

شرق آسيا الشديدة الاعتماد على الصادرات الصناعية والاقتصادات الصاعدة في أوروبا وكومنولث الدول المستقلة التي تعتمد في إنكفاء 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 وكومنولث الدول المستقلة على وجه الخصوص، وإن كانت الخسارة قد 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 ١١٤ 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

يمر الاقتصاد العالمي بركود حاد أفرزته أزمة مالية طاحنة وفقدان الثقة 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 ٧١٤% 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 سددها 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

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 ومكان 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. فمذ 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

وتفترض 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

ضح 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 تتم عن تحسن المزاج السائد في الأسواق المالية منذ اجتماع مجموعة العشرين في أوائل إبريل، فإن مستوى الثقة لا يزال منخفضاً في هذه الأسواق، مما يُضعف 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، صعوداً من ٢,٢ تريليون دولار في يناير ٢٠٠٩، وهو ما يُعزى 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 ائتمانيها 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 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 أجلاً.

ومما يبعث على القلق بوجه خاص الانسحاب واسع النطاق للمستثمرين الأجانب من الاقتصادات الصاعدة

وحتى مع اتخاذ إجراءات حازمة على مستوى السياسات واستشراف انخفاض في معدل الانكماش اعتباراً من الربع الثاني من العام، تشير التوقعات الحالية إلى انكماش النشاط العالمي بواقع ١,٣% في عام ٢٠٠٩، وهو تخفيض كبير في توقعات التقرير التحديثي 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 تقريباً 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 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 المصدقية أكثر صعوبة. وإضافة إلى

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 و٢٠١٠. وفي نفس الوقت، يتوقع أن تواجه الاقتصادات الصاعدة والنامية هبوطاً شديداً في التمويل الخارجي المتاح خلال العامين، الأمر الذي يتسق مع ما استنتجت الفصل الرابع من التقرير الذي يخلص إلى أن درجة الضغط الحادة في الأسواق الناضجة وتتركز 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 أيضاً 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 اتساعاً كبيراً في كل من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة، حيث يفترض أن تنفذ الحكومات في بلدان مجموعة العشرين خططا للتنشيط المالي تصل قيمتها إلى ٢% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ و ١٤% 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 تمشياً مع تطورات الأسعار في سوق العقود الآجلة.

مراعاة آثار سياساتهم المختارة على البلدان عبر الحدود. وسوف تعمل المبادرات الداعمة للشركاء التجاريين والماليين – ومنها الدفعة 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. وبشكل 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 تراجعت 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 المستقبلية. وسوف يتعين اتخاذ خطوات أيضاً لتحقيق خفض كبير في مدى الغموض الراهن حول ما إذا كانت هناك

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 مضاغفات 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

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 تقتقر إلى رأس المال الكافي، وذلك بضخ رؤوس أموال إليها من الحكومة (مع رؤوس أموال خاصة أيضا، إن أمكن) بغية الوصول بنسب رأسمالها إلى مستوى كاف لاستعادة ثقة السوق. وينبغي أن تكون السلطات مهيأة 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 كبيرا، ولكن المتطلبات يرجح أن تزداد كلما طال مدة تنفيذ الحل المقرر.

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

خسائر أخرى سوف تترتب على هذه الانكشافات. وهناك عدة مناهج يمكن أن تصلح في التعامل مع الأصول الرديئة لدى البنوك، شريطة دعمها بتمويل كاف وتوحي 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 مجددا في وقت لاحق. واستنادا إلى عدد من الافتراضات، تشير تقديرات تقرير الاستقرار المالي العالمي إلى أن حجم رأس المال اللازم قد يصل إلى ٥٢٥ - ٥٠٠ مليار دولار أمريكي بالنسبة للبنوك الأمريكية، و ٤٧٥ - ٩٥٠ مليار دولار أمريكي في حالة البنوك الأوروبية (باستثناء بنوك المملكة المتحدة) و ١٢٥ - ٢٥٠ مليار دولار أمريكي لبنوك المملكة المتحدة^١. 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 أيضا إرساء المستوى الملائم لرأس المال التنظيمي في

^١ 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 ٤%. أما الحد الأعلى فيتوافق مع زيادة حصص رأس المال العادي الملموس لتصل إلى ٦%، اتساقا مع المستويات المشاهدة في منتصف تسعينات القرن العشرين (راجع عدد إبريل ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي).

التزاما 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 المخالفة مع ترك تخصيص الائتمان لما يقرره القطاع الخاص وحماية الميزانية العمومية للبنك المركزي من مخاطر الائتمان.

كذلك ينبغي للاقتصادات الصاعدة تيسير الأوضاع النقدية تمشيا مع تدهور الآفاق المتوقعة. غير أن مهمة البنوك المركزية في كثير من هذه الاقتصادات تزداد تشابكا بسبب الحاجة إلى الحفاظ على الاستقرار الخارجي في مواجهة تدفقات التمويل بالغة الهشاشة. ويخضع تمويل الأسواق لانقطاعات حادة – أو توقفات مفاجئة – أشد بكثير مما تتعرض له الاقتصادات المتقدمة، وهو ما يرجع جزئيا إلى ما يحيط بدرجة ملاءتها السيادية من مخاوف أكثر حدة. ومقارنة بالاقتصادات المتقدمة أيضا، 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 حفاظا منها على الحوافز المشجعة لتدفقات رؤوس الأموال الداخلة وتجنبنا 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 تعافيا هشا، وإن كان فرط التمهّل أيضا يمكن أن يصيب الاقتصاد بوفرة

وثمة حاجة لتوثيق التعاون الدولي تجنبنا 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 المساعدة الدولية، ومنها المساعدة من صندوق النقد الدولي، إلى مساعدة البلدان على الوقاية من تأثير الأزمة المالية على النشاط الحقيقي، إضافة إلى الحد من آثارها على مستوى الفقر. ويتم حاليا 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

وفي 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 طالّت المدة اللازمة لتحقيق هذا الهدف. وفي عدد متزايد من الحالات، ينبغي دعم تخفيضات أسعار الفائدة بزيادة اللجوء إلى تدابير أقل

أكبر مردود مقابل (مثل تعجيل الإنفاق على المشاريع المخططة أو القائمة، أو التخفيضات الضريبية محدودة المدة للأسر المحتاجة إلى الائتمان). ومن المرغوب أيضا استهداف تدابير تعود بمنافع طويلة الأجل من حيث إمكانات الإنتاجية في الاقتصاد المعني، مثل الإنفاق على البنية التحتية. ثانيا، 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. ثالثا، 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 الوشيكة التي يتطلبها الإنفاق على الضمان الاجتماعي والرعاية الصحية للمسنين. وقد لا تثمر الإصلاحات الموثوقة في السياسات الحاكمة لهذه البرامج تأثيرا فوريا واضحا على حسابات المالية العامة، ولكنها يمكن أن تحقق تغييرا كبيرا 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 ولّدته 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 مسلحا بالأدوات اللازمة لمعالجة تركيزات المخاطر والحوافز المعيبة وراء طفرة الابتكارات المالية. ولم تأخذ السياسات الاقتصادية الكلية في

في النشاط ويسفر عن فقاعات جديدة في أسعار الأصول.

الجمع بين التنشيط المالي والاستمرارية

ونظرا 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 المصادقية. 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 يتسبب ذلك من خلال أطر قوية متوسطة الأجل للمالية العامة. غير أن ضبط الأوضاع ينبغي ألا يكون سابقا لأوانه. فبالرغم من أن الحكومات تحركت لتقديم دفعة تنشيطية كبيرة في عام ٢٠٠٩، فقد بات واضحا أنه يتعين الحفاظ على هذه الجهود على أقل تقدير، إن لم يكن تكثيفها، في عام ٢٠١٠، كما يتعين أن تظل البلدان التي يتوافر لها الحيز المالي الكافي على استعداد لتوفير تدابير تنشيطية جديدة دعما لتعافي الاقتصاد. وينبغي أن يتم ذلك قدر الإمكان من خلال الجهد المشترك، لأن التدابير في البلدان المنفردة يتسرب تأثيرها عبر الحدود ويعود 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

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.

الحسبان تراكم المخاطر النظامية في النظام المالي وأسواق المساكن.

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 مسابرة 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 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

موجز للصحافة

الفصل الثالث: من الركود إلى التعافي: بأي سرعة وبأي قوة؟

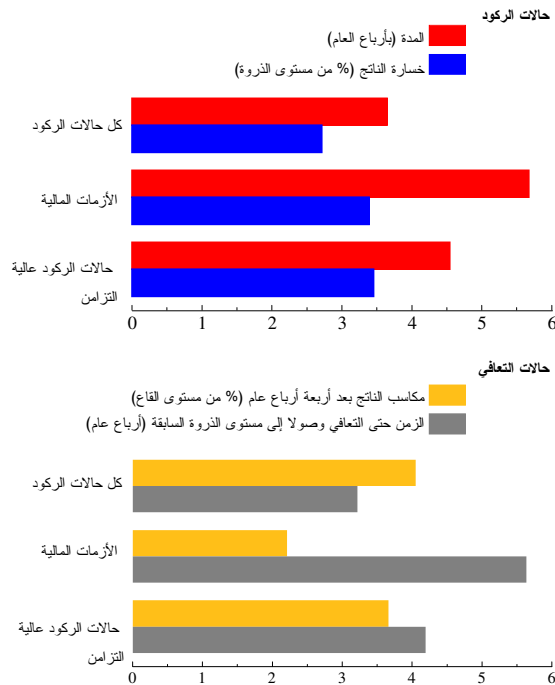
آفاق الاقتصاد العالمي، عدد إبريل ٢٠٠٩

إعداد ماركو تيرونيس، وألأسدير سكوت، وبراكاش كاتان

النقاط الأساسية

- يغلب طابع الحدة على الركود الذي يصاحب الأزمات المالية، وعادة ما يكون التعافي منه بطيئا. وحين تتزامن حالات الركود على مستوى العالم، يُلاحظ في الغالب أنها تستمر لفترة أطول وتنتهي بتعافٍ أكثر ضعفاً.
- يمكن أن تفيد السياسات المضادة للاتجاهات الدورية في وضع نهاية للركود ودعم التعافي منه. وفي هذا السياق، تبدو سياسات المالية العامة التوسعية بالغة الفعالية بوجه خاص. أما السياسة النقدية فيمكن أن تؤدي إلى تقصير المدة التي يستغرقها الركود ولكنها تتسم بدرجة فعالية دون المستوى المعتاد.
- تُرَجِّح هذه الاستنتاجات أن تكون مدة الركود الحالي ودرجة حدته أكثر من المستوى المعتاد، وأن يتعافى منه الاقتصاد ببطء. غير أن احتمالات التعافي القائمة يمكن أن تتحسن إذا ما اتُّخذت إجراءات قوية في إطار سياسة مضادة لاتجاه الدورة الاقتصادية، إضافة إلى إجراءات أخرى لاستعادة الثقة في النظام المالي.

متوسط إحصاءات الركود والتعافي



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

يبحث الفصل الثالث مختلف أنماط الركود والتعافي ودور السياسات الاقتصادية الكلية فيها. فينظر الفصل في الدورات الاقتصادية التي مر بها ٢١ اقتصاداً متقدماً منذ عام ١٩٦٠ وحتى الآن. وتتضمن العينة ١٥ حالة يمكن ربطها بأزمات مالية – إلى جانب حالات الركود الحالية – وثلاث فترات تزامن فيها الركود على مستوى العالم، وهي الأعوام ١٩٧٥ و ١٩٨٠ و ١٩٩٢.

وتستمر حالات الركود النمطية لمدة قصيرة ويكون تعافي الاقتصاد منها قويا. فالمعتاد أن يستمر الركود لمدة عام تقريباً، بينما يستمر التوسع في الأغلب لأكثر من خمس سنوات. وترجع قوة التعافي من الركود إلى أثر الارتداد. وقد تغيرت حالات الركود والتوسع في الاقتصادات المتقدمة بمرور الوقت – فمُنذ منتصف

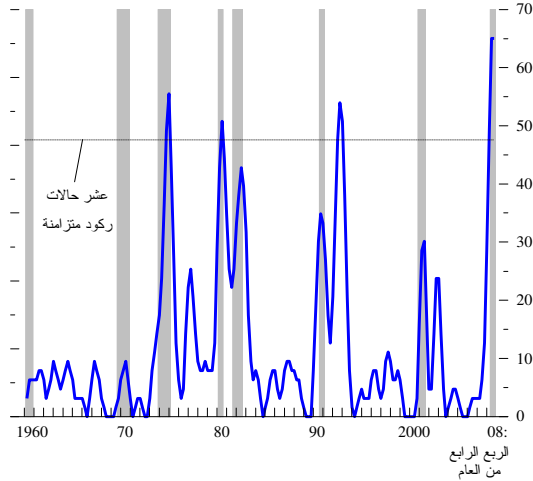
ثمانينات القرن العشرين، أصبحت حالات الركود أقل تواتر وأخف حدة، بينما أصبحت حالات التوسع أطول أمداً.

ولكن الصدمات المختلفة ترتبط بديناميكيات اقتصادية كلية ومالية مختلفة خلال فترات الركود والتعافي. ويلاحظ على وجه الخصوص أن حالات الركود المرتبطة بالأزمات المالية عادة ما تكون حادة ومطولة. فالمعتاد أن تأتي الأزمات المالية بعد فترات التوسع السريع في الإقراض والارتفاعات القوية في أسعار الأصول. وفي كثير من الأحيان، يخضع

تحقيق التعافي لقيود ضعف الطلب والائتمان في القطاع الخاص، والذي يعكس في جانب منه محاولات الأسر لزيادة معدلات الادخار بغية تحسين ميزانياتها العمومية. ويأتي الزخم الأساسي وراء تعافي الاقتصاد من تحسن صافي التجارة عقب انخفاض أسعار الصرف الأجنبية وهبوط تكاليف الوحدة.

وتتسم حالات الركود المتزامنة على مستوى العالم بأنها أطول وأعمق من أنماط الركود الأخرى. وباستثناء الركود الراهن، مرت ثلاث فترات سابقة منذ عام ١٩٦٠ تزامن فيها الركود في ١٠ اقتصادات أو أكثر من أصل ٢١ اقتصاداً متقدماً شملتها العينة، وهي الأعوام ١٩٧٥ و ١٩٨٠ و ١٩٩٢. ويتجاوز الركود المتزامن مدة

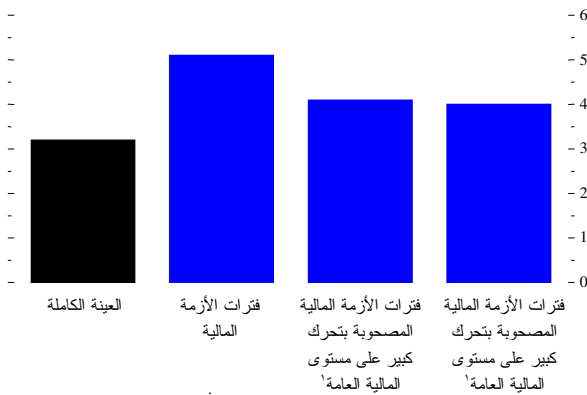
حالات الركود عالية التزامن
النسبة المئوية للبلدان التي تمر بركود؛ المناطق المظللة تشير إلى الركود في الولايات المتحدة



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي

الركود النمطي بنحو عام ونصف العام في المتوسط. أما التعافي منه فيكون بطيئاً بسبب ضعف الطلب الخارجي، خاصة إذا كان اقتصاد الولايات المتحدة في ركود مماثل. ففي ١٩٧٥ و ١٩٨٠ كانت مساهمة الولايات المتحدة كبيرة في انكماش التجارة العالمي بسبب الانخفاضات الحادة في الواردات الأمريكية.

المدة الوسيطة المقفلة لحالات الركود
(بأرباع العام)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

١ تشير إلى زيادة في الاستهلاك الحكومي أو انخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية، على التوالي، بمقدار انحراف معياري واحد.

ويرجع التحليل أن يؤدي اقتران الأزمة المالية بحالات من الهبوط الاقتصادي المتزامن عالمياً إلى نوبة من الركود غير المعتاد في درجة الحدة وطول المدة. وينبغي توخي الحذر في استخلاص الاستنتاجات نظراً لندرة هذا الاقتران من المنظور التاريخي. ومع ذلك، يشير تزامن الهبوط الاقتصادي على مستوى العالم وارتباطه بأزمات اقتصادية عميقة إلى أنه سيستمر لمدة أطول على الأرجح تقديراً، وأنه سينتهي بتعافٍ دون المتوسط من حيث القوة.

ويمكن أن تسهم السياسات الاقتصادية الكلية بدور فعال في خفض حدة الركود والتعجيل بالتعافي منه. وقد

جرت العادة على أن يكون للسياسة النقدية دور مهم في إنهاء الركود وتعزيز تعافي الاقتصاد، وإن أصبح أقل فعالية أثناء الأزمات المالية. أما سياسة المالية العامة فتبدو أكثر نفعا وموثوقية خلال هذه الفترات، وهو ما ثبت بالأدلة التي تشير إلى ارتفاع فعالية المالية العامة عندما يتعرض الوكلاء الاقتصاديون لقيود أشد على السيولة. وترتبط دفعة التنشيط المالي أيضا بحالات تعافٍ أقوى؛ غير أن الأدلة برهنت على أن سياسة المالية العامة تؤثر على قوة تعافي الاقتصاد بدرجة أقل في الاقتصادات التي تنتم بمستويات أعلى من الدين العام.

وسوف يتطلب التعامل مع الركود العالمي الراهن تنسيق السياسات النقدية والضريبية والمالية. فمن الضروري اتخاذ تدابير قوية وحازمة على مستوى السياسة النقدية وسياسة المالية العامة لدعم الطلب الكلي على المدى القصير. وحتى مع اتخاذ هذه التدابير، تشير أهم الدروس المستخلصة من حالات الأزمة المالية الحالية إلى أن لاستعادة الثقة في القطاع المالي أهمية حيوية في تحقيق فعالية السياسات الاقتصادية الكلية وترسيخ التعافي الاقتصادي.

موجز للصحافة

الفصل الرابع: كيف تؤدي الروابط إلى إنكفاء الحريق: انتقال الضغط المالي

من الاقتصادات المتقدمة إلى الصاعدة

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد إبريل ٢٠٠٩

إعداد ستيفان دانيغر، ورافي بالاكريشنان، وسليم إكداغ، وإيرينا تايتل

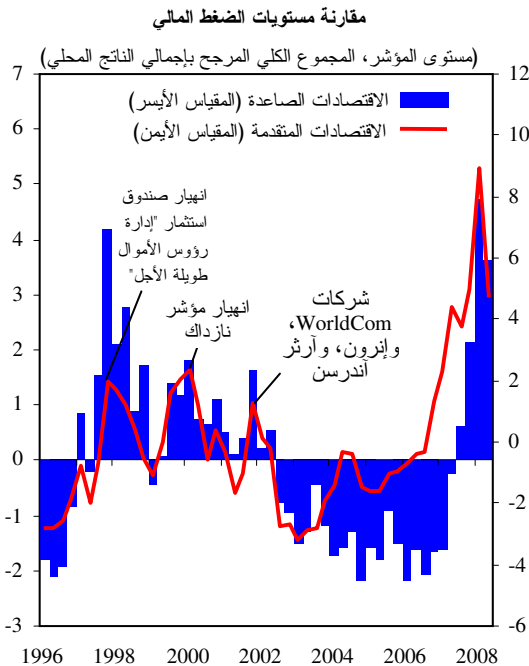
النقاط الأساسية

- انتقلت الأزمات المالية بقوة وسرعة من الاقتصادات المتقدمة إلى الصاعدة، وكانت الروابط المالية قناة أساسية لانتقالها.
- قد تطول مدة انخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الاقتصادات الصاعدة عقب الأزمة، نظرا لمشكلات الملاءة في بنوك الاقتصادات الصاعدة التي تتيح قدرا كبيرا من التمويل لهذه الاقتصادات.
- يتعين أن تعمل الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على تنسيق ردود الأفعال الصادرة عنها، حيث لا يكفي الحد من مكامن الضعف في كل بلد منفرد لتحسين الاقتصادات الصاعدة من الصدمات المالية الكبيرة التي تصيب الاقتصادات المتقدمة.

يبحث الفصل الرابع في كيفية انتقال الضغط المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الصاعدة باستخدام مؤشر جديد

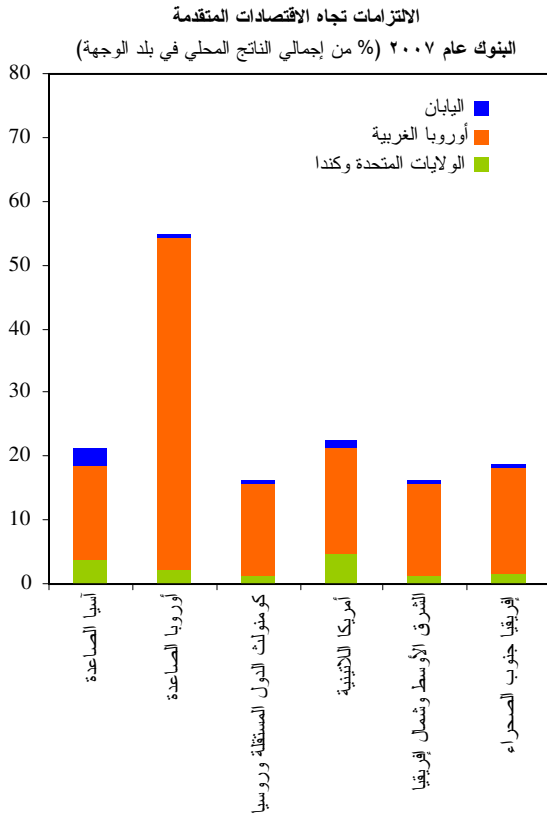
يقيس الضغط المالي في الاقتصادات الصاعدة. فبالاستناد إلى مؤشر مماثل استُحدث في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، يرصد مؤشر الاقتصادات الصاعدة تطورات أسواق الأسهم والصراف والقطاع المصرفي، وهو يغطي ١٨ اقتصادا صاعدا بصفة شهرية منذ عام ١٩٩٧.

ويكشف التحليل القائم على هذا المؤشر أن الأزمات المالية السابقة في الاقتصادات المتقدمة قد انتقلت بقوة وسرعة إلى الاقتصادات الصاعدة. ففي سياق هذا النمط، تأثرت الاقتصادات الصاعدة تأثرا شديدا بالارتفاعات الحادة المفاجئة وغير المسبوقة في مستويات الضغط المالي الذي تعرضت له الاقتصادات المتقدمة خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٨. ففي الربع الرابع من العام، ارتفع مستوى الضغط المالي في جميع



قطاعات النظم المالية في كافة مناطق البلدان الصاعدة، وجاء في متوسط الحالات أعلى من المستويات المشاهدة خلال الأزمة الآسيوية (الشكل البياني الأول).

ويرتبط مدى انتقال الضغط المالي بمدى عمق الروابط المالية بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة، لا سيما من خلال الإقراض المصرفي. وفي متوسط الحالات، يتحرك مستوى الضغط في الاقتصادات الصاعدة بنسبة ١:١ تقريبا أمام تغير الضغط الذي تتعرض عليه الاقتصادات المتقدمة، ولكن هناك تباينا كبيرا عبر البلدان. ويوضح التحليل التجريبي للحركة المشتركة التي يتسم بها انتقال الضغوط أن انتقال الضغط المالي يزداد كثافة كلما ازدادت الروابط المالية مع الاقتصادات المتقدمة (أي الروابط على المستوى المصرفي ومستوى الحوافز المالية والاستثمار الأجنبي المباشر). وخلال معظم فترات الأزمة الأخيرة، يبدو أن روابط الإقراض المصرفي كانت المحرك الأول لانتقال الضغوط.



وتمثل علاقات الإقراض المصرفي الوثيقة بين أوروبا الصاعدة والغربية عاملا مهما وراء الاضطرابات المالية المستمرة في بلدان أوروبا الصاعدة. فمنذ منتصف تسعينات القرن الماضي وبنوك أوروبا الغربية هي المسيطرة على تدفقات الإقراض المصرفي إلى الاقتصادات الصاعدة. ومع نهاية عام ٢٠٠٧، كانت أصولها في البنوك الصاعدة قد بلغت ١٠% من إجمالي الناتج المحلي في الاقتصادات المتقدمة، مقارنة بنسبة مجمعة مقدارها ٢,٥% من إجمالي الناتج المحلي للبنوك الكندية واليابانية والأمريكية. أما المطالبات على بلدان أوروبا الصاعدة فبلغت الآن أعلى المستويات المسجلة في المناطق النامية مقيسة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الخاص بها (أي إجمالي الناتج المحلي في بلد الوجهة) (الشكل البياني الثاني).

وتفيد الأدلة التاريخية بأن الدور الأساسي الذي ساهمت

به البنوك في الأزمة الحالية قد يكون نذيرا بتراجع طويل الأمد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصادات الصاعدة. فالأدلة المستمدة من فترات الضغوط السابقة على النظام المصرفي في الاقتصادات المتقدمة (أزمة الديون في أمريكا اللاتينية في أوائل ثمانينات القرن الماضي والأزمة المصرفية اليابانية في تسعينات القرن الماضي) تشير إلى أن تراجع تدفقات رؤوس الأموال غالبا ما يكون كبيرة وطويلة الأمد. وقد تتأثر به الاقتصادات الأوروبية الصاعدة تأثرا ملموسا بسبب شدة انكشافها لهذه التدفقات.

ويتعين أن تعمل الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على تنسيق ردود أفعال السياسات منعا لتكثف الضغوط المالية وانتشارها. فمن غير الممكن تحصين الاقتصادات الصاعدة ضد الصدمات الشديدة التي تصيب الاقتصادات المتقدمة بمجرد تخفيض مكامن الضعف في البلدان المنفردة. ويخلص الفصل الرابع إلى أن ازدياد قوة أرصدة الحساب الجاري والمالية العامة ليس لها أثر يُذكر في الحد من انتقال الضغط المالي إلى خارج الاقتصادات المتقدمة في فترات الأزمة المالية، ولكنها قد تساعد في تخفيف الأثر على القطاع الحقيقي في الاقتصادات الصاعدة وفي استعادة الاستقرار المالي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عقب انحسار الضغوط المالية.