤	٠,٩	٠,٣	١,٦-
صافي الدين	٢٦,٨	٢٩,١	٢٦,٢	٢١,٩	٢٣,٢	٢٦,٤	٣٠,٠	٣٤,٥	٣٨,٧	٥٨,٧
إجمالي الدين	٦٦,٢	٧٧,٢	٧٥,٤	٦٣,٦	٦٤,٢	٦٧,٩	٧٠,٥	٧٢,٤	٧٦,٦	٩٢,٦

ملحوظة: يتناول الإطار ألف-١ في الملحق الإحصائي مناقشة المنهجية المتبعة في كل بلد والافتراضات المعنية بكل على حدة.

<sup>١</sup> بيانات الدين تشير إلى نهاية السنة. ولا تكون بيانات الدين قابلة للمقارنة عبر البلدان في كل الأحوال.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي المحتمل.

<sup>٣</sup> اعتباراً من بداية عام ١٩٩٥ ألت إلى الحكومة العامة مسؤولية التزامات الديون وخدمة ديون مؤسسة ترويهانداانشالت (Treuhandanstalt) (بالإضافة إلى عدة مؤسسات أخرى). وتعادل هذه الديون ٨% من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٤</sup> بينما تعادل مدفوعات خدماتها ما يتراوح بين ٠,٥% و١% من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٥</sup> لا يشمل الإيرادات المحققة لمرة واحدة من بيع تراخيص التليفونات المحمولة (بما يعادل ٢,٥% من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠١ و٢٠٠٢ في فرنسا، و١,٢% من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٠ في إيطاليا). ولا يشمل أيضاً الإيرادات المحققة لمرة واحدة من المعاملات الكبيرة في الأصول، لا سيما نسبة ٠,٥% من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٥ في فرنسا.

الجدول ألف-٩ موجز أحجام وأسعار التجارة العالمية  
(التغير السنوي %)

٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسطات عشر سنوات									
		٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠١٠-٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١
<b>تجارة السلع والخدمات</b>											
<b>التجارة العالمية<sup>١</sup></b>											
٠,٦	١١,٠-	٣,٣	٧,٢	٩,٢	٧,٧	١٠,٧	٥,٤	٣,٥	٠,٣	٣,٥	٧,١
الحجم											
مخفف الأسعار											
٢,٦	١٤,٦-	١١,٥	٨,٠	٥,٢	٥,٥	٩,٧	١٠,٤	١,٢	٣,٦-	٣,٣	٠,٩-
بالدولار الأمريكي											
٣,٦	٩,٠-	٨,٠	٣,٨	٥,٦	٥,٧	٣,٨	٢,١	٠,٦-	٠,١-	٢,٢	٠,٦-
بوحدات حقوق السحب الخاصة											
<b>حجم التجارة</b>											
<b>الصادرات</b>											
٠,٥	١٣,٥-	١,٨	٦,١	٨,٥	٦,٢	٩,١	٣,٤	٢,٤	٠,٤-	٢,٢	٦,٩
الاقتصادات المتقدمة											
١,٢	٦,٤-	٦,٠	٩,٥	١٠,٩	١٠,٨	١٤,٢	١٠,٥	٧,٠	٢,٤	٦,٥	٨,٤
الاقتصادات الصاعدة والنامية											
<b>الواردات</b>											
٠,٤	١٢,١-	٠,٤	٤,٧	٧,٦	٦,٤	٩,٣	٤,٢	٢,٧	٠,٤-	٢,٢	٧,٠
الاقتصادات المتقدمة											
٠,٦	٨,٨-	١٠,٩	١٤,٠	١٣,٢	١٢,٢	١٦,٠	١٠,٢	٦,٢	٣,١	٧,٥	٧,٣
الاقتصادات الصاعدة والنامية											
<b>معدلات التبادل التجاري</b>											
٠,٢-	١,٥	٢,٠-	٠,٤	١,١-	١,٥-	٠,١-	١,٠	٠,٩	٠,٤	٠,١-	٠,١-
الاقتصادات المتقدمة											
٢,٣	٨,٠-	٤,٤	١,٢	٤,١	٥,٩	٣,١	١,٢	٠,٤	٢,٣-	١,٢	٠,٢-
الاقتصادات الصاعدة والنامية											
<b>تجارة السلع</b>											
<b>التجارة العالمية<sup>١</sup></b>											
٠,٧	١١,٥-	٣,٢	٦,٦	٩,٣	٧,٥	١١,٠	٦,٣	٣,٧	٠,٤-	٣,٥	٧,٥
الحجم											
مخفف الأسعار											
٢,٨	١٥,٤-	١٢,٣	٨,٢	٥,٧	٦,٢	٩,٨	٩,٩	٠,٦	٣,٨-	٣,٣	١,١-
بالدولار الأمريكي											
٣,٨	٩,٩-	٨,٧	٤,٠	٦,٢	٦,٤	٣,٨	١,٦	١,١-	٠,٤-	٢,٢	٠,٨-
بوحدات حقوق السحب الخاصة											
<b>أسعار التجارة العالمية بالدولار الأمريكي<sup>٢</sup></b>											
<b>المصنوعات</b>											
١,٧	٨,٩-	٩,٦	٨,٨	٣,٧	٣,٦	٨,٨	١٤,٤	٢,١	٣,٤-	٣,٨	١,٣-
النفط											
٢٠,٢	٤٦,٤-	٣٦,٤	١٠,٧	٢٠,٥	٤١,٣	٣٠,٧	١٥,٨	٢,٥	١٣,٨-	٨,٣	٢,١
السلع الأولية غير الوقود											
٤,٤	٢٧,٩-	٧,٥	١٤,١	٢٣,٢	٦,١	١٥,٢	٥,٩	١,٩	٤,٨-	٣,٦	١,٧-
المواد الغذائية											
٠,٨	١٩,٤-	٢٣,٤	١٥,٢	١٠,٥	٠,٩-	١٤,٠	٦,٣	٣,٥	٢,٠-	٤,٥	٢,٣-
المشروبات											
١١,٤-	١٣,٦-	٢٣,٣	١٣,٨	٨,٤	١٨,١	٠,٩-	٤,٨	٢٤,٣	١٣,٣-	٤,٤	١,٣-
المواد الخام الزراعية											
٤,٤	٢١,٧-	٠,٨-	٥,٠	٨,٨	٠,٥	٤,١	٠,٦	٠,٢-	٣,٤-	٠,٦-	٠,٤-
المعادن											
١٥,٩	٤٥,٤-	٨,٠-	١٧,٤	٥٦,٢	٢٢,٤	٣٤,٦	١١,٨	٣,٥-	١٠,٣-	٥,٥	١,٧-
<b>أسعار التجارة العالمية بوحدات حقوق السحب الخاصة<sup>٢</sup></b>											
<b>المصنوعات</b>											
٢,٧	٣,٠-	٦,١	٤,٦	٤,٢	٣,٨	٢,٩	٥,٧	٠,٤	٠,١	٢,٧	١,٠-
النفط											
٢١,٤	٤٢,٩-	٣٢,١	٦,٤	٢١,٠	٤١,٦	٢٣,٦	٧,١	٠,٨	١٠,٧-	٧,١	٢,٤
السلع الأولية غير الوقود											
٥,٤	٢٣,٢-	٤,١	٩,٦	٢٣,٨	٦,٣	٩,٠	٢,١-	٠,٢	١,٣-	٢,٥	١,٤-
المواد الغذائية											
١,٨	١٤,٢-	١٩,٥	١٠,٧	١١,٠	٠,٧-	٧,٨	١,٧-	١,٨	١,٥	٣,٤	٢,٠-
المشروبات											
١٠,٥-	٧,٩-	١٩,٤	٩,٤	٨,٨	١٨,٣	٦,٣-	٣,١-	٢٢,٢	١٠,٢-	٣,٣	١,٠-
المواد الخام الزراعية											
٥,٤	١٦,٦-	٣,٩-	٠,٩	٩,٣	٠,٨	١,٦-	٧,٠-	١,٩-	٠,١	١,٧-	٠,١-
المعادن											
١٧,١	٤١,٨-	١٠,٩-	١٢,٨	٥٦,٩	٢٢,٧	٢٧,٣	٣,٣	٥,١-	٧,٠-	٤,٣	١,٤-
<b>أسعار التجارة العالمية باليورو<sup>٢</sup></b>											
<b>المصنوعات</b>											
٢,١	٢,٢	٢,١	٠,٣-	٢,٩	٣,٤	١,١-	٤,٥-	٣,١-	٠,٣-	٠,٣	١,٩
النفط											
٢٠,٦	٣٩,٨-	٢٧,١	١,٤	١٩,٥	٤١,٠	١٨,٩	٣,٣-	٢,٨-	١١,١-	٤,٦	٥,٤
السلع الأولية غير الوقود											
٤,٧	١٩,٠-	٠,١	٤,٥	٢٢,٣	٥,٩	٤,٨	١١,٦-	٣,٣-	١,٨-	٠,١	١,٦
المواد الغذائية											
١,٢	٩,٥-	١٤,٩	٥,٦	٩,٦	١,١-	٣,٧	١١,٢-	١,٨-	١,١	١,٠	٠,٩
المشروبات											
١١,١-	٢,٩-	١٤,٨	٤,٢	٧,٥	١٧,٨	٩,٩-	١٢,٥-	١٧,٩	١٠,٥-	٠,٩	١,٩
المواد الخام الزراعية											
٤,٧	١٢,٠-	٧,٦-	٣,٨-	٨,٠	٠,٣	٥,٣-	١٦,٠-	٥,٤-	٠,٤-	٤,٠-	٢,٩
المعادن											
١٦,٣	٣٨,٧-	١٤,٣-	٧,٥	٥٥,٠	٢٢,٢	٢٢,٤	٦,٧-	٨,٤-	٧,٤-	١,٩	١,٥

التجارة الخارجية: موجز

الجدول ألف-٩ (تتمة)

		متوسطات عشر سنوات									
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠١٠-٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩١
<b>تجارة السلع</b>											
<b>حجم التجارة</b>											
<b>الصادرات</b>											
٠,٤	١٤,٤-	١,٥	٥,٢	٨,٧	٥,٧	٩,٠	٤,٠	٢,٤	١,٢-	١,٩	٧,٢
١,١	٧,٢-	٦,١	٨,٩	١٠,٨	١٠,٧	١٤,٣	١١,٤	٦,٩	١,٨	٦,٣	٨,٤
٣,١	٤,٩-	٤,٤	٣,٥	٤,١	٥,١	٩,٣	١١,٨	٢,٣	٠,٤	٣,٨	٣,٣
٠,٣	٨,٣-	٦,٨	١١,٣	١٣,٦	١٢,٨	١٦,٠	١١,٣	٨,٥	٢,٣	٧,٢	١٠,٦
<b>الواردات</b>											
٠,٩	١٢,٧-	٠,٠	٤,١	٧,٩	٦,٣	٩,٧	٥,٠	٣,١	١,٢-	٢,١	٧,٦
٠,٧	٨,٧-	١٠,٩	١٣,٧	١٢,٦	١٢,٦	١٦,٩	١١,٥	٦,٣	٢,٨	٧,٧	٧,٤
٤,٠	٢,٩-	١٨,٥	٢٠,٤	١٥,٠	١٧,٤	١٥,٥	٩,٢	٩,٠	١٦,٠	١٢,٠	٠,٤-
٠,١-	١٠,٠-	٩,٢	١٢,٣	١٢,١	١١,٦	١٧,٢	١٢,٠	٥,٧	٠,٦	٦,٨	٩,٨
<b>مخفضات الأسعار بوحدة حقوق السحب الخاصة</b>											
<b>الصادرات</b>											
٢,٥	٧,٨-	٦,١	٣,٩	٤,٢	٣,٧	٣,٠	٢,٦	٠,٩-	٠,٢-	١,٦	١,٣-
٧,٣	١٦,٠-	١٣,٦	٥,٠	١١,٠	١٤,٣	٧,٣	١,٢	٠,١-	١,١-	٣,٩	١,٣
١٦,٨	٣٤,٦-	٢٦,٠	٧,٩	١٨,٦	٣٣,٥	١٧,٤	٤,٧	٠,٩	٧,٤-	٦,٦	٣,١
٣,٦	٧,٠-	٨,٣	٣,٧	٧,٧	٧,٢	٣,٨	٠,٠	٠,٤-	١,٣	٢,٧	٠,٩
<b>الواردات</b>											
٢,٧	٩,٢-	٨,٦	٣,٥	٥,٦	٥,٦	٣,٢	١,٤	١,٩-	٠,٧-	١,٨	١,٤-
٤,٥	٨,٣-	٩,١	٤,٠	٦,٦	٦,٩	٤,٠	٠,١-	٠,٨-	١,٠	٢,٦	١,٥
٣,٥	٤,٧-	٧,١	٤,٥	٧,٥	٧,٢	٤,٣	٠,٨	٠,٦	٠,٦	٣,١	١,٥
٤,٨	٩,١-	٩,٦	٣,٩	٦,٥	٦,٩	٤,٠	٠,٢-	١,٠-	١,٠	٢,٥	١,٣
<b>معدلات التبادل التجاري</b>											
٠,٢-	١,٥	٢,٤-	٠,٤	١,٤-	١,٨-	٠,٢-	١,٢	١,٠	٠,٥	٠,١-	٠,١
٢,٧	٨,٤-	٤,٠	٠,٩	٤,١	٦,٩	٣,٢	١,٢	٠,٧	٢,١-	١,٢	٠,٢-
<b>المجموعات الإقليمية</b>											
<b>إفريقيا</b>											
٨,٢	٢٤,٦-	١٢,٦	٠,٧	١٠,٢	١٥,٠	٣,٧	٢,٩	٠,٢-	٣,٦-	١,٩	٠,١
٠,٩-	٧,٦	١,١-	١,٥	١,٨-	٠,٨-	١,٦	٠,٠	٠,٦	٤,٢	١,٠	٠,١
١٠,٦	٢٤,٦-	١٧,٧	٢,٣	٨,٩	١٤,٧	١٢,١	٩,٠	٢,٠-	٢,٦-	٣,٩	٠,١-
١,٩-	٥,٤	٣,٠-	٠,٥-	٠,٣-	٠,٨-	٢,٠-	٠,٦-	٠,٧	١,٠	٠,٢-	٠,٦-
١١,١	٢٧,٧-	١٣,٤	١,٣	٥,٩	٢٥,١	٩,٦	٠,٢	١,٨	٨,٥-	٢,٣	٢,١
١,٦	١١,٥-	٣,٧	٢,١	٨,٦	٥,٦	٥,٧	٢,٩	١,٣	٤,٠-	١,٤	٠,٢-
<b>المجموعات التحليلية</b>											
<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>											
١٢,٩	٣١,٤-	١٧,٧	٣,٢	١٠,٣	٢٤,٥	١٢,٦	٣,٨	٠,٣	٨,٠-	٣,٤	١,٦
١,٢-	٢,٣	١,٢-	٠,٢-	١,٢	٠,٤	٠,١-	٠,٣	٠,٦	٠,٢	٠,٢	٠,٤-
<b>المتنكرة</b>											
<b>الصادرات العالمية بمليارات الدولارات الأمريكية</b>											
١٥,٢٨٠	١٤,٧٦٨	١٩,٦٩٤	١٧,١٤٩	١٤,٧٧٤	١٢,٨٤٠	١١,٣٠٤	٩,٣١٢	٧,٩٩٥	٧,٦١٥	١٣,٠٧٣	٦,١٠٨
١٢,١٠١	١١,٦٦١	١٥,٨٧٥	١٣,٧٣٨	١١,٩٠٧	١٠,٢٩٤	٩,٠٢٣	٧,٤٢٨	٦,٣٥٦	٦,٠٧٨	١٠,٤٤٦	٤,٨٧٠
<b>السلع والخدمات</b>											
<b>السلع</b>											
٢٠,٢	٤٦,٤-	٣٦,٤	١٠,٧	٢٠,٥	٤١,٣	٣٠,٧	١٥,٨	٢,٥	١٣,٨-	٨,٣	٢,١
٦٢,٥	٥٢,٠	٩٧,٠	٧١,١	٦٤,٣	٥٣,٤	٣٧,٨	٢٨,٩	٢٥,٠	٢٤,٣	٥١,٦٢	١٨,٧٣
١,٧	٨,٩-	٩,٦	٨,٨	٣,٧	٣,٦	٨,٨	١٤,٤	٢,١	٣,٤-	٣,٨	١,٣-
<b>متوسط سعر النفط<sup>٤</sup></b>											
<b>بالدولار الأمريكي للبرميل</b>											
<b>قيمة وحدة الصادرات من المصنوعات<sup>٥</sup></b>											

<sup>١</sup> متوسط التغير السنوي للصادرات والواردات العالمية كنسبة مئوية.

<sup>٢</sup> كما هي ممثلة، على التوالي، بمؤشر قيمة وحدة الصادرات من مصنوعات الاقتصادات المتقدمة، ومتوسط أسعار النفط لخام برنت المملكة المتحدة وخام دبي وخام غرب تكساس الوسيط؛ ومتوسط أسعار السوق العالمية للسلع الأولية غير الوقود مرجحاً بحصصها من صادرات السلع الأساسية العالمية في الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٤.

<sup>٣</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلداً عضواً في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

<sup>٤</sup> متوسط أسعار النفط لخام برنت المملكة المتحدة وخام دبي وخام غرب تكساس الوسيط.

<sup>٥</sup> للمصنوعات المصدرة من الاقتصادات المتقدمة.

الملحق الإحصائي

الجدول ألف-١٠ موجز أرصدة الحساب الجاري  
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	
١٩٣,٢-	٣٧١,٦-	٣٧١,٣-	٤٦٥,٠-	٣٨٩,٦-	٤٥٤,٥-	٣٩٤,٠-	٢١٣,٨-	٢٢٠,١-	٢١٩,٠-	٢٠٧,٧-	الاقتصادات المتقدمة
٤٧٦,٨-	٣٩٦,٨-	٣٩٣,٢-	٦٧٣,٣-	٧٣١,٢-	٧٨٨,١-	٧٢٩,٠-	٦٢٥,٠-	٥٢٣,٤-	٤٦١,٣-	٣٨٤,٧-	الولايات المتحدة
١٠,٨-	١٣٤,٩-	١٣٣,٨-	٩٥,٥-	٢٠,٤	٣١,٥	٤٠,٩	١١٧,٠	٤٣,٠	٤٧,٨	٦,٦	منطقة اليورو <sup>١</sup>
٧٥,٣	٥٦,٠	٧٦,٤	١٥٧,١	٢١١,٠	١٧٠,٤	١٦٥,٧	١٧٢,١	١٣٦,٢	١١٢,٦	٨٧,٨	اليابان
٢١٩,٢	١٠٤,١	٧٩,٣	١٤٦,٧	١١٠,٢	١٣١,٦	١٢٨,٣	١٢٢,٢	١٢٤,١	٨١,٩	٨٢,٦	اقتصادات أخرى متقدمة <sup>٢</sup>
١٢٩,٩	٨٨,٩	٩١,٠	٧٦,٢	١٠٣,٦	٩٠,٠	٨٠,٢	٨٣,٥	٨١,٠	٥٥,٧	٤٨,٠	للتذكرة
٧٩٨,٨	٣٨٤,٢	٢٦٢,٤	٧١٤,٤	٦٣٣,٤	٦٣٠,٦	٤٤٧,٨	٢٢٦,١	١٥١,٣	٨٣,٢	٤٦,٦	الاقتصادات الآسيوية والصناعية الجديدة
٤٩,٨-	٥٧,٩-	٧٢,٧-	١٢,٢	١٠,٧	٣٤,٠	١٥,٩	٢,٨	٤,٥-	٨,٦-	٠,٩	المجموعات الإقليمية
٦٣,٦-	٥٠,٥-	٥٩,٤-	١٤٢,٢-	١٢٢,١-	٨٢,٥-	٥٤,٧-	٤٨,٦-	٢٩,٠-	١٦,٩-	١٠,٤-	إفريقيا
٢٠,٧-	٢٧,٠	٠,٦	١٠٨,٧	٧٠,٩	٩٦,٢	٨٧,٥	٦٣,٥	٣٥,٧	٣٠,٣	٣٣,٠	أوروبا الوسطى والشرقية
٧٦١,٥	٤٦٩,٠	٤٨١,٣	٤٢٢,٤	٤٠٦,٥	٢٨٢,٤	١٦٢,٣	٨٩,٣	٨٢,٤	٦٤,٨	٣٦,٦	كومونولث الدول المستقلة <sup>٣</sup>
٢٠٥,١	٥٦,٢	١٠,٢-	٣٤١,٦	٢٥٤,١	٢٥٢,٩	٢٠١,٣	٢٩,١	٥٧,٥	٢٩,٩	٤٠,٤	آسيا النامية
٣٣,٦-	٥٩,٧-	٧٧,٣-	٢٨,٣-	١٣,٤	٤٧,٧	٣٥,٥	٢٢,١	٩,٣	١٦,٢-	٥٣,٩-	الشرق الأوسط
٤١,٠-	١٨٤,٦-	٢٠٤,٢-	١٩٦,٥-	١٠٢,٩-	٦٠,٢-	١٢,٨-	٦٥,١	١٧,٨	١٨,٧	٢٥,٣-	للتذكرة
٢٣٨,٩	١٠٧,٣	٢٢,٨-	٥٨٧,٢	٤٠٩,٢	٤٤٦,٨	٣٥١,٠	١٨٦,٢	١٠٤,٤	٥٨,٣	٨١,٦	الاتحاد الأوروبي
٥٦٠,٠	٢٧٦,٩	٢٨٥,٣	١٢٧,٢	٢٢٤,٢	١٨٣,٨	٩٦,٨	٣٩,٩	٤٦,٨	٢٤,٩	٣٥,٠-	المجموعات التحليلية
٩,١-	١٣,٨-	١٢,٨-	٧,٢-	٦,٢	٧,٩	١,٦-	٠,٣	٢,٤-	٢,٨-	٤,١-	حسب مصدر إيرادات التصدير
٢٦٧,٠-	٢٤٦,٨-	٢٥٦,٤-	٣٤١,٩-	٢٠٢,٥-	١١٥,٦-	٩٤,٠-	٥٧,٠-	٢٩,٨-	٣٥,٢-	٧٣,١-	الوقود
٢٦,٣-	٢٦,٦-	٢٣,٧-	٢٨,٢-	١٧,٢-	٦,٦-	٦,٦-	٥,٦-	٧,٧-	٣,٦-	١,٨-	غير الوقود
٤٧,٠-	٤٢,٩-	٤٦,٣-	٤٥,٨-	٢٧,٩-	١٣,٣-	١٠,٥-	٢,٧-	٥,٥	٤,٤	١٣,٤-	منها: منتجات أولية
٦٠٥,٦	١٢,٦	١٠٨,٩-	٢٤٩,٥	٢٤٣,٨	١٧٦,١	٥٣,٧	١٢,٣	٦٨,٨-	١٣٥,٨-	١٦١,١-	حسب مصدر التمويل الخارجي
١,٤	٠,٠	٠,٤-	٠,٦	٠,٧	٠,٦	٠,٢	٠,١	٠,٤-	٠,٨-	١,٠-	بلدان المركز المدين الصافي
٠,٩	٠,٠	٠,٢-	٠,٤	٠,٤	٠,٤	٠,١	٠,٠	٠,٢-	٠,٤-	٠,٥-	بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين
											بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٣-٢٠٠٧
											العالم <sup>١</sup>
											للتذكرة
											كنسبة مئوية من مجموع معاملات الحساب الجاري العالمي
											كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي العالمي

<sup>١</sup> تشمل السهو والخطأ وعدم الاتساق في إحصاءات موازين مدفوعات الحساب الجاري، وكذلك البيانات المستبعدة المتعلقة بالمنظمات الدولية وعدد محدود من البلدان. وهي محسوبة على أساس حاصل رصيد فرادى بلدان منطقة اليورو. راجع «تصنيف البلدان» في مقدمة هذا الملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> في هذا الجدول، تعني «اقتصادات أخرى متقدمة» الاقتصادات المتقدمة ما عدا الولايات المتحدة وبلدان منطقة اليورو واليابان.

<sup>٣</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومونولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الحساب الجاري: الاقتصادات المتقدمة

الجدول ألف-١١ الاقتصادات المتقدمة: رصيد الحساب الجاري  
(% من إجمالي الناتج المحلي)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	
٠,٤-	١,٠-	١,٠-	١,١-	١,٠-	١,٣-	١,١-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٨-	الاقتصادات المتقدمة
٢,٨-	٢,٨-	٢,٨-	٤,٧-	٥,٣-	٦,٠-	٥,٩-	٥,٣-	٤,٨-	٤,٤-	٣,٨-	الولايات المتحدة
٠,١-	١,٢-	١,١-	٠,٧-	٠,٢	٠,٣	٠,٤	١,٢	٠,٥	٠,٧	٠,١	منطقة اليورو <sup>١</sup>
٥,٢	٢,٤	٢,٣	٦,٤	٧,٥	٦,١	٥,١	٤,٧	١,٩	٢,٠	٠,٠	ألمانيا
٠,٦-	٠,٩-	٠,٤-	١,٦-	١,٠-	٠,٦-	٠,٦-	٠,٦	٠,٨	١,٤	١,٩	فرنسا
٣,٠-	٣,١-	٣,٠-	٣,٢-	٢,٤-	٢,٦-	١,٧-	٠,٩-	١,٣-	٠,٨-	٠,١-	إيطاليا
٣,٧-	٤,٤-	٥,٤-	٩,٦-	١٠,١-	٨,٩-	٧,٤-	٥,٣-	٣,٥-	٣,٣-	٣,٩-	إسبانيا
٢,٣	٢,١	٢,٤	٤,٤	٦,١	٨,٢	٧,١	٧,٥	٥,٥	٢,٥	٢,٤	هولندا
١,١-	٣,٠-	٢,٤-	٢,٥-	١,٧	٢,٦	٢,٦	٣,٥	٤,١	٤,٦	٣,٤	بلجيكا
٩,٣-	١٢,٦-	١٣,٥-	١٤,٤-	١٤,١-	١١,١-	٧,٥-	٥,٨-	٦,٦-	٦,٥-	٧,٢-	اليونان
٠,٦	١,٣	١,٣	٢,٩	٣,٢	٢,٤	٢,٠	٢,١	١,٧	٢,٧	٠,٨-	النمسا
٧,١-	٨,٨-	٩,١-	١٢,٠-	٩,٥-	١٠,١-	٩,٥-	٧,٦-	٦,١-	٨,١-	٩,٩-	البرتغال
٢,٢	٠,٦	١,٠	٢,٥	٤,١	٤,٥	٣,٦	٦,٦	٥,٢	٨,٨	٨,٦	فنلندا
١,٤-	١,٨-	٢,٧-	٤,٥-	٥,٤-	٣,٦-	٣,٥-	٠,٦-	٠,٠	١,٠-	٠,٦-	أيرلندا
٢,٨-	٥,٠-	٥,٧-	٦,٣-	٥,٤-	٧,١-	٨,٥-	٧,٨-	٥,٩-	٨,٠-	٨,٣-	الجمهورية السلوفاكية
٥,٢-	٥,٠-	٤,٠-	٥,٩-	٤,٢-	٢,٥-	١,٧-	٢,٧-	٠,٨-	١,١	٠,٢	سلوفينيا
٦,٣	٧,٠	٧,٦	٩,١	٩,٨	١٠,٤	١١,٠	١١,٨	٨,١	١٠,٥	٨,٨	لكسمبرغ
٩,٨-	١٠,١-	١٠,٣-	١٨,٣-	١١,٦-	٧,٥-	٥,٦-	٥,٠-	٢,٢-	٣,٧-	٣,٣-	قبرص
٣,٨-	٥,٢-	٥,١-	٦,٣-	٦,١-	٩,٢-	٨,٧-	٦,٠-	٣,١-	٢,٥	٣,٨-	مالطة
١,٤	١,٢	١,٥	٣,٢	٤,٨	٣,٩	٣,٦	٣,٧	٣,٢	٢,٩	٢,١	اليابان
٠,٧-	١,٥-	٢,٠-	١,٧-	٢,٩-	٣,٤-	٢,٦-	٢,١-	١,٦-	١,٧-	٢,١-	المملكة المتحدة
٠,٩	٠,٧-	٠,٩-	٠,٦	٠,٩	١,٤	١,٩	٢,٣	١,٢	١,٧	٢,٣	كندا
٣,٠	٣,٠	٢,٩	٠,٧-	٠,٦	٠,٦	١,٨	٣,٩	١,٩	٠,٩	١,٦	كوريا
٤,٠-	٥,٣-	٥,٨-	٤,٢-	٦,٣-	٥,٣-	٥,٨-	٦,١-	٥,٣-	٣,٧-	٢,٠-	أستراليا
١٢,٣	١٠,٧	٩,٧	٦,٤	٨,٦	٧,٢	٤,٩	٦,٠	١٠,٠	٨,٩	٦,٥	مقاطعة تايوان الصينية
٨,٧	٧,٤	٦,٩	٨,٣	٨,٦	٨,٦	٧,٠	٦,٧	٧,٢	٥,٠	٤,٣	السويد
١٢,٠	٨,١	٧,٦	٩,١	١٠,١	١٤,٥	١٣,٦	١٢,٩	١٢,٨	٨,٣	٧,٨	سويسرا
٦,٧	٥,٢	٧,٢	١٤,٢	١٢,٣	١٢,١	١١,٤	٩,٥	١٠,٤	٧,٦	٥,٩	منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة
٢,٥-	٣,٠-	٢,٧-	٣,١-	٣,٢-	٢,٦-	١,٣-	٥,٣-	٦,٣-	٥,٧-	٥,٣-	الجمهورية التشيكية
١١,٦	١٢,٦	١١,٠	١٨,٤	١٥,٩	١٧,٢	١٦,٣	١٢,٧	١٢,٣	١٢,٦	١٦,١	النرويج
١٣,٣	١١,٢	١٣,١	١٤,٨	٢٣,٥	٢٥,٤	٢٢,٧	١٨,١	٢٣,٧	١٣,١	١٣,١	سنغافورة
١,٧-	١,١-	١,٢-	٠,٥	٠,٧	٢,٩	٤,٣	٣,١	٣,٤	٢,٥	٣,١	الدانمرك
٠,٢	٠,٣	١,١	١,٢	٢,٨	٥,٦	٣,٠	٢,١	١,١	٠,٨-	١,١-	إسرائيل
٤,٣-	٧,٠-	٧,٨-	٨,٩-	٨,٢-	٨,٧-	٨,٥-	٦,٤-	٤,٣-	٣,٩-	٢,٨-	نيوزيلندا
٣,١	٢,١-	٠,٦	٣٤,٧-	١٥,٤-	٢٥,٣-	١٦,١-	٩,٨-	٤,٨-	١,٦	٤,٣-	آيسلندا
											للتذكيرة
٠,٩-	١,٣-	١,٢-	١,٤-	١,٤-	٢,٠-	١,٨-	١,٤-	١,٥-	١,٥-	١,٤-	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٠,١-	١,١-	١,١-	٠,٧-	٠,٤	٠,١	٠,٢	٠,٨	٠,٣	٠,٧	٠,٤-	منطقة اليورو <sup>٢</sup>
٧,٠	٦,١	٦,٣	٤,٤	٥,٧	٥,٥	٥,٣	٦,٣	٦,٧	٤,٩	٤,٦	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة

<sup>١</sup> محسوبا على أساس حاصل أرصدة فرادى بلدان منطقة اليورو.  
<sup>٢</sup> مصححا لإبلاغ أوجه التفاوت في المعاملات داخل كل منطقة.

الجدول ألف-١٢ الاقتصادات الصاعدة والنامية: حسب البلد: رصيد الحساب الجاري  
(% من إجمالي الناتج المحلي)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	
٣,٠-	٤,٧-	٦,٥-	١,٠	١,٠	٣,٦	١,٩	٥,٤	٥,٨-	١,٩-	٥,٢	إفريقيا
٤,٢	١,٤	١,٧-	٢٣,٢	٢٢,٦	٢٤,٨	٢٠,٦	١٣,١	١٣,٠	٧,٧	١٢,٩	الجزائر
٢,٨	٠,١	٨,١-	٢١,٢	١٥,٩	٢٥,٢	١٦,٨	٣,٥	٥,٢-	١,٣-	١٦,٠-	أنغولا
٦,٥-	٩,٠-	٩,٦-	٨,٣-	٩,٩-	٥,٧-	٥,٥-	٧,٢-	٨,٣-	٨,٤-	٦,٤-	بنن
٣,٦	٤,٨-	٦,٥-	٧,٠	١٤,٣	١٧,٢	١٥,٢	٣,٥	٥,٧	٣,٢	٩,٩	بوتسوانا
٨,٦-	١٠,٧-	١٠,١-	١١,٠-	٨,٣-	٩,٦-	١١,٧-	١٠,٦-	٨,٧-	١٠,٠-	١١,٢-	بوركينافاسو
١٢,٢-	٥,٦-	٧,٤-	١١,١-	١٥,٧-	١٤,٥-	١,٢-	٨,٤-	٤,٦-	٣,٥-	٤,٦-	بوروندي
٣,٠-	٥,١-	٥,٨-	٠,٤	٠,٨	٠,٦	٣,٤-	٣,٤-	١,٨-	٥,١-	٣,٦-	الكاميرون
١٢,٣-	١٤,٣-	١٣,٣-	١٢,٣-	٩,١-	٥,٠-	٣,٤-	١٤,٤-	١١,٢-	١١,٢-	١٠,٧-	الرأس الأخضر
٨,٢-	٨,٦-	٨,٠-	٨,٦-	٦,١-	٣,٠-	٦,٥-	١,٧-	٢,٢-	١,٦-	١,٨-	جمهورية إفريقيا الوسطى
١١,٤-	٥,٥-	١٤,٩-	١١,٤-	١٠,٥-	٩,٠-	٢,٤	١٧,٤-	٤٨,٨-	٩٤,٧-	٣١,٨-	تشاد
٨,٤-	٩,٣-	٨,٥-	٩,٢-	٦,٧-	٦,١-	٧,٢-	٤,٦-	٣,٢-	١,٧-	٣,٠	جزر القمر
١٦,٥-	٢٨,٧-	٢٦,١-	١٥,٤-	١,٥-	٢,١-	١٠,٤-	٢,٤-	١,٠	١,٦-	٤,٠-	جمهورية الكونغو الديمقراطية
١١,٨-	١,٢	١٢,٧-	٦,٨-	٢٥,٩-	٤,٧-	٤,٢	٨,٨	٢٣,٥-	٢,٤-	٧,٠-	جمهورية الكونغو
٣,٤-	١,٦-	١,٦	٢,٤	٠,٧-	٢,٨	٠,٢	١,٦	٢,١	٦,٧	٠,٦-	كوت ديفوار
١٨,٨-	١٦,٦-	١٦,١-	٣٩,٢-	٢٥,٦-	١٤,٧-	٣,٢-	١,٣-	٣,٤	١,٦-	٢,٩-	جيبوتي
٤,١	٢,٩-	٧,٧-	٩,٨	٤,٣	٧,١	٦,٢-	٢١,٦-	٣٣,٣-	٠,٩	٤١,٢-	غينيا الاستوائية
٤,١	٢,٠	١,٠	٢,٧-	٣,٧-	٣,٦-	٠,٣	٠,٧-	٩,٧	٦,٨	٤,٦-	إريتريا
٣,٣-	٥,٨-	٥,٨-	٥,٨-	٤,٥-	٩,١-	٦,٠-	٤,٠-	١,٤-	٤,٧-	٣,٠-	إثيوبيا
١,٥	٣,٦	١,٥	١٧,٣	١٥,٦	١٢,٧	٢٢,٩	١١,٢	٩,٥	٦,٨	١١,٠	غابون
١٧,٤-	١٨,٢-	١٩,٤-	١٧,١-	١٣,٤-	١٤,٦-	٢٠,١-	١٣,٤-	٤,٩-	٢,٨-	٢,٦-	غامبيا
٦,٣-	١٤,٠-	١٠,٩-	١٨,٢-	١١,٧-	٩,٧-	٨,١-	٤,٠-	٠,٦	٠,٥-	٥,٣-	غانا
٤,٢-	٣,٢-	١,٢-	١٠,٣-	٧,٤-	١,٤-	٠,٢	٣,٢-	٠,٤-	٢,٥-	٢,٧-	غينيا
٩,٤-	٥,٦-	٣,٦-	٢,٠-	١٠,١	١١,٣-	٠,٥-	٦,٢	٥,٦-	٥,٣-	١٣,٢-	غينيا-بيساو
٤,٠-	٤,٦-	٣,٦-	٦,٧-	٤,١-	٢,٥-	٠,٨-	٠,١	٠,٢-	٢,٢	٣,١-	كينيا
١٥,١-	٢٢,٢-	١١,٠-	٣,٢-	١٢,٧	٤,٣	٧,٥-	٥,٧-	١٢,٨-	٢٠,٧-	١٣,٢-	ليسوتو
١٤,٢-	٦٢,٧-	٤٣,٢-	٢٦,٣-	٣١,٧-	١٣,٨-	٣٨,٤-	٢١,١-	٢٦,٤-	٥,٩-	١٦,٦-	ليبيريا
٧,٠-	١٥,٦-	١٦,٨-	٢٤,٤-	١٤,٥-	٨,٨-	١٠,٩-	٩,١-	٤,٩-	٦,٠-	١,٣-	مدغشقر
١,٥-	٤,٤-	٣,٧-	٦,٣-	١,٧-	٧,٢-	١١,٧-	١١,٣-	٥,٨-	٨,٦-	٦,٨-	ملاوي
٧,١-	٧,٠-	٦,٧-	٨,٢-	٧,٩-	٤,٢-	٨,٦-	٨,٥-	٦,٣-	٣,١-	١٠,٤-	مالي
٦,٨	١٦,٤-	٩,٠-	١٥,٧-	١١,٤-	١,٣-	٤٧,٢-	٣٤,٦-	١٣,٦-	٣,٠	١١,٧-	موريتانيا
٤,٩-	١٢,١-	١١,٢-	٨,٧-	٨,٠-	٥,٣-	٣,٥-	٠,٨	٢,٤	٥,٧	٣,٢	موريشيوس
٠,٨-	٣,٠-	٢,٥-	٥,٦-	٠,٢	٢,٢	١,٨	١,٧	٣,٢	٣,٧	٤,٣	المغرب
٩,٣-	١٠,٩-	١١,٧-	١٢,٦-	٩,٥-	٩,٢-	١١,٤-	٨,٩-	١٥,٥-	١٨,٨-	١٧,٦-	جمهورية موزامبيق
١,٥	٠,٨-	٠,٧-	٢,٣	٩,٢	١٣,٨	٤,٧	٧,٠	٦,١	٣,٤	١,٧	ناميبيا
٧,٧-	٣٠,٩-	٢٢,٠-	١٢,٦-	٩,٠-	٩,٧-	٨,٩-	٧,٣-	٧,٥-	٩,٧-	٥,١-	النيجر
١,٣-	٣,٥-	٩,٠-	٤,٥	٥,٨	١٣,٥	٦,٩	٦,٠	٥,٧-	١٢,٦-	٤,٧	نيجيريا
٦,٣-	٦,٤-	٦,٦-	٧,٢-	١,٧-	٣,٩-	٢,٣	١,٩	١٢,٤-	١٠,٧-	٦,٠-	رواندا
٣٥,٣-	٣٩,١-	٤٤,٣-	٣٢,٨-	٢٩,٩-	٢٨,٨-	١٠,٣-	١٦,٨-	١٤,٥-	١٧,٠-	٢٢,٧-	سان تومي وبرينسيبي
٩,٩-	١٠,٠-	١١,٩-	١٢,٣-	١١,٨-	٩,٥-	٧,٧-	٦,١-	٦,١-	٥,٦-	٤,٣-	السنغال
٢١,٧-	٢٤,٦-	٢٦,٧-	٣٢,١-	٢٣,٤-	١٣,٩-	١٩,٧-	٦,٠-	٠,٢	١٣,٦-	١٩,٥-	سيشيل
٣,٥-	٤,٦-	٤,٨-	٨,٤-	٣,٨-	٣,٥-	٧,١-	٥,٨-	٤,٨-	٢,٠-	٦,٣-	سيراليون
٦,٨	٦,٠-	٥,٨-	٧,٤-	٧,٣-	٦,٣-	٤,٠-	٣,٢-	١,١-	٠,٨	٠,٢	جنوب إفريقيا
٩,١-	١٠,٠-	١١,٦-	٩,٣-	١٢,٥-	١٥,٢-	١١,١-	٦,٥-	٧,٩-	١٠,٣-	١٢,٧-	السودان
٢,٩-	٧,٧-	٥,٥-	٦,٤-	١,٤-	٧,٤-	٤,١-	٣,١	٦,٨	٤,٨	٤,٣-	سوازيلند
٦,٥-	٨,٨-	٨,٧-	٩,٧-	٩,٠-	٧,٧-	٤,١-	٣,٦-	٤,٢-	٦,٢-	٤,٥-	تنزانيا
٥,٧-	٥,٩-	٦,١-	٦,٦-	٣,٩-	٢,٩-	٧,٨	٣,٠-	٤,٢-	٥,٥-	٩,٣-	توغو
٤,١-	٤,٣-	٢,٩-	٤,٥-	٢,٦-	٢,٠-	١,٠-	٢,٧-	٢,٩-	٣,٦-	٥,١-	تونس
٢,٧-	٦,٥-	٦,٢-	٣,٢-	٣,١-	٣,٤-	١,٤-	٠,١	٤,٧-	٤,٦-	٣,٧-	أوغندا
٣,٠-	٧,٢-	٨,٥-	٧,٤-	٦,٦-	١,٢	٨,٣-	١١,٧-	١٤,٧-	١٣,٨-	١٩,٩-	زامبيا
...	...	...	...	١,٤-	٦,١-	١١,٠-	٨,٣-	٢,٩-	٠,٦-	٠,٣-	زيمبابوي

الحساب الجاري: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-١٢ (تابع)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	
٣,٤-	٣,٥-	٤,١-	٧,٦-	٧,٧-	٦,٥-	٤,٨-	٥,١-	٣,٨-	٢,٧-	١,٩-	أوروبا الوسطى والشرقية
٨,٩-	٧,٤-	١١,٣-	١٣,٥-	٩,١-	٥,٦-	٦,١-	٤,٠-	٥,٠-	٧,٢-	٣,١-	ألبانيا
٨,٢-	٩,٢-	٩,٣-	١٥,٠-	١٢,٧-	٨,٤-	١٨,٠-	١٦,٣-	١٩,٤-	١٧,٨-	١٢,٥-	البوسنة والهرسك
٣,٠-	٣,٦-	١٢,٣-	٢٤,٤-	٢٥,١-	١٨,٤-	١٢,٤-	٦,٦-	٥,٥-	٢,٤-	٥,٦-	بلغاريا
٤,٥-	٤,١-	٦,٥-	٩,٤-	٧,٦-	٦,٧-	٥,٨-	٤,٦-	٥,٤-	٧,٣-	٣,٢-	كرواتيا
٧,٨-	٥,٤-	٦,٥-	٩,٢-	١٨,١-	١٦,٧-	١٠,٠-	١١,٧-	١١,٣-	١٠,٦-	٥,٢-	إستونيا
١,١-	٣,٤-	٣,٩-	٧,٨-	٦,٤-	٧,٥-	٧,٥-	٨,٤-	٧,٩-	٧,٠-	٦,٠-	هنغاريا
٣,٢-	٥,٥-	٦,٧-	١٣,٢-	٢٢,٦-	٢٢,٥-	١٢,٥-	١٢,٨-	٨,٢-	٦,٧-	٧,٥-	لاتفيا
٥,٧-	٥,٣-	٤,٠-	١١,٦-	١٤,٦-	١٠,٧-	٧,١-	٧,٦-	٦,٩-	٥,٢-	٤,٧-	ليتوانيا
٨,٩-	١٢,٦-	١٤,١-	١٣,١-	٧,٢-	٠,٩-	٢,٦-	٨,٤-	٤,١-	٩,٤-	٧,٢-	جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة
١١,٧-	١٦,٧-	٢٣,٢-	٣١,٣-	٢٩,٣-	٢٤,١-	٨,٥-	٧,٢-	٦,٨-	...	...	الجبيل الأسود
٢,٩-	٣,٩-	٤,٥-	٥,٥-	٤,٧-	٢,٧-	١,٢-	٤,٠-	٢,١-	٢,٥-	٢,٨-	بولندا
٦,٣-	٦,٥-	٧,٥-	١٢,٦-	١٣,٩-	١٠,٤-	٨,٩-	٨,٤-	٥,٨-	٣,٣-	٥,٥-	رومانيا
٥,٤-	١١,٣-	١٢,٢-	١٧,٣-	١٥,٣-	١٠,١-	٨,٧-	١٢,١-	٧,٢-	٨,٣-	٢,٥-	صربيا
٢,٥-	١,٦-	١,٢-	٥,٧-	٥,٨-	٦,٠-	٤,٦-	٣,٧-	٢,٥-	٠,٣-	١,٩	تركيا
٠,٧-	١,٥	٠,٠	٥,٠	٤,٢	٧,٤	٨,٧	٨,٢	٦,٢	٦,٥	٨,٠	كومنولث الدول المستقلة <sup>١</sup>
١,٥-	١,٤	٠,٥	٦,١	٥,٩	٩,٥	١١,٠	١٠,١	٨,٢	٨,٤	١١,١	روسيا
١,٩	١,٨	١,٤-	١,٢	١,٣-	٠,٦	١,٣	٢,٢	٠,٢	١,٠	٠,٨-	ما عدا روسيا
٧,٧-	١١,٠-	١١,٥-	١٢,٦-	٦,٤-	١,٨-	١,٠-	٠,٥-	٦,٨-	٦,٢-	٩,٥-	أرمينيا
١١,٩	١٨,٤	١٠,٨	٣٥,٥	٢٨,٨	١٧,٦	١,٣	٢٩,٨-	٢٧,٨-	١٢,٣-	٠,٩-	أذربيجان
٥,٧-	٥,٦-	٨,١-	٨,٤-	٦,٨-	٣,٩-	١,٤	٥,٣-	٢,٤-	٢,٢-	٣,٣-	بيلاروس
١٢,٥-	١٦,٧-	١٦,٤-	٢٢,٦-	١٩,٦-	١٥,١-	١٠,٩-	٦,٧-	٩,٤-	٦,١-	٦,٤-	جورجيا
٤,٤	١,١	٦,٤-	٥,٣	٧,٨-	٢,٥-	١,٨-	٠,٨	٠,٩-	٤,٢-	٥,٤-	كازاخستان
٣,٦-	٨,٤-	٦,٣-	٦,٥-	٠,٢-	٣,١-	٢,٨	٤,٩	١,٧	٤,٠-	١,٥-	جمهورية قيرغيزستان
١٣,٧-	١٦,٦-	١٩,٤-	١٩,٤-	١٧,٠-	١١,٨-	١٠,٣-	٢,٣-	٦,٦-	١,٢-	١,٨-	مولدوفا
١٧,٠	٦,٣-	٦,٥-	٩,٦-	٦,٧	٧,٠	١,٣	١,٣	٧,١-	٨,٦-	١٢,٠-	منغوليا
٣,٤-	٨,٣-	٩,٧-	٨,٨-	١١,٢-	٢,٨-	٢,٧-	٣,٩-	١,٣-	٣,٥-	٤,٩-	طاجيكستان
١٧,٨	٩,٢	١٥,٧	١٩,٦	١٥,٤	١٥,٧	٥,١	٠,٦	٢,٧	٦,٧	١,٧	تركمانستان
٢,٣-	١,٤	٠,٦	٧,٢-	٣,٧-	١,٥-	٢,٩	١٠,٦	٥,٨	٧,٥	٣,٧	أوكرانيا
٥,٦	٦,٨	٧,٧	١٣,٦	٧,٣	٩,١	٧,٧	٧,٢	٥,٨	١,٢	١,٠-	أوزبكستان

الجدول ألف-١٢ (تابع)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	
٦,١	٥,٧	٦,٤	٥,٨	٦,٩	٦,٠	٤,٠	٢,٦	٢,٧	٢,٤	١,٥	آسيا النامية
٥,٨-	٤,٧-	٣,٧-	١,٥-	٠,٩	٤,٩-	٢,٨-	٤,٩-	١٥,٧-	٣,٧-	...	جمهورية أفغانستان الإسلامية
٠,٥-	٠,١-	٠,٩	٠,٩	١,١	١,٢	٠,٠	٠,٣-	٠,٣	٠,٣	٠,٩-	بنغلاديش
٣٢,٢-	٨,٧-	٢,٨	١١,٧	١١,٠	٤,٣-	٣٠,٤-	١٧,٩-	٢٣,٦-	١٥,٨-	٨,٥-	بوتان
٣٨,٦	٣٦,٨	٣٥,٢	٥٠,٦	٥٠,٧	٥٦,٣	٥٢,٨	٤٨,٦	٤٧,٧	٤١,٢	٤٨,٤	بروني دار السلام
٤,٩-	٧,٢-	٧,٥-	١٠,٩-	٢,٧-	٠,٦-	٣,٨-	٢,٢-	٣,٦-	٢,٤-	١,١-	كمبوديا
٩,٤	٩,٣	١٠,٣	١٠,٠	١١,٠	٩,٥	٧,٢	٣,٦	٢,٨	٢,٤	١,٣	الصين
٨,٢-	١٦,١-	٢١,٢-	٢٦,١-	١٧,٣-	٢٤,٧-	١٢,١-	١٢,٩-	٦,٦-	٢,٥	٦,٧-	فجي
٢,٥-	٢,٦-	٢,٥-	٢,٨-	١,٠-	١,١-	١,٣-	٠,١	١,٥	١,٤	٠,٣	الهند
١,٠-	٠,٧-	٠,٤-	٠,١	٢,٤	٣,٠	٠,١	٠,٦	٣,٥	٤,٠	٤,٣	إندونيسيا
١١,٤-	٦,٣-	٣,١-	٠,٩-	١,٠-	٢,٦-	١٩,١-	١١,١-	١٩,٥-	٧,٦	١٦,١	كيريباتي
١٣,٨-	٦,٥-	١١,٧-	١٥,٦-	١٨,٠-	١٠,٥-	١٧,٢-	١٦,٩-	١٢,٤-	٩,٤-	١٠,٧-	جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية
٩,٨	١٠,٧	١٢,٩	١٧,٤	١٥,٤	١٦,٧	١٥,٠	١٢,١	١٢,٠	٨,٠	٧,٩	ماليزيا
١١,٨-	١٧,٢-	١٧,٨-	٥٥,٦-	٤٠,٣-	٣٣,٠-	٣٥,٩-	١٦,٢-	٤,٦-	٥,٦-	٩,٤-	ملديف
٢,٨-	٠,٢	١,٣	٣,٣	٩,٢	٧,١	٣,٧	٢,٤	١,٠-	٠,٢	٢,٤-	ميانمار
٢,٢-	٠,١	٢,٣	٢,٥	٠,٤	٢,٢	٢,٠	٢,٧	٢,٤	٤,٢	٤,٥	نيبال
٣,٩-	٤,٩-	٥,٩-	٨,٤-	٤,٨-	٣,٩-	١,٤-	١,٨	٤,٩	٣,٩	٠,٤	باكستان
٣,١-	٤,٧-	٦,٧-	٢,٨	١,٨	٢,٣	٤,٢	٢,٢	٤,٥	١,٠-	٦,٥	بابوا غينيا الجديدة
٠,١-	١,٦	٢,٣	٢,٥	٤,٩	٤,٥	٢,٠	١,٩	٠,٤	٠,٤-	٢,٤-	الفلبين
٠,٠	٥,٣-	٨,٤-	٩,٤-	٦,١-	٤,٦-	١,٦-	٦,٨-	٩٥,٣-	١,١-	٠,١	ساموا
٢٢,٧-	٠,٣-	٩,٦-	٦,٨-	٢,٨-	٥,٦-	٩,٨-	٢٢,٥	٩,١	٦,٥-	٩,٤-	جزر سليمان
١,٤	٠,٨-	٢,٧-	٩,٤-	٤,٣-	٥,٣-	٢,٥-	٣,١-	٠,٤-	١,٤-	١,١-	سري لانكا
٠,٤-	٠,٢	٠,٦	٠,١-	٥,٧	١,١	٤,٣-	١,٧	٣,٤	٣,٧	٤,٤	تايلند
٥٠,٨-	٤٩,٤	٦٦,٢	٤٠٨,٣	٢٩٦,١	١٦٥,٢	٧٨,٤	٢٠,٧	١٥,٤-	١٥,٩-	١٢,٦-	تيمور-ليشتي
٧,٦-	٨,٧-	٨,٨-	١٠,٤-	١٠,٤-	٩,٧-	٢,٦-	٤,٢	٣,١-	٥,١	٩,٥-	تونغا
٦,٥-	٤,٨-	٥,٣-	٦,٢-	٥,٩-	٤,١-	٧,٤-	٥,٠-	٦,٦-	٥,٤-	٢,٠	فانواتو
٣,٢-	٤,٢-	٤,٨-	٩,٤-	٩,٨-	٠,٣-	١,١-	٣,٥-	٤,٩-	١,٧-	٢,١	فييت نام
٨,٢	٣,٢	٠,٦-	١٨,٨	١٨,٢	٢١,٠	١٩,٧	١١,٧	٨,١	٤,٧	٦,٤	الشرق الأوسط
٩,٦	٣,٦	١,٦	١٠,٦	١٥,٨	١٣,٨	١١,٠	٤,٢	٢,٠	٠,٧-	٢,٨	البحرين
٢,٣-	٤,١-	٣,٠-	٠,٥	١,٤	٠,٨	٣,٢	٤,٣	٢,٤	٠,٧	٥,٠	مصر
٠,٤	٣,٦-	٥,٢-	٥,٢	١١,٩	٩,٢	٨,٨	٠,٩	٠,٦	٣,١	٥,٢	جمهورية إيران الإسلامية
١١,٥	٣,٢	٦,١-	١٩,١	١٥,٥	١٥,٤	٦,١	٣٩,٦-	...	...	...	العراق
٩,٤-	١٠,٦-	١١,٢-	١٢,٧-	١٦,٨-	١٠,٨-	١٧,٤-	٠,٨	١٢,٢	٥,٧	٠,١	الأردن
٤٤,٦	٢٩,٣	٢٥,٨	٤٤,٧	٤٤,٧	٤٩,٨	٤٢,٥	٣٠,٦	١٩,٧	١١,٢	٢٣,٩	الكويت
٧,٩-	١٠,٠-	١٠,٥-	١١,٤-	٧,١-	٥,٦-	١٣,٤-	١٥,٥-	١٣,٢-	١٤,١-	١٩,٣-	لبنان
٢٤,٧	١١,٧	٨,٣	٣٩,٢	٣٢,٨	٤٥,٨	٣٨,٤	٢٢,٣	١٩,٩	٣,٠	١٢,٣	ليبيا
٠,١	٢,١	٠,٢-	٦,١	٥,٩	١٢,١	١٥,٢	٢,٤	٣,٨	٦,٧	٩,٨	عمان
١١,٢	١٨,١	٧,٥	٣٥,٣	٣٠,٩	٢٨,٣	٣٣,٢	٢٢,٤	٢٥,٣	٢١,٩	٢٧,٢	قطر
١١,٥	٤,٥	١,٨-	٢٨,٩	٢٥,١	٢٧,٩	٢٨,٧	٢٠,٨	١٣,١	٦,٣	٥,١	المملكة العربية السعودية
٤,٠-	٤,٤-	٣,١-	٤,٠-	٣,٣-	٢,٨-	٢,٢-	١,٦-	٦,٦-	٥,٤	٨,٣	الجمهورية العربية السورية
٦,٩	١,٠-	٥,٦-	١٥,٨	١٦,١	٢٢,٦	١٨,٠	٩,١	٨,٥	٤,٩	٩,٥	الإمارات العربية المتحدة
١,١-	١,٣-	٢,٣-	٢,٠-	٧,٠-	١,١	٣,٨	١,٦	١,٥	٤,١	٦,٨	اليمن

الحساب الجاري: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-١٢ (تتمة)

٢٠١٤	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	
٠,٧-	١,٦-	٢,٢-	٠,٧-	٠,٤	١,٥	١,٣	١,٠	٠,٥	٠,٩-	٢,٧-	نصف الكرة الغربي
٢٠,٣-	٢٠,٥-	١٨,٦-	١٩,٥-	٣٣,٤-	٣١,٤-	١٢,٣-	٨,٣-	١٢,٩-	١١,٥-	٨,٠-	أنتيغوا وبربودا
٢,٠	١,٨	١,٠	١,٤	١,٦	٢,٣	١,٧	٢,١	٦,٣	٨,٩	١,٤-	الأرجنتين
٩,٩-	١٠,٤-	٩,٥-	١٣,٤-	١٨,٢-	٢٠,٤-	١٠,٠-	٥,٤-	٨,٦-	٧,٨-	١١,٦-	جزر البهاما
٧,٢-	٦,٩-	٧,٢-	٨,٤-	٥,٢-	٨,٤-	١٢,٨-	١٢,٤-	٦,٣-	٦,٨-	٤,٤-	بربادوس
٦,٠-	٦,٢-	٦,٧-	١١,٤-	٤,٠-	٢,١-	١٣,٦-	١٤,٧-	١٨,٢-	١٧,٧-	٢١,٩-	بليز
١,٣-	١,١-	٢,١-	١١,٥	١٣,٢	١١,٣	٦,٥	٣,٨	١,٠	٤,١-	٣,٤-	بوليفيا
١,١-	١,٨-	١,٨-	١,٨-	٠,١	١,٣	١,٦	١,٨	٠,٨	١,٥-	٤,٢-	البرازيل
٣,٢-	٥,٠-	٤,٨-	٢,٠-	٤,٤	٤,٩	١,٢	٢,٢	١,١-	٠,٩-	١,٦-	شيلي
١,٥-	٣,٣-	٣,٩-	٢,٨-	٢,٨	١,٨-	١,٣-	٠,٨-	١,١-	١,٥-	١,٢-	كولومبيا
٥,٢-	٥,٣-	٥,٣-	٨,٩-	٦,٣-	٤,٥-	٤,٩-	٤,٣-	٤,٨-	٤,٩-	٣,٧-	كوستاريكا
٢٠,٧-	٢٤,٩-	٢٥,٢-	٣١,٩-	٢٩,٢-	١٧,٨-	٢٨,٠-	١٦,٥-	١٢,٨-	١٣,٦-	١٨,٤-	دومينيكا
٥,٦-	٦,٩-	٦,٨-	٩,٧-	٥,٠-	٣,٦-	١,٤-	٤,٨	٤,٩	٣,٦-	٣,٠-	الجمهورية الدومينيكية
٢,٠-	٢,٣-	٣,٥-	٢,٤	٢,٣	٣,٩	٠,٨	١,٧-	١,٥-	٤,٨-	٣,٢-	إكوادور
٣,٠-	٣,٩-	٢,٣-	٧,٢-	٥,٥-	٣,٦-	٣,٣-	٤,٠-	٤,٧-	٢,٨-	١,١-	السلفادور
٢٦,٠-	٣٠,٤-	٣٢,٩-	٤٢,٢-	٤١,٩-	٣٣,٤-	٣١,٣-	٩,٠-	٢٥,٣-	٢٦,٦-	١٩,٧-	غرينادا
٤,٠-	٤,٩-	٤,٠-	٤,٨-	٥,٢-	٥,٠-	٤,٥-	٤,٩-	٤,٦-	٦,١-	٦,٥-	غواتيمالا
١١,٤-	١٥,٦-	١٨,١-	٢٠,٨-	١٨,٠-	٢٠,٩-	١٤,٨-	٩,٣-	٨,٦-	١١,٩-	١٥,٠-	غيانا
٠,٧	٢,٨-	٣,٣-	٣,١-	٠,٣-	١,٤-	٢,٦	١,٦-	١,٦-	٠,٩-	٢,٠-	هايتي
٨,٠-	٩,٢-	٨,٠-	١٤,٠-	١٠,٣-	٣,٧-	٣,٠-	٧,٧-	٦,٨-	٣,٦-	٦,٣-	هندوراس
٨,٢-	١٠,٩-	١٢,٥-	١٥,٣-	١٤,٩-	١٠,٢-	٩,٤-	٦,٤-	٧,٥-	١١,٢-	٨,٣-	جامايكا
١,٨-	٢,٢-	٢,٥-	١,٤-	٠,٨-	٠,٥-	٠,٥-	٠,٧-	١,٠-	٢,٠-	٢,٦-	المكسيك
٧,٧-	١٤,٥-	١٥,٥-	٢٣,٢-	١٨,٣-	١٣,٦-	١٤,٦-	١٤,٥-	١٦,٢-	١٧,٧-	١٩,٤-	نيكاراغوا
٧,٠-	١١,٦-	١٠,١-	١٢,٤-	٧,٣-	٣,١-	٤,٩-	٧,٥-	٤,٥-	٠,٨-	١,٥-	بنما
٠,٦	٠,٩-	١,٠-	١,٤-	٠,٧	٠,٥	٠,٣	٢,١	٢,٣	١,٨	٤,٢-	باراغواي
١,٦-	٣,٢-	٣,٣-	٣,٣-	١,٤	٣,٠	١,٤	٠,٠	١,٥-	١,٩-	٢,١-	بيرو
٥,٨	١٩,٤-	١٩,٤-	٢٤,٢-	٢٣,٨-	٢٠,٤-	١٨,٢-	٢٠,١-	٣٤,٨-	٣٩,١-	٣٢,٠-	سانت كيتس ونيفس
٢٢,١-	٢٢,٥-	٢٤,٢-	٢٩,٥-	٣١,٣-	٣٠,٢-	١٧,١-	١٠,٩-	١٤,٧-	١٥,٠-	١٥,٦-	سانت لوسيا
٢٠,٨-	٢٩,٨-	٢٩,٣-	٣٣,٧-	٣٥,١-	٢٤,١-	٢٢,٣-	٢٤,٨-	٢٠,٨-	١١,٥-	١٠,٤-	سانت فنسنت وجزر غرينادين
١,٣	١,٩-	٧,٨-	٠,٢	٢,٩	١,٨	٤,٣-	٢,١-	١٠,٨-	٥,٦-	١٥,٢-	سورينام
٨,٢	١٠,٢	٧,٤	٢٦,٨	٢٤,٨	٣٧,٥	٢٢,٤	١٢,٥	٨,٧	٠,٩	٥,٠	ترينيداد وتوباغو
١,٢-	٢,٤-	١,٧-	٣,٦-	٠,٨-	٢,٣-	٠,٠	٠,٣	٠,٥-	٢,٩	٢,٩-	أوروغواي
٨,٤	٤,١	٠,٤-	١٢,٣	٨,٨	١٤,٧	١٧,٧	١٣,٨	١٤,١	٨,٢	١,٦	فنزويلا

<sup>١</sup> نظرا للاتجاهات الأخيرة، ليست هناك إمكانية للتنبؤ بإجمالي الناتج المحلي الاسمي بدقة، ومن ثم لا يبين الجدول توقعات عام ٢٠٠٨ وما بعده.  
<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف - ١٣ الاقتصادات الصاعدة والنامية: صافي التدفقات الرأسمالية<sup>١</sup>  
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

متوسط											
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩٨	
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>											
٦٠٠-	١٩٠٠٠٠-	١٠٩٠٠٠٠	٦١٧٠٠٠	٢٠٢٠٠٠	٢٢٦٠٠٠	٢٢٢٠٠٠	١٥٤٠٠٠	٥٤٠٠٠	٧٣٠٠٠	٦٤٠٠٠	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>
٣٠٣٠٠	٣١٢٠٠٠	٤٥٩٠٠٠	٣٥٩٠٠٠	٢٤١٠٠٠	٢٤٣٠٠٠	١٨٣٠٠٠	١٦١٠٠٠	١٤٤٠٠٠	١٨٠٠٠٠	١٦٤٠٠٠	الاستثمار المباشر الخاص، صاف
١٩٥٠٠٠	٢٣٤٠٠٠	١٥٥٠٠٠	٣٩٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٨٦٠٠٠	٧٦٠٠٠	٤١٠٠٠	تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية
١١٤٠٠٠	٢٦٨٠٠٠	١٩٤٠٠٠	٢١٩٠٠٠	٦٢٠٠٠	١١٠٠٠	٢٨٠٠٠	٣٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٤١٠٠٠	تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية
٢٨٠٠٠	٥٧٠٠٠	٦٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٥٤٠٠٠	٩٨٠٠٠	٦٤٠٠٠	٤٣٠٠٠	١٤٠٠٠	٢٠٠٠٠	٧٠٠٠	التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>
٥١٢٠٠٠	٢٦٦٠٠٠	٨٦٥٠٠٠	١٢٥٧٠٠٠	٧٥١٠٠٠	٥٨٥٠٠٠	٥٠١٠٠٠	٣٦٠٠٠	١٩١٠٠٠	١٣٢٠٠٠	٨٩٠٠٠	التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>
للتذكيرة											
٤٧٣٠٠٠	٣٥٥٠٠٠	٧٩٣٠٠٠	٧٤١٠٠٠	٧٢٨٠٠٠	٥٣٢٠٠٠	٣١٢٠٠٠	٢٣٣٠٠٠	١٣٨٠٠٠	٩٣٠٠٠	٤١٠٠٠	الحساب الجاري <sup>٥</sup>
<b>إفريقيا</b>											
٤٤٠٠٠	٣٠٠٠٠	٢٤٠٠٠	٣٣٠٠٠	٣٥٠٠٠	٢٦٠٠٠	١٣٠٠٠	٤٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>
٣١٠٠٠	٢٧٠٠٠	٣٢٠٠٠	٣٢٠٠٠	٢٣٠٠٠	٢٣٠٠٠	١٥٠٠٠	١٧٠٠٠	١٤٠٠٠	٢٣٠٠٠	٧٠٠٠٠	الاستثمار المباشر الخاص، صاف
٤٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠	٩٠٠٠٠	١٧٠٠٠	٤٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية
٩٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	١١٠٠٠	١٠٠٠٠	١٤٠٠٠	٧٠٠٠٠	تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية
١٢٠٠٠	١٥٠٠٠	١١٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>
٣٠٠٠٠	٢١٠٠٠	٥٣٠٠٠	٦١٠٠٠	٥٤٠٠٠	٤٣٠٠٠	٣١٠٠٠	١١٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>
للتذكيرة											
١٣٠٠٠	٣٨٠٠٠	١٤٧٠٠٠	١٧٣٠٠٠	١٢٠٠٠٠	٩٩٠٠٠	٦١٠٠٠	٤٢٠٠٠	٢٥٠٠٠	٥٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	أوروبا الوسطى والشرقية
٣٢٠٠٠	٣٠٠٠٠	٦٤٠٠٠	٧٢٠٠٠	٥٨٠٠٠	٣٧٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٣٠٠٠	١٢٠٠٠	١٧٠٠٠	١٥٠٠٠	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>
٤٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	١٣٠٠٠	٧٠٠٠٠	٩٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	٢٥٠٠٠	٩٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	الاستثمار المباشر الخاص، صاف
٢٣٠٠٠	٦٢٠٠٠	٩٦٠٠٠	١٠٨٠٠٠	٥١٠٠٠	٣٦٠٠٠	٦٠٠٠٠	١٩٠٠٠	١٠٠٠٠	١٢٠٠٠	١١٠٠٠	تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية
٩٠٠٠٠	٢٦٠٠٠	٧٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية
٦٠٠٠٠	٣٦٠٠٠	٩٠٠٠٠	٣١٠٠٠	٢٠٠٠٠	٣٦٠٠٠	٨٠٠٠٠	٩٠٠٠٠	١٤٠٠٠	١١٠٠٠	٨٠٠٠٠	التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>
للتذكيرة											
٤٠٠٠٠	١١٩٠٠٠	١٢٧٠٠٠	١٢٧٠٠٠	٥٥٠٠٠	٣٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٩٠٠٠	١٥٠٠٠	٦٠٠٠٠	١٦٠٠٠	كومنولث الدول المستقلة
٢٢٠٠٠	١٧٠٠٠	٤٤٠٠٠	٢٦٠٠٠	٢٠٠٠٠	١١٠٠٠	١٣٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>
٣٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٣٦٠٠٠	١٤٠٠٠	١٢٠٠٠	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	الاستثمار المباشر الخاص، صاف
٦٦٠٠٠	١٣٧٠٠٠	١٣٥٠٠٠	٨٦٠٠٠	٢١٠٠٠	٢٣٠٠٠	١٤٠٠٠	١٤٠٠٠	١٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٧٠٠٠	تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية
٦٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٢٩٠٠٠	١٩٠٠٠	٧٠٠٠٠	٩٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية
٨٠٠٠٠	٩٤٠٠٠	٣٣٠٠٠	١٦٨٠٠٠	١٢٧٠٠٠	٧٧٠٠٠	٥٤٠٠٠	٣٢٠٠٠	١٥٠٠٠	١٤٠٠٠	٤٠٠٠٠	التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>											
٣٥٠٠٠	٤٦٠٠٠	١٢٧٠٠٠	١٦٤٠٠٠	٣١٠٠٠	٨٥٠٠٠	١٤٥٠٠٠	٦٦٠٠٠	٢٣٠٠٠	٢٤٠٠٠	١٣٠٠٠	آسيا الصاعدة
١٣٨٠٠٠	١٦٦٠٠٠	٢٢٢٠٠٠	١٣٨٠٠٠	٩٤٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٦٤٠٠٠	٧٠٠٠٠	٥٢٠٠٠	٥٣٠٠٠	٦٤٠٠٠	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>
٢٠٤٠٠٠	١٩٢٠٠٠	٦٥٠٠٠	١١٠٠٠	١٠٧٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٢٧٠٠٠	الاستثمار المباشر الخاص، صاف
٣٠٠٠٠	١٦٠٠٠	٢٨٠٠٠	١٥٠٠٠	٤٤٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	١٣٠٠٠	٣١٠٠٠	٢١٠٠٠	١٠٥٠٠٠	تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية
٤٠٠٠٠	١١٠٠٠	١٣٠٠٠	٣٦٠٠٠	٢١٠٠٠	٢١٠٠٠	١٣٠٠٠	١٨٠٠٠	٢٦٠٠٠	١٣٠٠٠	٢٠٠٠٠	تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية
٥٦٦٠٠٠	٥١٤٠٠٠	٦٣٤٠٠٠	٦٧٣٠٠٠	٣٧٢٠٠٠	٢٨٨٠٠٠	٣٣٨٠٠٠	٢٢٦٠٠٠	١٥٤٠٠٠	٨٧٠٠٠	٦٧٠٠٠	التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>											
للتذكيرة											
٢٤٠٠٠	٢٩٠٠٠	١٢٠٠٠٠	١١٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٣٠٠٠	١٧٠٠٠	١٠٠٠٠	١٩٠٠٠	٧٠٠٠٠	٠٠٠٠٠	الشرق الأوسط <sup>٥</sup>
١٥٠٠٠	١٧٠٠٠	١١٠٠٠	٤٠٠٠٠	١٤٠٠٠	١٧٠٠٠	١٠٠٠٠	١٧٠٠٠	٩٠٠٠٠	١٢٠٠٠	٦٠٠٠٠	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>
٦٠٠٠٠	١٤٠٠٠	١٢٠٠٠	٣١٠٠٠	٢٥٠٠٠	٣٦٠٠٠	٢١٠٠٠	١٨٠٠٠	١٦٠٠٠	١١٠٠٠	٣٠٠٠٠	الاستثمار المباشر الخاص، صاف
٣٣٠٠٠	٣٢٠٠٠	١٢٠٠٠	٣٨٠٠٠	٣٩٠٠٠	٣٥٠٠٠	٦٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٢٠٠٠	٨٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية
٢٢٠٠٠	٩٠٠٠٠	٧٥٠٠٠	٥٨٠٠٠	٦٧٠٠٠	٢٧٠٠٠	٣٣٠٠٠	٢٤٠٠٠	٨٠٠٠٠	١٢٠٠٠	٥٠٠٠٠	تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية
١٠٠٠٠	٤٦٠٠٠	١٥١٠٠٠	١٩١٠٠٠	١٢٦٠٠٠	١٠٧٠٠٠	٤٦٠٠٠	٣٦٠٠٠	٢٩٠٠٠	١١٠٠٠	٧٠٠٠٠	التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>											
للتذكيرة											
٣٥٠٠٠	١٣٠٠٠	٥٨٠٠٠	١٠٧٠٠٠	١٠٠٠٠	٣٩٠٠٠	١٧٠٠٠	١٩٠٠٠	٥٠٠٠٠	٤٣٠٠٠	٥٨٠٠٠	نصف الكرة الغربي
٦١٠٠٠	٥٨٠٠٠	٨٤٠٠٠	٨٥٠٠٠	٢٩٠٠٠	٥٣٠٠٠	٥٠٠٠٠	٣٨٠٠٠	٥١٠٠٠	٦٩٠٠٠	٦٦٠٠٠	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>
٣٠٠٠٠	٢٤٠٠٠	١١٠٠٠	٤٢٠٠٠	٧٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٣٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٢٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٣٠٠٠	الاستثمار المباشر الخاص، صاف
٢٩٠٠٠	٢١٠٠٠	١٤٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	١٩٠٠٠	١٣٠٠٠	٣٣٠٠٠	٢٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية
٥٠٠٠٠	١١٠٠٠	١١٠٠٠	١٨٠٠٠	١٧٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٧٠٠٠	٢١٠٠٠	٧٠٠٠٠	تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية
١٤٠٠٠	٤٨٠٠٠	٤٩٠٠٠	١٣٢٠٠٠	٥١٠٠٠	٣٣٠٠٠	٢٢٠٠٠	٣٣٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>											
للتذكيرة											
٧٩٠٠٠	١٤٨٠٠٠	٣١٨٠٠٠	٩٣٠٠٠	٩٠٠٠٠	٢٧٠٠٠	١٨٠٠٠	١٣٠٠٠	١٤٠٠٠	٦٠٠٠٠	٢٢٠٠٠	البلدان المصدرة للوقود
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>											
٧٢٠٠٠	٤١٠٠٠	٤٢٧٠٠٠	٥٢٣٠٠٠	٢١١٠٠٠	٢٥٤٠٠٠	٢٤٠٠٠	١٤٠٠٠	٦٨٠٠٠	٧٩٠٠٠	٨٦٠٠٠	بلدان أخرى
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>											

<sup>١</sup> يتألف صافي التدفقات الرأسمالية من صافي الاستثمار المباشر، وصافي استثمار الحافظة، وصافي تدفقات الاستثمار الأخرى طويلة الأجل وقصيرة الأجل، بما في ذلك الاقتراض الرسمي والخاص. ويشمل هذا الجدول منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة، وإسرائيل، وكوريا، وسنغافورة، ومقاطعة تايوان الصينية.  
<sup>٢</sup> نظراً لمحدودية البيانات، قد يشتمل بند «تدفقات رأسمالية خاصة، صافية» على بعض التدفقات الرسمية.  
<sup>٣</sup> لا يشمل المنح ويشتمل على الاستثمارات الخارجية لهيئات الاستثمار الرسمية.  
<sup>٤</sup> تشير علامة «ناقص» إلى زيادة.  
<sup>٥</sup> حاصل رصيد الحساب الجاري، وصافي التدفقات الرأسمالية الخاصة، وصافي التدفقات الرسمية، والتغير في الاحتياطيات يساوي، بالإشارة العكسية، حاصل الحساب الرأسمالي وينود السهو والخطأ.  
<sup>٦</sup> تتألف من بلدان آسيا النامية والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة.  
<sup>٧</sup> تشمل إسرائيل.

التمويل الخارجي: حسب المجموعات الإقليمية

الجدول ألف-١٤ الاقتصادات الصاعدة والنامية: التدفقات الرأسمالية الخاصة<sup>١</sup>  
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

		متوسط									
٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠-١٩٩٨	
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>											
٦,٥-	١٩٠,٣-	١٠٩,٣	٦١٧,٥	٢٠٢,٨	٢٢٦,٨	٢٢٢,٠	١٥٤,٢	٥٤,٠	٧٣,٥	٦٤,٣	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٩٥٧,١	٥٢٤,٥	٧٥٣,٩	٢,١٢٩,٨	١,٣١٤,٤	٨٤١,٩	٦٦٦,٦	٤١٨,٥	١٦٧,١	١٧٠,١	٢٢١,٦	التدفقات الداخلة
٩٦٣,٦-	٧١٥,٠-	٦٤٥,٠-	١,٥١٢,٧-	١,١١١,٩-	٦١٨,٥-	٤٤٦,٨-	٢٦٨,٥-	١١٣,٢-	١٠١,٤-	١١٣,٤-	التدفقات الخارجة
<b>إفريقيا</b>											
٤٤,٧	٣٠,٢	٢٤,٢	٣٣,٤	٣٥,٢	٢٦,٠	١٣,٠	٤,٩	٢,٠	١,٣	٣,٨	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٥٠,٩	٣٣,٨	٤١,٣	٦٢,٧	٧٠,٠	٤٥,٣	٢٥,٧	١٩,٢	١٤,٢	١٤,١	١٥,٠	التدفقات الداخلة
٦,١-	٣,٦-	١٦,٨-	٢٩,١-	٣٤,٦-	١٩,٣-	١٢,٨-	١٤,٢-	١٢,٣-	١٢,٩-	٦,٥-	التدفقات الخارجة
<b>أوروبا الوسطى والشرقية</b>											
١٣,٤	٣٨,٣-	١٤٧,١	١٧٢,٦	١٢٠,٠	٩٩,٩	٦١,٣	٤٢,٣	٢٥,٩	٥,٦	٣٠,٨	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
١٧,٠	٥١,٦-	١٥٥,٥	٢١٧,٢	١٧٤,٣	١١٧,٩	٩٢,٧	٥٣,١	٢٨,٩	١٥,٠	٣٧,٦	التدفقات الداخلة
٣,٦-	١٣,٢	٨,٥-	٤٣,٧-	٥٤,٤-	١٨,٠-	٣١,٣-	١٠,٩-	٣,٠-	٩,٤-	٢,٤-	التدفقات الخارجة
<b>دول الكومنولث المستقلة</b>											
٤٠,٠-	١١٩,٠-	١٢٧,٤-	١٢٧,٢	٥٥,١	٣٠,٤	٢,٦	١٩,٠	١٥,٧	٦,٩	١٦,٣-	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٧٨,٣	٣,٨-	١٥٤,٤	٢٨٣,٧	١٦٠,٥	١١٢,٤	٦٢,٦	٤٥,٩	٢٢,٨	١١,١	١,٨	التدفقات الداخلة
١١٨,٣-	١١٥,٢-	٢٨١,٨-	١٥٦,٥-	١٠٥,٥-	٨٢,٠-	٦٠,٠-	٢٦,٩-	٧,١-	٤,٣-	١,٨-	التدفقات الخارجة
<b>آسيا الصاعدة<sup>٢</sup></b>											
٣٥,٦-	٤٦,٩-	١٢٧,٩	١٦٤,٨	٣١,٨	٨٥,٣	١٤٥,٦	٦٦,٩	٢٣,٩	٢٤,٣	١٣,٤-	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٦٦٢,٤	٤٦٤,٩	٣٢٦,٩	٩٣١,٤	٥٥٨,١	٣٩١,٦	٣٥٥,١	٢١٥,٤	٨٠,٧	٥٧,٧	٥٦,٥	التدفقات الداخلة
٦٩٧,٩-	٥١١,٨-	١٩٩,٣-	٧٦٧,٠-	٥٢٦,٥-	٣٠٨,٥-	٢١١,٦-	١٥٢,٧-	٥٦,٦-	٣٨,٨-	٧١,٣-	التدفقات الخارجة
<b>الشرق الأوسط<sup>٣</sup></b>											
٢٤,١-	٢٩,٥-	١٢٠,٩-	١١,٠	٥٠,٠-	٥٣,٧-	١٧,٧-	١,٤	١٩,٢-	٧,٦-	٠,٥	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٥٤,٥	٦,٨	٦٧,٠-	٤١٣,٧	٢٤٦,٣	٨٤,٣	٦٦,٨	٣١,٠	٩,٥-	٣,٣-	١٨,٣	التدفقات الداخلة
٧٨,٨-	٣٦,٦-	٥٤,١-	٤٠٢,٩-	٢٩٦,٥-	١٣٩,٣-	٨٤,٥-	٢٩,٦-	٩,٨-	٣,٧-	١٧,١-	التدفقات الخارجة
<b>نصف الكرة الغربي</b>											
٣٥,٢	١٣,٣	٥٨,٥	١٠٧,٤	١٠,٨	٣٩,٠	١٧,١	١٩,٧	٥,٧	٤٣,٢	٥٨,٩	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٩٤,١	٧٤,٣	١٤٢,٩	٢٢١,٠	١٠٥,٢	٩٠,٤	٦٣,٨	٥٣,٩	٣٠,١	٧٥,٥	٩٢,٤	التدفقات الداخلة
٥٨,٩-	٦١,٠-	٨٤,٥-	١١٣,٦-	٩٤,٤-	٥١,٤-	٤٦,٧-	٣٤,٢-	٢٤,٣-	٣٢,٤-	١٤,٣-	التدفقات الخارجة

<sup>١</sup> تتألف التدفقات الرأسمالية الخاصة من الاستثمار المباشر، واستثمار الحافظة، وتدفقات الاستثمار الأخرى طويلة الأجل وقصيرة الأجل. ويشمل هذا الجدول منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة، وإسرائيل، وكوريا، وسنغافورة، ومقاطعة تايوان الصينية.  
<sup>٢</sup> تتألف من بلدان آسيا النامية والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة.  
<sup>٣</sup> تشمل إسرائيل.

الجدول ألف-١٥ الاقتصادات الصاعدة والنامية: الاحتياطيات<sup>١</sup>

٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	
بمليارات الدولارات الأمريكية										
٥,٨٩٤,٩	٥,٤٢٥,٤	٥,١٧٩,٨	٤,٣٢٩,٤	٣,٠٥٠,٣	٢,٢٩٤,٧	١,٨٠٥,٢	١,٣٥٦,٤	١,٠٤٠,٠	٨٧٧,١	الاقتصادات الصاعدة والنامية
المجموعات الإقليمية										
إفريقيا										
٣٢٤,٧	٣٢١,١	٣٤٢,٨	٢٨٩,٠	٢٢١,٢	١٦٠,١	١٢٦,١	٩٠,١	٧١,٩	٦٤,٤	جنوب الصحراء
١٤٤,٦	١٤٤,٠	١٦٣,٥	١٤٦,٣	١١٥,٨	٨٢,٩	٦٢,٢	٣٩,٨	٣٥,٩	٣٥,٥	ما عدا نيجيريا وجنوب إفريقيا
٧٤,٥	٧١,٤	٧٧,٥	٦٥,١	٥٠,٢	٣٥,٨	٣١,٨	٢٥,٩	٢٢,٤	١٨,٨	أوروبا الوسطى والشرقية
٢١٦,٠	٢٢٢,٠	٢٥٨,٦	٢٤٨,٩	١٩٦,٣	١٥٧,٩	١٢٩,٢	١١٠,٦	٨٩,٢	٧٢,٨	كومنولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>
٤١٢,٤	٤٢٠,٥	٥١٤,٨	٥٤٧,٩	٣٥٦,١	٢١٤,٤	١٤٨,٨	٩٢,٣	٥٨,١	٤٣,٩	روسيا
٣٢٠,١	٣٣٣,٢	٤٢١,٣	٤٦٦,٧	٢٩٦,٢	١٧٦,٥	١٢١,٥	٧٣,٨	٤٤,٦	٣٣,١	ما عدا روسيا
٩٢,٣	٨٧,٢	٩٣,٤	٨١,٢	٥٩,٨	٣٧,٩	٢٧,٣	١٨,٥	١٣,٥	١٠,٨	آسيا النامية
٣,٧١٨,٦	٣,٢٣٧,٧	٢,٧٤٥,٦	٢,١٢٨,٢	١,٤٨٩,٣	١,١٥٥,٥	٩٣٣,٩	٦٦٩,٧	٤٩٦,٢	٣٧٩,٥	الصين
٣,٠٨٦,٩	٢,٦٥٢,٥	٢,١٣٤,٥	١,٥٣١,٣	١,٠٦٩,٥	٨٢٢,٥	٦١٥,٥	٤٠٩,٢	٢٩٢,٠	٢١٦,٣	الهند
٢٥٧,٠	٢٥٦,٩	٢٧١,٧	٢٦٧,٦	١٧١,٣	١٣٢,٥	١٢٧,٢	٩٩,٥	٦٨,٢	٤٦,٤	ما عدا الصين والهند
٣٧٤,٧	٣٢٨,٣	٣٣٩,٤	٣٢٩,٢	٢٤٨,٤	٢٠٠,٥	١٩١,١	١٦١,١	١٣٦,٠	١١٦,٩	الشرق الأوسط
٧٩٢,٠	٧٧٨,٢	٨٢٣,١	٦٧٠,٤	٤٧٧,٢	٣٥١,٦	٢٤٦,٧	١٩٨,٣	١٦٣,٩	١٥٧,٩	نصف الكرة الغربي
٤٣١,١	٤٤٦,٠	٤٩٤,٩	٤٤٥,١	٣١٠,٣	٢٥٥,٣	٢٢٠,٦	١٩٥,٤	١٦٠,٥	١٥٨,٦	البرازيل
١٥٧,٣	١٦٨,٨	١٩٢,٩	١٧٩,٥	٨٥,٢	٥٣,٣	٥٢,٥	٤٨,٩	٣٧,٥	٣٥,٦	المكسيك
٩٤,٦	٩٤,٦	٩٤,٦	٨٧,١	٧٦,٣	٧٤,١	٦٤,١	٥٩,٠	٥٠,٦	٤٤,٨	
المجموعات التحليلية										
حسب مصدر إيرادات التصدير										
الوقود										
١,٣٠٠,٩	١,٣٠١,٥	١,٤٨٠,٢	١,٣١٦,١	٩١٢,٧	٦٠٦,٢	٤١٦,٦	٢٩٠,٣	٢١٣,٥	١٩٩,٧	غير الوقود
٤,٥٩٤,٠	٤,١٢٤,٠	٣,٦٩٩,٦	٣,٠١٣,٤	٢,١٣٧,٦	١,٦٨٨,٦	١,٣٨٨,٦	١,٠٦٦,١	٨٢٦,٤	٦٧٧,٥	منها: منتجات أولية
٤٨,٠	٤٥,٨	٤٣,٦	٣٣,٣	٣١,٣	٢٥,٩	٢٤,٠	٢٢,٨	٢١,٣	١٩,٤	
حسب مصدر التمويل الخارجي										
بلدان المركز المدين الصافي										
١,٣١٧,٦	١,٣٠٧,٦	١,٤١٠,٠	١,٣١٠,٩	٩٤٣,٣	٧٥٢,٥	٦٧١,٥	٥٧٤,٦	٤٦٦,٦	٤٠٠,٣	منه: تمويل رسمي
٩٢,٤	٨٦,٥	٨٥,٧	٧٨,٩	٥٩,٢	٤٩,٤	٤٧,٢	٤٣,١	٣٦,٨	٣٢,١	
بلدان المركز المدين الصافي حسب										
تجربة خدمة الدين										
١٢٠,٤	١١٥,٧	١٢٠,٥	١١٩,٥	٨٧,٩	٧٢,٥	٥٨,٣	٤٨,٩	٣٩,٨	٣٥,٨	بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٣-٢٠٠٧
مجموعات أخرى										
البلدان الفقيرة المثقلة بالديون										
٤٢,٦	٤٠,١	٤٠,٦	٣٥,٩	٢٧,٠	٢٠,٥	١٩,٦	١٦,٢	١٣,٦	١١,١	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
٩٧٣,٧	٩٥٦,٥	١,٠٠٤,٠	٨١٤,٧	٥٨٤,٦	٤٣٠,٩	٣١٢,١	٢٤٩,٣	٢٠٠,٣	١٨٦,٩	

التمويل الخارجي: الاحتياطيات

الجدول ألف-١٥ (تتمة)

٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١
نسبة الاحتياطيات إلى واردات السلع والخدمات <sup>٢</sup>									
١١٥,٣	١١٠,٦	٨٤,٥	٨٧,٥	٧٥,٥	٦٧,٨	٦٣,٨	٦١,١	٥٥,٧	٥٠,٣
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>									
<b>المجموعات الإقليمية</b>									
إفريقيا									
٧١,١	٧٥,٥	٦٩,٥	٧١,٨	٦٨,٩	٥٧,٨	٥٤,٣	٤٧,٩	٤٦,٩	٤٦,١
جنوب الصحراء									
٤١,٩	٤٤,٩	٤٣,٧	٤٦,٦	٤٥,٨	٣٨,٦	٣٥,٢	٢٧,٦	٣١,١	٣٣,٩
ما عدا نيجيريا وجنوب إفريقيا									
٣٨,٩	٤١,٨	٣٧,٨	٣٩,٥	٣٩,٣	٣١,٧	٣٤,٧	٣٥,٠	٣٦,٦	٣٢,٢
أوروبا الوسطى والشرقية									
٣٤,٦	٣٧,١	٣١,٦	٣٦,٤	٣٦,٣	٣٥,٥	٣٤,٠	٣٨,١	٣٩,٩	٣٦,٩
كومونولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>									
٨٥,٧	٩٣,٣	٨٣,٤	١١٥,٤	١٠١,٢	٧٦,٨	٦٥,٣	٥٢,٥	٤٠,٩	٣٤,٣
روسيا									
١١٥,١	١٢٦,٨	١١٤,٤	١٦٥,١	١٤١,٧	١٠٧,٤	٩٣,٠	٧١,٥	٥٢,٩	٤٤,٦
ما عدا روسيا									
٤٥,٤	٤٦,٤	٣٧,٥	٤٢,٣	٤١,٩	٣٣,٠	٢٨,١	٢٥,٤	٢٣,٣	٢٠,٠
آسيا النامية									
١٩٥,٧	١٧٤,٢	١١٢,٦	١٠٧,٧	٨٩,٤	٨١,٨	٧٩,٥	٧٤,٥	٦٨,١	٥٨,٣
الصين									
٣٥٦,٦	٣٠٢,١	١٦٣,٦	١٤٨,٠	١٢٥,٤	١١٥,٥	١٠١,٥	٩١,١	٨٩,٠	٧٩,٧
الهند									
٧٧,٤	٨٠,٢	٧٩,٣	٩٥,١	٧٥,٥	٧٢,٨	٩٧,٠	١٠٧,١	٩٠,٠	٦٥,٠
ما عدا الصين والهند									
٥٣,٤	٤٩,٧	٤٢,٩	٤٩,٩	٤٢,٤	٣٨,٦	٤٣,٧	٤٥,١	٤١,٨	٣٧,٩
الشرق الأوسط									
١٠٠,٣	١٠٤,١	١٠٦,٧	١١٤,٧	١٠١,٦	٩١,٧	٧٧,٤	٧٧,٩	٧٤,٢	٧٨,٧
نصف الكرة الغربي									
٥٠,١	٥٤,١	٤٩,٨	٥٣,٩	٤٤,٨	٤٣,٥	٤٤,٥	٤٧,٣	٤٠,٣	٣٧,١
البرازيل									
٨٢,٠	٩٣,٥	٨٧,٦	١١٣,٨	٧٠,٧	٥٤,٤	٦٥,٦	٧٦,٨	٦٠,٨	٤٩,٠
المكسيك									
٣٣,٨	٣٤,٨	٢٨,٣	٢٨,٥	٢٧,٤	٣٠,٥	٢٩,٨	٣١,٤	٢٧,٣	٢٤,٢
<b>المجموعات التحليلية</b>									
<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>									
الوقود									
١٠٤,٠	١١٠,٨	١١٠,٢	١٢٦,١	١١٣,٣	٩٢,٧	٧٨,٦	٦٨,٨	٥٩,٤	٦٢,٠
غير الوقود									
١١٨,٩	١١٠,٦	٧٧,٣	٧٧,٢	٦٦,١	٦١,٨	٦٠,٤	٥٩,٣	٥٤,٨	٤٧,٦
منها: منتجات أولية									
٤٢,٠	٤٣,٣	٣٤,٢	٣٢,٨	٣٩,٤	٣٧,١	٤٣,١	٥٠,٨	٥٤,٦	٤٩,٦
<b>حسب مصدر التمويل الخارجي</b>									
بلدان المركز المدين الصافي									
٤٨,٦	٥٠,٦	٤٤,٧	٥٠,٤	٤٣,٩	٤١,٨	٤٤,٨	٤٨,٠	٤٥,٠	٣٩,٦
منه: تمويل رسمي									
٤٤,٢	٤٤,٠	٣٦,٥	٤١,٧	٣٩,٨	٣٩,٧	٤٥,٠	٤٩,٩	٥٠,٧	٤٨,٢
بلدان المركز المدين الصافي حسب									
تجربة خدمة الدين									
بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٣-٢٠٠٧									
٣٦,٩	٣٧,٥	٣٢,٥	٤٠,٧	٣٦,٦	٣٦,٢	٣٦,٢	٣٨,٥	٣٧,٢	٣٠,٣
<b>مجموعات أخرى</b>									
البلدان الفقيرة المثقلة بالديون									
٣٥,٠	٣٥,٢	٣١,٧	٣٤,٤	٣٢,٨	٢٨,٩	٣٣,٠	٣٣,٢	٣١,٦	٢٨,١
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا									
١٠٦,٥	١١٠,٧	١١٠,٨	١١٨,٦	١٠٦,٥	٩٤,٧	٨٢,٠	٨٢,٣	٧٦,٣	٧٨,٢

<sup>١</sup> تم تقييم الحيازات الرسمية من الذهب في هذا الجدول بسعر ٣٥ وحدة حقوق سحب خاصة للأوقية. ويؤدي هذا العرف المتبع إلى تقدير منقوص بصورة واضحة لحجم احتياطيات البلدان التي تمتلك حيازات كبيرة من الذهب.

<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومونولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

<sup>٣</sup> الاحتياطيات في نهاية السنة كنسبة مئوية من واردات السلع والخدمات في السنة المذكورة.

الجدول ألف-١٦ موجز مصادر المدخرات العالمية واستخداماتها  
(% من إجمالي الناتج المحلي)

متوسط ٢٠١٤-٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	متوسطات		
									٢٠٠٢-١٩٩٥	١٩٩٤-١٩٨٧	
٢٤,٤	٢٢,٦	٢٢,٤	٢٤,٢	٢٤,٤	٢٣,٩	٢٢,٨	٢٢,٠	٢٠,٩	٢٢,٠	٢٢,٦	العالم
٢٣,٨	٢٢,٦	٢٢,٦	٢٤,٠	٢٣,٧	٢٣,٢	٢٢,٥	٢٢,٠	٢١,١	٢٢,٢	٢٢,٤	الادخار الاستثمار
١٨,٣	١٧,١	١٧,٤	١٩,٤	٢٠,٥	٢٠,٦	٢٠,١	١٩,٨	١٩,١	٢١,٣	٢٢,٢	الاقتصادات المتقدمة
١٩,١	١٨,٠	١٨,٣	٢٠,٨	٢١,٣	٢١,٤	٢١,٠	٢٠,٥	١٩,٩	٢١,٦	٢٢,٧	الادخار الاستثمار
٠,٨-	١,٠-	٠,٩-	١,٤-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٣-	٠,٥-	صافي الإقراض
٠,٦-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٦-	٠,٥-	٠,٤-	تحويلات جارية
٠,٤	٠,٦	٠,٦	٠,٢	٠,٧	١,٠	٠,٨	٠,٤	٠,١	٠,٢	٠,٤-	دخل عوامل الإنتاج
٠,٦-	٠,٩-	٠,٨-	٠,٩-	٠,٦-	١,١-	٠,٩-	٠,٥-	٠,٣-	٠,١	٠,٢	رصيد الموارد
١٤,٠	١١,٨	١١,٩	١١,٩	١٤,٢	١٥,٥	١٤,٨	١٣,٨	١٣,٣	١٦,٩	١٦,١	الولايات المتحدة
١٧,١	١٤,٦	١٤,٧	١٧,٥	١٨,٨	٢٠,١	٢٠,٠	١٩,٤	١٨,٤	١٩,٦	١٨,٦	الادخار الاستثمار
٣,١-	٢,٨-	٢,٨-	٥,٥-	٤,٦-	٤,٦-	٥,١-	٥,٥-	٥,١-	٢,٧-	٢,٥-	صافي الإقراض
٠,٧-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٤-	تحويلات جارية
٠,٨	١,٤	١,٢	٠,١	١,٣	١,٨	١,٣	٠,٤	٠,١	٠,٤	٠,٥-	دخل عوامل الإنتاج
٣,٣-	٣,٥-	٣,٣-	٤,٨-	٥,١-	٥,٧-	٥,٧-	٥,٢-	٤,٥-	٢,٥-	١,٥-	رصيد الموارد
١٨,٨	١٨,١	١٨,٨	٢١,٦	٢٢,٤	٢٢,٠	٢١,٢	٢١,٦	٢٠,٧	٢١,٤	...	منطقة اليورو
١٩,٤	١٩,١	١٩,٧	٢٢,٢	٢٢,١	٢١,٦	٢٠,٨	٢٠,٤	٢٠,١	٢٠,٨	...	الادخار الاستثمار
٠,٦-	١,٠-	٠,٩-	٠,٦-	٠,٣	٠,٣	٠,٤	١,٢	٠,٦	٠,٦	...	صافي الإقراض
٠,٨-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٩-	١,٠-	١,٠-	٠,٩-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٦-	تحويلات جارية <sup>١</sup>
٠,٧-	٠,٦-	٠,٥-	٠,٥-	٠,٤-	٠,١	٠,٢-	٠,٢-	٠,٧-	٠,٤-	٠,٨-	دخل عوامل الإنتاج <sup>١</sup>
٠,٩	٠,٤	٠,٤	٠,٧	١,٦	١,٢	١,٦	٢,٢	٢,١	١,٧	٠,٩	رصيد الموارد
١٩,٧	١٨,٤	١٩,٥	٢٥,٧	٢٥,٨	٢٣,٨	٢٢,٠	٢١,٨	١٩,٣	٢٠,٣	٢٣,٤	ألمانيا
١٥,٧	١٦,٠	١٧,٢	١٩,٣	١٨,٣	١٧,٦	١٦,٩	١٧,١	١٧,٤	٢٠,٨	٢٣,٧	الادخار الاستثمار
٤,٠	٢,٤	٢,٣	٦,٤	٧,٥	٦,١	٥,١	٤,٧	١,٩	٠,٥-	٠,٣-	صافي الإقراض
١,٢-	١,٣-	١,٣-	١,٣-	١,٣-	١,٢-	١,٣-	١,٣-	١,٣-	١,٤-	١,٦-	تحويلات جارية
١,٣	١,٠	١,١	٢,٠	١,٧	١,٦	١,١	٠,٩	٠,٧-	٠,٤-	٠,٩-	دخل عوامل الإنتاج
٤,٠	٢,٧	٢,٦	٥,٨	٧,١	٥,٧	٥,٣	٥,٠	٣,٩	١,٢	٢,٢	رصيد الموارد
٢٠,٠	١٩,٦	٢٠,٤	٢٠,٨	٢١,٠	٢٠,٥	١٩,٧	٢٠,٢	٢٠,٠	٢٠,٩	٢٠,٣	فرنسا
٢١,٥	٢٠,٣	١٩,٩	٢٢,٣	٢٢,١	٢١,١	٢٠,٣	١٩,٦	١٨,٩	١٨,٩	٢٠,٥	الادخار الاستثمار
١,٥-	٠,٧-	٠,٤	١,٦-	١,٠-	٠,٦-	٠,٦-	٠,٦	١,٢	٢,٠	٠,٣-	صافي الإقراض
٠,٥-	٠,٥-	٠,٥-	٠,٥-	١,٢-	١,٢-	١,٣-	١,١-	١,١-	٠,٩-	٠,٦-	تحويلات جارية
٠,٨	١,٦	٢,١	١,١	١,٥	١,٦	١,٢	١,١	١,٢	٠,٨	٠,٥-	دخل عوامل الإنتاج
١,٧-	١,٧-	١,٢-	٢,٢-	١,٤-	١,٠-	٠,٥-	٠,٦	١,١	٢,١	٠,٩	رصيد الموارد
١٥,٠	١٥,١	١٥,٧	١٨,٠	١٩,٤	١٩,٠	١٩,٠	١٩,٩	١٩,٤	٢١,٢	٢٠,٢	إيطاليا
١٨,١	١٨,٢	١٨,٨	٢١,٢	٢١,٨	٢١,٦	٢٠,٧	٢٠,٨	٢٠,٧	٢٠,١	٢١,٣	الادخار الاستثمار
٣,٢-	٣,١-	٣,٠-	٣,٢-	٢,٤-	٢,٦-	١,٧-	٠,٩-	١,٣-	١,١	١,١-	صافي الإقراض
٠,٨-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٥-	٠,٥-	٠,٤-	تحويلات جارية
١,٦-	١,٧-	١,٨-	١,٩-	١,٣-	٠,٩-	١,٠-	١,١-	١,٣-	١,١-	١,٦-	دخل عوامل الإنتاج
٠,٨-	٠,٦-	٠,٥-	٠,٥-	٠,٣-	٠,٨-	٠,٠	٠,٧	٠,٦	٢,٧	٠,٩	رصيد الموارد
٢٣,٨	٢٣,٢	٢٣,٥	٢٦,٧	٢٨,٩	٢٧,٧	٢٧,٢	٢٦,٨	٢٦,١	٢٨,٦	٢٣,٥	اليابان
٢٢,١	٢٢,٠	٢٢,٠	٢٣,٥	٢٤,١	٢٣,٨	٢٣,٦	٢٣,٠	٢٢,٨	٢٦,٣	٢٠,٩	الادخار الاستثمار
١,٧	١,٢	١,٥	٣,١	٤,٨	٣,٩	٣,٦	٣,٧	٣,٢	٢,٤	٢,٥	صافي الإقراض
٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٣-	٠,٣-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	تحويلات جارية
٢,٧	٢,٦	٢,٥	٣,١	٣,١	٢,٧	٢,٣	١,٩	١,٧	١,٣	٠,٨	دخل عوامل الإنتاج
٠,٩-	١,٢-	٠,٨-	٠,٤	١,٩	١,٤	١,٥	٢,٠	١,٧	١,٢	١,٩	رصيد الموارد
١٣,٧	١٢,٤	١٢,١	١٥,١	١٥,٣	١٤,٢	١٤,٧	١٥,٠	١٥,١	١٦,١	١٦,٠	المملكة المتحدة
١٤,٦	١٣,٩	١٤,١	١٦,٨	١٨,٢	١٧,٦	١٧,٣	١٧,١	١٦,٧	١٧,٥	١٨,٦	الادخار الاستثمار
٠,٩-	١,٥-	٢,٠-	١,٧-	٢,٩-	٣,٤-	٢,٦-	٢,١-	١,٦-	١,٤-	٢,٧-	صافي الإقراض
١,١-	١,١-	١,٠-	١,٠-	١,٠-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٨-	٠,٧-	تحويلات جارية
١,٢	١,١	١,١	٢,٣	١,٥	٠,٨	١,٧	١,٥	١,٥	٠,٥	٠,٤-	دخل عوامل الإنتاج
١,١-	١,٥-	٢,١-	٣,٠-	٣,٤-	٣,٣-	٣,٤-	٢,٧-	٢,٣-	١,١-	١,٦-	رصيد الموارد
٢٢,٦	٢١,٦	٢١,٦	٢٣,٧	٢٤,١	٢٤,٣	٢٣,٩	٢٣,٠	٢١,٢	٢٠,٤	١٦,٩	كندا
٢٢,٣	٢٢,٣	٢٢,٥	٢٣,٠	٢٣,٣	٢٢,٩	٢٢,٠	٢٠,٧	٢٠,٠	١٩,٦	٢٠,٣	الادخار الاستثمار
٠,٣	٠,٧-	٠,٩-	٠,٦	٠,٩	١,٤	١,٩	٢,٣	١,٢	٠,٨	٣,٤-	صافي الإقراض
٠,١	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,١-	٠,١-	٠,١-	٠,١-	٠,٠	٠,١	٠,٢-	تحويلات جارية
٠,٨-	٠,٧-	٠,٥-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	١,٦-	١,٩-	٢,٥-	٣,١-	٣,٥-	دخل عوامل الإنتاج
١,٠	٠,٠	٠,٤-	١,٥	١,٩	٢,٤	٣,٧	٤,٢	٣,٧	٣,٨	٠,٢	رصيد الموارد

متوسط ٢٠١٤-٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسطات								
			٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢-١٩٩٥	١٩٩٤-١٩٨٧	
<b>الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة</b>											
٢٩,٩	٢٨,٦	٢٩,١	٣١,٩	٣١,٨	٣١,٦	٣١,٤	٣٢,٦	٣١,٥	٣١,٩	٣٤,٩	الإدخار
٢٣,٣	٢٢,٦	٢٢,٨	٢٧,٤	٢٦,٠	٢٦,١	٢٥,٩	٢٦,٤	٢٤,٨	٣٠,٠	٢٧,٤	الاستثمار
٦,٦	٦,٠	٦,٣	٤,٥	٥,٨	٥,٥	٥,٥	٦,٢	٦,٦	٢,٠	٧,٥	صافي الإقراض
٠,٦-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٠	تحويلات جارية
٠,٩	٠,١	٠,٢	١,٣	٠,٤	٠,٥	٠,٣	٠,٦	٠,٨	٠,٩-	٤,١	دخل عوامل الإنتاج
٦,٤	٦,٥	٦,٨	٣,٧	٦,١	٥,٧	٥,٩	٦,٤	٦,٥	٣,٣	٣,٤	رصيد الموارد
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>											
٣٥,٦	٣٤,٢	٣٣,٧	٣٥,١	٣٤,٢	٣٣,٣	٣١,٦	٢٩,٨	٢٨,٠	٢٤,٥	٢٤,٢	الإدخار
٣٢,٥	٣٢,١	٣٢,٢	٣١,٣	٣٠,١	٢٨,٣	٢٧,٣	٢٧,٢	٢٥,٩	٢٤,٩	٢٥,١	الاستثمار
٣,٠	٢,١	١,٦	٣,٩	٤,١	٥,٠	٤,٣	٢,٦	٢,١	٠,٤-	١,٩-	صافي الإقراض
١,٢	١,٣	١,٤	١,٤	١,٥	١,٦	١,٦	١,٥	١,٦	١,٠	٠,٥	تحويلات جارية
٠,٣-	١,٣-	١,٣-	١,٥-	١,٥-	١,٦-	١,٨-	٢,٠-	١,٩-	١,٧-	١,١-	دخل عوامل الإنتاج
٢,١	٢,١	١,٥	٤,٠	٤,١	٥,١	٤,٤	٣,٠	٢,٤	٠,٤	٠,٨-	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٦,٢	٥,٠	٣,٥	٧,٤	١٣,٦	١١,١	٩,٠	٦,٨	٥,٧	٣,٦	١,٤	اقتناء الأصول الأجنبية
٣,٣	٢,٦	١,٥	٤,٦	٧,٩	٥,٦	٥,٠	٤,٧	٣,٨	١,٢	٠,٥	التغير في الاحتياطيات
<b>المجموعات الإقليمية</b>											
<b>إفريقيا</b>											
٢٣,٢	٢١,٦	٢٠,٠	٢٦,٠	٢٥,٧	٢٦,٧	٢٤,١	٢٢,٧	٢١,١	١٨,٨	١٨,٢	الإدخار
٢٦,٦	٢٦,٣	٢٦,٥	٢٤,٩	٢٤,٨	٢٣,٢	٢٢,٢	٢٢,٦	٢١,٦	٢٠,٣	١٩,٦	الاستثمار
٣,٥-	٤,٧-	٦,٥-	١,٢	١,٠	٣,٥	١,٨	٠,١	٠,٥-	١,٥-	١,٤-	صافي الإقراض
٢,٥	٢,٦	٣,٠	٢,٨	٢,٩	٢,٨	٣,٠	٣,١	٣,١	٢,٦	٢,٥	تحويلات جارية
٣,٢-	٣,٢-	٣,٧-	٤,٩-	٤,٩-	٤,٣-	٥,٣-	٥,١-	٤,٤-	٤,١-	٣,٧-	دخل عوامل الإنتاج
٢,٨-	٤,٢-	٥,٧-	٣,٣	٣,٠	٥,٠	٤,١	٢,١	٠,٨	٠,٠	٠,٣-	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٢,٣	٠,٣	٢,٠-	٤,٦	٦,٩	٧,٧	٥,٨	٤,٥	٣,٤	٢,٨	٠,١	اقتناء الأصول الأجنبية
١,٨	٠,٣	١,٩-	٤,٢	٥,٦	٥,٧	٥,٢	٤,٤	٢,٠	١,٤	٠,٤	التغير في الاحتياطيات
<b>أوروبا الوسطى والشرقية</b>											
٢١,٨	١٩,٦	١٨,٩	١٧,٨	١٧,٤	١٧,٢	١٦,٧	١٦,٦	١٦,٣	١٨,٧	٢٣,٠	الإدخار
٢٤,٧	٢٢,٦	٢٢,٥	٢٥,١	٢٥,٠	٢٣,٥	٢١,٥	٢١,٦	٢٠,١	٢١,٦	٢٥,٠	الاستثمار
٢,٨-	٣,٠-	٣,٦-	٧,٣-	٧,٦-	٦,٣-	٤,٨-	٥,٠-	٣,٨-	٢,٩-	٢,٠-	صافي الإقراض
١,٧	١,٦	١,٤	١,٣	١,٥	١,٦	١,٤	١,٥	١,٧	١,٨	١,٧	تحويلات جارية
٣,٠-	٣,٢-	٣,٣-	٢,٦-	٢,٩-	٢,٤-	٢,١-	٢,٥-	٢,١-	١,٢-	٢,٦-	دخل عوامل الإنتاج
١,٥-	١,٤-	١,٧-	٦,٠-	٦,٢-	٥,٦-	٤,١-	٤,٠-	٣,٤-	٣,٤-	١,١-	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٢,١	٠,٧-	٤,٩-	١,٣	٥,٢	٥,٧	٥,١	٤,١	٢,٥	٢,٠	٠,٩	اقتناء الأصول الأجنبية
١,١	٠,٤-	٢,٥-	٠,٥	٢,٠	١,٦	٣,٢	٠,٩	١,٢	١,٩	٠,٦-	التغير في الاحتياطيات
<b>كومنولث الدول المستقلة<sup>أ</sup></b>											
٢٤,٢	٢٤,٩	٢٤,٧	٣٠,٨	٢٩,١	٢٩,٧	٢٩,٨	٢٩,٧	٢٧,٤	٢٤,٩	...	الإدخار
٢٤,١	٢٣,٦	٢٤,٨	٢٥,٨	٢٥,١	٢٢,٥	٢١,١	٢١,٤	٢١,٢	٢٠,٤	...	الاستثمار
٠,١	١,٣	٠,١-	٥,٠	٤,٠	٧,٢	٨,٦	٨,٢	٦,٢	٤,٥	...	صافي الإقراض
٠,٥	٠,٧	٠,٨	٠,٥	٠,٣	٠,٤	٠,٥	٠,٥	٠,٦	٠,٥	...	تحويلات جارية
٢,٥-	٣,٥-	٢,٨-	٣,٥-	٣,١-	٣,٦-	٢,٨-	٢,٢-	٢,٨-	٢,٠-	...	دخل عوامل الإنتاج
٢,١	٤,١	١,٩	٨,٠	٦,٨	١٠,٣	١٠,٩	٩,٩	٨,٤	٦,٠	...	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٤,٣	٣,٣	٢,٦-	٩,٦	١٧,٣	١٦,١	١٥,٣	١٣,٩	١١,٥	٥,٤	...	اقتناء الأصول الأجنبية
١,٠	٠,٥-	٦,٠-	١,٥-	٩,٩	٩,٨	٧,٧	٧,١	٥,٧	١,٦	...	التغير في الاحتياطيات

الجدول ألف-١٦ (تابع)

متوسط ٢٠١٤-٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسطات								
			٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢-١٩٩٥	١٩٩٤-١٩٨٧	
<b>آسيا النامية</b>											
٤٨,٤	٤٧,٩	٤٨,٣	٤٧,٨	٤٦,٨	٤٤,٠	٤١,٣	٣٨,٤	٣٦,٥	٣٢,٧	٢٩,٨	الادخار
٤٢,١	٤٢,١	٤٢,٠	٤٢,٠	٣٩,٩	٣٨,٠	٣٧,٢	٣٥,٨	٣٣,٧	٣١,٩	٣٢,١	الاستثمار
٦,٣	٥,٧	٦,٤	٥,٩	٧,٠	٦,٠	٤,١	٢,٦	٢,٨	٠,٨	٢,٣-	صافي الإقراض
١,٥	١,٧	١,٨	٢,٠	٢,١	٢,١	٢,١	٢,٠	٢,١	١,٤	٠,٩	تحويلات جارية
١,١	٠,٣-	٠,٢-	٠,٠	٠,٢-	٠,٤-	٠,٦-	١,٠-	١,١-	١,٤-	١,٧-	دخل عوامل الإنتاج
٣,٧	٤,٣	٤,٨	٣,٩	٥,٠	٤,٣	٢,٦	١,٦	١,٨	٠,٩	١,٥-	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٩,٥	٩,٣	١٠,١	١١,١	١٤,٢	١١,٣	٩,٥	٧,٢	٦,١	٥,٣	٣,٥	اقتناء الأصول الأجنبية
٥,٦	٥,٩	٦,٥	٨,٥	١٠,٧	٦,٨	٥,٩	٧,٤	٥,٥	١,٩	١,٣	التغير في الاحتياطيات
<b>الشرق الأوسط</b>											
٣٣,٧	٣٠,١	٢٧,٥	٤٤,٣	٤٣,٩	٤٣,٩	٤٢,٤	٣٥,٧	٣٢,٣	٢٦,٣	١٨,٣	الادخار
٢٦,٣	٢٦,٩	٢٨,١	٢٥,٤	٢٥,٦	٢٢,٩	٢٢,٧	٢٤,٠	٢٤,٢	٢٢,٦	٢٣,٧	الاستثمار
٧,٤	٣,٢	٠,٦-	١٨,٨	١٨,٢	٢١,٠	١٩,٧	١١,٦	٨,١	٣,٦	٥,٤-	صافي الإقراض
١,٥-	١,٥-	١,٥-	١,٤-	١,٧-	١,٨-	١,٧-	٢,٠-	٢,٢-	٢,٧-	٣,٨-	تحويلات جارية
٣,١	١,٠	١,٠	١,٤	٢,٦	٢,٥	١,٢	٠,٣	٠,٢	٢,٢	٢,٢	دخل عوامل الإنتاج
٥,٨	٣,٧	٠,١-	١٨,٨	١٧,٣	٢٠,٣	٢٠,٣	١٣,٣	١٠,١	٤,١	٣,٨-	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٨,٨	٣,٧	٢,٦-	١٠,٦	٤١,٧	٣٤,١	٢٣,٣	١٤,٥	١١,١	٤,٢	٢,٤	اقتناء الأصول الأجنبية
٣,٨	٠,٨	٢,٨-	٨,٤	١٣,٩	١٠,٤	١٠,٣	٥,٥	٥,٠	١,٣	٠,٠	التغير في الاحتياطيات
<b>نصف الكرة الغربي</b>											
٢١,٢	٢٠,٠	١٩,٦	٢٢,٠	٢٢,٥	٢٢,٢	٢٢,٠	٢٢,٠	١٩,٨	١٧,٩	١٨,٦	الادخار
٢٢,٣	٢١,٨	٢١,٩	٢٢,٨	٢٢,٢	٢١,٧	٢٠,٦	٢٠,٨	١٩,١	٢٠,٧	١٩,٣	الاستثمار
١,١-	١,٨-	٢,٣-	٠,٨-	٠,٣	١,٥	١,٥	١,٢	٠,٧	٢,٨-	٠,٧-	صافي الإقراض
١,٧	١,٦	١,٧	١,٦	١,٨	٢,١	٢,٠	٢,١	٢,٠	١,١	٠,٨	تحويلات جارية
٢,١-	٢,٤-	٢,٥-	٢,٨-	٢,٨-	٣,٢-	٣,٠-	٣,٠-	٣,٠-	٢,٨-	٢,١-	دخل عوامل الإنتاج
٠,٨-	١,٠-	١,٥-	٠,٤	١,٣	٢,٦	٢,٤	٢,١	١,٦	١,٠-	٠,٦	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
١,٢	٠,٧	٠,٢-	٢,١	٥,٨	٣,٠	٣,٠	٢,٧	٣,٣	١,٨	٠,١	اقتناء الأصول الأجنبية
٠,٤	٠,٤-	١,٤-	١,٢	٣,٦	١,٦	١,٣	١,٠	١,٨	٠,٢	٠,٦	التغير في الاحتياطيات
<b>المجموعات التحليلية</b>											
<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>											
<b>الوقود</b>											
٣٠,٢	٢٨,٩	٢٦,٨	٣٨,٧	٣٧,٥	٣٨,٩	٣٨,٢	٣٤,٢	٣١,١	٢٦,٨	٢٦,١	الادخار
٢٥,٩	٢٦,٣	٢٧,٦	٢٥,٥	٢٥,٦	٢٣,٠	٢٢,٣	٢٣,٤	٢٣,٣	٢٢,٥	٢٨,١	الاستثمار
٤,٣	٢,٦	٠,٧-	١٣,٣	١٢,٠	١٦,٠	١٥,٩	١٠,٨	٧,٨	٤,٣	٢,٠-	صافي الإقراض
٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	١,٠-	١,٠-	٠,٩-	١,٢-	١,٤-	١,٩-	١,٩-	تحويلات جارية
٠,٣-	١,٨-	١,٧-	٢,٣-	١,٧-	١,٨-	٢,٢-	٢,٢-	٢,٣-	٠,٩-	٠,٠	دخل عوامل الإنتاج
٥,٤	٥,٣	١,٨	١٦,٥	١٤,٦	١٨,٨	١٩,٠	١٤,٢	١١,٦	٧,١	٠,١-	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٦,٢	٣,١	٣,٢-	١٠,٦	٢٦,٣	٢٣,٧	١٨,٩	١٣,٦	١١,١	٤,٨	١,٣	اقتناء الأصول الأجنبية
٢,٤	٠,٠	٥,٢-	٣,٧	١١,٢	١٠,٥	٩,٣	٧,٠	٥,٢	١,١	٠,٣-	التغير في الاحتياطيات
<b>غير الوقود</b>											
٣٧,١	٣٥,٦	٣٥,٥	٣٤,٠	٣٣,٣	٣١,٧	٢٩,٨	٢٨,٧	٢٧,٣	٢٤,١	٢٣,٣	الادخار
٣٤,٤	٣٣,٦	٣٣,٢	٣٣,١	٣١,٤	٢٩,٨	٢٨,٦	٢٨,٢	٢٦,٥	٢٥,٤	٢٥,١	الاستثمار
٢,٧	٢,٠	٢,٢	١,٠	١,٩	١,٩	١,٢	٠,٦	٠,٨	١,٣-	١,٨-	صافي الإقراض
١,٨	١,٩	٢,٠	٢,٠	٢,٢	٢,٣	٢,٢	٢,٢	٢,٣	١,٥	١,٣	تحويلات جارية
٠,٣-	١,٢-	١,٢-	١,٢-	١,٤-	١,٦-	١,٧-	١,٩-	١,٩-	١,٩-	١,٣-	دخل عوامل الإنتاج
١,١	١,٢	١,٤	٠,١	١,٢	١,٣	٠,٦	٠,٣	٠,٤	٠,٩-	١,٠-	رصيد الموارد
<b>للتذكيرة</b>											
٦,٣	٥,٥	٥,٢	٦,٤	١٠,٠	٧,٥	٦,٤	٥,٢	٤,٥	٣,٣	١,٥	اقتناء الأصول الأجنبية
٣,٦	٣,٣	٣,٢	٤,٨	٧,٠	٤,٢	٣,٩	٤,٢	٣,٥	١,٣	٠,٧	التغير في الاحتياطيات

تدفق الأموال: موجز

الجدول ألف-١٦ (تتمة)

متوسط ٢٠١٤-٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	متوسطات	
									١٩٩٤-١٩٩٥	٢٠٠٢-١٩٩٥
<b>حسب مصدر التمويل الخارجي</b>										
<b>بلدان المركز المدين الصافي</b>										
٢٣,١	٢١,٦	٢١,٥	٢٢,٢	٢٣,٠	٢٢,٧	٢١,٦	٢١,٥	٢٠,٣	١٨,٩	١٩,٩
٢٥,٨	٢٤,٦	٢٤,٧	٢٥,٩	٢٥,٥	٢٤,٤	٢٣,٢	٢٢,٦	٢٠,٩	٢١,٤	٢١,٨
٢,٧-	٣,٠-	٣,٢-	٣,٦-	٢,٥-	١,٦-	١,٦-	١,٢-	٠,٦-	٢,٥-	١,٨-
٢,٨	٢,٨	٢,٨	٢,٧	٢,٨	٢,٩	٢,٨	٢,٨	٢,٩	٢,٠	١,٧
٢,٤-	٢,٥-	٢,٥-	٢,٦-	٢,٦-	٢,٦-	٢,٥-	٢,٦-	٢,٤-	٢,٠-	٢,٠-
٣,١-	٣,٣-	٣,٥-	٣,٨-	٢,٦-	٢,٠-	١,٩-	١,٤-	١,١-	٢,٥-	١,٥-
<b>للتذكرة</b>										
١,٥	٠,١-	١,٦-	١,٢	٦,٠	٤,٢	٣,٠	٣,٠	٣,١	١,٨	٠,٤
٠,٩	٠,١	١,٣-	١,١	٤,١	٢,٣	١,٨	١,٥	٢,٠	٠,٨	٠,٥
<b>التمويل الرسمي</b>										
٢٢,٥	٢٠,٣	٢٠,٤	٢٢,١	٢٣,٠	٢٣,٩	٢٢,٨	٢١,٨	٢٠,٢	١٨,٥	١٤,٤
٢٦,٨	٢٥,٧	٢٥,٥	٢٨,٠	٢٧,٣	٢٥,٥	٢٤,٩	٢٣,٨	٢٣,٤	٢١,٠	١٨,٨
٤,٣-	٥,٤-	٥,٢-	٥,٩-	٤,٣-	١,٦-	٢,١-	٢,٠-	٣,٢-	٢,٤-	٤,٤-
٧,٤	٧,٣	٧,٨	٩,٠	٩,٥	٨,٩	٨,٧	٨,٢	٧,٥	٦,١	٤,٦
١,٨-	١,٩-	١,٦-	١,٨-	١,٧-	١,٧-	٢,٢-	٢,٠-	٢,٠-	١,٤-	٢,٧-
٩,٩-	١٠,٨-	١١,٤-	١٣,٢-	١٢,٠-	٨,٨-	٨,٦-	٨,٢-	٨,٦-	٧,١-	٦,٣-
<b>للتذكرة</b>										
١,٩	٠,٩	٠,٢-	١,٠	٤,٩	٢,١	٢,٣	١,٩	٢,٢	٢,٥	٠,٦
٢,٠	١,٢	٠,٢	١,٥	٤,٨	٢,٥	١,٤	١,٢	٢,٥	١,٣	١,٢
<b>بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين</b>										
<b>بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت</b>										
<b>جدولة ديونها خلال ٢٠٠٣-٢٠٠٧</b>										
١٩,٥	١٨,٤	١٨,٠	١٩,٤	٢٠,٩	٢١,٤	٢٠,٠	١٩,٣	١٩,٢	١٤,٩	١٦,٠
٢٣,٤	٢٢,٧	٢٣,٠	٢٣,٨	٢٣,٨	٢٢,٧	٢١,١	١٩,٥	١٧,٣	١٨,٤	١٩,٣
٣,٩-	٤,٣-	٤,٩-	٤,٤-	٢,٩-	١,٣-	١,٢-	٠,٢-	١,٩	٣,٥-	٣,٢-
٣,٥	٣,٥	٣,٧	٣,٩	٤,٤	٥,٠	٥,٠	٤,٩	٥,١	٢,٨	١,٩
٢,٧-	٣,٣-	٣,٤-	٣,٦-	٣,٦-	٣,٤-	٣,٧-	٤,٢-	٣,٧-	٣,٧-	٢,٧-
٤,٧-	٤,٦-	٥,٣-	٤,٧-	٣,٧-	٢,٨-	٢,٥-	١,٠-	٠,٥	٢,٧-	٢,٤-
<b>للتذكرة</b>										
٠,٧	٠,٨	٠,١-	٠,٨	٤,٩	٢,٩	٢,٣	٣,٠	٤,٤	٢,٣	١,١
٠,٦	٠,٤	٠,٥-	٠,١	٣,٥	١,٩	٢,٦	٢,٠	٢,٣	٠,٢	٠,٢

ملحوظة: تستند التقديرات في هذا الجدول إلى إحصاءات الحسابات القومية وميزان المدفوعات لفرادى البلدان. وتُحسب الأرقام المجمعة للمجموعات القطرية المختلفة على اعتبار أنها حاصلة قيم للدولار الأمريكي في فرادى البلدان ذات الصلة. ويختلف ذلك عن عمليات الحساب في عدد إبريل ٢٠٠٥ والأعداد السابقة من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، حيث كانت الأرقام المجمعة مرجحة بإجمالي الناتج المحلي المقوم بتعديل القوى الشرائية كحصة من مجموع إجمالي الناتج المحلي العالمي. وقد وضعت تقديرات الادخار القومي في بلدان عديدة، على أساس بيانات إجمالي الاستثمار المحلي في الحسابات القومية وبيانات صافي الاستثمار الأجنبي المستمدة من ميزان المدفوعات. ويتألف صافي الاستثمار الأجنبي الذي يعادل رصيد الحساب الجاري من ثلاثة مكونات هي: التحويلات الجارية، وصافي دخل عوامل الإنتاج، ورصيد الموارد. ويشير التنوع في مصادر البيانات، الذي يفرضه مدى توافرها، إلى وجود أوجه تفاوت إحصائي في التقديرات المشتقة للمدخرات القومية. كذلك فإن السهو والخطأ وعدم الاتساق في إحصاءات ميزان المدفوعات، تؤثر جميعها على تقديرات صافي الإقراض. وعلى المستوى العالمي نجد أن صافي الإقراض، الذي يكون صفراً من الناحية النظرية، يساوي التفاوت في الحساب الجاري العالمي. ورغم هذا القصور الإحصائي، فإن تقديرات تدفق الأموال، كتلك الواردة في هذه الجداول، تعتبر إطاراً مفيداً لتحليل تطورات الادخار والاستثمار عبر الفترات الزمنية وفي مختلف المناطق والبلدان.

<sup>١</sup> محسوبا من بيانات فرادى بلدان منطقة اليورو.

<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلداً عضواً في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف-١٧ موجز السيناريو الأساسي العالمي في الأجل المتوسط

متوسط أربع سنوات ٢٠١٤-٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	متوسط أربع سنوات ٢٠١٠-٢٠٠٧			متوسطات ثماني سنوات ٢٠٠٦-١٩٩٩ ١٩٩٨-١٩٩١		
			٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	
التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك								
٤,٧	١,٩	١,٣-	٣,٢	٥,٢	٢,٢	٣,٩	٢,٨	إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي
٢,٨	٠,٠	٣,٨-	٠,٩	٢,٧	٠,١-	٢,٦	٢,٥	الاقتصادات المتقدمة
٦,٦	٤,٠	١,٦	٦,١	٨,٣	٥,٠	٥,٩	٣,٣	الاقتصادات الصاعدة والنامية
للتذكير								
الناتج الممكن								
١,٤	١,١	١,٢	١,٧	٢,١	١,٥	٢,٣	٢,٥	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٦,٤	٠,٦	١١,٠-	٣,٣	٧,٢	٠,٢-	٦,٨	٦,٧	حجم التجارة العالمية <sup>١</sup>
الواردات								
٤,٩	٠,٤	١٢,١-	٠,٤	٤,٧	١,٨-	٦,٢	٦,٢	الاقتصادات المتقدمة
٨,٦	٠,٦	٨,٨-	١٠,٩	١٤,٠	٣,٨	٩,٣	٧,٣	الاقتصادات الصاعدة والنامية
الصادرات								
٥,٨	٠,٥	١٣,٥-	١,٨	٦,١	١,٦-	٥,٧	٦,٥	الاقتصادات المتقدمة
٧,٨	١,٢	٦,٤-	٦,٠	٩,٥	٢,٤	٩,١	٨,٣	الاقتصادات الصاعدة والنامية
معدلات التبادل التجاري								
٠,٢-	٠,٢-	١,٥	٢,٠-	٠,٤	٠,١-	٠,٤-	٠,٢	الاقتصادات المتقدمة
٠,١	٢,٣	٨,٠-	٤,٤	١,٢	٠,١-	٢,٨	١,٥-	الاقتصادات الصاعدة والنامية
الأسعار العالمية بالدولار الأمريكي								
المصنوعات								
٢,٢	١,٧	٨,٩-	٩,٦	٨,٨	٢,٥	٢,٥	٠,٦-	النفط
٤,٦	٢٠,٢	٤٦,٤-	٣٦,٤	١٠,٧	٠,٧-	٢٢,٠	٦,٨-	السلع الأولية غير الوقود
٢,٧	٤,٤	٢٧,٩-	٧,٥	١٤,١	٢,٠-	٥,٠	١,٥-	أسعار المستهلكين
الاقتصادات المتقدمة								
١,٥	٠,٣	٠,٢-	٣,٤	٢,٢	١,٤	٢,٠	٣,٠	الاقتصادات الصاعدة والنامية
٤,٣	٤,٧	٥,٧	٩,٣	٦,٤	٦,٥	٧,٤	٥٤,٥	أسعار الفائدة (%)
سعر لييبور الحقيقي لستة أشهر <sup>٢</sup>								
٣,١	١,٠	٠,٥	٠,٩	٢,٦	١,٣	١,٣	٣,١	سعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل في العالم <sup>٣</sup>
٣,٠	٢,٣	٢,٦	٠,٤	٢,٠	١,٨	٢,٣	٣,٨	
% من إجمالي الناتج المحلي								
أرصدة الحساب الجاري								
٠,٧-	١,٠-	١,٠-	١,١-	١,٠-	١,٠-	٠,٩-	٠,١	الاقتصادات المتقدمة
٣,٠	٢,١	١,٦	٣,٨	٤,١	٢,٩	٢,١	١,٨-	الاقتصادات الصاعدة والنامية
مجموع الدين الخارجي								
٢٣,٦	٢٥,٧	٢٦,٤	٢٤,١	٢٧,٠	٢٥,٨	٣٤,١	٣٥,٩	الاقتصادات الصاعدة والنامية
خدمة الدين								
٤,٤	٤,٥	٥,٠	٤,٨	٥,٢	٤,٩	٦,٣	٤,٩	الاقتصادات الصاعدة والنامية

<sup>١</sup> تشير البيانات إلى تجارة السلع والخدمات.

<sup>٢</sup> سعر الفائدة بين بنوك لندن على الودائع بالدولار الأمريكي ناقص التغير كنسبة مئوية في مخفض إجمالي الناتج المحلي الأمريكي.

<sup>٣</sup> متوسط أسعار السندات الحكومية لعشر سنوات (أو لأقرب أجل استحقاق) مرجحا بإجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة واليابان وألمانيا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة وكندا.