

موجز للصحافة

الفصل الثالث - منظورات لأسعار الفائدة الحقيقية

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد إبريل ٢٠١٤

إعداد: أندريا بسكاتوري (رئيس الفريق) وديفيد فورسييري

النقاط الأساسية

- من المتوقع أن ترتفع أسعار الفائدة الحقيقية العالمية في المدى المتوسط مع عودة أوضاع الاقتصاد العالمي إلى منوالها الطبيعي، مما يحقق تحولا في المسار الهبوطي السابق الذي أوصل هذه الأسعار إلى المستوى السالب بعد الأزمة المالية العالمية.
- ومع ذلك، فمن غير المرجح عودة أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة. فمن المتوقع أن يكون الارتفاع عن المستويات الحالية ارتفاعا متواضعا لأنه من غير المرجح حدوث تراجع كبير في العوامل الأساسية التي ساهمت في انخفاض الأسعار الحقيقية خلال السنوات القليلة الماضية:
 - تحولات الادخار: من المتوقع حدوث تراجع جزئي فحسب في الزيادة الكبيرة التي سجلها معدل ادخار الأسواق الصاعدة بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٧، وهو ما يعني حدوث زيادة متواضعة فحسب في أسعار الفائدة الحقيقية.
 - تحولات المحافظ: من غير المرجح حدوث تراجع في الزيادة التي سجلها الطلب على الأصول الآمنة منذ ألبينات القرن العشرين، والتي ترجع إلى زيادة مخاطر الأسهم مقارنة بالسندات وزيادة تراكم الاحتياطيات في اقتصادات الأسواق الصاعدة، وذلك ما لم يطرأ تغيير كبير غير متوقع في السياسات.
 - تحولات الاستثمار: من المرجح تراجع معدلات الاستثمار في الاقتصادات المتقدمة تائرا بالأزمة المالية العالمية.
- سيساعد استمرار أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة البلدان المقترضة على تخفيض نسب ديونها، ولكنها ستؤدي بالمثل إلى ظهور تحديات جديدة أمام السياسات. فنظرا لإطار السياسة النقدية الحالي، يعني مناخ الانخفاض المتوخى لأسعار الفائدة الحقيقية أن النطاق الأدنى الصفري قد يعاود الظهور كقيد على السياسة النقدية إذا ما تحققت مخاطر النمو بالغ الانخفاض في الاقتصادات المتقدمة.

شهدت أسعار الفائدة الحقيقية انخفاضا كبيرا منذ ثمانينات القرن العشرين وأصبحت الآن في المستوى السالب الطفيف. فقد تراجعت أسعار الفائدة الحقيقية العالمية، مرجحة بمتوسط أسعار الفائدة الحقيقية الآمنة عبر البلدان، من متوسط ٥,٥% في

ثمانينات القرن العشرين إلى ٣,٥% في تسعينات ذلك القرن، وإلى ٢% بين عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٨، ثم أصبحت في النطاق السالب الطفيف في عام ٢٠١٢ (الشكل البياني ١). كذلك سجلت تكلفة رأس المال هبوطا بدرجة أقل نظرا لزيادة العائد المطلوب على حصص الملكية منذ عام ٢٠٠٠.

وعلى المدى المتوسط، يرجح أن تشهد أسعار الفائدة الحقيقية وتكلفة رأس المال ارتفاعا متواضعا فحسب عن مستوياتها الحالية. ويرجع ذلك في جانب منه إلى العوامل الدورية. فأسعار الفائدة الحقيقية شديدة الارتفاع في السنوات القليلة الماضية تعكس فجوات سالبة كبيرة في ناتج الاقتصادات المتقدمة. غير أن التحليل الوارد في هذا الفصل يرجح بقاء أسعار الفائدة الحقيقية وتكلفة رأس المال منخفضة نسبيا حتى مع سد فجوات الناتج في نهاية المطاف.

ولا توجد أسباب قاهرة لتوقع عودة أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل بسرعة إلى المستوى المتوسط البالغ ٢% الذي سجلته في منتصف الألفينات. والسبب الرئيسي في ذلك هو أن العوامل الأساسية التي ساهمت في انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية في السنوات القليلة الماضية لا يرجح أن تتراجع إلى حد كبير على المدى المتوسط (وهي استنتاجات تنطبق على سعر الفائدة الخالي من المخاطر):

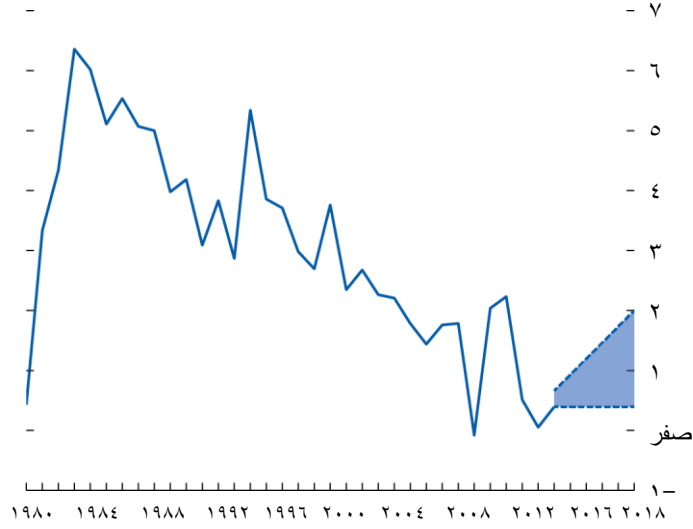
- **تحولات الادخار:** أدت الزيادة المطردة في نمو الدخل في اقتصادات الأسواق الصاعدة في الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٧ إلى ارتفاع كبير في معدلات الادخار في تلك الاقتصادات، وخاصة في الصين (الشكل البياني ٢). وعلى المدى المتوسط، سيكون النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة أقل منه في السنوات السابقة على الأزمة، وهو ما يتوقع أن يحدث بعض الانخفاض في معدلات الادخار. وبناء على الأدلة المستمدة من تحولات الادخار السابقة، يرجح أن يكون حجم الأثر متواضعا على أسعار الفائدة الحقيقية.
- **تحولات المحافظ:** يمكن إرجاع أكثر من نصف الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية خلال العقد الأول من ألفينات القرن الحالي إلى زيادة الطلب النسبي على السندات. ويعكس هذا التحول زيادة في درجة المخاطر التي تقترن بحصص الملكية وارتفاع الطلب على الأصول الآمنة من جانب اقتصادات الأسواق الصاعدة بسبب زيادة تراكم الاحتياطيات الأجنبية الرسمية (الشكل البياني ٢). ومن غير المرجح أن يتراجع هذا التحول ما لم يحدث تغيير كبير في السياسات. فبينما سيؤدي ازدياد قوة التنظيم المالي إلى زيادة الطلب على الأصول الآمنة، سيكون لانخفاض كل من المدخرات ووتيرة تراكم الاحتياطيات الرسمية في اقتصادات الأسواق الصاعدة أثر عكسي على الرغم من أن الأثر الصافي سيكون محدودا.
- **تحولات الاستثمار:** تسببت الآثار التي خلفتها الأزمة المالية العالمية في حدوث انخفاض حاد ومستمر في استثمارات الاقتصادات المتقدمة، مما ساهم إلى حد كبير في هبوط أسعار الفائدة مؤخرا. وكان الأثر على الادخار أكثر محدودة. وتشير استنتاجات هذا الفصل إلى أن نسب الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي في كثير من الاقتصادات المتقدمة لا يرجح أن تعود إلى مستويات ما قبل الأزمة أثناء الخمس سنوات الأخيرة (الشكل البياني ٣).

وتطرح احتمالات استمرار أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة تحديات جديدة أمام السياسات.

- يساعد انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية البلدان المقترضة على تخفيض نسب ديونها، وهو ما يرجع في جانب منه إلى أن انخفاض هذه الأسعار يجعل استمرارية أوضاع المالية العامة أقل صعوبة. وتوضح النتائج المعروضة في هذا الفصل أن بقاء أسعار الفائدة الحقيقية عند مستوى ١,٥% تقريبا - أي أقل بنحو نقطة مئوية واحدة من المتوقع في عدد أكتوبر ٢٠١٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي - يمكن أن يصل بالاقتصادات المتقدمة، في المتوسط، إلى نفس مستويات الدين المستهدف مع تخفيض نسبة الفائض الأولي إلى إجمالي الناتج المحلي بنحو ٠,٨ نقطة مئوية سنويا، إذا ما تساوت كل العوامل الأخرى.
- وفي سيناريو أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة، قد لا تؤدي زيادة الاستثمارات العامة إلى زيادة في الدين العام على المدى المتوسط. فإذا كان من المتوقع لأسعار الفائدة الحقيقية أن تظل لفترة زمنية مطولة دون معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي أو قريبة منها، قد لا يؤدي حدوث بعض الزيادات في الإنفاق الحكومي الممول بالديون، وخاصة الاستثمار العام، إلى زيادة الدين العام على المدى المتوسط.
- وتجدر الإشارة إلى أن استمرار أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة لفترة ممتدة يمكن أن يعني انخفاض سعر الفائدة الأساسي المحايد عما كان عليه في تسعينات القرن العشرين أو أوائل ألفينات القرن الحالي. ويمكن أن يؤدي ذلك أيضا إلى زيادة احتمال وصول سعر الفائدة الاسمي إلى النطاق الأدنى الصفري إذا ما تعرض الطلب لصدمات مناوئة مع تضخم مستهدف قدره ٢% تقريبا، وهو ما يمكن أن ينطوي بدوره على انعكاسات بالنسبة لإطار السياسة النقدية الملائم.
- وأخيرا، من المحتمل أن يعاني أصحاب المدخرات، وإذا ما استمرت أسعار الفائدة المنخفضة السائدة، قد تضطر المؤسسات المالية إلى البحث عن عائدات أعلى عن طريق تحمل مزيد من المخاطر. وقد يتسبب هذا بدوره في زيادة مخاطر القطاع المالي على المستوى النظامي، وتعزيز أهمية الرقابة الاحترازية على المستويين الكلي والجزئي للحفاظ على الاستقرار المالي.

الشكل البياني ١: سعر الفائدة العالمي الحقيقي طويل الأجل

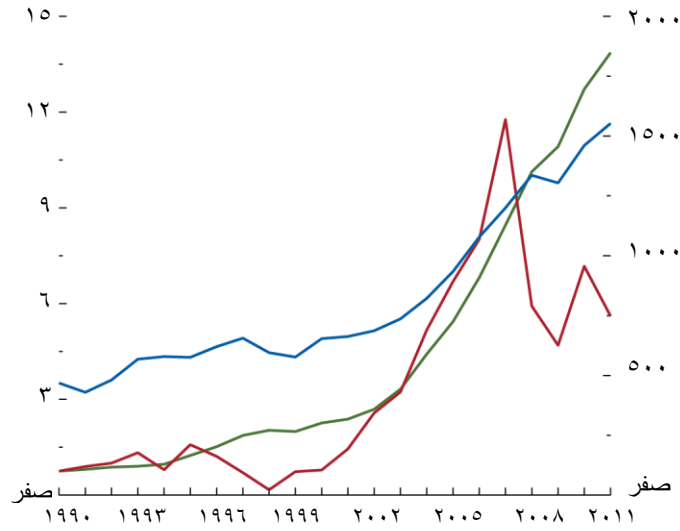
(% سنويا)



المصادر: مؤسسة Bloomberg, L.P.؛ و Haver Analytics؛ وقاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وقاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية الصادرة عن البنك الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

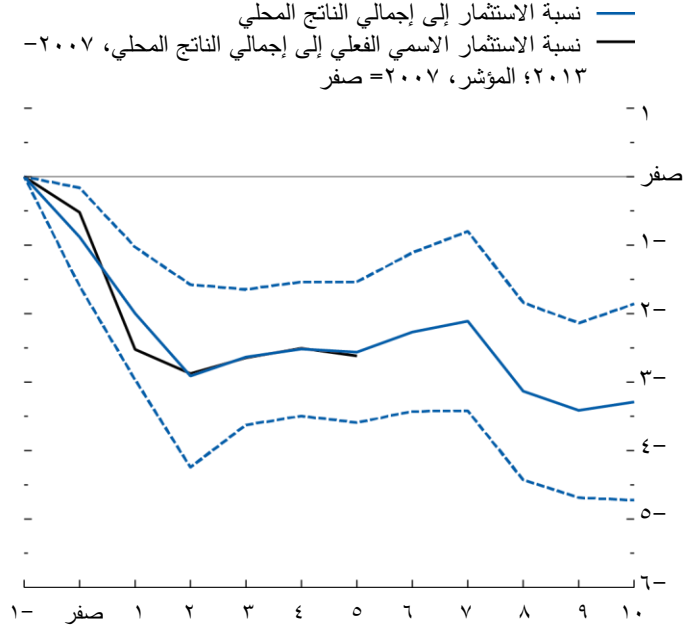
الشكل البياني ٢: تخمة المدخرات وتحولات المحافظ

— إجمالي مدخرات اقتصادات الأسواق الصاعدة كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي العالمي (المقياس الأيسر)
 — التغير في احتياطيات النقد الأجنبي في اقتصادات الأسواق الصاعدة (المؤشر، ١٩٩٠=١٠٠؛ المقياس الأيمن)
 — حيازات النقد الأجنبي الرسمية من السندات الحكومية الأمريكية (المؤشر، ١٩٩٠=١٠٠؛ المقياس الأيمن)



المصادر: دراسة (Beltran and others (2013)؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الشكل البياني ٣: تأثير الأزمات المالية على الاستثمار في الاقتصادات المتقدمة



المصادر: منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: الخط المتصل باللون الأزرق (الأحمر) يشير إلى الأثر المقدر؛ والخطوط المنقطعة الزرقاء (الحمراء) تشير إلى نطاقات ثقة قدرها ٩٠%؛ والخط الأسود يشير إلى التطور الفعلي لنسبة الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي في الاقتصادات المتقدمة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٣. وحدات المحور السيني تمثل السنوات؛ والزمن = صفر تشير إلى سنة الأزمة المالية.

موجز للصحافة

الفصل الرابع - في الطرف المتلقي؟ الأوضاع الخارجية والنمو في الأسواق الصاعدة قبل الأزمة المالية العالمية وأثناءها وبعدها

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد إبريل ٢٠١٤

إعداد: أسيل المنصور، عاقب أسلم، جون بلودورن، روبا داتاغوبتا (رئيس الفريق)
مع خدمات مساعدة من غافين أزدوريان وشان تشين

النقاط الأساسية

تواجه الأسواق الصاعدة تحديات بيئية خارجية أقل دعما للنمو مقارنة بما كان عليه الحال في فترة ما قبل الأزمة. وبالإضافة إلى ذلك، كانت العوامل الداخلية في كثير من البلدان سببا في جذب النمو إلى الانخفاض في السنوات القليلة الماضية، مما يستلزم من صناعات السياسات تحسين فهمهم لهذه العوامل لضمان صلابته النمو بغض النظر عن الخلفية الخارجية.

وتفسر العوامل الخارجية - أي الطلب الخارجي وأوضاع التمويل ومعدلات التبادل التجاري - حوالي نصف التباين الملاحظ في نمو الأسواق الصاعدة.

- ارتفاع النمو في الولايات المتحدة بنقطة مئوية واحدة يحدث ارتفاعا مباشرا في نمو الأسواق الصاعدة بمقدار ٠,٣ نقطة مئوية. ويظل الأثر التراكمي موجبا لأكثر من عامين، رغم ما يرتبط بذلك من ارتفاع في أسعار الفائدة الأمريكية.
- ارتفاع عائد السندات السيادية المدرجة في مؤشر سندات الأسواق الصاعدة بمقدار ١٠٠ نقطة أساس يقلص معدلات النمو فيها بمقدار ٠,٢٥ نقطة مئوية.
- داخل الأسواق الصاعدة، يؤدي ارتفاع النمو في الصين بنقطة مئوية واحدة إلى ارتفاع النمو في الأسواق الصاعدة الأخرى بمقدار ٠,١ نقطة مئوية. ويزداد الأثر الموجب بمرور الوقت مع تحسن معدلات التبادل التجاري في الأسواق الصاعدة.

وكانت العوامل الخارجية مفسرة لنسبة قدرها النصف أو أكثر من التقلبات الدورية التي تعرض لها النمو في الأسواق الصاعدة خلال الخمسة عشر عاما الماضية، وإن تباين تأثيرها حسب الفترة الزمنية والبلد المتأثر.

- كان تأثير هذه العوامل مهيما في تحديد انخفاض النمو في الأسواق الصاعدة في أوائل الألفينيات وفي الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، مما يعكس العبء الذي شكله انخفاض الطلب الخارجي في فترتي الركود اللتين مرت بهما الاقتصادات المتقدمة.
- وفي المقابل، كانت العوامل الداخلية أكثر تأثيرا في قوة انتعاش النمو الذي حققته الأسواق الصاعدة في الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧، وإن ساعدت في ذلك العوامل الخارجية أيضا حيث كانت أسعار السلع الأولية مرتفعة والعائد منخفضا على السندات المدرجة في مؤشر سندات الاسواق الصاعدة.

- وخلال العامين الماضيين، كانت العوامل الداخلية في بعض الأسواق الصاعدة مفسرة لبقاء النمو دون المستوى المتوقع في ضوء الظروف الخارجية الجارية.
- وعلى عكس البيئة الخارجية المواتية التي سادت قبل الأزمة، سيكون على الأسواق الصاعدة اجتياز ظروف أقل تشجيعاً للنمو في السنوات القليلة القادمة.
- من ناحية أخرى، سيكون ارتفاع النمو في الاقتصادات المتقدمة داعماً للنمو في الأسواق الصاعدة.
- من ناحية أخرى، سيتأثر النمو في الأسواق الصاعدة بعبء التباطؤ الاقتصادي المتوقع في الصين وبأوضاع التمويل الخارجي المتوقع أن تكون أكثر ضيقاً إلى حد ما.

تفسر العوامل الخارجية حوالي نصف التباين في نمو الأسواق الصاعدة، وهو ما يشمل نمو الاقتصادات المتقدمة، وأوضاع التمويل الخارجي كما تظهر في عائدات السندات المدرجة في مؤشر السندات السيادية للأسواق الصاعدة، ونمو معدلات التبادل التجاري. غير أن الأسواق الصاعدة ليست كلها سواء، والعوامل الخارجية تقوم بدور أقل في الاقتصادات الكبيرة أو الأقل انفتاحاً نسبياً مثل الصين والهند. والواقع أن نمو الصين أصبح مساهماً كبيراً في نمو الأسواق الصاعدة الأخرى على مدار الخمسة عشر عاماً الماضية.

ويستمد نمو الأسواق الصاعدة الدعم من ارتفاع النمو في الاقتصادات المتقدمة رغم ما يصاحب ذلك من ارتفاع في أسعار الفائدة العالمية. فإذا ارتفع النمو في الولايات المتحدة بمقدار نقطة مئوية واحدة يرتفع النمو في الأسواق الصاعدة على إثره بمقدار ٠,٣ نقطة مئوية. ويظل الأثر التراكمي موجبا حتى بعد مرور عامين. ويؤدي ارتفاع النمو في الولايات المتحدة إلى رفع عائد سندات الخزنة الأمريكية البالغ أجل استحقاقها عشر سنوات بمقدار ٢٥ نقطة أساس بعد عام واحد و ٦٥ نقطة مئوية بعد عامين.

ويتضرر النمو في الأسواق الصاعدة من ضيق أوضاع التمويل الخارجي غير المرتبطة بحدوث تعافٍ في الاقتصادات المتقدمة. فإذا ارتفع عائد السندات المدرجة في المؤشر المركب لسندات الأسواق الصاعدة بمقدار ١٠٠ نقطة أساس، ينخفض على إثره النمو في الأسواق الصاعدة بمقدار ٠,٢٥ نقطة مئوية. وتستمر الآثار السلبية لأكثر من عامين. كذلك يترك ارتفاع علاوات المخاطر على سندات الشركات الأمريكية آثاراً سلبية على النمو في الأسواق الصاعدة.

وضمن مجموعة الأسواق الصاعدة، يؤدي النمو في الصين إلى تنشيط النمو في الأسواق الصاعدة الأخرى. فإذا ارتفع النمو في الصين بمقدار نقطة مئوية واحدة يرتفع النمو على إثره في تلك الأسواق بمقدار ٠,١ نقطة مئوية. ويزداد هذا الأثر بمرور الوقت مع الدفعة التي تتلقاها الأسواق الصاعدة في معدلات تبادلها التجاري.

وتتأثر الأسواق الصاعدة تأثراً إيجابياً محدوداً بارتفاع معدلات تبادلها التجاري غير المرتبطة بالطلب الخارجي، وهو أثر يستمر لمدة تقرب من العام. ويرجع هذا الأثر المحدود إلى أن هذه التغيرات في معدلات التبادل التجاري قد تكون مدفوعة بصدمات العرض.

وأثناء الخمسة عشر عاما الماضية، كانت الأوضاع الخارجية مدفوعة في الغالب بالتقلبات الدورية في نمو الأسواق الصاعدة، ، وإن تباين تأثيرها حسب الفترة الزمنية والبلد المتأثر.

- كما يوضح الشكل البياني ١، غالبا ما كانت العوامل الخارجية أكثر مساهمة من العوامل الداخلية في تفسير انحرافات النمو في الأسواق الصاعدة عن متوسطاتها التقديرية في الفترة ١٩٩٨-٢٠١٣. وعلى وجه الخصوص، كانت العوامل الخارجية هي المفسرة لمعظم الهبوط الحاد في نمو الأسواق الصاعدة أثناء الأزمة المالية العالمية وأثناء فترة الركود التي شهدتها الاقتصادات المتقدمة في أوائل الألفينات.
- وفي المقابل، كانت العوامل الداخلية هي المهيمنة في تفسير الانتعاش الذي شهده النمو في الأسواق الصاعدة قبل وقوع "الركود الكبير"، وإن كانت البيئة الخارجية قد ساعدت في هذا الخصوص. وبالفعل، كان الأثر المرجح لمعظم العوامل الخارجية هو تعزيز النمو في الأسواق الصاعدة في منتصف الألفينات، نظرا لما سجلته الاقتصادات المتقدمة من نمو على درجة معقولة من القوة، وما حققته الأسواق الصاعدة من معدلات تبادل تجاري إيجابية، بالإضافة إلى أوضاع التمويل الميسورة في تلك الأسواق.
- كذلك أثر نمو الصين تأثيرا كبيرا على النمو في الأسواق الصاعدة الأخرى، حيث أدى انتعاش النمو في الصين على أثر الدفعة التنشيطية القوية أثناء "الركود الكبير" إلى توفير هامش وقائي للنمو في الأسواق الصاعدة الأخرى. وقد انعكس هذا الوضع في الآونة الأخيرة مع التباطؤ الذي شهده النمو في الصين.

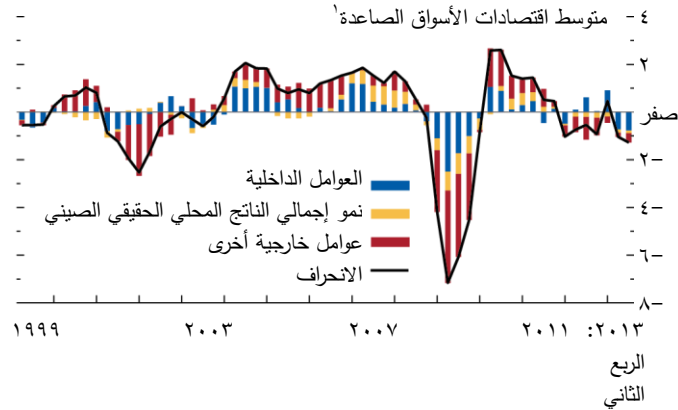
وفي الفترة المقبلة، قد تضطر الأسواق الصاعدة إلى التعامل مع بيئة أقل تشجيعا للنمو.

- على عكس الفترة السابقة على الأزمة المالية العالمية، لن تكون كل العوامل الخارجية مشجعة لنمو الأسواق الصاعدة في المستقبل. فبينما يتوقع أن يكتسب النمو زخما أكبر في الاقتصادات المتقدمة، ستكون أوضاع التمويل الخارجي ومعدلات التبادل التجاري في الأسواق الصاعدة أقل تشجيعا للنمو. وبالإضافة إلى ذلك، ستتقل الصين إلى تحقيق نمو أكثر قابلية للاستمرار ولكنه أبطأ سرعة، مما سيمثل عبئا مؤقتا على الأسواق الصاعدة الأخرى.
- فضلا على ذلك، واصلت العوامل الداخلية جذب النمو في كثير من الأسواق الصاعدة الرئيسية، إلى جانب الصين، نحو مستوى دون المتوقع في ضوء الأوضاع الخارجية الجارية (الشكل البياني ٢). ويشير استمرار هذه العوامل إلى أرجحية تأثر الاتجاه العام للنمو أيضا.

ويجب على صناعات السياسات التعمق في فهم هذه العوامل الداخلية وتقدير ما إذا كان هناك ما يمكن القيام به لتنشيط النمو، دون إحداث اختلالات في الاقتصاد الكلي.

الشكل البياني ١: تحليل تفكيكي لتاريخ نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي مع اعتبار الصين عاملا خارجيا صريحا (نقاط مئوية)

قامت الصين بدور تعويضي مهم للعوامل الخارجية في تفسير التغيرات التي شهدتها النمو في الأسواق الصاعدة. ففي أثناء الأزمة المالية العالمية، كان توسع الاقتصاد الصيني هامشا وقائيا للنمو في الأسواق الصاعدة. غير أن تباطؤ الاقتصاد الصيني مؤخرا أدى إلى خفض النمو في الأسواق الصاعدة.



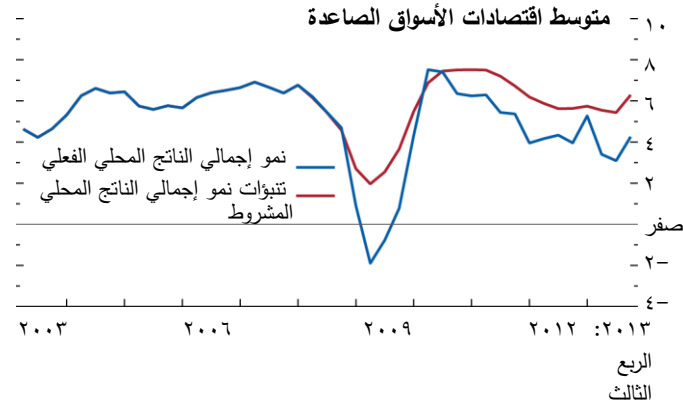
المصادر: مؤسسة Haver Analytics، وشركة Thomson Reuters Datastream؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
ملحوظة: للاطلاع على التفاصيل، انظر الشكل البياني ٤-٨ في الفصل الرابع من عدد إبريل ٢٠١٤ من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي".
^١ متوسط كل الاقتصادات المدرجة في العينة ما عدا الأرجنتين والصين وروسيا وفنزويلا.

الشكل البياني ٢: تنبؤات النمو خارج العينة المشروط بالعوامل

الخارجية

(%)

بالنسبة لكثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة، تسببت العوامل الداخلية مؤخرا في جذب النمو إلى أقل من المستوى المتوقع في ضوء الأوضاع الخارجية الحالية. ويشير استمرار هذه العوامل إلى أرجحية تأثر الاتجاه العام للنمو أيضا.



المصادر: مؤسسة Haver Analytics، وشركة Thomson Reuters وDatastream؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: متوسط تنبؤات النمو المشروطة من مواصفتين بديلتين لكل اقتصادات الأسواق الصاعدة في العينة باستثناء الأرجنتين وروسيا وفرنزويلا. انظر الشكل البياني ٤-١٢ في الفصل الرابع من عدد إبريل ٢٠١٤ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على التفاصيل.