

# آفاق الاقتصاد العالمي

أكتوبر ٢٠٠٩

## ملخص واف

عقب ركود عالمي عميق، أخذت معدلات النمو الاقتصادي تتحول إلى الاتجاه الموجب مع تدخل الحكومات على نطاق واسع لدعم الطلب والحد من كثافة أجواء عدم اليقين والمخاطرة النظامية في الأسواق المالية. ويُتوقع أن يكون التعافي بطيئاً، نظراً لاستمرار ضعف النظم المالية وضرورة التدرج في سحب الدعم المقدم من السياسات العامة واستمرار حاجة الأسر في الاقتصادات التي أضررت من كساد أسعار الأصول إلى إعادة بناء مدخراتها وهي تعاني من ارتفاع معدلات البطالة. ولا تزال أهم متطلبات السياسة استعادة صحة القطاع المالي مع الحفاظ على السياسات الاقتصادية الكلية الداعمة إلى أن يصبح التعافي عميق الجذور. ولكن صانعي السياسات عليهم البدء في الإعداد لعملية منمّمة تنتهي بسحب التدخل الحكومي الذي بلغ مستويات استثنائية.

## الركود العالمي في سبيله إلى الانتهاء ولكن التعافي القادم سيكون ضعيفاً

يبدو أن الاقتصاد العالمي بدأ يزداد توسعاً من جديد، تدفّعه قوة أداء الاقتصادات الآسيوية واستقرار أوضاع الاقتصادات الأخرى أو تعافيتها في حدود متواضعة. فقد أدى التدخل الحكومي غير المسبوق في الاقتصادات المتقدمة إلى استقرار النشاط، وحتى إلى دعم استعادة معدلات نمو محدودة في عدة اقتصادات. أما الاقتصادات الصاعدة والنامية فقد قطعت على وجه العموم شوطاً أطول على طريق التعافي، يقودها النهوض الذي تشهده آسيا. ويستفيد كثير من هذه الاقتصادات في الوقت الراهن من رواج أسعار السلع الأولية مؤخراً ومن السياسات الداعمة المتبعة. وكان عدد كبير من بلدان أوروبا الصاعدة وكومنولث الدول المستقلة قد تعرض لضربة موجعة إلى حد كبير من جراء الأزمة، كما أن التطورات التي تحدث في هذه الاقتصادات متأخرة عموماً عن التطورات في التي تشهدها الاقتصادات الأخرى.

ويسير التعافي بوتيرة بطيئة، ولا يزال النشاط أقل بكثير من مستوياته قبل الأزمة. ويأتي التحسن الجاري مدفوعاً بالارتداد الإيجابي في قطاع الصناعات التحويلية والتحول في دورة المخزون، وهناك بعض بوادر الاستقرار التدريجي في مبيعات التجزئة وعودة الثقة إلى المستهلكين وتحقيق المزيد من التماسك في أسواق المساكن بالتدريج. ومع تحسن التوقعات عادت أسعار السلع الأولية إلى الارتفاع بعد أن هبطت إلى أدنى مستوياتها في أوائل العام الحالي، كما بدأ التحسن في النشاط التجاري العالمي.

أما العوامل التي حفزت هذا الارتداد الإيجابي فهي السياسات العامة القوية التي اعتمدها الاقتصادات المتقدمة وعدد كبير من الاقتصادات الصاعدة، حيث عملت هذه السياسات على دعم الطلب وكادت تبديد كافة المخاوف من احتمالات الكساد العالمي، وهي المخاوف التي ساهمت في إحداث انخفاض هو الأكثر حدة في النشاط الاقتصادي

العالمي والتجارة العالمية منذ الحرب العالمية الثانية. وسرعان ما جاء رد فعل البنوك المركزية الذي تمثل في تخفيضات استثنائية كبيرة في أسعار الفائدة وتدابير غير تقليدية لضخ السيولة والحفاظ على استمرارية الائتمان. وأطلقت الحكومات برامج كبيرة للتنشيط المالي مع دعم البنوك بتقديم الضمانات وضخ رؤوس الأموال. وقد أسهمت هذه التدابير مجتمعة في خفض حالة عدم اليقين وزيادة الثقة، مما شجع تحسن الأوضاع المالية، حسبما يتبين من عمليات جني الأرباح القوية التي شهدتها أسواق كثيرة وانتعاشة تدفقات رؤوس الأموال الدولية. إلا أن البيئة السائدة لا تزال مليئة بتحديات جسيمة تواجه المقترضين المصنفين في مستويات ائتمانية منخفضة. وبشكل أعم، وكما يؤكد عدد أكتوبر ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، لا تزال مخاطر انعكاس المسار مصدرا كبيرا للقلق، ولا يزال عدد من مؤشرات الضغوط المالية مرتفعا.

وبالنسبة للفترة المقبلة، يُتوقع أن تشهد قوى السياسة فقداننا تدريجيا لزعهما الدافع للانتعاشة الحالية، وأن تظل قوى القطاعين الحقيقي والمالي ضعيفة، وإن كانت تزداد قوة بالتدريج. وعلى وجه التحديد، سوف تتضاءل دفعة التنشيط المالي ويزول بالتدريج تأثير عملية بناء المخزون. وفي الوقت نفسه، يواصل الاستهلاك والاستثمار اكتساب قوة متزايدة ولكنها بطيئة، مع استمرار ضيق الأوضاع المالية في عدد كبير من الاقتصادات. وعلى ذلك تشير التنبؤات إلى توسع النشاط الاقتصادي العالمي بما يقرب من ٣% في عام ٢٠١٠، وهو ما يقل بكثير عن المعدلات المسجلة قبل الأزمة. وتعكس هذه التوقعات زيادات محدودة في توقعات عدد يوليو ٢٠٠٩ من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي.

- يُتوقع حدوث توسع بطيء في الاقتصادات المتقدمة لفترة تغطي معظم عام ٢٠١٠، مع استمرار ارتفاع معدلات البطالة حتى فترة متأخرة من العام. ومن المتوقع أن يصل النمو السنوي في عام ٢٠١٠ إلى نحو ١,٢٥%، عقب انكماش مقداره ٣,٥% في عام ٢٠٠٩. ويزداد تعافي النشاط وضوحا من منظور التغيير المقارن بين الربع الأخير من العام والربع الأخير من العام التالي؛ إذ يُتوقع أن يرتفع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الربع الرابع من عام ٢٠١٠ بمقدار ١,٧٥% عن معدله في الربع الرابع من عام ٢٠٠٩، عقب توسع بلغ حوالي ٠,٥% (على أساس سنوي مقارن) خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٩ وانكماش بواقع ٢% في نصفه الأول.

- وفي الاقتصادات الصاعدة يُتوقع أن يبلغ نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ٥% تقريبا في عام ٢٠١٠، مقابل ١,٧٥% في عام ٢٠٠٩. ويتحقق هذا الارتداد الإيجابي بقيادة الصين والهند وعدد من الاقتصادات الآسيوية الصاعدة الأخرى. وثمة ارتداد إيجابي محدود تشهده اقتصادات صاعدة أخرى بدعم من الدفعة التنشيطية التي تتيحها السياسات والتحسين المستمر في الأوضاع التجارية والمالية العالمية.

ولا تزال مخاطر النتائج دون المتوقعة مصدرا للقلق رغم استمرار انحسارها التدريجي. ويأتي توقف مسيرة التعافي على رأس هذه المخاطر قصيرة الأجل. ذلك أن الخروج السابق لأوانه من مرحلة السياسات النقدية والمالية التيسيرية يبدو واحدا من المخاطر الرئيسية لأن الارتداد الإيجابي الذي حققته السياسات قد يُفهم خطأ على أنه بداية تعاف قوي في طلب القطاع الخاص. وعلى وجه العموم، يبدو أن الاقتصاد العالمي الهش لا يزال معرضا لمجموعة من الصدمات المتنوعة، بما في ذلك تصاعد أسعار النفط أو عودة أنفلونزا الخنازير (H1N1) في صورة عنيفة أو الأحداث الجغرافية-السياسية أو ظهور تيار الحمائية من جديد.

على أن مخاطر الأجل القصير لا تقتصر على النتائج دون المتوقعة، حسبما يتضح من تحسُّن الأوضاع المالية مؤخرا بسرعة أكبر مما كان متوقعا. فمن الدوافع التي يُحتمل أن تساعد على حدوث طفرة استهلاك واستثمار تفوق التوقعات في عدد من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة نخص بالذكر ما حققته السياسات من تضائل المخاوف تجاه احتمال انهيار النشاط الاقتصادي مثلما حدث في ثلاثينات القرن الماضي والتحسُّن القوي المصاحب في مزاج الأسواق المالية.

وبالنظر إلى آفاق الأجل المتوسط، يُلاحظ وجود مخاطر مهمة أخرى تهدد استمرارية التعافي، لا سيما في الاقتصادات المتقدمة الكبرى. فعلى الصعيد المالي، هناك قلق كبير من أن يتوقف الدعم الحكومي لعملية إعادة الهيكلة المالية بسبب استمرار تشكك الجماهير فيما يُعتقد أنه عمليات إنقاذ لنفس الشركات التي تعد مسؤولة عن الأزمة، مما يمهد السبيل لفترة مطولة من الركود. وعلى صعيد السياسة الاقتصادية الكلية، تدور أكبر المخاطر حول أرسدة المالية العامة المتدهورة، بما في ذلك الأرصدة التي يرجع السبب في تدهورها إلى التدابير المعتمدة لدعم القطاع المالي.

## ما بعد ٢٠١٠: إعادة التوازن للاقتصاد العالمي

من المتوقع أن يعتمد تحقيق نمو قوي ومستمر على المدى المتوسط اعتمادا حاسما على معالجة اختلالات العرض التي ولدتها الأزمة واستعادة التوازن في نمط الطلب العالمي.

## انخفاض الناتج المحتمل

سوف تقتضي معالجة الأزمة إعادة هيكلة الشركات المالية وإصلاح الأسواق حتى تتمكن من تقديم الائتمان الكافي لتغطية الزيادات المستمرة في الاستثمار والإنتاجية، بينما سيتعين إعادة توزيع العمالة على مختلف القطاعات. ويسوق الفصل الرابع أدلة تاريخية تشير إلى أن الأزمات المالية السابقة عادة ما كانت تعقبها إصابة الناتج

بضربات قاسية ودائمة الأثر، وإن كان مداها يصعب تحديده ونتائجها تتسم بالتنوع الكبير. ويُلاحَظ أن التوقعات الحالية للنتائج على المدى المتوسط تتخذ بالفعل مساراً أدنى بكثير مما كان عليه قبل الأزمة، الأمر الذي يتسق مع فقدان الناتج المحتمل بصفة دائمة. وسجل الاستثمار تراجعاً حاداً بالفعل، ولا سيما في الاقتصادات التي ألتمت بها الأزمات المالية والعقارية. وكل ذلك، إلى جانب ارتفاع أسعار الخردة مع إفلاس الشركات أو إعادة هيكلتها، يواصل تخفيض أرصدة رؤوس الأموال الفعلية. وإضافة إلى ذلك، يُتوقع أن تستمر معدلات البطالة في مستويات مرتفعة على المدى المتوسط في عدد من الاقتصادات المتقدمة.

### إعادة توازن الطلب

حتى تُستكمل الجهود المبذولة لإصلاح جانب العرض في مختلف الاقتصادات، سيتعين إجراء تعديلات أيضاً في نمط الطلب العالمي للحفاظ على قوة التعافي. وعلى وجه التحديد، سوف يحتاج الكثير من الاقتصادات التي اتبعت استراتيجيات للنمو بقيادة الصادرات وحققت فوائض في حساباتها الجارية إلى زيادة الاعتماد على الطلب المحلي والواردات، مما سيساعد على موازنة الطلب المحلي الضعيف في الاقتصادات التي عادة ما تسجل عجزاً في حساباتها الجارية كما مرت بكساد في أسعار الأصول (الأسهم أو المساكن)، بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وأجزاء من منطقة اليورو وعدد كبير من اقتصادات أوروبا الصاعدة. ولاستيعاب هذه التحولات على جانب الطلب سيتعين إحداث تغييرات على جانب العرض أيضاً، مما سيتطلب إجراءات على أصعدة متعددة، منها تدابير لإصلاح النظم لمالية، وتحسين حوكمة الشركات والوساطة المالية، ودعم الاستثمار العام، وإصلاح شبكات الأمان الاجتماعي بغية خفض الادخار الاحترازي. غير أن هذه العملية لاستعادة توازن الطلب العالمي سوف تكون عملية مطولة وسوف يتعين دعمها بزيادة مرونة أسعار الصرف.

### تحديات السياسة

لا تزال أهم أولويات السياسة استعادة صحة القطاع المالي والحفاظ على السياسات الاقتصادية الكلية الداعمة إلى أن يصبح التعافي عميق الجذور، وإن كان سيتعين على صانعي السياسات البدء أيضاً في الإعداد لسحب التدخل الحكومي الذي بلغ مستويات استثنائية. ويبدو أن الخطر الأكبر على المدى القصير هو احتمال سحب تدابير التنشيط المالي على نحو سابق لأوانه، إلا أن وضع الاستراتيجية الاقتصادية الكلية متوسطة الأجل لمرحلة ما بعد الأزمة هو إجراء أساسي للحفاظ على الثقة في ملاءة المالية العامة والاستقرار السعري والمالي. ويكمن التحدي الراهن في تحديد مسار متوسط بين إنهاء التدخلات الحكومية في وقت أبكر من اللازم، وهو ما من شأنه تهديد الإنجازات التي تحققت في تأمين الاستقرار والتعافي المالي، وترك هذه التدابير قائمة لفترة أطول من اللازم، وهو ما ينطوي على خطر تشويه الحوافز والإضرار بالميزانيات العمومية الحكومية.

## توقيت تشديد الأوضاع النقدية التيسيرية

القضيتان الأساسيتان أمام صانعي السياسة النقدية هما توقيت البدء في تشديد السياسة النقدية وكيفية تفكيك الميزانيات العمومية الكبيرة لدى البنوك المركزية. وليس هناك تعارض كبير بالضرورة بين هذين الهدفين، نظرا لوجود الأدوات اللازمة لبدء تشديد الأوضاع النقدية حتى في الوقت الذي لا تزال فيه الميزانيات العمومية أكبر بكثير من المعتاد. وينبغي أن تعتمد وتيرة تفكيك تراكمات الميزانيات العمومية للبنوك المركزية على التقدم المحرز في استعادة أوضاع الأسواق الطبيعية وكذلك نوعية التدخلات القائمة.

وفيما يتعلق بتوقيت تشديد السياسة النقدية، تواجه الاقتصادات المتقدمة والصاعدة تحديات مختلفة. ففي الاقتصادات المتقدمة، تستطيع البنوك المركزية (مع بضعة استثناءات) أن تحتفظ بالأوضاع التيسيرية لفترة أطول لأن المرجح أن تظل معدلات التضخم تحت السيطرة ما دامت فجوات الناتج واسعة. كذلك سيتعين على صانعي السياسات النقدية استيعاب تأثير السحب التدريجي للدعم المقدم من المالية العامة. أما الاقتصادات الصاعدة فالموقف فيها أكثر تنوعا. فالأرجح في عدد من هذه الاقتصادات أن يكون من المناسب البدء في إلغاء التيسير النقدي في وقت أقرب منه في الاقتصادات المتقدمة. وقد يتطلب الأمر زيادة مرونة أسعار الصرف في اقتصادات أخرى لدرء مخاطر عودة فقاعات أسعار الأصول في اقتصادات أخرى، وذلك حتى تتجنب عملية تشديد السياسة النقدية استيراد موقف تيسيري مبالغ فيه من الاقتصادات المتقدمة.

وكما يؤكد عدد أكتوبر ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، يرجح أن تظل هناك ضرورة لاستمرار الدعم المقدم من البنوك المركزية حتى العام القادم على الأقل في عدد كبير من الاقتصادات، وقد يستغرق الأمر وقتا أطول بكثير حتى يتم التخلص من الأصول غير السائلة المتراكمة في الميزانيات العمومية لبعض البنوك المركزية. وفي الوقت نفسه، تمتلك البنوك المركزية الأدوات اللازمة لاستيعاب الاحتياطات حسب الحاجة لتشديد الأوضاع النقدية. وبالنظر لما وراء تحديات الأجل القصير، نتساءل عن بعض دروس الأزمة التي يمكن الاستفادة منها في إدارة السياسة النقدية. وتشير الأدلة التاريخية في هذا الخصوص إلى أن استقرار معدلات التضخم نسبيا ونمو الناتج لا يقدمان حماية تُذكر من الصدمات الكبرى التي يتعرض لها الاقتصاد من جراء انفجار فقاعات أسعار الأصول؛ ذلك أن الناتج والتضخم يمثلان عاملين ضعيفين للتنبؤ بكساد أسعار الأصول. وبيِّن الفصل الثالث أن هناك متغيرات أخرى، أبرزها نمو الائتمان ورصيد الحساب الجاري، تمتلك قدرة تنبؤية أفضل وقد تستحق اهتماما أكبر من صانعي السياسات. وينبغي على ذلك أنه إذا تزايدت المخاوف بشأن الطلب المحلي وأسعار الأصول، ينبغي أن ينظر صانعو السياسات النقدية في إمكانية تشديد السياسة بدرجة أكبر من المطلوب لمجرد إبقاء التضخم تحت السيطرة خلال العام أو العامين المقبلين. ويذهب هذا الفصل أيضا إلى أن صانعي

السياسات ينبغي أن ينظروا في إمكانية استكمال استهداف التضخم باستحداث أدوات للسلامة الاحترازية الكلية تساعد في بلوغ الاقتصادات مرحلة الاستقرار. وتتسم هذه الأدوات بميزة العمل المباشر استنادا إلى دورات الائتمان، مما يجعلها مفيدة في استكمال الدور الذي تؤديه أسعار الفائدة في تحقيق استقرار الاقتصادات. إلا أن التوقعات بشأن ما يمكن تحقيقه ينبغي أن تكون واقعية.

### **الحفاظ على الدعم المقدم من المالية العامة مع حماية استمرارية موارد المالية العامة**

بالرغم من حجم العجز الكبير والدين العام الذي يواصل الارتفاع بالفعل في عدد كبير من البلدان، فمن الضروري الحفاظ على الدفعة التنشيطية المالية إلى أن يصبح التعافي عميق الجذور، وقد يتطلب الأمر زيادة حجمها أو التوسع فيها بما يتجاوز الخطط الحالية إذا تحققت مخاطر النتائج دون المتوقعة التي تهدد النمو. ولذلك ينبغي أن تقف الحكومات على أهبة الاستعداد لإطلاق مبادرات جديدة متى اقتضت الضرورة. وفي الوقت نفسه، ينبغي أن تلتزم الحكومات بإجراء تخفيضات كبيرة في العجز بمجرد أن يصبح التعافي راسخا، كما يجب أن تشرع في مواجهة التحديات طويلة الأجل على مستوى المالية العامة عن طريق دفع عجلة الإصلاحات التي تكفل وضع الموارد العامة على مسار قابل للاستمرار. ويمكن الاستفادة في تحقيق هذه التخفيضات من اعتماد أطر أكثر صلابة للمالية العامة، بما في ذلك اعتماد قواعد مالية ملائمة وآليات تنفيذية قوية. ويمكن أن تكون لهذه الأطر والقواعد أدوار مفيدة في كبح ضغوط الإنفاق عند عودة أوقات اليسر، مما يحقق للمستثمرين درجة من الاطمئنان لتراجع العجز والديون في نهاية المطاف. ويشكل هذا مطلبا ضروريا لاستعادة المجال الواسع أمام السياسة المضادة للاتجاهات الدورية وإعادة بناء الدعم الحكومي للأسواق المالية، وكلاهما أمران مطلوبان لمواجهة الصدمات في المستقبل.

### **مداواة القطاعات المالية تزامنا مع إصلاح الأطر الاحترازية**

لا غنى عن استكمال معالجة القطاع المالي وإصلاح الأطر الاحترازية من أجل استعادة النمو المستمر. وتمثل إعادة هيكلة أنشطة الشركات المالية عنصرا أساسيا لاستئناف أنشطة الإقراض العادي. وكما هو مبين بمزيد من التعمق في عدد أكتوبر ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، سيتطلب ذلك تنقية الميزانيات العمومية لهذه الشركات وإعادة رسميتها كما سيتطلب خطط عمل جديدة تتوافق مع نماذج التمويل والأطر الاحترازية الجديدة. وحتى الآن، لم يُحرزَ إلا تقدم ضئيل للغاية في إزالة الأصول مترابطة القيمة من الميزانيات العمومية للبنوك. ويتمثل التحدي الأكبر حاليا في استمرار تدهور جودة الأصول. وفي هذا الصدد، تشكل الاختبارات الرسمية للقدرة على تحمل الضغوط أدوات مهمة يمكن من خلالها تشخيص أوضاع البنوك بغية رسم الاستراتيجيات المناسبة لإعادة رسمة وهيكله البنوك القادرة على البقاء منها أو تسوية أوضاع التي لا تمتلك مقومات الاستمرار. وعلى

هذا الصعيد، كان التقدم متباينا عبر البلدان المختلفة، ومن مصادر القلق وجود معوقات سياسة أمام دعم عملية إعادة الرسملة. ويتعين أن تكون استراتيجيات الخروج مفصلة لا لبس فيها حتى تصلح مرشدا للأسواق. وتواجه البنوك "جدارا" من آجال الاستحقاق المتقاربة في السنتين القادمتين، مما يزيد من مخاطر تمديد الديون. وفي هذا السياق يتعين توخي التدرُّج الشديد في إلغاء البرامج، وذلك باستخدام حوافز سوقية تشجع الحد من الاعتماد على الدعم الحكومي.

وفيما يتعلق بالإصلاح الأساسي، يتعين ألا يكون أي إصلاح شامل جذري معرضا لخطر تزايد الثقة في أن مخاطر الأزمة الجسيمة قد انقضت، أو المخاوف من احتمال فقدان بعض المزايا التنافسية الوطنية، أو القلق من أن تكون أولى الحلول الفضلى بعيدة عن المتناول لأسباب فنية. وكما يؤكد عدد أكتوبر ٢٠٠٩ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، هناك أربعة تحديات تستحق اهتماما خاصا؛ أولا، يتعين توسيع محيط التنظيم وزيادة مرونته، بحيث يغطي كافة المؤسسات المؤثرة على النظام المالي، إلى جانب توفير الحوافز للحيلولة دون استمرار تزايد عدد المؤسسات التي تعتبر حاليا "أكبر أو أكثر ترابطا من أن تفشل". ثانيا، يتعين تشجيع الانضباط السوقي الفعلي عن طريقة زيادة الشفافية والإفصاح وإصلاح حوكمة المؤسسات المالية. ثالثا، يتعين أن تكون أطر السلامة الاحترازية الكلية باعنا للبنوك على بناء قدر أكبر من الأرصدة الاحتياطية – عن طريق زيادة رأس المال ورصد المخصصات في أوقات اليسر لاستخدامها في أوقات الشدة. رابعا، يتعين توثيق التعاون والتنسيق على المستوى الدولي للتعامل كما ينبغي مع التحديات التي تفرزها المؤسسات العابرة للحدود.

### تحديات السياسة الهيكلية والاجتماعية

سيمثل ارتفاع معدلات البطالة تحديا كبيرا في كثير من الاقتصادات المتقدمة، وستظل معدلات الفقر تشكل تحديات أمام عدد كبير من الاقتصادات النامية. ويورد الفصل الرابع أدلة تشير إلى أن معدلات البطالة عادة ما يغلب عليه الارتفاع الكبير وتظل أعلى من المعتاد لسنوات طويلة في أعقاب الصدمات المالية. وللحد من مدى فقدان الوظائف يتعين إبطاء نمو الأجور أو حتى خفضها لعدد كبير من العاملين. ويمكن تخفيف أثر هذه التعديلات الضرورية على الفئات الفقيرة من القوى العاملة بمنح خصوم ضريبية على الدخل المكتسب أو عن طريق أي برامج مماثلة تحد من التداعيات الاجتماعية لتعديل الأجور. وإضافة إلى ذلك، يمكن الحد من فقدان الوظائف والأجور بتحسين التواءم بين الوظائف والأفراد وكذلك الارتفاع بالتعليم والتدريب. ويمكن أن تسجل معدلات الفقر زيادة كبيرة في بعض البلدان النامية، وخصوصا في إفريقيا جنوب الصحراء، حيث يشهد نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي انكماشاً في عام ٢٠٠٩ للمرة الأولى منذ عشر سنوات. وسيكون استمرار دعم المانحين من الاقتصادات المتقدمة عنصرا حاسما حتى تتمكن هذه الاقتصادات من الحفاظ على مكاسب الاستقرار الاقتصادي الكلي التي حققتها بجهد جهيد.

## موجز للصحافة

### الفصل الثالث: دروس للسياسة النقدية من تجربة تقلبات أسعار الأصول

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٩

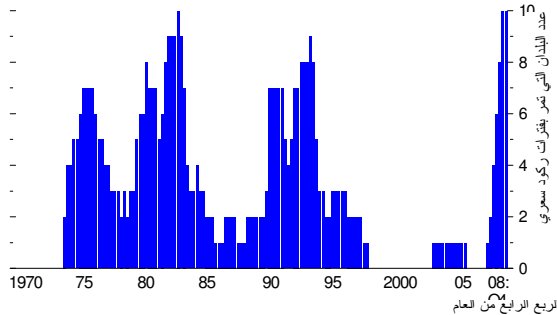
إعداد: أنطونيو فاتاس، براكاش كانان، باو رابانال، ألاسدير سكوت

#### النقاط الأساسية

- ينبغي أن يزداد تركيز صانعي السياسات على المخاطر المالية والاقتصادية الكلية المحيطة، وهو ما ينطوي على تشديد الأوضاع النقدية في وقت أبكر وبمزيد من القوة، سعياً لمنع تراكم التجاوزات الخطرة في سوقي الأصول والائتمان، حتى وإن بدا التضخم محكوماً في الغالب.
- يوضح الفصل أن دورات الركود السابقة في أسعار الأصول غالباً ما كانت مسبقة بتوسع ائتماني سريع، وتدهور مستمر في أرصدة الحساب الجاري، وتحولات كبيرة نحو الاستثمار في العقارات السكنية. ونظراً لأن التضخم عادة ما كان يظل في نطاق محكوم، كانت البنوك المركزية تتجاوز عن الاختلالات المتنامية، مما زاد من مخاطر دورات الركود المدمرة.
- هناك تحديات عديدة أمام من يتبع منهجاً أوسع نطاقاً في إدارة السياسة النقدية. وقد يتطلب الأمر توسيع الصلاحيات القائمة واعتماد مجموعات جديدة من أدوات السياسة. وسوف يتعين على صانعي السياسات الاحتكام إلى تقديرهم الشخصي في استكشاف القوى المحركة لأسعار الأصول واللجوء إلى الاستسباب تفادياً لأخطاء السياسة باهظة التكلفة. ومن الضروري التزام الواقعية في تحديد التوقعات المنتظرة، حيث يصعب التمييز بطبيعة الحال بين تحركات أسعار الأصول القابلة للاستمرار وغير القابلة للاستمرار.

#### الشكل البياني 1- دورات الركود السعري في سوق الإسكان

على غرار سوق الأسهم، كانت حالات الركود السعري في سوق الإسكان تتعاقب بمعدلات تواتر منتظمة نسبياً في الأربعين عاماً الماضية. وجاءت فترات، منها الفترة الحالية، تجمعت فيها عدة حالات في آن واحد، مما عرض الكثير من الاقتصادات لركود سعري متزامن في سوقي الإسكان والأسهم.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

يهدف هذا الفصل إلى استقاء الدروس الملائمة للسياسة

النقدية من واقع التجارب الأخيرة مع دورات أسعار الأصول. ويبحث الفصل في الأدلة التاريخية المتاحة لمعرفة

ما إذا كانت هناك أنماط اقتصادية كلية في الفترة السابقة على ركود أسعار الأصول (انظر الشكل البياني 1)، كما ينظر في دور السياسة النقدية في مرحلة الاقتراب المتواصل من حالة الركود، بما في ذلك الفترة التي وقعت فيها آخر أزمة، ويتساءل عما إذا كان ينبغي أن تكون

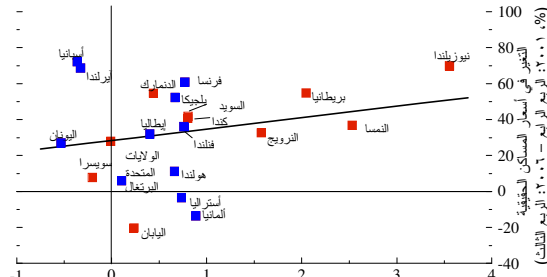


السياسة النقدية مسؤولة عن أكثر من مجرد تأمين استقرار التضخم في أسعار السلع، وكيفية تحقيقه، وماهية المفاضلات التي يتطلبها.

ويخلص الفصل إلى أن السياسة النقدية لا تقدم الدليل القاطع على دورها في الأزمة الراهنة. وتتوافر بعض الأدلة على مساهمة السياسة النقدية المتراخية في السنة السابقة على الأزمة الراهنة في بعض البلدان، ولكنها لا يرجح أن تكون هي السبب النظامي الأساسي وراء فترات الرواج وفترات الكساد اللاحقة في الاقتصاد العالمي. ولا توجد علاقة ارتباط وثيقة بين اختلافات البلدان من حيث ركائز السياسة النقدية من ناحية والاختلافات المتعلقة بزيادة أسعار المساكن والأسهم من ناحية أخرى (انظر الشكل البياني الثاني).

### الشكل البياني ٢- تغيرات أسعار المساكن الحقيقية وأسعار الفائدة الحقيقية على أدوات السياسة النقدية

في الاقتصادات التي تطوق أسعار فائدة اسمية مشتركة على أدوات السياسة النقدية، جاء تراجع أسعار الفائدة الحقيقية في السنوات الأخيرة مصحوبا بارتفاعات أكبر في أسعار المساكن الحقيقية. ولم يظهر في السنوات الأخيرة ارتباط يذكر بين أسعار الفائدة الحقيقية على أدوات السياسة النقدية وأسعار المساكن الحقيقية - شهدت عدة بلدان ارتفاعات كبيرة في أسعار المساكن رغم ضيق الأوضاع النقدية

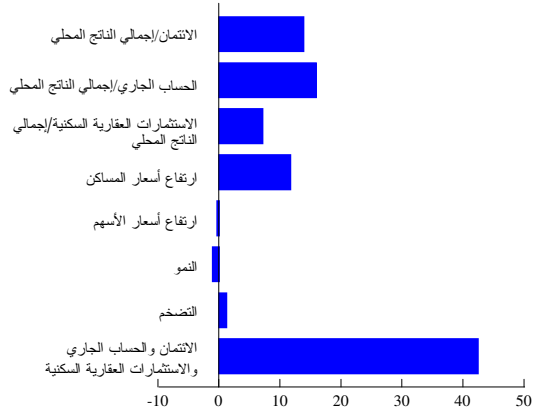


متوسط أسعار الفائدة الحقيقية على أدوات السياسة النقدية (٢٠٠٢ - الربع الأول - ٢٠٠٦: الربع الثالث)

المصادر: بنك التسويات الدولية؛ مؤسسة Bloomberg Financial Markets؛ مؤسسة Haver Analytics؛ السلطات الفدرالية؛ منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي (OECD)؛ مؤسسة Thomson Datastream؛ حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

### الرسم البياني ٣- المؤشرات القيادية لدورات الكساد في أسعار المساكن

يوضح الشكل البياني نسبة المرات التي تتحقق فيها حالات الكساد بعد صدور إنذار في هذا الخصوص بفترة تتراوح بين سنة وثلاث سنوات، مقارنة بأحتمالية الكساد غير المشروطة. وبالنسبة لكساد أسعار المساكن منذ عام ١٩٨٥، تؤدي التجاوزات الكبيرة في الائتمان والحساب الجاري والاستثمارات السكنية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي إلى زيادة احتمالات الكساد الوثيك. ولا يعد نمو الناتج والتضخم ضمن المؤشرات القيادية



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

غير أن الأزمة الراهنة سبقتها إشارات تحذير كان ينبغي أن ينتبه لها صانعو السياسات النقدية. فقد استوفت البنوك المركزية المهمة التي كلفت بها - فظل التضخم في الاقتصادات المتقدمة ضمن نطاق في الفترة المؤدية إلى الأزمة الحالية. ولكنها سمحت بتراخي الأوضاع المالية، مما زاد من مخاطر الكساد المدمر. فالائتمان ومساهمة الاستثمار في إجمالي الناتج المحلي، وعجز الحساب الجاري، وأسعار الأصول عادة ما ترتفع قبل كساد أسعار الأصول، مما يتيح مؤشرات قيادية مفيدة لكساد أسعار الأصول. وفي المقابل، نجد أن التضخم والناتج لا يبديان سلوكا غير معتاد (انظر الشكل البياني ٣)

وعلى ذلك، يمكن أن يستفيد صانعو السياسة النقدية من زيادة التركيز على تجنب نوبات الكساد في أسعار الأصول. ويشير التحليل القائم على نموذج إلى إمكانية وجود مبرر لردود الأفعال النقدية الأقوى من المعتاد تجاه دلائل النشاط الاقتصادي المحموم أو فقاعات أسعار الأصول، وذلك للحد من تقلب الاقتصاد الكلي. ويعني ذلك تشديد الأوضاع النقدية في وقت أبكر وبقوة أكبر سعيا لمنع التراكمات الخطرة المبالغ فيها في سوقي

الأصول والائتمان، حتى وإن بدا التضخم محكوماً في معظمه.

ومما يمكن أن يفيد السياسة النقدية استحداث أدوات للسلامة الاحترازية الكلية تتغير مع الوقت وتصمم خصيصاً لتخفيف حدة الدورات في أسواق الائتمان. ومن المقترحات الأخرى في هذا الصدد اتباع "الطريقة الديناميكية في رصد المخصصات" والتي تقوم فيها المؤسسات المالية بتجنيد المزيد من رأس المال كلما ازداد الرفع المالي، أو لإتاحة الفرصة أمام صانعي السياسات كي يمارسوا صلاحياتهم الاستثنائية فيما يتعلق بالاحتياطي الإلزامي. وللخروج بأفضل تأثير، ينبغي مراعاة التنسيق التام بين رسم السياسة النقدية وأدوات السلامة الاحترازية.

وقد يتطلب الأمر توسيع صلاحيات البنوك المركزية حتى تعالج المخاوف المعلنة بشأن الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي. ولكن صانعي السياسات الذين يتبعون منهجاً أوسع نطاقاً للسياسة النقدية ينبغي أن يفسروا بعناية تامة السبب وراء اتخاذ الإجراءات المعنية، وماهية الهدف الآتي، واتساق الإجراءات مع أهداف الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي على المدى الأطول.

لكن التوقعات ينبغي أن تكون واقعية بشأن ما يمكن أن يتحقق باتباع مثل هذه المناهج الأوسع نطاقاً. ويمكن في بعض الأحيان أن تكون التطورات الإيجابية في الإنتاجية مبرراً كافياً لطفرات أسعار الائتمان والأصول، ومن الصعب أن نعرف مقدماً ما إذا كانت فترات الرواج مدفوعة بظروف إيجابية أم سلبية. وتؤكد أدلة الدراسات التجريبية أن الضوضاء تشوب حتى أفضل مؤشرات التعرض للمخاطر المالية، حيث ترسل في بعض الأحيان إشارات كاذبة وتولد مزيداً من مخاطر الوقوع في أخطاء السياسة. ويمكن أن يكون الافتقار إلى المرونة في استخدام أدوات سياسة السلامة الاحترازية الكلية مفضياً إلى أخطاء على مستوى السياسة، مما يستلزم بعض التقدير الاستثنائي في استخدامها.

## موجز للصحافة

### الفصل الرابع: ما مدى الضرر؟ ديناميكية الناتج على المدى المتوسط

#### بعد انتهاء الأزمات المالية

آفاق الاقتصاد العالمي، عدد أكتوبر ٢٠٠٩

إعداد: رافي بالاكريشنان، بتايا كويفا بروكس، دانيال لي، إيرينا تايتل، عبدول أبيض

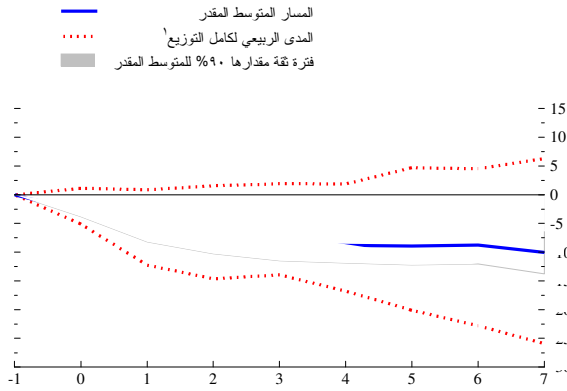
#### النقاط الأساسية

- عادة ما تترك الأزمات المصرفية أثرا طويلا المدى على مستوى الناتج بالرغم من انتعاش النمو في نهاية المطاف. فانخفاض توظيف العمالة والاستثمار والإنتاجية، كل ذلك يساهم في استمرار خسائر الناتج. غير أن التباين كبير بين البلدان في هذا الخصوص.
- تؤثر الظروف المبدئية تأثيرا قويا على حجم خسارة الناتج النهائية، كما أن جهود التنشيط الاقتصادي الكلي والإصلاح الهيكلي على المدى القصير يغلب عليها الارتباط بخسائر أقل في الناتج.
- تفيد النتائج النهائية بأن رد الفعل القوي حتى الآن على مستوى السياسة الاقتصادية الكلية قد يثمر تخفيفا لخسائر الناتج. كذلك فإن تنفيذ الإصلاحات الهيكلية يمكن أن يساعد بدوره في الحد من هذه الخسائر.

يعرض الفصل الرابع أدلة جديدة تتعلق بأداء الناتج على المدى المتوسط في أعقاب الأزمات المالية، حيث يبحث في

#### تطور الناتج بعد الأزمات المصرفية

(% من مستوى الاتجاه العام قبل الأزمة؛ الفرق مع متوسط السنة  $t = -1$  السنة الأولى من الأزمة عند  $t = 0$ ؛ السنوات على المحور السيني)



المصادر: البنك الدولي، تقرير مؤشرات التنمية العالمية، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
المدى الربيعي يشير إلى الخمسين في المئة الوسطى لجميع الأزمات

ديناميكية الناتج متوسطة الأجل بعد ٨٨ أزمة مصرفية على مدار الأربعة عقود الماضية في مجموعة كبيرة من البلدان. ويهدف الفصل أيضا إلى تفسير التباين الكبير في نتائج المدى المتوسط مع ربطها بالظروف السائدة قبل الأزمة والسياسات المطبقة بعدها.

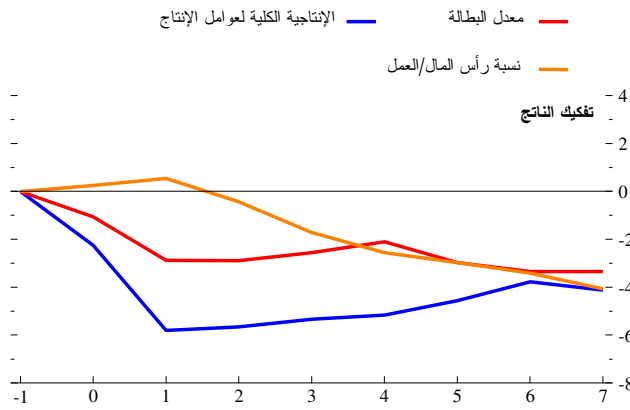
بعد سبع سنوات من وقوع الأزمة، لا يزال مستوى الناتج في متوسط البلدان أقل من المستوى الاتجاهي السابق عليها بحوالي ١٠%، بالرغم من الاختلافات الكبيرة بين نتائج البلدان المختلفة. وتجدر الإشارة إلى

أن هذه النتائج تصدق على كل من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة. وثمة جانب إيجابي في هذا الخصوص وهو أن الأزمات المصرفية، في المتوسط، لا يبدو أنها تتسبب في انخفاض نمو الناتج متوسط الأجل، رغم شدة التباين المشار إليه آنفا بين تجارب البلدان المختلفة.

ويرجح المسار المنخفض الذي يسير فيه الناتج بعد الأزمة إلى التخفيضات ذات النسب شبه المتساوية في معدل البطالة، ونسبة رأس المال إلى العمل، والإنتاجية.

### تفكيك عناصر الناتج

(% من مستوى الاتجاه العام قبل الأزمة؛ الفرق مع متوسط السنة  $t = -1$ ؛ السنة الأولى من الأزمة عند  $t = 0$ ؛ السنوات على المحور السيني)



المصادر: دراسة (2003) Bosworth and Collins؛ البنك الدولي، تقرير مؤشرات التنمية العالمية؛ حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

وعلى المدى القصير، تُفسّر خسارة الناتج على أساس الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في المقام الأول، ولكن مستوى هذه الإنتاجية يشهد بعض التحسن مقتربا على المدى المتوسط من الاتجاه الذي كان سائدا قبل الأزمة. وفي المقابل، يتكبد كل من رأس المال وتوظيف العمالة خسائر مستمرة إذا ما قورن بمستوى الاتجاه العام، الأمر الذي يتسبب فيه ميل الأزمة إلى كبح الاستثمارات مع تراجع عرض الائتمان. وغالبا ما تكون الاستمرارية على المدى الطويل طابعا مميزا للزيادة التي يسجلها معدل البطالة الفعلية، حيث تتطوي الأزمة على إعادة توزيع العمالة على نطاق واسع عبر القطاعات، وقد تتسبب في إضعاف مهارات العمل.

وللظروف المبدئية أثر قوي على حجم خسارة الناتج. وما يحدث للناتج على المدى القصير هو عامل موثوق للتنبؤ بالناتج على المدى المتوسط. كذلك فإن حصة الاستثمارات الكبيرة قبل الأزمة هي عامل جيد للتنبؤ بخسائر الناتج الكبيرة على المدى المتوسط.

ولا تعد خسارة الناتج على المدى المتوسط أمرا لا يمكن تفاديه. فبعض البلدان ينجح في تحقيق ذلك متفوقا في النهاية على مستواها الاتجاهي المعتاد قبل الأزمة. وبالرغم من صعوبة التنبؤ بدديناميكية الناتج في فترة ما بعد الأزمة، فإن الأدلة المتوافرة تشير إلى أن معظم الاقتصادات التي تطبق على المدى القصير بعد الأزمة تدابير تشييطية اقتصادية كلية تسجل خسائر أقل في الناتج على المدى المتوسط. وتتوافر بعض الأدلة أيضا على أن جهود الإصلاح ترتبط بنتائج أفضل على المدى المتوسط، بالرغم من أن إرساء السياسة الصحيحة بعد الأزمة لا يمكن الاعتماد فيه على "خيار واحد يصلح للجميع".

ولهذا التحليل انعكاسات إرشادية ملموسة فيما يتعلق باحتمالات الناتج على المدى المتوسط في الاقتصادات التي أصيبت بأزمات مصرفية مؤخرًا. ومن المنتظر أن يكون رد الفعل القوي حتى الآن على مستوى السياسة الاقتصادية الكلية، والذي يتخذ شكل التدابير التنشيطية المالية والنقدية الكبيرة، عاملاً مساعداً في تخفيف أثر الأزمة على الناتج. ومع ذلك، فإن المخاوف المتبقية بشأن الخسائر تؤكد أهمية تنفيذ إصلاحات تسهم في زيادة الناتج على المدى المتوسط وتيسير تحويل الموارد بين القطاعات في أعقاب الأزمة.