

## ملخص واف

بدأ الاقتصاد العالمي مرحلة من الهبوط الشديد على أثر أخطر صدمة مالية تتعرض لها الأسواق المالية الناضجة منذ ثلاثينات القرن الماضي. فمن المتوقع أن يشهد النمو العالمي تباطؤًا حادًا في عام ٢٠٠٨، وألا يبدأ حدوث انتعاش متواضع إلا في أواخر عام ٢٠٠٩. وقد ارتفع التضخم تحت تأثير طفرة أسعار السلع الأولية، ولكن المتوقع ألا يتجاوز هذا الارتفاع حدودا معتدلة. وتسود الموقف الراهن أجواء من عدم اليقين الشديد، كما تحيط باحتمالاته المتوقعة مخاطر معاكسة كبيرة. ويتمثل التحدي الآني أمام السياسات في تحقيق استقرار الأوضاع المالية، مع العبور بالاقتصادات فترة النشاط المتباطئ ومواصلة السيطرة على التضخم.

### الاقتصاد العالمي تحت وطأة الضغوط

يمر الاقتصاد العالمي بحالة من التباطؤ السريع بعد سنوات سادها النمو القوي (الفصلان الأول والثاني). فهناك صدمة مالية استثنائية تضرب جنبات النشاط العالمي، مصحوبة بأسعار الطاقة وغيرها من السلع الأولية التي لا تزال مرتفعة. وأصبح الكثير من الاقتصادات المتقدمة إما في وضع قريب من الركود أو على وشك الدخول فيه، بينما النمو يواصل الانخفاض في الاقتصادات الصاعدة.

وقد ازداد في الشهور الستة الماضية عمق الأزمة المالية التي بدأت تنفجر في أغسطس ٢٠٠٧ مع انهيار سوق الرهن العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة، ودخلت الأزمة مرحلة جديدة تسودها الاضطرابات في سبتمبر الماضي. ويبدو التأثير ملموسا في جميع أنحاء النظام المالي العالمي، وهو ما تلمسه الأسواق الصاعدة على نحو متزايد. وأدت المخاوف المتنامية بشأن مستوى الملاءة إلى عمليات تصفية عاجلة لمؤسسات مالية أمريكية وأوروبية كبرى وأسفرت عن اهتزاز كبير في الثقة. ولمواجهة هذه التطورات، عمدت السلطات الأمريكية والأوروبية إلى اتخاذ تدابير استثنائية تهدف إلى تحقيق الاستقرار في الأسواق، وهو ما شمل ضخ كميات كبيرة من السيولة، والتدخل العاجل لتسوية أوضاع المؤسسات الضعيفة، وإتاحة التأمين على الودائع، وإصدار تشريع في الولايات المتحدة مؤخرا ينص على استخدام الأموال العامة في شراء الأصول المتعثرة من البنوك. غير أن الموقف لا يزال محاطا بأجواء كثيفة من عدم اليقين حتى وقت صدور هذا التقرير.

وفي نفس الوقت، اقترنت طفرة أسعار الغذاء والوقود المتواصلة منذ عام ٢٠٠٤ بقيود الطاقة الإنتاجية التي تزداد حدة فتسببت في رفع معدلات التضخم حتى بلغ مستويات غير مسبوقة منذ عقد كامل.

وحسب التحليل الوارد في الفصل الثالث من التقرير، حدث تسارع شديد في معدل ارتفاع أسعار المستهلكين في الاقتصادات الصاعدة والنامية على وجه الخصوص، وهو ما يرجع إلى الوزن الكبير المخصص للغذاء في سلال الاستهلاك، والنمو الذي لا يزال بالغ السرعة، والتوقعات التضخمية التي أصبحت أقل ثباتاً من ذي قبل. وجدير بالذكر أن البلدان التي اعتمدت نظم استهداف التضخم تمكنت من تحقيق نتائج إيجابية على وجه العموم. أما في الاقتصادات المتقدمة فقد أسفرت ارتفاعات أسعار النفط عن زيادة التضخم الكلي، وإن كانت ضغوط التضخم الأساسي لا تزال تبدو تحت السيطرة.

ويأتي تدهور أداء الاقتصاد العالمي مؤخراً بعد توسع مستمر بُني على تزايد اندماج الاقتصادات الصاعدة والنامية في الاقتصاد العالمي. غير أن استقرار الأحداث الماضية يشير إلى احتمال أن يكون تراخي السياسات الاقتصادية الكلية والقواعد التنظيمية قد فتحا الطريق أمام الاقتصاد العالمي كي يتجاوز "السرعة المسموح بها" – وربما يكون قد أسهم في تراكم الاختلالات في الأسواق المالية وأسواق المساكن وأسواق السلع. وفي نفس الوقت، أدت عيوب الأسواق، مصحوبة بمواطن القصور في السياسات المتبعة إلى الحيلولة دون قيام الآليات الموازنة بدور فعال والسماح بتراكم الضغوط في الأسواق.

### التعافي لم يلح في الأفق بعد ويرجح أن يكون ظهوره تدريجياً

بالنظر إلى الفترة المقبلة، يرجح أن تظل الأوضاع المالية بالغة الصعوبة، مما يكبل احتمالات النمو العالمي. وتفترض توقعات السيناريو الأساسي أن تتجح الإجراءات التي اتخذتها السلطات الأمريكية والأوروبية في تحقيق استقرار الأوضاع المالية وتجنب مزيد من الأحداث المؤثرة على النظام العالمي. ومع ذلك فمن المرجح أن تظل مستويات مخاطر الطرف المقابل مرتفعة بدرجة استثنائية لبعض الوقت، مما يبطئ تحسن أوضاع السيولة في الأسواق المالية الرئيسية، حتى مع نجاح تنفيذ خطة الولايات المتحدة الرامية إلى إزالة الأصول المتعثرة من الميزانيات العمومية في البنوك. وفضلاً على ذلك، يوجد احتمال كبير بأن تقع خسائر ائتمانية إضافية مع تباطؤ الاقتصاد العالمي. وفي هذه الأجواء، تظل التحديات جسيمة أمام قدرة المؤسسات المالية على تعبئة رؤوس أموال جديدة. وبالتالي، وكما يطرح تقرير *الاستقرار المالي العالمي* للنقاش في عدد أكتوبر ٢٠٠٨، سوف يظل تخفيض نسب الرفع المالي عملية مطولة، مما يعني أن الحدود التي تقيد سرعة إنشاء الائتمان – والنشاط الاقتصادي – سوف تظل قائمة طوال عام ٢٠٠٩.

ومع ذلك، فهناك عدة عوامل يتوقع أن تكون ركيزة لانتعاش تدريجي في أواخر عام ٢٠٠٩:

- من المتوقع أن تستقر أسعار السلع، حتى وإن ثبتت عند مستويات غير مسبوقة في العشرين عاما الماضية. وسوف يبدأ في عام ٢٠٠٩ تراجع آثار معدلات التبادل التجاري غير الموازية التي ترتبت على ارتفاع أسعار النفط في عام ٢٠٠٨ بنسبة تجاوزت ٥٠%، مما يعطي دفعة للاستهلاك في البلدان المستوردة للنفط.

- ويُنتظر أن تصل تطورات قطاع المساكن إلى مستوى القاع في العام القادم، رافعة بذلك العبء الذي فرضته على النمو منذ عام ٢٠٠٦. ويُنتظر أن يؤدي استقرار أسعار المساكن في آخر المطاف إلى الحد من خسائر القطاع المالي المرتبطة بالرهن العقاري، كما يُنتظر أن يؤدي التدخل الذي تم مؤخرا في المؤسستين اللتين ترعاهما الحكومة – وهما "فاني ماي" و "فريدي ماك" – إلى زيادة الائتمان المتوافر للقطاع. وبالرغم من احتمال تأخر دورة أسعار المساكن وما يرتبط بها من تصحيح في الاقتصادات المتقدمة الأخرى، فسوف تتأثر هذه الاقتصادات تأثرا بالغ الحدة بتبعات الأزمة المالية ككل.

- وبالرغم من هدوء الزخم في الاقتصادات الصاعدة، فلا يزال من المتوقع أن تظل مصدرا داعما لسمود الاقتصاد العالمي، استنادا إلى قوة إنتاجيتها وتحسن أطر سياساتها. وبطبيعة الحال، كلما استمرت الأزمة المالية، زاد احتمال تأثر هذه الاقتصادات.

وعلى هذه الخلفية، حدث تخفيض كبير لتوقعات النمو في السيناريو الأساسي مقارنة بما ورد في عدد يوليو ٢٠٠٨ من تقرير *مستجدات الاقتصاد العالمي*. فمن المتوقع حدوث بعض الانخفاض في متوسط النمو العالمي السنوي من ٥% في عام ٢٠٠٧ إلى ٣,٩% في عام ٢٠٠٨ و ٣% في عام ٢٠٠٩ – وهو أبطأ المعدلات المسجلة منذ عام ٢٠٠٢. ويتوقع أن تصل الاقتصادات المتقدمة إلى حالة من الركود أو توشك على الوصول إليها في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ وأوائل ٢٠٠٩، وأن يكون التعافي المنتظر في أواخر عام ٢٠٠٩ تعافيا استثنائيا من حيث التدرج حسب معايير الماضي. وسوف يتباطأ النمو في معظم الاقتصادات الصاعدة والنامية لينخفض عن مستوى الاتجاه العام. وعلى صعيد التضخم، من المتوقع أن يؤدي التباطؤ المتزايد المصحوب باستقرار أسعار السلع الأولية إلى احتواء معدل الارتفاعات السعرية، مما يعود بالتضخم إلى أقل من ٢% في عام ٢٠٠٩ في الاقتصادات المتقدمة. وفي الاقتصادات الصاعدة والنامية، يُنتظر أن ينحسر التضخم بتدرج أكبر، مع استمرار انتقال الزيادات في أسعار السلع الأولية إلى المستهلكين. وتعرض تنبؤات السيناريو الأساسي لكثير من المخاطر التي تهدد تحققها. ويدور أول هذه المخاطر حول اثنين من

المسائل المالية ذات الصلة. فقد يظل الضغط المالي بنفس الشدة وتصبح القيود الائتمانية المترتبة على خفض نسب الرفع المالي أكثر عمقا واستمرارية مما ورد في السيناريو الأساسي. وإضافة إلى ذلك، يمكن أن يصل التدهور في سوق المساكن الأمريكية إلى مستوى أعمق وأطول أمدا مما ورد في التنبؤات، بينما يمكن أن يتسع نطاق الضعف في أسواق المساكن الأوروبية. وقد أصبحت المخاطر التضخمية التي يتعرض لها النمو أكثر توازنا في الوقت الراهن بسبب تراجع أسعار السلع الأولية مع تباطؤ النشاط الاقتصادي. وفي نفس الوقت، لا تزال الانقطاعات المحتملة في تدفقات رؤوس الأموال واحتمالات تزايد الحماية بمثابة مخاطر إضافية تهدد الانتعاش.

ويبحث الفصل الرابع الروابط بين الضغط المالي ونوبات هبوط النشاط الاقتصادي، حيث يقارن التجارب الأخيرة بمثيلاتها السابقة. ويشير التحليل إلى أن الضغط المالي الذي ترجع جذوره إلى القطاع المصرفي يخلف آثارا اقتصادية أسوأ في العادة مقارنة بالضغط الذي ينشأ في أسواق الأسهم أو بسبب أسعار الصرف، وأن التحول نحو الوساطة المالية الأكثر اعتمادا على القواعد التجارية البحتة ربما يكون قد دعم هذا التأثير. ويبدو أن الظروف المبدئية تؤثر على النتائج. ومن ثم فإن الميزانيات العمومية السليمة نسبيا لدى الشركات غير المالية في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية في بداية مرحلة الهبوط الراهنة تسهم في دعم القدرة على تحمل الصدمات، ولكنها ستعرض للخطر في حالة استمرار الضغط المالي.

ويطرح الفصل السادس بعض المخاوف المتعلقة ببلدان العجز الكبير في الحسابات الجارية. وربما تكون لهذه المخاوف أهمية خاصة، حيث يسفر تخفيض نسب الرفع المالي عالميا عن تقليص التمويل الخارجي المتاح للاقتصادات الصاعدة. ويسعى هذا الفصل إلى تفسير أوجه الاختلاف الكبير في سلوك الحسابات الجارية عبر بلدان العالم الصاعدة، ويربط حالات العجز الكبير في بلدان أوروبا الصاعدة بتحرير الحساب الرأسمالي، والإصلاح المالي، والفرص التي أوجدها التقارب الاقتصادي الأوروبي. غير أن حالات العجز الكبير والمستمر يمكن أن تنتهي بشكل مفاجئ، وهي مخاطر تعمل على تعزيزها نظم أسعار الصرف الجامدة. والواقع أن تأثير اضطرابات الأسواق المالية كان أشد وطأة في الاقتصادات ذات العجز الكبير في حساباتها الجارية مقارنة بالتأثير الذي وقع على البلدان ذات العجز المحدود أو التي تحقق فوائض.

### صانعو السياسات بين شقي الرحي

يواجه صانعو السياسات اليوم في جميع أنحاء العالم مهمة جسيمة تتمثل في تحقيق أوضاع مالية مستقرة مع العبور باقتصاداتهم سالمة من فترة النمو المتباطئ واحتواء التضخم. وتكتسب الجهود متعددة

الأطراف أهمية خاصة في الظروف الراهنة، بما في ذلك ما يتخذ من مبادرات على صعيد السياسات لمعالجة الاضطرابات المالية، وتخفيف درجة الضيق التي بلغت أسواق السلع، ومساندة الاقتصادات ذات الدخل المنخفض التي تنوء بعبء فواتير الواردات الغذائية الباهظة.

وتعمل السلطات القطرية بنشاط على اتباع سياسات تستهدف استقرار الأوضاع المالية. وسوف يتطلب تحقيق هذه المهمة الجسيمة استجابات شاملة تكفل معالجة المشكلات النظامية – أي التعامل مع الأصول المتعثرة، وتشجيع إعادة بناء رؤوس الأموال المصرفية، واستعادة السيولة في أسواق التمويل، مع الاهتمام بمصالح دافعي الضرائب ومراعاة اعتبارات الخطر الأخلاقي. وينبغي ضمان التنسيق الدولي بين المناهج القومية حتى يتسنى حل المشكلات المشتركة وتجنب إنشاء حوافز معاكسة عبر الحدود.

ومن المنتظر أن تسهم مبادرة الولايات المتحدة بشراء الأصول المرتبطة بالعقارات في تحقيق خفض تدريجي للضغوط الواقعة على البنوك من جراء الأصول المتعثرة، ومن ثم تشجيع عودة مصادر التمويل المستقرة واسترجاع الثقة. غير أن المرجح أيضا أن تكون هناك حاجة للأموال العامة كي تساعد البنوك على إعادة بناء قواعدها الرأسمالية. ففي أوروبا الغربية، تتطلب استعادة الثقة حاليا التزاما صارما بالعمل المتضافر والمنسق حتى يتيسر إثبات الأصول المتعثرة في حينه وإعادة رسملة البنوك. ومن المهام الأساسية وضع اتفاقيات تعاونية تتوافق مع نطاق واسع من الظروف المختلفة، بما في ذلك القضاء على الضغوط في المؤسسات الكبرى العابرة للحدود وضمان الاتساق في المناهج القائمة على التوسع في تأمين الودائع.

وينبغي أن تهدف السياسات الاقتصادية الكلية في الاقتصادات المتقدمة إلى دعم النشاط الاقتصادي، ومن ثم المساهمة في الخروج من حلقة الآثار المرتدة السلبية فيما بين أوضاع الاقتصاد الحقيقي والمالي، مع تجنب إغفال المخاطر التضخمية.

- ومما يساعد على احتواء التضخم سرعة تباطؤ النشاط والانتعاش المستمر في فجوة الناتج. وهناك مساحة لتخفيف القيود النقدية متاحة بالفعل في بعض الحالات، لا سيما في منطقة اليورو والمملكة المتحدة حيث أسعار الفائدة قصيرة الأجل شديدة الارتفاع، وذلك على أثر تراجع الضغوط التضخمية وتدهور آفاق الاقتصاد.

- وفيما يتصل بسياسة المالية العامة، تؤدي أدوات الضبط التلقائي دورا مفيدا في الوقاية من الصدمات التي تصيب النشاط الاقتصادي، وينبغي أن يُترك لها المجال كي تعمل بحرية، شريطة ألا تتعارض

مسارات التصحيح مع الحفاظ على استمرارية الأوضاع على المدى الطويل. ويمكن أن يكون إعطاء دفعة مالية تنشيطية على أساس استنسابي عاملاً داعماً للنمو إذا ما تحققت المخاطر الأكثر سلبية، شريطة أن تأتي هذه الدفعة في الوقت المناسب وتكون دقيقة التوجه صوب الهدف وألا تؤثر على استمرارية أوضاع المالية العامة. وفي الظروف الحالية، ينبغي تركيز الحيز المالي المتاح على دعم جهود الاستقرار في القطاع المالي وقطاع الإسكان حسب مقتضى الحال، بدلاً من استخدامه في إعطاء دفعة تنشيطية شاملة. وفي الوقت المناسب، سوف تنشأ الحاجة إلى موازنة التعديلات التي أدخلت على سياسات المالية العامة حمايةً لأهداف ضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط.

وتتباين أولويات السياسة الاقتصادية الكلية تبايناً كبيراً عبر الاقتصادات الصاعدة والنامية، حيث يقوم صانعو السياسات بموازنة النمو والمخاطر التضخمية.

- هناك تحول في ميزان المخاطر بالنسبة لعدد متزايد من الاقتصادات حيث أصبح باعنا على القلق من تباطؤ النشاط في ظل تدهور الأوضاع الخارجية وبدء التراجع في معدل التضخم الكلي. ويبرر هذا التحول إيقاف دورة تشديد السياسة النقدية، وخاصة في الحالات التي تترك أسعار السلع الأولية فيها أثراً غير مباشرة محدودة على التضخم، وسيكون التحول صوب تخفيف القيود أمراً مطلوباً إذا ما استمر تدهور الاحتمالات المتوقعة. وإزاء كثافة التدفقات الرأسمالية الخارجة، سوف يتعين على البلدان أن تصدر استجابة سريعة لضمان كفاية السيولة، مع استخدام سعر الصرف كأداة لامتصاص بعض الضغوط. وفضلاً على ذلك، ينبغي أن تعمل هذه البلدان على تكثيف جهودها بغية تحسين ما تمتلكه من قدرات لمنع الضغوط المالية وإدارتها والتخلص منها، وهو ما يشمل الجهود في مجال التخطيط للطوارئ.

- غير أن ضغوط التضخم لا تزال مصدراً للقلق في بعض البلدان الأخرى نتيجة لارتفاعات أسعار الغذاء الحادة وتزايد قيود العرض وتسارع معدلات الأجور، وخاصة في القطاع العام. وبالرغم من أن التراجع الذي شهدته أسعار السلع الأولية الدولية مؤخراً قد يخفف بضع الضغوط، فقد أصبحت الإنجازات التي شهدتها السنوات الأخيرة في تخفيض التضخم مهددة بالخطر؛ وبمجرد انخفاض مستوى المصادقية، سوف تكون إعادة بنائها مهمة باهظة التكلفة وعملية طويلة الأمد. وقد يظل مطلوباً في هذه البلدان إجراء المزيد من التشديد في السياسة النقدية.

- وتواجه البلدان التي تتبع منهج الإدارة المكثفة لسعر الصرف تحديات ملحوظة. ومن شأن أسعار الصرف الأكثر مرونة أن تساعد على احتواء الضغوط التضخمية بتوفير مساحة أكبر للتعديلات النقدية وفرصة للمناورة في مواجهة تدفقات رؤوس الأموال الخارجة. وبطبيعة الحال، هناك اعتبارات أخرى تتدخل في اختيار نظم سعر الصرف، بما في ذلك درجة التطور المالي وتنوع قاعدة التصدير على سبيل المثال.

- ويمكن أن تؤدي سياسة المالية العامة دورا داعما في إدارة الاقتصاد الكلي. فزيادة كبح الإنفاق العام من شأنه تخفيف الضغوط التضخمية في عدد من البلدان التي لا تزال تحيط بها المخاوف من فورة النشاط الاقتصادي. وتكتسب هذه المسألة أهمية خاصة في البلدان التي تشهد عجزا في حساباتها الجارية وتعتمد أسعار صرف مربوطة لعملاتها الوطنية. وفي الاقتصادات المصدرة للنفط التي تربط عملاتها بالدولار الأمريكي، يمكن زيادة تركيز الإنفاق على تخفيف اختناقات العرض. وبينما توجد أمام الاقتصادات الصاعدة مساحة أكبر مما سبق لاستخدام سياسة المالية العامة على أساس مضاد للاتجاهات الدورية إذا ما ازداد تدهور آفاقها الاقتصادية، فإن التحليل الوارد في الفصل الخامس ينبه إلى أن هذا الإجراء لا يرجح أن يكون فعالا ما لم تترسخ الثقة في إمكانية الاستمرار وتتسم التدابير بحسن التوقيت ودقة الهدف. وبشكل أعم، هناك زيادة متواصلة في تكلفة الدعم المالي لقطاعي الغذاء والوقود، وهو ترتيب غير كفاء بطبيعته. أما الخيار المفضل في هذا الخصوص فهو البرامج الموجهة التي تعين الأسر الفقيرة على تحمل تكاليف المعيشة.

### أطر السياسات تحتاج إلى الإصلاح

أدى التدهور المستمر في أداء الاقتصاد العالمي إلى إثارة المخاوف بشأن اختيار أطر السياسات الاقتصادية الكلية ومدى ملاءمة السياسات المؤثرة على الأسواق المالية وأسواق السلع الأولية.

### تنفيذ سياسة "السير ضد اتجاه الريح"

ازداد الاهتمام في ظل البيئة الاستثنائية الحالية بوضع سياسات أكثر تركيزا على تجنب دورات الارتفاع والانخفاض في أسعار الأصول، وهو ما يشمل تعزيز استجابات السياسات في فترات الارتفاع. ومن المناهج الواعدة في هذا المسار إدخال عنصر السلامة الاحترازية الكلية ضمن الإطار التنظيمي ليحقق التوازن مع الطابع المسامر للاتجاهات الدورية الذي تتسم به عملية توليد الائتمان. وينبغي النظر أيضا في

توسيع أطر السياسة النقدية لكي تتيح "السير ضد اتجاه الريح"، أي ضد تحركات أسعار الأصول، وخاصة عندما تكون سريعة أو يبدو أنها تسير بالأسعار في اتجاه شديد البعد عن أساسيات الاقتصاد، وإن كان ذلك يثير عددا من القضايا المعقدة.

وفضلا على ذلك، ازداد الاهتمام بتعزيز مصداقية أطر سياسة المالية العامة، مما يعزز فعالية هذه السياسة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية. ولا تزال نقطة الضعف الأساسية في سياسة المالية العامة ذات الطابع التفاعلي هي بيئة الاقتصاد السياسي التي تشجع صنع القرارات على أساس قصير الأجل. ونتيجة لذلك، يفشل عدد كبير من البلدان في إفساح المجال أثناء فترات اليسر أمام دفعة مالية تنشيطية فعالة تتم على أساس استثنائي أثناء فترات الهبوط، أو يلقي صعوبة بالغة في معالجة التحديات التي تهدد استمرارية أوضاع المالية العامة على المدى الطويل. ويشير الفصل الخامس إلى إمكانية تحسين فعالية سياسة المالية العامة في محاربة الهبوط الاقتصادي عن طريق التحول نحو أطر أكثر اعتمادا على قواعد ثابتة – على غرار الاستتباب المحكوم في السياسة النقدية – وتطبيق آليات أقوى للحوكمة المالية السليمة على النحو المشاهد في عدد متنام من البلدان .

### *سد الثغرات في البنى التحتية التنظيمية والرقابية*

إلى جانب معالجة التهديدات النظامية الآنية، تتضافر جهود حديثة أيضا لمعالجة مواطن الضعف متعددة الجوانب التي كشفت عنها الاضطرابات المالية الحالية. وكما يوضح عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، يتمثل الهدف المحوري في العمل على إكساب المؤسسات المنفردة درجة أكبر من الفعالية والصلابة في إدارة المخاطر، بما في ذلك وضع شروط أكثر إحكاما لرأس المال التنظيمي، والإصرار على إرساء ممارسات أفضل لإدارة السيولة، وتحسين الإفصاح عن مخاطر المعاملات المدرجة في الميزانية العمومية والمستبعدة منها. وهناك مهمة حيوية أخرى تتمثل في تحسين الأطر المستخدمة في تسوية الأزمات. وإضافة إلى ذلك، كشفت الاضطرابات المالية أن أطر الاستقرار المالي الوطنية لم تتمكن من مواكبة تطورات الابتكار والعولمة في الأسواق المالية، مما تسبب في انتشار التداعيات المضرة عبر الحدود. ويتعين توثيق التعاون والتنسيق بين سلطات الرقابة الاحترازية عبر الحدود، لا سيما لمنع الضغوط المالية في وقت مبكر وإدارتها والقضاء عليها، سواء كانت في الأسواق أو في المؤسسات المالية الكبرى.

## تشجيع حفظ الطاقة وزيادة عرض النفط والغذاء

ينبغي ألا يتسبب التراجع الذي طرأ مؤخراً على أسعار السلع الأولية في تقليص الجهود الرامية إلى تخفيف الضغوط في أسواقها. ولا يوجد من الأدلة الملموسة ما يؤكد تأثر الأسعار على نحو منتظم أو دائم بتزايد اهتمام المستثمرين بالسلع الأولية كأصول بديلة – أو أدوات للمضاربة الخالصة. غير أن اقتران التذبذبات في مشاعر السوق بزيادة السيولة في الأسواق المالية قد أسهم في بعض الظروف في ديناميكية الأسعار قصيرة الأجل. وبالتالي، ينبغي أن ينصب التركيز على السياسات التي تشجع تحقيق توازن أفضل بين العرض والطلب على المدى الأطول، وتجنب التدابير التي يمكن أن تتسبب في زيادة ضيق الأسواق على المدى القصير. ويمكن أن يتضمن ذلك زيادة انتقال التغيرات في الأسعار الدولية إلى الأسواق المحلية وتعزيز جهود حفظ الطاقة. ويمكن أن يؤدي تخفيض الدعم على الوقود الحيوي في الاقتصادات المتقدمة أيضاً إلى تخفيف الضغوط قصيرة الأجل على أسعار الغذاء. وبشكل عام، ينبغي إعطاء أولوية لتقوية استجابة العرض لارتفاع الأسعار. وفي الفترة الراهنة، سوف يكون حصول أفقر الاقتصادات على دعم أكبر من المانحين مطلباً ضرورياً لمعالجة التحديات الإنسانية التي يفرضها الارتفاع الحاد في أسعار الغذاء.

## زوال الاختلالات العالمية

أدت طفرة أسعار الغذاء إلى زيادة اتساع الاختلالات العالمية، مع تحقيق الحسابات الجارية فوائض أكبر في البلدان المصدرة للنفط وتفاقم العجز في البلدان المستوردة له. ومن المنطقي بطبيعة الحال أن البلدان المصدرة للنفط تعترم ادخار بعض الإيرادات الإضافية، علماً بأن الآلية المصاحبة لإعادة تدوير التمويل من بلدان الفائض إلى بلدان العجز تعمل بكفاءة حتى الآن. وفي نفس الوقت، حدث انخفاض واضح في العجز غير النفطي الأمريكي، وهو ما يرجع جزئياً إلى تخفيض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي ليعود إلى مستوى يتسق بشكل عام مع مستوى التوازن متوسط الأجل. غير أن تخفيض سعر الدولار الأمريكي هو في الأساس تخفيض في مقابل اليورو وبعض العملات الأخرى التي تدار بطريقة مرنة.

وتجدر الإشارة إلى أن الاستراتيجية متعددة الأطراف التي اعتمدها اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في عام ٢٠٠٥، ثم أسهبت في تفصيلها جولة المشاورات متعددة الأطراف المعنية بالاختلالات العالمية في عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧، لا تزال استراتيجية صالحة للتطبيق وإن كان تطبيقها يتطلب التزام المرونة. ولا يزال ضبط أوضاع المالية العامة الأمريكية هدفاً أساسياً على المدى المتوسط، ولكن المبررات كانت كافية لتقديم الدفعة المالية التشبثية المضادة للاتجاهات الدورية مؤخراً وإتاحة المساندة الحكومية

لتحقيق الاستقرار في المؤسسات المالية. وعن طريق رفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي لليوان الصيني مجدداً يمكن الإسهام في استراتيجية الصين الأشمل التي تهدف إلى تحويل مصادر النمو إلى الطلب الداخلي ورفع فعالية السياسة النقدية. ومن شأن إبطاء وتيرة الإنفاق في بلدان الشرق الأوسط المصدرة للنفط أن يساعد على الحد من النشاط الاقتصادي المحموم، على غرار ما تحققه زيادة التركيز على تخفيف اختناقات العرض. وفي نفس الوقت، من شأن إصلاحات سوق المنتجات والعمل في منطقة اليورو واليابان أن تحقق ارتفاعاً في مستويات النمو الممكن.

وأخيراً، فإن الضغوط الحمائية المتزايدة على التدفقات التجارية والرأسمالية تعكس المخاطر الداعية للقلق على الانتعاش المرتقب. وسوف يساعد كسر الجمود الراهن في جولة مفاوضات الدوحة على تقوية النظام التجاري متعدد الأطراف، الذي كان ركيزة مهمة للنمو العالمي القوي في السنوات الأخيرة. وفي نفس الوقت، لا تزال صناديق الثروة السيادية تواصل النمو كأدوات استثمارية لبلدان الفائض. وسوف تسهم مجموعة المبادئ والممارسات المتفق عليها مؤخراً لإرساء قواعد الحوكمة والاستثمار وإدارة المخاطر المتعلقة بصناديق الثروة السيادية ("مبادئ سانتياعو") في تهدئة المخاوف المحيطة بهذه الأنواع من الصناديق والتي يمكن أن تتسبب في فرض قيود تعود بنتائج عكسية على التدفقات الداخلة. وعلاوة على ذلك، سوف تساعد الإرشادات التي تعكف على وضعها حالياً "منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي" (OECD) لصالح البلدان المتلقية في ضمان دخولها الأسواق على أساس من العدل والشفافية والانفتاح.

## موجز للصحافة

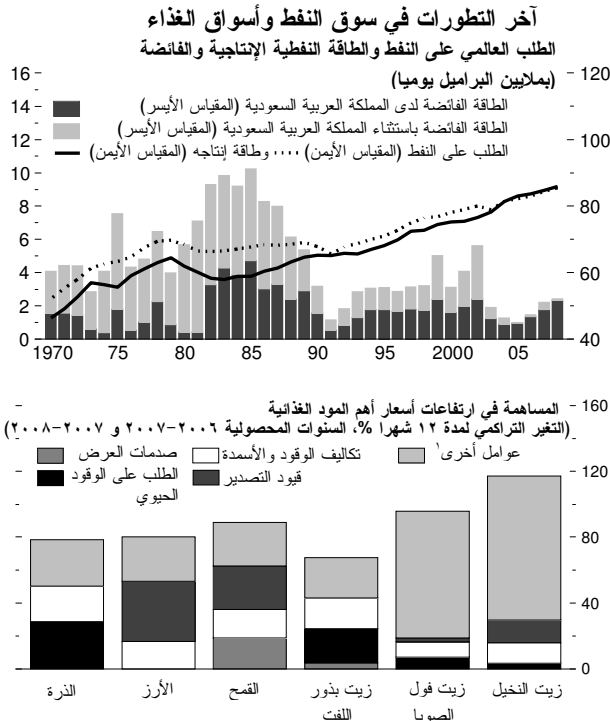
### الفصل الثالث: هل عاد التضخم من جديد؟ أسعار السلع الأولية وتضخم الأسعار

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٨

إعداد توماس هلبلينغ، ودوغلاس لاكستون، وفاليري ميرسر-بلاكمان، وإيرينا تايتل

#### النقاط الأساسية

- بالرغم من بعض التراجع في أسعار السلع الأولية، فلا يزال كثير من العوامل التي ترتكز عليها انتعاشة الأسعار دون تغيير، ومن المرجح أن تظل مستويات الأسعار مرتفعة بالمعايير التاريخية.
- لا تزال مخاطر التضخم مرتفعة إلى حد كبير في مجموعة من الاقتصادات الصاعدة والنامية رغم عدم التطابق الواضح بين أوضاع البلدان المختلفة، الأمر الذي يعكس استمرار الضغوط الناجمة عن التكيف مع ارتفاع أسعار السلع الأولية وخطر الآثار غير المباشرة الرافعة للتضخم. وتشهد الاقتصادات المتقدمة تراجعا سريعا في مستوى المخاطر المرتفع، نظرا للتأثير الانكماشى المترتب على الاضطرابات المالية.
- من الضروري تشديد السياسات النقدية بدرجة أكبر في عدد من الاقتصادات الصاعدة والنامية حتى يتسنى احتواء ضغوط التضخم، وخاصة حيث يكون التضخم مرتفعا في الأصل لأسباب أخرى، لا سيما بسبب النشاط الاقتصادي المحموم، وحيث تتسم السياسة بانخفاض المصدقية.



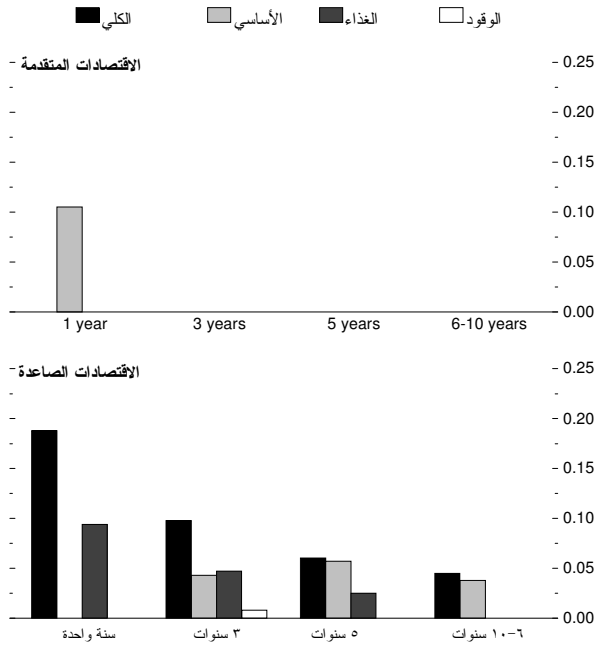
تعرض الاقتصاد العالمي لطفرة في أسعار السلع الأولية هي الأوسع نطاقا والأكثر استمرارية منذ أوائل سبعينات القرن الماضي. وكان المحرك الأساسي وراء هذه الطفرة التفاعل بين النمو العالمي القوي ونقص الطاقة الفائضة على أساس قطاعي وانخفاض المخزونات منذ بداية الطفرة السعرية، وبطء استجابة العرض. وإضافة إلى ذلك، أسهمت العوامل ذات الخصوصية السلعية في طفرة أسعار الغذاء مؤخرا، بما في ذلك الطلب المتعلق بإنتاج الوقود الحيوي المدفوع بالدعم الحكومي، والانقطاعات في إمدادات المحاصيل الأساسية، وقيود التجارة. وأخيرا، فقد

أسهمت روابط الأسعار بين السلع بدور مهم في هذا الخصوص، مع انتشار الارتفاع المستمر في أسعار الطاقة ليصل إلى أسعار الغذاء (أنظر الشكل البياني الأول). وفي المقابل، كان للدور المتزايد الذي تؤديه الأسعار الأولية كأصول مالية بديلة تأثير غير ملحوظ على الأسعار في النظام ككل.

وبالرغم من بعض التراجع في أسعار السلع الأولية، فلا يزال كثير من العوامل التي تركز عليها انتعاشة الأسعار دون تغيير. وتعكس انخفاضات الأسعار الأخيرة احتمالات تباطؤ النمو العالمي في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، وانحسار القيود المرتبطة بالأحوال الجوية والتي كانت تحكم عرض المحاصيل الغذائية الرئيسية هذا العام، وزيادة المعروض النفطي. غير أن المرجح أن تظل قيود العرض والمخزونات المنخفضة دون تغيير لبعض الوقت، وأن يستمر الزخم القوي لنمو الطلب في الاقتصادات الصاعدة الكبرى. وعلى ذلك، يرجح أن تحتفظ الأسعار بمستوياتها المرتفعة بالمعايير التاريخية، مع وجود متسع كبير لتقلب الأسعار.

### التغيرات في التضخم المتوقع استجابة للتغيرات في التضخم الفعلي

(التضخم المتوقع بعد عام وثلاثة أعوام وخمسة أعوام ومدة ٦-١٠ أعوام؛ الاستجابات بالنقط المئوية لتغير التضخم الفعلي بمقدار نقطة مئوية واحدة)



المصادر: لتقديرات الوسيطة المجمع؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي  
١/ استنادا إلى المعاملات الدالة إحصائيا المستمدة من تدرجات السلاسل الزمنية المقطعية ذات الأثر الثابتة،  
باستخدام البيانات نصف السنوية منذ عام ٢٠٠٣. ولا يدخل تضخم أسعار الغذاء والوقود ضمن مقياس التضخم  
الأساسي.

وما لم يحدث هبوط حاد في أسعار السلع الأولية، سوف تظل مخاطر التضخم أعلى لبعض الوقت مما كانت عليه في الماضي القريب، وخاصة في مجموعة من الاقتصادات الصاعدة والنامية. ولا يزال التكيف جاريا مع طفرة أسعار السلع الأولية التي حدثت في وقت أسبق في كثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية، كما أن الآثار غير المباشرة على معدل التضخم الأساسي لا تزال قائمة. وتشير النتائج التجريبية التي خلص إليها هذا الفصل إلى أن مخاطر الآثار غير المباشرة تعتمد بدرجة أساسية على قدرة السياسة النقدية على تثبيت التوقعات وعلى وزن السلع الأولية - لا سيما الغذاء - في الإنفاق النهائي. وتحتمل الاقتصادات الصاعدة والنامية مرتبة منخفضة في هذه الجوانب ومن ثم فهي أكثر تعرضا لمخاطر انفلات التوقعات وانطلاق الآثار غير المباشرة (أنظر الشكل البياني الثاني). وإضافة إلى ذلك، فلأن الصدمات الأخيرة ذات الصلة بسوق السلع الأولية كانت أكبر

وأكثر استمرارية مما كانت عليه خلال الفترة المستخدمة في التحليل، فقد تسير عواقب التضخم الفعلية في اتجاه يفوق المستويات المتوقعة إلى حد يثير الدهشة، ما لم تزد كثافة التباطؤ الراهن في الاقتصاد العالمي.

ومن الضروري تشديد السياسات النقدية بدرجة أكبر في عدد من الاقتصادات الصاعدة والنامية حتى يتسنى احتواء ضغوط التضخم، وخاصة حيث يكون التضخم مرتفعاً في الأصل لأسباب أخرى، لا سيما بسبب النشاط الاقتصادي المحموم، وحيث تتسم السياسة بانخفاض المصدافية. فمع أن التضخم الكلي قد يبدأ في الانخفاض عقب الانخفاضات الأخيرة في أسعار السلع الأولية، يُلاحظ أن ضغوط التضخم الأساسي تشكل مصدراً للقلق حتى الآن، لا سيما في البلدان التي لا يزال معدل النمو فيها مرتفعاً واستجابة السياسة النقدية مقيدة بسياسات سعر الصرف. ويمكن أن يؤدي التأخر في الاستجابة لتصاعد معدلات التضخم إلى التأثير على المصدافية، مما سيتطلب في نهاية المطاف إصدار استجابات أكثر جرأة من جانب السياسة النقدية بغية تخفيض التضخم، وذلك بتكلفة أعلى على الناتج.

## موجز للصحافة

### الفصل الرابع: الضغط المالي وهبوط النشاط الاقتصادي

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٨

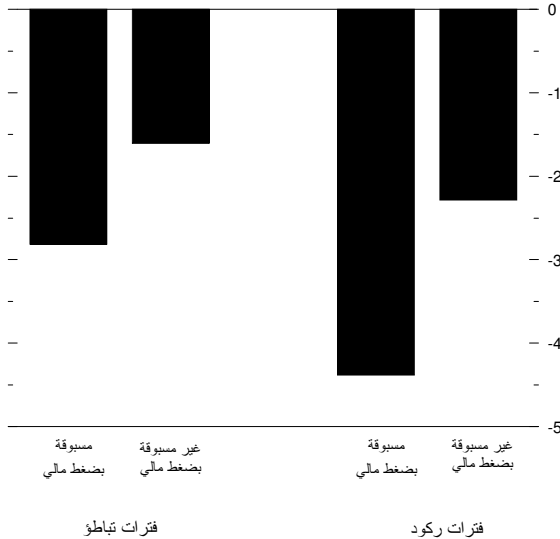
إعداد سوبير لال، وروبرتو كارداريللي، وسليم إكداغ

#### النقاط الأساسية

- الأرجح أن تطرأ موجات حادة ومطولة من الهبوط الاقتصادي اقترانا بالاضطرابات المالية التي ترتبط بعسر في القطاع المصرفي.
- الأرجح أن يعقب الضغط المالي هبوط في النشاط الاقتصادي عندما يكون مسبقا بتوسع سريع في الائتمان وتحرك صعودي في أسعار المساكن واقتراض مكثف تقوم به الأسر والشركات غير المالية.
- هناك تشابه بين الموقف الراهن في الولايات المتحدة ونوبات الضغط المالي السابقة ذات الصلة بالقطاع المصرفي التي أعقبتها نوبات من الركود.

#### الضغط المالي وخسارة الناتج

خسارة الناتج التراكمية أثناء فترات التباطؤ والركود<sup>١</sup>  
(لوسيط؛ % من إجمالي الناتج المحلي)



المصادر: شركة Haver Analytics؛ وقاعدة بيانات Analytic Database، منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقدير (2008) Economic Outlook؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١/ مقاسة على أساس خسارة الناتج التراكمية عندما يكون الناتج أدنى من الاتجاه العام حسب تقدير هودريك-بريسكوت في حالات التباطؤ وخسارة الناتج التراكمية إلى حين التعافي في حالات الركود.

ينظر الفصل الرابع من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في نوبات الضغط المالي السابقة وانعكاساتها على النشاط الاقتصادي اللاحق. وينشئ الفصل مؤشرا للضغط المالي في أسواق الصيرفة والأوراق المالية والنقد الأجنبي في ١٧ اقتصادا صاعدا على مدار الثلاثين عاما الماضية، يحدد ١١٣ نوبة ضغط مالي، نصفها تقريبا يتعلق بالقطاع المصرفي بينما يتركز بقيةها بصفة أساسية في أسواق الأوراق المالية أو النقد الأجنبي. واستنادا إلى هذا المقياس، تصنف نوبة الضغط المالي الحالية كواحدة من أشد النوبات في الولايات المتحدة ومن أكثرها انتشارا بشكل عام، مما يؤثر على جميع بلدان العينة تقريبا.

وبالنظر إلى نوبات الضغط المالي المذكورة يتبين أنها ليست جميعا مؤدية لتباطؤ الاقتصاد أو الركود. والواقع أن ذلك لم يحدث إلا في حوالي نصف الحالات التي حددها المؤشر.

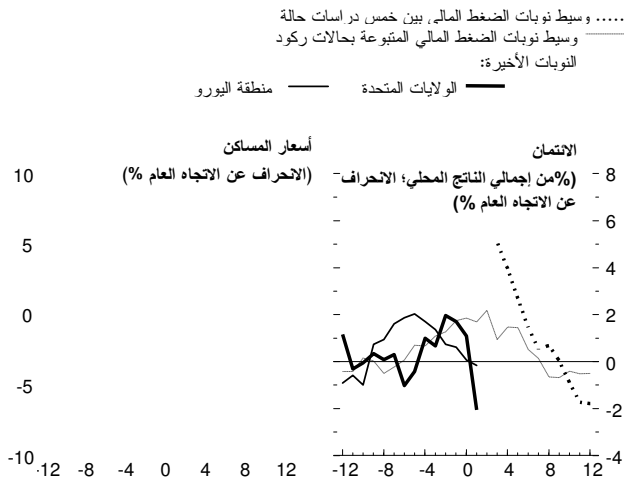
غير أن تباطؤ النشاط أو الركود الذي يسبقه ضغط مالي عادة ما يكون أكثر حدة بكثير عنه في الحالات التي لا يكون مسبقا فيها بهذا الضغط. وعلى وجه التحديد، غالبا ما تنطوي حالات التباطؤ أو الركود المسبوقه بضغط تتعلق بالقطاع المصرفي على خسائر تراكمية في الناتج تزيد مرتين إلى ثلاث مرات على الحالات الأخرى وغالبا ما تستمر لمدة أطول مرتين إلى ٤ مرات من الحالات الأخرى.

فما الذي يحدد ما إذا كانت نوبة الضغط المالي المرتبطة بالقطاع المصرفي متبوعة بتباطؤ أو ركود؟ يذهب الفصل إلى أن للأوضاع المبدئية أهمية حاسمة في هذا الخصوص. وعلى سبيل التحديد، يكون احتمال الضغط المالي المتبوع بهبوط النشاط الاقتصادي مرتبطا بمدى ارتفاع أسعار المساكن والائتمان الكلي قبل نوبة الضغط المالي. وإضافة إلى ذلك، بينما ترتبط زيادة اعتماد الشركات غير المالية على الاقتراض بحدوث تباطؤ أكثر حدة في أعقاب نوبة من الضغط المالي، يمثل حجم الاختلالات المالية في قطاع الأسر عنصرا حاسما في تحديد ما إذا كان التباطؤ سوف يتحول إلى ركود.

ويخلص الفصل إلى أن إرساء نظم مالية أكثر اعتمادا على المنافسة الحرة قد زاد من تعرض هذه النظم لمخاطر الانكماشات الحادة في النشاط إذا ما طرأت ضغوط مصرفية. فالنشاط الاقتصادي غالبا ما يؤول إلى الضعف بالفعل في حالات الركود التي تسبقها ضغوط مالية في البلدان التي تنتم بنظمها المالية الأكثر اعتمادا على المنافسة الحرة. ويرجع ذلك إلى أن الرفع المالي في الأجهزة المصرفية، أي الأصول كنسبة من حصص الملكية، يبدو أكثر مسايرة للاتجاهات الدورية في البلدان التي حققت تقدما أكبر في تطوير الوساطة المالية القائمة على قواعد السوق. غير أن هذا لا يعني أن النظام المالي القائم على المنافسة الحرة يكون أكثر عرضة للضغوط.

### نوبة الضغط المالي الحالية في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو في السياق التاريخي

(بداية نوبة الضغط المالي في الزمن  $t = 0$ ؛ المحور الأفقي في أربع العام)



المصادر: البنك المركزي الأوروبي؛ شركة Haver Analytics؛ قاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية، صندوق النقد الدولي؛ وقاعدة بيانات Analytic Database، منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقرير Economic Outlook (2008)، منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١/ كلها بالقيم الحقيقية.

وبعقد مقارنة بين نوبة الضغط المالي الحالية والنوبات السابقة، يظل الاحتمال كبيرا في أن تشهد الولايات المتحدة هبوطا حادا في نشاطها الاقتصادي. فيبدو أن أنماط أسعار الأصول والائتمان الكلي وصافي اقتراض الأسر في الولايات المتحدة خلال نوبة الضغط المالي الحالية تشبه مثيلاتها في النوبات السابقة التي أعقبتها حالات ركود. وتتمثل العوامل الموازنة التي قد تنتج بعض القدرة على الصمود أمام هذه التطورات في قوة أوضاع الميزانيات العمومية نسبيا في بداية الأزمة والتيسير النقدي الكبير الذي أجراه الاحتياطي الفيدرالي. وفي منطقة اليورو، تؤدي القوة

النسبية التي تتمتع بها الميزانيات العمومية في قطاع الأسر إلى بعض الحماية من الهبوط الاقتصادي الحاد، بالرغم من الارتفاعات الكبيرة في أسعار الأصول ونسب الائتمان قبل وقوع الاضطرابات المالية.

وفي هذه الظروف، يبدو من الأهمية بمكان أن يتخذ صانعو السياسات إجراءات حازمة لمعالجة الضغوط ودعم استعادة رأس المال في النظام المالي. وهناك خلاصة مهمة نخرج بها من هذا التحليل، وهي أهمية جهات الوساطة المالية الأساسية، بما في ذلك السماسرة/التجار الوسيطاء وبنوك الاستثمار، في نقل الصدمات المالية إلى الاقتصاد الحقيقي. ويؤكد ذلك أهمية استعادة القواعد الرأسمالية لهذه المؤسسات من أجل المساهمة في تخفيف حدة الهبوط الاقتصادي.

## موجز للصحافة

### الفصل الخامس: سياسة المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٨

إعداد ستيفن بارنيت، ومارك دي بروك، وأنا إيفانوف، ودايهانغ كيم، ومايكل كومهوف، دوغلاس لاكستون، دانييل لي، الأسدير سكوت، سفين جاري ستين، وستيفن سيمانسكي

#### النقاط الأساسية

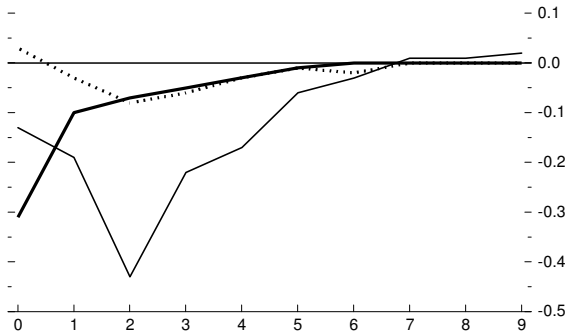
- يخلص العمل التجريبي الوارد في هذا الفصل إلى أن سياسة المالية العامة الاستثنائية يمكن أن تؤثر على النشاط الاقتصادي، ولكن هذا التأثير عادة ما يكون متواضعا بل ويمكن أن يتخذ مسارا خاطئا. وقد ثبت في الواقع العملي أنه من الصعب ضمان أن تصدر ردود الأفعال في حينها وتتسم بدقة التوجيه والاستمرارية المؤقتة. وقد تسهم المخاوف المتعلقة بمدى استمرارية تحمل الديون بدور أساسي في الحد من فعالية مجموعة التدابير التنشيطية القائمة على المالية العامة، وخاصة في الاقتصادات الصاعدة. وإتاحة مجال كاف لإنجاح تدابير المالية العامة، ينبغي أن تعمل الحكومات على تحسين أوضاع المالية العامة في أوقات اليسر، وهو ما ثبت أنه ينطوي على كثير من التحديات.
- يمكن تعزيز الآثار المضادة للاتجاهات الدورية التي تتولد عن سياسة المالية العامة عن طريق إتاحة مجال أكبر لعمل أدوات الضبط التلقائي أو تقوية مبادئ الحوكمة التي تركز عليها المالية العامة أو الحد من مشكلة "التحيز للديون".

إلى أي مدى كانت استجابة سياسة المالية العامة قوية في اقتصادات مجموعة السبعة؟

(الانحراف بالنقطة المئوية؛ أرباع العام على المحور الأفقي؛ الصدمة تقع في الفترة صفراء؛ العينة تغطي الفترة من الربع الأول من عام ١٩٩٢ إلى الربع الرابع من ٢٠٠٧)

بعد هبوط الطلب، تستجيب السياسة النقدية بتخفيض أسعار الفائدة على الفور، علما بأن أقوى استجابة تأتي بعد مرور ربعي عام. وتأتي استجابة أدوات الضبط التلقائي على هيئة هبوط فوري في أرصدة المالية العامة. أما الاستجابة الاستثنائية المبدئية لأرصدة المالية فهي أقرب إلى الصفر وتظل ضئيلة مقارنة باستجابة أدوات الضبط التلقائي.

— السياسة الاستثنائية ..... أدوات الضبط التلقائي — سعر الفائدة



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

يبحث الفصل في دور سياسة المالية العامة في مكافحة تذبذبات الدورة الاقتصادية، متسائلا عما إذا كان بمقدور سياسة المالية العامة الاستثنائية أن تتجح في تنشيط الناتج، أو ما إذا كانت تعود بضرر أكبر من نفعها.

ويخلص الفصل إلى أن سياسة المالية العامة الاستثنائية تستخدم بمعدل تواتر أقل من السياسة النقدية أثناء فترات الهبوط الاقتصادي، وأنها تستغرق وقتا أطول حتى تعمل — غالبا بعد انقضاء وقت الحاجة إليها. وإضافة إلى ذلك، غالبا ما تُبدي السياسة الاستثنائية تحيزا توسعيا — فالدفعة

التشيطية أثناء فترات الهبوط الاقتصادي عادة ما تكون أكبر من درجة التشديد الذي تشهده فترات التوسع – الأمر الذي يعني أن الدين العام عادة ما يزحف في اتجاه صعودي مطرد.

وفي المقابل، تُصدر أدوات الضبط التلقائي استجابة متسقة. ففي الاقتصادات المتقدمة، عادة ما تكون سياسة المالية العامة الاستتسايبية مضادة للاتجاهات الدورية، ولكنها تساير هذه الاتجاهات في الاقتصادات الصاعدة – حيث تضاف الدفعة التشيطية في أوقات اليسر وتُلغى في فترات الهبوط.

ويخلص الفصل أيضا إلى أن سياسة المالية العامة الاستتسايبية يمكن أن تُحدث آثارا مضادة للاتجاهات الدورية في حدود معتدلة – وإن كانت هناك محاذير مهمة في هذا الخصوص. ويقدم الفصل أدلة جديدة على وجود اختلافات ملحوظة بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة. ففي متوسط الحالات، ترتبط مجموعة التدابير التشيطية الاستتسايبية التي تعادل نقطة مئوية واحدة بزيادة فورية في إجمالي الناتج المحلي تتراوح بين ٠,١% و ٠,٢%. ولكن الآثار الأطول أجلا تتحول إلى السالب في حالة الاقتصادات الصاعدة، مقارنة بالاقتصادات المتقدمة التي تصبح فيها هذه الآثار موجبة أو قد تزداد ارتفاعا. وقد يكون للمخاوف المتعلقة بمدى استمرارية القدرة على تحمل الديون دور مهم أيضا في هذا الصدد – فقد تستشرف الأسر والشركات المحلية ارتفاع الضرائب أو التضخم في المستقبل، وتبادر أسواق راس المال الدولية بفرض أسعار فائدة أعلى للوقاية من هذه المخاطر.

وحتى تنجح سياسة المالية العامة الاستتسايبية، ينبغي أن تضمن الحكومات تحسين أوضاع المالية العامة في فترات اليسر وأن تلتزم التزاما موثوقا بأن يكون استخدام التدابير التشيطية على أساس مؤقت. ويشكل تكوين التدابير التشيطية عاملا مهما أيضا. فتغيرات السياسية القائمة على الإيرادات تبدو أكثر نجاحا في تنشيط النمو من التغيرات القائمة على النفقات، ربما بسبب صعوبة الرجوع عن زيادات الإنفاق.

ويمكن أن تصبح سياسة المالية العامة أكثر فعالية كأداة مضادة للاتجاهات الدورية عن طريق إفساح المجال لعمل أدوات الضبط التلقائي وزيادة فعاليتها أو تقوية مبادئ الحوكمة التي تركز عليها المالية العامة. وهناك سبيل ممكن أمام الحكومات يتمثل في زيادة استجابة أدوات الضبط التلقائي بطرق مثل ربط الضرائب أو التحويلات أو برامج الإنفاق بحالة الاقتصاد. وتتمثل ميزة إعطاء دفعة لأدوات الضبط التلقائي في أن العمل المتسق على مدار الدورة الاقتصادية، ومن ثم اجتناب التحيز للديون، يمكن أن يحقق آثارا فورية في فترات الهبوط ويكون أقل عرضة للتحيز السياسي. ومن السبل الأخرى أيضا تعزيز مصداقية التدابير الاستتسايبية، بغية تخفيض التحيز للديون، عن طريق تقوية مبادئ الحوكمة التي تركز عليها المالية العامة، كأن يتم ذلك من خلال زيادة التركيز على التقييم الشفاف لحالة الاقتصاد والانعكاسات الأطول أجلا لتدابير المالية العامة.

## موجز للصحافة

### الفصل السادس: تفاوت أرصدة الحساب الجاري عبر الاقتصادات الصاعدة

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٨

إعداد ستيفان داتينجر وفلورنس جوموت

#### النقاط الأساسية

- ازداد التفاوت بين اختلالات الحسابات الجارية في بلدان الأسواق الصاعدة المختلفة منذ منتصف تسعينات القرن الماضي، حيث استمر ارتفاع العجز في أوروبا الصاعدة بينما ازدادت الفوائض المتراكمة في آسيا الصاعدة.
- كانت سرعة التحرير المالي المحلي وزيادة الاندماج في الاتحاد الأوروبي هي المحرك الرئيسي لتدفقات رؤوس الأموال الداخلة إلى هذه البلدان والسبب في حدوث عجز كبير وأحيانا طويل الأمد في أوروبا الصاعدة. ولكن ارتفاع درجة انفتاح الحساب الرأسمالي واتباع نظم لأسعار الصرف الثابتة، وهو المعمول به في عدة بلدان أوروبية، تنطوي على مخاطر انتهاء حالات العجز على نحو مفاجئ، وإن كانت عضوية الاتحاد الأوروبي عاملاً مخففاً مهماً.
- وتسهم الحسابات الرأسمالية والقطاعات المالية الأقل انفتاحاً في تحقيق قدر كبير من الفوائض في آسيا الصاعدة. غير أن جانباً كبيراً من فوائض الحساب الجاري يظل غير قابل للتفسير استناداً إلى العوامل المعتادة. وتوجد بعض الأدلة على أن تقييم أسعار الصرف والرغبة في بناء مستويات مرتفعة من الاحتياطيات الدولية ربما يكون قد أسهم بدور في هذا الخصوص.

#### متوسط رصيد الحساب الجاري



المصادر: إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي

ينظر الفصل السادس في التفاوت المتزايد بين أرصدة الحساب الجارية في الاقتصادات الصاعدة. ففي آسيا الصاعدة، حققت الحسابات الجارية فائضاً متوسطاً بلغ حوالي ٥% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٧، بينما وصلت الحسابات الجارية في أوروبا الصاعدة إلى مستوى عجز متوسط مقداره ١٠% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٧ (أنظر الشكل البياني). ويتسم النمط العام بتنوع أكبر في بلدان آسيا الصاعدة، حيث توجد بعض الفوائض الكبيرة المتواصلة وبضع حالات من العجز الكبير. وفضلاً على ذلك، فقد

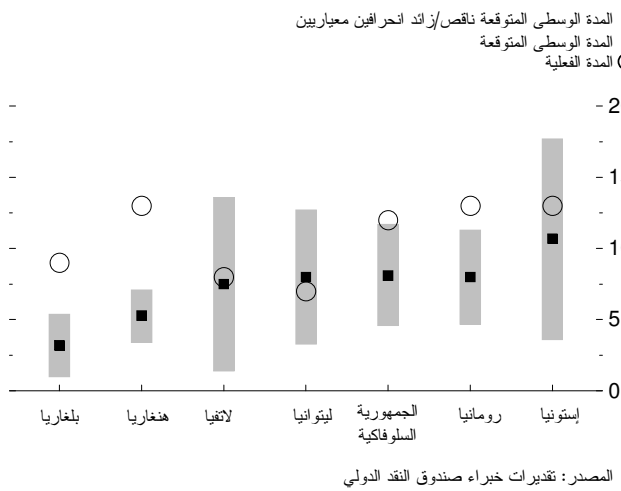
انخفضت مؤخرا فوائض الحساب الجاري التي كانت قد حققتها كوريا والنمور الآسيوية في أعقاب أزمة ١٩٩٧-١٩٩٨ (عدا في حالة ماليزيا)، بينما بدأ الحساب الجاري يحقق فوائض كبيرة في الصين اعتبارا من ٢٠٠٢-٢٠٠٣.

ويخلص الفصل إلى أن المتغيرات الهيكلية، وخاصة درجة التحرير المالي، كانت بمثابة عوامل رئيسية مفسرة لاختلال الاتجاهات العامة الإقليمية. ففي أوروبا الصاعدة، ترتبط حالات العجز الكبير في الحسابات الجارية بالتحرير السريع للأسواق المالية المحلية والحسابات الرأسمالية، مما استقطب تدفقات رأسمالية كبيرة واستحث زيادة سريعة في ملكية البنوك الأجنبية. وأدى الاندماج في الاتحاد الأوروبي أيضا إلى تعزيز تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة عن طريق تحسين آفاق الاستقرار على مستوى الاقتصاد والسياسات. وعادة ما تنسم الحسابات الرأسمالية في اقتصادات آسيا الصاعدة بدرجة أقل من الانفتاح، وقد تأخر تحرير الأسواق المالية المحلية في هذه المنطقة مقارنة بالمناطق الأخرى.

غير أن جانباً كبيراً من فوائض آسيا الصاعدة لا يزال دون تفسير. ومن الأسباب المحتملة لهذه الفوائض أسعار صرف العملات المقومة بأقل من قيمتها الصحيحة، وهو رأي تؤيده بعض الأدلة. غير أنه يصعب الجزم بما إذا كانت مستويات أسعار الصرف المنخفضة ترجع إلى إجراء متعمد على مستوى السياسات - كالسعي لتكوين احتياطات دولية كبيرة بعد الأزمة الآسيوية - أو غير ذلك من العوامل غير المعروفة التي نقلت الحسابات الجارية إلى حالة الفائض بعد عام ١٩٩٧. ولكن تحديد هذه العوامل ليس باليسير.

### مدة نوبات العجز المالي

(بالسنوات)



وليس عجوزات الحساب الجاري أكبر فحسب في أوروبا الصاعدة، وإنما يلاحظ أنها تستمر لمدة أطول مقارنة بالتجربة التاريخية في الاقتصادات الصاعدة. فقد استمر عجز الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة لمدة تسع سنوات ونصف السنة في متوسط الحالات، أي لمدة أطول من الاقتصادات الصاعدة الأخرى بحوالي ثلاث سنوات، ولا يزال معظم هذه النوبات قائما حتى الآن. وهناك عوامل اقتصادية مثل ارتفاع مراكز الأصول الأجنبية الصافية المبدئية، وفرص النمو، والحسابات الرأسمالية المفتوحة، تقدم تفسيراً جزئياً لطول المدة، ولكن تقديرات هذا الفصل توضح أن كثيراً من نوبات العجز في أوروبا الصاعدة وصل إلى الحد الأعلى للمدة المتوقعة أو أنه تجاوزها (أنظر الشكل البياني).

وبينما تتيح الخصائص الأساسية للاقتصادات الأوروبية الصاعدة تفسيراً لطول استمرارية العجز فيها، فهي لا تستبعد حدوث حالات من الهبوط العنيف في النشاط الاقتصادي. ومن خلال النظر في تجارب تسوية عجوزات الحساب

الجاري، يحدد الفصل عدة عوامل خطر يحتمل معها انتهاء هذه العجوزات بشكل مفاجئ، ومنها نظم أسعار الصرف الثابتة، والحسابات الرأسمالية المفتوحة، والتي تتميز بها عدة بلدان. وقد يكون اختيار نظام سعر الصرف الثابت مدفوعا بكثير من العوامل، لا سيما الرغبة في الانضمام لمنطقة اليورو، لكن البلدان التي تفضل هذا الاختيار ينبغي أن تحمي أنفسها من التعرض للمخاطر الخارجية بأن تتأكد من مرونة أسواق العمل والمنتجات، ومن وجود أطر قوية للتنظيم والرقابة الماليين، وأن السياسات الاقتصادية الكلية تتسق مع مقتضيات التوازن الداخلي والخارجي.