

ضرر الضمان

جمع محصول القمح.

بابلو دراك، ونيكولاس ماغود، ورودريغو ماريסקال

الطلب المحلي عليها. والنتيجة هي تباطؤ نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في اقتصادات الأسواق الصاعدة.

أثر خافض

عندما يكتسب الدولار قوة تنشأ آثار خافضة حتى مع ارتفاع الطلب الخارجي على منتجات اقتصادات الأسواق الصاعدة التي يؤدي انخفاض قيم عملاتها إلى جعل صادراتها أرخص. وبعبارة أخرى، حتى عند ارتفاع نمو صافي الصادرات، يصبح انخفاض نمو الطلب المحلي أكبر نسبيًا، مما يؤدي إلى خفض الإنتاج المحلي الكلي. ويصدق ذلك حتى عندما نأخذ بعين الاعتبار تزايد دور الصين في تحديد أسعار السلع الأولية، والذي بدأ بشكل جدي في أواخر التسعينات. فضلًا على ذلك، فبخلاف الآثار التي تحدث في نشاط الأسواق الصاعدة من قوة الدولار وسرعة نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي للولايات المتحدة، وجدنا أن ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية الذي يصاحب نمو الاقتصاد الأمريكي في نهاية الأمر، يؤدي إلى زيادة انخفاض النمو في هذه الاقتصادات. وتكون هذه الآثار أقوى في حالة البلدان التي تطبق نظم أسعار الصرف الأقل مرونة. وبرغم وقوع أكبر الأثر على البلدان المصدرة الصافية للسلع الأولية، فإن البلدان التي تعتمد على استيراد رأس المال للاستثمار أو استيراد المدخلات للإنتاج المحلي هي أيضًا تتأثر. والسبب في ذلك هو تسعير معظم هذه الواردات بالدولار. وإضافة إلى ذلك، ترتفع تكاليف الاقتراض مع ارتفاع سعر الفائدة، مما يؤثر على الشركات التي تتحمل الديون لتمويل استثماراتها.

يشهد الاقتصاد الأمريكي نموًا، يكون من المتوقع أن تنتفع اقتصادات أخرى من قوة طلب أكبر اقتصادات العالم على صادراتها— ليس بصورة مباشرة فحسب، وإنما من بقية العالم الذي ينتفع من قوة الطلب من الولايات المتحدة. ولكن في حالة الأسواق الصاعدة، وبصفة خاصة تلك المصدرة الصافية للسلع الأولية، غالبًا ما يكون انتعاش الاقتصاد الأمريكي سلاحًا ذا حدين. فبناءً على بيانات الفترة من ١٩٧٠-٢٠١٤ توصلنا إلى أنه أثناء فترات ارتفاع سعر الدولار— التي تتراوح أطولها بين حوالي ست إلى ثماني سنوات وعادة ما تصادف نمو الاقتصاد الأمريكي— يتباطأ نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الأسواق الصاعدة، حتى وإن كان النمو في الولايات المتحدة يدفع الطلب العالمي. وعلى العكس من ذلك، في فترات انخفاض سعر صرف الدولار— والتي تستمر حوالي تسعة أعوام— يكون أداء اقتصادات الأسواق الصاعدة أفضل.

وقد يبدو الأمر مخالفًا للبديهية عندما يحقق أكبر اقتصادات العالم نموًا ويجذب الواردات، من أسواق منها تلك الصاعدة، ثم يصبح مصير هذه الاقتصادات هو المعاناة. ولكن يبدو أن تأثير ارتفاع سعر الدولار المتمثل في تخفيض أسعار السلع الأولية العالمية يفوق الآثار القوية لسلامة أوضاع الاقتصاد الأمريكي. ويعني ذلك أنه مع ارتفاع الدولار تميل أسعار السلع الأولية المقومة بالدولار إلى الهبوط، وينتج عن ضعف أسعار السلع الأولية هبوط الدخل في اقتصادات الأسواق الصاعدة، وبالتالي تباطؤ نمو

قوة الدولار نادرا ما تكون أنباء سارة في اقتصادات الأسواق الصاعدة

عندما

وكانت الأسواق الصاعدة قد عانت العام الماضي من ارتفاع الدولار وانخفاض أسعار السلع الأولية. وفي ظل توقعات استمرار قوة الدولار وترقب ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية ستكون النتيجة في الغالب هي مزيد من انحسار النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة في الأجل القريب.

ولماذا يأتي سعر صرف الدولار في الصدارة؟ يعود أحد أسباب ذلك إلى أن معظم المعاملات الدولية، بما فيها المعاملات في السلع الأولية، تُسعر بالدولار — وهو العملة التي تُستخدم فعلياً كواسطة عالمية للتبادل وكمستودع للقيمة، ووحدة الحساب. ولا تستطيع اقتصادات الأسواق الصاعدة، ربما باستثناء الصين (وهو على أي حال بلد مستورد للسلع الأولية)، أن تؤثر كثيراً على سعر الصرف متعدد الأطراف في الولايات المتحدة. والمقصود بذلك هو أنه بينما التطورات في الولايات المتحدة تؤثر على كل اقتصاد من اقتصادات الأسواق الصاعدة، فليس للأحداث التي تقع في هذه الاقتصادات تأثير يذكر على الولايات المتحدة. وإضافة إلى ذلك، فالسياسة الاقتصادية الكلية الأمريكية لا تأخذ في اعتبارها الاقتصادات النامية كثيراً. ويعني ذلك احتمال أن يكون لسعر الصرف الحقيقي للدولار الأمريكي دور في اقتصاد أي سوق صاعد أهم من دور معدلات التبادل التجاري لهذا الاقتصاد — أي السعر النسبي لصادرات البلد المعني مقارنة بوارداته. وبعبارة أخرى، الدولار هو المحرك النهائي لديناميكيات الأسواق الصاعدة. ومعدلات التبادل التجاري هي مجرد الوسيلة.

آثار سعر الدولار الحقيقي

يمكن بيان تأثير السعر الصرف الحقيقي للدولار على اقتصادات الأسواق الصاعدة بإلقاء نظرة على أساس كل عقد على حدة على الآثار التي يحدثها في إجمالي الناتج المحلي لمريكا الجنوبية. والقصة متشابهة في المناطق الأخرى.

السبعينيات: كانت تلك فترة انخفاض سعر صرف الدولار. وكانت السياسة النقدية الأمريكية توسعية، مع انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية (بعد التضخم) التي كانت في حدود ٢٪. ومر النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة بمرحلتين ركود وبفترة من ارتفاع التضخم وبطء النمو، وهو غالباً ما يطلق عليه الكساد التضخمي. وكان نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في أمريكا الجنوبية قويا (حيث بلغ أكثر من ٦٪ في المتوسط)، على خلفية طفرتي أسعار النفط (في ١٩٧٣ و١٩٧٩) إلى جانب ارتفاع أسعار السلع الأولية بوجه أعم.

الثمانينيات: بعد ارتفاع التضخم في الولايات المتحدة، قام الاحتياطي الفيدرالي، وهو البنك المركزي الأمريكي، بتشديد السياسة النقدية في مطلع الثمانينات. ووصلت أسعار الفائدة الحقيقية إلى ٨٪. ونتيجة لذلك، ارتفع سعر الدولار وانخفضت أسعار السلع الأولية. ودخل الاقتصاد الأمريكي في مرحلة ركود لكنه تعافى بسرعة ونما بقوة خلال الفترة المتبقية من هذا العقد. وكان النمو في أمريكا الجنوبية باهتا إلى حد جعل هذه الفترة تعرف بالعقد الضائع في أمريكا اللاتينية. إضافة إلى ذلك أدى ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة إلى ارتفاع تكلفة التمويل الدولي ارتفاعاً حاداً، مما أدى في كثير من الحالات إلى وقوع أزمة ديون سيادية — في أمريكا اللاتينية وبعض الاقتصادات النامية الأخرى.

التسعينيات: بعد ركود عام ١٩٩٣، شهدت الولايات المتحدة فترة متواصلة من النمو القوي، وهي واحدة من أطول الفترات في التاريخ الحديث. ووصلت أسعار الفائدة الحقيقية في الولايات المتحدة مستويات أعلى مما كانت عليه في السبعينات، لكنها أقل من مستويات الثمانينات. واكتسب الدولار القوة بصورة تصاعدية. وكانت أسعار السلع الأولية ضعيفة في معظمها. وبلغ نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في أمريكا الجنوبية حوالي ٣٪، وهي نسبة غير مواتية في اقتصادات الأسواق الصاعدة وأقل من المتوقع بالنظر إلى الإصلاحات الهيكلية المعززة للنمو في المنطقة خلال السنوات الأولى من هذا العقد.

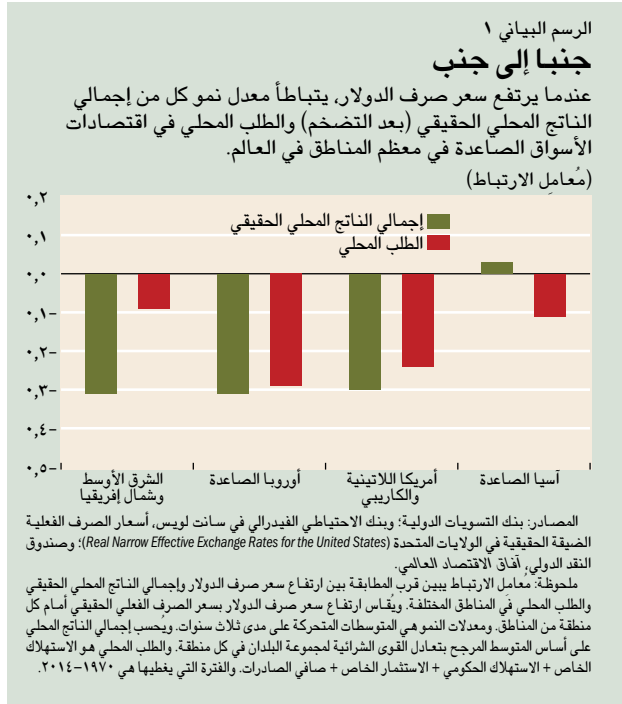
الألفينيات: بدأ هذا العقد بانخفاض أسعار الفائدة الحقيقية، وانخفاض سعر صرف الدولار، وقوة أسعار السلع الأولية التي ترجع إلى قوة الطلب الخارجي، وخاصة من الصين. وانتعش النمو في أمريكا الجنوبية بنحو ٤,٥٪ — حتى وقوع الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨-٢٠٠٩.

العقد الثاني من القرن الحالي: أخذ سعر الدولار يرتفع مجدداً، وخاصة منذ منتصف عام ٢٠١٤. وضعفت أسعار السلع الأولية، ويتوقع أن تظل منخفضة على المدى المتوسط. وإذا كانت الأحداث في الأربعة عقود ونصف الماضية تمثل مؤشراً من أي نوع، فإن اقتصادات الأسواق الصاعدة تواجه فترة من انخفاض نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي — يصل على أقل تقدير إلى مستوى دون ما كان عليه في فترة ضعف الدولار وارتفاع أسعار السلع الأولية. وفي الحقيقية، أخذت وتيرة النشاط الاقتصادي في الأسواق الصاعدة تتباطأ في الفترة الأخيرة. ويبدو أن الدولار الذي ارتفع بنحو ١٥٪ في الفترة بين يونيو ٢٠١٤ ويوليو ٢٠١٥ قد ظهر مرة أخرى كأحد العوامل وراء تباطؤ النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة، التي خفّضت التوقعات بشأنها عدة مرات من صندوق النقد الدولي (٢٠١٥) والسوق بوجه أعم في الأشهر الأخيرة.

تراجع النمو

استندنا إلى تجارب اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية في توثيق بعض الحقائق العامة واسعة النطاق حول متوسط الأحداث باستخدام بيانات سنوية عن ٦٣ بلداً من هذه البلدان خلال الفترة من ١٩٧٠-٢٠١٤:

- تتزامن فترات ارتفاع سعر صرف الدولار مع تراجع نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في أنحاء مناطق الأسواق الصاعدة (راجع الرسم البياني ١). وأثناء فترات انخفاض سعر صرف الدولار يكون أداء اقتصادات الأسواق الصاعدة أفضل بكثير. ويصوّق ذلك بصفة خاصة على المناطق المصدرة الصافية للسلع الأولية. وشاهدنا تحديداً حركة متزامنة قوية في أمريكا اللاتينية (وخاصة البلدان المصدرة الصافية للسلع الأولية في أمريكا الجنوبية)، وأوروبا الصاعدة والشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ودرجة أقل في آسيا الصاعدة.



وتوصلنا إلى ثلاث دورات ارتفاع وثلاث دورات انخفاض في الفترة من ١٩٧٠-٢٠١٤ (راجع الرسم البياني ٢). وكانت دورات انخفاض سعر صرف الدولار الحقيقي، في المتوسط، أقوى وأطول أمدا من دورات ارتفاع سعر الصرف الحقيقي. ويبلغ متوسط ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ٣,٢٪ في السنة وبلغ متوسط الفترة أكثر من ست سنوات (ثماني سنوات في حالة عدم إدراج الارتفاع الجاري في سعر صرف الدولار): ويبلغ المتوسط السنوي لانخفاض سعر الصرف الحقيقي ٣,٨٪، ووصل متوسط المدة ما يقرب من تسع سنوات. وإضافة إلى ذلك، فإن هذه الدورات متواصلة. فالفترة التي تشهد ارتفاعا في سعر الصرف الحقيقي يُحتمل بنسبة ٨٣٪ أن تتبعها فترة أخرى من ارتفاع وليس انخفاض سعر الصرف. وبالنسبة لانخفاض سعر الصرف الحقيقي، تصل احتمالية استمرارها حوالي ٨٨٪.

ومن أجل إثبات النتائج التي توصلنا إليها استخدمنا تحليل الأحداث، الذي يسعى إلى الربط بين سلوك إجمالي الناتج المحلي في اقتصادات الأسواق الصاعدة بمرور الوقت، حسب ما إذا كان الدولار يمر بدورة ارتفاع أو انخفاض.

واتضح من هذا التحليل أنه باستثناء أمريكا الوسطى والمكسيك ينخفض إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في كل منطقة أثناء فترات ارتفاع سعر صرف الدولار. وينطبق هذا النمط على أمريكا اللاتينية إجمالا، برغم تأثير أمريكا الوسطى والمكسيك، وخاصة على أمريكا الجنوبية، وهي مصدر صاف قوي للسلع الأولية. وينطبق أيضا على اقتصادات الأسواق الصاعدة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وكذلك

• كلما ازدادت قوة الدولار، ازداد ضعف الطلب المحلي في اقتصادات الأسواق الصاعدة. والطلب المحلي محرك رئيسي للنشاط الاقتصادي، ويبدو أن الطلب المحلي يتأثر بالقوة الشرائية التي تُقاس بسعر الصرف الفعلي الحقيقي (راجع الإطار)، ومن خلال الطلب المحلي ينتقل أثر سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي إلى النشاط الاقتصادي في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. ويبدو التأثير على الطلب المحلي أضعف في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا الصاعدة وأقوى في أمريكا اللاتينية وأوروبا الصاعدة.

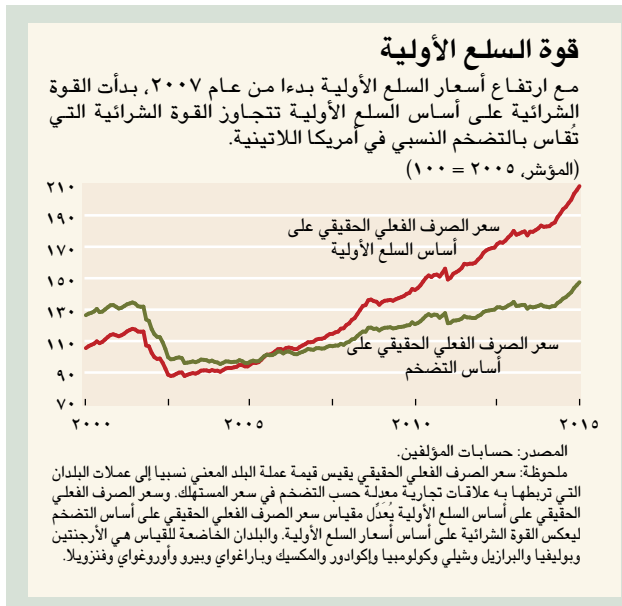
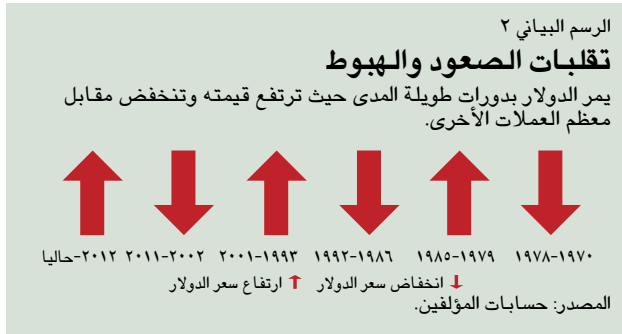
• غالبا ما تتزامن فترات ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة مع اكتساب الدولار للقوة، والعكس صحيح. فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الولايات المتحدة حيث يسعى المستثمرون إلى الحصول على عائدات أعلى، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف الدولار.

• يبدو أن ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية يقترن باكتساب النمو لمزيد من القوة في الولايات المتحدة، وإن لم يكن في كل الحالات. وزيادة قوة النمو تولد في نهاية المطاف ضغطا تضخيميا مدفوعا بالطلب عندما يقترب الطلب المحلي من قدرة الاقتصاد على إنتاج السلع والخدمات بكفاءة. وزيادة الأسعار تدفع الاحتياطي الفيدرالي إلى تشديد السياسة النقدية برفع أسعار الفائدة، مما يرفع تكاليف الاقتراض على دوائر الأعمال والأفراد. وارتفاع تكاليف الاقتراض يخفف الضغط التضخمي عن طريق إبطاء نمو الائتمان، الذي يحد من النشاط الاقتصادي. ومع هذا، شهدت الولايات المتحدة عددا قليلا من الفترات التي لم تكن خلالها العلاقة بين النشاط الاقتصادي وأسعار الفائدة على هذا المستوى من القوة.

• عندما يمر الدولار بدورة ارتفاع، تضعف أسعار السلع الأولية، مما يؤدي بدوره إلى انخفاض النمو في الأسواق الصاعدة.

دورة الدولار

كما أشرنا، يمثل انخفاض أسعار السلع الأولية بالقيمة الدولارية أحد القنوات المهمة لانتقال أثر الدخل السلبي الناتج من قوة الدولار إلى الأسواق الصاعدة. وعندما تنخفض القوة الشرائية للصادرات من السلع الأولية بالدولار، ينخفض الدخل الحقيقي في البلد المعني. ومن ثم، يهبط الطلب المحلي وكذلك الناتج الاقتصادي. ويحدث العكس أثناء فترات ضعف الدولار.



معدلات التبادل التجاري

سعر الصرف الفعلي الحقيقي يقيس قيمة عملة البلد المعني مقارنة بعملات البلدان التي يرتبط معها بعلاقات تجارية، معدلة لمراعاة التضخم. وهو مقياس للقوة الشرائية.

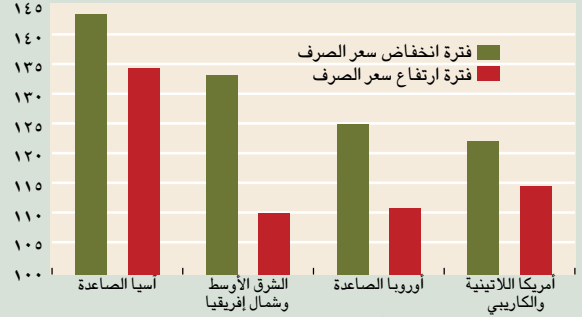
ومن أجل تحديد سعر الصرف الفعلي الحقيقي، يُضرب سعر الصرف الاسمي لعملة هذا البلد مقابل عملة كل شريك تجاري في مؤشر أسعار المستهلك المرجح بحصة الصادرات للشركاء التجاريين ثم يُقسم على مؤشر أسعار المستهلك المحلي.

ومن أجل بناء مؤشر يعكس القوة الشرائية للاقتصاد، يمكن تعديل سعر الصرف الفعلي الحقيقي لعملته للتوصل إلى سعر الصرف الفعلي الحقيقي لمعدلات التبادل التجاري للسلع الأولية. ويستعاض عن مؤشرات أسعار المستهلك المرجحة في سعر الصرف الفعلي الحقيقي بمعدلات التبادل التجاري للسلع الأولية المرجحة بالتجارة لكل بلد. ومقياس معدلات التبادل التجاري هو أسعار صادرات البلد المعني للبلد المعني مقسومة على أسعار الواردات. وعندما ترتفع أسعار السلع الأولية، يرتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي للسلع الأولية أكثر من سعر الصرف الفعلي الحقيقي المعتاد، والعكس صحيح. ويوضح الرسم البياني كيفية مضاهاة مقياسي القوة الشرائية في المكسيك وأمريكا الجنوبية من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٥.

الرسم البياني ٣

عبء على إجمالي الناتج المحلي

إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في معظم المناطق يتراكم بمعدل أقل أثناء فترات ارتفاع سعر صرف الدولار مقارنة بفترات انخفاض سعره. (مؤشر إجمالي الناتج المحلي: سنة قبل بدء الفترة = 100)



المصادر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات المؤلفين.

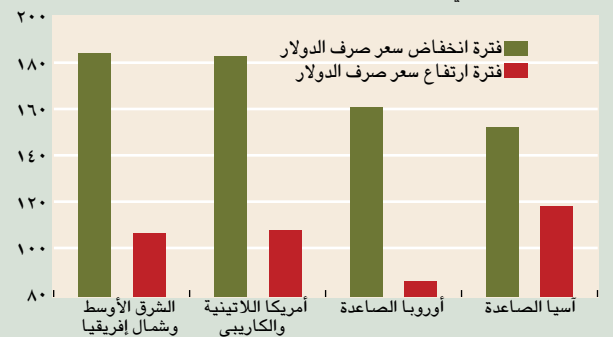
ملحوظة: يحسب الدولار على أساس سعر الصرف الفعلي الحقيقي أمام كل منطقة. ويحسب إجمالي الناتج المحلي الحقيقي للمنطقة على أساس المتوسط المرجح بتعديل القوى الشرائية لمجموعة البلدان في كل منطقة. ويحسب إجمالي الناتج المحلي كمتوسط إقليمي. والفترة التي يغطيها هي 1970-2014.

الرسم البياني ٤

الطلب المحلي

ينمو الطلب المحلي بقوة في معظم الأسواق الصاعدة أثناء فترات انخفاض سعر صرف الدولار. وعندما يرتفع سعر صرف الدولار، يزداد ضعف نمو الطلب المحلي.

(مؤشر الطلب المحلي، سنة قبل الفترة = 100)



المصادر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات المؤلفين.

ملحوظة: يحسب الدولار على أساس سعر الصرف الفعلي الحقيقي أمام كل منطقة. والطلب المحلي هو الاستهلاك الخاص + الاستثمار الحكومي + الاستثمار الخاص + صافي الصادرات. ويحسب الطلب كمتوسط إقليمي. والفترة التي يغطيها هي 1970-2014.

الطلب المحلي والدخل في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية المُشار إليها، مما يوازن أثر الدخل السلبي من اكتساب الدولار للقوة. والبلدان التي تربط عملاتها بالدولار أو التي تستخدم الدولار كعملتها المحلية غالباً ما تكون أكثر تزامناً مع دورة الدولار.

يُرجح تراجع التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى اقتصادات الأسواق الصاعدة.

وفيما عدا أمريكا الوسطى والمكسيك، تشهد جميع المناطق والمناطق الفرعية نمواً أقوى بكثير في الطلب المحلي الحقيقي عندما يزداد انخفاض سعر صرف الدولار. وفي كثير من المناطق، يهبط الطلب المحلي أو يظل ثابتاً بالفعل عندما يأخذ سعر صرف الدولار في الارتفاع. وهذا مؤشر قوي على التأثير السلبي عند اكتساب الدولار للقوة على القوة الشرائية للطلب المحلي. ويشير ذلك بدوره إلى أن انخفاض الدخل بالدولار الذي ينتج عن ضعف أسعار السلع الأولية (عادة ما يُشار إليه أثر الدخل) أهم من زيادة النشاط الاقتصادي التي عادة ما تصاحب الصادرات عند انخفاض سعر صرف العملة المحلية. وتشيع الإشارة إلى ذلك بأنه أثر تحويل اتجاه الإنفاق، لأن نتيجته هي زيادة قوة الطلب الخارجي لأن أسعار السلع المحلية تصبح أرخص بالدولار (راجع الرسم البياني ٤).

إلى أين يتجه الدولار؟

أخذ الدولار يرتفع منذ منتصف عام 2014 على الأقل، واستناداً إلى البيانات التاريخية، هناك احتمال يزيد على 80٪ بأن يواصل الارتفاع على المدى القصير إلى المتوسط — اتساقاً مع دورات ارتفاعه التي تمتد ما بين ست إلى ثماني سنوات التي حددهاها. ويعني ذلك أن أسعار السلع الأولية بالدولار من المرجح أن تظل ضعيفة، والطلب المحلي وانخفاض القوة الشرائية بالدولار يعينان أن نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في اقتصادات الأسواق الصاعدة أبطأ مما سيكون عليه عندما يهبط الدولار.

وإذا بدأ الاحتياطي الفيدرالي في رفع أسعار الفائدة وسحب السياسة النقدية التوسعية الاستثنائية التي بدأها أثناء الأزمة المالية العالمية، ستزداد الاحتمالات بأن يظل الدولار قوياً. ويُرجح تراجع التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى اقتصادات الأسواق الصاعدة في أفضل الأحوال (وقد يهرب رأس المال وفقاً للسياسات السيادية)، الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى تفاقم آثار ضعف أسعار السلع الأولية. وإضافة إلى ذلك، قد تزداد تكاليف التمويل الدولية. ويعني ذلك، بوجه عام، أن الآفاق الخارجية لهذه الاقتصادات ليست واعدة. ■

بابلو دراك ونيكولا ماغود اقتصاديان أولان، ورودريغو ماريكال مساعد باحث، وجميعهم من إدارة نصف الكرة الغربي في صندوق النقد الدولي.

يستند هذا المقال إلى ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي في 2015 بعنوان: "Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets Growth"، من إعداد بابلو دراك، ونيكولا ماغود، ورودريغو ماريكال.

المراجع:

International Monetary Fund (IMF), 2015, World Economic Outlook (Washington, April and October).