

موجز للصحافة

الفصل الثالث - على إيقاع واحد؟ التداعيات والصدمات المشتركة ودور الروابط المالية والتجارية

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠١٣

إعداد: عبدول أبيض (رئيس الفريق)، ديفيد فورسييري،

سبنم كالملّي-أوزكان، أندريا بسكاتوري

النقاط الأساسية

- أحدثت الأزمة المالية العالمية زيادة غير مسبوقه في تزامن حركة الناتج. لكن هذه الزيادة، على غرار سابقتها، لم تستمر طويلا. فمنذ عام ٢٠١٠، عادت الحركات المتزامنة للناتج العالمي إلى مستويات أقرب إلى الطبيعية رغم اضطراب الأحوال في أوروبا.
- وتفسّر الصدمات المشتركة الجانب الأكبر من زيادة تزامن الناتج في عام ٢٠٠٩، ومنها حالات الذعر الجماعي أو الأحداث التي شكلت "صدمات تحذير" للجميع. كذلك ساعدت الروابط المالية التقليدية في نشر الضغوط عبر الحدود، وإن اقتصر ذلك على نطاق ضيق.
- وفيما يلي أهم الدروس المستخلصة لصناع السياسات:
- الصدمات المالية الكبيرة هي أهم العوامل المؤثرة: فالزيادات الحادة الكبيرة في تزامن حركات الناتج غالبا ما تطرأ أثناء الأزمات المالية.
- الحجم عامل مهم! فتداعيات الأحداث التي تنشأ في الولايات المتحدة تظل هي الأهم من المنظور العالمي، وإن كانت منطقة اليورو والصين واليابان تمثل مصادر مهمة للتداعيات داخل المناطق التي تحدث فيها.
- صدمات السياسة النقدية الأمريكية تنتقل تداعياتها من خلال أسعار الفائدة، مما يؤثر على البلدان التي تربط عملتها بالدولار الأمريكي أكثر مما يؤثر على الاقتصادات الأخرى.
- التصور الشائع بأن العولمة المالية تؤدي بالضرورة إلى درجة أكبر من التزامن في حركات الناتج عبر البلدان المختلفة هو تصور خاطئ ما دام الاقتصاد لا يمر بأزمة: ففي الأوقات العادية، تؤدي الروابط المالية إلى تيسير التوزيع الكفء للموارد، بحيث تنتقل رؤوس الأموال إلى الأماكن التي تحقق فيها أعلى درجات الإنتاجية.
- أهمية الصدمات المشتركة في إحداث انهيارات متزامنة في الناتج تشير إلى إمكانية تحقيق مكاسب من تنسيق السياسات سواء في على مستوى القطاع المالي أو المالية العامة.

حدثت زيادة غير مسبوقه ولكنها مؤقتة في تزامن حركات الناتج أثناء فترة "الركود الكبير". فخلال ذروة الأزمة المالية العالمية، تحركت اقتصادات العالم على نحو متلازم لم تشهده من قبل في التاريخ الحديث. فسجلت علاقات الارتباط بين معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي زيادة حادة في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩، بعد أن كانت محدودة في السنوات السابقة على الأزمة (الشكل البياني ١). ولم تقتصر زيادة الحركات المتزامنة على الاقتصادات المتقدمة، بل إنها شوهدت عبر كافة المناطق الجغرافية. لكنها كانت زيادة مؤقتة؛ فمنذ عام ٢٠١٠، عادت حركات الناتج المتزامنة إلى مستويات قريبة من مستوياتها السابقة على الأزمة رغم الاضطرابات الجارية في أوروبا.

ويلاحظ أن الروابط التقليدية، مثل الروابط المالية والتجارية، ليست كافية لتفسير كل الزيادات الحادة في حركات الناتج المتزامنة. ففي أثناء الأزمة المالية العالمية، كانت مساهمة الروابط التجارية طفيفة في انتشار الأزمة عبر البلدان. أما الروابط المالية فقد ساهمت في نشر الضغوط المالية عبر الحدود، ولكن هناك عوامل أخرى كانت بمثابة صدمة مشتركة وساهمت بدور أكبر كثيرا في زيادة تزامن الناتج - مثل حالات الذعر العالمي، وزيادة عدم اليقين، والأحداث التي شكلت "صدمات تحذير" أدت إلى تغيير تصورات المستثمرين للمخاطرة والعائد.

وغالبا ما تكون الأزمات المالية هي الفترة التي يتسم فيها الناتج الإقليمي والعالمي بدرجة كبيرة من الارتباط. فكثيرا ما تكون الصدمات المالية - حتى وإن أصابت بلدان منفردة - بمثابة صدمات مشتركة تؤدي إلى زيادة حادة في الحركات المتزامنة للناتج إقليميا أو عالميا (الشكل البياني ٢). وحين تطرأ الأزمة في اقتصاد مثل الولايات المتحدة - وهي اقتصاد كبير ومركز مالي عالمي في نفس الوقت - يمكن أن يؤثر ذلك على تزامن الناتج العالمي بشكل كبير متفاوت.

وقد كانت تداعيات الصدمات المالية الأمريكية في سنوات الأزمة الممتدة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠٠٩ حوالي أربعة أمثال التداعيات في الفترات الأخرى. وهكذا كانت آثار الأزمة المالية العالمية على الناتج أقوى بكثير مما كان يمكن التنبؤ به استنادا إلى حجم الصدمة المالية في الولايات المتحدة، الأمر الذي يدعم التنبؤ بأن هناك عوامل أخرى غير ملاحظة ساهمت بدور مهم في هذا الخصوص، مثل الذعر العالمي أو صدمة التوقعات المحققة لذاتها.

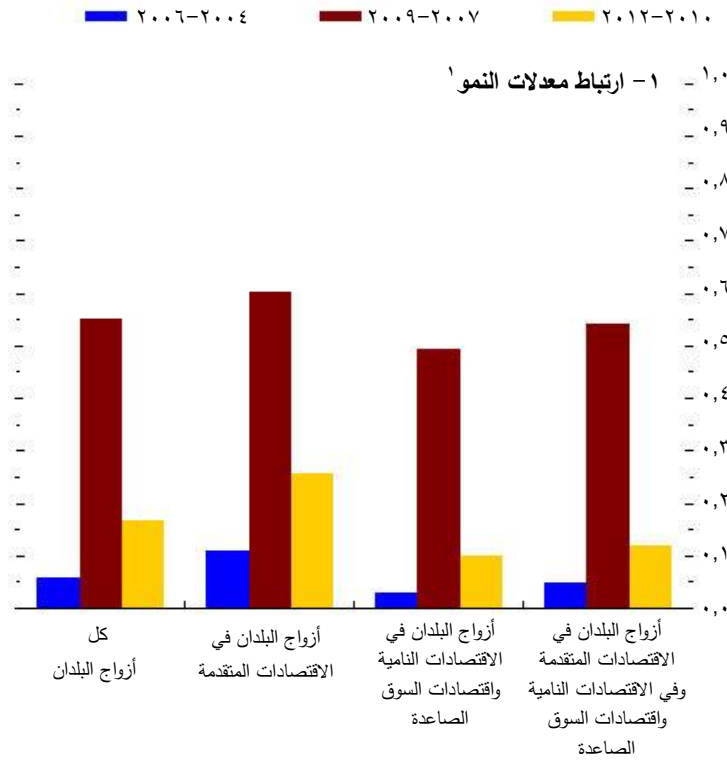
ويعتمد حجم التداعيات على طبيعة الصدمة وقوة الروابط مع الاقتصاد الذي تنشأ فيه الصدمة. فعلى سبيل المثال، يؤدي تشديد قيود المالية العامة في الولايات المتحدة أو منطقة اليورو إلى إحداث أكبر الأثر في البلدان ذات الروابط التجارية الأقوى مع هذه الاقتصادات، كما تؤدي عودة أسعار الفائدة إلى مستواها الطبيعي في الولايات المتحدة إلى إحداث أكبر الأثر في البلدان التي تربط عملتها بالدولار الأمريكي عن طريق قناة أسعار الفائدة (الشكل البياني ٣). وفي المقابل، يعمل سعر الصرف كأداة لامتصاص الصدمات في البلدان التي تعتمد نظام التعويم الحر.

وهناك تصور شائع بأن العولمة المالية تؤدي بالضرورة إلى درجة أكبر من التزامن في حركات الناتج التي تشهدها البلدان المختلفة، وهو تصور خاطئ ما دام الاقتصاد لا يمر بأزمة. فالروابط المالية تتقل الضغوط المالية عبر الحدود، لكنها تؤدي في الأوقات العادية التي تسود فيها صدمات العرض والطلب الحقيقيين إلى تيسير التوزيع العالمي الكفاء لرؤوس الأموال بحيث يمكن نقلها إلى الأماكن التي تحقق فيها أعلى درجات الإنتاجية. والمفتاح هنا هو الحفاظ على منافع زيادة الاندماج المالي مع الحد من المخاطر المصاحبة لهذا الاندماج من خلال تحسين الإشراف الاحترازي، بما في ذلك تحسين التنسيق والتعاون على صعيد السياسات.

وهناك مكاسب يمكن تحقيقها من تنسيق السياسات أثناء انهيارات الناتج المتزامنة. فعلى سبيل المثال، يشكل تنسيق الأحكام المنظمة للسيولة أثناء فترات الذعر العالمي جزءاً أساسياً في أي تحرك لمواجهة الأزمة، كما أن تنسيق سياسات المالية العامة يمكن أن يحول دون تقديم البلدان دفعة تشييطية ضئيلة (يستفيد منها البلد المعني وحده) أو مفرطة (يستفيد منها الآخرون دون مقابل)، نظراً لما يُحدثه التنسيق من تخفيض لحجم التشييط المالي المطلوب من كل بلد.

الشكل البياني ١: تطور حركات الناتج المتزامنة، ٢٠١٢-٢٠٠٤

حين بلغت الأزمة المالية العالمية ذروتها في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩، حدثت زيادة حادة في حركات الناتج المتزامنة، سواء بمقياس الارتباط بين معدلات النمو أو بين الناتج بمعزل عن الاتجاه العام. لكن هذه الحركات شهدت تراجعاً شديداً في السنوات الأخيرة.

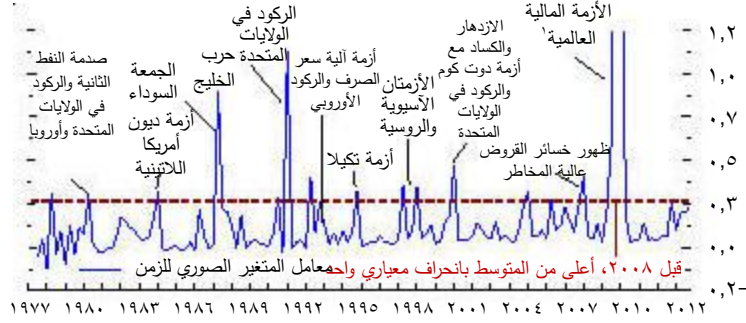


المصادر: مؤسسة Haver Analytics؛ وتقرير آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي؛ ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي (OECD)؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: تضم العينة ٣٤ اقتصاداً متقدماً و ٢٩ من اقتصادات السوق الصاعدة والاقتصادات النامية. راجع الملحق ٣-١ للاطلاع على مجموعات البلدان. ^١ متوسط بسيط لعلاقات الارتباط الثنائية بين معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي ربع السنوية.

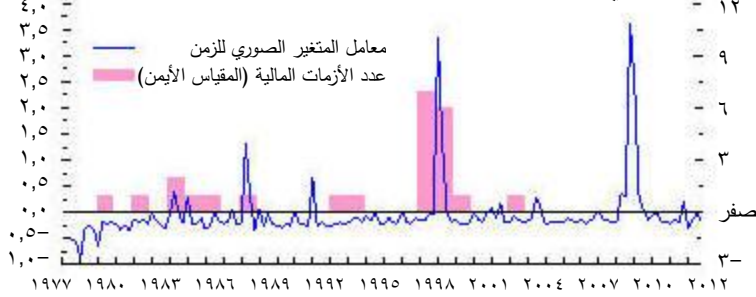
الشكل البياني ٢: ماذا وراء "الصدمات المشتركة"؟

الارتفاعات الحادة في الحركة العالمية المتزامنة تتوافق مع أحداث عالمية موثقة بدقة مثل صدمات النفط والصدمات المالية وفترات الركود في الاقتصادات المتقدمة الكبرى. وتؤكد حركات الناتج المتزامنة أهمية الأزمات المالية في زيادة تزامن الناتج.

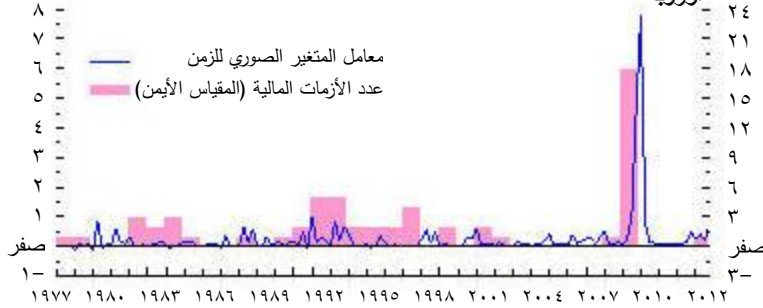
١- كل البلدان



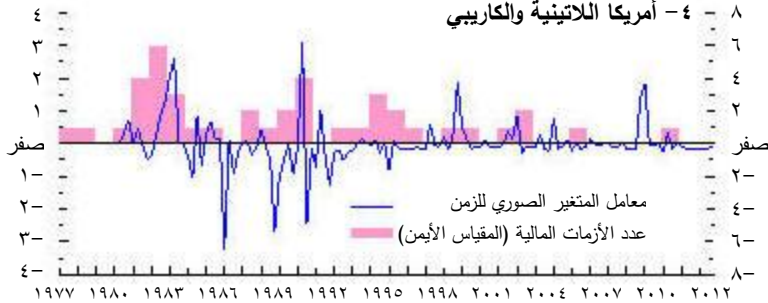
٢- آسيا



أوروبا



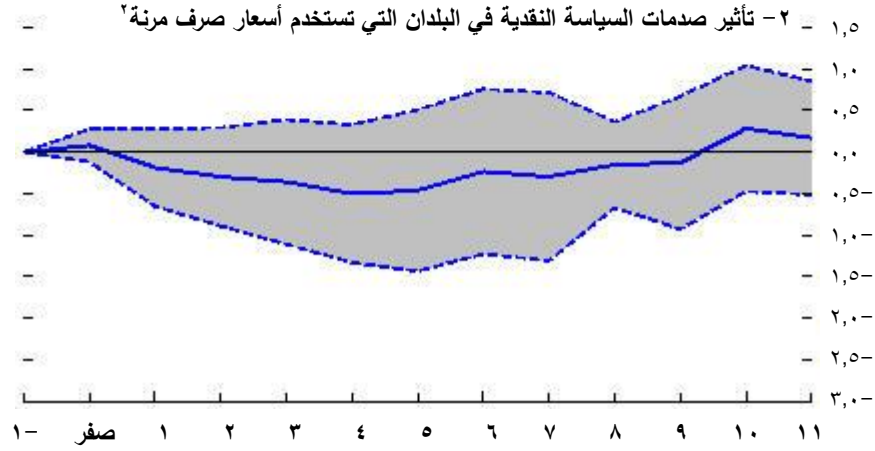
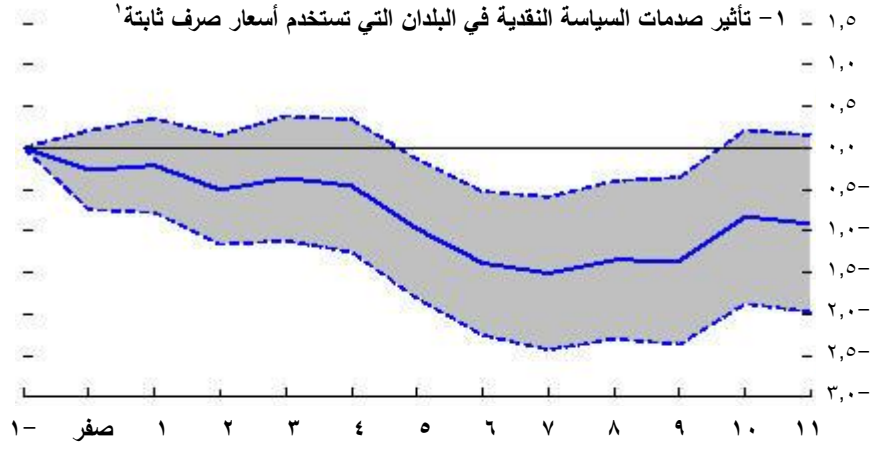
٤- أمريكا اللاتينية والكاريبي



المصادر: دراسة (Laeven and Valencia (2012)؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: الخطوط الزرقاء تعبر عن المتغيرات الصورية للزمن المستمدة من انحدار حالات شبه الارتباط اللحظي على المتغيرات الصورية لأزواج البلدان والزمن. بيانات الركود الخاصة بالولايات المتحدة ومنطقة اليورو منقولة عن المكتب القومي للبحوث الاقتصادية ومركز أبحاث الاقتصاد والسياسات على الترتيب. وتتضمن الأزمات المالية أزمات العملة والديون والنظام المصرفي وهي منقولة من دراسة (Laeven and Valencia (2012)؛ وإذا تعرض أي بلد لأكثر من نوع من أنواع الأزمات في سنة معينة (أزمة مزدوجة في العملة والنظام المصرفي على سبيل المثال) تحسب باعتبارها أزمة واحدة. الأثر الثابت للفترة الزمنية يرتفع متجاوزاً ٥ في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ والربع الأول من ٢٠٠٩.

الشكل البياني ٣: تأثير صدمات السياسة النقدية

(١٠٠ نقطة أساس)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: الخطوط المتقطعة تشير إلى فاصل ثقة قدره ٩٠% حول نقطة التقدير.

^١ المحور الصادي هو التأثير التراكمي على مستوى الإنتاج الصناعي. وتمثل وحدات المحور السيني الشهور، حيث الزمن صفر هو الشهر الذي وقعت فيه صدمة السياسة النقدية.

^٢ وحدات المحور السيني تمثل الشهور، والزمن صفر يشير إلى الشهر الذي وقعت فيه صدمة السياسة النقدية.

موجز للصحافة

الفصل الرابع - السالب والموجب في إدارة التدفقات الرأسمالية: تحقيق التوازن بين التدفقات الرأسمالية الداخلة والخارجة

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠١٣

إعداد: جون سايمون (المؤلف الرئيسي)، هارومير بنيس، جيمي غواهاردو، داميانو سانديري

النقاط الأساسية

- يلاحظ أن التقلبات الكبيرة التي تتعرض لها التدفقات الرأسمالية الأجنبية تكون أقل إثارة للاضطرابات في البلدان التي تحدث فيها إذا كانت تقود إلى عملية موازنة مالية (تغييرات في الاحتياطات أو التدفقات الرأسمالية الخارجة للمقيمين المحليين) وليس موازنة حقيقية (تغييرات في الحساب الجاري).
- غالبا ما كانت إجراءات الموازنة الحقيقية في اقتصادات الأسواق الصاعدة مثيرة للاضطرابات على مدار التاريخ، إذ كانت التقلبات الحادة في التدفقات الرأسمالية الداخلة تقود إلى فترات رواج وعجز في الحساب الجاري على المستوى المحلي، تعقبها أزمات مريكة عندما تتخذ هذه التدفقات اتجاها معاكسا.
- لكن عددا من اقتصادات الأسواق الصاعدة اكتسب مرونة أكبر في العقد الماضي، بفضل زيادة إجراءات الموازنة المالية. فحين انسحب المستثمرون الأجانب من البلاد، بادر المقيمون المحليون بإعادة أصولهم المستثمرة في الخارج. وأثناء الأزمة المالية العالمية، كان إجمالي الناتج المحلي والاستهلاك والبطالة أكثر استقرارا بكثير في هذه الاقتصادات مقارنة بالاقتصادات الأخرى.
- وكانت اقتصادات الأسواق الصاعدة المرنة التي استوعبت التذبذبات في تدفق رؤوس الأموال الداخلة عن طريق الموازنة المالية تتسم بالمواسفات التالية التي يعزز بعضها البعض الآخر:
 - مؤسسات أقوى، مع بنوك مركزية تتمتع بالمصداقية وسياسة مالية ونقدية مضادة للاتجاهات الدورية؛
 - قطاع مالي يخضع لرقابة وتنظيم أقوى؛
 - أنظمة أكثر مرونة لسعر الصرف وقيود محدودة على تدفقات رأس المال.
- ويقترح التحليل مسارا للإصلاحات التي يمكن أن تساعد اقتصادات الأسواق الصاعدة الأقل مرونة على التعامل مع تقلب التدفقات الرأسمالية الداخلة بمزيد من الكفاءة. وتؤدي هذه الإصلاحات، عن طريق تشجيع الموازنة المالية في القطاع الخاص، إلى تحقيق التوازن بين العنصر السالب (الدين) الذي تمثله التدفقات الرأسمالية الداخلة والعنصر الموجب (اليانغ) الذي تمثله التدفقات الرأسمالية الخارجة.

تمثل التدفقات الرأسمالية إلى اقتصادات الأسواق الصاعدة شاغلا خاصا ومستمرًا لكثير من صناعات السياسات. ويرجع ذلك إلى التجارب المريرة التي يعتبر أفضل مثال لها هو الأزمة الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨، حين أدت الطفرات التي شهدتها التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى نمو الائتمان بشكل مفرط، واتساع عجز الحسابات الجارية، وارتفاع أسعار الصرف، وفقدان التنافسية. وحين انعكس مسار التدفقات الداخلة، أجريت عملية موازنة شاقّة سادتها الاضطرابات المالية العنيفة.

لكن ردود الأفعال تلك ليست مشتركة بين كل اقتصادات الأسواق الصاعدة. ففي العديد من هذه الاقتصادات، لم تؤد التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الإضرار بالحساب الجاري بل إلى عملية موازنة مالية، حيث يعمل إجمالي التدفقات الرأسمالية الخارجة للمقيمين المحليين على موازنة إجمالي التدفقات الرأسمالية الداخلة المتقلبة للمستثمرين الأجانب. فعندما يقوم المستثمرون الأجانب بتحويل رؤوس أموالهم إلى داخل هذه الاقتصادات، يميل المقيمون المحليون إلى الاستثمار في الخارج. وحين يصفي المستثمرون الأجانب مراكزهم داخلها، يميل المقيمون المحليون إلى إعادة أصولهم الخارجية إليها. وتعمل هذه التحركات كأداة تثبيت تلقائي لصادفي التدفقات ومن ثم تحول دون حدوث تقلبات كبيرة في الحساب الجاري.

وقد كانت اقتصادات الأسواق الصاعدة التي أجرت موازنة مالية أكبر لمواجهة التقلب في إجمالي التدفقات الرأسمالية الداخلة أفضل أداء بكثير أثناء الأزمة المالية العالمية. ويوضح الشكل البياني ٤-٢ أن هذه البلدان أبدت مرونة أكبر بكثير من البلدان الأخرى. فقد كانت تذبذبات حساباتها الجارية أقل حدة، وانخفاض إجمالي الناتج المحلي ونمو الاستهلاك أقل، وارتفاع معدلات البطالة أكثر محدودة.

ويحدد الفصل بعض المواصفات الأساسية التي تميز اقتصادات الأسواق الصاعدة الأكثر مرونة (التي تستفيد من الموازنة المالية) عن اقتصادات الأسواق الصاعدة الأقل مرونة (التي تعتمد على الموازنة الحقيقية بدرجة أكبر). فالبلدان الأكثر مرونة غالبا ما تمتلك مؤسسات أفضل، مع بنوك مركزية تتمتع بالمصداقية وسياسات مالية ونقدية مضادة للاتجاهات الدورية. كذلك تمتلك هذه البلدان مستوى أفضل من التنظيم والرقابة الماليين يمنع مؤسسات الوساطة المالية من الإقدام على تحمل مخاطر مفرطة في الفترات التي تسودها التدفقات الرأسمالية الداخلة القوية. وأخيرا، فإن هذه البلدان تمتلك نظما أكثر مرونة لسعر الصرف وقيودا محدودة على تدفقات رأس المال، حتى يتمكن المقيمون المحليون من تحريك رؤوس أموالهم بكفاءة عبر الحدود وتتوافر لهم الحوافز الملائمة للقيام بذلك.

ويقترح التحليل مسارا للإصلاحات يمكن أن يساعد اقتصادات الأسواق الصاعدة الأقل مرونة على تعزيز إجراءات الموازنة المالية المحققة للاستقرار. واستنادا إلى دراسات الحالة التي أجريت على شيلي والجمهورية التشيكية وماليزيا، يقترح الفصل أن تبدأ البلدان بتقوية قطاعاتها المالية ومؤسساتها المعنية بالسياسات. وبمجرد وضع التنظيمات الاحترازية والسياسات النقدية والمالية الموثوقة، يمكن أن تبدأ البلدان في تخفيف القيود المتبقية على التدفقات الرأسمالية أو سعر الصرف.

الشكل البياني ٤-٢: الحساب الجاري، وإجمالي الناتج المحلي، والاستهلاك، والبطالة (% ، متوسط)

شهدت البلدان الأقل مرونة تدهورا كبيرا في حساباتها الجارية في السنوات السابقة على الأزمة المالية العالمية أعقبه تحول حاد في اتجاه التدفقات. كذلك مرت هذه البلدان بانكماش أقوى بكثير في إجمالي الناتج المحلي والاستهلاك ومقارنة بالاتجاه العام قبل الأزمة وزيادة أكبر في معدلات البطالة.

