

أكتوبر  
٢٠٠٨

دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية

# آفاق الاقتصاد العالمي

آفاق الاقتصاد العالمي

الضغط المالي والهبوط  
الاقتصادي والتعافي

أكتوبر  
٢٠٠٨



صندوق النقد الدولي

الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي

مندوب  
التقدي  
الدولي



World Economic Outlook, October 2008  
(Arabic)

دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية

## آفاق الاقتصاد العالمي

أكتوبر ٢٠٠٨

الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي



صندوق النقد الدولي

©2008 International Monetary Fund  
الطبعة العربية © صندوق النقد الدولي ٢٠٠٨

إنتاج: قسم خدمات الوسائط المتعددة بصندوق النقد الدولي  
الغلاف والتصميم: لويزا منجفار وجورج سالازار  
الأشكال البيانية: ثيودور بيترز

### Cataloging-in-Publication Data

#### World economic outlook (International Monetary Fund). Arabic.

آفاق الاقتصاد العالمي – [Washington, D.C.]: صندوق النقد الدولي. 1980-  
(دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية العالمية، 1020-508X) .v. ; 28 cm

Semiannual

Has occasional updates. Some issues also have distinctive titles.

Arabic translation of: World economic outlook.

1. International economic relations – Periodicals. 2. Debts, External  
– Periodicals. 3. Balance of payments – Periodicals. 4. International finance  
– Periodicals. 5. Foreign trade regulation – Periodicals. 6. Loans, Foreign  
– Periodicals. 7. Monetary policy – Periodicals. 8. Economic development  
– Periodicals. 9. Forecasting – Periodicals. I. International Monetary Fund.  
II. Title. III. Series (World economic and financial surveys).  
HC10.W797912

ISBN: 978-1-58906-781-3

تمت الترجمة في شعبة اللغة العربية  
إدارة التكنولوجيا والخدمات العامة، صندوق النقد الدولي

سعر الاشتراك (ينشر مرتين سنويا): ٩٤ دولارا  
سعر التقرير الواحد: ٥٧ دولارا (السعر للجهات الأكاديمية ٥٤ دولارا)

ترسل طلبات الحصول على هذا العدد إلى العنوان التالي:  
International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.  
هاتف: (202) 623-7430 فاكس: (202) 623-7201  
بريد إلكتروني: publications@imf.org  
إنترنت: www.imf.org

ط	الافتراضات والأعراف المتبعة
ك	تمهيد
ل	تقديم
س	ملخص واف
	<b>الفصل ١ - الآفاق العالمية وقضايا السياسات</b>
١	الاقتصاد العالمي تحت وطأة الضغوط
٦	النظام المالي في أزمة
١٠	تعميق التصحيحات في أسواق المساكن
١٥	أسواق السلع الأولية المجهد
٢١	هل كانت السياسات الاقتصادية الكلية فضفاضة؟
٢٣	احتمالات الانتعاش
٣٥	التحديات التي تواجه الاقتصاد العالمي على مستوى السياسات
٤١	الملحق ١-١ تقييم المخاطر المحيطة بالآفاق العالمية والإعلام عنها
٤٦	المراجع
	<b>الفصل ٢ - المنظورات القطرية والإقليمية</b>
٤٩	الولايات المتحدة وكندا: التكهن باحتمالات التباطؤ
٥١	أوروبا الغربية: مكافحة صدمات متعددة
٥٩	آسيا المتقدمة: الاستجابة للصدمات الخارجية
٦٣	آسيا الصاعدة: الموازنة بين المخاطر على النمو واستقرار الأسعار
٦٦	أمريكا اللاتينية والكاريبي: توجيه الدفة في بيئة محفوفة بالمخاطر
٦٨	أوروبا الصاعدة: آفاق الهبوط الهادئ
٧١	كومنولث الدول المستقلة: إدارة الطفرة في أسعار السلع الأولية
٧٤	إفريقيا جنوب الصحراء: اختبار لأطر السياسات
٧٧	الشرق الأوسط: فورة النشاط لا تزال مصدرا للقلق
٨٠	المراجع
	<b>الفصل ٣ - هل عاد التضخم من جديد؟ أسعار السلع الأولية وتضخم الأسعار</b>
٨٤	طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة
٩٩	صدمات أسعار السلع الأولية والتضخم
١٠٩	استجابات السياسة النقدية لصدمات أسعار السلع الأولية
١١٦	الخلاصة والاستنتاجات
١١٨	الملحق ١-٣: التطورات الأخيرة في أسواق السلع الأولية
١٢٢	الملحق ٢-٣: حساب الارتفاع في أسعار الغذاء، ٢٠٠٦-٢٠٠٨
١٢٤	الملحق ٣-٣: تقدير الآثار التضخمية لصدمات أسعار السلع الأولية
١٢٦	المراجع

#### الفصل ٤- الضغط المالي وهبوط النشاط الاقتصادي

١٣١	التعرف على نوبات الضغط المالي
١٣٦	الضغط المالي والتباطؤ الاقتصادي والركود
١٤١	هل أثرت الابتكارات المالية في مدى التفاعل بين الضغط المالي والدورات الاقتصادية؟
١٤٥	الأزمة المالية الراهنة في السياق التاريخي
١٤٨	الاستنتاجات
١٥٤	البيانات والأساليب
١٥٦	المراجع

#### الفصل ٥- سياسة المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية

١٦٠	الدليل على استجابة سياسة المالية العامة
١٦٦	كيف كانت استجابة سياسة المالية العامة الاستثنائية في المعتاد؟
١٧٠	هل تختلف ردود أفعال سياسة المالية العامة في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة؟
١٧٣	الأثار الاقتصادية الكلية لسياسة المالية العامة الاستثنائية
١٨٠	الدفعات التنشيطية المالية من منظور قائم على المحاكاة
١٨٣	الاستنتاجات والاعتبارات على صعيد السياسات
	الملحق ٥-١:
١٨٧	البيانات والأساليب التجريبية
١٩٥	المراجع

#### الفصل ٦- تفاوت أرصدة الحساب الجاري عبر الاقتصادات الصاعدة

١٩٩	أنماط الحسابات الجارية الأخيرة في الاقتصادات الصاعدة
٢١٠	ما هي العوامل التي أسهمت في تكوين أنماط الحسابات الجارية مؤخرًا؟
٢٢١	استمرارية الاختلالات في الحساب الجاري
٢٢٨	الاستنتاجات والانعكاسات على صعيد السياسات
٢٢٩	الملحق ٦-١: تعاريف المتغيرات ومصادر البيانات
٢٣١	الملحق ٦-٢: منهج الاقتصاد القياسي
٢٣٧	المراجع

#### ملحق: مناقشات المجلس التنفيذي حول آفاق الاقتصاد العالمي، سبتمبر ٢٠٠٨

٢٤١

#### الملحق الإحصائي

٢٥٠	الافتراضات
٢٥٠	ما الجديد
٢٥٢	البيانات والأعراف المتبعة
	تصنيف البلدان
٢٥٤	الخصائص العامة للمجموعات ومكوناتها وفقا للتصنيف المتبع في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي
	قائمة الجداول
٢٥٩	الناتج (الجدول أ١-٤)
٢٦٧	التضخم (الجدول أ٥-٧)
٢٧٣	السياسات المالية (الجدول أ٨)
٢٧٤	التجارة الخارجية (الجدول أ٩)
٢٧٦	معاملات الحساب الجاري (الجدول أ١٠-١٢)
٢٨٢	ميزان المدفوعات والتمويل الخارجي (الجدول أ١٣-١٥)
٢٨٦	تدفق الأموال (الجدول أ١٦)
٢٩٠	السيناريو الأساسي متوسط الأجل (الجدول أ١٧)

## ٢٩١ آفاق الاقتصاد العالمي ودراسات الخبراء لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي، موضوعات مختارة

## الإطارات

١١	١-١: نوبة العسر المالي الأخيرة: كيف تغير من الآفاق العالمية؟
١٦	٢-١: أسعار المساكن: التصحيحات والعواقب
٢٦	٣-١: قياس فجوات الناتج
٥٨	١-٢: الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي بعد عشر سنوات
٨٨	١-٣: هل تؤثر الاستثمارات المالية في سلوكيات أسعار السلع الأولية؟
١٠٣	٢-٣: استجابات المالية العامة إزاء الزيادات الأخيرة في أسعار السلع الأولية: دراسة تقييمية
١١٢	٣-٣: نظم السياسة النقدية وأسعار السلع الأولية
١٥١	١-٤: السياسات السليمة للتخلص من ضغوط النظم المالية واستعادة سلامة الوساطة المالية
١٦١	١-٥: الاختلافات في مدى أهمية أدوات الضبط التلقائي وعلاقتها بسياسة المالية العامة الاستثنائية
١٦٤	٢-٥: ما السبب وراء الصعوبة البالغة في تحديد آثار الدفعة المالية؟
١٧٢	٣-٥: هل جاءت التخفيضات الضريبية الأمريكية في حينها واتسمت بالاستمرارية المؤقتة ودقة التوجيه؟
٢٠٠	١-٦: محددات الحساب الجاري في البلدان المصدرة للنفط
٢٠٤	٢-٦: صناديق الثروة السيادية: انعكاساتها على الأسواق المالية العالمية
٢١٤	٣-٦: المنظور التاريخي للنمو والحساب الجاري
٢٤٨	الإطار ألف-١: افتراضات السياسة الاقتصادية التي استندت إليها التوقعات في بعض الاقتصادات المختارة

## الجدول

٢	١-١ عرض عام لتوقعات آفاق الاقتصاد العالمي
٥٢	١-٢: الاقتصادات المتقدمة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين والبطالة
٥٤	٢-٢: الاقتصادات المتقدمة: مراكز الحساب الجاري
٦٥	٣-٢: اقتصادات آسيوية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورسيد الحساب الجاري
٦٧	٤-٢: اقتصادات مختارة في نصف الكرة الغربي: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورسيد الحساب الجاري
٧٠	٥-٢: اقتصادات مختارة في أوروبا الصاعدة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورسيد الحساب الجاري
٧٣	٦-٢: كومنولث الدول المستقلة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورسيد الحساب الجاري
٧٦	٧-٢: اقتصادات إفريقية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورسيد الحساب الجاري
٧٨	٨-٢: اقتصادات مختارة في منطقة الشرق الأوسط: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورسيد الحساب الجاري
٩٤	١-٣: مساهمة العوامل المشتركة في تقلبات أسعار السلع الأولية
٩٨	٢-٣: مؤشرات مختارة لانتقال الآثار عبر أسعار السلع الغذائية الرئيسية
١٢٠	٣-٣: الطلب على النفط وإنتاجه على المستوى العالمي حسب المنطقة
١٢٣	٤-٣: تقديرات المرونة المستخدمة في حسابات الأسعار
١٣٤	١-٤: إحصاءات وصفية حول نوبات الضغط المالي
١٣٧	٢-٤: الإحصاءات الوصفية للضغوط المالية وموجات التباطؤ وفترات الركود
١٤٤	٣-٤: اندحارات قطاعية مستعرضة
١٤٩	٤-٤: ست فترات رئيسية من الضغط المالي والانكماشات الاقتصادية
١٥٤	٥-٤: البيانات
١٥٦	٦-٤: متوسط الحصة السنوية من مجموع الأصول المصرفية لدى البنوك في العينة

١٧٦	١-٥: المؤشرات الاقتصادية الكلية حول نوبات الهبوط، في ظل دفعات تنشيطية مالية وبدونها: كل الاقتصادات
١٧٨	٢-٥: نمو إجمالي الناتج الحقيقي والدفعة التنشيطية المالية في ظل الأوضاع المبدئية المختلفة: كل الاقتصادات
١٨٠	٣-٥: نمو إجمالي الناتج الحقيقي والدفعة التنشيطية المالية حسب تكوينها: كل الاقتصادات
١٨١	٤-٥: استجابات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لتغيرات سياسة المالية العامة الاستنسابية
١٨٩	٥-٥: قائمة بالبلدان ونوبات الهبوط الاقتصادي
١٩١	٦-٥: سياسة المالية العامة الاستنسابية والنمو: نتائج الانحدارات بمقدّر أرلانو - بوند لانحدار السلاسل الزمنية المقطعية الديناميكي باستخدام مقياس الدفعة المالية القائم على المرونة
١٩٣	٧-٥: سياسة المالية العامة الاستنسابية والنمو: نتائج الانحدارات بمقدّر أرلانو - بوند لانحدار السلاسل الزمنية المقطعية الديناميكي باستخدام مقياس الدفعة المالية القائم على الانحدارات
٢١٧	١-٦: محددات رصيد الحساب الجاري
٢٢٦	٢-٦: انحدارات زمنية لعجوزات الحساب الجاري المستمرة والكبيرة
٢٣٣	٣-٦: تفسير التأثيرات المتميزة في أوروبا الصاعدة
٢٣٥	٤-٦: قائمة نوبات اختلال الحساب الجاري الكبيرة المستمرة
٢٣٦	٥-٦: تحليل المدة وتحرير القطاع المالي المحلي
٢٣٦	٦-٦: تحليل المدة ومخاطر الانتهاء المفاجئ وغير المفاجئ للنوبات

### الأشكال البيانية

٣	١-١: الأسواق المتقدمة والصاعدة: فروق العائد على سندات الدين السيادي وسندات الشركات، ٢٠٠٠-٢٠٠٨
٤	٢-١: مؤشرات مالية مختارة
٥	٣-١: الاقتصادات الصاعدة: فروق العائد على عقود مبادلة مخاطر عدم السداد، ٢٠٠٤-٢٠٠٨
٦	٤-١: التطورات الخارجية في اقتصادات متقدمة مختارة
٧	٥-١: التطورات الخارجية في الاقتصادات الصاعدة والنامية
٨	٦-١: التطورات في أسواق رأس المال الناضجة
٩	٧-١: مؤشرات الأسواق المالية وأسواق المساكن الناضجة
١٠	٨-١: أوضاع الأسواق الصاعدة
٢٢	٩-١: مقاييس السياسة النقدية والسيولة في اقتصادات متقدمة مختارة
٢٤	١٠-١: مقاييس فجوة الناتج وضغوط الطاقة الإنتاجية
٢٥	١١-١: الآفاق العالمية
٣٠	١٢-١: المخاطر على الآفاق العالمية
٣٢	١٣-١: أثر الصدمة المالية على الاقتصاد العالمي
٣٤	١٤-١: موازين الحساب الجاري وصافي الأصول الأجنبية
٤٢	١٥-١: أخطاء التنبؤ الوسيطة خلال فترات الركود والأوقات الأخرى، ١٠٠١-٢٠٠٧
٤٣	١٦-١: المدرجات التكرارية لأخطاء التنبؤ، ١٩٩١-٢٠٠٧
٤٤	١٧-١: احتمالات فترات الركود العالمي
٤٦	١٨-١: وصف تفصيلي لفترات الثقة بنسبة ٩٠٪ على أساس نموذج التوقعات العالمية
٥٠	١-٢: الولايات المتحدة: التوترات التي تواجه قطاع الأسر
٥٣	٢-٢: أوروبا الغربية: تباطؤ الطلب وتضاعف التضخم
٥٧	٣-٢: اليابان: كيف يستطيع الاقتصاد أن يتحمل صدمة معدلات التبادل التجاري؟
٦٣	٤-٢: آسيا الصاعدة: استمرار المخاوف التضخمية
٦٨	٥-٢: أمريكا اللاتينية: عودة التضخم
٦٩	٦-٢: أوروبا الصاعدة: هل بدأ الفترت يصاب طفرة التوسع الائتماني؟
٧٢	٧-٢: كومنولث الدول المستقلة: إدارة الطفرة في أسعار السلع الأساسية
٧٥	٨-٢: إفريقيا جنوب الصحراء: ارتفاع أسعار السلع الأساسية - نعمة ونقمة
٧٩	٩-٢: الشرق الأوسط: إدارة الضغوط التضخمية
٨٥	١-٣: أسعار السلع الأولية في سياق تاريخي

## المحتويات

٨٦	٢-٣: التغير الهامشي في كثافة استخدام الطاقة ومخزونات السلع الأولية والطاقة النفطية الفائضة لدى أوبك
٨٧	٣-٣: مقارنة الطلب والإنتاج والمخزون من الحبوب والنفط
٩٥	٤-٣: تطورات المعروض النفطي
٩٧	٥-٣: الاتجاهات السعرية للمواد الغذائية الرئيسية
٩٩	٦-٣: الفترة الزمنية ونطاق دورات أسعار الغذاء والنفط الخام
١٠٠	٧-٣: التضخم في أنحاء العالم
١٠١	٨-٣: التغيرات في أسعار السلع الأولية الدولية والمحلية والتضخم الكلي
١٠٥	٩-٣: الأهمية النسبية للغذاء والطاقة
١٠٦	١٠-٣: السياسات النقدية وسياسات أسعار الصرف
١٠٧	١١-٣: انتقال التغيرات في أسعار السلع الأولية
١٠٨	١٢-٣: التغيرات في التضخم المتوقع كاستجابة للتغيرات في التضخم الفعلي
١١٠	١٣-٣: النشاط الاقتصادي وأسعار الفائدة والتضخم
١١١	١٤-٣: نموذج مبسط لاقتصاد متقدم في مواجهة صدمات العرض المعاكسة والمواتية
١١٥	١٥-٣: نموذج مبسط لاقتصاد سوق صاعدة أكثر عرضة لصددمات العرض المعاكسة والمواتية
١١٦	١٦-٣: التكاليف المحتملة لتأخر ارتفاع أسعار الفائدة
١١٨	١٧-٣: أسعار السلع الأولية والنفط
١١٩	١٨-٣: أرصدة أسواق النفط العالمية وأسعار النفط الآجلة
١٢٢	١٩-٣: التطورات في أسواق الغذاء والمعادن
١٣٠	١-٤: الضغط المالي وخسارة الناتج
١٣٤	٢-٤: مؤشر الضغوط المالية
١٣٥	٣-٤: الضغط المالي والصدمات
١٣٦	٤-٤: مساهمة الأعمال المصرفية والأوراق المالية والصرف الأجنبي في نوبة الضغط المالي الراهنة
١٣٨	٥-٤: التأخر الزمني بين الضغط المالي والهبوط الاقتصادي
١٣٩	٦-٤: متغيرات كلية مختارة حول موجات الهبوط الاقتصادي المرتبطة وغير المرتبطة بضغط مالي
١٤٠	٧-٤: الضغط المالي وموجات التباطؤ وفترات الركود المرتبطة بالقطاع المصرفي
١٤١	٨-٤: تكلفة رأس المال ونمو الأصول المصرفية في نوبات الضغط المالي المصرفية
١٤٢	٩-٤: متغيرات كلية مختارة حول نوبات الضغط المالي المرتبطة وغير المرتبطة بضغط مالي
١٤٣	١٠-٤: الأوضاع المبدئية لنوبات الضغط المالي
١٤٥	١١-٤: الضغط المالي والهبوط الاقتصادي
١٤٦	١٢-٤: الرفع المالي المسامر للاتجاهات الدورية
١٤٧	١٣-٤: الرفع المالي المسامر للاتجاهات الدورية والنظم المالية التي تعتمد المنافسة الحرة
١٤٨	١٤-٤: النظم المالية التي تعتمد المنافسة الحرة
١٥٠	١٥-٤: نوبة الضغط المالي الراهنة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو في السياق التاريخي
١٦٧	١-٥: ما معدل تواتر وسرعة استخدام الدفعة التنشيطية المالية في اقتصادات مجموعة السبعة؟
١٦٨	٢-٥: ما مدى قوة استجابة سياسة المالية العامة في اقتصادات مجموعة السبعة؟
١٦٩	٣-٥: كيف تباينت استجابات سياسة المالية العامة الاستثنائية في الاقتصادات المتقدمة؟
١٧٠	٤-٥: هل هناك تحيز للتيسير أثناء نوبات الهبوط في اقتصادات مجموعة السبعة؟
١٧١	٥-٥: هل استجابات اقتصادات مجموعة السبعة لتصورات خاطئة بحدوث نوبات هبوط؟
١٧٤	٦-٥: تكوين الدفعة التنشيطية المالية أثناء نوبات الهبوط في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة
١٧٥	٧-٥: استجابات سياسة المالية العامة لمواجهة نوبات الهبوط والانتعاش
١٧٧	٨-٥: المؤثرات الاقتصادية الكلية بعد نوبات الهبوط، في ظل دفعات تنشيطية مالية أو بدونها
١٧٩	٩-٥: التغيرات في نمو إجمالي الناتج المحلي وسياسات المالية العامة في الأوضاع المبدئية المختلفة
١٨٢	١٠-٥: أثر التوسع المالي في الاقتصادات الكبيرة



١٨٤	١١-٥: أثر التوسع المالي في الاقتصادات الكبيرة مقارنة بالاقتصادات الصغيرة المفتوحة مع ضبط الأوضاع النقدية
١٨٥	١٢-٥: أثر التوسع المالي في الاقتصادات الصغيرة مع رد الفعل علاوات مخاطر السوق
١٩٩	١-٦: أنماط التفاوت بين أرصدة الحسابات الجارية
٢٠٣	٢-٦: الأرصدة الخارجية حسب المكونات
٢٠٨	٣-٦: رصيد الحساب الجاري والادخار والاستثمار
٢٠٩	٤-٦: الادخار والاستثمار حسب المكونات
٢١٠	٥-٦: انطلاقات النمو
٢١١	٦-٦: انعكاس مسار الحساب الجاري عند الأزمات
٢١٢	٧-٦: رصيد الحساب الجاري ونمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
٢١٣	٨-٦: أنماط التطور المالي
٢١٨	٩-٦: تفسير أرصدة الحسابات الجارية في آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة
٢١٩	١٠-٦: تفسير أرصدة الحسابات الجارية: النتائج حسب المناطق الفرعية
٢٢١	١١-٦: الانحراف عن أسعار الصرف الفعلية الحقيقية المتوقعة
٢٢٢	١٢-٦: رصيد الحساب الجاري المتبقي، وانحراف سعر الصرف الفعلي الحقيقي عن المستوى المفترض ورصيد الاحتياطيات
٢٢٣	١٣-٦: نوبات العجز والفائض الكبيرة المستمرة في الحساب الجاري، ١٩٦٠-٢٠٠٧
٢٢٤	١٤-٦: مدة نوبات العجز الكبير المستمر في الحساب الجاري، ١٩٦٠-٢٠٠٧
٢٢٥	١٥-٦: دالات البقاء في نوبات العجز
٢٢٧	١٦-٦: المدة المفترضة والأمد الفعلي لنوبات العجز الحالية
٢٢٨	١٧-٦: ربحية الشركات ونمو الإنتاجية

## الافتراضات والأعراف المتبعة

تم اعتماد عدد من الافتراضات لكي تستند إليها التوقعات الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. فقد تم افتراض أن أسعار الصرف الفعلية الحقيقية سوف تظل ثابتة عند مستوياتها المتوسطة خلال الفترة من ١٨ أغسطس - ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨، باستثناء العملات المشاركة في آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية (ERM II)، والتي يفترض أن تظل ثابتة بالقيمة الاسمية لليورو؛ وأن السلطات الوطنية ستواصل تطبيق سياساتها القائمة (راجع الإطار ألف-١ للاطلاع على الافتراضات المحددة بشأن سياسات المالية العامة والسياسات النقدية في البلدان الصناعية)؛ وأن متوسط سعر النفط سيكون ١٠٧,٢٥ دولاراً أمريكياً للبرميل في عام ٢٠٠٨ و ١٠٠,٥٠ دولاراً أمريكياً للبرميل في عام ٢٠٠٩، وسيظل ثابتاً بالقيمة الحقيقية على المدى المتوسط؛ وأن متوسط سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (LIBOR) لستة أشهر على الودائع بالدولار الأمريكي سيبلغ ٣,٢٪ في عام ٢٠٠٨ و ٣,١٪ في عام ٢٠٠٩؛ وأن متوسط سعر الفائدة السائد بين البنوك لثلاثة أشهر على الودائع باليورو سوف يبلغ ٤,٨٪ في عام ٢٠٠٨ و ٤,٢٪ في عام ٢٠٠٩؛ وأن متوسط سعر الفائدة على شهادات الإيداع اليابانية لمدة ستة أشهر سوف يبلغ ١,٠٪ في عام ٢٠٠٨ و ١,٢٪ في عام ٢٠٠٩. وهذه بالطبع هي افتراضات لأغراض التحليل وليست تنبؤات، كما أن أوجه الغموض المحيطة بها تزيد من هامش الخطأ الذي يمكن أن تنطوي عليه التوقعات على أي حال. وتستند هذه التقديرات والتوقعات إلى المعلومات الإحصائية المتاحة حتى بداية أكتوبر ٢٠٠٨.

وفيما يلي الأعراف المستخدمة في كل أجزاء تقرير آفاق الاقتصاد العالمي:

- ... للإشارة إلى عدم توافق البيانات أو عدم انطباقها؛
  - للإشارة إلى أن الرقم إما صفر أو لا يستحق الذكر؛
  - فيما بين السنوات أو الشهور (٢٠٠٦-٢٠٠٧ أو يناير-يونيو على سبيل المثال) للإشارة إلى السنوات أو الشهور المشمولة، بما فيها سنوات أو شهور البداية والنهاية؛
  - / بين السنوات أو الشهور (٢٠٠٦/٢٠٠٧ على سبيل المثال) للإشارة إلى سنة الميزانية أو السنة المالية؛
  - ”مليار“ تعني ألف مليون، بينما ”ترليون“ تعني ألف مليار؛
  - ”نقاط الأساس“ تشير إلى ٠,٠١ نقطة مئوية (فمثلاً، ٢٥ نقطة أساس تعادل ربع نقطة مئوية)؛
  - تشير المساحات المظللة في الأشكال البيانية والجداول إلى توقعات خبراء صندوق النقد الدولي؛
  - ترجع الفروق الطفيفة بين مفردات الأرقام والمجاميع الكلية إلى عملية التقريب.
- لا يشير مصطلح ”بلد“، حسب استخدامه في هذا التقرير، في جميع الحالات إلى كيان إقليمي يشكل دولة حسب مفهوم القانون والعرف الدوليين. وإنما يشمل هذا المصطلح أيضاً، حسب استخدامه في هذا التقرير، بعض الكيانات الإقليمية التي لا تشكل دولا ولكن توجد بيانات إحصائية متوفرة عنها ويحتفظ بها على أساس منفصل ومستقل.

## مزيد من المعلومات والبيانات

يمكن الاطلاع على النص الكامل لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي في موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت، وعنوانه [www.imf.org](http://www.imf.org). وتصاحب هذا التقرير على الموقع الإلكتروني مجموعة بيانات مستمدة من قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي، وهي أكبر من المجموعة الواردة في التقرير نفسه وتتألف من ملفات تضم سلاسل البيانات التي يتكرر طلب القراءة عليها. ويمكن تحميل هذه الملفات إلكترونياً لاستخدامها في مجموعة متنوعة من برامج الكمبيوتر. ويرجى إرسال أي استفسارات حول محتوى تقرير آفاق الاقتصاد العالمي وقاعدة بياناته بالبريد العادي أو البريد الإلكتروني أو الفاكس (لا تقبل الاستفسارات الهاتفية) إلى العنوان التالي:

World Economic Studies Division  
Research Department  
International Monetary Fund  
700 19th Street, N.W.  
Washington, D.C. 20431, U.S.A.

بريد إلكتروني: [weo@imf.org](mailto:weo@imf.org) فاكس: (202)623-6343

تعتبر التحليلات والتوقعات الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي جزءاً لا يتجزأ من رقابة صندوق النقد الدولي على التطورات والسياسات الاقتصادية في بلدانه الأعضاء، وكذلك التطورات في الأسواق المالية الدولية والنظام الاقتصادي العالمي. ويأتي استقصاء الآفاق المستقبلية والسياسات المتوقعة نتاجاً لعملية مراجعة شاملة لتطورات الاقتصاد العالمي تجريها إدارات صندوق النقد الدولي، وتستند بالدرجة الأولى إلى المعلومات التي يقوم بجمعها خبراءه من خلال مشاوراتهم مع البلدان الأعضاء. وتتولى إجراء هذه المشاورات إدارات المناطق الجغرافية في الصندوق على وجه الخصوص، بالاشتراك مع إدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة (إدارة تطوير ومراجعة السياسات سابقاً)، وإدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، وإدارة شؤون المالية العامة.

وقد تم تنسيق هذه الجهود في إدارة البحوث وفق التوجيهات العامة للسيد أوليفيه بلانشار، المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث. وتولى إدارة المشروع السيد تشارلز كولينز، نائب مدير إدارة البحوث، ويورغ دكريسن، رئيس قسم في إدارة البحوث. وقد أفاد التحليل في مراحله المبكرة من مساهمات السيد سايمون جونسون، المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث السابق.

أما المساهمون الأساسيون في هذا التقرير فهم روبرتو كارداريللي، وكيفن شينغ، وستيفان دانيغر، ومارك برويك، وسليم إلكداغ، وتوماس هلبنغ، وأنا إيفانوف، وفلورنس جوموت، ودايهانغ كيم، ومايكل كومهوف، وسوبير لال، وتيم لين، ودوغلاس لاكستون، ودانييل لي، وفاليري ميرسر- بلاكمان، وجوناثان أوستري، وألاسدير سكوت، وسفين جاري ستين، وستيفن سيمنسكي، وناتاليا تاميريزا، وإيرينا تيتل. وساعد في الجانب البحثي كل من توه كوان، وغافين أسدوريان، ويون كرابنتشوف، وهوغان تشين، وتو-نيو داو، وستيفاني دينيس، ونيشا آر بيل، وأنجيلا إسبيريتو، وإيلين هنسيل، وباتريك هتينغر، وأنيت كيوي، وسوزانا مورسولا، وخافيير رودريغوس، وبينيت سوتون، وإيرغومنت تولون. وقد تولى إدارة قاعدة البيانات ونظم الكمبيوتر كل من سوراب غوبتا، وماهناز هيماتي، ولورين ميستر، وايمري اوكس. أما معالجة الكلمات فقامت بها كل من جميل كولون، وتيتا غونيو، وشانتي كارونارتنا، ولورا ليون، وباتريشيا ميدينا، وشيلا توميلوسو إيغاسنزا. وساهم في هذا العمل أيضاً كل من ستيفن بارنيت، ورودولف بيرنز، وإيرينيو ديكارفالو فيليو، وستين كليسنس، وكيفن كلينتون، وديفيد كودي، وجياني دينيكولو، وأوندرية كامنيك، وجولي كوزاك، ولوك ليفن، وبراكاش لونغان، وديرك موير، وكريشنا سرينيفاسان، وإيميل ستافريف، وستيفان توكاريك. وتمت الاستعانة بمستشارين خارجيين، منهم جوشوا أيزنمان، وأنطونيو فاتاس، وكريستوفر ميزنز، وهيون سونغ شين. وقامت بتحرير النص وتنسيق إنتاج المطبوعة ليندا غريفين كين من إدارة العلاقات الخارجية. وقدمت لوسي سكوت موراليس المساعدة في جانب التحرير اللغوي.

وقد أفاد هذا التحليل من تعليقات ومقترحات الخبراء في إدارات الصندوق الأخرى، وتعليقات ومقترحات المديرين التنفيذيين بعد مناقشتهم للتقرير في ١٧ و ١٩ سبتمبر، ٢٠٠٨. غير أن التوقعات الواردة في التقرير والاعتبارات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية هي من إعداد خبراء الصندوق وينبغي ألا تنسب إلى المديرين التنفيذيين أو إلى سلطاتهم الوطنية.

مؤخرا ينص على استخدام الأموال العامة في شراء الأصول المتعثرة من البنوك. غير أنه لا يتضح حتى الآن ما إذا كانت هذه التدابير ستكون كافية لتحقيق الاستقرار في الأسواق ودعم الثقة، و لا يزال الموقف محاطا بأجواء كثيفة من عدم اليقين.

وليست هذه هي الصدمة الوحيدة التي تضرب جنبات الاقتصاد العالمي. فقد ارتفعت أسعار النفط والسلع الأساسية في الشهور الأخيرة إلى أعلى مستوياتها بالمقاييس التاريخية. وقد أمكن الحد من زيادات التضخم الأساسي في الاقتصادات المتقدمة، بفضل اقتران زيادة مرونة الأجور الحقيقية بتثبيت التوقعات التضخمية وتوقعات حدوث انخفاض حاد في النشاط الاقتصادي. أما في الاقتصادات الصاعدة والنامية، فقد انطوت الآثار على أضرار أكبر كثيرا. فانخفضت مستويات الأجور الحقيقية انخفاضاً كبيراً، وتعذر على مصدري النفط التخفيف من فورة النشاط في الاقتصادات المختلفة.

وبالتطلع إلى المستقبل، يتعين تقييم الكيفية المرجح أن تنتقل بها هذه الصدمات إلى الاقتصاد العالمي. وترتكز تنبؤاتنا في هذا المجال على ثلاثة افتراضات أساسية. أولها أنه من المرجح أن تستقر أسعار السلع الأولية والنفط، مما يخفف الضغوط التضخمية ويتيح مجالاً أكبر، عند الحاجة، للسياسات التوسعية. والافتراض الثاني هو أن تصل أسعار المساكن والنشاط العقاري في الولايات المتحدة إلى مستوى القاع خلال السنة المقبلة، مما يؤدي إلى حدوث انتعاش في الاستثمارات السكنية. أما الافتراض الثالث فيتمثل في إعداد عناصر حل للأزمة المالية على مستوى النظام العالمي، رغم استمرار ضيق أوضاع الائتمان، على أن يحول دون زيادة تدهور الوساطة المالية. وقد أدى بنا هذا المزيج من الافتراضات إلى التنبؤ بأن النمو العالمي سيبدأ التعافي في نهاية ٢٠٠٩، وإن كان بوتيرة بطيئة جداً. غير أن أجواء عدم اليقين تكتنف الآفاق المستقبلية بدرجة تفوق المعتاد، ومخاطر التطورات المعاكسة ليست بالضئيلة.

وكالمعتاد، فإن هذا العدد من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي يعالج عدداً من قضايا الساعة بمزيد من التعمق. فيبحث الفصل الثالث الخطر الذي تشكله الطفرة الأخيرة في أسعار السلع الأولية والذي يهدد بزوال التقدم المحرز على مدار العقدين الماضيين في مكافحة التضخم. ومن

نظراً لالتحاقى بالعمل مؤخراً في صندوق النقد الدولي فلا يسعني أن أنال سوى قدر محدود من شرف المشاركة في إعداد هذا العدد من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وهو ما يؤسفني حقاً. فهذا العدد كسابقه هو وثيقة رائعة توفر للقارئ رؤية واضحة لما يحدث في الاقتصاد العالمي. ويسرني أن أتقدم بالشكر لكل من سايمون جونسون وتشارلز كولينز ويورغ دكريسن والفريق العامل معهم على ما بذلوه من جهد.

يتناول الفصلان الأول والثاني من هذا التقرير تقييم حالة الاقتصاد العالمي وتطوره، وهي مهمة تتسم بصعوبة استثنائية. فالاقتصاد العالمي يمر بحالة من التباطؤ السريع - حيث يتلقى الضربات من صدمة مالية استثنائية مصحوبة بأسعار الطاقة وغيرها من السلع الأولية التي لا تزال مرتفعة - وأصبح الكثير من الاقتصادات المتقدمة إما في وضع قريب من الركود أو على وشك الدخول فيه.

وقد تصدرت تطورات الأسواق المالية عناوين الأخبار في الأسابيع الأخيرة. وتبدلت هيئة أزمة القروض العقارية عالية المخاطر التي تكشفت في عام ٢٠٠٧ لتصبح في الوقت الراهن أزمة ائتمان تتسبب في اضطرابات كبيرة في المؤسسات المالية بالولايات المتحدة وأوروبا. وأدت المخاوف المتنامية بشأن مستوى الملاءة في عدد من أكبر المؤسسات المالية الأوروبية والتي تتخذ الولايات المتحدة مقراً لها إلى إيصال النظام المالي العالمي إلى حافة الانهيار النظمي. إلا أن الآثار لا تزال محدودة على الاقتصاد الحقيقي، مما قد يرجع جزئياً لدعم الاستهلاك في الولايات المتحدة عن طريق الخصومات الضريبية، بينما أدت قوة الميزانيات العمومية والربحية في قطاع الشركات غير المالية إلى إتاحة المجال أمام الشركات لاستخدام أموالها بدلاً من الاقتراض. ولكن من غير المتوقع أن يستمر أي من هذه العوامل لفترة طويلة جداً. فقد ازداد ضيق أوضاع الائتمان إلى حد كبير في الأسابيع الأخيرة، مما يهدد بإضعاف قدرة الشركات غير المالية وعدد من الاقتصادات الصاعدة على تعبئة رأس المال. وقد عمدت السلطات الأمريكية والأوروبية إلى اتخاذ تدابير استثنائية، وهو ما شمل ضخ كميات كبيرة من السيولة، والتدخل لتسوية أوضاع المؤسسات الضعيفة، وإتاحة الضمانات، وإصدار تشريع في الولايات المتحدة

الخصوص لانكماشات حادة في النشاط الاقتصادي عند مواجهة الضغط المالي. والسبب في ذلك هو أن التمويل بالدين في هذه الاقتصادات غالبا ما يكون مسائرا للاتجاهات الدورية - حيث تزداد مخاطر وقوع أزمة ائتمان شاملة. ولكن هل يعني ذلك أن الولايات المتحدة - ذات النظام المالي القائم على السوق بلا منازع - في سبيلها إلى الدخول في فترة ركود عميق؟ ليس بالضرورة، لأن هناك عوامل أخرى تشكل أهمية أيضا، كما يتضح من هذا الفصل. فالاقتصاد الأمريكي يحظى بمصدرين للدعم هما استجابة الاحتياطي الفيدرالي السريعة والقوية بخفض أسعار الفائدة الأساسية وقوة قطاع الشركات غير المالية الأمريكية. وكان انخفاض مستوى المديونية وارتفاع مستوى الأرباح قد ساعدا مؤسسات الأعمال في الولايات المتحدة على تجاوز العاصفة المالية. غير أنه طالما استمرت الأزمة المالية انخفضت احتمالات قدرة الشركات غير المالية على دعم النمو القوي.

ويلقي الفصل الخامس نظرة جديدة على جدل قديم - حول قيمة سياسة المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية - اكتسب أهمية نسبية جديدة مع تباطؤ وتيرة الاقتصاد العالمي ومع ما أثارته اضطرابات الأسواق المالية من تساؤلات حول مدى فعالية السياسة النقدية. ولا تبدو النتائج مشجعة تماما بالنسبة لمؤيدي العمل الجاد على صعيد المالية العامة: فعلى وجه العموم جاءت مضاعفات المالية العامة - أثر الدفعة المالية الاستثنائية على الناتج - منخفضة تماما، وكانت في بعض الأحيان تعمل حتى في الاتجاه المعاكس، لا سيما في الاقتصادات ذات مستويات المديونية المرتفعة حيث قد يؤدي التحول إلى سياسة المالية العامة التوسعية إلى إثارة الشكوك حول القدرة على تحمل الدين في الأجل الطويل. ولكن ذلك لا يعني بالضرورة أنه يتعين على صانعي السياسات التخلي عن استخدام سياسة المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية، ولكنه يؤكد أن مبادرات المالية العامة، عند الحاجة إليها، ينبغي أن تكون موجهة نحو تحقيق الحد الأقصى من الأثر في الأجل الطويل بدون إضعاف السلامة المالية العامة على المدى البعيد.

وحرى بنا أيضا أن ننظر في إمكانية تعزيز دور سياسة المالية العامة كأداة لتثبيت الاقتصاد الكلي وذلك عن طريق تقوية إطار المالية العامة الأوسع نطاقا. وهنا يوجد خياران جديران بالاهتمام. الأول، إمكانية تعزيز أدوات الضبط التلقائي من خلال زيادة استجابة برامج الضرائب والتحويلات المعتادة للاتجاهات الدورية. وعلى سبيل المثال، يمكن زيادة سحاء نظم تأمينات البطالة

المؤكد أن انخفاض بعض الأسعار - لا سيما في حالة النفط - منذ أواسط يوليو قد خفف من الضغوط بعض الشيء، ولكن من السابق لأوانه إرخاء القيود. فمن المرجح أن تستمر أسعار السلع الأولية مرتفعة بالقيم الحقيقية أكثر مما كانت في العقود السابقة، وسوف يتعين استيعاب هذا التحول في الأسعار النسبية بدون تحفيز آثار غير مباشرة على تكوين الأسعار والأجور. ويرجح أن تكون هذه المهمة أسهل في الاقتصادات المتقدمة، حيث يسهم اتساع فجوات الناتج في السيطرة على الضغوط التضخمية. فضلا على ذلك، فإن هذه الاقتصادات أقل كثافة في استخدام السلع الأولية مقارنة بفترة السبعينات، وتتمتع بزيادة مرونة أسواق العمل وثبات أطر سياساتها النقدية الأمر الذي جعلها تنجح إلى حد كبير في تثبيت التوقعات التضخمية. غير أن الاقتصادات الصاعدة والنامية أكثر عرضة لتداعيات التضخم - نظرا لزيادة كثافة مواردها، وانخفاض ثبات أطر سياساتها النقدية، وازدياد سرعة معدلات النمو فيها. وفي العديد من هذه البلدان، يتزايد وضوح الآثار غير المباشرة بالفعل، ورغم أن تباطؤ النمو العالمي وتراجع أسعار السلع الأولية يفترض أن يسهما بدور في استعادة السيطرة على التضخم، فلا تزال الاحتمالات قائمة بأن تتسبب التجاوزات التضخمية في ضياع المكاسب التي تحققت بجهد شاق في السعي لمكافحة التضخم، الأمر الذي يقتضي اتخاذ إجراءات أكثر تشددا في المستقبل لكبح جماح التضخم من جديد.

ويعالج الفصل الرابع أحد الاهتمامات الرئيسية الواضحة للاقتصاد العالمي، أي أثر الأزمة المالية الراهنة على النشاط الاقتصادي. فمن الواضح تماما أننا نشهد الآن أكبر صدمة يتعرض لها النظام المالي العالمي منذ الكساد الكبير، على الأقل بالنسبة للولايات المتحدة. وهل أصبح مصيرنا أن نشهد هبوطا في الناتج على غرار ما حدث في ثلاثينات القرن الماضي؟ والإجابة على هذا السؤال، كما يبين الفصل الرابع، هي أن التاريخ يضم معلومات متباينة. فلم تكن فترات الضغوط المالية متبوعة دوما بفترات ركود ولا حتى نوبات هبوط. غير أن التحليل يبين أيضا أنه عندما يتسبب الضغط المالي في أضرار كبيرة بالنظام المصرفي - كما هو الحال في نوبة الضغط المالي الحالية - تتزايد احتمالية حدوث نوبة هبوط حادة ومطولة في النشاط الاقتصادي. وهو ما يتضح تماما من خلال تجارب العديد من الاقتصادات التي عانت من أزمات مالية قاسية على مدار العقود الماضية، كبلدان الشمال الأوروبي واليابان مثلا. وإضافة إلى ذلك، فإن الاقتصادات ذات النظم المالية الأكثر اعتمادا على المنافسة أو على قوى السوق تبدو أكثر عرضة على وجه

وجود إجابة واحدة لهذا السؤال، فإن هذا الفصل يشير إلى أن هناك عاملان على قدر من الأهمية ساهما في هذا الوضع وهما سرعة التحرير المالي المحلي وانفتاح الحساب الرأسمالي في أوروبا الصاعدة، لا سيما في تلك الاقتصادات التي تسارعت وتيرة اندماجها في الاتحاد الأوروبي، وتركيز آسيا الصاعدة على بناء مستويات مرتفعة من الاحتياطات الدولية لتكون بمثابة الوقاية الذاتية في أعقاب الأزمة الآسيوية في الفترة ١٩٩٧ - ١٩٩٨. غير أن ذلك لا يجيب على التساؤل حول ما إذا كانت هذه الأنماط الأخيرة سوف تدوم. فمن المؤكد أن البيئة العالمية المضطربة تفرض ضغطا على الاقتصادات التي تعاني عجزا كبيرا في حساباتها الجارية وبالمثل لديها احتياجات كبيرة من التمويل الخارجي.

أوليفيية بلانشار

المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث

عندما يمر الاقتصاد بفترة هبوط وتزداد صعوبة الحصول على العمل. والخيار الثاني، هو إمكانية اتخاذ خطوات لتعزيز هيكل الحوكمة الكلي لسياسة المالية العامة - وبالتالي تقليل مخاطر «التحيز للدين» عن طريق التأكد من أن تيسير أوضاع المالية العامة أثناء فترة الهبوط يوازنه تشديد أثناء فترات التوسع المالي. فتحسين نظام الحوكمة من شأنه تعزيز المصداقية وبالتالي فعالية الدفعة المالية. ومع إدراك مزايا وعيوب هذين المنهجين، أرى بالفعل أنهما جديران بالدراسة.

وفي الختام، يسعى الفصل السادس إلى إيجاد حل لسؤال محير على قدر من الأهمية، ألا وهو السبب في ازدياد التفاوت بين أرصدة الحسابات الجارية في الاقتصادات الصاعدة المختلفة في السنوات الأخيرة، حيث ازدادت الفوائض المتراكمة في آسيا الصاعدة بينما شهدت اقتصادات أخرى، لا سيما في أوروبا الصاعدة، حالات عجز كبيرة جدا وطويلة الأمد. وبالرغم من عدم

وفي نفس الوقت، اقترنت طفرة أسعار الغذاء والوقود المتواصلة منذ عام ٢٠٠٤ بقيود الطاقة الإنتاجية التي تزداد حدة فتسببت في رفع معدلات التضخم حتى بلغ مستويات غير مسبقة منذ عقد كامل. وحسب التحليل الوارد في الفصل الثالث من التقرير، حدث تسارع شديد في معدل ارتفاع أسعار المستهلكين في الاقتصادات الصاعدة والنامية على وجه الخصوص، وهو ما يرجع إلى الوزن الكبير المخصص للغذاء في سلال الاستهلاك، والنمو الذي لا يزال بالغ السرعة، والتوقعات التضخمية التي أصبحت أقل ثباتاً من ذي قبل. وجدير بالذكر أن البلدان التي اعتمدت نظم استهداف التضخم تمكنت من تحقيق نتائج إيجابية على وجه العموم. أما في الاقتصادات المتقدمة فقد أسفرت ارتفاعات أسعار النفط عن زيادة التضخم الكلي، وإن كانت ضغوط التضخم الأساسي لا تزال تبدو تحت السيطرة.

ويأتي تدهور أداء الاقتصاد العالمي مؤخراً بعد توسع مستمر بني على تزايد اندماج الاقتصادات الصاعدة والنامية في الاقتصاد العالمي. غير أن استقرار الأحداث الماضية يشير إلى احتمال أن يكون تراخي السياسات الاقتصادية الكلية والقواعد التنظيمية قد فتحا الطريق أمام الاقتصاد العالمي كي يتجاوز "السرعة المسموح بها" - وربما يكون قد أسهم في تراكم الاختلالات في الأسواق المالية وأسواق المساكن وأسواق السلع. وفي نفس الوقت، أدت عيوب الأسواق، مصحوبة بمواطن القصور في السياسات المتبعة إلى الحيلولة دون قيام الآليات الموازنة بدور فعال والسماح بتراكم الضغوط في الأسواق.

### التعافي لم يلح في الأفق بعد ويرجح أن يكون ظهوره تدريجياً

بالنظر إلى الفترة المقبلة، يرجح أن تظل الأوضاع المالية بالغة الصعوبة، مما يكبل احتمالات النمو العالمي. وتفترض توقعات السيناريو الأساسي أن تنجح الإجراءات التي اتخذتها السلطات الأمريكية والأوروبية في تحقيق استقرار الأوضاع المالية وتجنب مزيد من الأحداث المؤثرة على النظام العالمي. ومع ذلك فمن المرجح أن تظل مستويات مخاطر الطرف المقابل مرتفعة بدرجة استثنائية لبعض الوقت، مما يبطئ تحسن أوضاع السيولة في الأسواق المالية الرئيسية، حتى مع نجاح تنفيذ خطة

بدأ الاقتصاد العالمي مرحلة من الهبوط الشديد على أثر أخطر صدمة مالية تتعرض لها الأسواق المالية الناضجة منذ ثلاثينات القرن الماضي. فمن المتوقع أن يشهد النمو العالمي تباطؤاً حاداً في عام ٢٠٠٨، وألا يبدأ حدوث انتعاش متواضع إلا في أواخر عام ٢٠٠٩. وقد ارتفع التضخم تحت تأثير طفرة أسعار السلع الأولية، ولكن المتوقع ألا يتجاوز هذا الارتفاع حدوداً معتدلة. وتسود الموقف الراهن أجواء من عدم اليقين الشديد، كما تحيط باحتمالاته المتوقعة مخاطر معاكسة كبيرة. ويتمثل التحدي الآني أمام السياسات في تحقيق استقرار الأوضاع المالية، مع العبور بالاقتصادات فترة النشاط المتباطئ ومواصلة السيطرة على التضخم.

### الاقتصاد العالمي تحت وطأة الضغوط

يمر الاقتصاد العالمي بحالة من التباطؤ السريع بعد سنوات سادها النمو القوي (الفصلان الأول والثاني). فهناك صدمة مالية استثنائية تضرب جنبات النشاط العالمي، مصحوبة بأسعار الطاقة وغيرها من السلع الأولية التي لا تزال مرتفعة. وأصبح الكثير من الاقتصادات المتقدمة إما في وضع قريب من الركود أو على وشك الدخول فيه، بينما النمو يواصل الانخفاض في الاقتصادات الصاعدة.

وقد ازداد في الشهور الستة الماضية عمق الأزمة المالية التي بدأت تتفجر في أغسطس ٢٠٠٧ مع انهيار سوق الرهن العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة، ودخلت الأزمة مرحلة جديدة تسودها الاضطرابات في سبتمبر الماضي. ويبدو التأثير ملموساً في جميع أنحاء النظام المالي العالمي، وهو ما تلمسه الأسواق الصاعدة على نحو متزايد. وأدت المخاوف المتنامية بشأن مستوى الملاءة إلى عمليات تصفية عاجلة لمؤسسات مالية أمريكية وأوروبية كبرى وأسفرت عن اهتزاز كبير في الثقة. ولمواجهة هذه التطورات، عمدت السلطات الأمريكية والأوروبية إلى اتخاذ تدابير استثنائية تهدف إلى تحقيق الاستقرار في الأسواق، وهو ما شمل ضخ كميات كبيرة من السيولة، والتدخل العاجل لتسوية أوضاع المؤسسات الضعيفة، وإتاحة التأمين على الودائع، وإصدار تشريع في الولايات المتحدة مؤخراً ينص على استخدام الأموال العامة في شراء الأصول المتعثرة من البنوك. غير أن الموقف لا يزال محاطاً بأجواء كثيفة من عدم اليقين حتى وقت صدور هذا التقرير.



٢٠٠٢. ويتوقع أن تصل الاقتصادات المتقدمة إلى حالة من الركود أو توشك على الوصول إليها في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ وأوائل ٢٠٠٩، وأن يكون التعافي المنتظر في أواخر عام ٢٠٠٩ تعافيا استثنائيا من حيث التدرج حسب معايير الماضي. وسوف يتباطأ النمو في معظم الاقتصادات الصاعدة والنامية لينخفض عن مستوى الاتجاه العام. وعلى صعيد التضخم، من المتوقع أن يؤدي التباطؤ المتزايد المصحوب باستقرار أسعار السلع الأولية إلى احتواء معدل الارتفاعات السعرية، مما يعود بالتضخم إلى أقل من ٢٪ في عام ٢٠٠٩ في الاقتصادات المتقدمة. وفي الاقتصادات الصاعدة والنامية، يُنتظر أن ينحسر التضخم بتدرج أكبر، مع استمرار انتقال الزيادات في أسعار السلع الأولية إلى المستهلكين.

وتتعرض تنبؤات السيناريو الأساسي لكثير من المخاطر التي تهدد تحققها. ويدور أول هذه المخاطر حول اثنين من المسائل المالية ذات الصلة. فقد يظل الضغط المالي بنفس الشدة وتصبح القيود الائتمانية المترتبة على خفض نسب الرفع المالي أكثر عمقا واستمرارية مما ورد في السيناريو الأساسي. وإضافة إلى ذلك، يمكن أن يصل التدهور في سوق المساكن الأمريكية إلى مستوى أعمق وأطول أمدا مما ورد في التنبؤات، بينما يمكن أن يتسع نطاق الضعف في أسواق المساكن الأوروبية. وقد أصبحت المخاطر التضخمية التي يتعرض لها النمو أكثر توازنا في الوقت الراهن بسبب تراجع أسعار السلع الأولية مع تباطؤ النشاط الاقتصادي. وفي نفس الوقت، لا تزال الانقطاعات المحتملة في تدفقات رؤوس الأموال واحتمالات تزايد الحمائية بمثابة مخاطر إضافية تهدد الانتعاش.

ويبحث الفصل الرابع الروابط بين الضغط المالي ونوبات هبوط النشاط الاقتصادي، حيث يقارن التجارب الأخيرة بمثيلاتها السابقة. ويشير التحليل إلى أن الضغط المالي الذي ترجع جذوره إلى القطاع المصرفي يخلف أثارا اقتصادية أسوأ في العادة مقارنة بالضغط الذي ينشأ في أسواق الأسهم أو بسبب أسعار الصرف، وأن التحول نحو الوساطة المالية الأكثر اعتمادا على القواعد التجارية البحثية ربما يكون قد دعم هذا التأثير. ويبدو أن الظروف المبدئية تؤثر على النتائج. ومن ثم فإن الميزانيات العمومية السليمة نسبيا لدى الشركات غير المالية في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية في بداية مرحلة الهبوط الراهنة تسهم في دعم القدرة على تحمل الصدمات، ولكنها ستعرض للخطر في حالة استمرار الضغط المالي.

الولايات المتحدة الرامية إلى إزالة الأصول المتعثرة من الميزانيات العمومية في البنوك. فضلا على ذلك، يوجد احتمال كبير بأن تقع خسائر ائتمانية إضافية مع تباطؤ الاقتصاد العالمي. وفي هذه الأجواء، تظل التحديات جسيمة أمام قدرة المؤسسات المالية على تعبئة رؤوس أموال جديدة. وبالتالي، وكما يطرح تقرير الاستقرار المالي العالمي للنقاش في عدد أكتوبر ٢٠٠٨، سوف يظل تخفيض نسب الرفع المالي عملية مطولة، مما يعني أن الحدود التي تقيد سرعة إنشاء الائتمان - والنشاط الاقتصادي - سوف تظل قائمة على الأقل طوال عام ٢٠٠٩.

ومع ذلك، فهناك عدة عوامل يتوقع أن تكون ركيزة لانتعاش تدريجي في أواخر عام ٢٠٠٩:

- من المتوقع أن تستقر أسعار السلع، حتى وإن ثبتت عند مستويات غير مسبوقة في العشرين عاما الماضية. وسوف يبدأ في عام ٢٠٠٩ تراجع آثار معدلات التبادل التجاري غير المواتية التي ترتبت على ارتفاع أسعار النفط في عام ٢٠٠٨ بنسبة تجاوزت ٥٠٪، مما يعطي دفعة للاستهلاك في البلدان المستوردة للنفط.
- ويُنْتَظَر أن تصل تطورات قطاع المساكن إلى مستوى القاع في العام القادم، رافعة بذلك العبء الذي فرضته على النمو منذ عام ٢٠٠٦. ويُنْتَظَر أن يؤدي استقرار أسعار المساكن في آخر المطاف إلى الحد من خسائر القطاع المالي المرتبطة بالرهن العقاري، كما يُنْتَظَر أن يؤدي التدخل الذي تم مؤخرا في المؤسسات اللتين ترعاهما الحكومة - وهما "فاني ماي" و "فريدي ماك" - إلى زيادة الائتمان المتوافر للقطاع. وبالرغم من احتمال تأخر دورة أسعار المساكن وما يرتبط بها من تصحيح في الاقتصادات المتقدمة الأخرى، فسوف تتأثر هذه الاقتصادات تأثرا بالغ الحدة بتبعات الأزمة المالية ككل.

- وبالرغم من هدوء الزخم في الاقتصادات الصاعدة، فلا يزال من المتوقع أن تظل مصدرا داعما لسمود الاقتصاد العالمي، استنادا إلى قوة إنتاجيتها وتحسن أطر سياساتها. وبطبيعة الحال، كلما استمرت الأزمة المالية، زاد احتمال تأثر هذه الاقتصادات.

وعلى هذه الخلفية، حدث تخفيض كبير لتوقعات النمو في السيناريو الأساسي مقارنة بما ورد في عدد يوليو ٢٠٠٨ من تقرير مستجدات الاقتصاد العالمي. فمن المتوقع حدوث بعض الانخفاض في متوسط النمو العالمي السنوي من ٥٪ في عام ٢٠٠٧ إلى ٣,٩٪ في عام ٢٠٠٨ و ٣٪ في عام ٢٠٠٩. وهو أبطأ المعدلات المسجلة منذ عام

واسترجاع الثقة. غير أن المرجح أيضا أن تكون هناك حاجة للأموال العامة كي تساعد البنوك على إعادة بناء قواعدها الرأسمالية. ففي أوروبا الغربية، تتطلب استعادة الثقة حاليا التزاما صارما بالعمل المتضافر والمنسق حتى يتيسر إثبات الأصول المتعثرة في حينه وإعادة رسملة البنوك. ومن المهام الأساسية وضع اتفاقيات تعاونية تتوافق مع نطاق واسع من الظروف المختلفة، بما في ذلك القضاء على الضغوط في المؤسسات الكبرى العابرة للحدود وضمن الاتساق في المناهج القائمة على التوسع في تأمين الودائع.

وينبغي أن تهدف السياسات الاقتصادية الكلية في الاقتصادات المتقدمة إلى دعم النشاط الاقتصادي، ومن ثم المساهمة في الخروج من حلقة الآثار المترتبة السلبية فيما بين أوضاع الاقتصاد الحقيقي والمالي، مع تجنب إغفال المخاطر التضخمية.

• وما يساعد على احتواء التضخم سرعة تباطؤ النشاط والانتعاش المستمر في فجوة الناتج. وهناك مساحة لتخفيف القيود النقدية متاحة بالفعل في بعض الحالات، لا سيما في منطقة اليورو والمملكة المتحدة حيث أسعار الفائدة قصيرة الأجل شديدة الارتفاع، وذلك على أثر تراجع الضغوط التضخمية وتدهور آفاق الاقتصاد.

• وفيما يتصل بسياسة المالية العامة، تؤدي أدوات الضبط التقائي دورا مفيدا في الوقاية من الصدمات التي تصيب النشاط الاقتصادي، وينبغي أن يترك لها المجال كي تعمل بحرية، شريطة ألا تتعارض مسارات التصحيح مع الحفاظ على استمرارية الأوضاع على المدى الطويل. ويمكن أن يكون إعطاء دفعة مالية تنشيطية على أساس استثنائي عاملا داعما للنمو إذا ما تحققت المخاطر الأكثر سلبية، شريطة أن تأتي هذه الدفعة في الوقت المناسب وتكون دقيقة التوجه صوب الهدف وألا تؤثر على استمرارية الأوضاع المالية العامة. وفي الظروف الحالية، ينبغي تركيز الحيز المالي المتاح على دعم جهود الاستقرار في القطاع المالي وقطاع الإسكان حسب مقتضى الحال، بدلا من استخدامه في إعطاء دفعة تنشيطية شاملة. وفي الوقت المناسب، سوف تنشأ الحاجة إلى موازنة التعديلات التي أدخلت على سياسات المالية العامة حماية لأهداف ضبط الأوضاع المالية العامة على المدى المتوسط.

وتتباين أولويات السياسة الاقتصادية الكلية تباينا كبيرا عبر الاقتصادات الصاعدة والنامية، حيث يقوم صانعو السياسات بموازنة النمو والمخاطر التضخمية.

ويطرح الفصل السادس بعض المخاوف المتعلقة ببلدان العجز الكبير في الحسابات الجارية. وربما تكون لهذه المخاوف أهمية خاصة، حيث يسفر تخفيض نسب الرفع المالي عالميا عن تقليص التمويل الخارجي المتاح للاقتصادات الصاعدة. ويسعى هذا الفصل إلى تفسير أوجه الاختلاف الكبير في سلوك الحسابات الجارية عبر بلدان العالم الصاعدة، ويربط حالات العجز الكبير في بلدان أوروبا الصاعدة بتحرير الحساب الرأسمالي، والإصلاح المالي، والفرص التي أوجدها التقارب الاقتصادي الأوروبي. غير أن حالات العجز الكبير والمستمر يمكن أن تنتهي بشكل مفاجئ، وهي مخاطر تعمل على تعزيزها نظم أسعار الصرف الجامدة. والواقع أن تأثير اضطرابات الأسواق المالية كان أشد وطأة في الاقتصادات ذات العجز الكبير في حساباتها الجارية مقارنة بالتأثير الذي وقع على البلدان ذات العجز المحدود أو التي تحقق فوائض.

## صانعو السياسات بين شقي الرحي

يواجه صانعو السياسات اليوم في جميع أنحاء العالم مهمة جسيمة تتمثل في تحقيق أوضاع مالية مستقرة مع العبور باقتصاداتهم سالمة من فترة النمو المتباطئ واحتواء التضخم. وتكتسب الجهود متعددة الأطراف أهمية خاصة في الظروف الراهنة، بما في ذلك ما يتخذ من مبادرات على صعيد السياسات لمعالجة الاضطرابات المالية، وتخفيف درجة الضيق التي بلغت أسواق السلع، ومساندة الاقتصادات ذات الدخل المنخفض التي تنوء بعبء فواتير الواردات الغذائية الباهظة.

وتعمل السلطات القطرية بنشاط على اتباع سياسات تستهدف استقرار الأوضاع المالية. وسوف يتطلب تحقيق هذه المهمة الجسيمة استجابات شاملة تكفل معالجة المشكلات النظامية - أي التعامل مع الأصول المتعثرة، وتشجيع إعادة بناء رؤوس الأموال المصرفية، واستعادة السيولة في أسواق التمويل، مع الاهتمام بمصالح دافعي الضرائب ومراعاة اعتبارات الخطر الأخلاقي. وينبغي ضمان التنسيق الدولي بين المناهج القومية حتى يتسنى حل المشكلات المشتركة وتجنب إنشاء حوافز معاكسة عبر الحدود.

ومن المنتظر أن تسهم مبادرة الولايات المتحدة بشراء الأصول المرتبطة بالعقارات في تحقيق خفض تدريجي للضغوط الواقعة على البنوك من جراء الأصول المتعثرة، ومن ثم تشجيع عودة مصادر التمويل المستقرة

عملاتها بالدولار الأمريكي، يمكن زيادة تركيز الإنفاق على تخفيف اختناقات العرض. وبينما توجد أمام الاقتصادات المساعدة مساحة أكبر مما سبق لاستخدام سياسة المالية العامة على أساس مضاد للاتجاهات الدورية إذا ما ازداد تدهور آفاقها الاقتصادية، فإن التحليل الوارد في الفصل الخامس ينبه إلى أن هذا الإجراء لا يرجح أن يكون فعالا ما لم تترسخ الثقة في إمكانية الاستمرار وتتسم التدابير بحسن التوقيت ودقة الهدف. وبشكل أعم، هناك زيادة متواصلة في تكلفة الدعم المالي لقطاعي الغذاء والوقود، وهو ترتيب غير كفاء بطبيعته. أما الخيار المفضل في هذا الخصوص فهو البرامج الموجهة التي تعين الأسر الفقيرة على تحمل تكاليف المعيشة.

## أطر السياسات تحتاج إلى الإصلاح

أدى التدهور المستمر في أداء الاقتصاد العالمي إلى إثارة المخاوف بشأن اختيار أطر السياسات الاقتصادية الكلية ومدى ملاءمة السياسات المؤثرة على الأسواق المالية وأسواق السلع الأولية.

## تنفيذ سياسة "السير ضد اتجاه الريح"

ازداد الاهتمام في ظل البيئة الاستثنائية الحالية بوضع سياسات أكثر تركيزا على تجنب دورات الارتفاع والانخفاض في أسعار الأصول، وهو ما يشمل تعزيز استجابات السياسات في فترات الارتفاع. ومن المناهج الواعدة في هذا المسار إدخال عنصر السلامة الاحترازية الكلية ضمن الإطار التنظيمي ليحقق التوازن مع الطابع المسامر للاتجاهات الدورية الذي تتسم به عملية توليد الائتمان. وينبغي النظر أيضا في توسيع أطر السياسة النقدية لكي تتيح "السير ضد اتجاه الريح"، أي ضد تحركات أسعار الأصول، وخاصة عندما تكون سريعة أو يبدو أنها تسير بالأسعار في اتجاه شديد البعد عن أساسيات الاقتصاد، وإن كان ذلك يثير عددا من القضايا المعقدة.

وفضلا على ذلك، ازداد الاهتمام بتعزيز مصداقية أطر سياسة المالية العامة، مما يعزز فعالية هذه السياسة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية. ولا تزال نقطة الضعف الأساسية في سياسة المالية العامة ذات الطابع التفاعلي هي بيئة الاقتصاد السياسي التي تشجع صنع القرارات على أساس قصير الأجل. ونتيجة لذلك، يفشل عدد كبير

• هناك تحول في ميزان المخاطر بالنسبة لعدد متزايد من الاقتصادات حيث أصبح باعنا على القلق من تباطؤ النشاط في ظل تدهور الأوضاع الخارجية وبدء التراجع في معدل التضخم الكلي. ويبرر هذا التحول إيقاف دورة تشديد السياسة النقدية، وخاصة في الحالات التي تترك أسعار السلع الأولية فيها آثارا غير مباشرة محدودة على التضخم، وسيكون التحول صوب تخفيف القيود أمرا مطلوباً إذا ما استمر تدهور الاحتمالات المتوقعة. وإزاء كثافة التدفقات الرأسمالية الخارجة، سوف يتعين على البلدان أن تصدر استجابة سريعة لضمان كفاية السيولة، مع استخدام سعر الصرف كأداة لامتناس بعض الضغوط. وفضلا على ذلك، ينبغي أن تعمل هذه البلدان على تكثيف جهودها بغية تحسين ما تمتلكه من قدرات لمنع الضغوط المالية وإدارتها والتخلص منها، وهو ما يشمل الجهود في مجال التخطيط للطوارئ.

• غير أن ضغوط التضخم لا تزال مصدرا للقلق في بعض البلدان الأخرى نتيجة لارتفاعات أسعار الغذاء الحادة وتزايد قيود العرض وتسارع معدلات الأجور، وخاصة في القطاع العام. وبالرغم من أن التراجع الذي شهدته أسعار السلع الأولية الدولية مؤخرا قد يخفف بضع الضغوط، فقد أصبحت الإنجازات التي شهدتها السنوات الأخيرة في تخفيض التضخم مهددة بالخطر؛ وبمجرد انخفاض مستوى المصادقية، سوف تكون إعادة بنائها مهمة باهظة التكلفة وعملية طويلة الأمد. وقد يظل مطلوباً في هذه البلدان إجراء المزيد من التشديد في السياسة النقدية.

• وتواجه البلدان التي تتبع منهج الإدارة المكثفة لسعر الصرف تحديات ملحوظة. ومن شأن أسعار الصرف الأكثر مرونة أن تساعد على احتواء الضغوط التضخمية بتوفير مساحة أكبر للتعديلات النقدية وفرصة للمناورة في مواجهة تدفقات رؤوس الأموال الخارجة. وبطبيعة الحال، هناك اعتبارات أخرى تتدخل في اختيار نظم سعر الصرف، بما في ذلك درجة التطور المالي وتنوع قاعدة التصدير على سبيل المثال.

• ويمكن أن تؤدي سياسة المالية العامة دورا داعما في إدارة الاقتصاد الكلي. فزيادة كبح الإنفاق العام من شأنه تخفيف الضغوط التضخمية في عدد من البلدان التي لا تزال تحيط بها المخاوف من فورة النشاط الاقتصادي. وتكتسب هذه المسألة أهمية خاصة في البلدان التي تشهد عجزا في حساباتها الجارية وتعتمد أسعار صرف مربوطة لعملاتها الوطنية. وفي الاقتصادات المصدرة للنفط التي تربط

السوق بزيادة السيولة في الأسواق المالية قد أسهم في بعض الظروف في ديناميكية الأسعار قصيرة الأجل. وبالتالي، ينبغي أن يصب التركيز على السياسات التي تشجع تحقيق توازن أفضل بين العرض والطلب على المدى الأطول، وتجنب التدابير التي يمكن أن تتسبب في زيادة ضيق الأسواق على المدى القصير. ويمكن أن يتضمن ذلك زيادة انتقال التغيرات في الأسعار الدولية إلى الأسواق المحلية وتعزيز جهود حفظ الطاقة. ويمكن أن يؤدي تخفيض الدعم على الوقود الحيوي في الاقتصادات المتقدمة أيضا إلى تخفيف الضغوط قصيرة الأجل على أسعار الغذاء. وبشكل عام، ينبغي إعطاء أولوية لتقوية استجابة العرض لارتفاع الأسعار. وفي الفترة الراهنة، سوف يكون حصول أوفر الاقتصادات على دعم أكبر من المانحين مطلباً ضرورياً لمعالجة التحديات الإنسانية التي يفرضها الارتفاع الحاد في أسعار الغذاء.

### زوال الاختلالات العالمية

أدت طفرة أسعار الغذاء إلى زيادة اتساع الاختلالات العالمية، مع تحقيق الحسابات الجارية فوائض أكبر في البلدان المصدرة للنفط وتفاقم العجز في البلدان المستوردة له. ومن المنطقي بطبيعة الحال أن البلدان المصدرة للنفط تعتمد ادخار بعض الإيرادات الإضافية، علماً بأن الآلية المصاحبة لإعادة تدوير التمويل من بلدان الفائض إلى بلدان العجز تعمل بكفاءة حتى الآن. وفي نفس الوقت، حدث انخفاض واضح في العجز غير النفطي الأمريكي، وهو ما يرجع جزئياً إلى تخفيض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي ليعود إلى مستوى يتسق بشكل عام مع مستوى التوازن متوسط الأجل. غير أن تخفيض سعر الدولار الأمريكي هو في الأساس تخفيض في مقابل اليورو وبعض العملات الأخرى التي تدار بطريقة مرنة.

وتجدر الإشارة إلى أن الاستراتيجية متعددة الأطراف التي اعتمدها اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في عام ٢٠٠٥، ثم أسهبت في تفصيلها جولة المشاورات متعددة الأطراف المعنية بالاختلالات العالمية في عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧، لا تزال استراتيجية صالحة للتطبيق وإن كان تطبيقها يتطلب التزام المرونة. ولا يزال ضبط أوضاع المالية العامة الأمريكية هدفاً أساسياً على المدى المتوسط، ولكن المبررات كانت كافية لتقديم الدفعة المالية التنشيطية المضادة للاتجاهات الدورية مؤخراً وإتاحة المساندة الحكومية لتحقيق الاستقرار في المؤسسات المالية. وعن

من البلدان في إفساح المجال أثناء فترات اليسر أمام دفعة مالية تنشيطية فعالة تتم على أساس استنسابي أثناء فترات الهبوط، أو يلقي صعوبة بالغة في معالجة التحديات التي تهدد استمرارية أوضاع المالية العامة على المدى الطويل. ويشير الفصل الخامس إلى إمكانية تحسين فعالية سياسة المالية العامة في محاربة الهبوط الاقتصادي عن طريق التحول نحو أطر أكثر اعتماداً على قواعد ثابتة. على غرار الاستنساب المحكوم في السياسة النقدية. وتطبيق آليات أقوى للحكومة المالية السليمة على النحو المشاهد في عدد متنام من البلدان.

### سد الثغرات في البنى التحتية التنظيمية والرقابية

إلى جانب معالجة التهديدات النظامية الأنية، تتضافر جهود حثيثة أيضاً لمعالجة مواطن الضعف متعددة الجوانب التي كشفت عنها الاضطرابات المالية الحالية. وكما يوضح عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي، يتمثل الهدف المحوري في العمل على إكساب المؤسسات المنفردة درجة أكبر من الفعالية والصلابة في إدارة المخاطر، بما في ذلك وضع شروط أكثر إحكاماً لرأس المال التنظيمي، والإصرار على إرساء ممارسات أفضل لإدارة السيولة، وتحسين الإفصاح عن مخاطر المعاملات المدرجة في الميزانية العمومية والمستبعدة منها. وهناك مهمة حيوية أخرى تتمثل في تحسين الأطر المستخدمة في تسوية الأزمات.

وإضافة إلى ذلك، كشفت الاضطرابات المالية أن أطر الاستقرار المالي الوطنية لم تتمكن من مواكبة تطورات الابتكار والعولمة في الأسواق المالية، مما تسبب في انتشار التداعيات المضرة عبر الحدود. ويتعين توثيق التعاون والتنسيق بين سلطات الرقابة الاحترازية عبر الحدود، لا سيما لمنع الضغوط المالية في وقت مبكر وإدارتها والقضاء عليها، سواء كانت في الأسواق أو في المؤسسات المالية الكبرى.

### تشجيع حفظ الطاقة وزيادة عرض النفط والغذاء

ينبغي ألا يتسبب التراجع الذي طرأ مؤخراً على أسعار السلع الأولية في تقليص الجهود الرامية إلى تخفيف الضغوط في أسواقها. ولا يوجد من الأدلة الملموسة ما يؤكد تأثر الأسعار على نحو منتظم أو دائم بتزايد اهتمام المستثمرين بالسلع الأولية كأصول بديلة. أو أدوات للمضاربة الخالصة. غير أن اقتران التذبذبات في مشاعر

التجاري متعدد الأطراف، الذي كان ركيزة مهمة للنمو العالمي القوي في السنوات الأخيرة. وفي نفس الوقت، لا تزال صناديق الثروة السيادية تواصل النمو كأدوات استثمارية لبلدان الفائض. وسوف تسهم مجموعة المبادئ والممارسات المتفق عليها مؤخرا لإرساء قواعد الحوكمة والاستثمار وإدارة المخاطر المتعلقة بصناديق الثروة السيادية ("مبادئ سانتياغو") في تهدئة المخاوف المحيطة بهذه الأنواع من الصناديق والتي يمكن أن تسبب في فرض قيود تعود بنتائج عكسية على التدفقات الداخلة. وعلاوة على ذلك، سوف تساعد الإرشادات التي تعكف على وضعها حاليا "منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي" (OECD) لصالح البلدان المتلقية في ضمان دخولها الأسواق على أساس من العدل والشفافية والانفتاح.

طريق رفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي لليوان الصيني مجددا يمكن الإسهام في استراتيجية الصين الأشمل التي تهدف إلى تحويل مصادر النمو إلى الطلب الداخلي ورفع فعالية السياسة النقدية. ومن شأن إبطاء وتيرة الإنفاق في بلدان الشرق الأوسط المصدرة للنفط أن يساعد على الحد من النشاط الاقتصادي المحموم، على غرار ما تحققه زيادة التركيز على تخفيف اختناقات العرض. وفي نفس الوقت، من شأن إصلاحات سوق المنتجات والعمل في منطقة اليورو واليابان أن تحقق ارتفاعا في مستويات النمو الممكن.

وأخيرا، فإن الضغوط الحمائية المتزايدة على التدفقات التجارية والرأسمالية تعكس المخاطر الداعية للقلق على الانتعاش المرتقب. وسوف يساعد كسر الجمود الراهن في جولة مفاوضات الدوحة على تقوية النظام

## الآفاق العالمية وقضايا السياسات

الناتج المحلي العالمي بمتوسط بلغ نحو ٥٪ سنوياً، وهو أعلى معدل مستمر أمكن تحقيقه منذ أوائل السبعينات. وقد تحقق قرابة ثلاثة أرباع هذا النمو (مقيساً على أساس تعادل القوى الشرائية) بفضل طفرة النمو واسعة النطاق في الاقتصادات الصاعدة والنامية (الجدول ١-١ والشكل البياني ١-١). واستمر احتواء الضغوط التضخمية بوجه عام، رغم حدوث بعض الارتفاع.

وعلى مدار العام الماضي تلقى الاقتصاد العالمي عدة ضربات من الأزمة المتعمقة في الأسواق المالية، ومن التصحيحات الرئيسية في أسواق المساكن في عدد من الاقتصادات المتقدمة، ومن الزيادات الحادة المفاجئة في أسعار السلع الأولية. وفي واقع الأمر، كانت الأزمة المالية التي تفجرت في أغسطس ٢٠٠٧ بعد انهيار سوق القروض العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة قد دخلت مرحلة جديدة تسودها الاضطرابات في سبتمبر ٢٠٠٨ وأسفرت عن اهتزاز كبير في الثقة بالمؤسسات والأسواق المالية العالمية. والأهم من ذلك، أن المخاوف المتنامية بشأن مستوى الملاءة قد أدت إلى سلسلة متزايدة من حالات الإفلاس، وعمليات الاندماج الجبري، وحالات التدخل الحكومي في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية، مما ترتب عليه إعادة تشكيل المشهد المالي العالمي. وعلاوة على ذلك، تعرضت الأسواق المعاملات بين البنوك إلى الإغلاق تقريباً من جراء تلاشي الثقة في الأطراف المقابلة. وجاءت استجابة السلطات الأمريكية والأوروبية سريعة، فقد أعلنت عن اعتماد تدابير بعيدة المدى تهدف إلى دعم مؤسسات رئيسية وتحقيق الاستقرار في الأسواق وتعزيز الثقة، إلا أن الأسواق حتى مثل هذا التقرير للطبع لا تزال غير مستقرة ومتقلبة.

ومع تزايد صعوبة الأوضاع التي تواجه الاقتصاد العالمي تباطأت وتيرة النمو بصورة ملحوظة. فقد سجلت الاقتصادات المتقدمة نمواً بمعدل جماعي محسوب على أساس سنوي قدره ١٪ فقط في الفترة الممتدة من الربع الأخير من ٢٠٠٧ حتى نهاية الربع الثاني من ٢٠٠٨، مقارنة بمعدل النمو البالغ ٢,٥٪ خلال الثلاثة أرباع الأولى من ٢٠٠٧. ولا يزال الاقتصاد الأمريكي هو الأكثر تضرراً من الآثار المباشرة للأزمة المالية التي نشأت في السوق الأمريكية للقروض العقارية عالية المخاطر، والتي أسفرت عن تشديد أوضاع الائتمان وتضخيم

بدأ الاقتصاد العالمي مرحلة من الهبوط الشديد على أثر أخطر صدمة مالية تتعرض لها الأسواق المالية الناضجة منذ ثلاثينات القرن الماضي. وفي هذه الأجواء الاستثنائية التي تكتنفها أجواء عدم اليقين، تم خفض توقعات النمو العالمي لعام ٢٠٠٩ إلى ٣٪، وهي أبطأ وتيرة يتنبأ بها منذ عام ٢٠٠٢، وتواجه الآفاق الاقتصادية مخاطر جسيمة متمثلة في تحقيق التطورات المعاكسة. وقد وصلت كبرى الاقتصادات المتقدمة بالفعل إلى حالة من الركود أو توشك على الوصول إليها، ورغم أنه من المنتظر أن يبدأ التعافي الاقتصادي في توطيد ركائزه بالتدريج خلال عام ٢٠٠٩، فإن الانتعاش على الأرجح سيكون تدريجياً على غير العادة، حيث يعيق تقدمه الخفض المستمر لحجم التمويل بالديون في الأسواق المالية. وفي هذا السياق، يفترض في معدلات التضخم الكلي المرتفعة التراجع، شريطة بقاء أسعار النفط عند مستوياتها الراهنة أو دون هذه المستويات. ويتباطأ النمو كذلك في الاقتصادات الصاعدة والنامية، حيث تصل معدلاته في بعض الحالات إلى مستوى أقل كثيراً من مستوى الاتجاه العام، وإن كان بعضها ما زال يواجه ضغطاً تضخيمياً كبيراً حتى مع زيادة ثبات أسعار السلع الأولية. ويتمثل التحدي الآتي أمام السياسات في تحقيق استقرار الأسواق المالية العالمية، مع العبور بالاقتصادات فترة النشاط المتباطئ، ومواصلة السيطرة على التضخم. وعلى المدى الأطول، سوف يسعى صانعو السياسات إلى إعادة بناء الركائز الراسخة للوساطة المالية وسوف ينظرون في كيفية الحد من الميول المسيرة للاتجاهات الدورية التي يتسم بها الاقتصاد العالمي وتحسين استجابات العرض والطلب في أسواق السلع.

ويبدأ هذا الفصل بإلقاء نظرة عامة على الاقتصاد العالمي تحت وطأة الضغوط. ثم يبحث بمزيد من التفصيل في اتساع نطاق الأزمة المالية وانعكاساتها الاقتصادية الكلية، بالإضافة إلى الاختلالات في أسواق المساكن والسلع الأولية. وسوف يؤدي هذا التحليل إلى تمهيد السبيل أمام مناقشة الآفاق والمخاطر الاقتصادية، بينما يعرض القسم الأخير من هذا الفصل إلى مناقشة التحديات على مستوى السياسات. وينظر الفصل الثاني بمزيد من التفصيل في التطورات والتحديات على مستوى السياسات في كل من مناطق العالم الرئيسية.

### الاقتصاد العالمي تحت وطأة الضغوط

واصل الاقتصاد العالمي ازدهاره على مدار الأربع سنوات الماضية حتى صيف عام ٢٠٠٧. فارتفع إجمالي

الجدول ١-١: عرض عام لتوقعات آفاق الاقتصاد العالمي (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

على أساس التغير المقارن من سنة إلى أخرى		على أساس التغير المقارن من سنة إلى أخرى		الاختلاف عن توقعات يوليو ٢٠٠٨		التوقعات		التوقعات		
على أساس التغير المقارن من ربيع إلى آخر		التقديرات		٢٠٠٨		٢٠٠٩		٢٠٠٨		
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦		
٣,٢	٢,٨	٤,٨	٠,٩-	٠,٢-	٣,٠	٣,٩	٥,٠	٥,١	الناتج العالمي <sup>١</sup>	
١,٠	٠,٧	٢,٦	٠,٩-	٠,٢-	٠,٥	١,٥	٢,٦	٣,٠	الاقتصادات المتقدمة	
٠,٤	٠,٨	٢,٣	٠,٧-	٠,٣	٠,١	١,٦	٢,٠	٢,٨	الولايات المتحدة	
٠,٦	٠,٤	٢,١	١,٠-	٠,٤-	٠,٢	١,٣	٢,٦	٢,٨	منطقة اليورو	
٠,٦	٠,٧	١,٧	١,٠-	٠,٢-	—	١,٨	٢,٥	٣,٠	ألمانيا	
٠,٨	٠,١-	٢,٢	١,٢-	٠,٨-	٠,٢	٠,٨	٢,٢	٢,٢	فرنسا	
٠,٢	٠,١-	٠,١	٠,٧-	٠,٦-	٠,٢-	٠,١-	١,٥	١,٨	إيطاليا	
٠,١	٠,١	٣,٢	١,٤-	٠,٤-	٠,٢-	١,٤	٣,٧	٣,٩	إسبانيا	
٠,٩	٠,٢	١,٤	١,٠-	٠,٨-	٠,٥	٠,٧	٢,١	٢,٤	اليابان	
٠,٧	٠,٣-	٢,٩	١,٨-	٠,٨-	٠,١-	١,٠	٣,٠	٢,٨	المملكة المتحدة	
١,٧	٠,٣	٢,٨	٠,٧-	٠,٣-	١,٢	٠,٧	٢,٧	٣,١	كندا	
٣,٧	٢,٠	٥,٠	٠,٨-	٠,٢-	٢,٥	٣,١	٤,٧	٤,٥	اقتصادات متقدمة أخرى	
٥,٤	٢,٦	٦,١	١,١-	٠,٢-	٣,٢	٤,٠	٥,٦	٥,٦	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة	
٦,٥	٦,١	٨,٥	٠,٦-	—	٦,١	٦,٩	٨,٠	٧,٩	الاقتصادات الصاعدة والنامية <sup>٢</sup>	
...	...	...	٠,٤-	٠,٥-	٦,٠	٥,٩	٦,٣	٦,١	إفريقيا	
...	...	...	٠,٥-	٠,٥-	٦,٣	٦,١	٦,٩	٦,٦	جنوب الصحراء	
...	...	...	١,١-	٠,١-	٣,٤	٤,٥	٥,٧	٦,٧	أوروبا الوسطى والشرقية	
...	...	...	١,٥-	٠,٦-	٥,٧	٧,٢	٨,٦	٨,٢	كومنولث الدول المستقلة	
٥,٨	٥,٩	٩,٥	١,٨-	٠,٧-	٥,٥	٥,٧	٨,١	٧,٤	روسيا	
...	...	...	٠,٨-	٠,٢-	٦,٢	٧,٦	٩,٨	١٠,٢	ما عدا روسيا	
...	...	...	٠,٧-	—	٧,٧	٨,٤	١٠,٠	٩,٩	آسيا النامية	
٩,٤	٩,٢	١١,٣	٠,٥-	—	٩,٣	٩,٧	١١,٩	١١,٦	الصين	
٦,٩	٧,٢	٨,٩	١,١-	٠,١-	٦,٩	٧,٩	٩,٣	٩,٨	الهند	
٥,٧	٤,٧	٦,٦	١,٠-	٠,١-	٤,٩	٥,٥	٦,٣	٥,٧	بلدان آسيان الخمس	
...	...	...	٠,١-	٠,٢	٥,٩	٦,٤	٥,٩	٥,٧	الشرق الأوسط	
...	...	...	٠,٤-	٠,١	٣,٢	٤,٦	٥,٦	٥,٥	نصف الكرة الغربي	
٣,٧	٣,٩	٦,٢	٠,٥-	٠,٣	٣,٥	٥,٢	٥,٤	٣,٨	البرازيل	
٢,٤	٠,٩	٤,٢	٠,٦-	٠,٣-	١,٨	٢,١	٣,٢	٤,٩	المكسيك	
...	...	...	١,١-	٠,٤-	٠,٦	١,٧	٣,١	٣,٣	للتذكيرة	
...	...	...	٠,٨-	٠,٢-	١,٩	٢,٧	٣,٧	٣,٩	الاتحاد الأوروبي	
...	...	...	١,٩-	١,٢-	٤,١	٤,٩	٧,٢	٩,٣	النمو العالمي على أساس أسعار صرف السوق	
...	...	...	١,٩-	١,٢-	٤,١	٤,٩	٧,٢	٩,٣	حجم التجارة العالمية (سلع وخدمات)	
...	...	...	٢,٣-	١,٦-	١,١	١,٩	٤,٥	٧,٥	الواردات	
...	...	...	١,١-	٠,٧-	١٠,٥	١١,٧	١٤,٢	١٤,٧	الاقتصادات المتقدمة	
...	...	...	١,٨-	٠,٧-	٢,٥	٤,٣	٥,٩	٨,٤	الاقتصادات الصاعدة والنامية	
...	...	...	١,٧-	٢,٠-	٧,٤	٦,٣	٩,٥	١١,٠	الصادرات	
...	...	...	١,٧-	٢,٠-	٧,٤	٦,٣	٩,٥	١١,٠	الاقتصادات المتقدمة	
...	...	...	١,٧-	٢,٠-	٧,٤	٦,٣	٩,٥	١١,٠	الاقتصادات الصاعدة والنامية	
...	...	...	١٣,٦-	١٣,٠-	٦,٣-	٥٠,٨	١٠,٧	٢٠,٥	أسعار السلع الأولية (بالدولار الأمريكي)	
...	...	...	١,٠-	١,٣-	٦,٢-	١٣,٣	١٤,١	٢٣,٢	النفط <sup>٣</sup>	
...	...	...	١,٠-	١,٣-	٦,٢-	١٣,٣	١٤,١	٢٣,٢	السلع غير الوقود (متوسط على أساس الأوزان الترجيحية لصادرات السلع الأولية)	
١,٧	٣,٣	٣,٠	٠,٣-	٠,٢	٢,٠	٣,٦	٢,٢	٢,٤	أسعار المستهلكين	
٦,٢	٧,٩	٦,٧	٠,٤	٠,٣	٧,٨	٩,٤	٦,٤	٥,٤	الاقتصادات المتقدمة	
...	...	...	٠,٥-	٠,٤	٣,١	٣,٢	٥,٣	٥,٣	الاقتصادات الصاعدة والنامية <sup>٤</sup>	
...	...	...	١,١-	٠,٢-	٤,٢	٤,٨	٤,٣	٣,١	سعر الإقراض بين بنوك لندن (%)	
...	...	...	٠,٣-	٠,١-	١,٢	١,٠	٠,٩	٠,٤	على الودائع بالدولار الأمريكي	
...	...	...	٠,٣-	٠,١-	١,٢	١,٠	٠,٩	٠,٤	على الودائع باليورو	
...	...	...	٠,٣-	٠,١-	١,٢	١,٠	٠,٩	٠,٤	على الودائع بالين الياباني	

ملحوظة: يفترض بقاء أسعار الصرف الفعلية الحقيقية ثابتة عند مستوياتها السائدة في الفترة من ١٨ أغسطس إلى ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨.

<sup>١</sup> التقديرات والتوقعات ربع السنوية تمثل ٩٠٪ من الأوزان الترجيحية على أساس تعادل القوى الشرائية العالمية

<sup>٢</sup> التقديرات والتوقعات ربع السنوية تمثل حوالي ٧٦٪ في حالة الاقتصادات الصاعدة والنامية

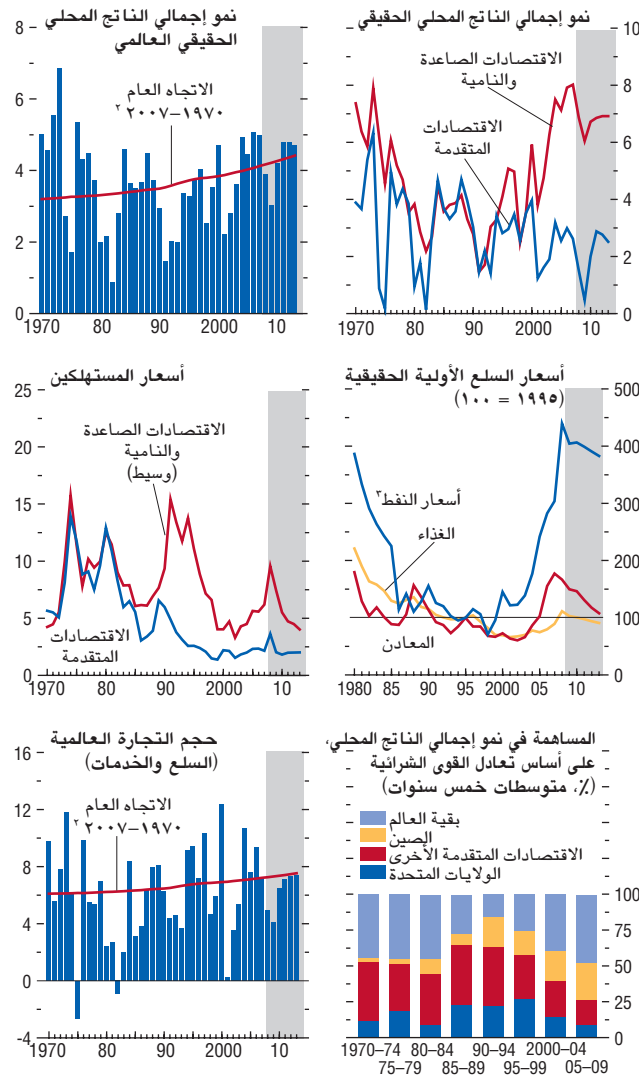
<sup>٣</sup> المتوسط البسيط لأسعار النفط الخام الفورية للأنواع برنت المملكة المتحدة، وديبي، وغرب تكساس الوسيط. وقد بلغ متوسط سعر النفط ٧١,١٣ دولارا للبرميل في عام ٢٠٠٧؛ ومن المفترض أن يبلغ ١٠٧,٢٥ دولارا في عام ٢٠٠٨ و ١٠٠,٥٠ دولارا في عام ٢٠٠٩

<sup>٤</sup> السعر لسنة أشهر بالنسبة للولايات المتحدة واليابان، وثلاثة أشهر بالنسبة لمنطقة اليورو.

## الاقتصاد العالمي تحت وطأة الضغوط

### الشكل البياني ١-١: المؤشرات العالمية<sup>١</sup> (التغير السنوي، %، ما لم يذكر خلاف ذلك)

بعد أربع سنوات من النمو القوي، يتجه الاقتصاد العالمي حالياً نحو موجة تباطؤ حادة بقيادة الاقتصادات المتقدمة. وفي الوقت نفسه، ارتفع التضخم إلى أعلى معدلاته خلال السنوات العشر الأخيرة، مدفوعاً بارتفاع حاد في أسعار السلع الأولية.



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تشير المساحات المظللة إلى توقعات خبراء صندوق النقد الدولي. والمجملة محسوبة على أساس الأوزان الترجيحية القائمة على تعادل القوى الشرائية، ما لم يذكر خلاف ذلك.  
<sup>٢</sup> معدلات متوسط النمو المتوسطة لفرادى البلدان مجملة باستخدام الأوزان الترجيحية القائمة على تعادل القوى الشرائية؛ وتتحول هذه المجملة بمرور الوقت لصالح البلدان الأسرع نمواً، مما يجعل المنحنى يأخذ اتجاهها صاعداً.  
<sup>٣</sup> المتوسط البسيط للأسعار الفورية للنفط الخام من أنواع برنت المملكة المتحدة، وفاتح دبي، ووسط غرب تكساس.

إجراءات التصحيح الجارية في أسواق المساكن منذ عام ٢٠٠٦. ومن الأمور التي أسهمت في التخفيف من حدة هذه الصدمات ما قام به الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من إجراءات قوية لتيسير السياسة النقدية، والدفع المالية التنشيطية التي جاءت في الوقت المناسب، وأداء الصادرات القوي الذي أعقب إصابة الدولار بالضعف، ومع ذلك لم يتمكن الاقتصاد من النمو بأكثر من ١,٢٥٪ في المتوسط منذ الربع الأخير من ٢٠٠٧. وقد تباطأ النشاط الاقتصادي كثيراً في أوروبا الغربية أيضاً في ظل الضعف الناجم عن ارتفاع أسعار النفط، وتشديد أوضاع الائتمان، ونوبات الهبوط في أسواق المساكن بعدة اقتصادات، والتباطؤ الاقتصادي في الولايات المتحدة، وارتفاع قيمة اليورو. وفي اليابان أظهر الاقتصاد مبدئياً قدرة أكبر على الصمود أمام الصدمات، ولكنه تأثر مؤخراً بتباطؤ الصادرات وتأثير تراجع معدلات التبادل التجاري على الطلب المحلي.

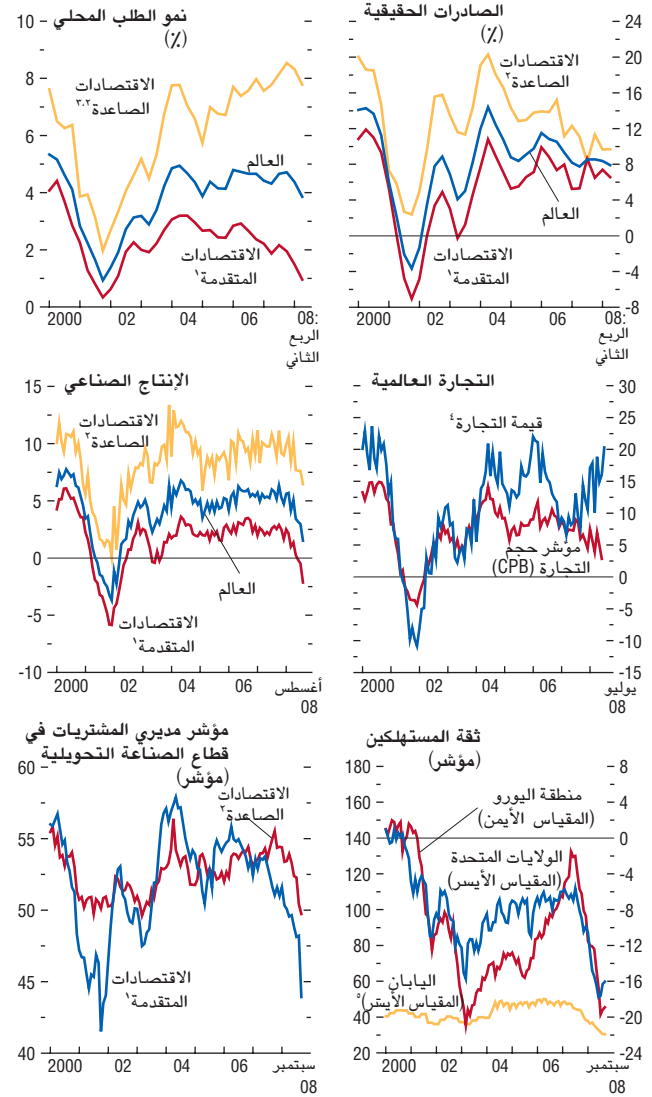
وتشير البيانات المتاحة عن الربع الثالث من العام الجاري والمؤشرات الاستشرافية إلى تزايد عمق الهبوط في الاقتصادات المتقدمة (الشكل البياني ١-٢). وفي واقع الأمر، تكاد مؤشرات ثقة مجتمع الأعمال والمستهلكين في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو تبلغ في الوقت الحالي المستويات المنخفضة القياسية المشاهدة خلال نوبة الركود الممتدة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٢.

ولم تنفصل الاقتصادات الصاعدة والنامية عن مسار هذا الهبوط. فقد انخفض معدل النمو في هذه البلدان من أكثر من ٨٪ في الثلاثة أرباع الأولى من عام ٢٠٠٧ إلى ٧,٥٪ تقديرياً في الأرباع الثلاثة التالية، حيث انخفض بعض الشيء حجم الطلب المحلي (لا سيما استثمارات الأعمال) وصافي الصادرات. وإضافة إلى ذلك، تواصل مؤشرات النشاط التجاري ونشاط الأعمال الأخيرة إرسال إشارات عن استمرار التراجع في وتيرة النمو. ولا تزال معدلات النمو في البلدان المصدرة للسلع الأولية، والمستفيدة من استمرار ارتفاع أسعار صادراتها، هي الأكثر قدرة على الصمود أمام الأزمة الراهنة. وفي المقابل، نجد أن البلدان التي لديها روابط تجارية وثيقة مع الولايات المتحدة وأوروبا تتعرض حالياً لتباطؤ ملحوظ، بينما بعض البلدان التي اعتمدت في تمويل عجوزات حساباتها الجارية الضخمة على تدفقات استثمارات الحافظة الداخلة أو التدفقات الداخلة المرتبطة بالبنوك واجهت صعوبات كبيرة تمثلت في التقييد المفاجئ للتمويل الخارجي متاح لها. ومع ذلك، حافظت الاقتصادات الصاعدة، كجموعة، على القدرة على النفاذ إلى الأسواق وذلك على نحو أفضل مما كان عليه الحال في الاضطرابات المالية السابقة، مما يرجع للتحسينات المدخلة على أطر السياسات وقوة الميزانيات العمومية للقطاع العام.



## الشكل البياني ١-٢: المؤشرات الجارية والرائدة (التغير % عن السنة السابقة، ما لم يذكر خلاف ذلك)

تباطأ الطلب المحلي في الاقتصادات المتقدمة تباطؤاً ملحوظاً، وتشير مؤشرات ثقة دوائر الأعمال والمستهلكين إلى ترجيح ازدياد حدة التباطؤ. وفي المقابل، لم تنفصل الأوضاع في الاقتصادات الصاعدة عن هذا الاتجاه، حيث أدى تباطؤ التجارة العالمية تراجع النشاط التصنيعي.



المصدر: بالنسبة لبيانات مؤشر حجم التجارة (CPB) فهو "المركز الهولندي لتحليل السياسات الاقتصادية" (CPB)، وفي كل الحالات الأخرى فهو مؤسسة "ان تي سي إيكونوميكس" (NTC Economics) ومؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics).

١ أستراليا وكندا والدانمرك ومنطقة اليورو واليابان ونيوزيلندا والنرويج والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

٢ الأرجنتين والبرازيل وبلغاريا وشيلي والصين وكولومبيا والجمهورية التشيكية وإستونيا ومنطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة التابعة لجمهورية الصين الشعبية وهنغاريا والهند وإندونيسيا وإسرائيل وكوريا ولاتفيا وليتوانيا وماليزيا والمكسيك وباكستان وبيرو والفلبين وبولندا ورومانيا وروسيا وسنغافورة والجمهورية السلوفاكية وجنوب إفريقيا ومقاطعة تايوان الصينية وتايلاند وتركيا وأوكرانيا وجمهورية بوليفاريا الفنزويلية.

٣ البيانات الخاصة بالصين وباكستان محسوبة بالاستنباط.  
٤ التغير % محسوبا على أساس سنوي اعتباراً من ثلاثة أشهر سابقة بحقوق السحب الخاصة.  
٥ بيانات ثقة المستهلكين في اليابان تقوم على أساس مؤشر للانتشار، حيث تشير القيم الأكبر من ٥٠ إلى تحسن مستوى الثقة.

وعلى الرغم من تباطؤ النمو العالمي، فقد سجل التضخم الكلي ارتفاعاً في جميع أنحاء العالم محققاً أعلى معدلاته منذ أواخر التسعينات، مدفوعاً بطفرة أسعار الوقود والغذاء. وفي الاقتصادات المتقدمة، بلغ معدل التضخم الكلي على أساس اثني عشر شهراً ٤,٢٥% في أغسطس ٢٠٠٨، متراجعا تراجعاً طفيفاً عن مستوى الذروة الذي بلغه في شهر يوليو في أعقاب حدوث بعض الانخفاض في أسعار السلع الأولية (الشكل البياني ١-٣). وعلى العموم، تم احتواء مقاييس التضخم الأساسي — مؤشرات الأسعار باستثناء أسعار الغذاء والوقود، والتوقعات التضخمية، وتكلفة العمالة — على الرغم من اتجاه بعض المقاييس نحو الارتفاع مؤخراً. ومع تزايد المخاوف التضخمية، فقد احتفظ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بأسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية الأمريكية عند نسبة ٢% منذ إبريل الماضي، بعد ستة شهور من التخفيضات الحادة؛ ورفع البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة الأساسي درجة واحدة في أوائل يوليو ليبلغ ٤,٢٥%.

وكان ظهور طفرة تضخمية جديدة ملحوظاً في الاقتصادات الصاعدة والنامية أكثر من سواها، حيث وصل معدل التضخم الأساسي في المجمل إلى ٨,٢٥% في شهر أغسطس، بينما تشهد مجموعة كبيرة من البلدان في الوقت الحالي معدلات التضخم في حدود الخانتين. ويرجع الاختلاف إلى حد ما إلى الوزن الكبير المخصص للغذاء في سلال الاستهلاك بهذه الاقتصادات — في حدود ٣٠-٤٥% في المعتاد مقابل ١٠-١٥% في الاقتصادات المتقدمة. غير أن ارتفاع معدلات التضخم باستثناء الغذاء والوقود قد تسارعت أيضاً إلى حد كبير، وهناك دلائل على تزايد التوقعات التضخمية وزيادات في الأجور، بالرغم من أن هذه البيانات غير متوفرة على نحو منظم مثلما هو الحال في الاقتصادات المتقدمة. وينظر الفصل الثالث من هذا التقرير تفصيلاً في العلاقة بين أسعار السلع الأولية والتضخم، ويستنتج أن الاقتصادات النامية لا تزال أكثر عرضة للآثار غير المباشرة. والسبب في ذلك أن زيادة الوزن المخصص لأسعار الغذاء في سلال الاستهلاك زادت من الضغوط الواقعة على الأجور الحقيقية، ولأن مصداقية البنوك المركزية لا تتيح تثبيت التوقعات التضخمية بالقدر اللازم، ولأن النمو السريع أدى إلى تراجع هامش الطاقة الإنتاجية الفائضة.

وقد استجاب صانعو السياسات في الاقتصادات الصاعدة والنامية إلى تزايد معدلات التضخم، وذلك باتخاذ مجموعة منتقاة من التدابير المتنوعة. فقد أقدم العديد من البنوك المركزية على رفع أسعار الفائدة، بينما لجأت بنوك أخرى إلى الاعتماد أكثر على زيادة

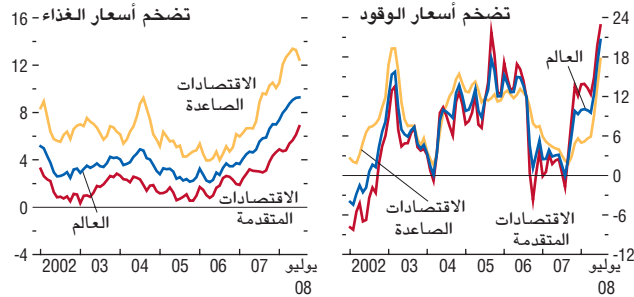
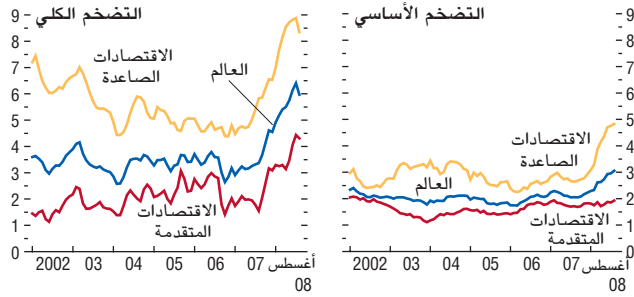
## الاقتصاد العالمي تحت وطأة الضغوط

### الشكل البياني ١-٣: التضخم العالمي

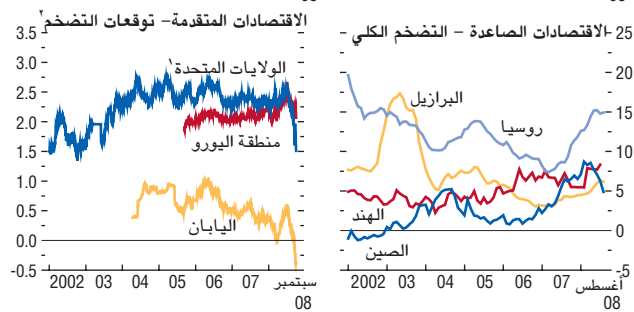
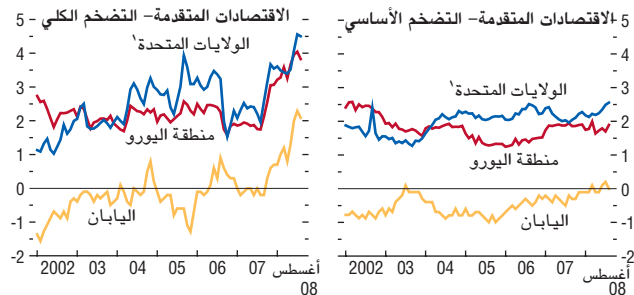
(التغير عن اثني عشر شهرا سابقة في مؤشر أسعار المستهلكين، ما لم يذكر خلاف ذلك)

ارتفع التضخم الكلي، لا سيما في الأسواق الصاعدة والنامية، نتيجة طفرة أسعار الغذاء والتوسع في تشديد القيود على الطاقة الإنتاجية. وشهدت الاقتصادات المتقدمة كذلك ارتفاعا ملحوظا في التضخم الكلي مدفوعا بانتقال آثار زيادة أسعار النفط الدولية، رغم أن مؤشرات التضخم الأساسي لم ترتفع إلى بقدر معتدل.

#### المجمعات العالمية



#### المؤشرات القطرية



المصادر: تقارير «مؤسسة بلومبرغ فاينانشيال ماركيتس» (Bloomberg Financial Markets, LP) ومؤسسة «هيفر أناليتكس» (Haver Analytics); وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup> مخفض تضخم نفقات الاستهلاك الشخصي. <sup>٢</sup> المعدلات موزعة بالتساوي على عشرة أعوام.

الاحتياطات الإلزامية وتشديد القيود الائتمانية، لا سيما في البلدان التي لا تزال سياسة سعر الفائدة فيها مقيدة بسياسات سعر الصرف غير المرنة. غير أنه على غرار ما ترد مناقشته لاحقا فقد توقف العمل ببعض هذه الإجراءات مؤخرا في مواجهة قيود السيولة الكثيفة والمرتبطة بالاضطرابات المالية الأخيرة. وقامت بعض البلدان كذلك بتشديد أهدافها المالية للمساهمة في كبح نمو الطلب الكلي. وبعيدا عن السياسات الاقتصادية الكلية، سعى عدد من البلدان إلى الحد من تأثير تزايد أسعار السلع الأولية الدولية على الأسعار المحلية، وذلك بتأخير انتقال آثار أسعار النفط أو الحد منه — بتكلفة مالية كبيرة على الأرجح — وبخفض الجمارك على الأغذية المستوردة، وفي بعض الحالات بحظر صادرات الأغذية أو فرض الضرائب عليها.

وقد أسهم ضعف النمو في الولايات المتحدة مقارنة بشركائها التجاريين واستمرار تراجع قيمة الدولار الأمريكي منذ عام ٢٠٠٢ في خفض عجز الحساب الجاري الأمريكي إلى ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في النصف الأول من عام ٢٠٠٨، مقارنة بنسبة ٦,٥٪ في أواخر ٢٠٠٥ (الشكل البياني ١-٤). ويظهر الانخفاض أكبر من ذلك إذا ما استبعدنا صافي الواردات النفطية. ولا يزال سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي، في أدنى مستوياته منذ عشرات السنين، رغم بعض التحسينات التي طرأت عليه منذ أوائل ٢٠٠٨، وتشير التقديرات الحالية إلى أن سعر الدولار متسق عموما مع أساسيات الاقتصاد الأمريكي في الأجل المتوسط. وقد ظل التصحيح في قيمة الدولار خلال السنوات الأخيرة يتم غالبا مقابل عملات الاقتصادات المتقدمة الأخرى، وأهمها اليورو (وهو أميل للارتفاع مقارنة بالأساسيات الاقتصادية) والين الياباني (الذي لا يزال مقوما بأقل من قيمته الصحيحة مقارنة بالأساسيات الاقتصادية) وغيرهما من العملات المعومة.

وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة، لا يزال سعر صرف عملة الصين مستمرا في الارتفاع بوتيرة معتدلة، مع ارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي بوتيرة أسرع بعض الشيء نتيجة زيادة التضخم (الشكل البياني ١-٥). ومع ذلك، فقد ظل فائض الحساب الجاري الصيني أعلى من ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، وواصلت احتياطات ارتفاعها في ظل تزايد التدفقات الرأسمالية الداخلة على الرغم من تشديد الضوابط. ويرى خبراء صندوق النقد الدولي أن اليوان الصيني لا يزال مقوما بأقل من قيمته مقارنة بالأساسيات الاقتصادية متوسطة الأجل. وفي منطقة الشرق الأوسط، لا يزال كثير من البلدان المصدرة للنفط يربط العملة المحلية بالدولار الأمريكي. ونتيجة

لذلك، اتجهت أسعار الصرف الفعلية الاسمية في هذه البلدان نحو الانخفاض، رغم ارتفاع أسعار الصرف قليلا بالقيم الحقيقية بسبب ارتفاع معدلات التضخم. أما في البلدان الأخرى فقد تباينت التجارب. فقد ارتفعت عموما قيمة العملات في أوروبا الصاعدة وأمريكا اللاتينية، في ظل تشديد السياسة النقدية وارتفاع مصدري السلع الأولية من تحسن معدلات التبادل التجاري على الرغم من تعرض بعض العملات للضغط مؤخرًا مع تراجع أسعار السلع الأولية وتزايد العزوف عن المخاطر. غير أن قيمة عدد من العملات في إفريقيا وجنوب وشرق آسيا (كالهند وكوريا وباكستان وجنوب إفريقيا) سجلت انخفاضا على مدار فترة زمنية أطول، الأمر الذي يرجع جزئيا لارتفاع تكاليف الواردات من السلع الأولية وتزايد العجز في الحسابات الجارية.

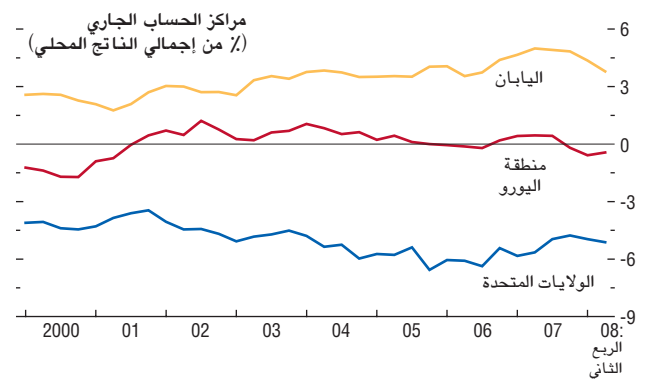
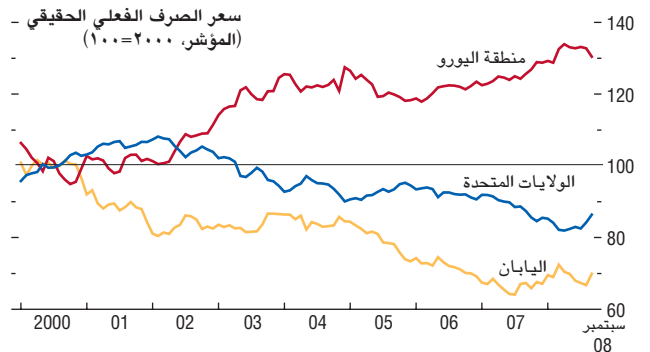
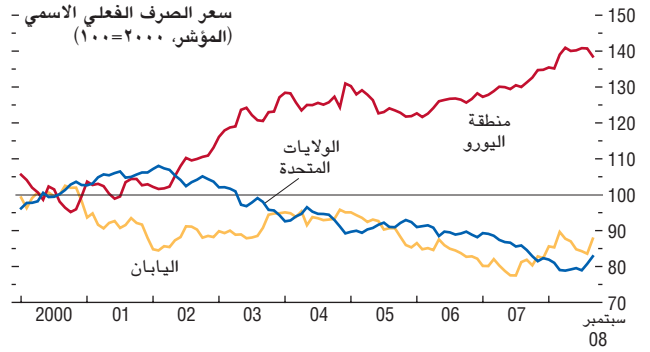
### النظام المالي في أزمة<sup>١</sup>

تم الانتهاء من وضع اللمسات الأخيرة على عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في أعقاب اتخاذ بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ترتيبات البيع الطارئ لواحد من كبرى البنوك الاستثمارية الأمريكية (بنك بير ستيرنز) وزيادة فرص السماسرة/التجار الوسطاء للحصول على السيولة الطارئة. وقد أحرزت البنوك التقدم أيضا في الاعتراف بخسائرها من جراء الانكشاف للقروض العقارية عالية المخاطر، وفي إعادة بناء رؤوس أموالها، وفي الحد من عمليات التمويل بالديون.<sup>٢</sup> ورغم هذه الجهود، فقد ازدادت كثافة توترات الأسواق المالية مرة أخرى خلال شهور الصيف مع عودة ظهور مخاوف نقص الملاءة واستبيان ما سوف تستغرقه عملية إصلاح الميزانيات العمومية من فترة مطولة. وتعرض التمويل المصرفي للضغط بصفة خاصة (الشكل البياني ١-٦). ومن مصادر هذا الضغط تزايد المخاوف من تصاعد الخسائر الائتمانية في ظل حلقة الآثار المرتدة السلبية التي يدور فيها الاقتصاد والنظام المالي. وفي نفس الوقت، واجهت التصحيحات المصرفية معوقات

<sup>١</sup> تناقش تطورات القطاع المالي بالتفصيل في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من «تقرير الاستقرار المالي العالمي» (IMF, 2008b).  
<sup>٢</sup> في سبتمبر ٢٠٠٨، كانت البنوك قد أبلغت عن خسائر بقيمة ٥١٨ مليار دولار من القروض العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة والقروض الأخرى ذات الصلة، وكان الجانب الأكبر من نصيب البنوك الأمريكية والأوروبية. كذلك تمكنت البنوك من تعبئة رؤوس أموال جديدة بلغت ٣٦٤ مليار دولار. وتوازن هذه المبالغ الخسائر الناجمة عن قروض البنوك الأمريكية والأوراق المالية ذات الصلة والتي تقدر قيمتها حاليا بمبلغ ١,٤ تريليون دولار، منها ٦٤٠ مليار - ٧٣٥ مليار دولار من نصيب البنوك (IMF, 2008b).

### الشكل البياني ١-٤: التطورات الخارجية في اقتصادات متقدمة مختارة

كان لانخفاض القيمة الفعلية الحقيقية للدولار الأمريكي واقتارانه بتباطؤ الطلب المحلي دور في تراجع عجز الحساب الجاري الأمريكي بعض الشيء. وقد ضعفت مراكز الحساب الجاري على مدار السنة الماضية في منطقة اليورو واليابان، مما يرجع لزيادة أسعار الصرف وارتفاع أسعار النفط.



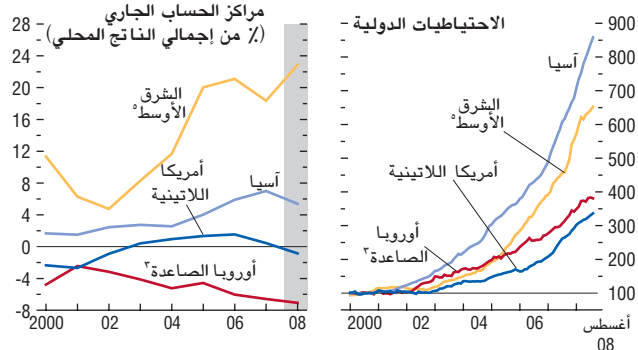
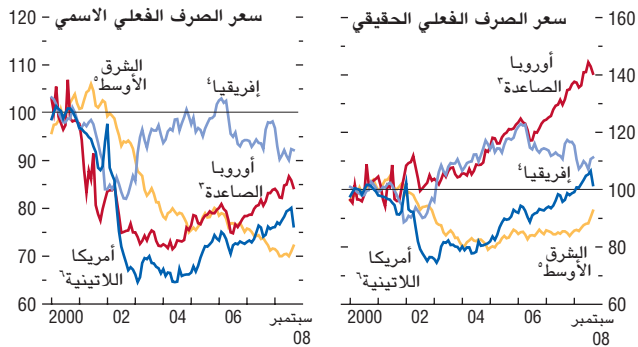
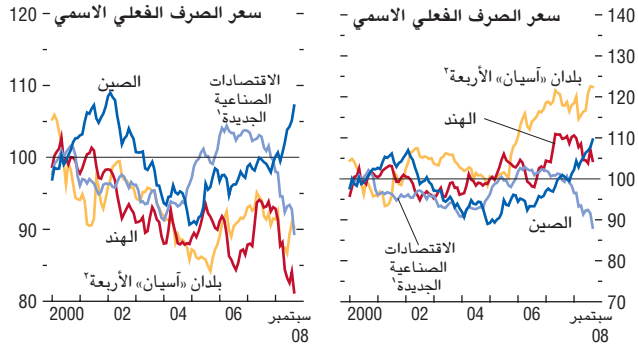
المصادر: مؤسسة «هيفر أناليتكس» (Haver Analytics): وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## النظام المالي في أزمة

### الشكل البياني ١-٥: التطورات الخارجية في الاقتصادات الصاعدة والنامية

(المؤشر، ٢٠٠٠=١٠٠، ما لم يذكر خلاف ذلك)

تدونت تحركات أسعار الصرف مؤخرا في الاقتصادات الصاعدة والنامية. وقد شهد عدد من البلدان المستوردة للنفط في آسيا، لا سيما البلدان التي لديها روابط تجارية وثيقة مع الولايات المتحدة، انخفاض أسعار عملاتها، بينما واصلت قيمة عملة الصين ارتفاعها. وقد ظلت عملات أمريكا اللاتينية وأوروبا الصاعدة كذلك محتفظة بقوتها، رغم ضعفها في الأونة الأخيرة.



المصادر: تقرير الإحصاءات المالية الدولية، الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تشمل الاقتصادات الصناعية الجديدة منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية.

<sup>٢</sup> إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند.

<sup>٣</sup> بلغاريا وكرواتيا الجمهورية التشيكية وإستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا ورومانيا والجمهورية السلوفاكية وتركيا.

<sup>٤</sup> بوتسوانا وبوركينا فاسو والكاميرون وتشاد وجمهورية الكونغو وكوت ديفوار وجيبوتي وغينيا الاستوائية وإثيوبيا وغابون وغانا وغينيا وكينيا ومدغشقر ومالي وموريشيوس وموزامبيق وناميبيا والنيجر ونيجيريا ورواندا والسنغال وجنوب إفريقيا والسودان وتنزانيا وأوغندا وزامبيا.

<sup>٥</sup> البحرين ومصر وجمهورية إيران الإسلامية والأردن والكويت ولبنان وليبيا وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والجمهورية العربية السورية والإمارات العربية المتحدة والجمهورية اليمنية.

<sup>٦</sup> الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو وجمهورية فنزويلا البوليفارية.

فرضتها تكاليف التمويل المرتفعة، وانخفاض تيارات الإيرادات الناجم عن أنشطة توريق القائمة على تحصيل الرسوم، والتراكم الإجباري للأصول نتيجة التزامات الإقراض تجاه الكيانات غير المدرجة في الميزانيات العمومية والإقراض المسبق. وقد أدى تراجع أسعار الأسهم إلى زيادة تكاليف تعبئة رؤوس الأموال الجديدة، بينما كانت الأسواق والأجهزة التنظيمية تتطلع لحدوث زيادة كبيرة في نسب رأس المال إلى الأصول لكي تصل إلى مستويات أعلى كثيرا من تلك المستويات التي كانت سائدة قبل الأزمة.

ومرة أخرى، ظهرت أكبر هذه التوترات في المؤسسات التي تعرضت بشدة لمخاطر سوق المساكن الأمريكية الأخذة في الضعف. واعتبارا من أغسطس الماضي، تعرضت «الجمعية الفيدرالية للتمويل العقاري الوطني» (فاني ماي) و«المؤسسة الفيدرالية لتمويل قروض الإسكان» (فريدي ماك)، وهما المؤسستان العملاقان اللتان تدعمهما الحكومة،<sup>٣</sup> لضغوط كبيرة. وقد ارتبطت هذه الضغوط بالمخاوف حول مدى كفاية القاعدة الرأسمالية لهذه المؤسسات في مواجهة تزايد الخسائر التي لم تنجح السلطات الأمريكية في إقصائها من خلال تأكيدات على أن المؤسستين ستتاح لهما الأموال الفيدرالية اللازمة لتلبية احتياجات السيولة ورأس المال لديهما. ونظرا للدور الحيوي الذي تقوم به المؤسسات التي تدعمها الحكومة في سوق المساكن الأمريكية وفي النظام المالي العالمي، فقد تم وضع المؤسستين تحت الوصاية الفيدرالية للوكالة الفيدرالية لتمويل الإسكان، مع تعهد الحكومة الأمريكية بتوفير مزيد من الدعم المالي عند الحاجة للحفاظ على مستويات رأس المال والتمويل الكافية.

ورغم هذه الجهود، فقد سقطت الأسواق المالية العالمية في هوة الاضطرابات في منتصف سبتمبر، وذلك في أعقاب إفلاس بنك ثان من كبرى البنوك الاستثمارية الأمريكية (بنك ليمان برذرز)، الأمر الذي انطوى على خسائر جسيمة للمانحين والأطراف المقابلة. وفي الأيام القليلة التي أعقبت ذلك، دفعت الضغوط السوقية بنك استثماري آخر (ميريل لينش أند كومباني) إلى الاندماج مع أحد البنوك التجارية الكبرى وقيام الاحتياطي الفيدرالي بشراء أصول أكبر شركة تأمين في العالم (المجموعة الأمريكية الدولية آيه أي جي) لتجنب إشهار الإفلاس على نحو غير

<sup>٣</sup> المؤسسات التي تدعمها الحكومة تحوز أو تضمن ٥٠٪ من القروض العقارية الأمريكية، وقد دعمت هذه المؤسسات في الشهور الأخيرة ٨٠٪ من القروض العقارية الجديدة. وإضافة إلى ذلك، فإن حيازات أسهم هذه المؤسسات منتشرة في مختلف أنحاء النظام المالي العالمي وظلت بمثابة الوسيط الرئيسي لتمويل عجز الحساب الجاري الأمريكي من الخارج.

## الشكل البياني ١-٦: التطورات في أسواق رأس المال الناضجة

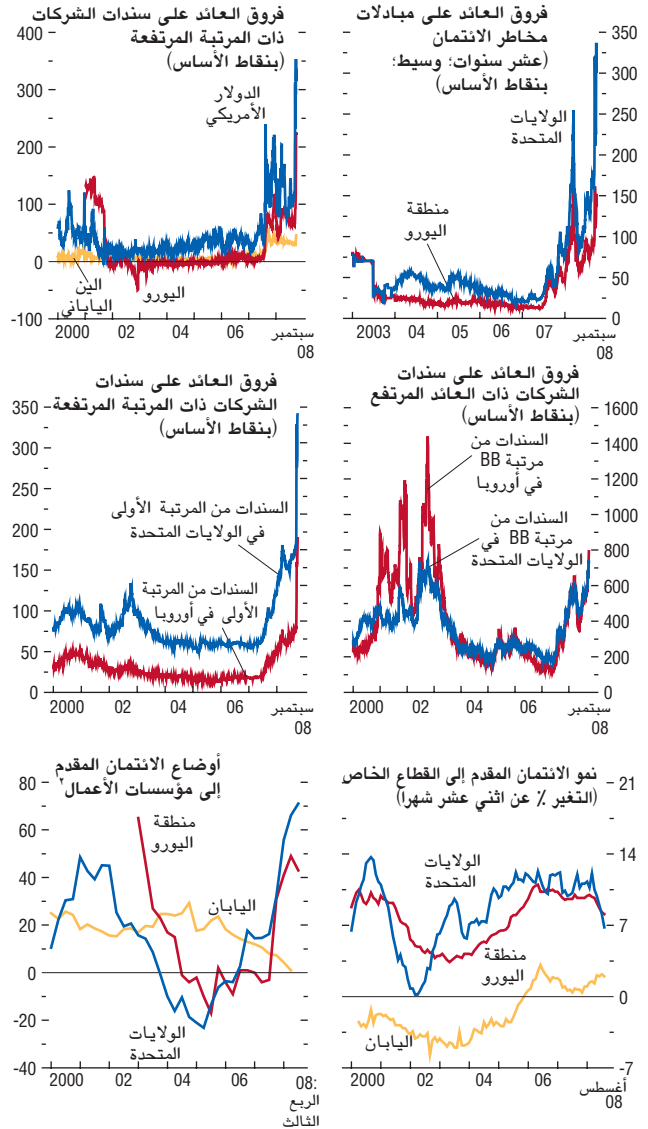
تكتفت ضغوط أسواق الائتمان مرة أخرى في شهر سبتمبر، مما انعكس في ارتفاع فروق أسعار الفائدة في سوق المعاملات بين البنوك. وفي الوقت ذاته، تم تشديد معايير الإقراض من البنوك في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو تشديداً حاداً، وبيدأ معدل نمو الائتمان حالياً في التراجع بعض الشيء.

منظم. وكل هذه المؤسسات كانت تعاني من خسائر كبيرة مرتبطة بالرهن العقاري. ومع تلاشي الثقة في الأطراف المقابلة، توقف النشاط تماماً في أسواق المعاملات بين البنوك، بالرغم من قيام البنوك المركزية الرئيسية ب ضخ كميات كبيرة من السيولة على نحو منسق، والاتفاق بشأن مبادلات العملات الأجنبية بكميات كبيرة غير مسبوقه. وفي مرحلة لاحقة، كان من الضروري تسوية أوضاع عدد من البنوك الأمريكية والأوروبية الأخرى عن طريق الإغلاق أو التأميم أو الدمج بدعم من الحكومة.

وقد استجابت السلطات في الولايات المتحدة وأوروبا لهذه العاصفة الهوجاء باتخاذ سلسلة من المبادرات. ومن أهم هذه المبادرات التشريع الصادر في أوائل أكتوبر في الولايات المتحدة والذي ينص على إنشاء صندوق تمويل برأس مال قدره ٧٠٠ مليار دولار لشراء الأوراق المالية المتعثرة المضمونة بقروض عقارية من البنوك وذلك لاحتواء المخاطر التي قد يترتب عليها خسائر جديدة من هذا المصدر، والعمل على إنشاء آلية تسعير أكثر شفافية لهذه الأصول، وتقليل أحداث نقص السيولة من الميزانيات العمومية في البنوك. وفي نفس الوقت، توسعت الولايات المتحدة وعدد من البلدان الأوروبية في العمل بنظم توفير الضمان للودائع، بما في ذلك توفير ضمانات مؤقتة لصناديق سوق المال الأمريكية وضمانات للدائنين وللمودعين في أيرلندا. وقد تم فرض القيود كذلك على بيع أسهم ملكية المؤسسات المالية على المكشوف وذلك للتخفيف من ضغوط المضاربة.

وحتى وقت صدور هذا التقرير، لا تزال الأوضاع المالية واقعة تحت وطأة ضغوط استثنائية. فلا تزال أسواق المعاملات بين البنوك تعاني من اضطرابات حادة تتجاوز آجال استحقاق قروض الليلة الواحدة، وانخفضت أسعار أسهم الملكية انخفاضاً حاداً، ولا تزال درجة تقلب الأسواق مرتفعة (الشكل البياني ١-٧). وإضافة إلى ذلك، زادت الضغوط بصورة ملحوظة على القطاعات السوقية التي كانت أقل تأثراً بالاضطرابات، بما في ذلك قطاع الشركات غير المالية والأسواق الناشئة، وفقاً لما وردت مناقشته في الإطار ١-١. وفي وسط هذا الاضطراب، ظلت الأوراق المالية الحكومية بمثابة الملاذ الآمن؛ حيث أصبحت عائدات سندات الخزنة الأمريكية أقرب إلى الصفر.

وقد بدأت الضغوط المالية المتزايدة في إلحاق أضرار كبيرة بالنشاط الاقتصادي. ومن القنوات الرئيسية لمثل هذه الروابط الاقتصادية الكلية/ المالية تقييد معايير الإقراض المصرفي في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية (راجع الشكل البياني ١-٦). وجاء ذلك استجابة لجهود

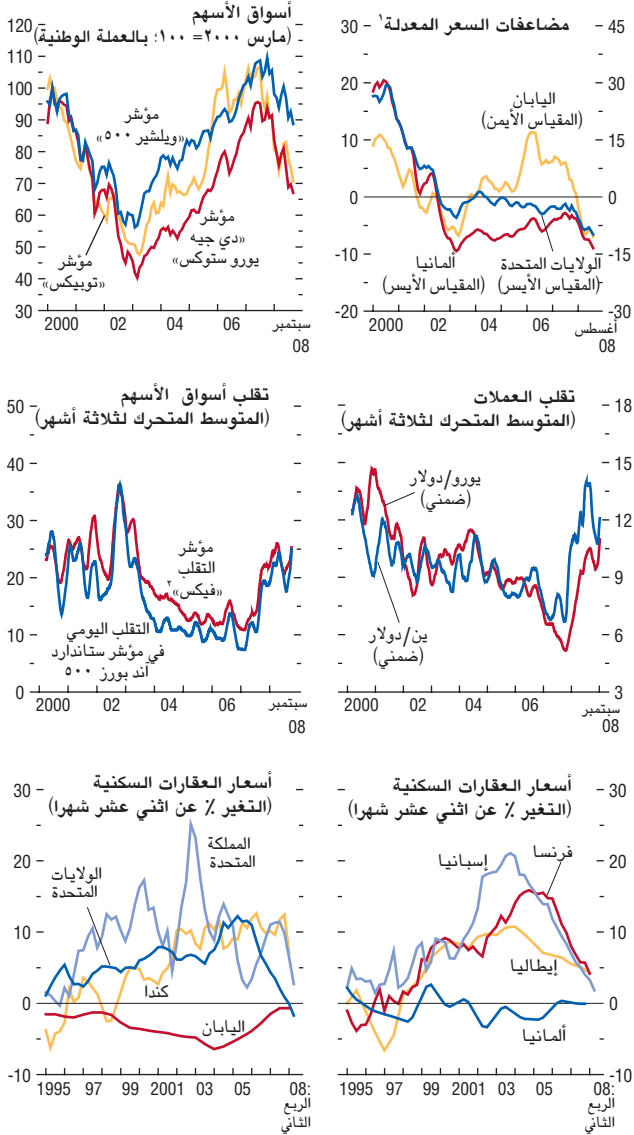


المصادر: بنك اليابان المركزي؛ وشركة Bloomberg Financial Markets, LP، ومجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي؛ والبنك المركزي الأوروبي؛ وشركة "Merrill Lynch"؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن على السندات البالغ أجل استحقاقها ثلاثة أشهر مخصوماً منه سعر الفائدة على السندات الحكومية البالغ أجل استحقاقها ثلاثة أشهر.  
 ٢ % من المجهيين المبلغين بأن معايير الائتمان شهدت تشديداً إما «بقدر كبير» أو «بقدر ما» ناقصاً المجهيين المبلغين بأن معايير الائتمان شهدت إرخاءً إما «بقدر كبير» أو «بقدر ما» في فترة الأشهر الثلاثة السابقة. مسح التغيرات في معايير الائتمان المتعلقة بالقروض أو خطوط الائتمان المقدمة إلى المؤسسات في حالة منطقة اليورو؛ ومتوسط مسوح التغيرات في معايير الائتمان المتعلقة بالإقراض التجاري/ الصناعي والعقاري في حالة الولايات المتحدة؛ ومتوسط التغيرات في معايير الائتمان المقدم إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في حالة اليابان.

## النظام المالي في أزمة

### الشكل البياني ١-٧: مؤشرات الأسواق المالية وأسواق المساكن الناضجة

تتبعكس الضغوط المالية في إجراء تصحيحات كبيرة في أسعار الأسهم واستمرار مستوى التقلب المرتفع في أسواق الأسهم والعملة. وقد واصلت ديناميكية أسعار العقارات تراجعها، لا سيما في الولايات المتحدة، وكذلك في فرنسا وإيطاليا وإسبانيا والمملكة المتحدة.



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets, LP وشركة CEIC Data Company Limited؛ ومؤسسة "هيفر أناليتكس" (Haver Analytics)؛ وتقرير الإحصاءات المالية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وتقرير آفاق الاقتصاد (Economic Outlook) الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ مضاعف السعر المعدل هو نسبة أسعار الأسهم إلى المتوسط المتحرك لأرباح السنوات العشر السابقة، معدلة في ضوء النمو الاسمي الذي يمثل الاتجاه العام. ويقاس مضاعف السعر المعدل على أساس متوسط متحرك لثلاثة أشهر للانحرافات عن متوسط الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٨ (أغسطس).  
 ٢ مؤشر «فيكس» (VIX) هو مؤشر التقلب المستخدم في بورصة عقود الخيار التابعة لمجلس التجارة بشيكاغو. ويتم حساب هذا المؤشر عن طريق اتخاذ متوسط مرجح للتقلب الضمني في عروض الشراء والبيع الثمانية الواردة في مؤشر ستاندارد أند بورز ٥٠٠.

البنوك للتقليل من نسبة الرفع المالي بها لمواجهة الانخفاض في درجة تحمل الأسواق لمخاطر الميزانيات العمومية، وتزايد تكلفة رؤوس الأموال المصرفية، وانخفاض فرص الحصول على التمويل بالجملة. وقد أمكن المحافظة على نمو الائتمان الفعلي لبعض الوقت باستعادة دور الوساطة للالتزامات الإقراض لكيانات غير مدرجة في الميزانية العمومية والإقراض المسبق، وإن كان نمو الائتمان في الوقت الحالي يتباطأ بصورة ملحوظة بالنسبة لقطاع الشركات غير المالية وقطاع الأسر، ومن المرجح أن يستمر تراجع الائتمان حتى تتم زيادة رأس المال المصرفي زيادة كبيرة. ومن الواضح أيضاً أن التمويل عبر أسواق الأوراق المالية سيظل على الأرجح مقيدا إلى حد كبير بالنسبة للمقترضين ذوي المخاطر العالية وذلك لاتساع فروق العائد على السندات وحدث انخفاض كبير في عمليات التوريق.

ويتزايد أثر الأزمة المالية على الأسواق الصاعدة، مما يرجع إلى تزايد عزوف المستثمرين عن المخاطر، وانخفاض التمويل المتاح للكيانات الاستثمارية شديدة الاعتماد على التمويل بالرفع المالي كصناديق التحوط، وتراجع توقعات النمو في الاقتصادات الصاعدة. وقد شهدت أسواق المال المحلية ضغوطا اتسمت بخصائص معينة، مما شجع البنوك المركزية في عدد من البلدان على تيسير شروط الاحتياطي الإلزامي واتخاذ إجراءات أخرى للحد من الضغوط على السيولة. وإضافة إلى ذلك، انخفضت أسعار الأسهم انخفاضاً حاداً، في الوقت الذي اتسعت فيه فروق العائد على كلا الأسهم السيادية وأسهم الشركات (الشكل البياني ١-٨). فقد فرض التحول في اتجاه التدفقات الرأسمالية الداخلة ضغوطا معينة على البلدان ذات الاحتياجات الكبيرة للتمويل الخارجي والبلدان المصدرة للسلع الأساسية التي تواجه احتمالات انخفاض الأسعار. ومع ذلك، باسترجاع أحداث العام الماضي، نجد أن التدفقات الرأسمالية الكلية الداخلة في الاقتصادات الصاعدة لا تزال محتفظة بقدرتها على الصمود أمام التقلبات، وفق المقاييس السابقة. وإزاء هذه الخلفية، واصل نمو الائتمان الخاص بالتقدم بوتيرة سريعة في كثير من هذه الاقتصادات، وانخفضت أسعار الفائدة المحلية بالقيم الحقيقية في الوقت الذي فاقت فيه معدلات التضخم الآخذة في الارتفاع الزيادات في أسعار الفائدة الأساسية.

ولا تزال هناك أهمية كبيرة للمسائل التي سبق تناولها في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي والمتعلقة بالأثر الواقع على النشاط الاقتصادي من جراء الاستمرار في تقييد أوضاع الائتمان. وقد ازدادت أهمية هذه المسائل بفضل التحليل الوارد في الفصل الرابع من

## الشكل البياني ١-٨: أوضاع الأسواق الصاعدة

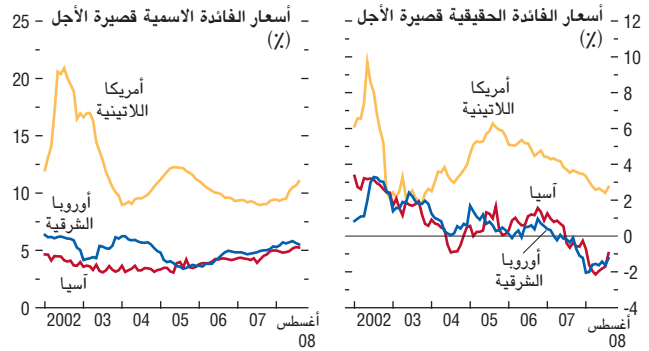
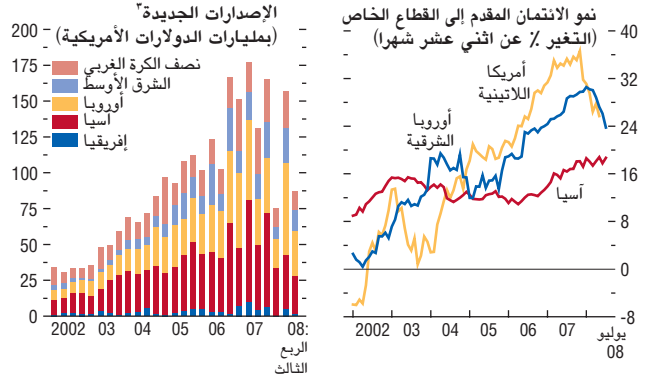
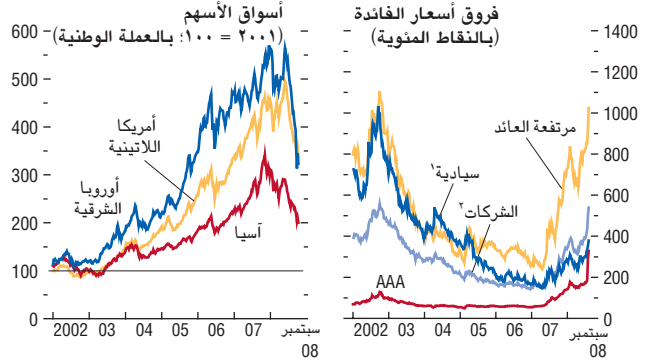
هذا التقرير، والذي يوضح كيف أن نوبات التوتر المالي السابقة التي انطوت على صدمات للقطاع المصرفي أعقبها فترات هبوط دوري أعمق من المعتاد ونوبات انتعاش مستمرة لفترات مطولة. ويبدو أن قناة الانتقال الرئيسية من صدمات القطاع المالي إلى نوبات الهبوط في النشاط الاقتصادي تتمثل في حدوث انكماش في صافي الإقراض إلى قطاعي الأعمال والأسر. ويفيد الفصل الرابع بأن تنامي دور أسواق الأوراق المالية والتمويل حسب قوى السوق لم يقلل في واقع الأمر من مواطن ضعف الاقتصاد أمام الضغوط المصرفية وإنما يقدم الدليل على احتمال أن يكون الأثر أكبر نتيجة تذبذبات الرفع المالي المسيرة للاتجاهات الدورية.

ومن الدروس المهمة المستخلصة من الفصل الرابع أن حجم الضرر الذي يلحق بالاقتصاد يعتمد إلى حد كبير على قوة الأوضاع المالية المبدئية لقطاعي الشركات والأسر وعلى تطورات أسعار المساكن. فالاقتصاد الأمريكي يبدو عرضة للخطر بصفة خاصة لأن الميزانيات العمومية للأسر مثقلة بالديون وقطاع الإسكان يمر بمرحلة تصحيح كبير. أما قوة أوضاع قطاع الشركات الأمريكي وسرعة تحول السياسة النقدية تجاه التيسير فيمكن اعتبارهما من عوامل التخفيف. ومن المفترض أن تكتسب الاقتصادات الأوروبية الغربية بعض الحماية من قوة وضع قطاع الأسر، ولكنها بالرغم من ذلك ستكون معرضة لخطر هائل من استمرار فترة الضغط المالي.

### تعميق التصحيحات في أسواق المساكن

تفاعلت العوامل المالية بطرق حيوية مع دورات أسعار العقارات لكي تعظم أثر دورات الانتعاش والكساد في أسواق المساكن والتحولت في عمليات الرفع المالي المسيرة للاتجاهات الدورية. ويرجع أصل دورات الانتعاش في أسواق المساكن بالولايات المتحدة والعديد من اقتصادات أوروبا الغربية منذ أوائل العقد الجاري إلى هبوط أسعار الفائدة الحقيقية وقوة النمو وفي بعض الحالات سرعة الهجرة الوافدة. غير أن التوسع، لا سيما في الولايات المتحدة، كان مدفوعاً أيضاً بظهور أساليب تمويلية جديدة تستند إلى التوريق وإلى استمرار ضعف معايير الإقراض، لا سيما في الولايات المتحدة.<sup>٤</sup> فمع حلول عام ٢٠٠٦، كانت القروض العقارية عالية المخاطر تشكل أكثر من ٤٠٪ من القروض العقارية الجديدة في الولايات المتحدة، حيث

تأثرت أوضاع الأسواق الصاعدة بصورة متزايدة من جراء الضغوط المالية في الأسواق الناشئة. وهبطت أسعار الأسهم هبوطاً حاداً في الشهور الأخيرة، مع اتساع فروق العائد، وتراجعت أسعار الإصدارات الجديدة عن مستوياتها المرتفعة المسجلة في العام الماضي. وفي نفس الوقت، ازدادت أسعار الفائدة المحلية استجابة لارتفاع معدلات التضخم، وإن كانت أسعار الفائدة الحقيقية قد انخفضت. وعلى الرغم من تراجع نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص بعض الشيء، فقد ظل مرتفعاً.



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets, LP وشركة Capital Data؛ وتقرير الإحصاءات المالية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> فروق أسعار الفائدة في مؤشر جي بي مورغان العالمي لسندات الأسواق الصاعدة.  
<sup>٢</sup> فروق أسعار الفائدة في مؤشر جي بي مورغان العالمي لسندات شركات الأسواق الصاعدة.  
<sup>٣</sup> مجموع الأسهم، وقروض التجمعات المصرفية، وإصدارات السندات الدولية.  
<sup>٤</sup> مقياساً بالتضخم الكلي.

<sup>٤</sup> تعرض دراسة "Dell'Ariccia, Igan, and Laeven (2008)" توضيحاً لكيفية مساهمة ضعف معايير الإقراض في تدهور جودة الائتمان في قطاع التمويل العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة.

## الإطار ١-١: نوبة العسر المالي الأخيرة: كيف تغير من الآفاق العالمية؟

وثمة جانب مثير للقلق في هذه النوبة الأخيرة من الاضطرابات، ويتمثل في تزايد الدلائل على أن التوترات السوقية أخذت في التأثير بقوة على قطاع الشركات غير المالية وعلى الأسواق الصاعدة. وإذا ما استمرت هذه التوترات في التراكم فإنها تنذر بزيادة حدة التأثير الاقتصادي الكلي للأزمة المالية أكثر مما كان متصوراً.

يتأثر القطاع غير المالي في الاقتصادات المتقدمة في الوقت الحالي بدرجة أكبر مما كان عليه الحال أثناء المراحل المبكرة من الأزمة المالية. ففي خلال الجولة الأخيرة من الاضطرابات المالية، سجلت فروق أسعار الفائدة على سندات الشركات غير المالية عالية التصنيف ارتفاعاً جديداً، إلى جانب ارتفاعها التدريجي منذ بداية الأزمة (الشكل البياني الأول). وهي حالياً تبلغ ضعف مستويات الذروة المسجلة في ٢٠٠٢ وتشير إلى مخاطر التخلف عن السداد مماثلة لمخاطر التخلف عن سداد الديون السيادية في الأسواق الصاعدة. وقد ارتفعت كذلك فروق أسعار الفائدة على سندات الشركات منخفضة التصنيف، ولكنها لا تزال أدنى من أعلى مستوياتها المسجلة في ٢٠٠٢. وقد ازدادت القيود على إمكانية الحصول على التمويل قصير الأجل وانخفضت أسعار الأسهم (اللوحة العلوية من الشكل البياني الثاني)، وإن ظلت أعلى من مستويات القاع السابقة.

وقد حدثت الطفرة الأخيرة في تكاليف الإقراض للشركات غير المالية إزاء خلفية من التدهور التدريجي في أنماط المخاطر التي تعرضت لها على مدار فترة الأزمة المالية. فقد ارتفعت المقاييس السوقية لمخاطر التخلف عن السداد ونسب الرفع المالي<sup>٢</sup> في مختلف أشكال الائتمان في الولايات المتحدة وأوروبا - ليس على مستوى السندات منخفضة التصنيف فحسب، كما يتوقع خلال أي فترة هبوط اقتصادي<sup>٣</sup> بل على مستوى السندات ذات المرتبة العالية أيضاً (اللوحة الوسطى من الشكل البياني الثاني). وبالنسبة لسندات الشركات الأمريكية عالية التصنيف، على

منذ بداية الأزمة المالية في أواسط ٢٠٠٧ كانت تنبؤات السيناريو الأساسي الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي تتوقع أن تكون التوترات المالية مطوّلة ولها آثار بالغة على النشاط الاقتصادي. غير أن صمود قطاع الشركات غير المالية في الاقتصادات المتقدمة وزخم النمو في الاقتصادات الصاعدة كان يفترض فيهما تخفيف أثر الأزمة على النمو العالمي. وكانت البيانات المتاحة حتى أواسط سبتمبر ٢٠٠٨ متسقة إلى حد بعيد مع هذه التقديرات. ومع دخول الأزمة المالية مرحلة جديدة وأكثر شدة في سبتمبر ٢٠٠٨، فإن السؤال الذي يطرح نفسه هو ما إذا كان المسار المرجح للاقتصاد العالمي قد اختلف. ويبحث هذا الإطار بصفة خاصة في كيفية تأثر قطاع الشركات غير المالية في الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة بالأحداث المالية الأخيرة، مع تسليط الضوء على المخاطر المتزايدة التي تتعرض لها هذه الشرائح من الاقتصاد العالمي.

وقد بدأت آخر مراحل الأزمة المالية في سبتمبر ٢٠٠٨، عند خروج عدة مؤسسات مالية أمريكية ذات التأثير على النظام المالي بصورة مفاجئة من السوق. وكان قرار بنك ليمان برنزرز بإعلان الإفلاس، بصفة خاصة، قد ترك صدها في مختلف جوانب الأسواق المالية، مما أدى إلى تفاقم الانكماش الحاد في السيولة بالأسواق المالية وتزايد القلق بشأن مخاطر الأطراف المقابلة. وقد ارتفعت تكلفة التمويل بالدولار الأمريكي ارتفاعاً حاداً على المستوى العالمي، كما تعرضت أسواق المال الأخرى إلى ضغوط حادة. ومع تراجع إقبال المستثمرين على المخاطر، امتدت الضغوط المالية إلى الأسواق الصاعدة، وبالأخص إلى روسيا، التي تعرضت لمجموعة من الصدمات. وبينما ظهرت استجابات حكومية واسعة النطاق للاضطرابات المالية العالمية، لا تزال الأسواق المالية خاضعة للضغوط، ولا تزال مشاعر الثقة هشة. وكانت التحولات الهيكلية الرئيسية التي شهدتها القطاع المالي الأمريكي، والتي حدثت خلال هذه المرحلة الأخيرة من الأزمة، قد أدت إلى تكثيف عملية خفض الرفع المالي وتوسيع نطاقها، مما أرسى الدعائم لزيادة تخفيض حجم القطاع المالي<sup>١</sup>.

ملحوظة: المؤلفان الرئيسيان لهذا الإطار هما أندرياس جويست ونتاليا تاميريسا.

<sup>١</sup> للاطلاع على مزيد من التفاصيل، راجع النص الرئيسي للفصل الأول والإطار ١-١ في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي (مطبوعة صندوق النقد الدولي (IMF, 2008b)).

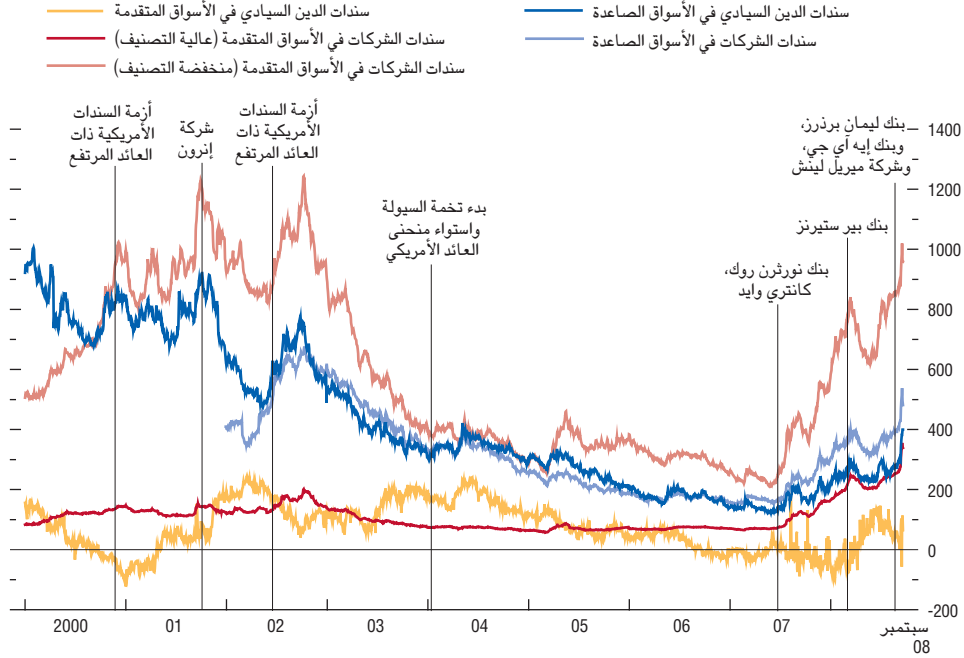
<sup>٢</sup> يتم حساب احتمالات التخلف عن السداد بالنسبة لفرادى الشركات من واقع البيانات السوقية وباستخدام معادلة بلاك-شولز-مرتون لتسعير الخيارات، وبيانات الميزانيات العمومية وفق أفق زمني للمخاطر مدته سنة واحدة قبل تجميعها على المستويين القطري والإقليمي. وتستخدم القيمة السوقية القائمة على أساس أسعار الأسهم، لتقريب قيمة أسهم الشركة. ويعرف الرفع المالي في الأسواق بأنه نسبة الدين إلى أسهم الملكية، المقومة بأسعار السوق.

<sup>٣</sup> راجع الإطار ١-١ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.



الإطار ١-١ (تابع)

الأسواق المتقدمة والصاعدة: فروق العائد على سندات الدين السيادي وسندات الشركات، ٢٠٠٠-٢٠٠٨<sup>١</sup>  
(بنقاط الأساس)



المصادر: شركة بلومبرغ؛ وشركة Datastream؛ وشركة JP Morgan؛ وشركة Moody's KVM؛ وشركة تومسون رويترز؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

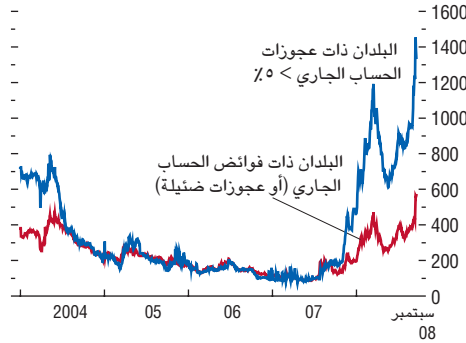
<sup>١</sup> فروق أسعار الفائدة على سندات الشركات مستمدة من الفرق بين العائد على مبادلات الأصول وسعر الفائدة المعلن بين بنوك لندن. وتتألف سلسلة فروق عائدات سندات الدين السيادي في الأسواق المتقدمة من سعر الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية لمدة خمس سنوات على سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية الفعلية وسعر الفائدة على سندات الخزنة الألمانية لمدة خمس سنوات على متوسط سعر الفائدة على اليورو الليلة واحدة (أي سعر الفائدة الأساسية الفعلي للبنك المركزي الأوروبي).

المالي، حيث توقف العمل بنموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر. وتنتقل حاليا الصدمة المالية إلى القطاع غير المالي عن طريق تشديد القيود على أوضاع التمويل، ومؤخرا عن طريق التناقص المستمر للسيولة في الأسواق. فانتشار هاتين القناتين لا يكاد يترك مجالاً للتمييز بين مختلف أنواع الائتمان. وفي المقابل، نشأت فقاعة شركات الإنترنت في القطاع الشركات غير المالية، لا سيما سندات الشركات ذات العائد المرتفع، وانتقل أثرها أساساً عبر قناة الملاءة، فتسبب في الإضرار بسندات الشركات غير المالية منخفضة التصنيف أكثر كثيراً من السندات عالية التصنيف. ومن الأسباب الأكثر تحديداً لتزايد الضغوط على سندات الشركات غير المالية عالية التصنيف ازدياد المخاوف من مخاطر تجديد الدين في هذه السندات أثناء

سبيل المثال، فقد تضاعفت احتمالات التخلف عن السداد منذ يونيو ٢٠٠٧، على الرغم من بقاءها دون المستويات المشاهدة في ٢٠٠٤،<sup>٤</sup> مما يرجع جزئياً لقوة الميزانيات العمومية لدى الشركات، لا سيما وفرة الأرصدة الداخلية. ولكن ما السبب وراء ازدياد حدة الضرر الواقع على الشركات غير المالية خلال الأزمة الحالية بالمقارنة مع نوبات الهبوط الرئيسية السابقة في الأسواق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٠-٢٠٠٢، في أعقاب انفجار فقاعة شركات الإنترنت؟ ويرتبط التفسير العام الممكن بالاختلافات بين الصدمات التي تولدت عنها نوبات الهبوط الاقتصادي المعنية. فجدور نوبة الهبوط الراهنة ترجع إلى القطاع

<sup>٤</sup> البيانات السابقة ليست متوفرة.

### الاقتصادات الصاعدة: فروق العائد على عقود مبادلة مخاطر عدم السداد، ٢٠٠٤-٢٠٠٨<sup>١</sup> (بنقاط الأساس)

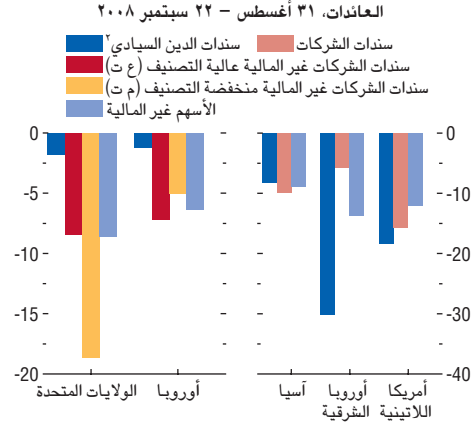


المصادر: شركة بلومبرغ؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
المجمعات المرجحة بالتساوي لعقود مبادلة مخاطر عدم سداد  
سندات الدين السيادي لمدة خمس سنوات.

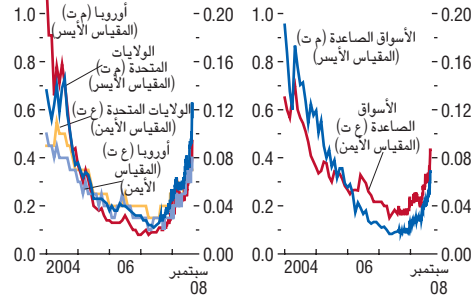
الأزمة الراهنة، وذلك لأن خطط إعادة التمويل أدت إلى تجميع مدفوعات سداد الدين على مدار السنوات المقبلة، في الوقت الذي ازداد فيه تقييد التمويل المصرفي. وعلاوة على ذلك، فقد أدى تراجع أسعار الأسهم إلى زيادة تكلفة تعبئة رؤوس الأموال.

وقد ازداد ارتفاع تكلفة الاقتراض كذلك في الأسواق الصاعدة خلال الأسابيع الأخيرة، رغم بقائها دون مستويات الذروة المسجلة خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠٠٢ وخلال الأزمة الآسيوية في ١٩٩٧-١٩٩٨. فقد حدث تراجع حاد وواسع النطاق في حجم مشتريات أصول الأسواق الصاعدة نتيجة لانخفاض إقبال المستثمرين على المخاطرة واحتياجهم لبيع الأصول الموجود في حيازتهم لتعبئة الأموال اللازمة للاستجابة لطلبات إيداع هامش الوقاية. وقد ارتفعت أيضا المخاطر المتفرقة. ففي الوقت الحالي تشهد أوروبا الصاعدة وأمريكا اللاتينية أكبر نوبات الهبوط في عائدات سندات الدين السيادي وسندات الشركات، بينما ظل التأثير أكثر ضعفا على الأصول في آسيا الصاعدة (راجع اللوحة العلوية من الشكل البياني الثاني). ومن خلال تزايد التمييز في أسواق الائتمان حسب احتياجات البلدان من التمويل يتضح زيادة احتمالات حدوث توقف مفاجئ في الاقتصادات الرأسمالية (الشكل البياني الثالث).

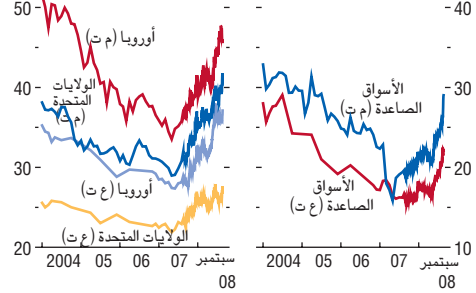
### مؤشرات مالية مختارة<sup>٢</sup>



### متوسط احتمالات عدم السداد على أساس السوق بالنسبة للشركات غير المالية، ٢٠٠٤-٢٠٠٨



### متوسط نسبة الرفع المالي السوقي للشركات غير المالية، ٢٠٠٤-٢٠٠٨



المصادر: شركة بلومبرغ؛ وشركة Datastream؛ وشركة Moody's؛ وشركة KMV؛ وشركة تومسون رويترز؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ م ت = منخفضة التصنيف؛ ع ت = عالية التصنيف  
٢ يستند التغيير في عائدات سندات الدين السيادي في الولايات المتحدة وأوروبا إلى أسعار العقود المستقبلية لمدة شهر واحد على الأموال القيدالية الفعلية وإجمالي مؤشر العائدات على سندات الخزنة الألمانية، بالترتيب.

### الإطار ١-١ (تتمة)

وبالرغم مما سبق، لا تزال فروق العائد على سندات الشركات وفروق العائد على سندات الدين السيادي بالأسواق الصاعدة أقل كثيرا من المستويات المشاهدة في أعقاب الأزمة الآسيوية، وأزمة التخلف عن السداد في الأرجنتين، وأزمة انهيار شركات الإنترنت (راجع الشكل البياني الأول). ومن بين أسباب ذلك أن الاقتصادات الصاعدة أصبحت أكثر قدرة على الصمود أمام صدمات التمويل الخارجية نتيجة تزايد الاحتياطيات الدولية لديها، وارتفاع العائدات من السلع الأولية، وازدياد صلابة الطلب المحلي. والسبب الآخر أن الصدمة التي تواجهها الاقتصادات الصاعدة ليست مباشرة بنفس القدر، فانفجار فقاعة شركات الإنترنت كانت تدور حول الابتكارات التكنولوجية التي كانت مشتركة بصورة عامة في مختلف أنحاء العالم أكثر من نموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر الذي تطبقه البنوك، كما أن الأزمة الآسيوية كان منشأها في الاقتصادات الصاعدة.

وعلى وجه الإجمال، شهدت آخر مراحل الأزمة المالية تراجعاً جديداً ومنتظماً في المراكز المالية لقطاع الشركات والاقتصادات الصاعدة. وحتى الآن ليس من الواضح ما إذا كان هذا التدهور سيستمر أم لا. فلا تزال أوضاع الأسواق متقلبة، ويصعب التنبؤ بمدى تقلبها. فكلما طال أمد الاضطرابات ازداد رسوخ دائرة الآثار المترتبة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي وازدادت معاناة القطاعات الحقيقية في مختلف أنحاء العالم. وسوف يتسبب هذا الأمر، فضلا على تكثيف خفض نسب الرفع المالي وتوسيع نطاقه، في تأخير حدوث التعافي وزيادة احتمال حدوث الركود العالمي. وبناء عليه، فإن التطورات الأخيرة تشير إلى حدوث تراجع كبير في آفاق النمو العالمي نتيجة الأحداث الأخيرة وارتفاع مخاطر وقوع التطورات المعاكسة في السيناريو الأساسي.

ومنذ بداية الأزمة، ارتفعت فروق العائد على سندات الشركات في الاقتصادات الصاعدة متجاوزة فروق العائد على سندات الدين السيادي (راجع الشكل البياني الأول)، مما يفيد بأن المستثمرين يرون القطاع غير المالي في الأسواق الصاعدة أكثر عرضة للمخاطر مقارنة بالقطاع العام، مما قد يرجع لمحدودية فرص التمويل المحلي المتاحة له، وارتفاع نسب التمويل بالدين، وازدياد مخاطر تجديد الدين في هذه السندات مقارنة بسندات الدين السيادي. وهذه الأخيرة تبدو متمتعة بمزيد من الحماية، بما في ذلك عن طريق الاحتياطيات الدولية الرسمية العالية وتحسن الميزانيات العمومية في القطاع العام.

وعلى غرار الأوضاع في الاقتصادات المتقدمة، تأتي الزيادات الأخيرة في فروق العائد على سندات الشركات في الأسواق الصاعدة في أعقاب حدوث ضعف بأنماط المخاطر في الشركات غير المالية، مما يرجع جزئياً لتباطؤ النمو (راجع اللوحيتين السفليتين من الشكل البياني الثاني). وقد ازدادت احتمالات التخلف عن السداد على أساس السوق إلى ثلاثة أضعاف مستوياتها منذ بداية الأزمة وذلك بالنسبة للسندات عالية التصنيف ومنخفضة التصنيف على حد سواء، على الرغم من بقائها أقل من مستويات الذروة الأخيرة. وفي الوقت الراهن نجد أن سندات الشركات غير المالية عالية التصنيف من آسيا الصاعدة هي صاحبة أعلى احتمالات التخلف عن السداد، مما يبين أن نسب الرفع المالي فيها هي الأعلى في المجموعة الفرعية المعنية. ويرجع هذا الأمر إلى حد ما لزيادة اقتراض قطاع الشركات من المصادر الخارجية على أثر ارتفاع أسعار العملات في السنتين الماضيتين. وفي شريحة السندات منخفضة التصنيف، سجلت سندات الشركات في أمريكا اللاتينية أعلى نسب الرفع المالي.

هذا الهبوط مع الاختفاء العملي لسوق القروض العقارية عالية المخاطر، والتقييد العام لمعايير الإقراض، وتزايد فروق العائد على القروض العقارية التقليدية بالرغم من التيسير النقدي (نتيجة تدهور الأوضاع المالية للمؤسسات التي تدعمها الحكومة)، والارتفاع الحاد في حالات حبس الرهن. وفي أوروبا الغربية، انخفضت كذلك دورات أسعار المساكن في الآونة الأخيرة، ويرجع ذلك في بعض الحالات لتقييد معايير الإقراض وازدياد تكلفة الائتمان. وقد تركزت أشد حالات الهبوط في عدد قليل من الأسواق الوطنية — أيرلندا وإسبانيا والمملكة

اتسمت غالباً بارتفاع نسبة القرض إلى القيمة وانخفاض حجم الوثائق والمستندات المطلوبة إلى الحد الأدنى. وفي البلدان الأوروبية، لا توجد أدلة كثيرة على تراجع معايير الإقراض، وإن كان الاستمرار في توفير التمويل العقاري في كثير من البلدان، كما في الولايات المتحدة، عن طريق التوسع في إتاحة التمويل بالجملة، الأمر الذي انطوى على درجات عالية من عدم توافق السيولة في بعض الحالات. وكان الهبوط اللاحق في سوق المساكن الأمريكية هو الأكبر منذ فترة الحرب، حيث هبطت مستويات النشاط والأسعار في سوق المساكن بدرجة حادة. وتفاقت حدة

## أسواق السلع الأولية المجهدة

الطلب على السلع الأولية مدفوعا في الأساس بمواصلة إشراك مجموعات كبيرة من العمالة منخفضة الدخل، لا سيما في آسيا، في الاقتصاد العالمي — مجموعات ينخفض فيها نصيب الفرد من الاستهلاك وترتفع مرونة الطلب الدخلية. وعلاوة على ذلك، كانت استجابة العرض بطيئة تجاه ارتفاع الأسعار النسبية، مما يرجع جزئيا للقيود الجيولوجية والتكنولوجية الحقيقية، لا سيما في قطاع النفط، نتيجة استمرار المخاوف من عودة أسعار النفط إلى مستوياتها المنخفضة المشاهدة خلال النصف الثاني من الثمانينات وفي التسعينات، وكذلك بسبب قصور السياسات التي أدت إلى تثبيط الاستثمار في المنتجات الجديدة على جانب العرض، بالنسبة للطاقة والغذاء. ومع انخفاض المخزونات وقلة الطاقة الإنتاجية الفائضة، ومع الانخفاض البالغ لمرونة العرض والطلب السعرية في الأجل القريب، أصبحت أسعار السلع الأولية بالغة الحساسية تجاه الأنباء حول الاضطرابات المحتملة في المعروض أو التصورات المتغيرة عن التوقعات الدورية. وبالتالي، كان تراجع الأسعار في الآونة الأخيرة يبدو مدفوعا إلى حد بعيد بتصورات عن تباطؤ النمو العالمي، ويظهر دليل على استجابة الطلب لارتفاع الأسعار (خصوصا في الولايات المتحدة)، وببعض التطورات المواتية على جانب العرض.

وقد أفاد بعض المراقبين أن التذبذبات الكبيرة في أسعار السلع الأولية مؤخرا تتعلق بالمضاربات أو تزايد اهتمام المستثمرين بالسلع الأولية باعتبارها أصولا، وليس نتيجة تحولات في الأساسيات الاقتصادية التي تؤثر في العرض والطلب. وتوصل خبراء الصندوق إلى بعض الأدلة على أن انخفاض قيمة الدولار الأمريكي وتراجع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة كان لهما أثر على الأسعار من خلال تأثيرهما على الاتجاهات العامة للعرض والطلب. غير أنه، وفقا لما يطرحه الإطار ٣-١، لا يوجد من الأدلة القاطعة ما يكفي لإثبات تأثير الأسعار على نحو منتظم أو دائم بتزايد المضاربة أو تزايد اهتمام المستثمرين بالسلع الأساسية كأصول بديلة، وإن كانت التذبذبات في مشاعر السوق قد أسهمت في بعض الظروف في ديناميكية الأسعار قصيرة الأجل.

أما التأثير الاقتصادي الكلي الفوري والمباشر لطرفة أسعار السلع الأولية فكان على التضخم. فكما أسلفنا ووفقا لما يرد استعراضه بالتفصيل في الفصل الثالث، كان ارتفاع أسعار الغذاء عاملا أساسيا وراء الارتفاع الحاد في

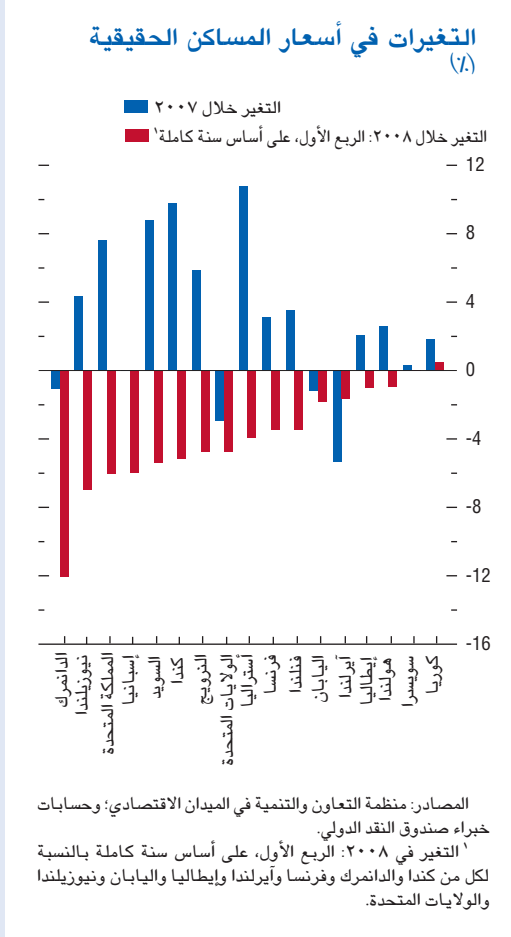
المتحدة — التي سبق أن شهدت أسرع زيادة في أسعار المساكن أو أكبر طفرة عقارية، وإن كانت أسعار المساكن تتباطأ بشكل أعم في الوقت الحالي (راجع الشكل البياني ١-٧، اللوحتين السفليتين). ويفيد تحليل خبراء الصندوق لتقييمات أسعار المساكن، في الإطار ١-٢، بأن أسعار المساكن، بعد مراعاة تأثير أهم الأساسيات الاقتصادية، لا تزال مقومة على ما يبدو بأكثر من قيمتها في مجموعة كبيرة من الاقتصادات المتقدمة، وذلك على الرغم من أن الأسعار في الولايات المتحدة تقترب حاليا من مستوياتها المسجلة سابقا وفقا لأساسياتها الاقتصادية.

وكما ورد في الإطار ١-٢، فإن نوبات الهبوط في أسواق المساكن قد تترك آثارا سلبية قوية على النمو من خلال عدة قنوات. وبصفة مباشرة، يتبين أن انكماش الاستثمارات السكنية أدى إلى خفض معدل النمو في الولايات المتحدة بواقع ثلاثة أرباع نقطة مئوية سنويا على مدار عامين، كما أن حالات تقليص الاستثمار المشابهة تسفر عن آثار أكبر في كل من أيرلندا وإسبانيا. وإضافة إلى ذلك، فإن وقوع الأزمة المالية وتشديد أوضاع الائتمان ذات الصلة كانا مدفوعين أساسا بالخسائر الثقيلة والمستمرة في الأصول المضمونة بالرهن العقاري — سواء الخسائر المباشرة من خلال تزايد حالات التأخر في سداد القروض أو غير المباشرة من خلال تقييم الأصول المضمونة برهن عقاري حسب سعر السوق. وأخيرا، هناك التأثير السلبي لهبوط أسعار المساكن على فرص الاقتراض بضمان المسكن، فضلا على الآثار السلبية الممكنة للثروة. وبينما ظل الاستهلاك في الولايات المتحدة صامدا أمام هذه الأزمة، مما يرجع جزئيا للخصومات الضريبية، فإنه يتباطأ حاليا بوتيرة سريعة.

## أسواق السلع الأولية المجهدة

لا تزال أسعار السلع الأولية أعلى كثيرا من مستوياتها المسجلة بالقيم الحقيقية طوال العشرين سنة الماضية، رغم بعض التصحيحات التي أجريت منذ أواسط شهر يوليو خلال فترة تباطؤ الاقتصاد العالمي (راجع الشكل البياني ١-١). ويقدم الفصل الثالث الدليل على أن القوة المحركة للارتفاع المستمر في أسعار السلع الأولية هي التوازنات الدقيقة بين العرض والطلب بالنسبة للعديد من المنتجات الرئيسية والإدراك بأن الأسواق ستظل على الأرجح ضيقة في المستقبل المنظور، بعد أن شهدت سنوات طويلة من وفرة الطاقة الإنتاجية الفائضة. وكان نمو

## الإطار ١-٢: أسعار المساكن: التصحيحات والعواقب



بدأت أسعار المساكن في الهبوط هذا العام في العديد من الاقتصادات المتقدمة، في تناقض حاد مع زيادة الأسعار المشاهدة خلال ٢٠٠٧ في معظم بلدان العالم باستثناء الولايات المتحدة، حيث لا يزال التصحيح مستمرا في سوق المساكن منذ عام ٢٠٠٦. وقد انخفضت أسعار المساكن بالقيم الحقيقية، وعلى أساس معدل موسمي، في النصف الأول من ٢٠٠٨ بمعدل سنوي تراوح بين ٥٪ و١٢٪ في كندا والدانمرك وإسبانيا ونيوزيلندا والمملكة المتحدة (الشكل البياني الأول).<sup>١</sup> ولكن إلى أي مدى سيستمر هبوط أسعار المساكن؟ وما هي عواقب انخفاضات أسعار المساكن على الاقتصاد الكلي؟

**التصحيحات في أسعار المساكن:** تتمثل الخطوة الأولى التي يمكن الارتكاز عليها لتقدير احتمال انخفاضات أسعار المساكن في محاولة معرفة السبب وراء الارتفاع الذي طرأ على أسعار المساكن على مدار السنوات العشر الماضية من حيث القوى الدافعة المهمة. ولتحقيق هذا الهدف تم إعداد لنمو أسعار المساكن الحقيقية ليكون دالة للمتغيرات التالية: معدلات النمو في متوسط الدخل المتاح للفرد، والسكان في سن العمل، وأسعار الائتمان والأصول، ومستوى أسعار الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل. ويتم رصد الآثار الديناميكية لهذه المتغيرات من خلال إدراج نسبة نمو أسعار المساكن الحقيقية المتأخرة ونسبة إمكانية تحمل تكلفة السكن (أي النسبة المتأخرة لأسعار المساكن إلى متوسط الدخل المتاح). ويتم تقدير بيانات هذا النموذج بالنسبة لكل بلد باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة الزمنية من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٧.<sup>٢</sup>

أما الزيادة في أسعار المساكن التي لا تفسرها هذه العوامل الأساسية — والمشار إليها بفجوة أسعار المساكن

— فيتم إدراجها كتقديرات لاحتمالات التصحيح في أسعار المساكن. وبطبيعة الحال، فإن تقديرات فجوة الأسعار يمكن أن ترجع جزئيا للعوامل الأساسية المحذوفة، مثل التغيرات في عوامل العرض في سوق المساكن.<sup>٣</sup> ومع ذلك، فإن هذه التقديرات تشير إلى ما يفترض أن يكون عليه حجم هذه العوامل المحذوفة حتى يمكن اعتبار الارتفاع في أسعار المساكن نتيجة توازن.

<sup>٢</sup> تركز النماذج التي نعرض تقديراتها هنا على تفسير التغيرات قصيرة الأجل إلى متوسطة الأجل في أسعار المساكن وليس على مستوى أسعار المساكن في الأجل الطويل، وهو ما قد يتباين إلى حد كبير باختلاف البلدان، مما يعكس قيود العرض على المستوى الوطني والعوامل المؤسسية طويلة الأجل، مثل حجم الضرائب المفروضة على المساكن (دراسة "Poterba, 1984") وفي دراسة لأسواق المساكن الأوروبية أعدها "Hilbers" وآخرون (٢٠٠٨) يمكننا مطالعة تفسير جيد للدور الذي يمكن أن تقوم به هذه العوامل في تحركات الأسعار.

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو براكاش لونغاني. وساعد في الجانب البحثي كل من إيرغومنت تولون وخافيير رودريغوس. ويقدم هذا الإطار تحديثا للتحليل المطروح في عدد أكتوبر ٢٠٠٧ وعدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

<sup>١</sup> هذه البيانات مقدمة من منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي وهي تستند إلى مصادر وطنية شائع استخدامها، كما يتضح في العنوان التالي: [www.oecd.org/olis/2006doc](http://www.oecd.org/olis/2006doc). (p. 34) 3 (ECO-WKP (2006) nsf/linkto. ويتم تعديل البيانات موسميا بمعرفة منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي إذا لم تقدم السلطات الوطنية سلسلة بيانات معدلة موسميا. ويترتب على استخدام البيانات المعدلة موسميا بعض الصعوبات في إمكانية عقد المقارنات مع البيانات الكلية حول أسعار المساكن ولكنه قد يكون بمثابة دلالة جيدة على التطورات التي تحدث في أسعار المساكن في غضون الشهور المقبلة.

<sup>٢</sup> تبدأ سلسلة البيانات في عام ١٩٧١ بالنسبة لإسبانيا وفي عام ١٩٨٦ بالنسبة لكوريا.



## الإطار ١-٢ (تابع)

أطول في فترات الركود المصحوبة بكساد أسعار المساكن (الشكل البياني الثالث، اللوحة العلوية). وعلى مدار اثني عشر ربع سنة من بداية فترة ركود، كان معدل البطالة يزداد في المتوسط بواقع ١,٥ نقطة مئوية. أما في فترات الركود المصحوبة بكساد أسعار المساكن فكانت الزيادة في معدلات البطالة تبلغ ٣ نقاط مئوية.

وثمة أدلة على أن هذا النمط يظل قائماً على المستويين الوطني والإقليمي. فحسب ما يتبين من اللوحة السفلية في الشكل البياني الثالث، نجد أنه في فترات الركود الإقليمي بالولايات المتحدة والتي تقترن بكساد أسعار المساكن تكون ذروة التأثير على معدلات البطالة بزيادة قدرها ٤٪، مقارنة بزيادة قدرها ٢٪ في كل فترات الركود الإقليمية (دراسة "Estevão and Loungani"، تصدر قريباً).

ولكن ماذا عن أثر انخفاضات أسعار المساكن على مكونات الناتج؟ هناك دراسات متزايدة حول الأثر الممكن للتغيرات في ثروة المساكن على الاستهلاك. وتبين دراسة "Buiter, (2008)" أن التغيرات في أسعار المساكن هي عمليات إعادة توزيع للثروة وبالتالي ليس لها أثر كبير على صافي الثروة في المجمل؛ غير أنها قد تؤثر على استهلاك الأفراد من خلال إرخاء القيود على ضمانات التأمين. وتمشياً مع هذه النقطة، تخلص دراسة "Muellbauer (2008)" إلى أنه بإعداد نموذج دقيق لأثر تطوير أسواق الائتمان وإلغاء القيود عنها، الأمر الذي يزيد فرص استخدام الضمانات العقارية، يتضح أن التغيرات في أسعار المساكن يكون لها تأثير سيولة متوسط الأجل على الاستهلاك في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة.

أما التأثير على الاستثمار فيكون واضحاً بصورة أكبر. وتخلص دراسة "Claessens, Kose, and Terrones" (تصدر قريباً) إلى أن الاستثمار، لا سيما الاستثمار في المنشآت السكنية، غالباً ما يهبط هبوطاً أكثر حدة في فترات الركود المصحوبة بكساد المساكن والضائقة الائتمانية عن فترات الركود الأخرى.<sup>٨</sup> وهناك كذلك فروقا

ولتفهم تقديرات هذه الفجوات وفق أهميتها النسبية، من المفيد أن نقارنها بدورات أسعار المساكن في الاقتصادات المتقدمة على مدار العقود الماضية (منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، ٢٠٠٦). ففي الفترة بين عامي ١٩٧٠ و٢٠٠٧، استمرت دورة أسعار المساكن في المتوسط لمدة عشرة أعوام، اشتملت مرحلة توسع لمدة ٦ سنوات ارتفعت خلالها أسعار المساكن الحقيقية بنحو ٤٥٪. وفي غضون مرحلة الانكماش اللاحقة التي دامت أربع سنوات، انخفضت أسعار المساكن الحقيقية بنحو ٢٥٪، حيث تفاوت الانخفاض في مختلف البلدان من ١٠٪ في الولايات المتحدة إلى أكثر من ٣٠٪ في اليابان والعديد من البلدان الأوروبية.

وبالتالي، إذا ما كان مقرر حدوث تصحيحات بأسعار المساكن على نحو يتسق مع الفجوات المبينة في الشكل البياني الثاني، فالأفضل أن تكون في نطاق التجارب السابقة. وبالإضافة إلى ذلك، تشير الأدلة إلى أن التصحيحات تحدث غالباً على مدار عدة سنوات. وتشير الأدلة من البلدان التي تقدم بيانات عن مناطقها المختلفة (أي دون القومية) أن تصحيحات مستويات الأسعار بالنسبة لبعض هذه المناطق قد تكون أكثر وضوحاً وأطول أمداً من دورة التصحيحات الوطنية (دراسة "Calomiris, Longhofer, and Miles"، ٢٠٠٨ ودراسة "Estevão and Loungani"، تصدر قريباً).

**العواقب الاقتصادية الكلية:** يمكن الاسترشاد كذلك بالتجارب خلال دورات أسواق المساكن السابقة للتعرف على العواقب الاقتصادية الكلية لتصحيحات أسعار المساكن (راجع دراسة "Claessens, Kose, and Terrones"، تصدر قريباً؛ وعدد إبريل ٢٠٠٨ وعدد إبريل ٢٠٠٤ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). ومما لا يثير الدهشة، أن الأدلة تشير على أن العواقب تكون معاكسة أكثر إذا حدثت في ظل تباطؤ الاقتصاد وضيق أوضاع الائتمان، وهو على الأرجح الوضع الذي تواجهه بلدان عديدة في الوقت الحاضر. وخلال الفترة من ١٩٦٠ حتى الآن، كانت فترات الركود في الاقتصادات المتقدمة المصحوبة بكساد أسعار المساكن وضائقة ائتمانية تستمر لفترات أطول قليلاً وتكون أكثر عمقا عن سواها من فترات الركود. وتمتد فترة الركود لمدة أطول تزيد عن ربع السنة في حالة اقترانها بكساد أسعار المساكن، ويكون إجمالي خسارة الناتج أعلى قليلاً أثناء الركود، ويزيد معدل البطالة زيادة كبيرة ولمدة

<sup>٨</sup> تخلص دراسة "Benito (2007)" من خلال استخدام بيانات مستويات الأسر المعيشية في المملكة المتحدة، أنه من الشائع تماماً أن يتدفق السحب مقابل رهن عقاري إلى الاستثمارات في المنشآت السكنية وليس إلى الإنفاق الاستهلاكي، مما يوحي بأن قناة الضمانات العقارية التي أكدت عليها دراستي "Buiter (2008)" و"Muellbauer (2008)" يمكن أن تكون أكثر قوة للاستثمار من الاستهلاك.

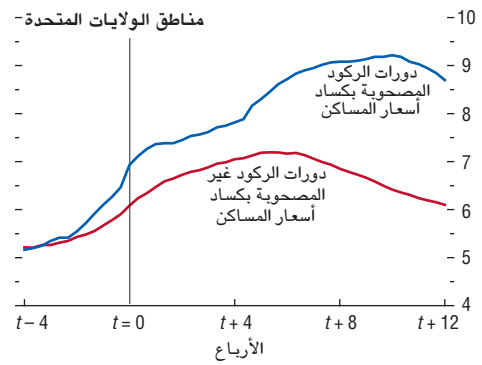
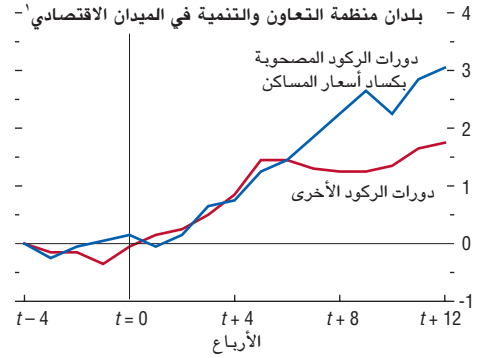
ومستوى تطور الأسواق الثانوية للقروض العقارية. وكما يتضح في اللوحتين العلويتين من الشكل البياني الرابع، كانت الانخفاضات في الاستثمارات السكنية غالباً أكبر في البلدان التي زادت فيها فرص قطاع الأسر للحصول على القروض العقارية.<sup>٩</sup>

وثمة عوامل أخرى يمكن أن تقوم بدور في تفسير حجم الدورة الاقتصادية في أعقاب تصحيحات أسعار المساكن. فإلى جانب خصائص أسواق الرهن العقاري التي سبق تناولها بالنقاش، هناك سمة مهمة في المنعطف الحالي ألا وهي انتشار الرهن العقاري بأسعار الفائدة المتغيرة (بدلاً من الثابتة). وهناك فروق في هذا الشأن داخل أوروبا، حيث تنتشر الرهن العقاري بأسعار فائدة متغيرة غالباً في كل من فنلندا وأيرلندا وإسبانيا. وظلت أسعار الفائدة المرتفعة (بالنسبة لمتوسط الدخل المتاح لقطاع الأسر) كذلك مقترنة تاريخياً بالانخفاضات الكبيرة في الاستثمارات السكنية خلال فترات كساد أسعار المساكن — راجع اللوحة السفلية من الشكل البياني الرابع.<sup>١٠</sup> وتختلف البلدان كذلك من حيث الأحكام القانونية المعمول بها لديها، كالأحكام المنظمة

<sup>٩</sup> يمكن الاطلاع على البيانات المتعلقة بعمق أسواق الرهن العقاري — أي نسبة الدين العقاري المستحق إلى الدخل — في دراسة "Warnock and Warnock (2007)" وفي تقرير منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي "OECD (2006)". ويرد وصف مؤشر أسواق الرهن العقاري في الفصل الثالث من عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. ومقياس الدين المستخدم هنا هو نسبة الدين العقاري إلى متوسط الدخل المتاح لقطاع الأسر لفترة التسعينات (من تقرير "OECD (2006)"), ولكن نتائج مماثلة تتحقق من خلال استخدام مقياس آخر للدين — بالنسبة لسنوات أخرى أو كنسبة إلى إجمالي الناتج المحلي. ومع تحييد أثر تصحيحات أسعار المساكن تزداد قوة الارتباط بين انخفاضات الاستثمار السكني ونسبة الدين العقاري إلى إجمالي الناتج المحلي. وتتوسع دراسة "Cardarelli and others" (تصدر قريباً) في هذا التحليل وذلك باستخدام قيود الإشارات لتحديد صدمات الطلب على المساكن ورصد أثر هذه الصدمات على أسعار المساكن، والاستثمار السكني، والناتج. وتخلص الدراسة إلى أن ابتكارات التمويل العقاري ضخمت الأثر الانتشارية من قطاع الإسكان إلى بقية الاقتصاد وذلك من خلال تقوية دور المساكن كضمانات تأمينية.

<sup>١٠</sup> راجع دراسة "Tsatsaronis and Zhu (2004)". وتضيف دراسة "Warnock and Warnock (2007)" كلا من اليونان والبرتغال والسويد والمملكة المتحدة لقائمة البلدان الأوروبية التي تعتمد غالباً نظام الرهن العقاري بأسعار الفائدة المتغيرة؛ وبعيداً عن أوروبا نجد أن كندا واليابان والولايات المتحدة مصنفة كبلدان تعتمد غالباً نظام الرهن العقاري بأسعار فائدة ثابتة.

## معدل البطالة (%)



المصادر: دراسة "Claessens, Kose, and Terrones" (تصدر قريباً)؛ ودراسة "Esteveao and Loungani" (تصدر قريباً)؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

كبيرة بين البلدان من حيث حجم انخفاضات الاستثمارات السكنية، والذي يستند أساساً على مجموعة كبيرة من خصائص النظم المالية والقانونية الوطنية. وهناك بعد مهم هو سهولة حصول قطاع الأسر على القروض العقارية. وهو ما يمكن قياسه إما بعمق أسواق الرهن العقاري أو عن طريق مؤشر يلخص الخصائص المؤسسية لأسواق الرهن العقاري. ويتضمن مؤشر أسواق الرهن العقاري خصائص مثل النسبة المعتادة للقروض العقارية إلى قيم العقارات، والطول القياسي لمدة القروض العقارية، والقدرة على الاقتراض مقابل ضمانات عقارية متراكمة،



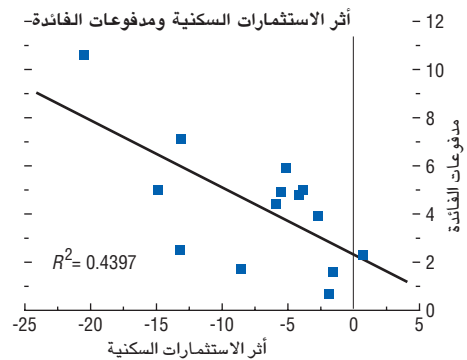
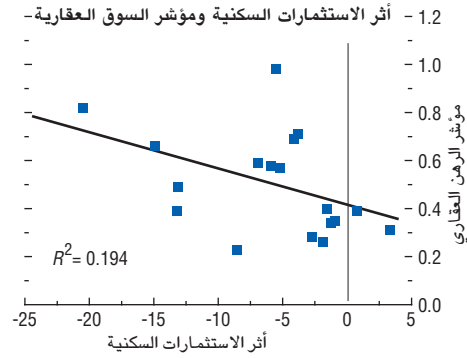
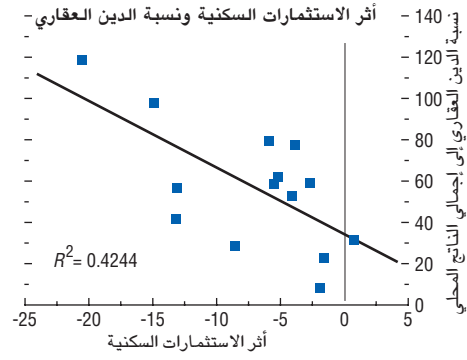
الإطار ٢-١ (تتمة)

يمكن أن يؤثر على معدلات حبس الرهن.<sup>١١</sup> وفي العديد من البلدان التي تتركز عليها الدراسة في هذا الإطار — أي فرنسا وألمانيا وأيرلندا وهولندا وإسبانيا والمملكة المتحدة — يتحمل المدينون المسؤولية القانونية شخصيا عن كامل مبلغ الدين العقاري، الأمر الذي من شأنه تقليل الحوافز على حدوث حالات حبس الرهن. أما في الولايات المتحدة، فإن حبس الرهن العقاري يخضع للوائح تنظيمية على مستوى الولاية. ففي ست ولايات لا يحق للمقرضين إلا المطالبة بالعقار المرهون فقط، الذي يجوز لهم استعادة حيازته وبيعه. وفي ولايات أخرى، يتحمل المدينون المسؤولية القانونية شخصيا عن مبلغ الدين بالكامل، ولكن هناك فروق في مدى قدرة المقرضين على استرداد الفرق بين الدين العقاري وسعر بيع الرهن المحبوس. وفي الواقع العملي، قد يختار الدائنون عدم السعي للحصول على أحكام قضائية بالفارق المستحق بسبب ما ينطوي عليه هذا الأمر من وقت طويل وتكاليف كبيرة.

وهناك عامل آخر يمكن أن يقوم بدور في تفسير حجم الدورة الاقتصادية في أعقاب تصحيحات أسعار المساكن، ألا وهو تعرض القطاع المصرفي لمخاطر قطاع الإسكان، وهو أمر يختلف باختلاف البلدان وباختلاف مؤسسات الإقراض داخل البلدان المختلفة. فقيمة القروض العقارية لدى البنوك، والتي يعبر عنها كمضاعف رأس المال السوقي الكلي، هي دليل على قدرة هذه البنوك على الصمود أمام تدهور حافظات قروضها العقارية. ويتباين هذا المؤشر من حوالي ٤ في الدانمرك وألمانيا، وأقل من ٣ في إسبانيا، وحوالي ١,٥ في كندا واليابان والمملكة المتحدة، إلى أقل من ١ في الولايات المتحدة.<sup>١٢</sup> وكان هبوط الاستثمارات السكنية في مختلف البلدان خلال دورات أسعار المساكن يسجل مستويات أعلى في البلدان التي يزيد فيها تعرض القطاع المصرفي لمخاطر الإقراض العقاري، ولكن التأثير لم يكن بنفس القوة المبينة سابقا فيما يتعلق بنسبة الديون العقارية

<sup>١١</sup> راجع دراسة "Klyuev (2008)" وتقرير البنك المركزي الألماني "Deutsche Bank (2008)" للاطلاع على مناقشة حول أثر معدلا حبس الرهن على أسعار المساكن.  
<sup>١٢</sup> البيانات التقديرية للبلدان باستثناء الولايات المتحدة مستمدة من دراسة "Ahearne and others (2005)" وتستند إلى البيانات على مستوى البنوك عن القروض العقارية ورأس المال السوقي والمستمدة من شركة "Bloomberg L.P." وشركة "World-scope". أما البيانات التقديرية بالنسبة للولايات المتحدة فتستند إلى مجموع القروض العقارية لدى القطاع المصرفي وإجمالي رأس المال السوقي للقطاع المصرفي.

أثر الاستثمارات السكنية



المصادر: دراسة "Claessens, Kose, and Terrones" (تصدر قريبا)؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

لحق المطالبة المتاح أمام جهات الإقراض العقاري السكني في حالة العجز عن سداد القروض العقارية السكنية، مما

## هل كانت السياسات الاقتصادية الكلية فضفاضة؟

وإذا كان الماضي تمهيدا لما هو آت، فمن الممكن أن تصل هذه التصحيحات إلى نحو ٢٥٪ في المتوسط وتنتشر على مدار عامين إلى أربعة أعوام. وتشير التجارب السابقة إلى أن اختلاف أثر هذه التصحيحات على الاقتصاد الكلي في مختلف أنحاء العالم يستند على الأرجح إلى خصائص نظم التمويل الإسكاني القائمة، لا سيما من حيث سهولة حصول الأسر على القروض العقارية في السنوات الأخيرة. ومن المرجح ارتباط هذه السمة بمدى تراجع الاستثمارات الذي يحدث أثناء تصحيحات أسعار المساكن، وقد يكون لها تأثير مخفف للاستهلاك.

إلى إجمالي الناتج المحلي. ومع ذلك، وفي المنعطف الحالي، حيث تتعرض الميزانيات العمومية للبنوك لضغوط جديدة وتنخفض أسعار الأسهم المصرفية، فقد ازدادت احتمالات حدوث الآثار المعاكسة على الاقتصاد الحقيقي نتيجة تعرض النظام المصرفي لمخاطر الإقراض العقاري.

الاستنتاجات: شهد العديد من الاقتصادات المتقدمة تحركا صعوديا في أسعار المساكن في السنوات الأخيرة يتعذر تفسيره من حيث القوي الدافعة الأساسية مثل نمو الدخل وأسعار الفائدة. ويبدو أن إجراءات التصحيح في أسعار المساكن قد بدأت حاليا في معظم هذه الاقتصادات.

حيث تزيد واردات النفط في المتوسط مرتين ونصف عن واردات الغذاء.

وفي المجمل، كان لتزايد أسعار النفط أثر مخفض صاف على الطلب العالمي، لأن البلدان المصدرة للنفط تدخر نسبة كبيرة من إيراداتها النفطية الإضافية، خاصة وأن اقتصاداتها تتجاوز بالفعل حدود الطاقة الاستيعابية. ويعتمد أثر إعادة التوزيع كذلك على مصدر صدمة أسعار السلع الأولية؛ فيكون الأثر أكبر عندما تكون طفرة الأسعار ناجمة عن صدمة عرض خالصة وليس مزيجا من عوامل العرض والطلب، مثلما يبدو عليه الحال في النوبة الحالية. ورغم أن آثار إعادة التوزيع كانت أصغر كثيرا مما كانت عليه في السبعينات، فهي تكون كبيرة عندما تبلغ كثافة الناتج النفطي ضعف مستواها الجاري في الاقتصادات المتقدمة وترتفع بنسبة ٢٥٪ في الاقتصادات الصاعدة (راجع الشكل البياني ٣-٩). وعلى المستوى القطري، تتعرض البلدان منخفضة الدخل لمخاطر الضغوط من تزايد تكاليف استيراد الغذاء والوقود. وقد شهدت بعض البلدان في إفريقيا جنوب الصحراء خسائر في ميزان التبادل التجاري تجاوزت ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي (تقرير الصندوق "IMF, 2008a").

## هل كانت السياسات الاقتصادية الكلية فضفاضة؟

يأتي تدهور أداء الاقتصاد العالمي مؤخرا في أعقاب أربع سنوات من التوسع الاستثنائي تحققت خلالها

معدلات التضخم في الاقتصادات المتقدمة. وفي المقابل، كانت زيادات أسعار النفط هي صاحبة الدور القيادي في رفع معدلات التضخم في الاقتصادات المتقدمة.

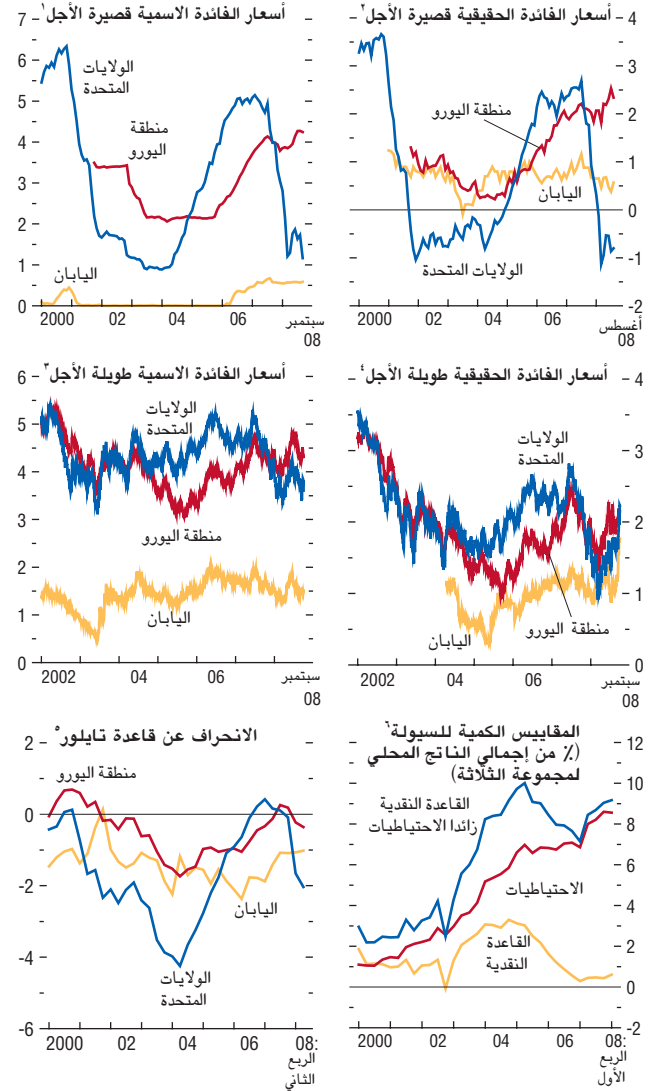
والسؤال الآن هو إلى أي مدى ستترتب على هذه المساهمات المباشرة آثار غير مباشرة؟ وهنا نجد أن هناك ثلاثة اتجاهات هيكلية يفترض فيها التخفيف من مثل هذه المخاطر، وهي: (١) زيادة مرونة الأجور الحقيقية، مقارنة بمقاومة رفع الأجور الحقيقية في المشاهدة بصفة خاصة في أوروبا الغربية خلال السبعينات من القرن الماضي؛ (٢) قيام البنوك المركزية اليقظة بزيادة تثبيت التوقعات التضخمية على أساس راسخ؛ (٣) تراجع كثافة استخدام الطاقة.° ويؤدي تباطؤ النشاط الاقتصادي كذلك في التخفيف من مخاطر التضخم، لا سيما في الاقتصادات المتقدمة. غير أن المخاوف لا تزال قائمة في بعض الاقتصادات الصاعدة، خصوصا تلك الاقتصادات التي لا تزال قيود الطاقة الإنتاجية فيها تزداد حدة، والتي زادت فيها الأجور الحكومية بوتيرة سريعة، والتي قد تؤدي نظم سعر الصرف غير المرنة فيها إلى الحد من استجابة السياسة النقدية.

ولتزايد أسعار السلع الأولية كذلك آثار مهمة ممكنة على ميزان التبادل التجاري والقوة الشرائية وبالتالي على النمو. وعلى المستوى العالمي، نجد أن العامل الأساسي يتمثل في النفط، وليس الغذاء، لأن إنتاج الغذاء موزع بقدر أكبر من التساوي في مختلف أنحاء العالم:

° تقدم دراسة "Blanchard and Galí (2007)" تحليلا دقيقا للسبب في ترجيح أن يكون الأثر الاقتصادي الكلي لطفرة أسعار النفط الأخيرة أقل مما كان عليه الحال في السبعينات.

## الشكل البياني ١-٩: مقاييس السياسة النقدية والسيولة في اقتصادات متقدمة مختارة (أسعار الفائدة %، ما لم يذكر خلاف ذلك)

بعد فترة من تيسير الأوضاع النقدية استمرت من ٢٠٠١-٢٠٠٥ شددت الاقتصادات المتقدمة سياساتها النقدية. ولكن مع بدء التورنات المالية في أغسطس ٢٠٠٧ تحرك بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بقوة نحو تيسير سياسته النقدية. وفي المقابل، تم الإبقاء على أوضاع السياسة النقدية بدون تغيير في منطقة اليورو وفي اليابان.



المصادر: شركة Bloomberg Financial Markets, LP؛ والمكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي؛ ومؤسسة هيفر أناليتكس، (Haver Analytics). وشركة "Merrill Lynch"، وتقرير الآفاق الاقتصادية الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup> أذون الخزانة لمدة ثلاثة أشهر. <sup>٢</sup> قياساً إلى التضخم الكلي. <sup>٣</sup> سعر الفائدة على السندات الحكومية لمدة ١٠ سنوات. <sup>٤</sup> سعر الفائدة على السندات الحكومية المرتبطة بالتضخم لمدة ١٠ سنوات. <sup>٥</sup> يعتمد سعر تايلور على ما يلي: (١) سعر الفائدة الحقيقي المحايد، وهذا بدوره دالة لنمو الناتج الممكن، (٢) انحراف تضخم أسعار المستهلكين عن هدف التضخم، (٣) فجوة الناتج. وتستمد بيانات التضخم المتوقع من الأسعار الملائمة للسندات المؤشرة حسب التضخم. ناقصاً سعر الفائدة على أذون الخزانة لمدة ثلاثة أشهر. <sup>٦</sup> التغيير على مدى ثلاث سنوات في حالة منطقة اليورو واليابان والولايات المتحدة (مجموعة الثلاثة)، مقوماً بالدولار الأمريكي.

مكاسب كبيرة نتيجة اندماج الاقتصادات الصاعدة والنامية في الاقتصاد العالمي فأسهمت في تشكيل أقوى فترات النمو العالمي منذ أوائل السبعينات. غير أن استقرار الأحداث الماضية يشير بوضوح إلى تراكم الاختلالات الرئيسية في أهم الأسواق المالية وأسواق المساكن وأسواق السلع، مما يرجع لوجود عيوب جسيمة في عمليات هذه الأسواق وصدور استجابات تنظيمية غير ملائمة، فترتب عليها الحصاد الحتمي لكل المكاسب السابقة.

ويرى بعض المراقبين أن هذه الاختلالات في الأسواق المالية وأسواق المساكن وأسواق السلع قد تفاقمت نتيجة التراخي المفرط لأسس السياسات الاقتصادية الكلية خلال فترة التوسع الكبير من ٢٠٠٣-٢٠٠٧. وعلى وجه التحديد، يتبين أن النجاح الملحوظ في خفض معدلات التضخم خلال التسعينات وتحسن مستويات الإنتاجية العالمية نتيجة إشراك الصين وغيرها من الاقتصادات التي تتميز بكثافة العمالة في النظام التجاري العالمي قد أفسح المجال أمام التيسير المفرط للسياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة مما خلق سلسلة من الفقاعات السوقية. وفي أعقاب انفجار فقاعة تكنولوجيا المعلومات في أوائل العقد الجاري، تم الإبقاء على أسس السياسة النقدية فضفاضة للغاية بغية التصدي لمخاوف الانكماش. وفي الواقع، تم تحديد أسعار الفائدة الأساسية في الولايات المتحدة، وبدرجة أقل في منطقة اليورو واليابان، عند مستويات أقل كثيراً مما يمكن أن تحدده قاعدة تيلور (الشكل البياني ١-٩). وعلاوة على ذلك، رغم تشديد السياسة النقدية بدءاً من عام ٢٠٠٣، فقد قيل إن ذلك التشديد لم يكن كافياً لتنفيذ سياسة «السير ضد اتجاه الريح» نظراً لتدفق الائتمان في قطاع المساكن وارتفاع أسعار المساكن إلى مستويات أبعد ما تكون عن مواكبة الأساسيات الاقتصادية.

وإضافة لذلك، أدت نظم الصرف غير المرنة في الآونة الأخيرة إلى الحد من قدرة بعض الاقتصادات الصاعدة الرئيسية على اتباع سياسات نقدية مستقلة، مما يعد أحد القيود التي أصبحت ذات أهمية متزايدة في أعقاب أغسطس ٢٠٠٧ في ظل انخفاض قيمة الدولار الأمريكي وتحركات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي القوية نحو خفض أسعار الفائدة. وبالتالي نشطت هذه الاقتصادات في استيراد السياسة النقدية التيسيرية من الولايات المتحدة في الوقت

بأواخر التسعينات (الشكل البياني ١-١٠).<sup>٧</sup> ويبدو أن الاقتصادات المتقدمة تعمل بقوة أقل قليلاً من المستوى الحيادي الدوري - وبالتالي تتسع فجوات الناتج فيها على الأرجح نظراً لأن معدلات النمو الحالية أقل كثيراً من الاحتمالات التقديرية. وفي المقابل، يبدو أن وتيرة النمو في الاقتصادات الصاعدة ظلت لبعض الوقت أسرع من الاتجاه العام، وأن ضغوط الطاقة الإنتاجية لا تزال تتجه للزيادة. ورغم الإقرار بأن تقديرات فجوات الناتج عرضة على وجه الخصوص للخطأ في هذه المجموعة من البلدان، فإن التقديرات متسقة عموماً مع تسريع معدلات التضخم.

وبناء على ما تقدم، رغم وجود بعض الأدلة على أن السياسة النقدية ربما كانت فضفاضة على المستوى العالمي وأن الاقتصاد العالمي ربما تجاوز بالفعل السرعة المشتركة المسموح بها، فإن ضغوط الطلب المفرط تتركز على ما يبدو في الاقتصادات الصاعدة ولا تبدو بالغة الوضوح على المستوى الكلي وفق معايير دورات اقتصادية أخرى سابقة. ورغم احتمال أن تكون هذه العوامل الاقتصادية الكلية قد ساهمت بدور ما في الضغوط المالية الأخيرة، فمن الصعب تفسير تركيز هذه الضغوط في الأسواق المالية وأسواق المساكن وأسواق السلع لمجرد هذه العوامل الاقتصادية الكلية.

### احتمالات الانتعاش

لا تزال آفاق الاقتصاد العالمي محاطة بأجواء استثنائية من عدم اليقين حتى وقت صدور هذا التقرير. ومن الافتراضات الرئيسية التي تركز عليها توقعات السيناريو الأساسي أن تنجح الإجراءات التي اتخذتها الحكومات الأمريكية والأوروبية في تحقيق استقرار الأوضاع المالية وتجنب مزيد من الأحداث المؤثرة على النظام العالمي. ومع ذلك فمن المرجح أن تظل الأسواق تحت وطأة ضغوط كبيرة طوال عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩. وحتى مع نجاح تنفيذ الخطة الرامية إلى إزالة الأصول المتعثرة من الميزانيات العمومية في البنوك الأمريكية، فسوف ينقضي بعض الوقت قبل استكمال عملية إعادة بناء الثقة في تقييمات الأصول والتخلص من مخاوف ارتفاع مخاطر الطرف المقابل. فضلاً عن ذلك، سوف تظل البنوك معرضة للضغوط الناجمة عن احتياجها لرؤوس أموال إضافية واقتران ذلك بتزايد الخسائر الائتمانية

الذي تزايدت فيه المخاوف التضخمية.<sup>٦</sup> وفي الوقت نفسه، تفاقم الارتفاع المستمر في أسعار السلع الأولية نتيجة قوة نمو الاقتصادات الصاعدة وضعف الدولار وانخفاض أسعار الفائدة الأمريكية، ونتيجة - حسب رأي بعض المراقبين وإن كانوا من غير خبراء الصندوق - التدفقات الداخلة في أسواق العقود السلعية المستقبلية. ومن أساسيات أعمال البنوك المركزية في العادة استيعاب أي ارتفاع مؤقت في معدل التضخم من جراء صدمة نسبية في الأسعار، شريطة استمرار اتساق التضخم الأساسي مع الأهداف الاستشرافية. غير أن الصدمات المتكررة في نفس الاتجاه قد زادت من مخاطر الآثار غير المباشرة الناجمة عن التحول المستمر في الأسعار النسبية.

ولا توفر مقاييس السيولة العالمية الموضحة في الشكل البياني ١-٩ سوى تأكيد غير قاطع لهذه المخاوف. فقد حققت القاعدة النقدية في أكبر الاقتصادات المتقدمة نمواً سريعاً حتى عام ٢٠٠٥، ورغم تراجع معدل هذا التوسع منذ ذلك الوقت، فإن استمرار تراكم الاحتياطيات الدولية بقوة في الاقتصادات الصاعدة كان علامة على سرعة النمو النقدي في هذه الاقتصادات. غير أن العلاقة بين المجملات النقدية والأسعار في الاقتصادات المتقدمة هي علاقة غير محددة المعالم على أحسن تقدير، وهي غير مفهومة بالقدر الكافي في الاقتصادات الصاعدة. وقد ظلت أسعار الفائدة طويلة الأجل منخفضة بالمعايير التاريخية على مدار العقد الحالي، بالرغم من أن هذه الأسعار حسبما يرى البعض تُعدها الأساسيات الاقتصادية المؤثرة في العرض والطلب على المدخرات - بما في ذلك ارتفاع معدلات الادخار في الاقتصادات الصاعدة وزيادة الادخار العام في الاقتصادات المتقدمة وانخفاض معدلات الاستثمار عالمياً (باستثناء الصين) - وليس أسس السياسة النقدية.

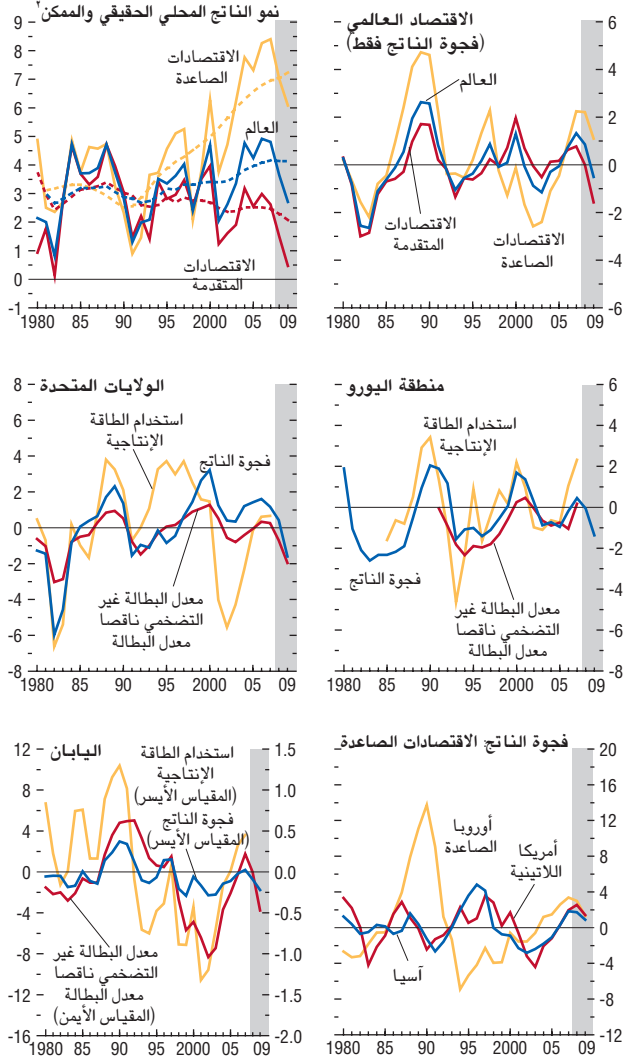
أما مقاييس فجوة الناتج فتقدم دليلاً مباشراً على الطلب المفرط على المستوى العالمي. ومن المؤكد أن هذه المقاييس غير دقيقة ويتعين توخي الحذر في تفسيرها، حسبما هو موضح في الإطار ١-٣، الذي يناقش المنهج المستخدم في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لتقدير النمو الممكن وفجوات الناتج. ومن جهة أخرى، تفيد البيانات على وجه الإجمال بأن الاقتصاد العالمي ظل يعمل بقوة تتجاوز المستوى الحيادي الدوري - مقارنة

<sup>٧</sup> غير أنه تجدر الإشارة إلى أن تقديرات الناتج الممكن عادة ما يتم خفضها بعد حدوث هبوط دوري.

<sup>٦</sup> يمكن استعراض هذه المخاوف بالتفصيل في نماذج المحاكاة الواردة في الإطار ٣-٣.

## الشكل البياني ١-١٠: مقاييس فجوة الناتج وضغوط الطاقة الإنتاجية<sup>١</sup>

بعد فترة من النمو الذي تجاوز مستوى الاتجاه العام، يتباطأ حالياً النشاط العالمي إلى أقل من مستوياته الممكنة. ومن المتوقع أن تتسع فجوات الناتج في الاقتصادات المتقدمة حتى تتراوح بين ١-٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠٠٩. وفي الاقتصادات الصاعدة، يتوقع بقاء الناتج أعلى قليلاً من المستويات الجارية الدورية، رغم أن ضغوط الطاقة الإنتاجية سوف تقل بعض الشيء. ويوضح الإطار ٣-١ المنهجية المستخدمة في تقدير نمو إجمالي الناتج المحلي الممكن وفجوات الناتج.



المصادر: تقرير «الآفاق الاقتصادية» الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ تقديرات معدل البطالة غير التضخمي توفرها منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي. وتقديرات فجوة الناتج، ٪ من إجمالي الناتج المحلي، تستند إلى حسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ويقاس استخدام الطاقة الإنتاجية بالانحرافات عن متوسطات ١٩٨٠-٢٠٠٧ بالنسبة للولايات المتحدة (٪ من إجمالي الطاقة الإنتاجية) واليابان (مؤشر معدلات التشغيل لقطاع الصناعات التحويلية)، والانحرافات خلال الفترة ١٩٨٥-٢٠٠٧ في منطقة اليورو (٪ من الطاقة الإنتاجية للصناعة).

٢ معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي (الخط الممتد) والممكن (الخط المتقطع) للاقتصادات المتقدمة. بالنسبة للاقتصادات الصاعدة يستخدم مرشح هودريك بريسكوت لتحديد إجمالي الناتج المحلي الممكن.

من الأوضاع الاقتصادية الأوسع نطاقاً. وتشير التنبؤات التفصيلية الواردة في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من «تقرير الاستقرار المالي العالمي» (IMF, 2008b) أن استمرار تخفيض نسب الرفع المالي سيقيد سرعة نمو الائتمان حتى تصل إلى مستويات متدنية للغاية في الاقتصادات المتقدمة خلال عام ٢٠٠٩ وأبعد من ذلك أيضاً، بينما تظل فروق أسعار الفائدة على اتساعها في فئات الأصول الأكثر خطراً. وسوف تظل للاقتصادات الصاعدة والنامية تواجه أوضاعاً صعبة فيما يتصل بالتمويل الخارجي، مع استمرار تركيز الضغوط في البلدان التي تعاني من عجز كبير في حساباتها الجارية أو من جوانب ضعف أخرى.

وفي أسواق السلع الأولية، مع عدم حدوث صدمات جديدة على جانب العرض أو تخفيضات كبيرة لتوقعات النمو فمن المتوقع أن تظل الأسعار في حدود المستويات المرتفعة الراهنة بما يتسق مع نظام تحديد الأسعار في أسواق العقود الآجلة. وبالتالي من المتوقع أن يصل متوسط سعر البترول في حدود ١٠٠ دولار للبرميل في عام ٢٠٠٩. وإن كان من الأرجح أن تظل الأسواق متذبذبة، مستجيبة بسرعة للتصورات المتقلبة حول الاتجاهات العامة للعرض والطلب.

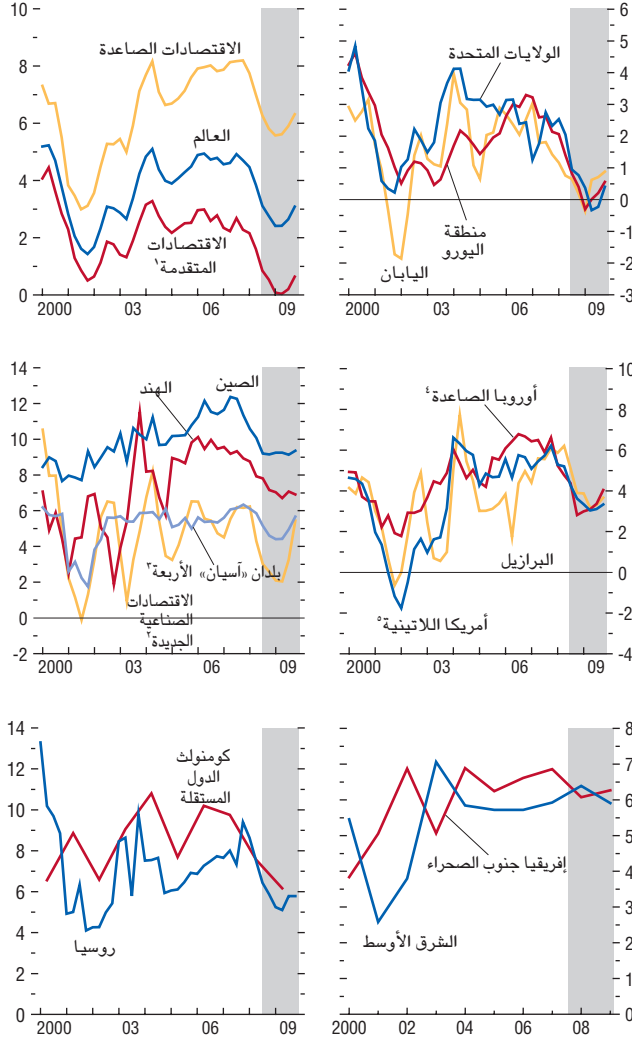
وعلى هذه الخلفية، تشير توقعات السيناريو الأساسي إلى تعرض الاقتصاد العالمي لنوبة هبوط رئيسية، حيث تهبط معدلات النمو إلى أبطأ المعدلات المسجلة منذ نوبة الركود في ٢٠٠١-٢٠٠٢. ومن المتوقع أن يبدأ التعافي التدريجي في أواخر ٢٠٠٩، وإن كان من غير المتوقع أن تعود معدلات النمو العالمي إلى مستوى الاتجاه العام حتى ٢٠١٠. ومن أشكال الدعم المهمة لتحقيق الانتعاش في نهاية المطاف زوال آثار معدلات التبادل التجاري غير الموازية في ظل استقرار أسعار السلع الأولية، وحدث انتعاش في سوق المساكن الأمريكية، وتزايد مشاعر الثقة بأن مشكلات السيولة والملاءة في المؤسسات المالية الأساسية جاري تسويتها. وعلى أساس سنوي، من المتوقع أن يتراجع معدل النمو العالمي من ٥,٠٪ في ٢٠٠٧ إلى ٣,٩٪ في ٢٠٠٨ و ٣,٠٪ في ٢٠٠٩ (راجع الجدول ١-١ والشكل البياني ١-١١). وهذه التوقعات هي أدنى بكثير من تلك التوقعات التي اشتمل عليها عدد يوليو ٢٠٠٨ من تقرير «مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي»، مما يرجع لتزايد الأدلة في الشهور الأخيرة على تباطؤ النشاط، وزيادة تفاقم الأزمة المالية، وزيادة احتمالات التوسع في تقييد النمو نتيجة خفض نسب التمويل بالديون.

ومن المتوقع أن تظل للاقتصادات المتقدمة على وجه الخصوص ضعيفة فيما تبقى من عام ٢٠٠٨ وخلال

## احتمالات الانتعاش

### الشكل البياني ١-١١: الآفاق العالمية (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، التغيير، % عن سنة سابقة)

يتوقع أن يزداد تباطؤ الاقتصاد العالمي في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ وأوائل ٢٠٠٩ وذلك قبل أن يبدأ في التعافي تدريجياً. وسوف تكون الاقتصادات المتقدمة هي الأكثر تضرراً من الهبوط وسوف تصل إلى فترة ركود أو تكاد تصل إليها. وسيخفض النمو كذلك في الاقتصادات الصاعدة والنامية، لا سيما في آسيا وأوروبا الصاعدة وأمريكا اللاتينية التي ترتبط بروابط تجارية وثيقة.



المصادر: مؤسسة "هيفر أناليتكس" (Haver Analytics)؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> أستراليا وكندا والاندنرك ومنطقة اليورو واليابان ونيوزيلندا والنرويج والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.  
<sup>٢</sup> تشمل الاقتصادات الصاعدة منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية.  
<sup>٣</sup> إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند.  
<sup>٤</sup> الجمهورية التشيكية وإستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا.  
<sup>٥</sup> الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو وجمهورية فنزويلا البوليفارية.

النصف الأول من ٢٠٠٩. فمن المتوقع أن يكون منحني الاقتصاد الأمريكي ما بين الثبات والاتجاه السالب خلال هذه الفترة، مع انحسار الدعم المقدم من الدفعة التنشيطية المالية، وتراجع زخم الصادرات، وتزايد تكاليف تقييد الأوضاع المالية. وسوف يساعد تحسن الأوضاع في قطاع الإسكان في نهاية المطاف وتحقيق استقرار أكبر في أسعار النفط على وضع الأساس للانتعاش الوليدة في غضون النصف الثاني من عام ٢٠٠٩، ولكن النهوض من العثرة الحالية يتوقع أن يكون أكثر تدرجاً بكثير مما حدث في الدورات الاقتصادية السابقة، إذ لا يزال ضيق الأوضاع في سوق الائتمان يفرض عبئاً ثقيلاً على الطلب المحلي.<sup>٨</sup> ومن المتوقع أيضاً أن تمر معظم الاقتصادات المتقدمة الأخرى بفترة يسودها التباطؤ الشديد في النمو أو الانكماش في ٢٠٠٨ والنصف الأول من ٢٠٠٩، وأن تحقق تحسناً متواضعاً فحسب في النصف الثاني من عام ٢٠٠٩. وفي واقع الأمر، ينتظر حالياً أن تشهد كل بلدان مجموعة السبعة باستثناء كندا نمواً أقل من ١٪ على أساس التغيير السنوي المقارن من الربع الأخير من السنة ٢٠٠٨ إلى الربع الأخير من السنة التي تليها خلال عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩.

ومن المتوقع استمرار تباطؤ النمو كذلك في الاقتصادات الصاعدة والنامية، حتى تنخفض معدلاته إلى مستوى أقل إلى حد ما من مستوى الاتجاه العام خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ وأوائل ٢٠٠٩ قبل أن تتعافى في غضون بقية العام. وخلال هذه الفترة، من المتوقع أن يبقى معدل النمو الكلي أعلى كثيراً من المعدلات المشاهدة في فترة الهبوط الاقتصادي العالمي في ٢٠٠١-٢٠٠٢. وسوف يواصل نمو الصادرات تباطؤاً كما سيتراجع الطلب المحلي، على الرغم من استمرار دعم الطلب بفضل الإنتاجية الكبيرة التي تحققت في السنوات الأخيرة. أما البلدان المصدرة للسلع الأساسية، لا سيما البلدان المصدرة للنفط، فمن المتوقع أن تحافظ على قوة الزخم في اقتصاداتها، وإن كان معدل النمو في البلدان المعتمدة على واردات الغذاء والوقود أو التمويل الخارجي سيشهد تباطؤاً حاداً. ويتوقع انخفاض صافي التدفقات الرأسمالية الداخلة بواقع النصف في المجمل، بينما من المحتمل أن تتعرض مراكز الاحتياطيات في بعض البلدان لضغوط هائلة.

وعلى صعيد التضخم، من المتوقع أن يؤدي التباطؤ المتزايد المصحوب باستقرار أسعار السلع الأولية إلى

<sup>٨</sup> غير أن تباطؤ نمو الائتمان بحد ذاته لا يشكل بالضرورة عائقاً أمام التعافي. فالأدلة من الدورات الاقتصادية السابقة تبين أن النشاط الاقتصادي غالباً ما يتعافى قبل حدوث الانتعاش في دورة الائتمان (راجع دراسة "Klaessens, Kose, and Terrones" تصدر قريباً).

### الإطار ١-٣: قياس فجوات الناتج

سبيل المثال بتعديل مدخلات العمالة لتتسق مع أثر التعليم والتدريب على جودة العمالة وعن طريق استحداث مقياس لتدفق الخدمات الرأسمالية — ومحاولة تفسير باقي الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج. ويتميز هذا المنهج بأنه بمجرد تقدير العلاقة الأساسية، يمكن تقييم أثر عوامل التحول التي تؤثر في النمو الممكن — على سبيل المثال، أثر العوامل الديمغرافية على نمو خدمات العمل وأثر معدلات الاستثمار على خدمات رأس المال.

وبالانتقال إلى الاقتصادات الصاعدة، نجد أن البيانات المتاحة عن مدخلات العمالة ورأس المال هي في العادة غير كافية لمنهج دالة الإنتاج. وعلاوة على ذلك، فإن احتمال حدوث تغير سريع في أعقاب الإصلاحات الكبرى يحد من استمرارية العمل ويتعذر معه استخدام هذا المنهج. وبالتالي فإن تقديرات فجوات الناتج في الاقتصادات التي يتناولها هذا العدد من تقرير أفاق الاقتصاد العالمي تعتمد على الطرق المتبعة في السلاسل الزمنية لتقدير إجمالي الناتج المحلي الاتجاهي وفقا لسلاسل بيانات إجمالي الناتج المحلي المرصودة والمتنبأ بها. وعلى وجه التحديد، فإن بيانات الناتج المعروضة هنا استخدمت مرشحات هودريك بريسكوت القياسية، التي تقوم بتحويل السلسلة الزمنية إلى مكون اتجاهي ومكون دوري (راجع دراسة "Hodrick and Prescott, 1997"). باستخدام معامل  $\lambda$  ١٠٠ على البيانات السنوية.<sup>٢</sup>

ورغم بساطة واتساع نطاق استخدام مرشحات هودريك بريسكوت (وطرق السلاسل الزمنية بشكل أعم)، فإن استخدام هذه المرشحات يواجه صعوبة تتمثل في حساسية التقديرات لاختيار نقطة النهاية. وبالتقريب المبسط والأساسي، يمكن تطبيق مرشح هودريك بريسكوت على البيانات (في شكل لوغاريتمي) على مدار الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٨ (التي يمكن اعتبارها في الأساس بيانات تاريخية) وتطبيقه مرة أخرى على البيانات والتوقعات على مدى الفترة من ١٩٨٠-٢٠١٣. ومن خلال استخدام التقديرات الأخيرة يمكن الانتفاع من الآراء المثلى للاقتصاديين المختصين في صندوق النقد الدولي حول توقعات النمو في الأجل المتوسط. ومن ثم تستمد بيانات الناتج الممكن وفجوات الناتج باعتبارها متوسط عمليتي التقدير.

أدى تزايد القلق من التضخم إلى زيادة الاهتمام بمسألة ازدياد فورة النشاط في الاقتصادات المختلفة وكيفية قياس الطاقة الإنتاجية لاقتصاد ما. وإذا ما تساوت الظروف الأخرى، فإن الاقتصاد الذي يتجاوز حدود طاقته الإنتاجية — أي بفجوة موجبة بين الطاقة الفعلية والطاقة الممكنة — سيعاني على الأرجح من تزايد الضغوط التضخمية، بينما الاقتصاد الذي يعمل في حدود طاقته الإنتاجية — أي بفجوة ناتج سالبة — سوف يشهد غالباً تراجع معدلات التضخم. وتعد مقاييس الطاقة الإنتاجية ضرورية أيضاً لأغراض أخرى، بما في ذلك تقييم موقف سياسة المالية العامة في الدورة الاقتصادية، وفقاً لما يرد ذكره في الفصل الخامس. وفي المجمل، من الضروري تفهم الوضع الدوري الراهن والمستقبلي للاقتصاد حتى يتسنى اتخاذ قرارات سليمة على مستوى السياسات النقدية والمالية العامة.

غير أن قياس فجوة الناتج هو علم يفتقر للدقة إلى حد كبير، نظراً لعدم إمكان رصد الطاقة الإنتاجية للاقتصاد ككل على نحو مباشر (وإن كانت هناك بعض قياسات الطاقة الإنتاجية متوفرة عادة بالنسبة لبعض القطاعات، كالقطاع الصناعي). وبالتالي، فقد تم استخدام مزيج من المناهج، بحيث تتباين درجات تطورها، وتم تعديلها حسب قصور البيانات. ويدرس هذا الإطار الأساليب المستخدمة في تقديرات فجوات الناتج الواردة في توقعات تقرير أفاق الاقتصاد العالمي ويناقش منهج جديد قائم على نموذج ويجري حالياً إعداده.

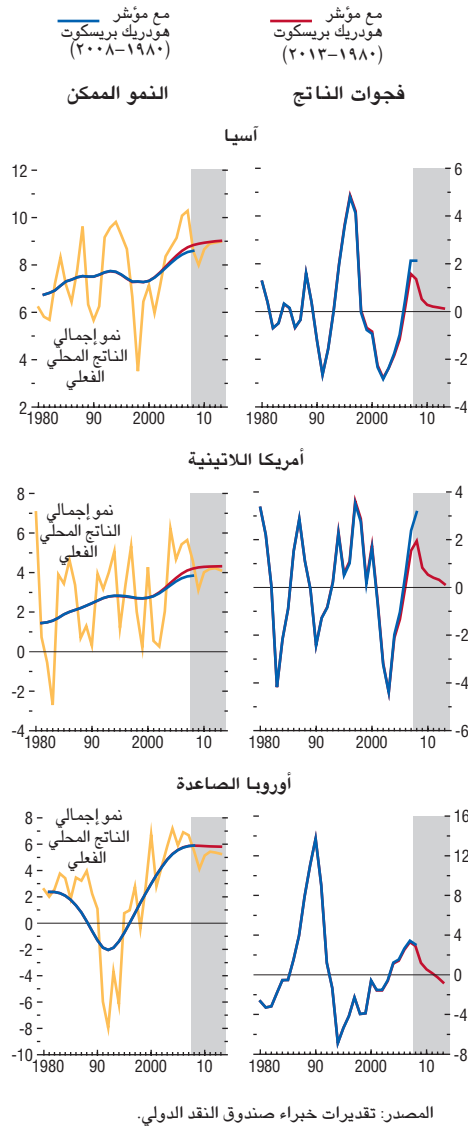
قياس فجوات الناتج: بالنسبة لمعظم الاقتصادات تستمد تقديرات فجوات الناتج المستخدمة في تقرير أفاق الاقتصاد العالمي من تقدير إجمالي الناتج المحلي الممكن قائم على منهج دالة الإنتاج. وبمقتضى مثل هذا المنهج، يتم تقدير دالة إنتاج للاقتصاد، بحيث ترجع الناتج إلى مدخلات الإنتاج المقيسة المتمثلة في العمالة ورأس المال. والقيمة الباقية هي قياس الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في الاقتصاد المعني، والتي يمكن عندئذ إرجاعها للمتغيرات التفسيرية كالمنافسة والإصلاحات الهيكلية وتغلغل الواردات.<sup>١</sup> وقد تم توجيه اهتمام كبير في الدراسات المختلفة لإعداد مقاييس دقيقة لمدخلات الإنتاج — على

المؤلفون الرئيسيون لهذا الإطار هم تشارلز كولينز ودوغلاس لاكستن ونتاليا تاميريسا، بدعم من جيان دي نيكولو، ومساعدة إيرغومنت تولون.  
<sup>١</sup> يمكن الاطلاع على مثال لهذا المنهج في الإطار ٣-١ في عدد سبتمبر ٢٠٠٦ من تقرير أفاق الاقتصاد العالمي.

<sup>٢</sup> يعتمد شرح النتائج بشدة على قيمة معلمة التمهيد المعلمة  $\lambda$  وترصد القيمة ١٠٠ على نحو جيد خصائص الدورة الاقتصادية في الولايات المتحدة، ولكنها لم تكن ناعمة بهذا القدر بالنسبة لبلدان أخرى.

## النمو الممكن وفجوات الناتج في الاقتصادات الصاعدة

رغم ارتفاع معدلات النمو الممكن في الاقتصادات الصاعدة على مدار العقد الماضي، فإن طرق السلاسل الزمنية تشير إلى أن النمو الأخير كان أعلى من الممكن، مما يوحي بظهور فجوات كبيرة في الناتج خلال السنة الماضية أو نحو ذلك. ويتسم حجم فجوة الناتج بالحساسية تجاه اختيار نقطة النهاية وتقدير خبراء الصندوق لمدى ارتفاع النمو الممكن.



وبتطبيق هذه الطريقة على بيانات الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٨ يتضح وجود تسارع كبير في النمو الممكن على مدى العقد الماضي في جميع الاقتصادات الصاعدة (الشكل البياني الأول، العمود الأيسر). وتشير التقديرات إلى أن مدى التسارع يكون أكبر عند استخدام البيانات التي تتضمن التوقعات متوسطة الأجل. وباستخدام أي من السلسلتين، تبدو الاقتصادات الصاعدة وكأنها تعمل أكثر كثيرا من طاقتها الإنتاجية، لا سيما في أوروبا الصاعدة وأمريكا اللاتينية، مع اقتراب الزيادة من ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي في كل منطقة في ٢٠٠٨ مع استخدام التقديرات الأكثر تحفظا للنمو الممكن.<sup>٣</sup>

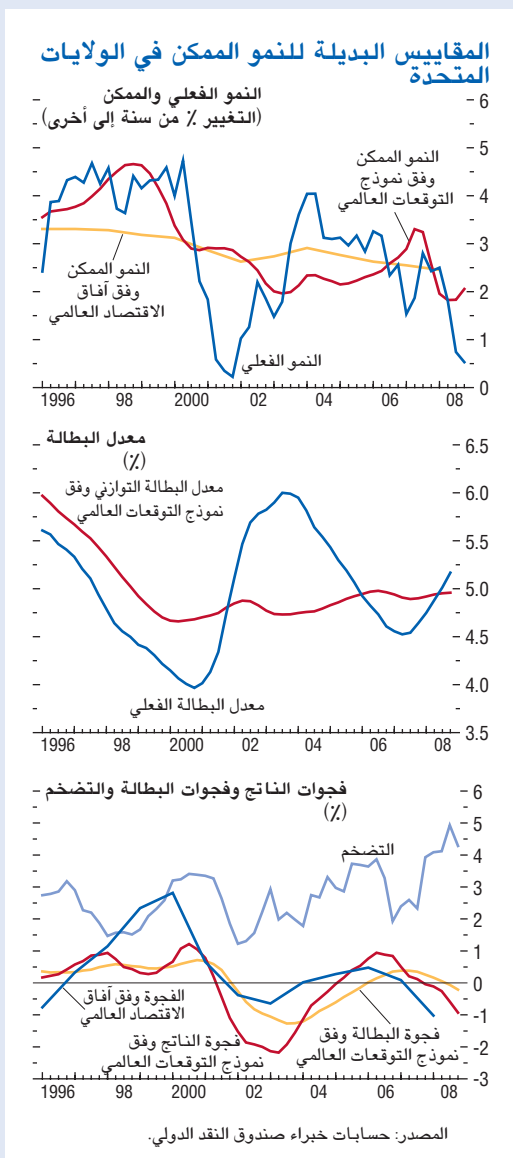
التقدير الكمي لأثر صدمات أسعار النفط على الناتج الممكن: من بين المسائل وثيقة الصلة بهذا الموضوع هي مدى إمكان تأثير الزيادة الأخيرة في أسعار النفط، إذا ما استمرت، على مستوى ومعدل نمو الناتج الممكن. فالنفط هو أحد المدخلات الرئيسية لإنتاج العديد من السلع والخدمات، مما يرجع جزئيا لاستخدامه في النقل. وإذا ما ارتفع السعر النسبي للنفط، فسوف يتعين تكثيف استخدام غيره من المدخلات (رأس المال والعمالة)، وهي متوفرة بقدر محدود كما أن إمكانيات إيجاد البدائل لها محدودة أيضا، وهو ما يوحي بحدوث هبوط في الإمكانيات الإنتاجية. ويعتمد أثر معدل نمو الناتج الممكن على مدى سرعة تقارب الناتج مع مستوياته طويلة المدى.<sup>٤</sup>

وباستخدام منهج دالة الإنتاج، تشير تقديرات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي إلى أن حدوث زيادة في أسعار النفط بنسبة ٢٤٠٪ من متوسط الأسعار السائد في الولايات المتحدة منذ ٢٠ عاما وبنسبة ١٧٠٪ أعلى من المتوسط السائد في منطقة اليورو (ليصل إلى ١٢٠ دولارا للبرميل) سوف يخفض من الناتج الممكن بنسبة ٤٪ في الولايات المتحدة وبنسبة ٢٪ في منطقة اليورو (OECD, 2008). والسبب في زيادة الأثر الواقع على الناتج الممكن في الولايات المتحدة يرجع إلى زيادة حصة النفط في الإنتاج وانخفاض قيمة الدولار. وتشير التقديرات

<sup>٣</sup> تعقد دراسة "Vamvakidis (2008) المقارنة بين تقديرات النمو الممكن في مختلف أنحاء أوروبا الصاعدة باستخدام مرشح هودريك بريسكوت، وهو منهج دالة الإنتاج، والتقديرات ذاتها باستخدام معادلة للنمو مماثلة لمنهج استخدمته دراسة Barro and Sala-i-Martin (2004). ويوفر منهج دالة الإنتاج أعلى تقديرات للنمو الممكن، مع افتراض استمرار قوة نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج. <sup>٤</sup> على سبيل المثال، تشير التقارير الصحفية إلى أن صناعة السيارات في الولايات المتحدة تتحرك بسرعة نحو إعادة تنظيم مصانع السيارات لكي تنتج سيارات أصغر وامتعة بقدر أكبر من كفاءة الطاقة.



الإطار ١-٣ (تتمة)



إلى انخفاض معدل النمو الممكن بواقع ٠,٢ نقطة مئوية سنويا في الولايات المتحدة وبواقع ٠,١ نقطة مئوية في منطقة اليورو خلال السنة الأولى من التصحيح، وذلك حسب معدل إهلاك واستبدال رأس المال القائم في المعتاد. غير أن التصحيحات قد تحدث بسرعة أكبر عند وقوع صدمة كبيرة نسبيا في الأسعار لأن معدل التجديد سيتسارع على الأرجح — وإن كان رأس المال الذي يستخدم الطاقة بكثافة غالبا ما يتمتع بعمر تشغيلي أطول من المتوسط.

تقديرات فجوات الناتج القائمة على أساس النماذج: خلصت الجهود الأخيرة في مجال إعداد نموذج التوقعات العالمي "Global Projection Model" إلى وضع مقاييس متوافقة مع النموذج للناتج الممكن — وبالتالي لفجوة الناتج — تستخدم المعلومات المتاحة عن المتغيرات التي يمكن رصدها، مثل إجمالي الناتج المحلي، والبطالة، والتضخم. وعلى غرار أي نموذج اقتصادي كلي، يتألف نموذج التوقعات العالمي من مجموعة من المعادلات، ومجموعة متنوعة من المتغيرات الرئيسية المشاهدة، وبضع متغيرات كامنة ولكنها جوهرية، وأهمها الناتج الممكن، علما بأن تقديرات المتغيرات الكامنة يمكن أن تستند على القوة التنبؤية. وباستخدام هذا المعيار، فإن الإجراء الإحصائي يختار من كل المسارات المحتملة اقتصاديا والتي قد ينتهجها الناتج الممكن ذلك المسار الذي يتنبأ على المستوى الأمثل بالمتغيرات المشاهدة في النموذج. أي أن الإجراء يدعم قيم المتغيرات الكامنة التي ينطوي عليها هيكل النموذج وسلوك المتغيرات المشاهدة.

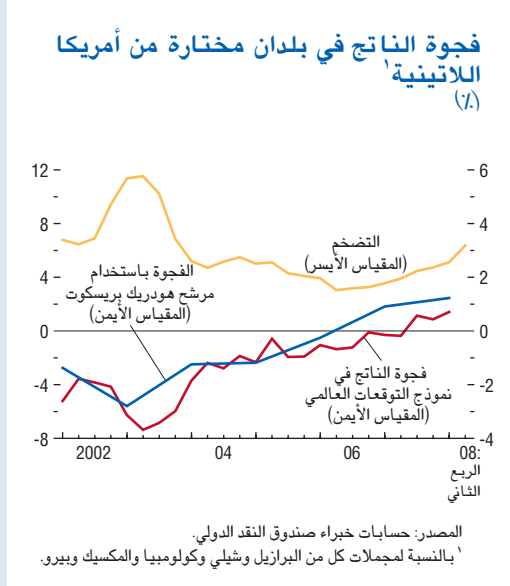
ويشتمل النموذج على معادلتين حيويتين في هذا الخصوص. الأولى تربط التضخم بفجوة الناتج، والثانية هي «قانون أوكون» (Okun's law)، الذي يربط بين فجوات البطالة (المستويات الفعلية ناقصا المستويات التوازنية) والتحركات السابقة في فجوة الناتج.

أما الطريقة القائمة على النماذج فهي أقل آلية في التطبيق، وتنطوي على مضمون اقتصادي أكبر كثيرا من مرشح هودريك بريسكوت وغيره من مرشحات المتغير الواحد. فهذه الطريقة تقدم تحسينات كبيرة، لا سيما في قياس المستوى الراهن للناتج الممكن في الوقت الحقيقي، رغم أنها تقتضي إعداد النماذج باستخدام أساليب أكثر تطورا مقارنة بالمرشحات البسيطة من أمثال مرشح هودريك بريسكوت.

ويعرض الشكل البياني الثاني بعض التقديرات التوضيحية لنموذج التوقعات العالمي عن الولايات المتحدة ويقارنها بتقديرات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي على

أساس منهج دالة الإنتاج<sup>٥</sup> وتعرض اللوحة العلوية مقارنة بين تقديرات النمو الممكن من جانب نموذج التوقعات

<sup>٥</sup> ينطوي نموذج التوقعات العالمي في أشكاله الحالية على المتغيرات المشاهدة للاقتصاد الأمريكي والتي تتضمن أسعار النفط، والتضخم الكلي وفق مؤشر أسعار المستهلكين، وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والبطالة، وأسعار الصرف، وأسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية، ومقياس لمدى تقييد الإقراض المصرفي. ويتم حساب هذا المقياس الأخير من «مسح آراء كبار مسؤولي القروض في مجلس الاحتياطي الفيدرالي عن ممارسات الإقراض المصرفي» (Federal Reserve Board's Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices)



ويقدم الشكل البياني الثالث تقديرات لفجوة الناتج على أساس تطبيق منهج نموذج التوقعات العالمي على مجموعة من خمسة بلدان في أمريكا اللاتينية. وتتبع سلسلة بيانات فجوة الناتج عن كتب التقديرات المستمدة من منهج مرشح هودريك بريسكوت، مع تقديم بعض التأييد لاستخدام هذا المرشح كمحاولة أولى موثوقة لتقدير فجوة الناتج في مجموعات مختلفة من البلدان.

وعلى وجه الإجمال، ليس من المرجح العثور قريباً على حل منهجي حاسم لمسألة قياس الناتج الممكن وفجوات الناتج. وفي الوقت نفسه، سوف يتعين على صانعي السياسات مواصلة الاستناد إلى مناهج حرة، مع الاعتماد على مختلف مقاييس التباطؤ في الاقتصاد (فجوات الناتج وفجوات البطالة) ومقاييس استخدام الطاقة الإنتاجية المستمدة من المسوح والمؤشرات عالية التواتر، مع مواصلة اختبار التقديرات المتاحة في مقابل الواقع.

العالمي ومن جانب تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وتشتمل تقديرات نموذج التوقعات العالمي على تغيرات أكبر كثيراً من تقديرات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، وهو أمر متوقع نظراً لتباين التقديرات الأولى على نحو يتوافق مع النتائج المتعلقة بالتضخم والبطالة.

ويوضح الشكل البياني تفاوتاً كبيراً بين نوعي التقديرات في النصف الثاني من التسعينات، وهي الفترة التي اتسمت بالتزايد الكبير في الناتج وتراجع معدلات البطالة، بينما حافظت على استقرار معدلات التضخم. ويصف النموذج هذه الحقائق بأنها متوافقة مع حدوث زيادة أكثر وضوحاً في نمو الناتج الممكن خلال هذه الفترة (وبالتالي حدوث زيادة دائمة في مستوى الناتج الاتجاهي) وانخفاض في معدل البطالة التوازني (أو الطبيعي) (اللوحة الوسطى). وبنهاية التسعينات، ظهرت الضغوط التضخمية، المقاسة حسب فجوة الناتج أو حسب انحراف معدل البطالة عن المستوى التوازني، في التقديرات بنوعيتها، ولكنها كانت أقل وضوحاً في تقديرات النموذج. ومن نفس المنطلق، جاءت تقديرات نموذج التوقعات العالمي لفجوة الناتج السالبة في فترة الركود خلال ٢٠٠١-٢٠٠٢ أكبر كثيراً من تلك الواردة في تقديرات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

ومرة أخرى يظهر التفاوت المتزايد في ٢٠٠٨، حيث ينخفض معدل النمو الممكن في نموذج التوقعات العالمي من ٣٪ إلى ٢٪، بينما يواصل مقياس تقرير آفاق الاقتصاد العالمي مساره على نحو أكثر سلاسة. ومن العوامل الرئيسية التي أسهمت بدور في هذا الشأن الزيادة الحادة في سعر الطاقة، والتي تتسبب في انخفاض نمو الإنتاجية في نموذج التوقعات العالمي لفترة من الزمن إلى أقل من معدلاته طويلة الأجل. وهو ما يشير إلى وجود فجوة ناتج سالبة أصغر في نموذج التوقعات العالمي لعام ٢٠٠٨، وبالتالي قدر أقل من الضغوط الخافضة لمعدل التضخم الأساسي، مقارنة بتقديرات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

من المستويات التي تستهدفها البنوك المركزية في عدد من البلدان.

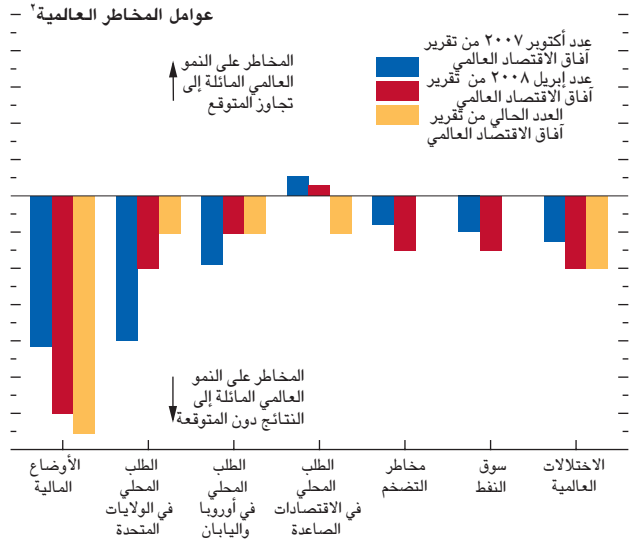
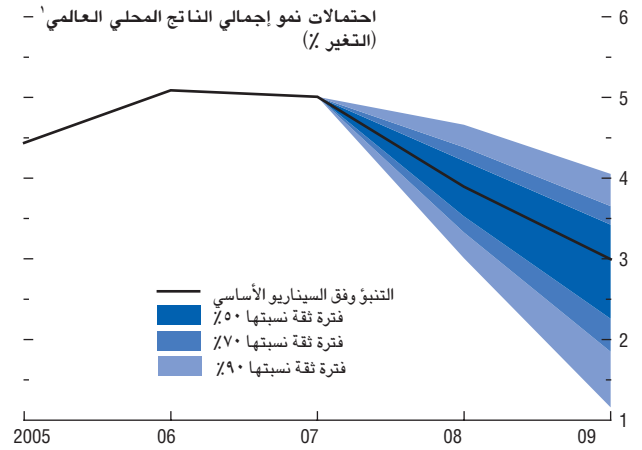
وتتعرض تنبؤات السيناريو الأساسي لكثير من المخاطر التي تهدد تحققها، كما يتضح في الرسم المروحي للنمو العالمي (الشكل البياني ١-١٢).<sup>٩</sup> ويدور أول هذه المخاطر

<sup>٩</sup> يستعرض الملحق ١-١ هذه المنهجيات وغيرها من المنهجيات المستخدمة في تقييم المخاطر وإعلانها، بما في ذلك المنهجية المستخدمة

احتواء معدل الارتفاعات السعريّة، مما يعود بالتضخم إلى أقل من ٢٪ بنهاية ٢٠٠٩ في الاقتصادات المتقدمة. وفي الاقتصادات الصاعدة والنامية، ينتظر أن يظل معدل التضخم في حدود ٨٪ في نهاية ٢٠٠٨ مع استمرار انتقال الزيادات في أسعار السلع الأولية إلى المستهلكين. ومن المتوقع أن يتراجع معدل التضخم في هذه الاقتصادات حتى يصل إلى ٦,٢٥٪ خلال ٢٠٠٩ مع بقائه أعلى كثيراً

## الشكل البياني ١-١٢: المخاطر على الآفاق العالمية

تظل المخاطر على الآفاق المستقبلية العالمية ماثلة إلى النتائج دون المتوقعة. وترتبط أكبر المخاوف باحتمال أن تزداد كثافة الضغوط المالية وتصبح مطولة أكثر من المتصور في توقعات السيناريو الأساسي. وترتبط المخاطر المعاكسة كذلك بالمخاوف بشأن الطلب المحلي والاختلالات العالمية، أما المخاطر المتعلقة بالتضخم وسوق النفط فتبدو متوازنة في الوقت الحالي.



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> يبين هذا الرسم المروحي الغموض المحيط بالتنبؤ المركزي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي عند نسب فترات الاحتمالية البالغة ٥٠٪، و٧٠٪، و٩٠٪. وكما هو موضح، نجد فترة الثقة بنسبة ٧٠٪ تشمل فترة الثقة بنسبة ٥٠٪؛ وفترة الثقة بنسبة ٩٠٪ تشمل فترتي الثقة بنسبة ٥٠٪ و٧٠٪. راجع الإطار ٣-١ في عدد إبريل ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للحصول على مزيد من التفاصيل.

<sup>٢</sup> يبين الشكل البياني إسهامات كل عامل من عوامل المخاطر في الميزان الكلي للمخاطر المحيطة بالنمو العالمي، وذلك كما تنعكس بمدى عدم التجانس في كثافة الاحتمال المتعلق بنمو إجمالي الناتج المحلي العالمي المبينة في الشكل المروحي. ويميل ميزان المخاطر إلى الجانب السلبي إذا كان الاحتمال المتوقع للنتائج المتحققة أسفل منحني التنبؤ المركزي أو المنوالي (أي مجموع احتمالية الجانب السلبي) يتجاوز ٥٠٪ (الإطار ٣-١ في عدد إبريل ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). ويعتمد مدى عدم التجانس في كثافة الاحتمال المبينة في الرسم المروحي على مصادر الخطر المختلفة وآثارها المحتملة، ويعتمد أيضاً على الانحراف المعياري في أخطاء التنبؤ السابقة - وهو يختلف باختلاف طول أفق التنبؤ، وذلك ضمن عوامل أخرى. ولجعل عوامل المخاطر قابلة للمقارنة بين إصدارات التنبؤ، أعيد قياس إسهاماتها من أجل التصحيح في ضوء الفروق في الانحرافات المعيارية.

حول اثنين من المسائل المالية ذات الصلة. فقد يظل الضغط المالي بنفس الشدة وتصبح القيود الائتمانية المترتبة على خفض نسب الرفع المالي أكثر عمقا واستمرارية مما ورد في السيناريو الأساسي. وإضافة إلى ذلك، يمكن أن يصل التدهور في سوق المساكن الأمريكية إلى مستوى أعمق وأطول أمدا مما ورد في التنبؤات، بينما يمكن أن يتسع نطاق الضعف في أسواق المساكن الأوروبية. وقد أصبحت المخاطر التضخمية التي يتعرض لها النمو أكثر توازنا في الوقت الراهن في ظل تراجع أسعار السلع الأولية وزيادة تباطؤ الاقتصاد العالمي. أما الاختلالات العالمية فسوف تظل باعنا على القلق، وإن اقترن ذلك بتحول التركيز بدرجة ما بعيدا عن مشكلات تمويل عجز الحساب الجاري الأمريكي المحتملة ونحو الحاجة إلى إعادة تدوير الفوائض الكبيرة من البلدان المصدرة للنفط وكذلك نحو مخاطر الحمائية نظرا لتعطل جولة مفاوضات الدوحة من جديد.

## المخاطر في الأسواق المالية

لا تزال المخاطر المحيطة بالأسواق المالية بالغة الحدة، حتى أنها أصبحت مصدرا أكبر للقلق مما كانت وقت صدور عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وعلى الرغم من الإجراءات غير المسبوقة التي اتخذتها السلطات المالية لتجنب وقوع أحداث مؤثرة على النظام العالمي والمبادرة الحيوية الجديدة لمساعدة البنوك في الولايات المتحدة على التعامل مع الأصول غير السائلة، فإن الأسواق لا تزال واقعة تحت وطأة ضغوط كبيرة، ولا يزال خطر تخفيض نسبة الرفع المالي على نحو غير منتظم يهدد آفاق الاقتصاد.

وفي أعقاب أحداث الأسابيع الماضية، لا تزال هناك مخاوف كبيرة تحيط بملاءة المؤسسات المالية في الأسواق الناضجة التي تتعرض لتزايد الخسائر، وضيق أوضاع التمويل، وتناقص القواعد الرأسمالية. ومن المنتظر أن يسهم النجاح في تنفيذ خطة الحكومة الأمريكية لشراء الأصول المتعثرة في تحقيق خفض تدريجي لمثل هذه الضغوط وذلك بالحد من التعرض للمخاطر المعاكسة المرتبطة بالقروض العقارية الأمريكية لدى المؤسسات المالية، وإن كان من المحتمل أن تبقى رؤوس الأموال المصرفية المنخفضة مصدرا للقلق البالغ، خاصة وأن مبيعات الأصول قد توحى بإثبات الخسائر بصورة أكبر ولأن استمرار ضعف النشاط سيزيد على الأرجح من

في إعداد الرسم المروحي لتقديرات النمو والرسم المصاحب لتقديرات عوامل الخطر، كما يتناول بالنقاش العمل الجاري لتحسين مثل هذه التقديرات.

ويبين الشكل البياني ١-١٣ تفاصيل التداعيات العالمية لزيادة التوترات المالية، على أساس نماذج المحاكاة بحيث يتم استخدام نموذج عالمي للتوازن العام («نموذج الاقتصاد العالمي - بنك كندا المركزي» (BoC-GEM)).<sup>١٠</sup> ويتم عرض الصدمة المفترضة باعتبارها اتساع فروق العائد بمقدار ١٠٠ نقطة أساس إضافية في الولايات المتحدة وبمقدار أقل في غيرها من البلدان، إلى جانب ضياع الثقة الذي يترتب عليه انخفاض أسعار الأسهم بنسبة ١٠٪ إضافية. ونتيجة لذلك، يتباطأ الطلب المحلي الأمريكي مقارنة بالسيناريو الأساسي، فينخفض معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي انخفاضاً جديداً قدره نقطة مئوية واحدة على مدار السنة التالية، مع بقاء الآثار السالبة لمدة ثلاث سنوات. وسوف تكون النتيجة هي حدوث ركود أكثر عمقا في الولايات المتحدة بينما لا يتحقق التعافي لاحقاً إلا على أساس تدريجي، مع حدوث آثار مشابهة وإن كانت أقل حدة في البلدان الأخرى. وسوف يسفر تباطؤ النمو العالمي غالباً عن انخفاض أسعار السلع الأولية واتساع فجوات الناتج، مما سيخفف الضغوط المفروضة على التضخم ويفسح مجالاً أكبر أمام تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية.

### المخاطر المحيطة بالطلب المحلي في الاقتصادات المتقدمة

لا تزال مخاطر النتائج غير المتوقعة بالنسبة للطلب المحلي في الاقتصادات المتقدمة واضحة تماماً. ويقترن بالمخاطر المالية التي سبق مناقشتها خطر حدوث تصحيحات أكثر عمقا وأطول أمداً في سوق المساكن عما جاء في السيناريو الأساسي. وسوف يؤدي التدخل في المؤسسات التي تدعمها الحكومة وتنفيذ خطة شراء الأصول المتعثرة إلى تخفيف حدة المخاطر في السوق الأمريكية بعض الشيء وذلك من خلال تقديم تلميحات عن توافر التمويل العقاري والحد من مخاطر البيع البخس للعقارات المتعثرة في ظل تدهور السوق. وإضافة إلى ذلك، تتجه تقييمات المساكن الأمريكية نحو مواكبة الأساسيات الاقتصادية؛ ويشهد بناء الوحدات السكنية تراجعاً بالفعل إلى أدنى مستوياته المسجلة منذ ٤٠ عاماً؛ كما تتجه المخزونات نحو الانخفاض. غير أن الاحتمال الحقيقي القائم لا يزال متمثلاً في عدم بلوغ الأسعار والنشاط في سوق المساكن الأمريكية إلى مستوى القاع المرتقب في عام ٢٠٠٩، بل أنها ستتجاوز مستوياتها الحالية، في سياق استمرار ضعف مشاعر السوق. وفي أوروبا

الخصائر في نطاق واسع من الأصول في الولايات المتحدة وأوروبا. وعلاوة على ذلك، فإن الضغوط التمويلية ستظل قوية على الأرجح حتى استرجاع الثقة في الأطراف المقابلة.

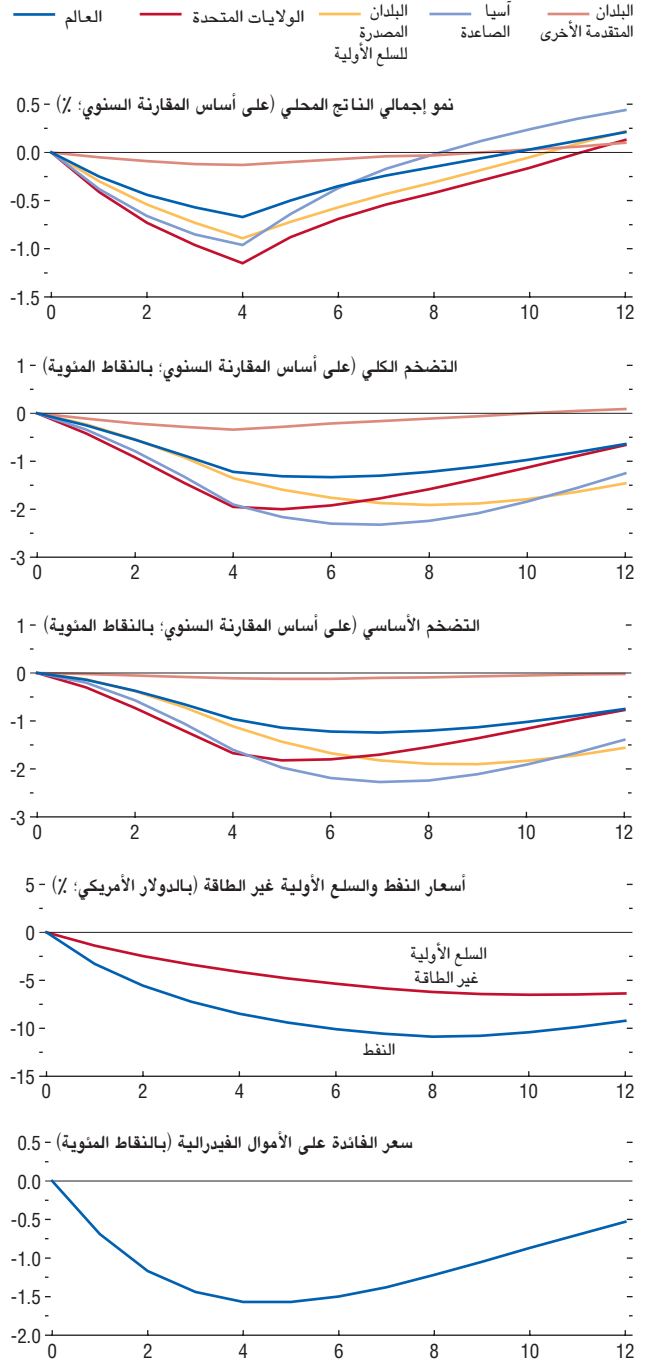
ومن مصادر القلق ذات الصلة أن تكون إجراءات خفض نسب الرفع المالي وإصلاح الميزانيات العمومية أكثر عمقا من المتوقع، الأمر الذي يوحي بإمكان زيادة القيود الائتمانية على النمو أكثر من المفترض في السيناريو الأساسي. وهنا يتعدى قياس حجم الزيادة في رؤوس الأموال المصرفية التي يتعين تحقيقها لكي تعتبرها الأسواق والجهات التنظيمية كافية. وفي واقع الأمر، يبدو أن أحداث الأسابيع الأخيرة ستسفر على الأرجح عن زيادة الضغوط الواقعة على البنوك للتعجيل بجهود خفض نسب الرفع المالي وتوخي الحرص الشديد عند تقديم قروض جديدة طالما ظل طابع التقلب الشديد هو الغالب على الأوضاع المالية. وإضافة إلى ذلك، لا تزال أجواء عدم اليقين الكثيفة تحيط بتوقعات تعبئة رؤوس الأموال، لا سيما في ظل الخسائر الكبيرة التي لحقت بأصحاب أسهم الملكية في عمليات التصفية الأخيرة ومع استمرار مشاعر الغموض المحيطة بتقييم الأصول. وفي السيناريو الأساسي، يواصل الائتمان النمو بدرجة معتدلة في الاقتصادات المتقدمة، على نحو يتسق مع التوقعات التي اشتمل عليها عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي (IMF, 2008b)، إلا أن عرض الائتمان سينخفض في ظل «سيناريو الضغط» الذي يأخذ في الحسبان الجهود الأكثر جرأة لخفض نسب الرفع المالي.

وقد أكدت الأحداث الأخيرة مدى تعرض الاقتصادات الصاعدة للمخاطر الناجمة عن الاضطرابات في الأسواق المالية المتقدمة. فمن شأن ازدياد حدة خفض الرفع المالي أو التوسع في تنفيذه في البنوك الأمريكية أو الأوروبية أو تزايد عزوف المستثمرين عن المخاطر أن يعجل بزيادة الحد من التدفقات المصرفية وتدفقات الحافظات الاستثمارية إلى الاقتصادات الصاعدة، بما يفرض ضغوطاً استثنائية على تلك الاقتصادات التي تعتبر عرضة للخطر، بما فيها تلك الاقتصادات ذات العجز الكبير في حساباتها الجارية، كما هو الحال في أوروبا الصاعدة، أو البلدان التي عانت من سرعة النمو الائتماني النابع من التدفقات الرأسمالية الكبيرة، كما هو الحال في روسيا وبلدان أخرى في دول الكومنولث المستقلة. وأي خفض إضافي في التدفقات المالية ستترتب عليه زيادة الضغوط على أوضاع الائتمان المحلي في وقت يتباطأ فيه النشاط الاقتصادي، مما سيؤدي إلى تزايد الضغط على جهات الوساطة المالية والمقترضين.

<sup>١٠</sup> نموذج الاقتصاد العام - بنك كندا المركزي (BoC-GEM) هو نسخة من نموذج الاقتصاد العام الذي أعده صندوق النقد الدولي تم إعدادها بالتعاون مع بنك كندا المركزي، وتتضمن نماذج للقطاعات النفطية وقطاعات السلع الأولية الأخرى.

## الشكل البياني ١-١٣: أثر الصدمة المالية على الاقتصاد العالمي

(الانحراف عن المتغير الضابط: أرباع السنة على المحور السيني)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي، استنادا لعمليات المحاكاة باستخدام نموذج الاقتصاد العالمي المشترك بين الصندوق وبنك كندا المركزي (BoC-GEM).

الغربية، يحيط الغموض بتوقعات سوق المساكن، وقد تتأثر الديناميكيات بفعل خفض الرفع المالي الذي يقيد المعروض من التمويل العقاري. وبالتالي، من المحتمل أن تزداد كثافة نوبات الهبوط القائمة، وتشهد مجموعة أكبر من البلدان مزيدا من تدهور أسعار المساكن، وانخفاضا حادا في الاستثمارات السكنية، وازدياد الضغوط على الميزانيات العمومية لقطاع الأسر.

وتشير التنبؤات إلى احتمال تجاوز الطلب المحلي مستواه المتوقع نظرا لإمكان صموده أكثر من المتوقع في وجه الضغوط الائتمانية. وبالرغم من فروق أسعار الفائدة على سندات الشركات اتسعت اتساعا حادا في الأسابيع الأخيرة، فإن الميزانيات العمومية لقطاع الشركات غير المالية تتسم بالسلامة بوجه عام — حيث تحسنت كثيرا عن السنوات الأولى من العقد الجاري — ومستويات الربحية مرتفعة. وفي منطقة اليورو، من المحتمل أن يكون الاستهلاك أقوى من المتوقع، في ظل استقرار أسعار النفط، ويرجع ذلك على وجه الخصوص لبقاء معدلات البطالة منخفضة انخفاضا استثنائيا ولأن الميزانيات العمومية لقطاع الأسر أقوى بالمقارنة مع الولايات المتحدة.

### المخاطر المحيطة بالطلب المحلي في الاقتصادات الصاعدة

تكتنف احتمالات الطلب المحلي المتوقعة في الاقتصادات الصاعدة مخاطر معاكسة كبيرة. ويتمثل مصدر القلق الرئيسي بالنسبة لهذه الاقتصادات في الأوضاع الخارجية — الانكشاف لمخاطر تباطؤ التجارة العالمية، وازدياد شدة أوضاع التمويل الخارجي، والصدمات المعاكسة في ميزان التبادل التجاري — وإن كان من الممكن أن يتأثر الطلب المحلي كذلك تأثرا عكسيا نتيجة تدهور الأوضاع في الأسواق المالية والتصحيحات في أسواق المساكن. فالبلدان التي سمحت بسهولة الحصول على التمويل الخارجي وتحقيق عائدات كبيرة مرتبطة بالسلع الأولية لتحقيق نمو سريع في الائتمان المحلي ونمو قوي في الإنفاق الحكومي، هي المهددة على وجه الخصوص بخطر «التوقف المفاجئ» في التدفقات الرأسمالية الداخلة والذي قد يترتب عليه أثر ضار بالأوضاع المالية المحلية ويوجه ضربة قوية للطلب المحلي. وفي المقابل، لا يزال بإمكان الطلب المحلي أن يمضي في اتجاه يفوق المستويات المتوقعة إلى حد يثير الدهشة، مثلما هو الحال في الصين على سبيل المثال، حيث تحركت الحكومة بسرعة لاستحداث تدابير لدعم النمو.

### مخاطر التضخم

انحسرت مخاطر التضخم بالمقارنة مع التوقعات الواردة في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد

المستقبلية. وتشير بيانات أسواق عقود الخيارات إلى أن المتعاملين في السوق يعملون حالياً في أجواء كثيفة على غير العادة من الغموض المحيط بالأسعار المستقبلية، حيث تتراوح نتائج التوقعات بين ٦٠ دولاراً للبرميل و١٦٥ دولاراً للبرميل في حدود فترة الثقة البالغة ٩٠٪ خلال الفترة الممتدة حتى نهاية ٢٠٠٨ (راجع الملحق ٣-١). ومن حيث الاحتمالات الإيجابية، فمن الممكن أن تواصل أسعار النفط انخفاضها، مما يتيح بعض الاستقرار للاقتصاد العالمي، رغم اقترانه على الأرجح بتباطؤ الطلب العالمي وليس بحدوث صدمة موجبة على جانب العرض، مع انخفاض أثر المضاعفات (راجع المناقشة الواردة في الإطار ١-١ من عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). وإزاء هذه الخلفية، فإن صدمات العرض الجديدة قد تدفع بأسعار النفط مجدداً نحو الارتفاع، في ظل استمرار نقص الطاقة الفائضة، مما يؤدي إلى إبقاء الضغوط على القوة الشرائية الاستهلاكية، خصوصاً في البلدان المستوردة للنفط، ويحد من مساعدات تخفيف أعباء التضخم الكلي الناجمة عن استقرار أسعار النفط المتضمنة في السيناريو الأساسي.

### المخاطر الناجمة عن الاختلالات العالمية

لا تزال الاختلالات العالمية تشكل مصدراً للقلق، حتى في ظل التحول في مصادر الخطر. وكان مصدر القلق الرئيسي فيما مضى يتمثل في احتمال زوال الاختلالات على نحو غير منظم مدفوعاً بالتحول غير المنتظم في رغبة المستثمرين في مواصلة تمويل العجز الكبير في الحساب الجاري الأمريكي وزيادة نسبة الأصول الأمريكية في المحافظ الاستثمارية لثرواتهم. وقد تراجعت هذه النوعية من المخاطر بعض الشيء حيث أدى تراجع سعر الدولار الأمريكي إلى زيادة اتساقها مع الأساسيات الاقتصادية متوسطة الأجل وانتقل عجز الحساب الجاري الأمريكي إلى مسار يمكن الاستمرار في تحمله (الشكل البياني ١-١٤)، اللوحة العلوية). وفي نفس الوقت، أدى تزايد أسعار النفط إلى تباطؤ إجراءات التصحيح حيث ازداد العجز النفطي الأمريكي، بينما لا يزال من المتوقع أن يمثل صافي الخصوم الأجنبية الأمريكية نسبة متزايدة من إجمالي الناتج المحلي العالمي (الشكل البياني ١-١٤، اللوحة الوسطى).<sup>١١</sup> وعلاوة على ذلك، فإن ضعف الثقة

العالمي، حيث تراجعت أسعار السلع الأولية وأسفر تباطؤ النمو عن خفض الضغوط على الطاقة الإنتاجية. وفي الاقتصادات المتقدمة، قد ينخفض التضخم الكلي بوتيرة أسرع من المتوقع، ليعود إلى المستويات المتماشية مع أهداف التضخم التي تحددها البنوك المركزية، مما سيفسح المجال أكثر أمام تيسير السياسة النقدية استجابة لتباطؤ النشاط. غير أن القلق ما زال قائماً من احتمال زيادة الأجور استجابة لتراجع القوة الشرائية من جراء ارتفاع أسعار الغذاء والوقود في حالة عدم تباطؤ النشاط كما هو متوقع، لا سيما في أوروبا الغربية، حيث لا تزال معدلات البطالة منخفضة حسب المعايير الأخيرة.

ولا تزال مخاطر التضخم واضحة في عدد من الاقتصادات النامية والصاعدة، وسط دلائل على انتشار ارتفاع أسعار السلع الأولية وتزايد الضغوط على أوضاع العرض المحلي لتصل على الطلبات على الأجور وتوقعات التضخم. ويسهم الانخفاض المعتدل لأسعار السلع الأولية منذ شهر يوليو الماضي في تخفيف قوة الزخم السعودي بعض الشيء، وإن كانت الضغوط الناجمة من هذا المصدر ستظل قائمة على الأرجح لبعض الوقت وذلك لأن زيادات الأسعار السابقة لم تنتقل بالكامل حتى الآن عبر قنوات العرض، خصوصاً بالنسبة للنفط، نظراً لأن بلداناً كثيرة حافظت على الأسعار أقل كثيراً من المستويات الدولية. ويتمثل القلق فيما قد يترتب على اختلال توقعات التضخم من اضطراب البنوك المركزية إلى تشديد سياساتها النقدية على نحو مفاجئ لكي تخلق «هبوطاً عنيفاً» في النشاط الاقتصادي — أي فترة من النمو دون الاتجاه العام — لاستعادة اتساق معدلات التضخم مع الأساسيات الاقتصادية. ووفقاً لما ورد في الفصل الثالث، سوف ترتفع تكلفة الناتج الناشئة عن استعادة السيطرة على التضخم، لا سيما في الاقتصادات التي تعاني من انخفاض مصداقية سياساتها المبدئية وتأخر استجابة السياسة النقدية (الشكلان البيانيان ٣-١٥ و ٣-١٦). ووفقاً لما ورد في الإطار ٣-١، من المؤكد أنه يتعذر تقدير «السرعة المسموح بها» بالنسبة للاقتصادات التي استطاعت أن تحقق معدلات نمو سريعة من خلال التكامل التجاري والمالي. ورغم أن استمرار تجمعات العمالة غير المستغلة كما ينبغي تشير إلى القدرة على تحقيق نمو قوي ودائم، فمن المحتمل أن يبدأ ظهور الاختناقات في مشاريع البنية التحتية وفي وفرة العمالة الماهرة.

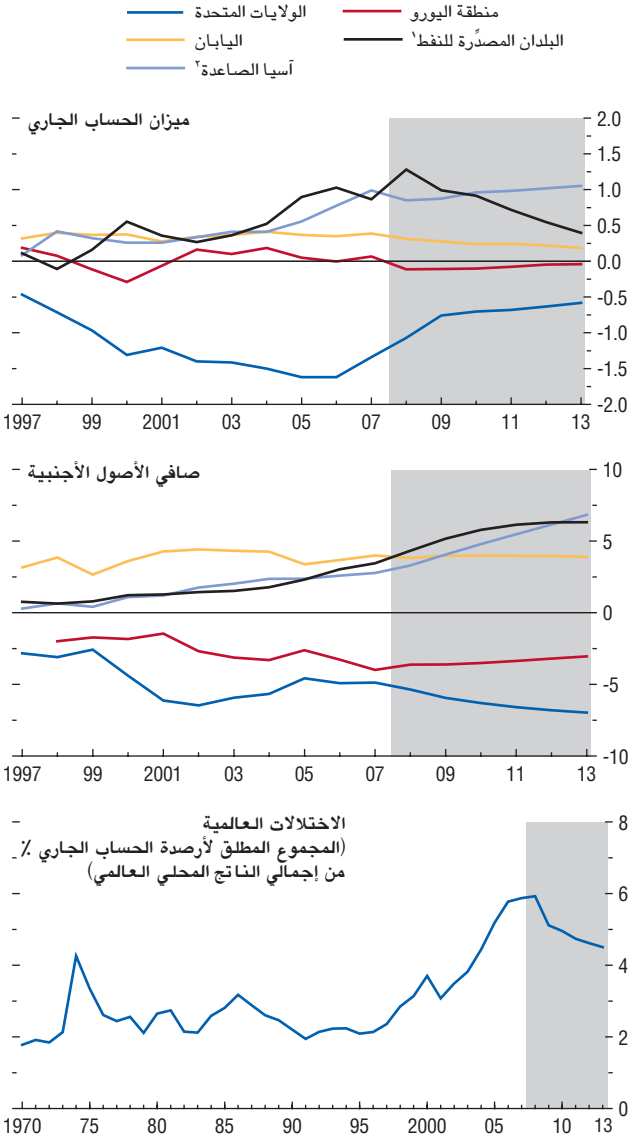
### المخاطر الناجمة عن أسعار النفط

نظراً لترجيح استمرار تقلبات أسعار النفط فإنها تشكل مصدراً مهماً للمخاطر المزدوجة المحيطة بالتوقعات

<sup>١١</sup> يتم إعداد التوقعات مع افتراض عدم تغير أسعار الصرف وأسعار الأصول. وفي واقع الأمر، أدى هبوط سعر الدولار الأمريكي والانخفاض النسبي في أسعار الأسهم الأمريكية إلى تحقيق مكاسب تقييم صافية في السنوات الأخيرة أفادت في موازنة تراكم تدفقات الخصوم الجديدة. راجع الإطار ٢-١ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

## الشكل البياني ١٤-١: موازين الحساب الجاري وصافي الأصول الأجنبية (من إجمالي الناتج المحلي العالمي)

انخفض عجز الحساب الجاري الأمريكي إلى حد ما في السنوات الأخيرة ومن المفترض أن يواصل التراجع في الأجل المتوسط، رغم احتمال الزيادة المستمرة في صافي الخصوم الأجنبية. وقد ازدادت فوائض البلدان المصدرة للنفط نتيجة الارتفاع المستمر لأسعار النفط الدولية، وعلى الرغم من توقعات انخفاض هذه الفوائض في وقت لاحق، فمن المفترض أن تتراكم مراكز صافي الأصول الأجنبية المتزايدة لدى البلدان المصدرة للنفط. وسوف تواصل آسيا الصاعدة تحقيق فوائض كبيرة في الحساب الجاري وتستمر في مراكمة صافي حيازات الأصول الأجنبية.



المصدر: دراسة Lane and Milesi-Ferretti (2006). وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ الجزائر وأنغولا وأذربيجان والبحرين وجمهورية الكونغو وإكوادور وغيينيا الاستوائية وغانون وجمهورية إيران الإسلامية والكويت وليبيا ونيجيريا والنرويج وعمان وقطر وروسيا والمملكة العربية السعودية والجمهورية العربية السورية وتركمانستان والإمارات العربية المتحدة وجمهورية فنزويلا البوليفارية والجمهورية اليمنية.  
 ٢ الصين ومنطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة التابعة للصين واندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية وتايلند.

في خصائص السيولة وعلاقة المخاطر بالعائد بالنسبة للأصول الأمريكية في أعقاب الأزمة المالية يعني أنه لا يمكن استبعاد خطر زوال الاختلالات غير المنظم. فالمتاعب الأخيرة التي تعرضت لها المؤسسات التي تضمها الحكومة — التي اشترى المستثمرون الأجانب قدرا كبيرا من أسهمها، وبالتالي قدموا حصة كبيرة من التمويل اللازم لتغطية عجز الحساب الجاري الأمريكي في السنوات الأخيرة — هي تذكيرة باستمرار مواطن الخطر في هذا المجال.

وفي نفس الوقت، برزت ثلاثة مسائل تدعو للقلق. وتتمثل المسألة الأولى في تركيز تصحيحات سعر الدولار في عدد من العملات التي تدار بطريقة مرنة بينما لا تزال بعض العملات الرئيسية الأخرى تدار بطريقة متشددة أو يتم ربطها بالدولار الأمريكي. ومن شأن هذا الوضع أن يخلق اختلالات جديدة مع مرور الوقت، في منطقة اليورو مثلا، التي أصبحت عملتها في الوقت الحالي مقومة بأكثر قليلا من قيمتها الصحيحة.

وتتمثل المسألة الثانية في أن الارتفاع المستمر لأسعار النفط الدولية قد يترتب عليه ازدياد الحاجة لإعادة تدوير الفوائض الكبيرة لدى البلدان المصدرة للنفط وبشكل منظم، نتيجة لرغبة هذه البلدان في ادخار جانب من إيراداتها الإضافية. وقد ارتفع الفائض الكلي السنوي المتوقع للبلدان المصدرة للنفط على مدار ٢٠٠٨-٢٠٠٩ حتى بلغ ١,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي، على الرغم من الزيادة السريعة في الطلب المحلي بهذه البلدان. وفي الوقت ذاته، لا تزال بلدان آسيا الصاعدة تحقق فوائض بلغت نحو ١٪ من إجمالي الناتج المحلي. وحتى الآن، تضي عملية إعادة تدوير هذه الأموال بسلاسة، ولا تزال استثمارات صناديق الثروة السيادية تقوم بدور ثمين في سبيل تحقيق الاستقرار وذلك بتوفير رؤوس الأموال للبنوك خلال الأزمة المالية. غير أن هناك مخاوف من أن يؤدي الاستثمار المستمر لهذه الفوائض الضخمة إلى ظهور مقاومة حمائية ضد تزايد الملكية الأجنبية. ومن المشاغل ذات الصلة أيضا أن تدفقات الاستثمارات الضخمة إلى الاقتصادات الصاعدة الأخرى، والمماثلة لإعادة تدوير البترودولار في السبعينات، يمكن أن تسهم في نمو السيولة المفرط وتزيد من احتمالات تعرض هذه الاقتصادات للمخاطر.<sup>١٢</sup>

<sup>١٢</sup> راجع الإطار ٢-٢ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي حول إعادة تدوير فوائض السلع الأساسية، والإطار ٦-١ في هذا العدد من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي حول دور «صناديق الثروة السيادية».

## التحديات التي تواجه الاقتصاد العالمي على مستوى السياسات

وتعد خطة حكومة الولايات المتحدة لشراء الأصول المتعثرة المرتبطة بالعقارات من البنوك بمثابة مبادرة جريئة تهدف إلى استرجاع السيولة للميزانيات العمومية، وزيادة الشفافية في تسعير الأصول المتعثرة، والحد من المخاوف حول زيادة الخسائر من عمليات التصفية التي تتم عن طريق البيع البخر. ورغم أن تفاصيل تنفيذ هذه الخطة لم تكن مؤكدة في وقت مثل هذا التقرير للطبع، فإن التحدي الرئيسي سيتمثل في تحقيق التوازن بين الحاجة إلى سرعة وفعالية التنفيذ مقابل الهدف الأطول أجلا والمتمثل في احتواء التكاليف الكلية التي تتحملها المالية العامة، بما في ذلك من خلال إنشاء آليات لضمان مشاركة الحكومة في المكاسب المحرزة عند تعافي البنوك. وسوف يكون من الضروري أيضا التأكد من سرعة إعادة بناء رؤوس الأموال المصرفية، لا سيما وأن مبيعات الأصول المتعثرة قد تحفز الاعتراف بخسائر إضافية. وقد تكون هناك حاجة للأموال العامة كي تساعد المؤسسات السليمة والقادرة على البقاء على الوفاء باحتياجاتها من رؤوس الأموال.

وسوف يكون من الضروري كذلك إيجاد حلول شاملة في أوروبا الغربية، حيث تتسم قضايا الأوضاع عبر الحدود بأهمية خاصة. وسوف يكون من شأن اتخاذ الإجراءات الملائمة على مستوى السياسات بمثابة عوامل تعزيز داعمة لتلك الإجراءات التي اتخذت في الولايات المتحدة. ويتعين أن تكون أهداف المناهج التعاونية في أوروبا منصبة على إعادة بناء الثقة عن طريق إعادة رسمة البنوك في الوقت المناسب، والتعامل مع الأصول المتعثرة، وحماية المودعين على نحو متسق. فالاتفاقيات التعاونية، كما يتضح من الأحداث الأخيرة، ضرورية لتسوية أوضاع المؤسسات الكبرى العابرة للحدود، مما يقتضي معالجة أوجه الضعف في إطار غدارة الأزمات عبر الحدود، بما في ذلك عن طريق التوسع أكثر في تبادل البيانات الرقابية. وسوف يكون من الضروري أيضا ضمان الاتساق في المناهج القائمة عند التوسع المؤقت في تأمين الودائع.

وإلى جانب هذه المهام العاجلة، سوف يتعين بذل الجهود الحثيثة لمعالجة مواطن الضعف الأساسية متعددة الجوانب في الأسواق المالية والتي كشفت عنها الاضطرابات المالية الحالية. وكما يوضح عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي (IMF, 2008b)، يتمثل الهدف المحوري في العمل على إكساب المؤسسات المنفردة درجة أكبر من الفعالية والصلابة في إدارة المخاطر، بما في ذلك وضع شروط أكثر إحكاما لرأس المال التنظيمي، والإصرار على إرساء ممارسات أفضل لإدارة السيولة، وتحسين

أما المسألة الثالثة فتتمثل في احتمال التعجيل بزيادة الحمائية التجارية في بعض الاقتصادات المتقدمة نتيجة استمرار العجز الكبير في موازينها التجارية واقتارانه بتزايد ضعف التوقعات المستقبلية للتوظيف. وتزداد حدة هذه المشاغل نتيجة حالة الجمود الأخيرة في جولة مفاوضات الدوحة حول التجارة متعددة الأطراف.

## التحديات التي تواجه الاقتصاد العالمي على مستوى السياسات

يواجه صانعو السياسات اليوم في جميع أنحاء العالم مهمة حتمية تتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية العالمية، مع العبور باقتصاداتهم سالمة من فترة الهبوط الاقتصادي العالمي وضيق أوضاع الائتمان والتأكد من احتواء الزيادة الأخيرة في معدلات التضخم. وبينما تعتبر هذه الأهداف بمثابة الأولويات المباشرة، فمن الضروري أيضا إحرار التقدم في معالجة عيوب السوق والعيوب التنظيمية التي أسهمت في التوترات الأخيرة. ويتعين الوصول بالأسواق والمؤسسات المالية إلى مسار أسلم، كما يتعين تعزيز استجابات العرض والطلب في أسواق السلع الأولية. ولا يزال الالتزام المستمر بالتكامل التجاري والمالي في الاقتصاد العالمي يشكل ركيزة أساسية لتوقعات النمو الأطول أجلا.

## تحقيق الاستقرار في أوضاع الأسواق المالية العالمية

يواجه صانعو السياسات التحدي الهائل المتمثل في التعامل مع الخطر المباشر الذي يهدد استقرار الأوضاع المالية، مع التمهيد كذلك لإعادة بناء ركيزة راسخة للوساطة المالية. وسوف يقتضي تنفيذ هذه المهمة الجسيمة إيجاد حلول شاملة تعالج المشكلات النظامية — أي انتشار الأصول المتعثرة غير السائلة؛ ونقص رؤوس الأموال؛ وانهيار ثقة الأطراف المقابلة — مع التعامل على وجه السرعة وبفعالية مع المشكلات الناشئة في المؤسسات المنفردة. وينبغي ضمان التنسيق الدولي بين المناهج القومية حتى يتسنى حل المشكلات المشتركة وتجنب إنشاء حوافز معاكسة عبر الحدود. وفي نفس الوقت، ومع الإقرار بالحاجة الملحة لاستعادة الاستقرار في النظام المالي، يتعين حماية مصالح دافعي الضرائب، والتأكد من أن التدخل الحكومي ليس غلا وقتيا، وتجنب مفاومة الخطر الأخلاقي قدر الإمكان.



والتي يرجح أن تكون أكثر فعالية من المناهج الفردية بسبب الترابط بين المؤسسات والأسواق المالية. وعلى وجه العموم، وجد صانعو السياسات صعوبة في مواكبة نظام مالي يتجه نحو العولمة من ناحية، ولكنه محكوم من ناحية أخرى بعدد كبير من الأطر القانونية والتنظيمية الوطنية. وعلى الرغم من أن الهيئات الدولية مثل منتدى الاستقرار المالي وبنك التسويات الدولية، فضلا على صندوق النقد الدولي، تقوم بدور حيوي في التخفيف من التوترات الناشئة بين القوى العالمية والوطنية، فلا بد من توفير إرادة سياسية أكبر للمضي قدما بجهود التعاون. وفي هذا الخصوص، تحظى الخطوات الأخيرة على هذا الدرب بالترحيب، بما في ذلك الاقتراحات المقدمة بشأن المؤسسات التعليمية المتخصصة في إعداد المراقبين لكبرى المؤسسات المالية العالمية.

### العبور بالاقتصادات سالمة من فترة يسودها التباطؤ العالمي

يسعى صانعو السياسات الاقتصادية الكلية إلى تحقيق التوازن بين دعم النشاط الاقتصادي في مواجهة فترة من هبوط النشاط العالمي وشدة عسر الأوضاع المالية وبين التأكد من أن التحول المستمر في الأسعار النسبية الذي تغلفه طفرة أسعار السلع الأولية لا يدفع نحو الارتفاع المتواصل في معدلات التضخم، على غرار ما حدث في السبعينات. وسوف يختلف موقف السياسات الملائم باختلاف البلدان، فهناك مبررات للتحول نحو مواقف السياسات الأكثر إيجابية في بعض الاقتصادات التي تشهد فترة ركود في الوقت الحالي نتيجة التوترات المالية، وهبوط أسواق المساكن، وتراجع معدلات التبادل التجاري. ومع ذلك، فإن تشديد السياسات لا يزال مطلوباً في عدد من البلدان التي تواصل النمو بوتيرة تتجاوز السرعة المسموح بها.

وبالانتقال أولاً لمناقشة أوضاع كبرى الاقتصادات المتقدمة، نجد أنه رغم التأثير المحدود لاستخدام السياسات الاقتصادية الكلية وحدها طالما بقيت الأسواق المالية تحت وطأة ضغوط كبيرة، فمن المفترض أن تكون إجراءات دعم الاقتصادات التي وصلت إلى حالة من الركود أو توسك على الوصول إليها بمثابة الجهود المكتملة لتحقيق الاستقرار في الأوضاع المالية، وبالتالي المساعدة في إنهاء دورات الآثار المرتدة السلبية بين أوضاع القطاعين الحقيقي والمالي.

الإفصاح عن مخاطر المعاملات المدرجة في الميزانية العمومية والمستبعدة منها. وهناك مهمة حيوية أخرى تتمثل في تحسين الأطر المستخدمة في تسوية الأزمات، بما في ذلك توضيح أدوار الهيئات الرسمية المختلفة، ودعم نظم التأمين على الودائع، والتأكد من توافر أدوات ملائمة للتدخل.

وكانت الإجراءات الطارئة التي اتخذت على مدار الشهر الستة الماضية لمعالجة انهيار كبرى مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية قد أكدت الحاجة إلى زيادة فعالية التنظيم وتوفير رؤوس الأموال المأمونة لجهات الوساطة المالية ذات التأثير على النظام المالي من خارج القطاع المصرفي التقليدي. وسوف يتعين إيجاد حل واضح ودائم للمؤسسات المضمونة من الحكومة كي يتصدى لمواطن الضعف النظامية المعروفة منذ فترة طويلة والناجمة عن حجم هذه المؤسسات وطبيعة المخاطر المحيطة بها وهيكل الحوكمة المختلطة فيها من القطاعين العام والخاص، فضلا على التعامل مع نقص رؤوس الأموال في الوقت الراهن. وسوف يتعين كذلك إعادة النظر في الهيكل التنظيمي وكفاية رأس المال المتاح للمؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى التي تقوم بدور مؤثر في النظام المالي في أسواق الأوراق المالية والمستقات.

وينبغي للاقتصادات الصاعدة أن تستقي الدروس أيضا من التوترات الأخيرة. وعلى الرغم من أن النظم المالية في عدد من الاقتصادات الصاعدة كانت أقل تعرضا للمشكلات الناشئة عن انتشار الائتمان المهيكل، فقد تضررت بشدة من جراء التحولات في التدفقات الرأسمالية في أعقاب الأزمة المالية. ومن ثم فإن الدروس الأساسية المتعلقة بأهمية الإدارة المؤثرة للمخاطر والشفافية والتخطيط للطوارئ والإدارة الفعالة للأزمات تكتسب أهمية خاصة بالنسبة لهذه البلدان أيضا.

وقد أظهرت الأحداث الأخيرة أن زيادة تنسيق المناهج عبر الحدود الوطنية ستكون بالغة الأهمية في العديد من هذه المجالات، نظرا لتزايد الاندماج الدولي بين المؤسسات والأسواق. أولا، هناك الاختلافات في الأطر القانونية والتنظيمية الوطنية التي تفتح المجال للمراجعة التنظيمية. وبينما يمكن لبعض هذه الاختلافات أن تشجع على التنافس الإيجابي والابتكار، فقد فاقت هذه المسألة حدودها. ثانيا، هناك الإخفاقات التنظيمية والرقابية، لا سيما في كبرى المراكز المالية، والتي لها آثار انتشارية كبيرة عبر الحدود. ثالثا، هناك المناهج التعاونية التي تهدف إلى إيجاد حل للصعوبات الناشئة في القطاع المالي

## التحديات التي تواجه الاقتصاد العالمي على مستوى السياسات

نحو المخاوف من تباطؤ النشاط الاقتصادي في ظل تدهور الأوضاع الخارجية وبداية تراجع التضخم الكلي. وسوف يبرر هذا التحول إنهاء دورة التشديد في السياسة النقدية، لا سيما في البلدان التي تعرضت معدلات التضخم فيها لآثار غير مباشرة محدودة من جراء أسعار السلع الأولية، كما أن التحول إلى تيسير السياسة النقدية سيكون مطلوباً إذا ما استمرت التوقعات في التراجع. وإضافة إلى ذلك، سوف يتعين على البلدان سرعة الاستجابة للتدفقات الرأسمالية الخارجة حتى تضمن وفرة السيولة لديها وتتعامل مع المشكلات الناشئة في المؤسسات الأضعف. ويتعين السماح لسعر الصرف باستيعاب بعض الضغوط الناشئة، وإن كانت الاحتياطات المتراكمة تفسح المجال أمام التدخل لتجنب الأوضاع السوقية غير المنظمة.

غير أن الضغوط التضخمية لا تزال مصدر قلق في بعض البلدان الأخرى، لا سيما في منطقة الشرق الأوسط ودول الكومنولث المستقلة، وإن كانت لا تقتصر عليها، وذلك في سياق ما تشهده من زيادات حادة في أسعار الغذاء واستمرار قوة النمو وتشديد القيود على العرض. ورغم أن تراجع أسعار السلع العالمية في الآونة الأخيرة قد يخفف من بعض الضغوط، فإن المكاسب التي تحققت على مستوى التضخم في السنوات الماضية أصبحت مهددة بالخطر فعلاً، فإذا ما تلاشت المصدقية ستكون إعادة بنائها عملية باهظة التكاليف ومطولة. ومن ثم قد يتعين على صانعي السياسات في عدد من البلدان زيادة تشديد أوضاع السياسات في بلدانهم.

وفي معظم الحالات، يتعين أن تقوم السياسة النقدية بدور ريادي في إدارة السياسة الاقتصادية الكلية، وإن كان ينبغي دعمها بسياسة مالية رشيدة، على أن تقتزن في بعض الحالات بالمرونة في إدارة سعر الصرف. وقد أفادت النظم المالية عموماً من استراتيجيات استهداف التضخم باعتبارها إطاراً مشجعاً على الاستجابة المبكرة للضغوط التضخمية الناشئة، إلى جانب دورها في إتاحة الاستجابة لتدهور الأوضاع الخارجية. غير أن البلدان التي تتبع نظم سعر الصرف محكمة التوجيه واجهت قدراً أكبر من الصعوبات. فالجهود الرامية إلى تشديد السياسة النقدية في مواجهة التضخم المتزايد تضعفها التدفقات الرأسمالية الداخلة التي تجذبها زيادة فروق أسعار الفائدة، مما يعزز نمو النقود والائتمان، الأمر الذي جعل العديد من البلدان، لا سيما في آسيا الصاعدة والشرق الأوسط، يواجه زيادات حادة في معدلات التضخم. ففي الصين، لجأت السلطات إلى استخدام تدابير إدارية واحترازية في محاولة للحد من النمو الائتماني، وإن كان السماح بزيادة مرونة سعر الصرف من شأنه إفساح مجال

• ففي الولايات المتحدة، تتسم أسس السياسة النقدية بالمرونة العالية، مما يوفر الدعم اللازم للاقتصاد لمواجهة الضغوط المالية الحادة والتصحيحات المستمرة في أوضاع سوق المساكن. وينبغي احتواء الضغوط السعوية الأساسية في ظل تزايد التباطؤ الاقتصادي، بما يفسح المجال أمام زيادة تيسير السياسات إذا كان مرجحاً للهبوط أن يزداد عمقاً، حتى وإن كانت فعاليته محدودة في ظل بقاء التوترات المالية. وعلى صعيد المالية العامة، وفرت مجموعة التدابير التنشيطية الدعم للاقتصاد في الوقت المناسب، وكانت الحاجة إلى تجنب حدوث أزمة نظامية بمثابة مبرر كاف للمبادرات الأخيرة الرامية إلى تحقيق الاستقرار في سوق المساكن. غير أنه بالنظر إلى التكلفة الباهظة التي قد تنطوي عليها هذه التدابير والحاجة إلى ضبط الأوضاع في الأجل المتوسط، فسوف يتعين اتخاذ تدابير تصحيحية في قطاعات أخرى من حسابات المالية العامة عندما تبدأ الأوضاع في العودة إلى سابق عهدها، وذلك لموازنة الإنفاق الإضافي مع مرور الوقت.

• وفي منطقة اليورو، تتسم الأوضاع النقدية بالتقييد البالغ، لا سيما بعد مراعاة الاتساع في فروق العائد الناجمة عن علاوات المخاطر. ومن المفترض أن يسهم التباطؤ السريع في النشاط الاقتصادي، والاتساع المستمر في فجوات الناتج، والتراجع الأخير في أسعار السلع الأولية في خفض معدلات التضخم إلى أقل من 2٪ مع نهاية 2009، مما يفسح المجال أمام تيسير السياسة النقدية. وبينما توفر سياسة المالية العامة الدعم للاقتصاد في منطقة اليورو من خلال أدوات الضبط التلقائي والتدابير الاستثنائية في بعض البلدان، يتعين استخدام الفرص الأخرى المحدودة لتيسير أوضاع المالية العامة والمتاحة من خلال «معاهدة الاستقرار والنمو» المعدلة وذلك لتركيز استخدام الموارد العامة في تحقيق الاستقرار للأوضاع المالية، حسب الضرورة.

• وفي اليابان، لا يزال موقف السياسة النقدية مواتياً ويفترض أن يظل كذلك في ظل تدهور الاقتصاد واحكام السيطرة على الضغوط السعوية الأساسية، مع استمرار معدلات التضخم باستثناء الغذاء والوقود أقرب إلى الصفر. وتبقى الأولوية بالنسبة لسياسة المالية العامة متمثلة في ضبط أوضاعها على المدى المتوسط، مما يوحى بضرورة تقليص حجم التدابير التنشيطية المالية المقررة في الوقت الراهن. وتتباين أولويات السياسة الاقتصادية الكلية إلى حد كبير فيما بين الاقتصادات الصاعدة والنامية المختلفة. ففي عدد متزايد من هذه البلدان، تحول ميزان المخاطر

أوسع أمام زيادة استقلالية السياسة النقدية ودعم الجهود الرامية إلى استعادة التوازن بين مصادر النمو الخارجية والداخلية.

ويتعين كذلك أن تقوم سياسة المالية العامة بدور داعم في إدارة الاقتصاد الكلي. فقد انخفض عجز المالية العامة عموماً في مختلف الاقتصادات الصاعدة والنامية خلال السنوات الأخيرة بفضل زيادة الإيرادات نتيجة سرعة النمو، إلا أن الإنفاق الحكومي ازداد بوتيرة سريعة في بلدان كثيرة، مما زاد من ضغوط الطلب. وسوف يتعين زيادة القيود على نمو الإنفاق، بما في ذلك زيادات الأجور في القطاع العام، بحيث تكون مكملة لزيادة تشديد السياسة النقدية بهدف مكافحة تزايد التضخم، الأمر الذي يتسم بأهمية خاصة في الاقتصادات التي تتمتع بنظم صرف مرنة. وفي سياق أي خطة إنفاق، فإن إعطاء أولوية أكبر للإنفاق على مشروعات البنية التحتية يمكن أن يسهم في التخفيف من اختناقات العرض، مما يشكل مصدر قلق بصفة خاصة في البلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط، التي تعاني بوضوح من فورة النشاط الاقتصادي والتي لا يسمح ربط عملاتها بالدولار الأمريكي إلا بقدر محدود من التشديد النقدي. كذلك ظلت بعض البلدان التي تعتمد نظم صرف محدودة المرونة أكثر انكشافاً للتدهور الحاد في التدفقات الرأسمالية الداخلة، وقد يلزم في هذا السياق مرة أخرى تشديد أوضاع المالية العامة للمساعدة على تحقيق الاستقرار في الأوضاع المالية.

وإزاء تراجع التوقعات الاقتصادية، هناك عدد من الاقتصادات الصاعدة لديه فرصة أكبر مما سبق لاستخدام سياسة المالية العامة كأداة لمواجهة التقلبات الدورية، لا سيما بإفساح المجال لأدوات الضبط التلقائي كي تعمل بحرية. غير النتائج التي خلص إليها الفصل الخامس من هذا التقرير تحذر من أن الدفعات التنشيطية المالية لن تكون فعالة — بل وقد تكون معاكسة — إلا إذا ترسخت مشاعر الثقة في إمكانية استمرار أوضاع المالية العامة في الأجل المتوسط وتم اتخاذ تدابير في الوقت الملائم موجهة لمستحقيها.

### تعزيز أطر السياسة الاقتصادية الكلية

إلى جانب هذه الاعتبارات الدورية العاجلة، أدت زيادة تعقيدات البيئة العالمية إلى إثارة تساؤلات حول أطر السياسات النقدية والمالية بصورة أعم. فهناك تساؤل حول وجود مبررات كافية لإجراء تعديلات على هذه الأطر بغية تحسين سماتها المتعلقة بتحقيق الاستقرار؟

فقد تعرض منهج استهداف التضخم لتحديات متمثلة في ضرورة التعامل مع سلسلة من الصدمات الكبيرة من جانب واحد في توقعات أسعار السلع الأولية. ومن الواضح أن التركيز الثابت على تدابير التوقعات التضخمية التي تستبعد أسعار الغذاء والوقود سوف تترتب عليه المخاطر، لأن مثل هذا المنهج يمكن أن يستوعب ارتفاع التضخم الكلي لعدة سنوات الأمر الذي قد ينتهي به إلى انتقال التداعيات إلى التوقعات وتشكيل الأجور. غير أن السماح في نفس الوقت للتضخم الكلي بالانحراف بعض الشيء عن الأهداف التضخمية يبدو بالمبرر الكافي للمساهمة في استيعاب حدوث تحول نسبي في الأسعار مع عدم تذبذب الأسعار بغير داع، رغم أن الانحرافات الكبيرة المستمرة قد تضعف مصداقية السياسات، كما يتضح من الفصل الثالث. ويؤكد هذا الأمر ضرورة التواصل بوضوح واعتماد منهج استشرافي، معد خصيصاً لتحمل العواقب المترتبة على الانحرافات المؤقتة عن الأهداف التضخمية، بشرط ثبات التوقعات بالقدر الكافي.

وهناك تساؤل يدور حالياً عما إذا كان هناك تحيز عالمي للتضخم في طريقة وضع السياسة النقدية، الأمر الذي يوحي بضرورة اعتماد مناهج منسقة أكثر عند وضع السياسات. والواقع أن صانعي السياسات غالباً ما يتعاملون مع أسعار السلع الأولية الدولية باعتبارها محددة خارجياً وأنها بالتالي لا تساهم في أثر الطلب المحلي على أسواق السلع الأولية العالمية، مما يؤدي إلى تفاقم قيود العرض العالمية. غير أن حجم المؤثر الخارجي يبدو على الأرجح ثانوياً في هذا المجال، حتى بالنسبة لكبرى البلدان المستهلكة للنفط، وليس من الواضح كيف يمكن أن يكون مؤثراً على المستوى الداخلي. ومن الناحية العملية، يبدو من المنطقي أن يواصل صانعو السياسات النقدية تركيزهم على الحد من التذبذبات في توقعات التضخم والنتائج الداخلية مع الاعتماد أكثر على الإجراءات المباشرة لتخفيف حدة الضغوط في أسواق السلع الأولية، على نحو ما سيرد ذكره لاحقاً. فإذا ما تحقق لهم هذا الأمر، سيكون بوسعهم المساهمة أيضاً في الحد من تقلبات الأسواق العالمية، بما في ذلك أسواق السلع الأولية.

والمسألة الثانية المثيرة للقلق أن البلدان التي تحكم توجيه أسعار عملاتها مقابل عملة بلد آخر تجد نفسها تستورد الأوضاع النقدية السائدة في هذا البلد الآخر، وهي أوضاع قد لا تتلاءم مع ظروفها. ويزداد التوتر بصفة خاصة في حالة البلدان التي تواجه صدمات كبيرة تحمل الإشارة المعاكسة. وبالتالي في الوقت الذي كانت

في آلية انتقال الآثار من السياسة النقدية إلى الاقتصاد حيث أدى التحول إلى سياسة التمويل القائم على قوى السوق إلى زيادة الطابع المسابر للاتجاهات الدورية في الرفع المالي (دراسة "Adrian and Shin, 2008").

ومن المناهج التكميلية في هذا المسار إدخال عنصر السلامة الاحترازية الكلية ضمن الإطار التنظيمي ليحقق التوازن مع الطابع المسابر للاتجاهات الدورية الذي تتسم به عملية توليد الائتمان. ومثل هذا المنهج "الاحترازي الكلي" يمكن أن ينطوي على زيادة الاهتمام التنظيمي بكيفية تأثير الحوافز والقيود المالية على سلوكيات خوض المخاطر طوال الدورة الائتمانية (دراسة Bernanke, 2008). وإضافة إلى ذلك، يمكن زيادة رأس المال الإلزامي وتشديد متطلبات رصد المخصصات أثناء التوسع الدوري وذلك للحد من خطر زعزعة الراج الائتماني كما يمكن مواكبتها للإصلاحات الرامية إلى تعزيز إدارة المخاطر في المؤسسات المنفردة. وسوف يتعين إعداد مثل هذه الإصلاحات في سياق أعم لعملية إصلاح شامل للمناهج التنظيمية التي نتناولها بالنقاش لاحقاً.

كذلك يتزايد الاهتمام في الوقت الحالي بأطر السياسات المالية العامة. وعلى غرار ما وردت مناقشته في الفصل الخامس، يمكن أن تقوم سياسة المالية العامة بدور مئثر مضاد للاتجاهات الدورية، شريطة أن يكون الدعم الذي تقدمه في حينه، ولا يضعف من استمرارية الأوضاع على المدى المتوسط، ويكون جيد التصميم لتعظيم الأثر المتحقق. وتوفر أدوات الضبط التلقائي الدعم الذي يحقق بصفة عامة أول معيارين على الأقل، ويمكن النظر في إجراء الإصلاحات، مثلاً في برامج شبكات الأمان الاجتماعي، والتي من شأنها زيادة التأثير المضاد للاتجاهات الدورية مع عدم تشويه الغرض الأساسي من السياسات الضريبية الحكومية وسياسات الإنفاق الحكومي. ومن الممكن أن تقوم السياسة الاستثنائية كذلك بدور مضاد للاتجاهات الدورية، ولكن تنفيذها في الوقت الملائم، وخصوصاً القدرة على إيقاف العمل بها، يمكن أن يمثل مشكلة أكبر. وقد يسهم "التحيز للعجز" في إضعاف مصداقية السياسات وبالتالي فعاليتها، كما يتضح في الفصل الخامس، وذلك عن طريق الأثر المحدود للدفعة التنشيطية المالية في البلدان ذات مستويات الدين المرتفعة. ولمعالجة هذه المسألة، يمكن النظر في اعتماد استجابة السياسات المضادة للاتجاهات الدورية المعتمدة على القواعد الثابتة، وبدعم من آليات حوكمة أكثر فعالية

الولايات المتحدة تقوم بتيسير سياستها النقدية كان العديد من البلدان التي تربط عملاتها بالدولار الأمريكي تحقق فوائض في حساباتها الجارية وتعمل بكامل طاقتها الإنتاجية أو أكثر. وسوف تستفيد هذه الأخيرة من زيادة تشديد الأوضاع النقدية ومن زيادة أسعار الصرف. غير أنه مع عدم وجود ترتيبات اتحاد عملة رسمي، ليس من المنطقي قيام البنك المركزي صاحب عملة الاحتياطي بتعديل سياسته النقدية لكي تعكس الأوضاع النقدية في بلدان أخرى اختارت أن تربط عملاتها بعملة الاحتياطي هذه. وعلاوة على ذلك، فإن مثل هذا التقييد سيسهم على الأرجح في رفع سعر الدولار وبالتالي لن ينفذ من حيث إعادة التوازن المحبذ في الحسابات الجارية. ورغم وجود اعتبارات كثيرة تتدخل في اختيار نظام سعر الصرف، فسوف تتحقق مزايا الاستقرار للبلدان التي لديها مؤسسات مالية متطورة بالقدر الكافي تسمح لها بالمضي قدماً مع مرور الوقت لاعتماد نظم صرف أكثر مرونة مما يسمح بقدر أكبر من السيطرة على الأوضاع النقدية الداخلية. ويتناول الإطار ٣-٣ هذه المسألة بمزيد من البحث.

وكانت الأحداث الأخيرة التي شهدتها أسواق المساكن والأسواق المالية قد جذبت الانتباه مجدداً للمستوى الذي يفترض أن تكون عليه استجابة السياسة النقدية لتحركات أسعار الأصول. فالبنوك المركزية التي تعتمد استراتيجيات لاستهداف التضخم تأخذ في حساباتها بالفعل تحركات أسعار الأصول لدرجة أنها تؤثر على توقعات ومخاطر الأسعار والنتائج في الأجل القريب. غير أن هناك ما يبعث على القلق، فقد يؤدي هذا الأمر إلى استجابات غير متسقة، فقد تؤدي الانخفاضات الحادة في أسعار الأصول إلى سرعة إرخاء السياسات، بينما قد لا تنشأ مقاومة كبيرة نتيجة تراكم أسعار الأصول على مدار فترة طويلة، شريطة بقاء التوقعات قصيرة الأجل في حدود المعقول. وقد أدى ذلك إلى ظهور مقترحات بالسير ضد اتجاه الريح أي ضد اتجاه تحركات أسعار الأصول، لا سيما عندما تكون سريعة أو يبدو أنها تسير بالأسعار في اتجاه شديد البعد عن أساسيات الاقتصاد (الفصل الثالث من عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي وتقرير بنك التسويات الدولية لعام ٢٠٠٨).

أما الحجج المضادة المعتادة فتتمثل في صعوبة معايرة مثل هذه السياسة وعدم وضوح ما إذا كانت السياسة النقدية في حد ذاتها قادرة على النجاح في تخفيف حدة دورات أسعار الأصول. غير أن البحوث الأخيرة تؤكد أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل كان لها دور متزايد الأهمية

### إدارة الاختلالات العالمية

وفقا لما سبق التأكيد عليه، هناك عدة جوانب لمسألة الاختلالات العالمية. فقد تم إحراز بعض التقدم نحو تخفيف حدة العجز الكبير في الحساب الجاري الأمريكي، وجاري تنفيذ تصحيحات أخرى، وذلك على الرغم من أن ارتفاع أسعار النفط تسبب في تباطؤ الإجراءات كما أدت مواطن الخطر المالية إلى زيادة مشاعر القلق. وتجدر الإشارة إلى أن الاستراتيجية متعددة الأطراف التي اعتمدها اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في عام ٢٠٠٥، ثم أسهبت في تفصيلها جولة المشاورات متعددة الأطراف المعنية بالاختلالات العالمية في عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧، لا تزال استراتيجية صالحة للتطبيق وإن كان تطبيقها يتطلب التزام المرونة (يعرض الإطار ١-٣ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي نظرة شاملة عن التقدم المحرز منذ جولة المشاورات متعددة الأطراف). ولا يزال ضبط أوضاع المالية العامة الأمريكية هدفا أساسيا على المدى المتوسط، ولكن مبررات تقديم الدفعة المالية التنشيطية المضادة للاتجاهات الدورية مؤخرا وإتاحة المساندة الحكومية لقطاع الإسكان والقطاع المالي كانت لتخفيف التباطؤ الحالي وتحقيق الاستقرار في الأسواق. ويتعين مواصلة التقدم نحو رفع سعر اليوان الصيني للإسهام في استراتيجية الصين الأشمل التي تهدف إلى تحويل مصادر النمو إلى الطلب الداخلي ورفع فعالية السياسة النقدية. وينبغي للبلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط إدخال تعديلات على خطط الإنفاق من الإيرادات النفطية بغية الحد من النشاط الاقتصادي المحموم، بما في ذلك اعتماد زيادات أقل طموحا في الإنفاق والتركيز بدرجة أكبر على تخفيف اختناقات العرض. أما منطقة اليورو واليابان، فعليها أن تضي قدمها في إصلاحات سوق المنتجات والعمل بهدف زيادة النمو الممكن في اقتصادات كل منها.

ولكن حتى مع تنفيذ مثل هذه الاستراتيجية، من المرجح أن تستمر اختلالات الحسابات الجارية العالمية على مستويات عالية لفترة طويلة، لا سيما مع تأثير تزايد أسعار النفط وقيود الطاقة الإنتاجية المتزايدة على فوائض الحسابات الجارية في البلدان المصدرة للنفط. وينبغي التأكد من أن هذه الاختلالات لا تضعف من الالتزام المستمر بالانفتاح التجاري والتدفقات الرأسمالية، والذي كان بمثابة الركيزة للنمو العالمي على مدى العقد الماضي. ومن التحديات الماثلة في هذا السياق ضمان ألا يؤدي استثمار هذه الموارد على أساس مأمون إلى تزايد مواطن التعرض للخطر في البلدان المستوردة لرؤوس الأموال. وقد شهد مؤخرا عدد من الاقتصادات الصاعدة — لا سيما

لزيادة التشديد على ضمان التوافق مع إمكانية استمرار أوضاع المالية العامة في الأجل الطويل. ومن شأن مثل هذا المنهج أن يعزز خصائص الاستقرار الكلي للسياسات الاقتصادية الكلية ويقلل من العبء على السياسة النقدية.

### تعزيز استجابات العرض والطلب في أسواق السلع الأولية

لا ينبغي السماح لتراجع أسعار السلع الأولية مؤخرا في مواجهة موجة التباطؤ العالمي أن يكون السبب في إضعاف جهود السياسات الرامية إلى تخفيف التوترات في أسواق السلع. وينبغي أن ينصب التركيز على السياسات التي تهدف إلى تحسين حساسية العرض والطلب، مع تجنب التدابير التي يمكن أن تؤدي إلى تفاقم ضيق الأسواق في الأجل القريب. وسيكون من الضروري العمل على انتقال آثار تغييرات الأسعار الدولية إلى الأسواق المحلية، مع ضمان إقامة شبكات للأمان الاجتماعي توجه لمستحقيها بما يكفل الحماية اللازمة للمجموعات منخفضة الدخل. وينبغي الاستمرار في إيقاف العمل بالسياسات غير المشجعة على التصدير بهدف دعم الأسواق المحلية. ورغم أن الاقتصادات المتقدمة تسمح عموما بانتقال آثار تغييرات أسعار السلع الأولية إلى أسواقها المحلية، فينبغي لها أن تتخذ الإجراءات الكفيلة بخفض معدلات استهلاكها من الطاقة والغذاء — معدلات استهلاك الفرد فيها أعلى كثيرا منها في الاقتصادات الصاعدة والنامية — وذلك بتعزيز جهود حفظ الطاقة (بوضع معايير للكفاءة في استخدام الوقود، على سبيل المثال، واتخاذ تدابير عن طريق الأسعار) وخفض الدعم على الوقود الحيوي.

وينبغي كذلك إعطاء أولوية لتقوية استجابة العرض لارتفاع الأسعار. ويمكن تشجيع الإنتاج الزراعي في الأسواق الصاعدة باتخاذ خطوات لإنشاء البنية التحتية المطلوبة للري والنقل، وضمان نقل التكنولوجيات الحديثة بفعالية أكبر بغية تحسين العائد في الاقتصادات النامية حتى يكون أكثر اتساقا مع العائد في الاقتصادات المتقدمة. وفي أسواق الطاقة، يمكن أن تؤدي زيادة توافر المعلومات المتعلقة بالموارد والمخزونات وخطط الاستثمار، ووجود أطر واضحة ومستقرة للاستثمار إلى ترسيخ الأساس الذي يقوم عليه تراكم الاستثمارات اللازمة في هذا القطاع على المدى الطويل. وأخيرا، فمن شأن تحرير نفاذ المنتجات الزراعية إلى أسواق الاقتصادات المتقدمة عن طريق اختتام جولة مفاوضات الدوحة بنجاح أن يؤدي إلى دعم الإطار طويل الأجل للتنمية الزراعية.

## الملحق ١-١: تقييم المخاطر المحيطة بالآفاق العالمية والإعلام عنها

المؤلفون الرئيسيون لهذا الملحق هم كيفين كلينتون وتوماس هيلبلينغ ودوغلاس لاكستون ونتاليا تاميريزا، وقدم المساعدة كل من جويغانغ شين وأيوان كارابنتشوف وأوندرام كامينيك.

على غرار كل التنبؤات، تخضع توقعات السيناريو الرئيسي، أو الأساسي، في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لقدرة كبير من عدم اليقين. ويناقش هذا الملحق المناهج التي لا تزال مستخدمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لتقييم وإبلاغ المخاطر المحيطة بتنبؤات آفاق الاقتصاد العالمي والتقارير الصادرة حول العمل الجاري لتعزيز تحليل المخاطر الاقتصادية الكلية.

وعلى خلفية هذه المسألة، من الضروري تفهم كيفية قيام خبراء الصندوق بإعداد التوقعات العالمية. فالإجراءات التي تستند إليها عملية إعداد تنبؤات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لا تقوم على نموذج رسمي واحد، وإنما هي مدفوعة بأراء المتخصصين الذين يقومون بإعداد التوقعات لفرادى البلدان والتي تقتزن، من خلال عملية متعددة المراحل تقوم على أساس مجموعة متنسقة من الافتراضات الأساسية، بتقييمات من فرق عمل تقوم بتغطية التطورات الاقتصادية والمالية العالمية. وتحظى هذه العملية بتأييد مجموعة من النماذج الاقتصادية الكلية ذات الخصوصيات القطرية والإقليمية ومتعددة البلدان. وهي تستند كذلك إلى المناقشات مع السلطات القطرية في سياق أعمال الرقابة الثنائية ومع المتعاملين في السوق والأكاديميين خلال بعثات الرقابة متعددة الجنسيات.

### الرسم المروحي

في غضون السنوات الأخيرة، وفي أعقاب التوصيات التي خلصت إليها دراسة "Timmermann (2006)"، استعرض خبراء صندوق النقد الدولي المخاطر المحيطة بتوقعات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي مستخدمين في ذلك رسماً مروحياً (راجع الشكل البياني ١-١٢). ويبين الرسم فترات الثقة التقديرية المحيطة بالسيناريو الأساسي لتنبؤات النمو العالمي، والتي تتسع مع امتداد أفق التنبؤات في المستقبل. وكانت المنهجية المستخدمة في إعداد الرسم المروحي مماثلة لتلك المنهجية التي وضعها أصلاً بنك إنجلترا المركزي (راجع دراسة Britton, Fisher, and Whitley, 1998). ومن المفترض أن نتائج النمو العالمي

في أوروبا الصاعدة وغيرها من البلدان أيضاً — عجوزات كبيرة في الحسابات الجارية امتدت لفترات طويلة وكانت واضحة تماماً بالمعايير التاريخية. ووفقاً لما ورد في الفصل السادس من هذا التقرير، فإن هذه التجربة يمكن فهمها إلى حد ما من حيث الفرص التي تنشأ عن التطوير المالي وتحرير الحساب الرأسمالي والتكامل الأوروبي. غير أن الدرس المفيد الذي يمكن استخلاصه من أزمة المديونية في أمريكا اللاتينية في أوائل الثمانينات بعد سنوات من تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة المرتبطة بالنفط هو أن مثل هذه النوبات يمكن أن تنتهي بتلقي الاقتصاد ضربة موجعة. وبالتالي يتعين على البلدان المتلقية للتدفقات الرأسمالية الداخلة أن تتوخى الحرص في التأكد من أن هذه التدفقات لا تؤدي إلى تراكم مواطن الخطر أو عدم الاتساق في الميزانيات العمومية، بما في ذلك عن طريق تعزيز الرقابة المالية ودعم المؤسسات المالية الوطنية وضمان تحقيق أوضاع اقتصادية كلية داعمة للنمو القابل للاستمرار.

وأخيراً، فمن الأهمية بمكان التأكد من أن الاختلالات الكبيرة في التدفقات التجارية لا تؤدي إلى تراكم التدابير الحمائية على الحساب الجاري أو الرأسمالي. وسوف يساعد كسر الجمود الراهن في مفاوضات الدوحة على تقوية النظام التجاري متعدد الأطراف. وفيما يتصل بالحساب الرأسمالي، فإن دور صناديق الثروة السيادية المتنامي كأدوات استثمارية هو بمثابة تطور حيوي في هذا الخصوص. وسوف تسهم مجموعة المبادئ والممارسات المتفق عليها مؤخراً لإرساء قواعد الحوكمة والاستثمار وإدارة المخاطر المتعلقة بصناديق الثروة السيادية («مبادئ سانتياغو») في إضفاء مزيد من الشفافية على مثل هذه التدفقات، ومن ثم ينتظر أن تسهم أيضاً في تهدئة المخاوف المحيطة بهذه الأنواع من الصناديق والتي يمكن أن تتسبب في فرض قيود تعود بنتائج عكسية على التدفقات الداخلة (راجع الإطار ١٣.١-٦). وعلاوة على ذلك، سوف تساعد الإرشادات التي تعكف على وضعها حالياً «منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي» (OECD) لصالح البلدان المتلقية في ضمان دخولها الأسواق على أساس من العدل والشفافية والانفتاح.

<sup>١٣</sup> راجع المطبوعة بعنوان: "The Generally Agreed Principles and Practices of Sovereign Wealth Funds" (تصدر قريباً، أكتوبر ٢٠٠٨).

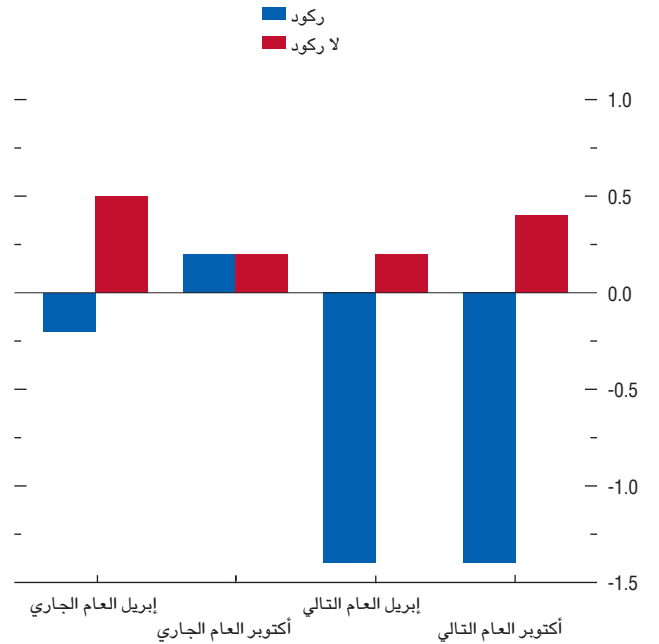
تتبع التوزيع "العادي المؤلف من جزأين" (two-piece-normal). ويظهر التنبؤ الرئيسي في الرسم باعتباره المنوال (mode)، أو النتيجة الأرجح، ويتم تحديد عرض المروحة حسب توزيع أخطاء التنبؤ السابقة. أما التواء التوزيع، أو الحجم النسبي لجزأي التوزيع العادي، فيمثل ميزان المخاطر المحيطة بالتنبؤ الرئيسي.

وينطوي إعداد الرسم المروحي على مجموعة متنوعة من التقديرات التجريبية حول مصادر الخطر المرجحة وحول كيفية تأثيرها على التطورات الاقتصادية الكلية. ويشتمل رسم عوامل المخاطرة، المكمل للرسم المروحي، على عرض لدور كل عامل من عوامل المخاطرة في إطار ميزان المخاطر الكلي للنمو العالمي. ويتم تحديد حجم الأثر الذي تخلفه عوامل المخاطرة الفردية باستخدام مجموعة النماذج الاقتصادية الكلية التي أعدها صندوق النقد الدولي بالإضافة إلى تقديرات خبراء الصندوق.

والمخاطر التي يتم تقديرها لا تكون في العادة متماثلة — ولكنها تكون مرجحة أكثر نحو جانب دون الآخر. ويوفر مجموع عوامل المخاطر مقياساً لميزان المخاطر، أو إلتواء توزيع الاحتمالات حول المنوال، والمعروف بأنه المسافة بين الوسط (متوسط النتيجة) والمنوال (النتيجة الأرجح). وعندما تكون المخاطر متماثلة، فإن متوسط كل الاحتمالات يكون بمثابة النتيجة الأرجح. غير أنه في حالة عدم توازن المخاطر، كأن تكون مائلة نحو الجانب السلبي، يكون الطرف الأيسر من منحنى التوزيع أطول، ويكون التنبؤ الوسط أدنى من المنوال، ويكون الالتواء سالباً. أما التوزيع الوسيط (أو النقطة التي تشطر توزيع التنبؤات إلى نصفين، حيث تكون الاحتمالات بنسبة ٥٠٪ على كلا الجانبين) فيقع بين المنوال والوسط.

وتعكس التوزيعات الملتوية آراء خبراء الصندوق حول المخاطر المحيطة بالتنبؤات. فقد يرى الخبراء زيادة احتمالات الانحراف عن مسار التنبؤات إلى اتجاه دون الآخر نتيجة عدد من الأسباب. أولاً، قد ينشأ تقدير المخاطر غير المتماثلة عن الإقرار بالتغيرات غير الخطية في الاقتصاد العالمي. على سبيل المثال، نجد أن قيود الطاقة الإنتاجية في سوق السلع وسوق العمل سوف تحد من الاحتمالات الإيجابية عند اقتراب الاقتصاد من العامل بطاقته الإنتاجية الكاملة. فالحد الصفري على أسعار الفائدة الاسمية، وآليات المعجل المالي التي تضاعف الصدمات في مختلف أنحاء النظام، والسلوك الجماعي في

الشكل البياني ١-١٥: أخطاء التنبؤ الوسيطة خلال فترات الركود والأوقات الأخرى، ٢٠٠٧-١٠٠١<sup>١</sup>



المصادر: قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> أخطاء التنبؤ معرفة بأنها الفرق بين النمو العالمي الفعلي تنبؤات النمو العالمي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وتحسب الأخطاء عن تنبؤات العام الجاري والعام التالي في أعداد إبريل وأكتوبر من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٧. ويشير خطأ التنبؤ السالب (الموجب) إلى أن القيمة الفعلية جاءت أدنى (أعلى) من التنبؤ، أي أن التنبؤ كان متحيزاً نحو الارتفاع (الانخفاض).

## الملحق ١-١: تقييم المخاطر المحيطة بالآفاق العالمية والإعلام عنها

الأسواق المالية يمكن أن تتسبب جميعها في حدوث آثار ارتجاعية متشعبة وغير متماثلة.

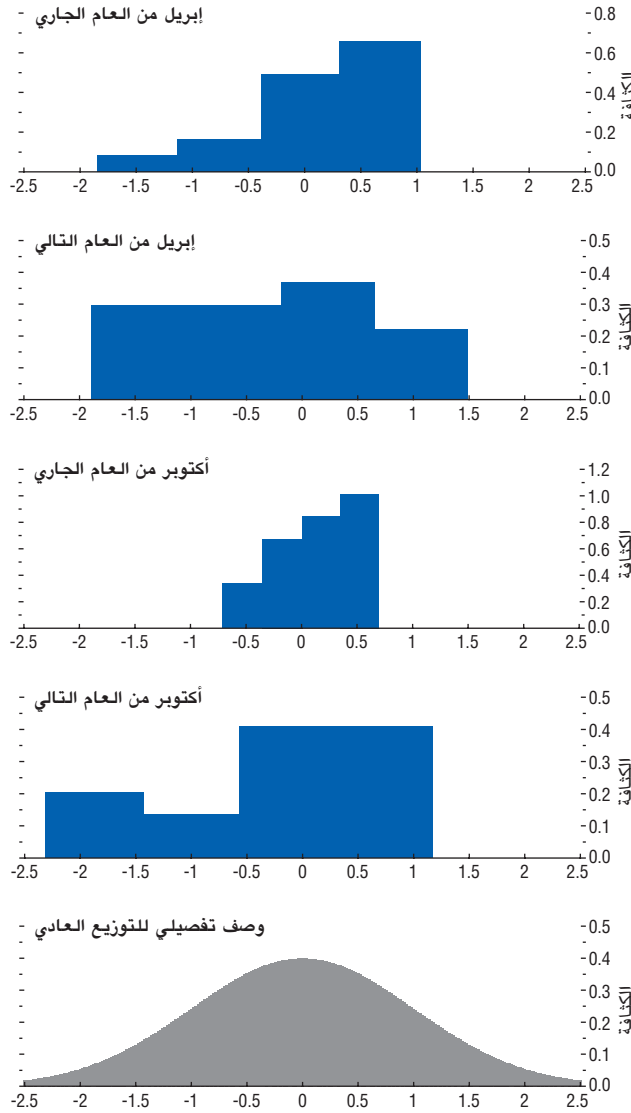
ويكمن السبب الثاني للتغيرات غير المتماثلة في إظهار المعلومات الجديدة المتلقاة، بعد «جمود» التنبؤات. فأسعار النفط، على سبيل المثال، قد تتحرك بعيدا جدا عن مسارها الافتراضي، أو قد تحدث تطورات مالية سريعة يصعب تقدير أثرها لكن قد يكون لها أثر كبير وغير متماثل، على غرار ما حدث في العام الماضي.

والسبب الثالث للتغيرات غير المتماثلة ينشأ من احتمال عدم التجانس بين تنبؤات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. ولا تقوم هذه التنبؤات على نموذج اقتصادي كلي متوافق داخليا وهي تفترض أن أسعار الفائدة وأسعار النفط متوافقة مع توقعات الأسواق وأسعار الصرف الحقيقية الثابتة، والتي قد تختلف عن تقدير خبراء الصندوق للآفاق الاقتصادية.

أما السبب الرابع فيتعلق باحتمال حدوث تحيز سلوكي منظم في السيناريو الأساسي لتنبؤات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. فمن خلال تحليل لأخطاء التنبؤ السابقة يتبين أن تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في الفترة من ١٩٩١-٢٠٠٧ كان يميل عموما نحو قصور تنبؤات النمو العالمي بعض الشيء بينما يميل نحو المغالاة في التنبؤات في السنوات التي تسبق فترات الركود العالمي مباشرة — والمعروفة بهبوط معدل النمو السنوي (على أساس الأوزان الترجيحية لتعادل القوى الشرائية) إلى أقل من ٣٪ (راجع الشكلين البيانيين ١-١٥ و ١-١٦). وقد يرجع هذا الأمر لصعوبة التنبؤ بوقوع «أحداث طرف المنحنى» (المعرفة بأنها النتائج المعاكسة التي تصل احتمالات حدوثها إلى ١٠٪)، كالأحداث المالية المؤثرة في النظام المالي أو نتائج الهبوط العنيف في النشاط الاقتصادي.

ورغم أن الرسم المروحي يوفر أداة توضيحية نافعة للإعلام عن المخاطر الكامنة في تنبؤات السيناريو الأساسي لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي، وأن المنهج الاستقرائي الذي يرتكز عليه هيكله يتسم بالمرونة الكافية بحيث ينطوي على مجموعة كبيرة من الاعتبارات المتشعبة، فإن هذه المنهجية تعاني من بعض الجوانب السلبية. فمصادر عدم اليقين غير رسمية إلى حد ما، نظرا لأنها لا تستند إلى نموذج رسمي للاقتصاد، وقد لا يكون التوزيع الفعلي لاحتمالات النتائج المختلفة عاديا. وإضافة إلى ذلك، فإن الانحراف المعياري للتوزيع والمستخدم في إعداد الرسم المروحي هو إنحراف ثابت ولا يتباين حسب حالة العالم.

الشكل البياني ١-١٦: المدرجات التكرارية لأخطاء التنبؤ، ١٩٩١-٢٠٠٧<sup>١</sup>



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> أخطاء التنبؤ معرفة بأنها الفرق بين النمو العالمي الفعلي لتنبؤات النمو العالمي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وتحسب الأخطاء عن تنبؤات العام الجاري والعام التالي في أعداد إبريل وأكتوبر من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٧. ويشير خطأ التنبؤ السالب (الموجب) إلى أن القيمة الفعلية جاءت أدنى (أعلى) من التنبؤ، أي أن التنبؤ كان متحيزا نحو الارتفاع (الانخفاض).



أما عوامل المخاطر المستخدمة في تحديد مدى عدم التماثل في التوزيع فهي غالباً غير رسمية، وهي في واقع الأمر موزعة وليست مستقلة. وبالتالي، نجد أن مخاطر التضخم تكون أكبر عند حدوث ارتفاع حاد ومفاجئ في أسعار النفط، بينما تعتمد المخاطر المحيطة بالطلب المحلي على تطور الأوضاع المالية. ووفقاً لما سبق مناقشته، فإن الرسم المروحي الذي يستند إلى توزيع عادي مؤلف من جزأين يمكن أن يقلل من شأن مخاطر أحداث طرف المنحنى، مثل فترات الركود العالمي.

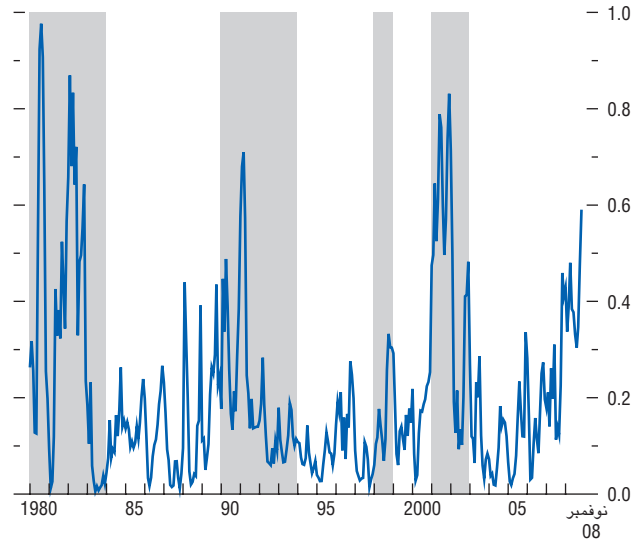
### منهج المؤشرات المبكرة

ثمة طريقة مكتملة لمنهج الرسم المروحي وتتمثل في قياس مخاطر الركود العالمي باستخدام منهج المؤشرات المبكرة.

والمؤشرات المبكرة هي متغيرات تسهم في التنبؤ باحتمالات حدوث نوبات الهبوط العالمي (فترات الركود) قبل ثلاثة إلى تسعة أشهر من حدوثها.<sup>١٤</sup> والمؤشر الملائم ينطوي على نقطة تحول منتظمة ومتسقة تسبق حدوث التغيير في النشاط العالمي. وقد استخدمت المؤشرات المبكرة منذ فترة طويلة في تحليل الدورة الاقتصادية (راجع على سبيل المثال دراسة "Zarnowitz, 1992"). على الرغم من أن الوصول إلى مؤشرات موثوقة لا يزال بالأمر الصعب على نحو مثير للدهشة.<sup>١٥</sup>

ويشير تحليل خبراء الصندوق إلى أن المؤشر الذي يتم إنشاؤه كمزيج من المتغيرات المالية والحقيقية الأمريكية وأسعار السلع الأولية الدورية يتمتع بخصائص المؤشرات المبكرة الواعدة. وتشتمل المتغيرات المالية على ميل هيكل آجال الاستحقاق (المعوض عنه بفرق العائد بين أسعار الفائدة على سندات الخزانة لمدة عشرة أعوام وثلاثة أشهر) وعائدات الأسهم (ستاندرد آند بورز ٥٠٠). أما المتغيرات الأخرى فهي الإنتاج الصناعي الأمريكي ومؤشر أسعار المعادن الصادر عن صندوق النقد الدولي. وبناء على البيانات المتاحة في سبتمبر ٢٠٠٨، فإن هذا المؤشر يفيد بارتفاع احتمالات حدوث ركود عالمي خلال الأشهر الثلاثة التالية بنسبة تناهز ٦٠٪، مقارنة بنسبة تقارب

الشكل البياني ١-١٧: احتمالات فترات الركود العالمي<sup>١</sup>



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ المساحات المظلمة تمثل فترات الركود العالمي.

<sup>١٤</sup> يستند تحديد تاريخ الدورة الاقتصادية للنشاط العالمي على سلسلة البيانات الشهرية للإنتاج الصناعي العالمي.  
<sup>١٥</sup> ومن مصادر الصعوبة الأخرى نقص السلاسل الزمنية الطويلة بالقدر الكافي بالنسبة للعديد من المؤشرات عالية التواتر ذات الصلة.

### فترات الثقة القائمة على النماذج الاقتصادية الكلية

يجري العمل حاليا في صندوق النقد الدولي لإعداد نموذج تقديري متعدد البلدان قادر على وضع تنبؤات السيناريو الأساسي والرسوم المروحية، مع كافة الافتراضات الرقمية — بما في ذلك توزيع الصدمات — على نحو واضح تماما.<sup>١٨</sup> ويستند هذا النموذج الجديد، «نموذج التوقعات العالمي» (Global Projection Model) إلى التقدم الكبير المحرز حتى الآن، بالعديد من البنوك المركزية، في تقدير مجموعة متكاملة من المعادلات التي تربط صدمات العرض والطلب في مختلف الأسواق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.<sup>١٩</sup> ومثل هذا النموذج ليس بوسعها إعداد تنبؤات مشتملة على التفاصيل القطرية الكاملة التي تعرضها تنبؤات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، ولكنه يتمتع بميزة زيادة الاتساق والوضوح بين الافتراضات والنتائج. ويمكن استخدامه كذلك لإنتاج تنبؤات شرطية لتحديد أثر الصدمات على واحد أو أكثر من المتغيرات.

وقد استند معظم هذا البحث حتى الآن على توزيعات الصدمات المتماثلة وعلى النماذج الخطية، مما سينتج عنه ظهور نطاقات ثقة متماثلة، إلا أن صندوق النقد الدولي لا يزال مستمرا في العمل على استحداث ثلاثة مصادر لانعدام التماثل، وهي: (١) الحد الأدنى للفائدة الصفرية؛ (٢) عملية مفاضلة الناتج والتضخم غير الخطية، حيث تكون صدمات الطلب المجمع لها انعكاسات أكبر على التضخم عند فورة النشاط الاقتصادي بالفعل أكثر منها عند مرور الاقتصاد بنوبة تباطؤ؛ (٣) أثر الضيق الائتماني على الاقتصاد الحقيقي، حيث قد لا يؤدي تيسير الأوضاع المالية إلى زيادة نسبة الإقراض كثيرا متجاوزة حدا معياريا معيناً (ولدى توافر الضمان الكافي لطمأنة المقرضين على سلامة قروضهم، فإن أي زيادة إضافية في قيمة الضمان قد لا تكون لها تأثير على سلوكيات هؤلاء المقرضين).

<sup>١٨</sup> راجع دراسة "Carabenciov and others" (تصدر قريبا) للاطلاع على وصف لنسخة أولية من نموذج التوقعات العالمي عن ثلاث مناطق مشتملا على نماذج للولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان. وسوف يستخدم نموذج التوقعات العالمي في الأجل القريب لاختبار السيناريوهات وتفحص الاتساق الكلي في تنبؤات السيناريو الأساسي التي أعدها اقتصاديو الصندوق المختصون ببلدان معينة تماما مثلما يستخدم مجلس محافظي الاحتياطي الفيدرالي النماذج الكلية لتفحص مدى اتساق تنبؤاته.  
<sup>١٩</sup> أمكن تحقيق هذا الأمر عن طريق إعداد ممارسات التقدير البيزي متممة بسهولة الاستخدام، والتي يجري استخدامها حاليا في مؤسسات صنع القرار والجهات الأكاديمية لتقدير النماذج الكلية — راجع دراسة "Laxton, Rose, and Scott" (تصدر قريبا).

٥٠٪ في أواخر العام الماضي.<sup>١٦</sup> ووفقا لما يتبين من الشكل البياني ١-١٧، نجد أن هذه المتغيرات قد تنبأت خلال الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٧ بحدوث فترات ركود عالمي سابقة تجاوزت احتمالاتها ٥٠٪ بدون أي إشارات كاذبة.<sup>١٧</sup>

ويتعين توخي الحذر في استخدام هذا المنهج، حيث تتباين قوة وتوقيت الإشارة باختلاف فترات الركود، الأمر الذي يتسق مع التجارب السابقة عموما مع المؤشرات المبكرة (راجع على سبيل المثال دراسة "Stock and Watson, 1989, 2003"). وإضافة إلى ذلك، فإن منهج المؤشرات المبكرة هو مؤشر إحصائي في الأساس ولا يقدم رؤية واضحة تماما عن الإجراءات المنشئة لنتائج معاكسة ولا عن كيفية تغير هذه النتائج مع مرور الوقت. ومن هذا المنطلق، لا يعتبر منهج المؤشرات المبكرة على المستوى الدولي، وإن كان بسيطا وحديسيا، هو الحل المناسب لكل الظروف في حالة تقدير المخاطر المحيطة بالنمو العالمي.

### تحليل السيناريوهات

هناك طريقة بديلة لمعالجة القضايا المشار إليها أعلاه وهي من خلال تكملة منهج تقدير المخاطر القائم على الآراء، وفق ما تبينه الرسوم الروحية، بتحليلات تستخدم نموذج متكامل للوضوح لتقدير أثر الصدمات على المتغيرات الرئيسية. ومن ثم، قدم الشكل البياني ١-١٥ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي توضيحا تفصيليا لأثر حدوث صدمة عميقة في القطاع المالي، وقدم الإطار ١-١ في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي توضيحا تفصيليا لأثار صدمات أسعار النفط والتي نشأت على التوالي من عوامل متعلقة بالطلب والعرض. وتعتبر إجراءات محاكاة النماذج مفيدة بصفة خاصة في اقتفاء أثر التفاعلات الديناميكية المتشعبة التي تحدث عندما تتسبب صدمة ما في إبعاد الاقتصاد عن مساره المتوقع سلفا. غير أن سيناريوهات المحاكاة، في حد ذاتها، لا يسترشد بها في توزيع المخاطر، مما يقتضي اشتغال النموذج على إطار احتمالي يضم تقديرات لتوزيع المخاطر ذات الصلة.

<sup>١٦</sup> على سبيل المقارنة، يفيد الرسم المروحي الآن بأن مخاطر الركود العالمي توشك أن تبلغ ٢٠٪.  
<sup>١٧</sup> الإشارة الزائفة هي التنبؤ بنسبة تتجاوز ٥٠٪ باحتمال حدوث ركود عالمي في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد العالمي توسعا.

ويعرض الشكل البياني ١-١٨ بعض فترات الثقة التوضيحية من هذه النسخة الشاملة من نموذج التوقعات العالمي. ٢٠ وتمثل خطوط المسار الرئيسية بين المراحل الحلول الأساسية التي يوفرها النموذج لمسار الاقتصاد المتوقع. وعلى عكس التنبؤات التقليدية، هذا التنبؤ غير تقليدي ويفترض أن كل الصدمات محددة عند الصفر، مع عدم وجود مدخلات قائمة على أساس التقديرات وهي المدخلات التي يتضح في العادة نفعها عند إنتاج تنبؤات قريبة الأجل. ٢١ وتمثل حدود المراحل فترات الثقة بنسبة ٩٠٪، والمستمدة من التوزيعات التاريخية للصدمات. أما فترات الثقة الأكبر والممثلة في اللوحة الرابعة فهي تقوم على وضع افتراض في نموذج التوقعات العالمي بأن صدمات أوضاع الائتمان تصبح أكبر عندما يزداد ضيق أوضاع الائتمان بصورة استثنائية. وتشير النطاقات الأوسع إلى أن زيادة عدم اليقين ستكون على الجانب السلبي بالنسبة لفجوة الناتج، والتضخم، وأسعار الفائدة قصيرة الأجل.

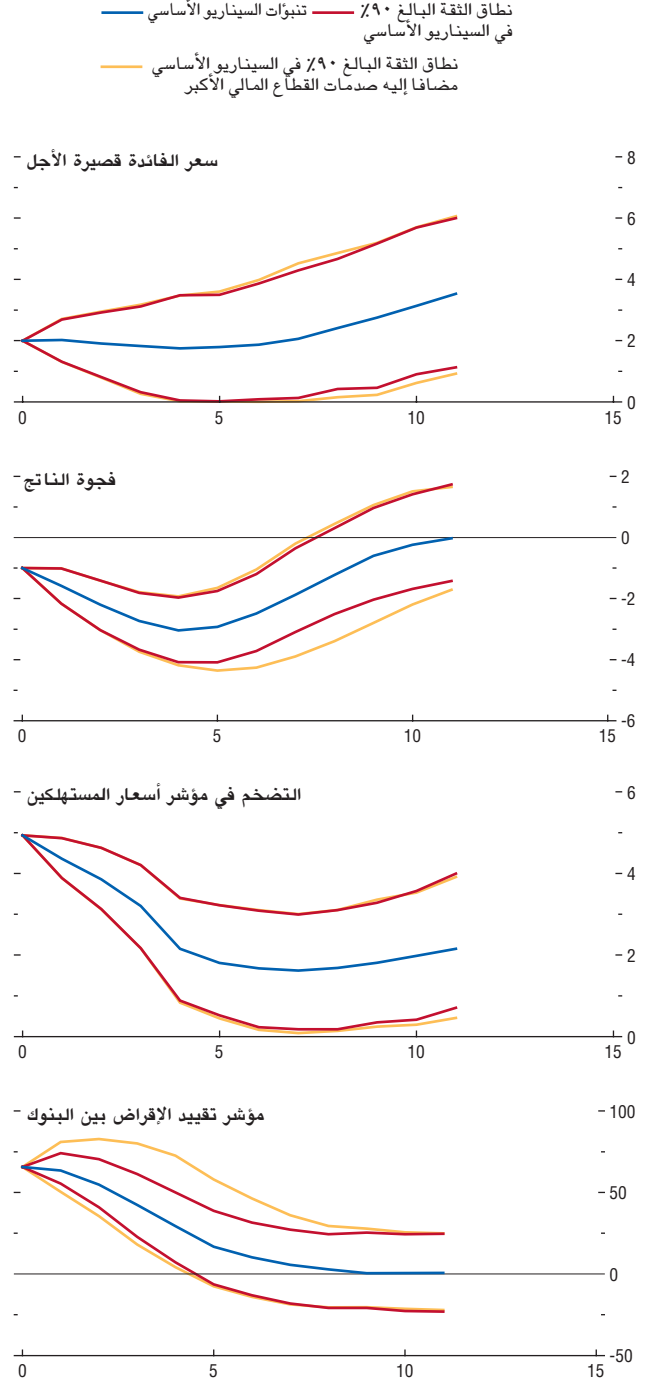
## المراجع

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Financial Intermediary Leverage and Value at Risk," Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Ahearne, Alan G., John Ammer, Brian M. Doyle, Linda S. Kole, and Robert F. Martin, 2005, "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study," International Finance Discussion Paper No. 841 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).

٢٠ راجع دراسة "Chen, Kamenik, and Laxton" (تصدر قريباً) للاطلاع على وصف للنموذج والمنهجية المستخدمين في إعداد الرسوم المروحية لنموذج التوقعات العالمي.

٢١ التوقعات الفعالة القائمة على النماذج والتي أعدت في مؤسسات صنع القرار غالباً ما تعتمد بشدة على التقديرات عند إعداد توقعات أول ربعين في السنة. وتقوم هذه التقديرات على زيادة كبيرة في المعلومات أكبر مما يمكن إيجازها في تنبؤات خالصة تنشأ من نموذج كلي — راجع دراسة "Laxton, Rose, and Scott" (تصدر قريباً).

الشكل البياني ١-١٨: وصف تفصيلي لفترات الثقة بنسبة ٩٠٪ على أساس نموذج التوقعات العالمية



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

- Bank for International Settlements (BIS), 2008, *78th Annual Report* (Basel).
- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).
- Benito, Andrew, 2007, "Housing Equity as a Buffer: Evidence from UK Households," Working Paper No. 324 (London: Bank of England).
- Bernanke, Ben S., 2008, "Reducing Systemic Risk," speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium on "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?" NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, "The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), pp. 30–37.
- Buiter, Willem H., 2008, "Lessons from the North Atlantic Financial Crisis," paper prepared for the Columbia Business School and Federal Reserve Bank of New York conference, "The Role of Money Markets," New York, May 29–30.
- Calomiris, Charles, Stanley D. Longhofer, and William Miles, 2008, "The Foreclosure-House Price Nexus: Lessons from the 2007–2008 Housing Turmoil," NBER Working Paper No. 14294 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, forthcoming, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cardarelli, Roberto, Tommaso Monacelli, Alessandro Rebucci, and Luca Sala, forthcoming, "Housing Finance, Housing Shocks, and the Business Cycle: Evidence from OECD Countries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Chen, H., K. Clinton, Ondrej Kamenik, and Douglas Laxton, forthcoming, "Constructing Forecast Confidence Bands with GPM," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, forthcoming, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc Laeven, 2008, "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market," IMF Working Paper 08/106 (Washington: International Monetary Fund).
- Deutsche Bank, 2008, "Housing Correction: U.S. Ahead of Europe," *Global Economic Perspectives*.
- Estevão, Marcello, and Natalia Barrera, forthcoming, "House Prices and Regional Cycles in the United States," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund). (A summary of this work is available as Chapter V in *United States: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/256 (Washington: International Monetary Fund). Available at [www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08256.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08256.pdf)).
- Estevão, Marcello, and Prakash Loungani, forthcoming, "Housing Markets and Labor Market Dynamics," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Hilbers, Paul, Alexander W. Hoffmaister, Angana Banerji, and Haiyan Shi, 2008, "House Price Developments in Europe: A Comparison," IMF Working Paper 08/211 (Washington: International Monetary Fund).
- Hodrick, Robert J., and Edward C. Prescott, 1997, "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29 (February), pp. 1–16.
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf) and [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf).
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, October).
- Klyuev, Vladimir, 2008, "What Goes Up Must Come Down? House Price Dynamics in the United States," IMF Working Paper 08/187 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, forthcoming, "Developing a Structured Forecasting and

- Policy Analysis System,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Muellbauer, John, 2008, “Housing, Credit and Consumer Expenditure,” CEPR Discussion Paper No. 6782 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2006, “Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals,” *OECD Economic Outlook*, No. 78 (December), pp. 123–54.
- , 2008, *OECD Economic Outlook*, No. 83 (June).
- Poterba, James, 1984, “Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99 (November), pp. 729–52.
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, “New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators,” in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 351–94.
- , 2003, “How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?” *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), pp. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, “An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts,” IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).
- Tsatsaronis, Kostas, and Haibin Zhu, 2004, “What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence,” *BIS Quarterly Review* (March), pp. 65–78.
- Vamvakidis, Athansios, 2008, “Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities,” IMF Working Paper 08/81 (Washington: International Monetary Fund).
- Warnock, Veronica Cacdac, and Francis E. Warnock, 2007, “Markets and Housing Finance,” NBER Working Paper No. 13081 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

## المنظورات القطرية والإقليمية

— رغم استمرار العجز في الحساب الجاري بنحو ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي بسبب طفرة أسعار النفط. وثانياً، ظلت أوضاع الشركات الأمريكية جيدة رغم تباطؤ النشاط الاقتصادي وتشديد الأوضاع الائتمانية حيث استفادت هذه الشركات من انخفاض مستوى الرفع المالي نسبياً، وارتفاع الأرباح، وقوة الطلب على الصادرات مما يفسر انخفاض نفقات الأعمال ومعدل التوظيف انخفاضاً طفيفاً حتى وقت قريب.

وحيث تبدو أرجحية الركود متزايدة في الوقت الحاضر، تدور التساؤلات الرئيسية التي تُطرح حول مدى عمق الركود، ومتى سيحدث التعافي وما مدى القوة التي سيكون عليها؟ وسوف تتمثل العناصر الرئيسية المحددة للآفاق قصيرة الأجل في فعالية المبادرات التي اتخذتها الحكومة مؤخراً لتحقيق الاستقرار في أوضاع الأسواق المالية وكذلك سلوك قطاع الأسر الأمريكية في مواجهة التوترات المتزايدة، وفي عمق دورة أسعار العقارات، ومدى ما تؤدي إليه المخاوف التضخمية من تقييد السياسة النقدية.

وفي مواجهة أزمة مالية تتسم بالتوسع السريع والخطورة المتزايدة، عملت السلطات على التعامل مع التهديدات الآنية التي تواجه استقرار النظام المالي واتخذت مبادرة رئيسية لشراء الأصول غير السائلة من البنوك — رغم أن تنظيم هذه العمليات سوف يستغرق وقتاً. ومتى تحقق ذلك، ينبغي أن تساعد هذه التدابير في تحقيق استقرار الأوضاع في السوق، ولكن سوف تكون عملية إصلاح الميزانية العمومية طويلة وشاقة. وسيستغرق الأمر وقتاً طويلاً قبل الوقوف على الخسائر بأكملها، وإعادة رسملة البنوك، وخفض التمويل بالديون، واكتساب ثقة السوق من جديد. ويؤثر تشديد أوضاع الائتمان المصرفي تأثيراً واضحاً على نمو القروض الجديدة، ويُرجح أن يظل توافر الائتمان ضمن حدود ضيقة طوال عام ٢٠٠٩. ومن المرجح أن يواجه قطاع الأسر الأثر الأكبر نظراً لتراجع ميزانياتها العمومية، ولكن يبدو أن ذلك سيكون له تأثير عكسي على الشركات أيضاً في ظل اهتزاز الأوضاع الراهنة في الأسواق المالية بصرف النظر عن الوضع الأقوى لميزانياتها العمومية وهوامش أرباحها التي لا تزال في حالة جيدة.

إزاء خلفية الآفاق المستقبلية العالمية التي تناولها الفصل الأول بالبحث، يناقش هذا الفصل كيفية تعامل البلدان الرئيسية والمناطق التي تشكل الاقتصاد العالمي مع التوترات المالية الحادة، وارتفاع أسعار السلع الأساسية والتباطؤ العالمي. ثم يستخلص الفصل دروساً على صعيد السياسات بغية إيجاد توازن مناسب بين الاستجابة لتراجع آفاق النمو قصيرة الأجل، واحتواء التضخم، وتعزيز آفاق النمو الأطول أجلاً<sup>١</sup>.

### الولايات المتحدة وكندا: التكهّن باحتمالات التباطؤ

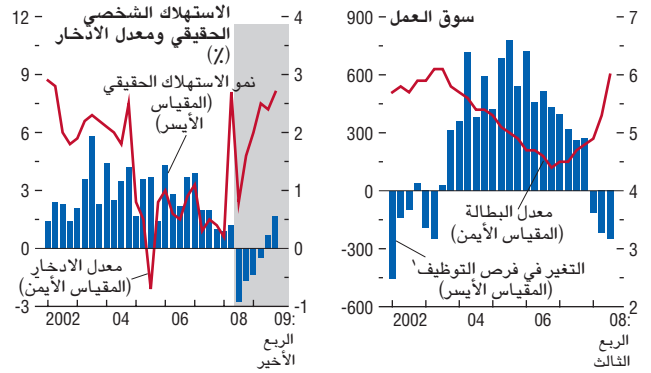
جاءت الولايات المتحدة في قلب العاصفة المالية العالمية العاتية التي تناولها الفصل الأول بالنقاش، ويشهد الاقتصاد الأمريكي في الوقت الراهن تباطؤاً سريعاً. وتشير آخر البيانات إلى ارتفاع إجمالي الناتج المحلي بمقدار ٢,٨٪ كمتوسط على أساس سنوي في الربع الثاني من العام، إذ أدت طفرة صافي الصادرات وشيكات الخصم الضريبي إلى زيادة الاستهلاك، كما أسهمت في تجاوز العبء الذي فرضته الاضطرابات المالية؛ واستمرار التصحيح في سوق المساكن، وارتفاع أسعار السلع الأولية. غير أنه بالنظر إلى ثلاثة أرباع السنة الأخيرة معاً، لم يزد متوسط وتيرة النمو على ١,٢٥٪، وذلك أدنى بكثير من المستوى الممكن. والأهم من ذلك، تشير البيانات المتاحة عن الربع الثالث إلى حدوث مزيد من التباطؤ بينما يتضح من المؤشرات الاستشرافية — مثل ثقة المستهلك ومجتمع الأعمال والأدلة المتراكمة على التأثير السلبي على الائتمان والناجم عن اضطرابات الأسواق المالية في الفترة الأخيرة — أن من المرجح أن يشهد الاقتصاد انكماشاً في الربع الحالي وحتى مطلع عام ٢٠٠٩.

ولا يزال تراجع الاستثمارات السكنية يمثل عبئاً كبيراً على الناتج منذ صيف عام ٢٠٠٧ (أدى إلى انخفاض النمو بنحو ٠,٧٥ نقطة مئوية)، فتقلصت المخزونات وتباطأ الاستهلاك. وفي المقابل كان هناك مصدران للصمود. أولاً، استمر الانتعاش في صافي الصادرات — فأضاف ١,٥٪ نقطة مئوية إلى النمو على مدار الفترة

<sup>١</sup> تحتوي تقارير «آفاق الاقتصاد الإقليمي» على مزيد من التحليل للمنظورات الإقليمية والقطرية.

## الشكل البياني ٢-١: الولايات المتحدة: التوترات التي تواجه قطاع الأسر

يواجه قطاع الأسر في الولايات المتحدة توترات متزايدة. فقد تمكن حتى الآن من الحفاظ على نمو محدود في النفقات، ولكن الأعباء الراهنة على النمو تشمل تراجع فرص التوظيف، وتشديد الأوضاع الائتمانية، وانخفاض صافي الثروة، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الوقود والغذاء. ومع هذا، تحسنت القدرة على تحمل تكلفة السكن وهناك إشارات على أن تقييم المساكن يقترب من الاتجاهات العامة التاريخية.

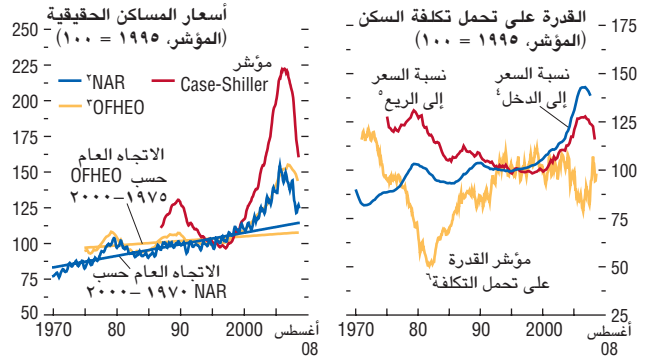
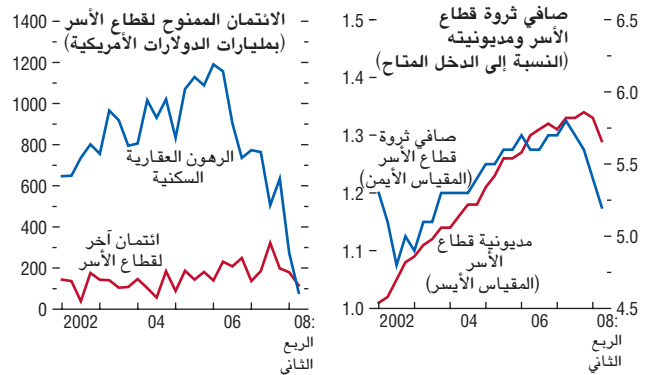


وفي حين استمر الاستهلاك في الارتفاع أثناء أرباع السنة الأخيرة، يعاني قطاع الأسر الأمريكي من توترات متزايدة على صعيد التدفق النقدي والميزانية العمومية. وقد تباطأ نمو الدخل مع تراجع فرص التوظيف منذ شهر يناير، وتقلص متوسط أسابيع العمل، وارتفاع معدل البطالة بنقطة مئوية كاملة، وشهدت الأجور ركوداً وظلت أسعار الغاز عالية (الشكل البياني ٢-١). وقد أسهم انخفاض أسعار المساكن وتراجع أسواق الأسهم في انخفاض صافي ثروة قطاع الأسر بواقع ١٠٪ كنسبة من إجمالي الناتج المحلي. فضلاً على ذلك، تم تشديد شروط الحصول على ائتمان بصورة ملحوظة، أبرزها القروض العقارية، غير أن ذلك شمل أيضاً مصادر أخرى لتمويل المستهلك.

ومن العناصر الأساسية في تنبؤات السيناريو الأساسي ظهور علامات أوضح على تراجع الاستهلاك. وتنبؤي التوقعات على تراجع الاستهلاك في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ مع انحسار الدفعة التنشيطية المستمدة من شيكات الخصم الضريبي في أوائل عام ٢٠٠٩. وسوف يتعافى تدريجياً بعد ذلك في الفترة المتبقية من العام يكبحه توتر التدفقات النقدية والحاجة إلى إعادة بناء المدخرات.

وترجع التوترات التي يشهدها قطاع الأسر جزئياً إلى التباطؤ الكبير المتواصل في سوق المساكن. ولم يسبق لانخفاض أسعار المساكن مثيل منذ فترة «الكساد العظيم» — فقد تراوح بين ٥٪ و١٧٪ في العام الماضي حسب المؤشر المستخدم. ونتيجة لذلك فهناك أكثر من ١٠ مليون أسرة مديونة على قروضها العقارية بما يفوق القيمة السوقية لمنازلها. كذلك تراجعت الأنشطة ذات الصلة بالمساكن — انخفض معدل بناء مساكن جديدة بمقدار ٦٠٪ عن مستوى الذروة الذي بلغه، وكان يتعين إجراء هذا التصحيح بعد مرور فترة من الإفراط، كما توجد الآن بعض الدلائل الأولية على الاستقرار، مثلما ورد في بيانات مبيعات المساكن الأخيرة، وذلك برغم أن ما يقرب من ثلث المبيعات في الوقت الحاضر يتم بهدف غلق الرهون مما يشير إلى وجود علامات ضعف وليس علامات قوة.

وتشير توقعات السيناريو الأساسي إلى وصول دورة المساكن إلى مستوى الاستقرار في عام ٢٠٠٩ بعد انقضاء أربعة أعوام من التصحيح. وتستند هذه التوقعات إلى زيادة تراجع أسعار المساكن بمقدار ١٠٪ بحلول نهاية العام وفقاً لتوقعات السوق (رغم ما تتسم به أسواق المعاملات الآجلة من ضعف شديد) الأمر الذي سيقرب الأسعار لتتماشى مع الأساسيات الاقتصادية. فضلاً على ذلك، وصلت نسبة الاستثمارات السكنية إلى إجمالي الناتج المحلي إلى أدنى



المصادر: دراسة (Davis, Lehnert, and Martin (2007) ومؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics) وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١) التغيير ربع السنوي في مجموع أجور غير المزارعين، بالآلاف.  
 ٢) الرابطة الوطنية للمساكنة العقارية (National Association of Realtors): متوسط متحرك لثلاثة أشهر للتغير ٪ على مدى اثني عشر شهراً.  
 ٣) المكتب الأمريكي للإشراف على مؤسسات الإسكان الاتحادية (Office of Federal Housing Enterprise Oversight).  
 ٤) نسبة مؤشر أسعار المساكن الصادر عن المكتب الأمريكي للإشراف على مؤسسات الإسكان الاتحادية إلى حصة الفرد من الدخل الشخصي المتاح.  
 ٥) معكوس نسبة الربع إلى السعر للرصيد الكلي من المساكن التي يقطنها مالكوها.  
 ٦) المؤشر يساوي ١٠٠: عندما يكون الدخل الوسيط للأسرة يؤهلها للحصول على رهن عقاري بنسبة ٨٠٪ لمسكن قائم ذي سعر وسطي من نوع مساكن الأسرة الواحدة، وإعادة الربط بمؤشر ١٩٩٥ = ١٠٠.

## أوروبا الغربية: مكافحة صدمات متعددة

الأرجح رغم أن فعاليته قد تكون محدودة في حالة استمرار التوترات المالية، وسوف يظل الاحتياطي الفيدرالي يقظا على صعيد التضخم. وسوف يتعين على السياسات في نهاية المطاف التحرك نحو اتخاذ موقف أكثر حيادية مع تسارع وتيرة التعافي الاقتصادي وتحسن الأوضاع المالية. وعلى صعيد المالية العامة، قدمت تدابير الدفعة المالية التنشيطية دعما في الوقت المناسب، ولكن هناك ارتفاعا حادا في عجز المالية العامة تشير التوقعات الحالية إلى أنه سيبلغ ٤,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩، وذلك أعلى معدل بين بلدان مجموعة السبعة، دون أن يسمح للأثر الكبير المحتمل للتدابير التي اتخذت مؤخرا بأن يحقق استقرار القطاع المالي وقطاع المساكن. وهناك حاجة إلى ضبط أوضاع المالية العامة في مواجهة ضغوط الإنفاق متوسطة الأجل والتحديات طويلة الأجل التي تفرضها العوامل الديمغرافية وارتفاع تكاليف الرعاية الطبية، مما يشير إلى الحاجة إلى اتخاذ تدابير الضبط في نواح أخرى متى استقر الوضع من أجل موازنة تكاليف دعم النظام المالي.

وفي كندا، شهد النشاط الاقتصادي تباطؤا حادا منذ منتصف عام ٢٠٠٧، ويتوقع انخفاض النمو من ٢,٧٪ في عام ٢٠٠٧ إلى ٠,٧٪ في عام ٢٠٠٨، وذلك قبل أن ينتعش ويبلغ ١,٢٪ في عام ٢٠٠٩. ورغم استفادة قطاعي البناء والطاقة من ارتفاع أسعار السلع الأولية، فقد واجه قطاع الصناعات التحويلية ضربة قوية بسبب ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للدولار الكندي الذي صاحبه تباطؤا في الاقتصاد الأمريكي. وظل التضخم بوجه عام مستندا إلى ركيزة ثابتة، ويعزى ذلك في جانب منه إلى ارتفاع سعر العملة. وقام بنك كندا بتخفيض أسعار الفائدة بواقع ١٥٠ نقطة أساس خلال الفترة بين ديسمبر ٢٠٠٧ وإبريل ٢٠٠٨، وظلت هذه الأسعار ثابتة منذ ذلك الحين. ورغم تسارع وتيرة التضخم في الفترة الأخيرة الذي بلغ ٣,٥٪، فقد ظل مستندا بوجه عام إلى ركيزة ثابتة ويرجع ذلك في جانب منه إلى ارتفاع قيمة العملة. وتمكنت البنوك عامة من مواجهة التوترات المالية بصورة جيدة وذلك بفضل التحفظ في التنظيم وانخفاض درجة الانكشاف للمنتجات المهيكلية، ولكن لا تزال المخاطر قائمة بالنظر إلى الروابط الاقتصادية والمالية القوية مع الولايات المتحدة.

## أوروبا الغربية: مكافحة صدمات متعددة

تعاني بلدان أوروبا الغربية حاليا من صدمات كبيرة نتج عنها تراجع النشاط الاقتصادي، لا سيما التوترات

مستوياتها في قرابة أربعين عاما، ويؤدي تراجع معدلات بناء مساكن جديدة إلى خفض مخزون المنازل الجديدة غير المباعة. وينبغي للتشريع الذي صدر مؤخرا أن يدعم تسهيل عملية إعادة تمويل القروض "المغرقة" بضمانات فيدرالية وأن يقدم ضمانات بأن مؤسستي "فاني ماي" و"فريدي ماك" اللتين ترعاهما الحكومة، وهما وراء قرابة ٨٠٪ من الإقراض العقاري الجديد في أرباع السنة الأخيرة، ستواصلان تمويل قطاع الإسكان.

وعلى صعيد التضخم، أدت أسعار الطاقة التي لا تزال عالية إلى رفع التضخم الكلي لنفقات الاستهلاك الشخصي إلى ٤,٦٪ في أغسطس ٢٠٠٨ (معدل اثني عشر شهرا)، بينما ارتفع التضخم الأساسي لنفقات الاستهلاك الشخصي إلى ٢,٦٪. ونظرا لتراجع أسعار النفط الدولية مؤخرا، من المرجح أن تبدأ الأرقام الكلية في الانخفاض، بينما ينبغي أن يؤدي كل من اتساع فجوة الناتج، والزيادات المحدودة في الأجور، وتساعد الإنتاجية إلى المساعدة في احتواء التضخم الأساسي.

وبعد حل هذه المعضلة، من المتوقع أن يتراجع النشاط الاقتصادي في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ والربع الأول من عام ٢٠٠٩ ثم يحقق استقرارا في الربع الثاني ليبدأ تدريجيا في التعافي. وعلى أساس التغير المقارن من سنة إلى أخرى، سوف يتراجع النمو من ٢٪ في عام ٢٠٠٧ إلى ١,٦٪ في عام ٢٠٠٨ و ٠,١٪ في عام ٢٠٠٩ (الجدول ٢-١). ولن يحقق الاقتصاد النمو المحتمل مجددا إلا في عام ٢٠١٠. وتكتنف هذه التنبؤات مخاطر قصور النتائج عن التوقعات. وتنشأ أبرز المخاوف من أن تؤدي الضائقة الائتمانية إلى فرض قيود أكبر على النشاط الاقتصادي، أي أنه يمكن لتصحيح أسعار المساكن أن يمتد حتى عام ٢٠١٠، وأن يثبّت استمرار الضغوط التضخمية لفترة أطول مما يؤدي إلى تضيق المساحة المتاحة أمام الاحتياطي الفيدرالي للتصرف. ويتمثل الاحتمال الرئيسي بتجاوز النتائج للمستوى المتوقع في قدرة الشركات في الولايات المتحدة على الحفاظ على أنماط الإنفاق الخاصة بها على نحو أفضل من المتوقع رغم التوترات المالية الموجودة، الأمر الذي سيقدم مساندة أكبر من المتوقع لدخل قطاع الأسر.

وفي حين تتمثل المهمة المباشرة لصانعي السياسات في تحقيق استقرار الأوضاع المالية، يجب عليهم ضمان توافر سياسات اقتصادية كلية مساندة على نحو ملائم، بما في ذلك الجهود من أجل احتواء دوائر الآثار المرتدة الاقتصادية الكلية/المالية السلبية. ويمكن أن يزداد تسهيل الموقف التيسيري الكبير للسياسة النقدية في الوقت الحاضر ملائمة إذا بدأ أن التباطؤ سيزداد عمقا على



الجدول ٢-١: الاقتصادات المتقدمة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين والبطالة (التغير السنوي % و % من القوى العاملة)

البطالة				أسعار المستهلكين				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	
٦,٥	٥,٧	٥,٤	٥,٧	٢,٠	٣,٦	٢,٢	٢,٤	٠,٥	١,٥	٢,٦	٣,٠	الاقتصادات المتقدمة
٦,٩	٥,٦	٤,٦	٤,٦	١,٨	٤,٢	٢,٩	٣,٢	٠,١	١,٦	٢,٠	٢,٨	الولايات المتحدة
٨,٣	٧,٦	٧,٤	٨,٧	١,٩	٣,٥	٢,١	٢,٢	٠,٢	١,٣	٢,٦	٢,٨	منطقة اليورو <sup>١</sup>
٨,٠	٧,٤	٨,٤	٩,٨	١,٤	٢,٩	٢,٣	١,٨	—	١,٨	٢,٥	٣,٠	ألمانيا
٨,٣	٧,٧	٨,٣	٩,٢	١,٦	٣,٤	١,٦	١,٩	٠,٢	٠,٨	٢,٢	٢,٢	فرنسا
٦,٦	٦,٧	٦,٢	٦,٨	١,٩	٣,٤	٢,٠	٢,٢	٠,٢-	٠,١-	١,٥	١,٨	إيطاليا
١٤,٧	١١,٢	٨,٣	٨,٥	٢,٦	٤,٥	٢,٨	٣,٦	٠,٢-	١,٤	٣,٧	٣,٩	إسبانيا
٢,٩	٢,٨	٣,٢	٣,٩	٢,٦	٢,٩	١,٦	١,٧	١,٠	٢,٣	٣,٥	٣,٤	هولندا
٨,٦	٧,١	٧,٥	٨,٣	٢,٨	٤,٦	١,٨	٢,٣	٠,٢	١,٤	٢,٨	٢,٩	بلجيكا
٤,٤	٤,٢	٤,٤	٤,٨	٢,٣	٣,٥	٢,٢	١,٧	٠,٨	٢,٠	٣,١	٣,٤	النمسا
٦,٢	٦,٢	٦,٨	٧,٧	٢,٥	٣,٩	١,٦	١,٣	١,٦	٢,٥	٤,٥	٤,٩	فنلندا
٨,٣	٧,٧	٨,٣	٨,٩	٣,١	٤,٤	٣,٠	٣,٣	٢,٠	٣,٢	٤,٠	٤,٢	اليونان
٧,٨	٧,٦	٨,٠	٧,٧	٢,٠	٣,٢	٢,٤	٣,٠	٠,١	٠,٦	١,٩	١,٤	البرتغال
٧,٠	٥,٧	٤,٥	٤,٤	٢,٤	٣,٥	٢,٩	٢,٧	٠,٦-	١,٨-	٦,٠	٥,٧	آيرلندا
٤,٨	٤,٤	٤,٤	٤,٤	١,٨	٣,٧	٢,٩	٢,٧	١,٨	٢,٣	٤,٥	٦,١	لكسمبرغ
٥,٠	٤,٨	٤,٨	٥,٩	٣,٣	٥,٩	٣,٦	٢,٥	٣,٧	٤,٣	٦,١	٥,٧	سلوفينيا
٣,٩	٣,٩	٣,٩	٤,٦	٣,٥	٤,٦	٢,٢	٢,٢	٢,٨	٣,٤	٤,٤	٤,٠	قبرص
٧,٠	٦,٥	٦,٤	٧,٣	٢,٢	٣,٧	٠,٧	٢,٦	٢,٣	٢,٨	٣,٧	٣,١	مالطة
٤,٥	٤,١	٣,٨	٤,١	٠,٩	١,٦	—	٠,٣	٠,٥	٠,٧	٢,١	٢,٤	اليابان
٦,٠	٥,٤	٥,٤	٥,٤	٢,٩	٣,٨	٢,٣	٢,٣	٠,١-	١,٠	٣,٠	٢,٨	المملكة المتحدة <sup>١</sup>
٦,٣	٦,٢	٦,٠	٦,٣	٢,١	٢,٥	٢,١	٢,٠	١,٢	٠,٧	٢,٧	٣,١	كندا
٣,٠	٣,١	٣,٣	٣,٥	٤,٠	٤,٨	٢,٥	٢,٢	٣,٥	٤,١	٥,٠	٥,١	كوريا
٤,٨	٤,٣	٤,٤	٤,٨	٣,٦	٤,٦	٢,٣	٣,٥	٢,٢	٢,٥	٤,٢	٢,٧	أستراليا
٤,١	٣,٩	٣,٩	٣,٩	٢,٥	٤,٢	١,٨	٠,٦	٢,٥	٣,٨	٥,٧	٤,٩	مقاطعة تايوان الصينية
٧,١	٦,٦	٦,١	٧,٠	٢,٨	٣,٤	١,٧	١,٥	١,٤	١,٢	٢,٧	٤,١	السويد
٢,٨	٢,٦	٢,٥	٣,٠	١,٥	٢,٦	٠,٧	١,٠	٠,٧	١,٧	٣,٣	٣,٤	سويسرا
٣,٦	٣,٥	٤,١	٤,٨	٤,٣	٤,٨	٢,٠	٢,٠	٣,٥	٤,١	٦,٤	٧,٠	منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة
٢,٦	١,٨	٢,٨	٣,٩	٢,٨	٣,٤	١,٧	١,٩	٠,٥	١,٠	١,٧	٣,٩	الدانمرك
٣,٠	٢,٥	٢,٥	٣,٤	٢,٧	٣,٢	٠,٨	٢,٣	١,٢	٢,٥	٣,٧	٢,٥	الزويج
٦,٢	٦,٠	٧,٣	٨,٤	٣,٣	٤,٨	٠,٥	٢,١	٢,٨	٤,٣	٥,٤	٥,٢	إسرائيل
٢,٢	٢,١	٢,١	٢,٧	٣,٣	٦,٥	٢,١	١,٠	٣,٥	٣,٦	٧,٧	٨,٢	سنغافورة
٤,٣	٤,٠	٣,٦	٣,٨	٣,٨	٤,٢	٢,٤	٣,٤	١,٥	٠,٧	٣,٢	١,٩	نيوزيلندا <sup>٢</sup>
٣,٩	٢,٢	١,٠	١,٣	١١,٢	١٢,١	٥,٠	٦,٨	٣,١-	٠,٣	٤,٩	٤,٤	آيسلندا
												للتذكيرة
٦,٦	٥,٨	٥,٥	٥,٨	١,٧	٣,٥	٢,٢	٢,٤	٠,١	١,٢	٢,٢	٢,٧	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٣,٣	٣,٣	٣,٤	٣,٧	٣,٥	٤,٨	٢,٢	١,٦	٣,٢	٤,٠	٥,٦	٥,٦	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة

<sup>١</sup> استناداً إلى المؤشر المنسق لأسعار المستهلكين، الصادر عن المكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي.  
<sup>٢</sup> أسعار المستهلكين باستثناء مكونات أسعار الفائدة.

تشديد الأوضاع المالية<sup>٢</sup> فقد ارتفعت أسعار النفط بنحو ٤٠٪ على أساس اليورو مقارنة بعام ٢٠٠٧، وأدى هذا الارتفاع الذي صاحبه حدوث طفرة في أسعار الغذاء إلى تقليص نمو الاستهلاك الذي يعاني بالفعل من الركود. وإذا تساوت جميع العوامل الأخرى، تنطوي القواعد المعيارية البسيطة على حدوث خسائر واسعة النطاق في الناتج تبلغ حوالي ٣/٢٪ من إجمالي الناتج المحلي لمنطقة

المالية غير العادية. وقد توقف نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في منطقة اليورو بعد أن شهد انتعاشاً في الربع الأول من العام. وكان النمو قد تراجع بالفعل تراجعاً ملحوظاً في البلدان الأخرى أثناء الربع الأول، بما في ذلك المملكة المتحدة ومعظم بلدان الشمال الأوروبي، ويتبين في الوقت الحاضر من المؤشرات عند هذا المنعطف أن هناك كثيراً من البلدان إما على شفا الركود أو هي بالفعل في ركود.

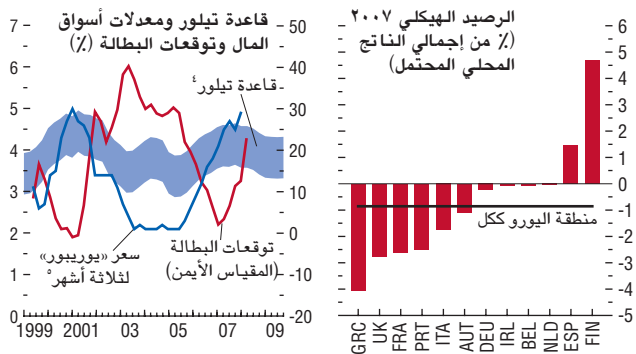
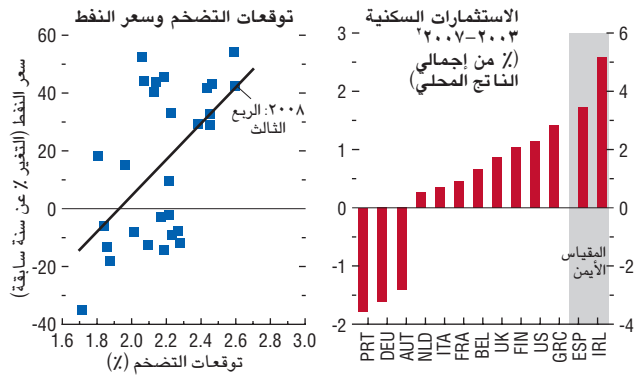
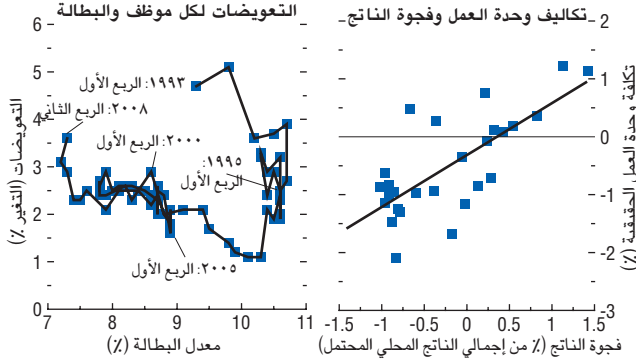
ويشهد النمو الاقتصادي تباطؤاً بسبب عدد من العوامل، الأمر الذي كان يُعزى في البداية إلى ارتفاع أسعار النفط بصفة أساسية ولكنه يرجع الآن بصورة متزايدة إلى

<sup>٢</sup> راجع أيضا العدد القادم من تقرير «آفاق الاقتصاد الإقليمي: أوروبا» الذي يناقش بمزيد من التفصيل انعكاسات صدمات أسعار السلع الأولية على أوروبا والاضطرابات المالية الحالية.

## أوروبا الغربية: مكافحة صدمات متعددة

### الشكل البياني ٢-٢: أوروبا الغربية: تباطؤ الطلب وتضخم التضخم

رغم ارتفاع التضخم الكلي، لا تزال الأجور تحت السيطرة بوجه عام، وينبغي أن يؤدي تباطؤ النشاط الاقتصادي والمخاوف من تزايد البطالة إلى الحد من المطالبة برفع الأجور. وفي منطقة اليورو، تميز الأوضاع النقدية إلى التشنج بالمقاييس التاريخية في الفترة الأخيرة، ولا يوجد لدى البلدان سوى حيز محدود لإعطاء دفعة تنشيطية من المالية العامة على أساس استصوابي كي لا تخطى حدود العجز المقررة في معاهدة ماستريخت بمقدار ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي.



المصادر: البنك المركزي الأوروبي؛ والمفوضية الأوروبية؛ والمكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي؛ ومؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics)؛ وقاعدة بيانات تومسون داتا ستريم (Thomson Datastream)؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ تشير البيانات إلى منطقة اليورو، ما لم يُذكر خلاف ذلك.  
 ٢ الانحراف عن متوسط السنوات ١٩٩٣-٢٠٠٢.  
 ٣ PRT: البرتغال، DEU: ألمانيا، AUT: النمسا، NLD: هولندا، ITA: إيطاليا، FRA: فرنسا، BEL: بلجيكا، UK: المملكة المتحدة، FIN: فنلندا، US: الولايات المتحدة، GRC: اليونان، ESP: إسبانيا، IRL: أيرلندا.  
 ٤ تعطي المعادلة وزناً متساوياً (٠.٥) للانحراف التضخم المحقق للتعادل عن هدف التضخم وفجوة الناتج؛ ويحدد النطاق الأدنى على أساس معدل طبيعي يساوي ٣.٥٪؛ ويحدد النطاق الأعلى على أساس معدل طبيعي يساوي ٤.٥٪.  
 ٥ سعر البيع بين البنوك في منطقة اليورو

اليورو، وتراجع هذه النسبة في البلدان المنتجة للنفط كالمملكة المتحدة والنرويج. ورغم ارتفاع أسعار النفط سبعة أضعاف خلال الفترة الممتدة من ١٩٩٩-٢٠٠٨، ظلت استجابة الأجور ضعيفة بوجه عام، وذلك بخلاف ما حدث أثناء السبعينات، ويُعزى ذلك إلى الإصلاحات الهيكلية وتحسن أطر السياسات. وينبغي لهذه العوامل أن تساعد في احتواء الأجور في العام المقبل إذ تقترن بسرعة تراجع النشاط الاقتصادي وتضخم مخاوف البطالة (الشكل البياني ٢-٢). ومن ثم، فبينما وصل التضخم الكلي مؤخراً إلى نطاق يتراوح بين ٣-٤٪ في كثير من البلدان، كان التضخم الأساسي في منطقة اليورو والمملكة المتحدة بوجه عام أقل من ٢٪ (ما عدا الغذاء والطاقة)<sup>٣</sup>. وظلت التوقعات التضخمية عامة مرتكزة على أسس ثابتة رغم أن ذلك كان بدرجة أقل إلى حد ما في المملكة المتحدة مقارنة بمنطقة اليورو.

وبينما يؤدي الارتفاع الحاد في أسعار النفط والغذاء إلى تقويض الدخول الحقيقية المتاحة، تشهد الأوضاع المالية تضييقاً سريعاً. وتكافح البنوك الأوروبية في مواجهة مجموعة من الصدمات المعاكسة. وقد تعرضت لخسائر على حيازاتها من الأصول ذات الصلة بالقروض العقارية الأمريكية وشهدت تراجعاً في جودة الائتمان ككل منذ عام ٢٠٠٧. والمخاوف التي ركزت في البداية على السيولة أصبحت تؤثر أيضاً على الملاءة. وتراجعت الثقة في القطاع بينما تكافح البنوك التي تعتمد كثيراً على الرفع المالي للحفاظ على التمويل في مواجهة مخاوف الدائنين المتصاعدة بشأن مخاطر الميزانية العمومية. وسوف يلزم رفع نسب أسهم رأس المال إلى الأصول والتي يتعين تحقيقه إلى حد كبير من خلال خفض الإقراض نتيجة لتراجع أسعار أسهم البنوك. ومن المرجح أن تكون عملية خفض القروض التمويلية طويلة وشاقة بما في ذلك خروج بعض المؤسسات من السوق، وقد قامت البنوك بالفعل بتشديد معايير الإقراض إلى مستويات أعلى بكثير من مستويات ما قبل وقوع الاضطرابات.

وترزح الأسر والشركات العاملة في العقارات تحت أعباء تنامي الديون، لا سيما في بلدان مثل أيرلندا وإسبانيا والمملكة المتحدة حيث يسود ربط القروض

<sup>٣</sup> ارتفع تضخم أسعار الغذاء وفق مؤشر أسعار المستهلك في منطقة اليورو من نحو ٢٪ في منتصف عام ٢٠٠٧ إلى ٦.٢٪ في أغسطس ٢٠٠٨، فأصبح بمقدار ٠.٨ نقطة مئوية من معدل التضخم الكلي في لمؤشر أسعار المستهلك الذي بلغ ٣.٨٪ في يونيو. وبلغت مساهمة قطاع الطاقة ١.١ نقطة مئوية. ويؤدي ارتفاع أسعار الغذاء بصورة رئيسية إلى إعادة توزيع الدخل داخل أوروبا الغربية ومن ثم تنخفض آثاره المباشرة كثيراً على النمو الاقتصادي مقارنة بالارتفاع في أسعار النفط (راجع الفصل الثالث).

الجدول ٢-٢ الاقتصادات المتقدمة: مراكز الحساب الجاري

(% من إجمالي الناتج المحلي)

٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	
٠,٦-	١,٠-	٠,٩-	١,٣-	الاقتصادات المتقدمة
٣,٣-	٤,٦-	٥,٣-	٦,٠-	الولايات المتحدة
٠,٤-	٠,٥-	٠,٢	٠,٣	منطقة اليورو <sup>١</sup>
٦,٨	٧,٣	٧,٦	٦,١	ألمانيا
٢,٧-	٢,٨-	١,٢-	٠,٧-	فرنسا
٢,٤-	٢,٨-	٢,٥-	٢,٦-	إيطاليا
٧,٧-	١٠,١-	١٠,١-	٨,٩-	إسبانيا
٥,١	٥,٦	٦,٨	٨,٢	هولندا
١,١-	—	٢,١	٢,٧	بلجيكا
٢,٤	٢,٨	٣,٢	٢,٤	النمسا
٢,٩	٣,٤	٤,٦	٤,٦	فنلندا
١٤,١-	١٤,٠-	١٤,١-	١١,١-	اليونان
١٢,٧-	١٢,٠-	٩,٨-	١٠,١-	البرتغال
٤,٤-	٥,٠-	٥,٤-	٣,٦-	أيرلندا
٨,٢	٨,٦	٩,٩	١٠,٥	لكسمبرغ
٤,٧-	٤,٧-	٤,٩-	٢,٨-	سلوفينيا
٧,٨-	٩,٧-	٩,٧-	٥,٩-	قبرص
٦,٤-	٧,٧-	٥,٤-	٨,٢-	مالطة
٣,٧	٤,٠	٤,٨	٣,٩	اليابان
٣,٤-	٣,٦-	٣,٨-	٣,٤-	المملكة المتحدة
—	٠,٩	٠,٩	١,٤	كندا
٠,٧-	١,٣-	٠,٦	٠,٦	كوريا
٤,٣-	٤,٩-	٦,٢-	٥,٣-	أستراليا
٦,٥	٧,٨	٨,٦	٧,٢	مقاطعة تايوان الصينية
٥,٨	٦,٤	٨,٥	٨,٥	السويد
٨,٧	٩,٣	١٦,٦	١٤,٧	سويسرا
١٠,٣	١١,٧	١٣,٥	١٢,١	منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة
١,٨	١,٣	١,١	٢,٩	الدانمرك
١٨,٠	١٩,١	١٥,٤	١٧,٣	النرويج
٠,٥	٠,٤	٣,٢	٥,٩	إسرائيل
١٧,٠	١٩,٢	٢٤,٣	٢١,٨	سنغافورة
٨,١-	٩,٣-	٨,٢-	٨,٧-	نيوزيلندا
١٣,٧-	١٨,٢-	١٤,٦-	٢٥,٤-	آيسلندا
٠,٩-	١,٣-	١,٥-	٢,٠-	للذكورة
٠,٥-	٠,٥-	٠,٣	—	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٤,٣	٤,٧	٦,٢	٥,٣	منطقة اليورو <sup>٢</sup>
				الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة

<sup>١</sup> محسوبة على أساس مجموع أرصدة فرايدي البلدان في منطقة اليورو.  
<sup>٢</sup> مصححا لمراعاة تفاوت البيانات المبلغة عن المعاملات داخل المنطقة.

وفي ظل هذه البيئة المليئة بالتحديات، حاولت البنوك المركزية تخفيف الضغوط على السيولة، بما في ذلك من خلال توفير السيولة بالدولار الأمريكي، وتدخل عدد من الحكومات (مثل حكومة بلجيكا وفرنسا وألمانيا ولكسمبرغ وهولندا والمملكة المتحدة) لدعم الملاءة من أجل تسوية أوضاع عدد من المؤسسات المالية الكبرى (كما في مؤسستي دكسيا وفورتس) أو من خلال رفع حدود ضمانات الودائع ومنح ضمانات للدائنين (على سبيل المثال، أيرلندا)، أو عن طريق تقديم ضمانات صريحة

العقارية ذات سعر الفائدة المتغير بمؤشر أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وتشهد أسعار العقارات السكنية انخفاضا بالقيمة الحقيقية في هذه البلدان وبعض البلدان الأخرى، بينما تتباطأ بوتيرة سريعة في مناطق أخرى (راجع الإطار ٢-١). وبينما هنالك مخاطرة من حدوث ضائقة ائتمانية مباشرة ذات صلة بقطاع المساكن، فإن من شأن بعض العوامل أن تخفف من حدة دوائر الآثار المرتدة الضارة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي (الفصل الرابع). ورغم أن العقارات السكنية تمثل بوجه عام حصة أكبر في النشاط الاقتصادي لأوروبا الغربية مقارنة بالولايات المتحدة، فقد كان التوسع الأخير في الاستثمارات السكنية بشكل عام أقل وضوحا، فيما عدا في فنلندا واليونان وأيرلندا وإسبانيا والمملكة المتحدة. وعلاوة على ذلك، فإن هذه البلدان أقل عرضة للمعاناة من المخاطر المالية التي كشفت في الولايات المتحدة: حيث مدخرات قطاع الأسر أعلى بوجه عام وديونها أقل، والائتمان عالي المخاطر أقل انتشارا بكثير، ونسب القروض إلى القيمة أكثر تحفظا، وفرص الاقتراض بضمان قيمة العقار محدودة بقدر أكبر كثيرا. غير أنه حتى في حالة عدم حدوث ضائقة ائتمانية مباشرة، من المحتمل أن ينجم عن الهبوط الدوري في قطاع العقارات السكنية أثر كبير على المدى القريب في بعض البلدان (مثل أيرلندا وإسبانيا والمملكة المتحدة) وأن يؤدي إلى تأجيج التحديات على نحو ملحوظ في الأجل المتوسط، ما عدا في عدد قليل من البلدان (مثل النمسا وألمانيا وسويسرا).

وفيما يتعلق بالشركات غير المالية، فإن ميزانياتها العمومية تتسم بالقوة مقارنة بوضعها وقت بدء الركود الدوري في ٢٠٠١-٢٠٠٢، وينبغي أن يؤدي ذلك إلى الحد من تأثير توترات القطاع المالي على الاستثمار. ومن ناحية أخرى، فكلما طال أمد التوترات المالية ازدادت معاناة أرباح الشركات والميزانيات العمومية والاستثمار.

وكان الحساب الجاري الخارجي لمنطقة اليورو قريبا من التوازن في عام ٢٠٠٧ (الجدول ٢-٢). ومن المتوقع أن تتباطأ الصادرات تماشيا مع الطلب العالمي، كما يُتوقع تراجع الحساب الجاري بسبب تراجع معدلات التبادل التجاري بصورة أساسية. كذلك وصل سعر الصرف الفعلي الحقيقي إلى مصاف الأساسيات الاقتصادية القوية متوسطة الأجل على الرغم من بعض التراجع مؤخرا. وعلى النقيض من ذلك، تشهد المملكة المتحدة عجزا ملحوظا في الحساب الجاري وانخفاضا في سعر صرف الجنيه الاسترليني بأكثر من ١٠٪ بالقيمة الحقيقية الفعلية منذ بدء الاضطرابات في السوق.

## أوروبا الغربية: مكافحة صدمات متعددة

للمملكة المتحدة كثيرا مقارنة بما كان عليه قبل نوبة التباطؤ السابقة حيث يُتوقع أن يبلغ العجز ٣,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٨.

وتوفر القواعد التي نصت عليها معاهدة الاستقرار والنمو المعدلة مساحة لمواءمة أهداف المالية العامة استجابة للأوضاع الاقتصادية المتغيرة. وينبغي عند استخدام موارد المالية العامة على أساس استصوابي، التركيز في المقام الأول على التدابير الرامية إلى تحقيق استقرار القطاع المالي حسب الحاجة، وذلك نظرا لتضاؤل فعالية الإرخاء الاستصوابي في سياق فقدان الثقة في الأسواق المالية. وبصورة أعم، ينبغي لسياسة المالية العامة أن تتسق مع إحراز الأهداف متوسطة الأجل نظرا للمخاطر ذات الصلة بتزايد أعداد السكان المسنين. ويمكن السماح بعمل أدوات التثبيت التلقائي بحرية حول مسار التصحيح كاستجابة لتراجع النشاط الاقتصادي، باستثناء الحالات التي يُحتمل أن يؤدي ذلك فيها إلى الإخلال بقواعد المالية العامة. وبالمثل، يتعين على المملكة المتحدة وضع سياسات تتسق مع استيفاء قواعد المالية العامة الخاصة بها في الأجل المتوسط. وينبغي استمرار خطط الإنفاق متوسطة الأجل المتفق عليها، مع السماح لأدوات التثبيت التلقائي بالعمل على نحو مكتمل حول مسار التصحيح في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠.

وعلى مدى الستة شهور الماضية، كانت التغيرات في أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية محدودة، وانصب تركيز البنوك المركزية على توفير السيولة للأسواق التي تعاني من التوتر. ورفع البنك المركزي الأوروبي أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية بمقدار ٢٥ نقطة أساس لتبلغ ٤,٢٥٪ في يوليو ٢٠٠٨، وهذا هو أول تحرك منذ يونيو ٢٠٠٧، بينما أبقى بنك إنجلترا الأسعار التي بلغت ٥٪ منذ إبريل ٢٠٠٨ دون تغيير. وتتوخى التوقعات تراجع التضخم الكلي إلى أقل من ٢٪ في منطقة اليورو والمملكة المتحدة بنهاية عام ٢٠٠٩. وتتمثل الأولوية العاجلة بالنسبة للبنوك المركزية في الحفاظ على الهدوء في الأسواق المالية عن طريق الاستمرار في توفير السيولة عند الحاجة. ومع هذا، فالمجال متاح لإرخاء السياسة النقدية في منطقة اليورو والمملكة المتحدة بسبب تدهور الأفق المستقبلية، وتراجع الضغوط التضخمية، وتشديد الأوضاع المالية.

ويمثل استمرار الاضطرابات المالية تحديات بارزة أمام السياسات على مختلف الجبهات، بما في ذلك بسبب تعقيد الروابط المالية الخارجية والآثار الانتشارية. وتفرض الآثار الانتشارية تحديا بارزا أمام بلدان الاتحاد

للمودعين (على سبيل المثال، ألمانيا والمملكة المتحدة). غير أنه حتى في حالة وضع منهج شامل للتصدي بسرعة للمخاوف المتصاعدة، فإن عودة التصورات بشأن مخاطر الطرف المقابل إلى مستوى أقرب من المستويات الطبيعية سوف تستغرق وقتا. وبالتالي سيؤدي خفض البنوك للقروض التمويلية إلى التأثير سلبا بشكل ملحوظ على النمو الاقتصادي في أرباع السنة القادمة.

ومن ثم تتوخى توقعات السيناريو الأساسي تباطؤ النشاط الاقتصادي بدرجة كبيرة في جميع أنحاء أوروبا الغربية يعقبه انتعاش تدريجي في بداية النصف الثاني من عام ٢٠٠٩. ويُتوقع تراجع النمو في منطقة اليورو من ٢,٦٪ في عام ٢٠٠٧ إلى ١,٣٪ و ٢,٠٪، على التوالي، خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩ وذلك قبل الرجوع إلى نسبة ١,٤٪ عام ٢٠١٠. وسوف ينخفض نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في المملكة المتحدة من ٣٪ عام ٢٠٠٧ إلى ١٪ عام ٢٠٠٨، وسوف ينكمش النشاط الاقتصادي بمقدار ٠,١٪ عام ٢٠٠٩ ثم تتسارع وتيرته ليلبغ ٢,٢٪ عام ٢٠١٠. وتكتنف توقعات النمو المذكورة مخاطر قصور النتائج عن المستويات المتوقعة. وتتضمن هذه المخاطر خفض القروض التمويلية بوتيرة سريعة في القطاع المالي بسبب زيادة درجة انكماش أسعار الأصول وظهور ضائقة ائتمانية عالمية، والزوال المفاجئ للاختلالات العالمية والارتفاع الحاد في سعر صرف اليورو. وفيما يخص احتمال تجاوز النتائج المتوقعة، فهناك مخاطر مرتبطة بمعدل توظيف العمالة الذي لا يزال قويا مما يؤدي إلى تجاوز الاستهلاك للمعدلات المتوقعة، ولكن بمقدار صغير. وتمثل التقلبات في أسعار الطاقة والغذاء مصدرا لمخاطر مزدوجة.

وتتفاوت مراكز المالية العامة لبلدان أوروبا الغربية كثيرا ومع هذا أحرز كثير منها تقدما كبيرا نحو ضبط أوضاعه منذ نوبة التباطؤ السابقة. وسوف يظل متوسط عجز الحكومة العامة في بلدان منطقة اليورو عند حوالي ١,٧٥٪ من إجمالي الناتج المحلي، أي أقل بمقدار ١,٢٥ نقطة مئوية مقارنة بالفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٤ حتى مع حدوث بعض الاتساع في عام ٢٠٠٨ فيما يتعلق بالعوامل الدورية ودعم السياسات. ومع هذا، لا تزال عجوزات المالية العامة في بعض البلدان (فرنسا واليونان وأيرلندا وإيطاليا والبرتغال) بعيدة عن أهدافها في الأجل المتوسط، وتواجه في بعض الحالات مخاطر في الأجل القريب من تجاوز الحد المقرر للعجز في معاهدة ماستريخت وهو ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي. وتراجع مركز المالية العامة

على صعيد السياسات لضمان تحقيق قدر أكبر من الاتساق بين برامج الإصلاح الوطنية من ناحية وهذه التوصيات المعنية بمنطقة اليورو من ناحية أخرى.

### آسيا المتقدمة: الاستجابة للصدمات الخارجية

رغم التماسك الجيد للنمو في اليابان حتى نهاية الربع الأول من العام، إلا أن ارتفاع أسعار السلع الأولية وتراجع الطلب الخارجي يؤثران سلباً على النشاط الاقتصادي. ففي الربع الثاني من عام ٢٠٠٨، تقلص النشاط الاقتصادي بواقع ٣٪ كمعدل محسوب لسنة كاملة على أساس التغير المقارن من ربع إلى آخر، وكان النمو على مدار أربعة أرباع السنة الماضية أقل من ١٪. وجاء هذا الانخفاض في الفترة الأخيرة بسبب الاستهلاك الخاص والاستثمار الثابت، بينما انخفضت مساهمة صافي الصادرات إلى صفر (الشكل البياني ٢-٣).

وتشير المؤشرات الأخيرة إلى استمرار التراجع في الفترة المقبلة. ويؤدي تباطؤ الطلب الخارجي من الولايات المتحدة وأوروبا الغربية وارتفاع تكاليف المدخلات وتقلص توقعات الأرباح إلى التأثير سلباً على مشاعر الشركات وخططها الاستثمارية. وفي نفس الوقت يؤدي ارتفاع أسعار الغذاء والوقود وكذلك تراجع توقعات الأجور إلى انخفاض ثقة المستهلك إلى مستويات متدنية. ورغم أنه تم تشديد الأوضاع المالية بدرجة أقل من الاقتصادات الرئيسية الأخرى، مما يعزى جزئياً إلى انخفاض مستوى انكشاف البنوك اليابانية للمنتجات المورقة، شهد سوق الأسهم انخفاضاً حاداً بسبب المخاوف من تراجع آفاق النمو. كذلك اتسعت فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان بين البنوك بسبب المخاوف بشأن التوترات المالية العالمية وتراجع الآفاق المستقبلية<sup>٥</sup>. وإثر انهيار مؤسسة ليمان براذرز (Lehman Brothers)، تصاعدت المخاوف بشأن تعرض البنوك اليابانية لمخاطر المؤسسة المتعثرة، مما أسهم في تزايد حدة اتساع فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان لبعض الكيانات وتراجع أسعار الأسهم على نطاق واسع. ويتوقع استمرار

الأوروبي نظراً لسعيها إلى بناء سوق موحدة للخدمات المالية. وهناك تحديات محددة واضحة بالفعل، حيث تؤدي الإجراءات المتخذة في بلدان معينة لتخفيف الضغوط المالية إلى حدوث آثار معاكسة على المؤسسات المالية في بلدان أخرى. ولكي تتم مواجهة المخاوف التي تثيرها الآثار الانتشارية، يتعين التحرك نحو زيادة اقتسام المسؤولية والمساءلة عن الاستقرار المالي، لا سيما عن الحد من وقوع الأزمات وإدارتها وتسويتها وذلك تماشياً مع الالتزامات التي نص عليها مجلس الجماعات الأوروبية للشؤون الاقتصادية والمالية (ECOFIN) لوزراء المالية في مايو ٢٠٠٨،<sup>٤</sup> ومن أجل استعادة الثقة في هذا الوقت، ينبغي الالتزام على نحو قاطع باتخاذ إجراءات مشتركة ومنسقة لتخفيف التوترات المالية وتلافي مواجهة مخاطر جسيمة من حدوث تراجع في الاندماج المالي الأوروبي.

ومع هذا، فإن التركيز على السياسات الرامية إلى تقليص الأضرار الناجمة عن الاضطرابات المالية ينبغي ألا يجذب الاهتمام بعيداً عن التحديات على صعيد السياسات الهيكلية. وبعد انقضاء عشرة أعوام على استحداث اليورو، فإن التحدي الرئيسي الذي يواجه البلدان الأعضاء في منطقة اليورو على صعيد السياسات في الأجل المتوسط هو نجاح الاتحاد الاقتصادي بنفس قدر النجاح الذي حققه الاتحاد النقدي (الإطار ٢-١). وفي هذا الصدد، فقد تأخر نمو الإنتاجية مقارنة بالاقتصادات المتقدمة الأخرى، كما يؤدي استمرار التفاوت بين الحسابات الجارية داخل منطقة اليورو إلى إثارة مخاوف بشأن آليات المواءمة في الاتحاد النقدي. وبناء على ذلك، يتعين الحفاظ على زخم الإصلاح الهيكلي وإعادة توجيهه بأسلوب منسق لتحسين عملية المواءمة كرد فعل إزاء الاختلافات داخل المنطقة. وتحقق الإصلاحات الجارية نتائج مثمرة مما يسهم في حدوث نمو ملحوظ في معدل توظيف العمالة وتحسن الإنتاجية في القطاعات المحررة. غير أن أجزاء كبيرة من قطاع الخدمات تظل غير متأثرة مما يحول دون استفادتها من المنافع المهمة على أصدع الدخل والصمود والتضخم. ومن ثم كانت التوصيات الخاصة بالإصلاح الواردة في جدول أعمال لشبونة لمنطقة اليورو ككل على صواب عندما انصب تركيزها على التعجيل بإصلاح سوق الخدمات والاندماج المالي. ويتعين تعزيز عملية التنسيق

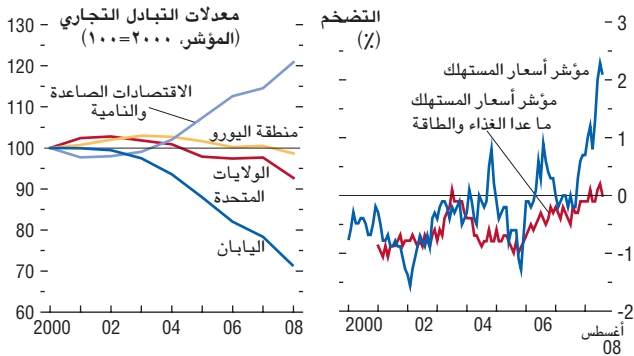
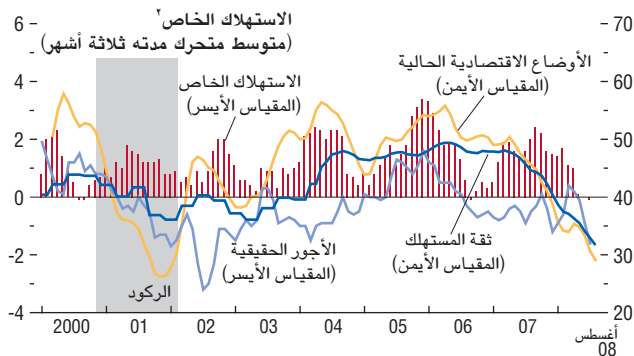
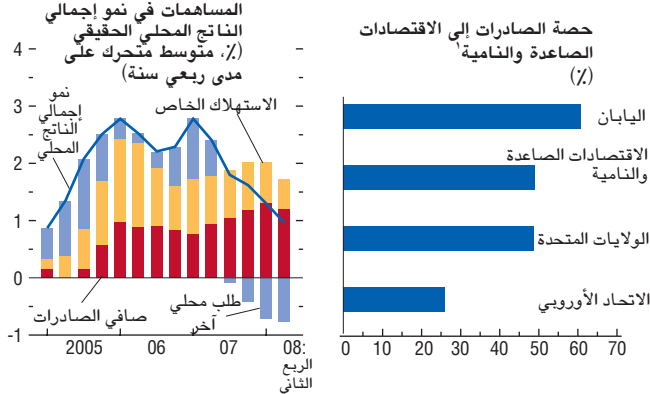
<sup>٥</sup> رغم أن ضغوط السيولة كانت أقل حدة في اليابان مقارنة باقتصادات مجموعة الثلاثة الأخرى، أسهمت السيولة الكبيرة التي وفرها بنك اليابان كذلك في تحقيق استقرار أسواق النقد. راجع تقرير قضايا مختارة (Selected Issues) المصاحب للتقرير عن مشاورات المادة الرابعة مع اليابان لعام ٢٠٠٨ (متاح في الموقع الإلكتروني [www.imf.org](http://www.imf.org)) للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول تأثير الاضطرابات المالية العالمية على الاقتصاد الياباني (IMF, 2008a).

<sup>٤</sup> للاطلاع على مزيد من التفاصيل راجع ECOFIN Council of Finance Ministers adopt conclusions on financial supervision and provision of financial stability in the EU بتاريخ ١٥ مايو ٢٠٠٨، ويمكن الاطلاع عليه في الموقع الإلكتروني: [www.eufoa.si/en/News\\_and\\_Documents/Press\\_Releases/May/014MF\\_Svet\\_ECOFIN.html](http://www.eufoa.si/en/News_and_Documents/Press_Releases/May/014MF_Svet_ECOFIN.html).

## آسيا المتقدمة: الاستجابة للصدمات الخارجية

### الشكل البياني ٢-٣: اليابان: كيف يستطيع الاقتصاد أن يتحمل صدمة معدلات التبادل التجاري؟

تعرض اقتصاد اليابان بصفة خاصة لتراجع معدلات التبادل التجاري. وينبغي لقوة الصادرات إلى الاقتصادات الصاعدة والنامية أن تدعم النمو، ولكن هناك تراجعاً في آفاق الاستهلاك.



المصادر: مؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics)؛ وإحصاءات وجهة التجارة الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> % من مجموع الصادرات، متوسطات الفترة من ٢٠٠٦-٢٠٠٨.  
<sup>٢</sup> تغيرات الاستهلاك الخاص الحقيقي والمكاسب الحقيقية % على أساس سنوي مقارنة بالأوضاع الاقتصادية الحالية، مؤشر الانتشار من Econ Watch Survey، وثقة المستهلك، مؤشر الانتشار لجميع الأسر.

التوترات في القطاع المالي وإن كان بقدر أقل مقارنة بالتوترات في الولايات المتحدة أو أوروبا الغربية.

وقد ارتفع التضخم الكلي إلى أعلى بكثير من مستوى عام ٢٠٠٧ فتجاوز ٢٪ نظراً لارتفاع أسعار الغذاء والوقود، ولكن لا يزال معدل التضخم الأساسي عند مستوى الصفر تقريباً، باستثناء الغذاء والوقود<sup>٦</sup>. وبدأت الشركات تنقل آثار زيادة التكاليف إلى المستهلكين، لكنها أيضاً تمنح زيادات أقل في الأجور مع تباطؤ النشاط الاقتصادي، ولا تزال تكاليف وحدة العمل تشهد انخفاضاً على أساس التغير المقارن من سنة إلى أخرى. وتشير مقاييس توقعات التضخم إلى أن التوقعات قصيرة المدى قد تجاوزت الحد بينما لا تزال توقعات المدى البعيد في نطاق الاحتواء.

ورغم تراجع الفائض التجاري بسبب ارتفاع فاتورة الواردات من السلع الأولية، فقد ساعد ارتفاع دخل الاستثمار على بقاء رصيد الحساب الجاري قريباً من أعلى مستوياته التاريخية. وارتفع سعر صرف الين حتى نهاية مارس ٢٠٠٨ مقابل العملات الرئيسية الأخرى، لا سيما الدولار الأمريكي، ويرجع ذلك إلى تصفية عمليات تجارة المناقلة في أسواق الصرف المتقلبة (راجع الشكل البياني ٢-٣). ومع انحسار التوقعات بتشديد الأوضاع النقدية في ظل تباطؤ النمو، بدأت العملة تتراجع مرة أخرى وذلك قبل أن تعاود الاتجاه نحو الارتفاع في شهر سبتمبر بسبب تراجع أسعار السلع الأولية وزيادة عزوف المستثمرين عن المخاطر. ونظراً لاحتمالات استمرار الفوائض الخارجية الكبيرة في الأجل المتوسط، لا يزال تقييم الين يشير إلى أنه مقوم بأقل من قيمته الحقيقية مقارنة بالأساسيات الاقتصادية متوسطة الأجل.

وكما يتضح من الشكل البياني ٢-٣، شهدت اليابان في السنوات الماضية انخفاضاً في معدل التبادل التجاري يفوق ما شهدته الاقتصادات المتقدمة الأخرى. وقد أدت عدة عوامل حتى الآن إلى تخفيف أثر ذلك على النشاط الاقتصادي. أولاً، أدت قوة الصادرات إلى الاقتصادات الصاعدة والنامية، وكثير منها البلدان المصدرة للسلع الأولية، إلى موازنة أثر تراجع معدلات التبادل التجاري لليابان بصورة جزئية. وثانياً، فرغم اعتماد اليابان على الواردات النفطية لتلبية معظم احتياجاتها المحلية، يتسم استخدام النفط في اقتصادها بكفاءة أعلى كثيراً

<sup>٦</sup> بلغ التضخم الأساسي حسب تعريف السلطات حوالي ٢٪ (ما عدا الأغذية الطازجة فقط)، ويعزى ذلك إلى ارتفاع أسعار الوقود والسلع الأساسية الأخرى في الفترة الأخيرة.

الإطار ٢-١: الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي بعد عشر سنوات

منطقة اليورو والولايات المتحدة: أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية (متوسط بفاصل سبع سنوات، %)

٢٠٠٧	١٩٩٩	١٩٩٢		
١,٣	١,٧	٢,٥	منطقة اليورو	حصة الفرد من نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
١,٣	٢,٦	١,٧	الولايات المتحدة	نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
١,٨	٢,٠	٢,٩	منطقة اليورو	نمو فرص التوظيف
٢,٤	٣,٧	٢,٨	الولايات المتحدة	نسبة فرص التوظيف إلى السكان، نهاية الفترة
٠,٩	٠,٧	٠,٥	منطقة اليورو	رصيد المالية العامة للحكومة العامة
١,٤	١,٨	١,٨	الولايات المتحدة	الحساب الجاري
٤٤,٤	٤١,٧	٤٠,٨	منطقة اليورو	التضخم
٤٧,٨	٤٧,٤	٤٥,٣	الولايات المتحدة	حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي <sup>١</sup>
٢,١-	٣,٧-	٥,٠-	منطقة اليورو	بند للتذكرة:
٣,١-	١,٧-	٤,٥-	الولايات المتحدة	الإنتاجية الكلية
٠,٣	٠,٣	٠,٧-	منطقة اليورو	لعوامل الإنتاج
٥,١-	٢,٠-	١,٧-	الولايات المتحدة	منطقة اليورو
٢,٢	٢,١	٣,٤	منطقة اليورو	الولايات المتحدة
٢,٧	٢,٥	٣,٩	الولايات المتحدة	
٧٠,٩	٧٠,٨	٧٥,١	منطقة اليورو	
-١٩٩٥	-١٩٨٠			
٢٠٠٤	١٩٩٥			
٠,٢	٠,٨			
١,٦	٠,٧			

المصادر: المكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي؛ وتقرير الإحصاءات المالية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup> % من حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي في الولايات المتحدة، مرجحا بتعديل القوى الشرائية.

فمنذ الحرب العالمية الثانية استخدم الأوروبيون نمو الإنتاجية في زيادة فترات الراحة أكثر مما فعل الأمريكيون (دراسة Blanchard, 2004)، وطالما أن هناك قدرة على تحمل تلك الزيادة في فترات الراحة، فقد يكون هذا التطور مرغوبا. وقد استرعى ضعف أداء الإنتاجية لمنطقة اليورو في ظل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي الانتباه كثيرا (على سبيل المثال، دراسة Pisani-Ferry and others, 2008) ولكن كما في حالة النمو الاقتصادي، فقد تكون الحقيقة أكثر تعقيدا عما تشير إليه الأرقام المجردة. فعلى سبيل المثال، بلغ متوسط نمو إنتاجية العمالة نحو ١٪ سنويا خلال الخمسة عشر عاما الأخيرة، أي أقل بكثير مقارنة بالسنوات السابقة. ويكاد نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج (TFP) أن يصل إلى مرحلة توقف أثناء العقد الحالي. ومع هذا، فيمكن أن يكون هناك ارتباط وثيق بين انخفاض نمو الإنتاجية وانتعاش فرص التوظيف، كما تذهب لذلك دراسة Dew-Becker and Gordon (2008). وفي واقع الأمر، تشير بيانات مستعرضة

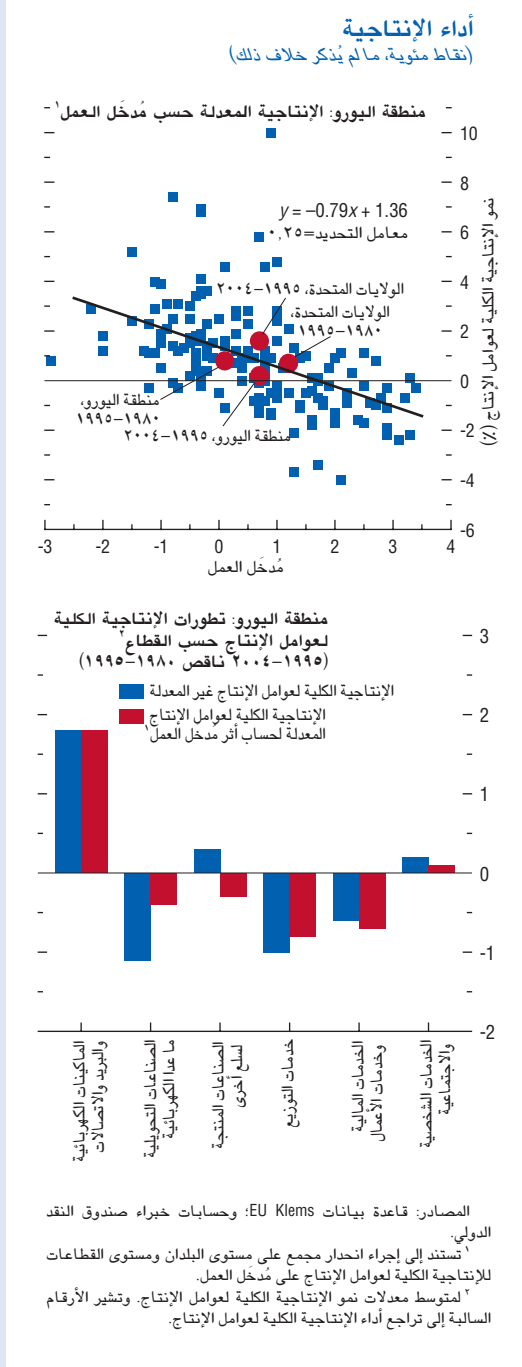
منذ عشر سنوات مضت، أعطى رؤساء الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي الضوء الأخضر لبدء المرحلة الثالثة من الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي (EMU)، بالموافقة على استحداث اليورو في ١١ بلد عضو في الاتحاد الأوروبي اعتبارا من الأول من يناير ١٩٩٩. ومنذ ذلك الوقت، اعتمدت اليورو أربعة بلدان أخرى أعضاء في الاتحاد الأوروبي، ومن المقرر أن تتبعها الجمهورية السلوفاكية في مطلع عام ٢٠٠٩. وحقق الاتحاد النقدي نجاحا متميزا، كما تمثل منطقة اليورو منطقة استقرار في الاقتصاد الدولي. وتراجع التضخم على مدار العقد الماضي بفضل المصادقية الكبيرة للبنك المركزي الأوروبي (ECB) وأصبحت توقعات التضخم الآن أقل تنوعا في منطقة اليورو مقارنة بالاقتصادات المتقدمة الأخرى (دراسة Beechy, Johannsen, and Levin, 2008).<sup>١</sup> ويتمثل التحدي الرئيسي المتبقي على الصعيد النقدي في اندماج جميع البلدان أعضاء الاتحاد الأوروبي في منطقة اليورو وهي البلدان الملتزمة باعتماد اليورو (ولا تشمل الدانمرك أو المملكة المتحدة).<sup>٢</sup> ومع هذا لا يزال الاتحاد الاقتصادي يمثل تحديا حتى بين الأعضاء الحاليين في منطقة اليورو. وهناك مخاوف بشأن أداء النمو في المنطقة وأوجه التفاوت الكبير بين الحسابات الجارية داخل المنطقة.

**سجل النمو:** لا توجد أسس قوية للتصور الشائع بين المراقبين بأن الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي قد حقق الاستقرار الاقتصادي ولكنه لم يحقق النمو. ويتسم سجل أداء الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي بالقوة فيما يخص توظيف العمالة، ويساعد ذلك في تفسير أسباب عدم تأخر نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لمنطقة اليورو من حيث حصة الفرد عن النمو في الولايات المتحدة خلال فترة الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي (الجدول الأول). ويرتبط أداء توظيف العمالة في منطقة اليورو في جانب منه بالاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي الذي أسهم على الأرجح في زيادة مصداقية السياسة النقدية وكذلك بإصلاحات سوق العمل، بما في ذلك الإصلاحات السابقة على استحداث العملة الموحدة عام ١٩٩٩ بفترة طويلة. ولا تزال معدلات التوظيف أقل من المعدلات في الولايات المتحدة، وكذلك لا تزال حصة الفرد من الدخل أقل من مستويات الولايات المتحدة بنحو ٣٠٪. غير أنه ليس من المرجح أن يحدث تقارب تام بينهما:

<sup>١</sup> المؤلفان الرئيسيان لهذا الإطار هما يورغ دكريسن وإميل ستافريف، وقد استندا إلى النتائج التي خلصت إليها دراسة Decressin and Stavrev (2008) (قيد الإصدار).

<sup>٢</sup> يتوقف اعتماد اليورو على معايير معينة للتقارب الاقتصادي. ويمكن الاطلاع على مزيد من التفاصيل في الموقع الإلكتروني التالي: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/the\\_euro/joining\\_euro9413\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/the_euro/joining_euro9413_en.htm).

## آسيا المتقدمة: الاستجابة للصدمة الخارجية



في قاعدة بيانات EU KLEMS إلى وجود أدلة قوية على وجود علاقة سالبة بين نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج ومُدخل العمل (دراسة، van Ark, O'Mahony, and Ypma, 2007) وذلك في اثني عشر اقتصادا متقدما وستة قطاعات في كل بلد (راجع الشكل البياني الأول). وقد تكون هناك أسباب عديدة وراء هذه المفاضلة. ويتمثل أحد الأسباب الواضحة في الاستعاضة عن رأس المال بالعمل في الاستجابة للإصلاحات التي رفعت عرض عنصر العمل وربما الطلب عليه (عن طريق خفض ضرائب الأجور). وبناء على ذلك، وربما تحول مسار نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج صوب المستويات الأعلى التي سجلها في الثمانينات متى استكمل سوق العمل عملية مواءمة أوضاعه وفقا للإصلاحات والتغيرات الديمغرافية.

ومع هذا، لا تزال هناك مخاوف بأنه حتى مع التعديل حسب الفروق في مُدخَل العمل، سجل متوسط نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج مستوى أقل في منطقة اليورو مقارنة بالولايات المتحدة، وخاصة في قطاعات الخدمات. ويشير ذلك إلى الحاجة إلى فتح باب المنافسة أمام قطاعات الخدمات التي تحصل على قدر أكبر من الحماية، مما يعني أن تصبح الخدمات قابلة للتبادل التجاري.

كذلك أدى التثنت في معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي إلى إثارة المخاوف. ومع هذا، أصبحت الدورات الاقتصادية بين أعضاء الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي أكثر تزامنا بالفعل مع ازدياد أهمية الصدمات المشتركة بمرور الوقت. وتسهم هذه الصدمات الآن بمقدار 60% من تطورات الناتج، مقابل 30% قبل استحداث اليورو (دراسة Stavrev, 2007). وفضلا على ذلك، ترجع تطورات الناتج القطرية، إلى حد بعيد، إلى تقارب حصة الفرد من الدخل صوب مستويات أعلى. وبوجه عام، هناك تشابه في الوقت الحاضر بين أوجه تشنت معدلات النمو في منطقة اليورو وتلك الشائعة بين الولايات الأمريكية رغم أنها أكثر استمرارا. ويشير بطء وتيرة التصحيح إلى أن الفترات المطولة لقوة النمو يمكن أن تتبعها فترات مطولة من ركود النشاط، كما شهدت البرتغال مثلا في الفترة الأخيرة (دراسة Blanchard, 2007).

**سجل الحساب الجاري:** لا يزال المركز الخارجي لمنطقة اليورو ككل متوازنا منذ إنشاء الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي وبالتالي لم تنشأ أي مخاوف بشأنه. وقد أمكن الحفاظ على هذا التوازن الخارجي رغم الارتفاع الكبير في سعر الصرف الفعلي الحقيقي لليورو على مدار عدة سنوات ماضية (راجع الفصل الأول) وفضلا على ذلك، تمكن اليورو من اتخاذ مكانة راسخة باعتباره العملة الدولية الثانية على مستوى العالم، وتبلغ حصته أكثر من ربع الاحتياطيات الدولية وأكثر من نصف فواتير المبادلات التجارية.

وأثارت المفوضية الأوروبية وأطراف أخرى مخاوف من حدوث اختلالات كبيرة في الحسابات الجارية والقدرات



الإطار ٢-١ (تابع)

أوجه التشبت في الحسابات الجارية وانعكاساتها على مركز صافي الأصول الخارجية

مركز صافي الأصول الخارجية	مركز صافي الأصول الخارجية	الحساب الجاري التوازني التقديري	رصيد الحساب الجاري <sup>١</sup>	
مركز صافي الأصول الخارجية حينما يصل رصيد الحساب الجاري إلى المستوى التوازني التقديري				(٢٠٠٧٪ من إجمالي الناتج المحلي)
١٠-	٢٢-	١,١	٢,٧	النمسا
٤٠	٣٤	٢,٥	٣,٢	بلجيكا
١٠	٢٨-	٠,٣-	٤,٦	فنلندا
٩-	٥	٠,٦	١,٣-	فرنسا
٥٢	٢٨	٢,٥	٥,٦	ألمانيا
١٧٤-	١٠٠-	٤,٤-	١٣,٩-	اليونان
٤٥-	١-	١,١	٤,٥-	أيرلندا
٢٢-	٦-	٠,١-	٢,٢-	إيطاليا
٣٥	٠	٢,٢	٦,٦	هولندا
١٠٧-	٨٠-	٥,٨-	٩,٤-	البرتغال
١٠٩-	٧٤-	٥,٧-	١٠,١-	إسبانيا

المصادر: تقرير الإحصاءات المالية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تستند البيانات إلى تقديرات عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. للاطلاع على آخر الأرقام يرجى مراجعة الجدول أ ف ١١ في الملحق الإحصائي.  
<sup>٢</sup> تشير السرعة التقديرية للتقارب إلى اعتدال ٧٠٪ من انحراف الحساب الجاري عن حالة الاستقرار في حوالي ١٠ سنوات.

المجموعة التي تتألف من ١٣ اقتصادا متقدما آخر كانت أخذة في التصاعد أيضا.

وهناك سؤال يرتبط بذلك حول ما إذا كانت الاختلافات في الحسابات الجارية هي انعكاس للقوى التوازنية أو غير التوازنية، وكيف تطورت بمرور الوقت. وللإجابة على هذا السؤال، يُستخدم نموذج لأرصدة الحسابات الجارية التوازنية، يستند كثيرا إلى منهجية المجموعة الاستشارية المعنية بقضايا أسعار الصرف المنبثقة عن صندوق النقد الدولي (دراسة Lee and others, 2008)، في احتساب تطورات الانحرافات عن المستويات التوازنية بمرور الوقت. ويتم التوصل على وجه التحديد إلى الحساب الجاري التوازني لكل بلد في منطقة اليورو كدالة لنمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، وحصّة الفرد النسبية من الدخل، والنمو السكاني، ونسبة صافي الأصول الأجنبية إلى إجمالي الناتج المحلي، ورصيد المالية العامة كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي، ونسبة إعالة كبار السن، ورصيد النفط كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي. وتتمثل الخطوة التالية في احتساب حاصل القيم المطلقة للانحراف عن الحسابات الجارية التوازنية على مستوى البلدان كل عام. ويتضح من ذلك أن أوجه التفاوت مقارنة بالمستويات التوازنية لم ترتفع بمرور الوقت.

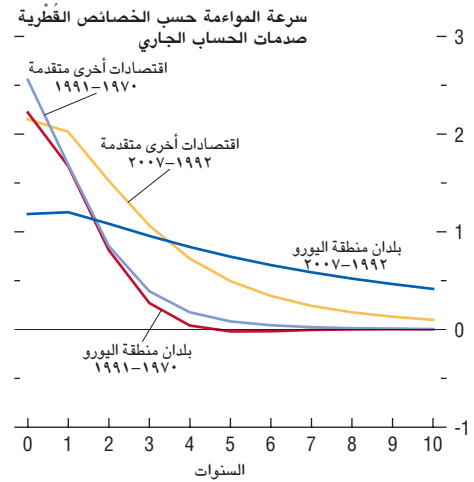
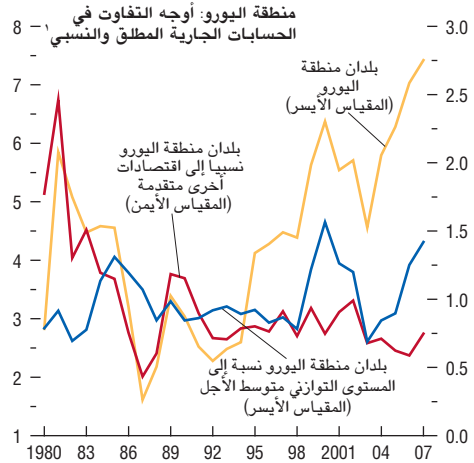
ورغم أن حجم التفاوت ربما لا يكون مصدرا رئيسيا للقلق، إلا أن ببطء عملية المواءمة وفقا لأرصدة الحسابات الجارية التوازنية قد يكون هو مصدر القلق. ويؤدي استمرار العجز إلى زيادة الديون الخارجية للبلدان المعنية، وبخلاف الوضع في ظل اتحاد نقدي، مثلما هو الحال في الولايات

التنافسية داخل المنطقة (راجع على سبيل المثال European Commission, 2008). ويبدو أن هناك أوجه تفاوت كبيرة بين الحسابات الجارية لأعضاء منطقة اليورو، فتتراوح بين العجز الذي يقترب من ١٠٪ أو أكثر من إجمالي الناتج المحلي (مثل اليونان والبرتغال وإسبانيا)، وتسجيل فوائض تبلغ أكثر من ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي (مثل ألمانيا وهولندا — الجدول الثاني). وبالفعل، فقد ازداد هذا التفاوت كثيرا على مدار العديدين الماضيين — مقيسا بالانحراف المعياري على مستوى البلدان كل عام (الشكل البياني الثاني). ولكن هل هذا التفاوت كبير بصورة غير عادية في عالم اليوم؟ فكما يبين الفصل السادس، أصبحت أوجه التفاوت المتزايدة في سلوك الحسابات الجارية تمثل ظاهرة واسعة الانتشار. وأحد المناهج البسيطة المتبعة لتحديد ما إذا كان التفاوت كبير بصورة غير عادية هو قسمة الانحراف المعياري للحسابات الجارية في بلدان منطقة اليورو على نفس المقياس المستخدم للحسابات الجارية في مجموعة تتألف من ١٣ اقتصادا متقدما آخر.<sup>٣</sup> ويتبين من النتائج أن هذه النسبة لم تنمو بانتظام، ويرجع السبب في ذلك إلى أن أوجه التفاوت بين

<sup>٣</sup> على وجه التحديد، تشمل العينتان ١١ عضوا في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي من ناحية (النمسا وبلجيكا وفنلندا وفرنسا وألمانيا واليونان وأيرلندا وإيطاليا وهولندا والبرتغال وإسبانيا)، و١٣ اقتصادا متقدما آخر (أستراليا وكندا والدانمرك وأيسلندا وإسرائيل واليابان وكوريا ونيوزيلندا والنرويج والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة) من ناحية أخرى. والبيانات مأخوذة من عدد ربيع ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

ككل. ويمكن قياس استمرار اختلالات الحسابات الجارية في الاتحاد الاقتصادي والنقدي بمرور الوقت عن طريق إجراء انحدار مجمع ذي متغير واحد لأرصدة الحسابات الجارية على الفواصل الزمنية الخاصة بها، مع مراعاة أرصدة الحسابات الجارية القُطرية في الحالة المستقرة (الأثار الثابتة). وتشير النتائج إلى أن الأمر يستغرق منذ عام ١٩٩٢ قرابة ١٠ سنوات لسد نحو ٧٠٪ من الفجوة بين الحسابات الجارية الفعلية والحسابات الجارية في الحالة المستقرة داخل منطقة اليورو (راجع الشكل البياني الثاني). وتتسم سرعة المواءمة المذكورة بأنها أبطأ كثيراً من السرعة التي كانت سائدة في الفترة السابقة على عام ١٩٩٢ حينما كانت أسعار الصرف أكثر مرونة، ولكنها لم تتباطأ كثيراً خلال فترة الاتحاد الاقتصادي والنقدي. وعلاوة على ذلك، فإنها أبطأ كثيراً من المجموعة التي تتألف من ١٣ اقتصاداً متقدماً آخر. ومع هذا، فإن حجم صدمة الحساب الجاري القُطرية المعتادة في منطقة اليورو لا يتجاوز حوالي نصف حجم الصدمات التي أصابت البلدان الأخرى خلال الفترة من ١٩٩٢-٢٠٠٧، ويمثل ذلك عنصراً من عناصر تخفيف الأثار. وبالإضافة إلى ذلك، لا يتجاوز حجم هذه الصدمة نحو نصف حجم الصدمات داخل منطقة اليورو خلال الفترة من ١٩٧٠-١٩٩١، ويؤكد ذلك مجدداً تنامي اندماج أعضاء الاتحاد الاقتصادي والنقدي. ويمكن استخدام هذه النتائج في قياس انعكاسات أوجه التفاوت بين الحسابات الجارية الحالية لمراكز صافي الأصول الأجنبية في بلدان منطقة اليورو (راجع الجدول الثاني). ومن الواضح أن بعض البلدان ستصل إلى مستويات أعلى بكثير فيما يخص فواتير خدمة الديون الخارجية مما سيضع حداً للاستهلاك ويؤدي إلى تباطؤ النمو. ونظراً لوجود مخاطر من احتمال إثارة تساؤل أثناء فترات التشفير حول سير أداء الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي، فمن الضروري على صانعي السياسات ضمان توافر القدر الكافي من المرونة في أسواق السلع وأسواق عوامل الإنتاج لإجراء عملية المواءمة على وجه السرعة: وتأتي زيادة الإنتاجية وكذلك التدابير التي تتخذ لزيادة مرونة الأجور ضمن الأساليب المتبعة لتعزيز المواءمة الداخلية (دراسة Blanchard, 2007). وفي نفس الوقت، يتعين على شبكات الأمان الاجتماعي أن توفر مساعدة سخية كافية وإن كانت مؤقتة لأولئك الذي يعانون من الاهتزازات التي تصاحب عملية المواءمة. بالإضافة إلى ذلك، تأتي مواجهة هذا التحدي ضمن المسائل ذات الاهتمام المشترك، حيث إن عمليات المواءمة الداخلية تهم جميع البلدان (من خلال الأثار التي تحدثها في الاتحاد). ويوفر جدول أعمال لشبونة الخاص بالاتحاد الأوروبي الوسيلة الصحيحة لتصميم الإصلاحات الهيكلية المطلوبة وتنفيذها بأسلوب يزيد الأثار الانتشارية التي تترتب على الإصلاح ويدعم أوجه التكامل.

### تفاوت الحسابات الجارية



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي. استناداً إلى أرصدة الحسابات الجارية % من إجمالي الناتج المحلي. تقاس أوجه التفاوت باستخدام الانحراف المعياري عبر البلدان أعضاء الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي وعلى مستوى الاقتصادات الأخرى المتقدمة، على التوالي.

المتحدة، ليس في وسع الأشخاص توقع المساعدة من سلطة فيدرالية أو الانتقال بسهولة إلى مناطق أحسن حالاً لتحسين قدرتهم على السداد. وفضلاً على ذلك، ففي البلدان التابعة لاتحاد نقدي، من المرجح أن تؤدي التطورات الاقتصادية المعاكسة في أجزاء من الاتحاد إلى التأثير على قوة الاتحاد

وربما يساعد تباطؤ النشاط الاقتصادي على نحو أكثر حدة من المتوقع في تبرير حدوث مزيد من الانخفاض في سعر الفائدة على أدوات السياسة النقدية، على الرغم من أن وصول السعر الحالي فعلياً إلى ٥٠ نقطة أساس، فإن الحيز المتاح للتيسير هو حيز محدود. وفي هذا السياق، ينبغي عند وضع التوقعات الاسترشاد بتحريك بنك اليابان نحو اعتماد مزيد من الشفافية من خلال توسيع نطاق مناقشة آراء أعضاء المجلس المعني بوضع السياسات حول الآفاق والمخاطر التي تواجهه وزيادة التركيز على الوسيط الذي يبلغ ١٪، كما في «مفهوم استقرار الأسعار» من خلال عمليات التواصل التي يجريها.

وفيما يتجاوز المدى القريب، لا يزال الاقتصاد الياباني يواجه تزايداً سريعاً في أعداد السكان المسنين وارتفاع الدين العام. وقد تباطأت وتيرة ضبط أوضاع المالية العامة لدواعي يمكن فهمها في ظل بيئة تشهد تراجعاً في النمو العالمي، مع توقعات زيادة العجز الأولي للحكومة العامة، ما عدا الضمان الاجتماعي، في عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ وتأجيل المناقشات حول زيادة معدل ضريبة الاستهلاك. وفي أواخر شهر أغسطس، وضعت حكومة اليابان مجموعة تدابير لتوفير دفعة تنشيطية اقتصادية بغية دعم النمو الذي يتسم بالضعف. غير أن النطاق المتاح لتوفير دفعة تنشيطية من المالية العامة محدود، ولا تزال الأولوية القصوى في الأجل المتوسط هي بناء حيز مالي لزيادات النفقات المتوقعة بسبب الضغوط الديمغرافية<sup>٦</sup>. ويتعين زيادة تعزيز الخطط الحالية للسلطات التي تهدف إلى تحقيق توازن أولي بحلول السنة المالية ٢٠١١ وذلك للحيلولة دون تحرك صافي الدين العام نحو الاتجاه السعودي.

وتشهد أستراليا ونيوزيلندا تباطؤاً ملحوظاً بعد مرور فترة مطولة من التوسعات الاقتصادية بدافع من طفرة السلع الأولية وانتعاش قطاع المساكن. وبلغت الطاقة الإنتاجية مداها بفضل هذه التوسعات مما دفع التضخم إلى أعلى مستوياته التاريخية. واستجابت السلطات لذلك بتشديد السياسات النقدية وتراجعت ضغوط الطلب المحلية. ويتوقع انخفاض نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في أستراليا إلى أدنى من المستوى المحتمل ليبلغ نحو ٢,٥٪ في الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩ مقابل ٤,٢٥٪ في

للمخاطر التي تلوح في الأفق بما في ذلك المخاطر من فقاعات أسعار الأصول.

<sup>٦</sup> يتضمن اقتراح الحكومة إنفاق نحو ١٧ مليار دولاراً (٠,٤٪ من إجمالي الناتج المحلي)، وتقديم ضمانات حكومية على قروض الأعمال. كذلك التزمت الحكومة بخفض ضريبة الدخل بحلول نهاية السنة المالية ٢٠٠٨.

من استخدامه في الولايات المتحدة. وأخيراً، فمن المرجح استمرار الموقف التسهيلي للأوضاع النقدية في ظل انحسار الضغوط السعريّة الأساسية.

وتتوخى الآفاق انخفاض النمو خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ إلى أقل من ١٪، أي أقل كثيراً من الإمكانيات المتاحة. وبرغم أن تراجع النمو في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية له تأثير سلبي كبير على النشاط الاقتصادي، يُتوقع أن يظل النمو في الاقتصادات الصاعدة أكثر صموداً وينبغي له أن يواصل دعم الصادرات. ومن المتوقع أن يستمر الانخفاض في الاستهلاك الخاص بسبب تراجع توقعات زيادات الأجور وارتفاع أسعار الغذاء والوقود، بينما سيؤدي تقلص آفاق الطلب الأرباح إلى تباطؤ الاستثمارات الخاصة.

ويكتنف الآفاق قدر كبير من عدم اليقين الذي يحيط بالبيئة الخارجية، بينما تُرجح كفة النتائج دون المتوقعة في ميزان المخاطر الكلية. وترتبط المخاطر الخارجية في الأساس بحدوث تباطؤ أكثر من المتوقع في الاقتصادات الصاعدة والنامية ويتجدد نوبة عدم الاستقرار المالي العالمي. ويمكن أن يؤدي ارتفاع أسعار السلع الأولية على الصعيد المحلي إلى حدوث مزيد من الآثار المعاكسة على أرباح الشركات ودخول قطاع الأسر.

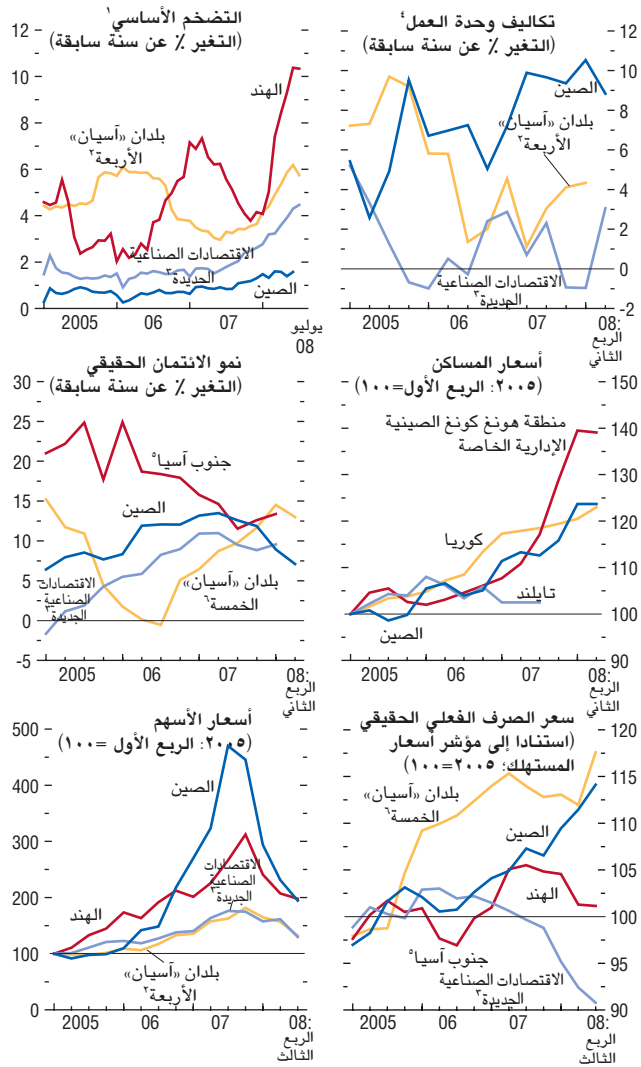
وبالنظر إلى الآفاق التي تنبئ بزيادة تراجع الطلب المحلي وانحسار الضغوط التضخمية، يحافظ بنك اليابان بصورة ملائمة على موقف تيسيري للسياسة النقدية، إلى جانب تثبيت أسعار الفائدة عند مستوياتها الحالية المنخفضة حتى تتبدد الشكوك بشأن الآفاق المستقبلية. وواصلت اليابان محاربة الانكماش على مدى ما يقرب من عقد، ورغم أن نهاية هذه المشكلة تبدو وشيكة، فهذا أمر غير مؤكد بعد. وفي حين يقترب التضخم الأساسي وفق تعريف السلطات من الحد الأعلى وهو ٢٪ كما في «مفهوم» استقرار الأسعار عند أعضاء المجلس المعني بوضع السياسات في بنك اليابان، فهناك تباطؤ في نمو الأجور، كما أن توقعات التضخم لا تزال في نطاق الاحتواء. وتوجد بضعة مؤشرات على الإفراط في تحمل المخاطر في أسواق الأصول (المنظور الثاني في إطار السياسة النقدية لبنك اليابان) أو على وجود فقاعات في الأسواق المالية أو أسواق العقارات.<sup>٧</sup>

<sup>٧</sup> يتضمن إطار السياسة النقدية لبنك اليابان منظورين هما: الآفاق قصيرة الأجل للنشاط الاقتصادي والأسعار، وآفاق أطول أجلاً

## آسيا الصاعدة: الموازنة بين المخاطر على النمو واستقرار الأسعار

### الشكل البياني ٢-٤: آسيا الصاعدة: استمرار المخاوف التضخمية

تصاعدت ضغوط التضخم الأساسي على مستوى آسيا الصاعدة في أرباع السنة الأخيرة. وأسهمت زيادات الأجور في تزايد التضخم في بعض الحالات رغم تحسن الإنتاجية. واستمرت أسعار المساكن في الارتفاع، ويرجع ذلك في جانب منه إلى سرعة توسع القروض المصرفية. وعلى العكس من ذلك، انتهى التحرك الصعودي المطول لأسعار الأسهم بتصحيح حاد في مطلع عام ٢٠٠٨ بدافع من الاضطرابات المالية العالمية. ولم تتمكن أسعار الصرف من إتاحة هدنة كبيرة للتضخم بسبب ما شهدته أسعار العملات من ارتفاع أو تراجع طفيف.



المصادر: مؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics); وإحصاءات وجهة التجارة الصادرة عن صندوق النقد الدولي; وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ يختلف تعريف التضخم الأساسي بين البلدان رغم أنه يستثني بوجه عام أسعار الغذاء والطاقة من مؤشر أسعار المستهلك الكلي.  
 ٢ الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة تشمل منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية.  
 ٣ مجسوبة على أساس التعويضات الكلية مقسومة على إجمالي الناتج المحلي، ما عدا الصين حيث تستخدم الأجور بدلا من التعويضات، وإندونيسيا وماليزيا، حيث لا تغطي الحسابات سوى قطاع الصناعات التحويلية. ويتعين معاملة البيانات عن الصين بحذر نظرا لتغطيتها الجزئية، والتحيز نحو المؤسسات التصنيعية الكبرى المملوكة للدولة.  
 ٤ بنغلاديش والهند وملديف ونيبال وباكستان وسري لانكا.  
 ٥ بلدان «آسيان» الأربعة وقيمت نام.

عام ٢٠٠٧. وأدى تراجع الطلب المحلي وتشديد الأوضاع الائتمانية في الفترة الأخيرة إلى قيام البنك الاحتياطي الأسترالي بإرخاء السياسة النقدية بحذر. كذلك تحرك البنك الاحتياطي في نيوزيلندا لإرخاء السياسة النقدية. وتؤدي سلامة مراكز المالية العامة في البلدين إلى إتاحة المجال للسماح بعمل أدوات التثبيت التلقائي على نحو كامل وباستخدام الدفعة التنشيطية الاستصوابية بحكمة في حالة حدوث مزيد من التراجع في الآفاق المستقبلية.

### آسيا الصاعدة: الموازنة بين المخاطر على النمو واستقرار الأسعار

بدأ تحول الدورة الاقتصادية في آسيا الصاعدة في مطلع عام ٢٠٠٨، ويُتوقع حدوث مزيد من التراجع مستقبلا كرد فعل إزاء تباطؤ الطلب من جانب الاقتصادات المتقدمة وتزايد التوترات في الأسواق المالية الإقليمية. وتراجع النمو في الصين إلى ١٠.٥٪ (على أساس التغير المقارن من سنة إلى أخرى) في النصف الأول من عام ٢٠٠٨ مقابل ١٢٪ في عام ٢٠٠٧، ويُعزى ذلك في جانب منه إلى تباطؤ الصادرات. وظل النشاط الاقتصادي مدعوما بالنمو المطرد في الاستثمارات وتسارع وتيرة الاستهلاك. وفي الهند، انخفض النمو في الربع الثاني إلى نحو ٨٪ إثر تراجع الاستثمارات، بينما تماسك كل من الاستهلاك الخاص ونمو الصادرات. كذلك تباطأت وتيرة النشاط الاقتصادي في الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة واقتصادات رابطة أمم جنوب شرق آسيا («آسيان»). وشهد الطلب المحلي انخفاضا حيث بدأ ارتفاع أسعار الغذاء والوقود يؤثر سلبا على الاستهلاك، بينما عمدت الشركات إلى تقليل خططها الاستثمارية بدافع من انخفاض هوامش الربح وتراجع الطلب. وتشهد في وقت نام مرحلة تصحيح حاد مع زوال طفرة الطلب التي نتجت عن التدفقات الرأسمالية الداخلة الكبيرة.

وتراجعت الأسواق المالية في الشهور الأخيرة بدافع من المخاوف المتزايدة بشأن الآفاق العالمية وانخفاض رغبة المستثمرين في الإقدام على المخاطر، لا سيما في سياق اضطرابات السوق في شهر سبتمبر. وشهدت أسواق الأسهم أعلى مستويات الانخفاض (الشكل البياني ٢-٤) بعد أن شهدت أعلى مستويات التحرك الصعودي في الأسعار خلال السنوات الأخيرة — فارتفعت الأسعار خلال الفترة من ٢٠٠٥-٢٠٠٧ إلى أكثر من أربعة أضعاف في الصين وثلاثة أضعاف في الهند. وازدادت فروق أسعار الفائدة

على القروض كثيرا في بعض البلدان لدى البنوك التي تعتمد على التمويل بالجملة.

وبوجه عام، تعرضت أرصدة الحسابات الجارية لضغوط بسبب ارتفاع فواتير استيراد السلع الأولية وتباطؤ نمو الصادرات، بينما شهدت الحسابات الرأسمالية وأسعار الصرف تطورات مختلفة. واحتفظت التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الصين بقوتها مثلما يتضح من استمرار طفرة الاحتياطيات الأجنبية لتتجاوز الفائض التجاري، وازداد تقلب التدفقات الرأسمالية إلى بعض البلدان الأخرى، لا سيما تلك التي تعاني من عجوزات خارجية كبيرة. وأصبحت عملات هذه البلدان تعاني من الضغوط مما حدا بالبنوك المركزية إلى التدخل لدعمها (الهند وباكستان وفيت نام). كذلك تراجع سعر الون الكوري، ويرجع ذلك في جانب منه إلى تحول رصيد الحساب الجاري نحو تسجيل عجز طفيف بسبب تراجع معدلات التبادل التجاري. وأدت التطورات المتباينة في أسعار الصرف الاسمية بدورها إلى اتخاذ أسعار الصرف الفعلية الحقيقية مسارات متفاوتة، فاستمر الارتفاع في سعر صرف اليوان الصيني وعملات بلدان رابطة أمم جنوب شرق آسيا، في حين تشهد عملات بلدان جنوب آسيا والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة انخفاضا متواصلا (راجع الشكل البياني ٢-٤).

ويُتوقع أن يتراجع النمو في المنطقة إلى ٧.٧٥٪ في عام ٢٠٠٨ و٧٪ عام ٢٠٠٩ مقابل ٩.٢٥٪ عام ٢٠٠٧ (الجدول ٢-٣). ومن المرجح أن يؤثر تراجع الطلب الخارجي تأثيرا سلبيا على الصادرات، ولكن ربما أدى الاستمرار في اتباع سياسات تيسيرية على صعيد الاقتصاد الكلي وتراجع سعر العملة في بعض الحالات إلى تخفيف حدة هذا التأثير. كذلك ستتراجع الاستثمارات وذلك في الأساس بسبب تراجع آفاق الصادرات. وسوف يتراجع الاستهلاك بسبب استمرار الارتفاع في أسعار الوقود والغذاء، برغم أن الدعم الشائع استخدامها في المنطقة قد توفر هامش أمان في مواجهة الأثر الذي يُحدثه ذلك في القوى الشرائية. وتتزايد مخاطر قصور النتائج عن التوقعات. ويتمثل المصدر الرئيسي للقلق في احتمال حدوث تأثير عكسي آخر على النشاط الاقتصادي إذا تراكمت التوترات في النظم المالية العالمية وحدث تباطؤ عالمي أكثر حدة من المتوقع. وفي حالة تجاوز النتائج للتوقعات، فربما أثبت الطلب المحلي أنه أكثر قدرة على الصمود، بينما من شأن انخفاض أسعار السلع الأولية أن يعطي دفعة للدخول الحقيقية.

وارتفع التضخم الكلي في مؤشر أسعار المستهلك ارتفاعا شديدا في عدد من البلدان بسبب ارتفاع أسعار

الغذاء وأسعار الوقود الموجهة إداريا في النصف الأول من العام. وارتفعت مؤشرات ضغوط التضخم الأساسي بدرجة أقل، ولكن لا تزال بعض البلدان تواجه مخاطر حدوث آثار أخرى غير مباشرة. وفي الصين، تراجع التضخم الكلي لمؤشر أسعار المستهلك باطراد منذ أن بلغ أعلى مستوياته عند ٨.٥٪ في شهر إبريل مع استبدال أوضاع العرض فيما يخص الغذاء. وارتفع التضخم الأساسي تدريجيا غير أنه ظل ضمن نطاق الاحتواء. وفي الهند قفز التضخم إلى ٩٪ في شهر أغسطس. وتزايدت ضغوط التضخم الأساسي حيث أدى ارتفاع مستوى استخدام الموارد وقوة نمو الائتمان إلى إيجاد أرض خصبة لحدوث آثار غير مباشرة (راجع الشكل البياني ٢-٤). وأسهم في ذلك أيضا عدم كفاية تشديد السياسات.

ورغم أن الارتفاع في أسعار الغذاء والوقود قد يواصل الانحسار خلال الشهور المقبلة بينما ينخفض النمو، من المتوقع أن تظل معدلات التضخم مرتفعة في الأجل القريب. ويُتوقع ارتفاع التضخم الأساسي للمنطقة ككل إلى نحو ٧.٢٥٪ في عام ٢٠٠٨ (على أساس التغير المقارن من سنة إلى أخرى) مقابل ٥٪ عام ٢٠٠٧، وذلك قبل أن ينخفض إلى ٦٪ عام ٢٠٠٩. كذلك من المرجح أن تظل ضغوط التضخم الأساسي مرتفعة في ظل البيئة التي تفرض قيودا على استخدام الموارد واستمرار سياسات الاقتصاد الكلي التيسيرية.

وجاءت الاستجابات حيال ارتفاع التضخم متباينة عبر المنطقة. فقد قامت بعض الاقتصادات بتشديد السياسة النقدية — عن طريق رفع أسعار الفائدة (الهند وإندونيسيا وكوريا والفلبين وتايلند ومقاطعة تايوان الصينية وفيت نام)، وتشديد نسب الاحتياطي الإلزامي (كمبوديا والهند وفيت نام) وزيادة المساحة المتاحة للارتفاع في نطاق سعر الصرف (سنغافورة). وقام بنك الشعب الصيني في وقت أقرب بخفض معدلات الإقراض المعيارية وتقليل نسبة الحد الأدنى للاحتياطي القانوني بسبب المخاوف من تباطؤ النمو. وتدخلت الهند وكوريا في سوق الصرف الأجنبي لدعم عملتيهما. أما البلدان التي استمرت في تكوين احتياطيات أجنبية، فقد أجرت لها تعقيما جزئيا عن طريق إصدار السندات ورفع الحدود الدنيا للاحتياطيات الإلزامية من أجل احتواء السيولة المتراكمة. ومع هذا قام كثير من البلدان بتيسير موقف سياسة المالية العامة بغية موازنة الآثار المترتبة على تشديد السياسة النقدية، ويُعزى ذلك إلى الزيادات الكبيرة في دعم الوقود. وبرغم قيام عدة بلدان برفع أسعار الوقود

## آسيا الصاعدة: الموازنة بين المخاطر على النمو واستقرار الأسعار

### الجدول ٢-٣: اقتصادات آسيوية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري

(التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

	رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي			
	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦
آسيا الصاعدة <sup>٣</sup>	٥,٠	٥,٢	٦,٨	٥,٨	٥,٨	٧,٣	٤,٩	٣,٨	٧,١	٧,٧	٩,٣	٩,٢
الصين	٩,٢	٩,٥	١١,٣	٩,٤	٤,٣	٦,٤	٤,٨	١,٥	٩,٣	٩,٧	١١,٩	١١,٦
جنوب آسيا <sup>٤</sup>	٣,٣-	٣,٣-	١,٧-	١,٤-	٨,٨	٨,٨	٦,٩	٦,٥	٦,٤	٧,٦	٨,٧	٩,٢
الهند	٣,١-	٢,٨-	١,٤-	١,١-	٦,٧	٧,٩	٦,٤	٦,٢	٦,٩	٧,٩	٩,٣	٩,٨
باكستان	٦,٤-	٨,٧-	٤,٨-	٣,٩-	٢٣,٠	١٢,٠	٧,٨	٧,٩	٣,٥	٥,٨	٦,٤	٦,٩
بنغلاديش	٠,٩	١,٠	١,١	١,٢	١٠,٠	١٠,١	٩,١	٧,١	٥,٦	٧,٠	٦,٣	٦,٥
بلدان «آسيان» الخمسة	٢,١	٢,٧	٥,١	٤,٨	٧,٢	٩,٦	٤,٤	٨,١	٤,٩	٥,٥	٦,٣	٥,٧
إندونيسيا	٠,١-	٠,١	٢,٥	٣,٠	٨,٨	٩,٨	٦,٢	١٣,١	٥,٥	٦,١	٦,٣	٥,٥
تايلند	٢,٠	٣,١	٦,٤	١,١	٣,٢	٥,٧	٢,٢	٤,٦	٤,٥	٤,٧	٤,٨	٥,١
الفلبين	٢,٢	٢,٤	٤,٤	٤,٥	٧,٠	١٠,١	٢,٨	٦,٢	٣,٨	٤,٤	٧,٢	٥,٤
ماليزيا	١٣,٢	١٤,٨	١٥,٦	١٦,١	٤,٧	٦,٠	٢,٠	٣,٦	٤,٨	٥,٧	٦,٣	٥,٨
فييت نام	١٠,٤-	١١,٧-	٩,٩-	٠,٣-	١٥,٠	٢٤,٠	٨,٣	٧,٥	٥,٥	٦,٣	٨,٥	٨,٢
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة	٤,٣	٤,٧	٦,٢	٥,٣	٣,٥	٤,٨	٢,٢	١,٦	٣,٢	٤,٠	٥,٦	٥,٦
كوريا	٠,٧-	١,٣-	٠,٦	٠,٦	٤,٠	٤,٨	٢,٥	٢,٢	٣,٥	٤,١	٥,٠	٥,١
مقاطعة تايوان الصينية	٦,٥	٧,٨	٨,٦	٧,٢	٢,٥	٤,٢	١,٨	٠,٦	٢,٥	٣,٨	٥,٧	٤,٩
منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة	١٠,٣	١١,٧	١٣,٥	١٢,١	٤,٣	٤,٨	٢,٠	٢,٠	٣,٥	٤,١	٦,٤	٧,٠
سنغافورة	١٧,٠	١٩,١	٢٤,٣	٢١,٨	٣,٣	٦,٥	٢,١	١,٠	٣,٥	٣,٦	٧,٧	٨,٢

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. أما التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه فيمكن الاطلاع عليها في الجدول ألف ٧ بالملاحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> تتألف من بلدان آسيا النامية والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة ومنغوليا.

<sup>٤</sup> تشمل ملديف ونيبال وسري لانكا.

- يشهد الطلب المحلي في معظم البلدان تراجعاً سريعاً وقد تم بالفعل تشديد بعض السياسات. ورغم أنه يتعين أن تظل السلطات يقظة حيال المخاطر التضخمية، فقد يكون هناك مبرر لإرخاء السياسات إذا كانت توجد مخاطر كبيرة من قصور نتائج النمو عن التوقعات. ويمكن السماح لأدوات التثبيت التلقائي بالعمل على نحو كامل في البلدان التي لديها مراكز مالية قوية. غير أنه يتعين توخي الحذر عند استخدام سياسات المالية العامة الاستصوابية إذ تبين من التجارب السابقة صعوبة تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ هذه الإجراءات، حيث إنها لم تكن شديدة الفعالية (راجع الفصل الخامس). ولكن يمكن تبرير استخدامها في مواجهة تدهور آفاق النمو في البلدان التي تحتل مراكز مالية أساسية قوية.
- وفي المقابل، يتعين أن تتجه سياسات الاقتصاد الكلي نحو التشديد في بضعة بلدان (مثل إندونيسيا وفييت نام)، حيث يُتوقع أن يظل النمو قوياً نسبياً، كما أنها تواجه مخاطر أكبر من حدوث آثار تضخمية أخرى غير مباشرة. ولم تترسخ مصداقية السياسة النقدية فيها بعد. وينبغي أن يكون تشديد السياسة النقدية هو خط

الموجهة إدارياً (مثل بنغلاديش والصين والهند وماليزيا وفييت نام)، كانت هذه الزيادة طفيفة (ما عدا في فييت نام) مقارنة بارتفاع أسعار الوقود العالمية، وفي بعض الحالات استُخدمت الموارد التي تم جمعها في زيادة نفقات أخرى مثل الدعم على الغذاء. وقامت عدة بلدان رئيسية مصدرة للأرز في المنطقة (كمبوديا والصين والهند وفييت نام) بحظر تصديره أو فرض حصص أو ضرائب لزيادة عرض الغذاء على المستوى المحلي وخفض الأسعار المحلية مما أضاف إلى الضغوط على الأسعار العالمية.

وعلى هذه الخلفية، تتمثل المعضلة الرئيسية على صعيد السياسات في المنطقة في كيفية التجاوب إزاء تراجع آفاق النمو والاضطرابات المالية العالمية دون فقدان السيطرة على التضخم. وبرغم التفاوت الكبير في الظروف القُطرية، فقد ازدادت مخاطر قصور نتائج النمو عن المتوقع في آسيا الصاعدة في الشهور الأخيرة بينما تراجعت مخاطر التضخم مع انخفاض أسعار الغذاء والنفط مقارنة بأعلى مستوياتها المشاهدة في أوقات سابقة هذا العام. ومن ثم تحولت الأولويات على صعيد السياسات رغم الفروق الواضحة في الظروف القُطرية.

النمو في أمريكا الوسطى وبلدان الكاريبي مما يعكس تأثير تباطؤ النمو في الولايات المتحدة وارتفاع تكاليف الوقود على السياحة.

وقد ارتفع التضخم الكلي للمنطقة إلى ٨٪ في أغسطس، وهي أعلى نسبة بلغها في خمس سنوات، على الرغم من التوقعات بانخفاضه في الجزء الأخير من عام ٢٠٠٨ وعام ٢٠٠٩، وسيساعد على ذلك تراجع أسعار السلع الأولية، وزيادة تشديد السياسات النقدية وتباطؤ نمو الطلب. ومع هذا، سيظل التضخم عند مستويات في حدود الخانتين في عدد من بلدان المنطقة، بما فيها بوليفيا وباراغواي وجمهورية فنزويلا البوليفارية وعدة بلدان في أمريكا الوسطى، ويعتقد المحللون أن التضخم الفعلي في الأرجنتين أعلى كثيرا من المعدل الرسمي البالغ ٩,٠٪ في أغسطس (راجع الشكل البياني ٢-٥).<sup>٩</sup> وبرغم أن نمو الأجور الاسمية لا يزال قيد السيطرة في معظم البلدان، فإن الآثار الناجمة عن ارتفاع توقعات التضخم تنتقل إلى مفاوضات الأجور في بلدان مثل الأرجنتين وجمهورية فنزويلا البوليفارية حيث يتم تشديد القيود على الطاقة الإنتاجية. وارتفع التضخم كذلك في البلدان التي لديها بنوك مركزية تستهدف التضخم — البرازيل وشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو — إلى معدلات تتجاوز النطاقات المستهدفة في بعض الحالات، غير أنها تمكنت من احتواء الزيادات بوجه عام أكثر من سائر بلدان المنطقة، وهناك إشارات على تحقيق الاستقرار أو حتى تراجع التوقعات التضخمية في بعض البلدان.

واستجابة لذلك رفعت البنوك المركزية أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية، وهي الأكثر فعالية في البلدان التي تضع نظما لاستهداف التضخم، حيث ساعد ارتفاع سعر الصرف كذلك على احتواء الضغوط التضخمية. وفي البرازيل حظي تشديد السياسة النقدية بدعم يرجع إلى ارتفاع الفائض الأولي في المالية العامة المستهدف لعام ٢٠٠٨ بمقدار ٠,٥ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي. ومع هذا لم تكن سياسة المالية متشددة بوجه عام عبر المنطقة، ويرجع ذلك في جانب منه إلى الأثر الذي ترتب على الميزانية بسبب تأخر انتقال الزيادات في أسعار النفط الدولية وارتفاع الدعم الصريح. وبرغم أنه يتعين تراجع

الدفاع الأول في مواجهة ارتفاع التضخم، ولكن قد يستدعي الأمر تكميله في بعض الحالات بزيادة مرونة في سعر الصرف أو اتخاذ إجراءات على صعيد المالية العامة. ومن شأن تقييد الإنفاق من المالية العامة أن يساعد في خفض الضغوط التضخمية، خاصة في البلدان التي شهدت تراجعا في مراكز المالية العامة وزيادة ضغوط الأسعار بسبب زيادة الدعم على الغذاء والوقود وكذلك ارتفاع الأجور في القطاع العام.

### أمريكا اللاتينية والكاريبي: توجيه الدفة في بيئة محفوفة بالمخاطر

مثلما هو الحال في أنحاء أخرى من العالم، تواجه اقتصادات أمريكا اللاتينية مزيجا مريحا من تباطؤ النشاط الاقتصادي وأوضاعا خارجية أكثر صعوبة وتضخما لا يزال مرتفعا. وبعد انقضاء أربعة أعوام من النمو القوي في الناتج، تراجعت وتيرة النمو في معظم اقتصادات المنطقة في النصف الأول من عام ٢٠٠٨، ويعود ذلك بدرجة كبيرة إلى تراجع الصادرات. وظل الطلب المحلي قويا هذا العام حتى الآن يدعمه تحسن معدلات التبادل التجاري للبلدان المصدرة للسلع الأولية، ولكن يُتوقع تراجع الطلب مع تباطؤ الاقتصاد العالمي وبسبب التحول نحو تشديد السياسة النقدية لاحتواء التضخم. كذلك واجهت بلدان المنطقة أوضاعا خارجية أصعب في الشهور الأخيرة. وتأثرت أمريكا اللاتينية على نحو متزايد باضطراب الأوضاع في الأسواق المالية الناضجة مع حدوث انخفاض حاد في أسعار الأسهم، واتساع فروق العائد كثيرا، وزيادة تضيق إمكانيات الحصول على التمويل بالدولار، ومواجهة أسعار الصرف للضغوط، لا سيما في البلدان المصدرة للسلع الأولية التي تواجه انخفاضا في أسعار الصادرات.

وبوجه عام، يُتوقع انخفاض نمو إجمالي الناتج المحلي من ٥,٥٪ في عام ٢٠٠٧ إلى ٤,٥٪ عام ٢٠٠٨ و ٣,٢٥٪ عام ٢٠٠٩ (الجدول ٢-٤). وتشير زيادة حدة التباطؤ إلى حد ما في عام ٢٠٠٩ مقارنة بالتصورات الواردة في عدد يوليو ٢٠٠٨ من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي إلى زيادة تدهور الآفاق العالمية، وتراجع أسعار السلع الأولية، وتزايد صعوبة الأوضاع المالية الخارجية. وسوف ينخفض النمو في البرازيل إلى أقل من مستوى الاتجاه العام، وسيظل النشاط الاقتصادي في المكسيك في حالة ركود حيث سيؤدي التباطؤ الذي تشهده الولايات المتحدة إلى إضعاف الصادرات والتحويلات. ويُتوقع كذلك تراجع

<sup>٩</sup> وصلت بيانات التضخم في مؤشر أسعار المستهلك للعديد من عواصم المقاطعات بوجه عام إلى مستويات أعلى كثيرا من هذا المعدل في أغسطس ٢٠٠٨، رغم أنه ينبغي الإشارة إلى أن بيانات المقاطعات لا تعكس تغيرات الأسعار في نفس سلة السلع.

أمريكا اللاتينية والكاريبي: توجيه الدفة في بيئة محفوفة بالمخاطر

الجدول ٢-٤: اقتصادات مختارة في نصف الكرة الغربي: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	
١,٦-	٠,٨-	٠,٤	١,٥	٧,٣	٧,٩	٥,٤	٥,٣	٣,٢	٤,٦	٥,٦	٥,٥	نصف الكرة الغربي
١,٣-	٠,٥-	٠,٨	١,٨	٧,١	٧,٦	٥,٣	٥,٢	٣,١	٤,٦	٥,٦	٥,٤	أمريكا الجنوبية والمكسيك <sup>٣</sup>
٠,٦-	٠,٨	١,٧	٢,٦	٩,١	٩,١	٨,٨	١٠,٩	٣,٦	٦,٥	٨,٧	٨,٥	الأرجنتين
٢,٠-	١,٨-	٠,١	١,٣	٥,١	٥,٧	٣,٦	٤,٢	٣,٥	٥,٢	٥,٤	٣,٨	البرازيل
٠,٩-	١,١-	٤,٤	٤,٧	٦,٥	٨,٩	٤,٤	٣,٤	٣,٨	٤,٥	٥,١	٤,٣	شيلي
١,٩-	٢,٢-	٢,٩-	١,٨-	٥,٥	٧,٣	٥,٥	٤,٣	٣,٥	٤,٠	٧,٧	٦,٨	كولومبيا
١,٥	٥,٦	٢,٣	٣,٩	٥,١	٨,٥	٢,٣	٣,٣	٣,٠	٣,٠	٢,٥	٣,٩	إكوادور
٢,٢-	١,٤-	٠,٦-	٠,٢-	٤,٢	٤,٩	٤,٠	٣,٦	١,٨	٢,١	٣,٢	٤,٩	المكسيك
١,٨-	٢,٠-	١,٤	٣,٠	٤,٤	٥,٦	١,٨	٢,٠	٧,٠	٩,٢	٨,٩	٧,٧	بيرو
١,٩-	٢,٦-	٠,٨-	٢,٤-	٦,٢	٦,٨	٨,١	٦,٤	٥,٥	٦,٥	٧,٤	٧,٠	أوروغواي
٣,٤	٨,٥	٨,٨	١٤,٧	٣٣,٥	٢٧,٢	١٨,٧	١٣,٧	٢,٠	٦,٠	٨,٤	١٠,٣	جمهورية فنزويلا البوليفارية
٨,٧-	٩,١-	٦,٩-	٤,٨-	٨,٥	١٠,٩	٦,٧	٦,٥	٤,٢	٤,٦	٦,٦	٦,٢	أمريكا الوسطى <sup>٤</sup>
٤,٤-	٥,٣-	١,٧-	٠,٧-	١٠,١	١٢,١	٦,٧	٧,٨	٢,٩	٣,٧	٥,٦	٧,٨	الكاريبي <sup>٤</sup>

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف ٧ في الملحق الإحصائي.  
<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٣</sup> تشمل بوليفيا وباراغواي.  
<sup>٤</sup> العناصر القطرية لهذه المجموعات الإقليمية مبيّنة بالتحديد في الجدول (و) في الملحق الإحصائي.

«المرتبة الاستثمارية» في الشهور الأخيرة. ومع هذا تم تشديد شروط التمويل بالدولار الأمريكي في عدة بلدان الشهر الماضي، وكان من شأن هذا التمويل — مقترنا بالانخفاض المتواصل في أسعار السلع الأولية — توسيع أطر السياسات الاقتصادية الكلية. وتكتنف الآفاق مخاطر قصور النتائج عن التوقعات، ويعزى ذلك بقدر كبير إلى التطورات الخارجية. ويمكن أن يؤدي زيادة عمق التباطؤ في النمو العالمي إلى انخفاض أسعار السلع الأولية انخفاضاً حاداً، بينما يستمر تشديد أوضاع التمويل الخارجي التي تواجه أمريكا اللاتينية. ومن شأن هذا السيناريو أن يؤدي إلى زيادة تباطؤ النمو في المنطقة، ورغم تراجع التضخم بدرجة كبيرة، قد تواجه المراكز الخارجية ضغوطاً حادة. وفي هذه الحالة، سيتعين على صانعي السياسات التأهب لمواءمة السياسات عند الحاجة من أجل الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي وآفاق النمو طويل الأجل. وربما يُتاح المجال أمام العدد القليل من البلدان الذي لديه مراكز مالية عامة قوية جداً لاتخاذ رد فعل على صعيد المالية العامة مضاد للاتجاهات الدورية. ومن شأن المرونة في إدارة أسعار الصرف أن توفر إمكانية الصمود في مواجهة التقلبات المحتملة في تدفقات النقد الأجنبي.

التضخم تدريجياً الآن، إلا أن تشديد الأوضاع النقدية لا يزال مطلوباً في بعض البلدان التي أصبحت أسعار الفائدة الحقيقية فيها سالبة بقدر كبير وحيث يسود شعور بتراجع مصداقية السياسات المتبعة. وأصبح أمام البنوك المركزية التي تضع نظماً لاستهداف التضخم نطاقاً محدوداً لتحمل انحراف التضخم الكلي مؤقتاً عن الأهداف، ولكن قد يتعين على بعضها رفع أسعار الفائدة مرة أخرى، وهذا يتوقف على تطور المخاطر التي تواجه النشاط الاقتصادي. وفي الوقت ذاته، فإن من شأن تشديد السيطرة على نمو الإنفاق الحكومي أن يساعد في كبح نمو الطلب المحلي وتقليل التعرض لمخاطر التحولات المعاكسة في مشاعر السوق. وتتسم المراكز الخارجية عامة بالقوة رغم أن اضطرابات الاقتصاد العالمي قد تؤدي إلى تآكل هوامش الأمان التي تراكمت على مدى السنوات القليلة الماضية. ويُتوقع أن يشهد رصيد الحساب الجاري للمنطقة عجزاً في عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ بعد أن كان يسجل فوائض منذ عام ٢٠٠٣، ولكن سوف يظل هذا العجز منخفضاً جداً. وفضلاً على ذلك، فإن مستويات الاحتياطات مرتفعة وتؤدي مرونة أسعار الصرف إلى إتاحة المجال للتصرف في عدد من البلدان. وتراجعت المخاطر التي تواجه الميزانيات العمومية للقطاع العام ككل بينما ارتفعت المراتب الائتمانية — وصلت البرازيل وبيرو إلى



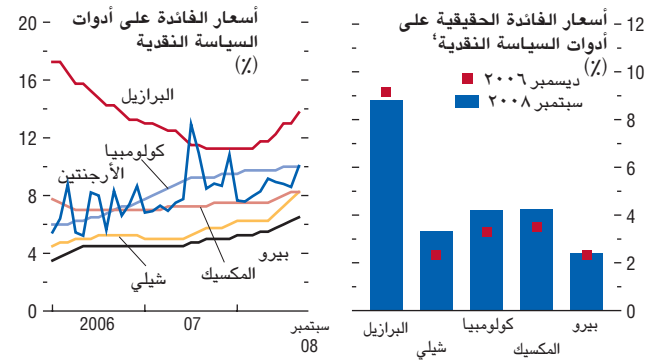
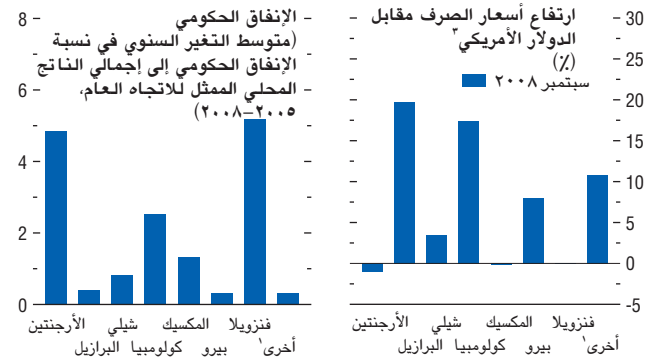
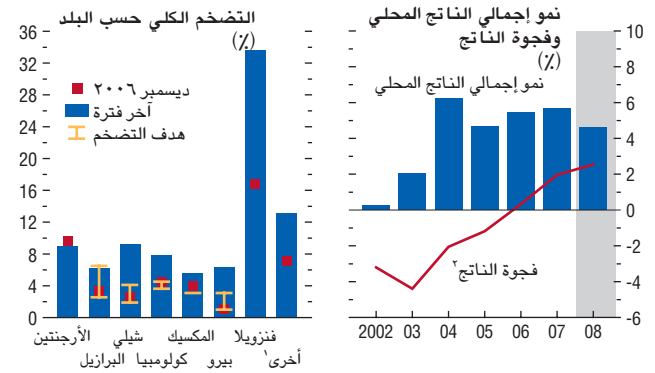
## أوروبا الصاعدة: آفاق الهبوط الهادئ

بدأ النشاط الاقتصادي في أوروبا الصاعدة يشهد تراجعاً بينما أصبح حدوث تباطؤ كبير أمر وشيك بعد مرور فترة مطولة من التوسع الاقتصادي. وأدى انخفاض الطلب الخارجي، لا سيما بسبب تراجع الطلب في أوروبا الغربية وزيادة تشديد أوضاع التمويل الخارجي إلى التأثير سلباً على الاستثمارات والصادرات، بينما تباطأ الاستهلاك الخاص إزاء الارتفاع الحاد في أسعار الغذاء والوقود. ومع ذلك، لا يزال الطلب المحلي يحظى بدعم من التوسع المتواصل في الطاقة الإنتاجية وكذلك سرعة منح الائتمان للقطاع الخاص من جانب بنوك معظمها أجنبية (وخاصة في بلغاريا ورومانيا)، وذلك رغم التراجع الملحوظ في احتمالات استمرار التدفقات الرأسمالية الداخلة القوية. وتشهد بلدان البلطيق، لا سيما إستونيا ولاتفيا، تصحيحات حادة بالفعل مع بدء زوال الاختلالات المحلية والخارجية الكبيرة التي تراكمت أثناء نوبات انتعاش الاستهلاك والاستثمار التي طال أمدها (الشكل البياني ٢-٦). وانخفض الاستهلاك الخاص، وبدرجة أقل الاستثمار، وبدأت عجوزات الحساب الجاري تتراجع في ظل تآكل الدخل الحقيقية بسبب ارتفاع خدمة الدين والتضخم، وتراجع البنوك الأجنبية عن التوسع في منح القروض بسبب تزايد مخاوفها من تراكم الاختلالات.

وأدى ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة إلى زيادة ارتفاع التضخم في ظل استمرار قوة الطلب المحلي واستمرار تشديد الأوضاع في أسواق العمل. وبحلول شهر يونيو ٢٠٠٨، بلغ التضخم الكلي في معظم البلدان ضعف المعدلات المشاهدة في العام السابق، ووصل إلى معدلات في حدود الخانتين في بلدان البلطيق (خاصة لاتفيا)، وبلغاريا وتركيا. كذلك تصاعد التضخم الأساسي بسبب ارتفاع الأجور (على سبيل المثال، بولندا والجمهورية السلوفاكية) وقوة ضغوط الطلب (لا سيما في بلغاريا ورومانيا وتركيا). وتوجد كذلك أدلة على حدوث آثار غير مباشرة بسبب طفرة أسعار الغذاء والطاقة، كما ارتفعت توقعات التضخم في كثير من البلدان. وأدى تجاوز أهداف التضخم بهوامش كبيرة إلى تشديد السياسة النقدية في أوروبا الوسطى والشرقية ورومانيا وتركيا في سياق أنظمة سعر الصرف الموعوم. وساعد تعزيز العملات والحصاد الجيد في اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية على مكافحة الضغوط التضخمية. ومع هذا كانت المساحة المتاحة

## الشكل البياني ٢-٥: أمريكا اللاتينية: عودة التضخم

ارتفع التضخم عبر المنطقة مدفوعاً بارتفاع أسعار الغذاء وتزايد القيود على الطاقة الإنتاجية. وكانت البنوك المركزية التي تضع نظماً لاستهداف التضخم أكثر فعالية بوجه عام في رفع أسعار الفائدة، تدعمها إدارة أكثر مرونة لأسعار الصرف.

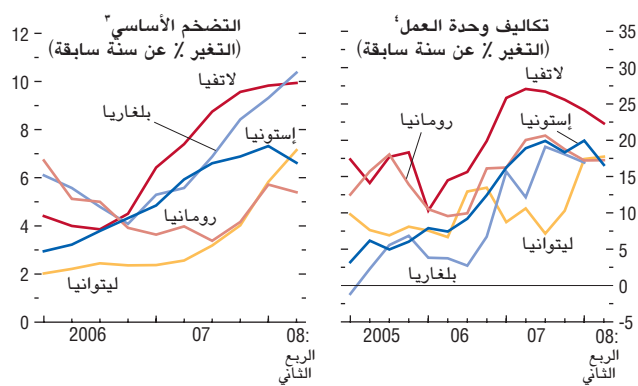
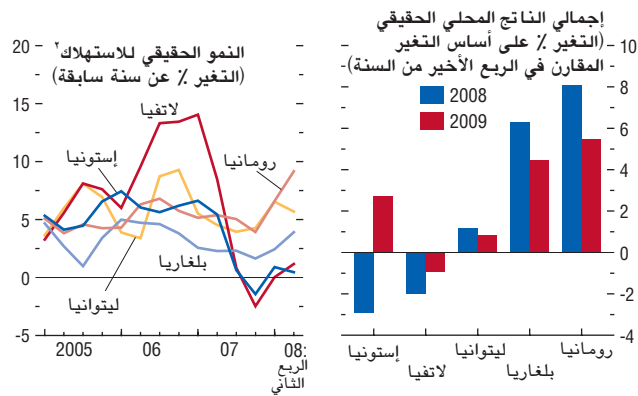
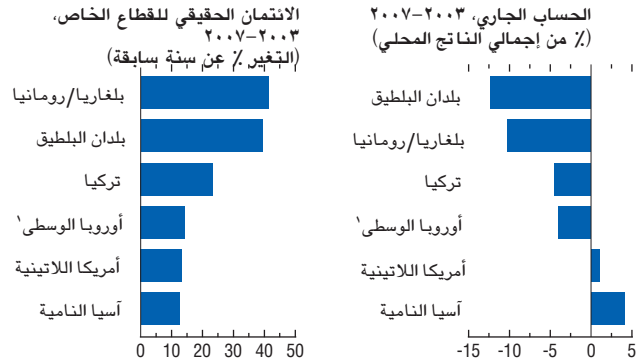


المصادر: مؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics)؛ وبنك التنمية للبلدان الأمريكية؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ بوليفيا وكوستاريكا وغواتيمالا وهندوراس وباراغواي وأوروغواي.  
 ٢ تقديرات فجوة الناتج، معبراً عنها كنسبة إلى إجمالي الناتج المحلي المحتمل، استناداً إلى حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ٣ منذ ديسمبر ٢٠٠٦.  
 ٤ نسبياً إلى توقعات التضخم لعام واحد.

## أوروبا الصاعدة: آفاق الهبوط الهادئ

### الشكل البياني ٢-٦: أوروبا الصاعدة: هل بدأ الفتر يصب فطرات التوسع الائتماني؟

ازداد الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في بلدان البلطيق وبلغاريا ورومانيا بمعدل أسرع كثيرا من البلدان الأخرى في المنطقة. وصاحب طفرات التوسع الائتماني تصاعد في الاختلالات الخارجية الكبيرة. وتمر إستونيا ولاتفيا في الوقت حاضر بمرحلة تصحيح حاد، بينما يواصل الاستهلاك وإجمالي الناتج المحلي النمو بسرعة في بلغاريا ورومانيا، وبدرجة أقل في ليتوانيا. وبدأت إستونيا ولاتفيا تشهدان استقرارا من حيث التضخم الأساسي ونمو تكاليف وحدة العمل، بينما لا تزال الضغوط التضخمية قوية في بلغاريا وليتوانيا ورومانيا.



المصادر: مؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics)، وإحصاءات وجهة التجارة الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تشمل الجمهورية التشيكية وبلغاريا وبولندا والجمهورية السلوفاكية.  
<sup>٢</sup> متوسط متحرك لربعي سنة.  
<sup>٣</sup> مؤشر أسعار المستهلك الكلي ما عدا الطاقة والغذاء والمشروبات الكحولية والتبغ.  
<sup>٤</sup> محسوبة كتعويضات كلية مقسوما على إجمالي الناتج المحلي ما عدا رومانيا حيث تُستخدم الأجور بدلا من التعويضات.

لتشديد موقف السياسة النقدية أقل بالنسبة للبلدان التي تتبع نظم سعر الصرف الثابت (بلدان البلطيق وبلغاريا)، بينما أسهم انخفاض سعر صرف العملة في رومانيا وتركيا في حدوث تضخم رغم ارتفاع أسعار الفائدة. ومع هذا بدأت الضغوط التضخمية تنحسر في إستونيا وبلغاريا ولاتفيا في سياق التصحيحات الاقتصادية (راجع الشكل البياني ٢-٦).

ومن المتوقع أن يستمر التباطؤ الملحوظ في النمو، وذلك لأسباب منها تقلص التدفقات الرأسمالية الداخلة وزيادة تشديد القيود المالية. وتشير التوقعات إلى تراجع النمو في اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية من نحو ٦% عام ٢٠٠٧ إلى حوالي ٤.٥% عام ٢٠٠٨ و٣.٥% عام ٢٠٠٩ (الجدول ٢-٥). وسوف يؤدي تراجع الطلب من أوروبا الغربية إلى تباطؤ الصادرات والاستثمار، بينما سيؤثر ارتفاع التضخم تأثيرا سلبيا على الدخل الحقيقية والاستهلاك. كذلك سينخفض النمو في جنوب أوروبا وجنوبها الشرقي وتركيا، إذ سيؤدي تدهور الآفاق الخارجية واستمرار الارتفاع في أسعار السلع الأولية إلى التأثير سلبا على الاستهلاك والاستثمار. ويتوقع مواصلة التصحيحات في بلدان البلطيق، مع توقع انخفاض النمو من قرابة ٩% في المتوسط عام ٢٠٠٧ إلى حوالي ١.٢٥% عام ٢٠٠٨ و-٠.٢٥% عام ٢٠٠٩. ومن المتوقع أن تبدأ هذه الاقتصادات في بلوغ مرحلة التعافي تدريجيا في النصف الثاني من عام ٢٠٠٩. ومن المتوقع أن تتراجع الضغوط التضخمية في عام ٢٠٠٩ مع انحسار الزيادات في أسعار السلع الأولية وهبوط التكاليف المحلية وتراجع ضغوط الطلب.

وتكتنف الآفاق مخاطر قصور النتائج عن التوقعات. وترتبط هذه المخاطر بتراجع أوضاع التمويل الخارجي، وانخفاض الطلب الخارجي بأكثر من المتوقع، وارتفاع أسعار السلع الأولية من جديد. وهناك مخاطر من حدوث تحول حاد في مسار التدفقات الرأسمالية الداخلة وذلك بصفة خاصة في البلدان التي تواجه عجزا كبيرا في الحساب الجاري يُموّل جزئيا من التدفقات الرأسمالية الداخلة غير الاستثمار الأجنبي المباشر. ويزداد تعرض بعض بلدان أوروبا الصاعدة لمخاطر حدوث مزيد من التغيرات في مشاعر الأسواق بسبب الحيازات الكبيرة لغير المقيمين من السندات بالعملات المحلية، وكثافة الاقتراض المحلي بعملة أجنبية واعتماد بعض المؤسسات المالية على التمويل بالجملة من الخارج. وفيما يتجاوز نطاق هذه المخاطر، هناك أوجه عدم يقين كبيرة بشأن وتيرة التصحيح في بلدان البلطيق. ولا يمكن استبعاد حدوث

الجدول ٢-٥: اقتصادات مختارة في أوروبا الصاعدة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي			
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦
٧,٢-	٧,١-	٦,٦-	٦,٠-	٥,٨	٧,٨	٥,٧	٥,٤	٣,٤	٤,٥	٥,٧	٦,٧
٦,٧-	٦,٥-	٥,٧-	٦,٠-	٨,٤	١٠,٥	٨,٨	٩,٦	٣,٠	٣,٥	٤,٦	٦,٩
٧,٤-	٧,٤-	٧,١-	٦,٠-	٤,٥	٦,٤	٤,١	٣,٢	٣,٥	٥,٠	٦,٣	٦,٦
٨,٦-	١٤,٠-	١٨,١-	١٥,٨-	٧,٣	١٢,٥	٧,٣	٤,٨	٠,٣-	١,٢	٨,٨	٩,٨
٨,٧-	١٠,٨-	١٨,١-	١٦,٧-	٥,١	١٠,٢	٦,٦	٤,٤	٠,٥	١,٥-	٦,٣	١٠,٤
٨,٣-	١٥,١-	٢٢,٩-	٢٢,٧-	١٠,٦	١٥,٩	١٠,١	٦,٥	٢,٢-	٠,٩-	١٠,٣	١٢,٢
٨,٧-	١٤,٩-	١٤,٦-	١٠,٧-	٦,٢	١١,٣	٥,٨	٣,٨	٠,٧	٣,٩	٨,٩	٧,٩
٥,٠-	٤,٤-	٣,٧-	٣,٦-	٣,٥	٤,٩	٣,٤	٢,١	٣,٦	٤,٦	٦,١	٦,٢
٢,٥-	٢,٢-	١,٨-	٢,٦-	٣,٤	٦,٧	٢,٨	٢,٥	٣,٤	٤,٠	٦,٦	٦,٨
٦,١-	٥,٥-	٥,٠-	٦,١-	٤,١	٦,٣	٧,٩	٣,٩	٢,٣	١,٩	١,٣	٣,٩
٥,٧-	٤,٧-	٣,٨-	٢,٧-	٣,٣	٤,٠	٢,٥	١,٠	٣,٨	٥,٢	٦,٦	٦,٢
٤,٧-	٥,١-	٥,٤-	٧,١-	٣,٦	٣,٩	١,٩	٤,٣	٥,٦	٧,٤	١٠,٤	٨,٥
١٤,٠-	١٤,٨-	١٤,١-	١٠,٧-	٦,٤	٨,٨	٥,١	٦,٢	٤,٥	٧,٣	٦,٠	٧,٠
٢١,٥-	٢٤,٤-	٢١,٤-	١٥,٦-	٧,٠	١٢,٢	٧,٦	٧,٤	٤,٢	٦,٣	٦,٢	٦,٣
١٠,٢-	١٠,١-	٨,٦-	٧,٩-	٤,٩	٧,٠	٢,٩	٣,٢	٣,٧	٣,٨	٥,٦	٤,٨
١٣,٣-	١٣,٨-	١٤,٠-	١٠,٤-	٦,٦	٨,٢	٤,٨	٦,٦	٤,٨	٨,٦	٦,٠	٧,٩

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألفاء ٧ في الملحق الإحصائي.  
<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

أجنبية على نطاق واسع، وذلك في البلدان التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت (على سبيل المثال، تُمنح معظم القروض في بلدان البلطيق باليورو)، وفي البلدان التي تتبع نظام سعر الصرف الموعوم (ففي هنغاريا ورومانيا، على سبيل المثال، بلغت حصة القروض بعملات أجنبية نحو ٦٠٪ من مجموع قروض قطاع الأسر عام ٢٠٠٧). وارتفعت تكاليف التمويل بسبب انخفاض أسعار الأسهم وتساعد فروق العائد على السندات.

ويتمثل التحدي المائل أمام السياسات في كيفية تصميم عملية الهبوط الهادئ مع الاستمرار في إرساء الأسس للتقارب القابل للاستمرار مع المستويات المعيشية في أوروبا الغربية.

- تبدو مخاطر التضخم والنمو متوازنة في اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية مما يبرر إبقاء السياسة النقدية دون تغيير في الوقت الحاضر، رغم أن ميزان المخاطر يتوقف على تطورات لا يمكن توقعها في التدفقات الرأسمالية وأسعار الصرف. وأدت قوة الإيرادات والقيود على الإنفاق إلى زيادة تعزيز مراكز المالية العامة مؤخرًا، غير أن هناك مجالًا محدودًا للسماح لأدوات التثبيت التلقائي بالعمل على نحو كامل. ومن شأن مواصلة ضبط أوضاع المالية العامة

تباطؤ أكثر حدة من المتوقع إذا تراجعت الثقة الخارجية أو المحلية. وربما طال أمد الركود أكثر من مما تشير إليه التوقعات إذا أصبحت أسواق العمل أقل مرونة من المتوقع، ويجب على هذه الأسواق تصحيح أوضاعها لاستعادة قدرتها التنافسية.

وارتفعت المخاطر المالية كثيرًا مع بدء الاضطرابات في الأسواق المالية المتقدمة. ورغم تعرض البنوك العاملة في أوروبا الصاعدة لمخاطر قليلة مباشرة، إن وجدت، من سوق القروض عالية المخاطر في الولايات المتحدة، فإن هذه البنوك (وبنوكها الأم الأجنبية) قد تأثرت بالاضطرابات المتزايدة في أوروبا الغربية. وأدى التراجع في الإقدام على المخاطر على المستوى العالمي إلى زيادة مخاطر السيولة من خلال رفع تكاليف التمويل الخارجي للبنوك وإتاحة آجال استحقاق أقصر. كذلك ازدادت المخاطر الائتمانية حيث اقترن انتعاش الائتمان بإطالة آجال الاستحقاق، وارتفاع نسبة القرض إلى القيمة، وزيادة الانكشاف أمام منتجات تنطوي على مخاطر أكبر (مثل القروض المقومة بالين في هنغاريا والقروض المقومة بالفرنك السويسري في بولندا، بما في ذلك منحها بأسعار فائدة متغيرة). وتتعرض البنوك لمزيد من مخاطر الائتمان بسبب تراجع أسعار العقارات مؤخرًا، وذلك في بعض البلدان على أقل تقدير. وينتشر الإقراض بعملات

## كومنولث الدول المستقلة: إدارة الطفرة في أسعار السلع الأولية

ظل تنامي الائتمان الممنوح للقطاع الخاص وبلوغه معدلات في حدود الخانتين، يتعين إيلاء اهتمام كبير لمسألة الحفاظ على معايير احترازية عالية، وتطبيقها بقوة للحيلولة، دون تراجع المعايير الائتمانية. ومرة أخرى، يكتسب التعاون الوثيق عبر الحدود أهمية لنفس الأسباب التي تنطبق على بلدان البلطيق.

### كومنولث الدول المستقلة: إدارة الطفرة في أسعار السلع الأولية

لا يزال نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي قويا في معظم بلدان كومنولث الدول المستقلة تدعمه قوة الطلب المحلي الذي ارتفع بفضل تحسن معدلات التبادل التجاري في معظم بلدان المنطقة، وكذلك سياسات الاقتصاد الكلي التوسعية. ومع هذا، تشهد آفاق النمو تراجعاً نتيجة لتأثر المنطقة بالاضطرابات المالية العالمية، لا سيما كازاخستان، ثم روسيا في وقت أقرب، اللتان واجهتا فقدان الثقة وحدث تحول حاد في مسار التدفقات الرأسمالية. ومن شأن تراجع الطلب من البلدان الشريكة أن يضيف إلى الآثار التي يُحدثها عدم استقرار الأسواق المالية في النمو.

وقد أسهم ارتفاع أسعار الغذاء والوقود العالمية في إنكفاء الضغوط التضخمية كثيراً على مستوى المنطقة. وتسارعت وتيرة التضخم الكلي بصورة حادة خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨، فبلغ نحو ١٥٪ بحلول فصل الصيف، ويُعزى ذلك في جانب منه إلى ارتفاع الوزن الترجيحي للغذاء في استهلاك قطاع الأسر (الشكل البياني ٢-٧). وعلاوة على ذلك، تصاعد التضخم الأساسي في أنحاء المنطقة، ويرجع ذلك إلى مزيج التوترات الناشئة عن ارتفاع أسعار السلع الأولية وضغوط الطلب المحلي. ومن ثم، فهناك مخاوف من حدوث فورة في النشاط الاقتصادي مع بقاء الناتج أعلى من المستوى المحتمل واستمرار تشديد أسواق العمل. وتواصل السياسات عموماً اتخاذ موقف توسعي عبر المنطقة، كما أصبحت أسعار الفائدة سالبة بالقيمة الحقيقية بينما لا يزال الإنفاق الحكومي يشهد توسعاً سريعاً. واستمر ارتفاع أسعار السلع الأولية على المستوى الدولي في دفع موازين التجارة في البلدان المصدرة الصافية للسلع الأولية، بينما شهدت البلدان المستوردة الصافية للسلع الأولية تراجعاً ملحوظاً في مراكزها الخارجية. وحققت كل من أذربيجان وكازاخستان وروسيا وتركمانستان وأوزبكستان أقصى

المساعدة في توسيع هذه الهوامش وتخفيف العبء عن السياسة النقدية. ويتعين وضع السياسات العامة على مسار طويل الأجل وقابل للاستمرار لمواجهة التحديات التي يفرضها تزايد أعداد السكان المسنين وكذلك لدعم التقارب المستمر مع منطقة اليورو، وخاصة في الجمهورية السلوفاكية التي من المخطط أن تعتمد اليورو في يناير ٢٠٠٩. ومن شأن معالجة جوانب الجمود المتبقية في سوق العمل أن يسهل عملية تصحيح أوضاع المالية العامة في المدى البعيد بينما يسهم أيضاً في إرخاء القيود على أسواق العمل وتخفيف ضغوط الأجور.

• ويتعين الانتهاء من التصحيح الاقتصادي الكلي في بلدان البلطيق. ورغم بدء انحسار ضغوط الطلب المحلي، لا سيما في إستونيا ولاتفيا، لا تزال الاختلالات الخارجية تمثل مصدراً للقلق، فقد وصل التضخم إلى معدلات في حدود الخانتين، كما أن هناك تراجعاً في مستوى الثقة. ومن الضروري مقاومة إغراء الإرخاء الكبير لسياسة المالية العامة في حالة الركود، مع الأخذ في الاعتبار أن من شأن ارتفاع درجة انفتاح هذه الاقتصادات أن يحد من تأثير السياسة على الطلب. وسوف يكون من الضروري استرداد الزيادات غير القابلة للاستمرار في النفقات من الفترة الأخيرة واستهداف التوازن الهيكلي في الأجل المتوسط. كذلك يتعين زيادة اليقظة على صعيد الرقابة وإعداد خطط طارئة للمؤسسات المالية للتعامل مع الخسائر الكبيرة المحتملة في القروض التي تنجم عن تباطؤ النشاط الاقتصادي. وسوف يتطلب ذلك التعاون الوثيق بين السلطات الاحترازية المحلية والأجنبية نظراً لارتفاع حصة البنوك المملوكة لأطراف خارجية.

• وفي جنوب أوروبا وجنوبها الشرقي، يتعين اتخاذ إجراء لكبح الاختلالات الخارجية والداخلية المتصاعدة مع أخذ التقلبات المتزايدة لأوضاع التمويل الخارجي في الحسبان. ومثلما كان عليه الحال في بلدان البلطيق منذ عدة سنوات مضت، لا تزال هذه البلدان تشهد "فترات يسر" ويتعين على سياسات المالية العامة وسياسات الدخل أن تتجنب إضافة مزيد من الدفعات المسايمة للاتجاهات الدورية إلى القطاع الخاص الذي يشهد بالفعل فورة في النشاط الاقتصادي. ويتعين على وجه التحديد احتواء نمو النفقات العامة عن طريق الإبقاء على زيادات الأجور في القطاع العام متماسية مع نمو الإنتاجية وخفض حجم الحكومة، واقتتران ذلك بالإصلاحات الرامية إلى رفع كفاءة القطاع العام. وفي

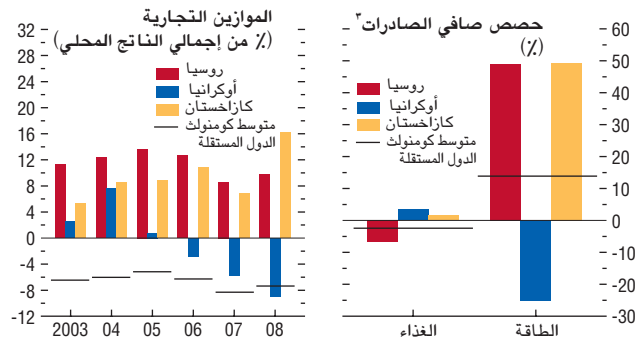
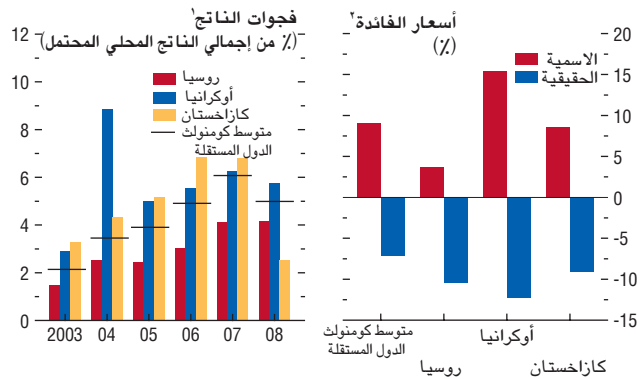
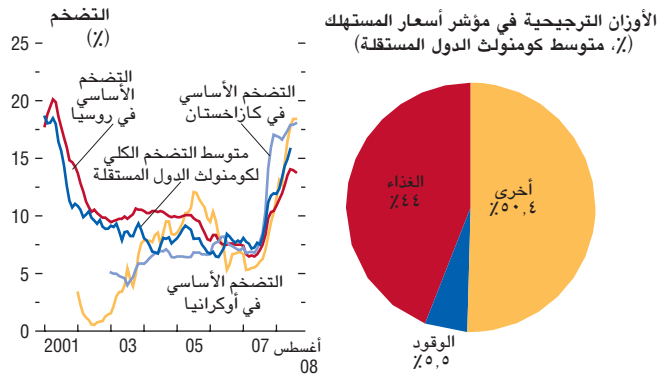
قدر من المنفعة من تحسن معدلات التبادل التجاري، بينما ساءت هذه المعدلات في أرمينيا ومولدوفا وطاجيكستان. وتراجعت موازين تجارة الغذاء كثيرا في البلدان المستوردة الصافية للمواد الغذائية حيث أصبحت مستويات العجز غير مستقرة في بعض هذه البلدان. وفي ظل ارتفاع تكاليف الواردات من الغذاء، حصلت قيرغيزستان في شهر مايو على دفعة منصرفة معززة من صندوق النقد الدولي لمساعدتها في مواجهة قصور أكبر من المتوقع في ميزان المدفوعات.

ومن المتوقع أن يحدث تباطؤ في نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من ٧.٢٥٪ هذا العام إلى نحو ٥.٧٥٪ عام ٢٠٠٩، وذلك كرد فعل إزاء تباطؤ الطلب الخارجي والضغوط التي تواجه الأسواق المالية الصاعدة (الجدول ٦-٢). وعلى الرغم من تراجع أسعار النفط مؤخرا، يُتوقع نمو الناتج بوتيرة متواصلة في البلدان المصدرة الصافية للطاقة حيث ستستمر طفرة الطلب بفضل تحسن معدلات التبادل التجاري، بينما ستشهد البلدان المستوردة الصافية للطاقة على الأرجح تراجعا ملحوظا في زخم نموها. وفي روسيا، تُعزى توقعات النمو لعام ٢٠٠٨ إلى أداء أقوى من المتوقع في مطلع العام، وزيادة تحسن معدلات التبادل التجاري، واتخاذ تدابير لإعطاء دفعة تنشيطية من المالية العامة تفوق المتوقع. وفي كازاخستان، يُتوقع أن يظل النمو ضعيفا نسبيا مع زوال التجاوزات التي كانت تشوب انتعاش الائتمان في الفترة السابقة، برغم أنه ينبغي لقطاع النفط الذي لا يزال قويا أن يستمر في موازنة آثار الضائقة الائتمانية جزئيا. وفي أوكرانيا، تُعزى توقعات النمو لعام ٢٠٠٨ إلى قوة الأداء خلال النصف الأول من العام، وتحسن معدلات التبادل التجاري، ومؤشرات موسم الحصاد الوفيير. ومع هذا، يُتوقع تباطؤ النمو كثيرا في الفترة المقبلة، ويرجع ذلك إلى تراجع نمو سوق التصدير، وتباطؤ الزيادات في الأجور الحقيقية، وتراجع التحسن في معدلات التبادل التجاري، وارتفاع تكاليف التمويل.

وتميل المخاطر التي تكتنف الأفق إلى قصور النتائج عن التوقعات، وتمثل أوجه عدم اليقين في الأسواق المالية مصدرا للمخاوف، لا سيما في البلدان التي تشهد اتساعا سريعا في عجز الحساب الجاري مثل أوكرانيا، وفي البلدان الأخرى التي تعتمد بالفعل اعتمادا كبيرا على التدفقات الرأسمالية الداخلة. ورغم التوقعات بزيادة تشديد السياسة النقدية وسياسة المالية العامة في النصف الثاني من عام

### الشكل البياني ٢-٧: كومنولث الدول المستقلة: إدارة الطفرة في أسعار السلع الأساسية

أدى الارتفاع الشديد في أسعار الغذاء والوقود إلى تفاوت المراكز الخارجية وأسهم في ارتفاع التضخم على مستوى المنطقة، بينما لا تزال السياسات التوسعية مخفزة للطلب.



المصادر: تقرير الإحصاءات المالية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تُقدَّر فجوات الناتج على أساس إجمالي الناتج المحلي المحتمل باستخدام مرشح هودريك-بريسكوت. للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول المنهجية وقضايا التقدير المعنية راجع الإطار ٣-١.  
<sup>٢</sup> معدلات الودائع. وتحتسب أسعار الفائدة الحقيقية باستخدام التضخم الكلي.  
<sup>٣</sup> الحصص في مجموع الصادرات ناقصة الحصص في مجموعة الواردات.

## كومنولث الدول المستقلة: إدارة الطفرة في أسعار السلع الأولية

### الجدول ٢-٦: كومنولث الدول المستقلة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري

(التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	
٣,٠	٥,٥	٤,٤	٧,٥	١٢,٦	١٥,٦	٩,٧	٩,٥	٥,٧	٧,٢	٨,٦	٨,٢	كومنولث الدول المستقلة
٣,٤	٦,٥	٥,٩	٩,٥	١٢,٠	١٤,٠	٩,٠	٩,٧	٥,٥	٧,٠	٨,١	٧,٤	روسيا
٩,٢-	٧,٢-	٣,٧-	١,٥-	١٨,٨	٢٥,٣	١٢,٨	٩,١	٢,٥	٦,٤	٧,٦	٧,٣	أوكرانيا
٣,٣	٤,٣	٦,٩-	٢,٤-	٩,٨	١٧,٦	١٠,٨	٨,٦	٥,٣	٤,٥	٨,٩	١٠,٧	كازاخستان
٨,٠-	٥,٩-	٦,٨-	٣,٩-	٩,٦	١٥,٣	٨,٤	٧,٠	٨,٠	٩,٢	٨,٢	١٠,٠	بيلاروس
٣٣,٠	٢٦,٥	١٥,٤	١٥,٧	١٢,٠	١٣,٠	٦,٣	٨,٢	١٠,٣	١٠,٨	١١,٦	١١,٤	تركمانستان
١٦,٢	١٥,٧	١١,٢	٧,٧	١٣,٧	١٦,٣	١٢,٧	١٠,١	١٠,٥	١٠,٥	١٤,٥	١٤,٧	بلدان الكومنولث منخفضة الدخل
١٠,٨-	٩,٧-	٦,٤-	١,٨-	٥,٠	٩,٤	٤,٤	٢,٩	٨,٠	١٠,٠	١٣,٨	١٣,٣	أرمينيا
٣٨,٦	٣٨,٣	٢٨,٩	١٧,٧	٢٠,٠	٢٢,٤	١٦,٦	٨,٤	١٦,٤	١٦,٠	٢٣,٤	٣٠,٥	أذربيجان
١٨,٧-	٢٠,٨-	٢٠,٠-	١٥,٩-	٧,٦	١٠,٠	٩,٢	٩,٢	٤,٠	٣,٥	١٢,٤	٩,٤	جورجيا
٥,٤-	٤,٢-	٠,٢-	٣,١-	١٢,٢	٢٤,٥	١٠,٢	٥,٦	٦,٧	٧,٥	٨,٢	٣,١	جمهورية قيرغيزستان
١٩,١-	١٩,٩-	١٧,٠-	١١,٨-	٩,٧	١٣,٧	١٢,٤	١٢,٧	٦,٥	٦,٥	٤,٠	٤,٨	مولدوفا
٨,١-	٨,٥-	١١,٢-	٢,٨-	١٥,٥	١٣,٦	١٣,٢	١٠,٠	٧,٠	٦,٠	٧,٨	٧,٠	طاجيكستان
١٢,٨	١٦,٨	١٩,١	١٧,٢	١٠,٦	١١,١	١٢,٣	١٤,٢	٧,٥	٨,٠	٩,٥	٧,٣	أوزبكستان
٤,٨	٧,٥	٥,٩	٩,١	١٢,١	١٤,٥	٩,٤	٩,٧	٦,٠	٧,٢	٨,٧	٨,٢	للذكورة
٩,٦-	٧,٩-	٥,٦-	٣,٠-	١٥,٤	٢١,٥	١١,٤	٨,٥	٤,٢	٧,٠	٨,١	٨,٠	البلدان المصدرة الصافية للطاقة <sup>٣</sup>
												البلدان المستوردة الصافية للطاقة <sup>٤</sup>

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف ٧ في الملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> تشمل أذربيجان وكازاخستان وروسيا وتركمانستان وأوزبكستان.

<sup>٤</sup> تشمل أرمينيا وبيلاروس وجورجيا وجمهورية قيرغيزستان ومولدوفا وطاجيكستان وأوكرانيا.

أو إلغائها فيما يخص بنود الغذاء الرئيسية، وخفض الضرائب على الاستهلاك المحلي أو زيادة الدعم على الغذاء والوقود، ووضع حدود قصوى مباشرة لأسعار بنود الغذاء الرئيسية، وفرض ضرائب وتحديد الحصص فيما يخص الصادرات. كذلك قامت بعض البلدان بوضع تدابير قصيرة الأجل موجهة نحو العرض تتمثل بشكل أساسي في الدعم وتقديم أنواع أخرى من المساندة للقطاع الزراعي. ومع هذا، بلغت التكاليف التي تحملتها المالية العامة لتنفيذ هذه التدابير نسب مثيرة للقلق في عدد من الاقتصادات، الأمر الذي أثار المخاوف بشأن استمرارية أوضاع المالية العامة.

ويتعين اتخاذ إجراء أقوى على صعيد السياسات في كثير من البلدان عبر المنطقة وذلك لضمان أن تظل التوقعات التضخمية طويلة الأجل مستندة إلى ركائز ثابتة تماما، طالما أنه ليس هناك احتمال لتراجع الضغوط التضخمية كثيرا عن المستويات الحالية المرتفعة. ومن أجل اتخاذ رد فعل شامل على صعيد السياسات، فسوف يتعين توافر مزيج من تشديد السياسة النقدية وزيادة مرونة أسعار الصرف واقتران ذلك بموقف رشيد على صعيد المالية العامة. وبصفة خاصة، يمكن تحقيق

٢٠٠٨، فإن الآثار قريبة المدى التي ستترب على النشاط الاقتصادي والتضخم ستكون على الأرجح محدودة. ومن ثم فلا تزال هناك مخاطر من تجاوز التضخم للمستويات المتوقعة في البلدان المستوردة الصافية والبلدان المصدرة الصافية للسلع الأولية على السواء.

ويتوقع في الوقت الحاضر وصول التضخم إلى مستوى أعلى من المتوقع في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، ليقترن من ١٥,٥% هذا العام و١٢,٥% العام التالي، ويرجع ذلك إلى ازدياد حدة الضغوط السعرية في ظل الارتفاع المستمر في أسعار السلع الأولية وانخفاض فائض الطاقة الإنتاجية. وعلى هذه الخلفية، لا تزال فعالية السياسة النقدية بوجه عام تواجه قيودا بسبب الافتقار إلى المرونة في أنظمة الصرف، وذلك رغم إعادة تقييم سعر الصرف في أوكرانيا مؤخرا ضمن نطاق تداول متسع. ولجأت الحكومات في بلدان كومنولث الدول المستقلة على سبيل التعويض إلى اتخاذ مجموعة مختلفة من التدابير على صعيد المالية العامة والتجارة من أجل احتواء الضغوط التضخمية وتخفيف الأثر الاجتماعي الناجم عن ارتفاع أسعار الغذاء. وتتضمن هذه التدابير خفض الضرائب والتعريفات الجمركية على الواردات

استفادة بالاستعاضة عن الدعم الشامل، الذي يزيد ضغوط الطلب المحلي ويمثل عبئا على الموارد العامة، باتخاذ تدابير مؤقتة ومستهدفة لتخفيف الآثار الاجتماعية التي تصيب الفئات الضعيفة من السكان والتي تنجم عن الارتفاع الحاد في أسعار الغذاء والوقود. وفي هذا الصدد، يُرجح حدوث نتائج عكسية بسبب القيود على الصادرات والتدخلات الأخرى على صعيد السياسات التي تحول دون تعديل العرض على النحو اللازم.

وفي الأجل البعيد، ستظل المنطقة تواجه تحديا يتمثل في خفض حساسيتها إزاء صدمات أسعار السلع الأولية من خلال تنوع النشاط الاقتصادي بعيدا عن السلع الأساسية الأولية. ويتعين بذل مزيد من الجهود لتحسين مناخ الأعمال، وزيادة التنافس بما في ذلك في قطاعي الغذاء والطاقة، وتقوية النظم المالية المحلية، ومواصلة بناء مؤسسات السوق على نطاق أوسع، حيث إن ذلك من شأنه تعزيز الأداء الأقوى وخفض مواطن الضعف المقترنة بالتحويلات في مسار معدلات التبادل التجاري.

### إفريقيا جنوب الصحراء: اختبار لأطر السياسات

من المتوقع أن يتراجع النمو الاقتصادي في إفريقيا جنوب الصحراء في مواجهة الاضطرابات المالية وارتفاع أسعار الطاقة والغذاء برغم ما يحققه كثير من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء من منافع بسبب تحسن معدلات التبادل التجاري نتيجة لطفرة أسعار السلع الأولية الأخرى. ويُتوقع تراجع النمو ككل من ٧٪ في عام ٢٠٠٧ إلى أعلى قليلا من ٦٪ في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩. ومع هذا فهناك أوجه تباين كبيرة على مستوى البلدان (الشكل البياني ٢-٨ والجدول ٢-٧). وبرغم التراجع في البيئة الخارجية، من المتوقع ألا يتراجع التوسع الاقتصادي في البلدان المصدرة إلا بقدر ضئيل في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، مع انخفاض النمو من قرابة ٨٪ عام ٢٠٠٧ إلى نحو ٧,٥٪ خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩ وذلك نظرا لتحسن معدلات التبادل التجاري بنحو ٧,٥٪ عام ٢٠٠٨. وسوف تظل معدلات التبادل التجاري مستقرة إلى حد كبير في البلدان المستوردة للنفط، حيث سيؤدي ارتفاع أسعار الصادرات من المعادن والقهوة والكاكاو والقطن إلى موازنة ارتفاع أسعار النفط.<sup>١٠</sup> ومع هذا يُتوقع أن تتراجع

معدلات التبادل التجاري بنسبة تتراوح بين ١٥-٢٠٪ في البلدان الأشد تضررا (بنن وغامبيا وكينيا ومدغشقر ورواندا وسيراليون). وفي جنوب إفريقيا، وهي أكبر الاقتصادات جنوب الصحراء، يُتوقع تباطؤ النمو من ٥٪ عام ٢٠٠٧ إلى نحو ٣,٥٠٪ خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩ بسبب ما حدث من قصور في الطاقة الكهربائية في مطلع عام ٢٠٠٨ والحاجة إلى رفع أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية بمقدار ٥٠٠ نقطة أساس منذ منتصف عام ٢٠٠٦ لاحتواء التضخم. وتكتنف آفاق النمو الإقليمية مخاطر قصور النتائج عن المتوقع ويرتبط ذلك بشكل أساسي بتباطؤ وتيرة نمو الطلب العالمي وتباطؤ التدفقات الرأسمالية الداخلة على نحو يفوق التوقعات.

وتفرض الارتفاعات الحادة الأخيرة في أسعار الغذاء والوقود تحديات جسيمة أمام استقرار الأسعار على مستوى إفريقيا جنوب الصحراء. ومن المتوقع أن يرتفع التضخم من نحو ٧٪ عام ٢٠٠٧ إلى حوالي ١٢٪ عام ٢٠٠٨، وذلك قبل أن ينخفض إلى ٩,٥٠٪ عام ٢٠٠٩. رغم أن المتوسط يخفي وراءه تباينا كبيرا عبر البلدان. وتميل الارتفاعات في أسعار الغذاء إلى إحداث أثر كبير على التضخم في إفريقيا جنوب الصحراء، ويرجع ذلك إلى ارتفاع حصة الغذاء في سلال الاستهلاك (راجع الفصل الثالث). وقد تؤدي ضغوط الطلب المحلي إلى تعظيم الأثر الأولي لصددمات أسعار الغذاء والوقود من خلال حدوث آثار غير مباشرة على التضخم، وقد نشأت هذه الضغوط في بعض بلدان إفريقيا جنوب الصحراء خلال السنوات الأخيرة التي شهدت نموا قويا.

وعلى خلفية ارتفاع التضخم، يمثل تأثير ارتفاع أسعار الغذاء على الفقر مصدرا رئيسيا للقلق نظرا لمخاطر تقويض التقدم الذي أحرزته هذه المنطقة في الفترة الماضية وتعريض التماسك الاجتماعي للمخاطر. ويؤدي اعتماد بلدان إفريقيا جنوب الصحراء كثيرا على الواردات من الغذاء والوقود وكذلك انتشار الفقر بدرجة كبيرة إلى جعلها أشد البلدان تعرضا لمخاطر الزيادات في أسعار هذه السلع الأولية. ولا تتوافر لسكان هذه البلدان سوى خيارات قليلة لحماية أنفسهم من ارتفاع أسعار الغذاء، ويبدو أن المعاناة تبلغ أشد درجاتها بين الفقراء في المناطق الحضرية. وتشير تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي إلى أنه يمكن أن يكون لارتفاع أسعار الغذاء المستورد أكبر الأثر على الفقراء في غامبيا وغانا وموريتانيا وسوازيلند بسبب اعتمادها الكبير على الواردات وانخفاض الدخل

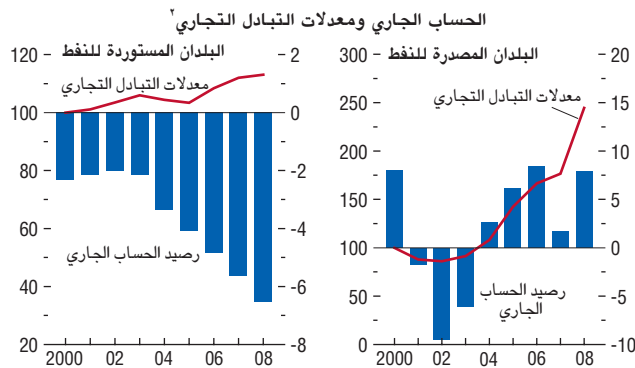
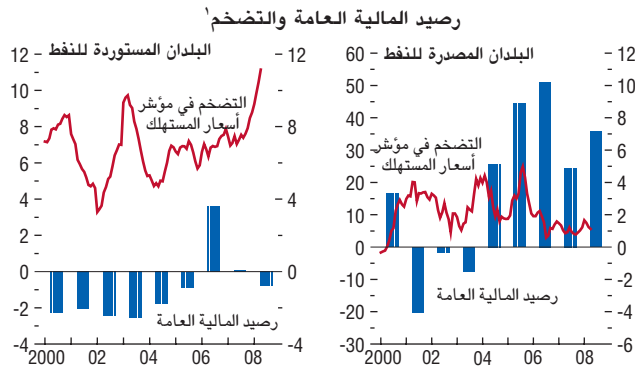
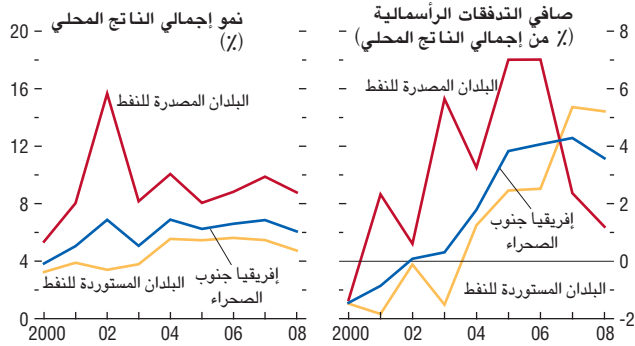
<sup>١٠</sup> يمكن أن تستفيد البلدان المستوردة للنفط من ارتفاع أسعار المعادن (بوتسوانا وغانا وغينيا وكينيا وموزامبيق وتوغو والسنغال وجنوب إفريقيا وتوغو وأوغندا وزامبيا)، والقهوة والكاكاو والقطن (ومنها بوروندي وكوت ديفوار وإثيوبيا وكينيا ورواندا وأوغندا وزامبيا). للاطلاع على مزيد

من التفاصيل حول الآثار الناجمة عن صدمة أسعار السلع الأولية في الفترة الأخيرة، راجع الفصل الثالث و (IMF, 2008a).

## إفريقيا جنوب الصحراء: اختبار لأطر السياسات

### الشكل البياني ٢-٨: إفريقيا جنوب الصحراء: ارتفاع أسعار السلع الأساسية- نعمة ونقمة

من المتوقع أن يبدى النمو في إفريقيا على المستوى المجمع بعض القدرة على الصمود في مواجهة التباطؤ العالمي، حيث تحقق كثير من البلدان منافع من تحسن معدلات التبادل التجاري بفضل طفرة أسعار الوقود والسلع الأساسية غير الوقود، ولا يزال صافي التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى المنطقة مطردا إلى حد كبير. ومع ذلك، توجد فروق هائلة في الأداء الاقتصادي بين البلدان المستوردة والبلدان المصدرة للنفط، فتشهد البلدان المستوردة للنفط تراجعا كبيرا في مراكز الحسابات الجارية والمالية العامة وكذلك ارتفاعا حادا في التضخم.



المصادر: مؤسسة هيفر أناليتكس (Haver Analytics)، وإحصاءات وجهة التجارة الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء الصندوق.  
 ١ التضخم في مؤشر أسعار المستهلك مقيسا كتغير % عن سنة سابقة، المقياس الأيسر؛  
 أرصدة المالية العامة مقيسة % من إجمالي الناتج المحلي، المقياس الأيمن.  
 ٢ أرصدة الحساب الجاري مقيسة % من إجمالي الناتج المحلي، المقياس الأيمن؛ معدلات التبادل التجاري مقيسة كمؤشر، ٢٠٠٠=١٠٠، المقياس الأيسر.

بها (IMF 2008a). واستجابت بعض البلدان لارتفاع الضغوط التضخمية بتشديد السياسة النقدية، ولكن كثيرا منها قام بخفض التعريفات الجمركية على الواردات وضريبة القيمة المضافة على الغذاء أو فرض ضرائب الصادرات ووضع قيود أخرى.

كذلك تتعرض المراكز الخارجية للبلدان المستوردة للنفط لضغوط بسبب طفرة أسعار الواردات من الغذاء والوقود. ومن المتوقع أن يتدهور عجز الحساب الجاري في البلدان المستوردة للنفط في المتوسط من نحو ٥,٧٥% من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٧ إلى حوالي ٥,٧٥% من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠٠٨ و ٦,٢٥% عام ٢٠٠٩. ويمثل تزايد عجز الحساب الجاري كذلك مسألة مثيرة للقلق في جنوب إفريقيا حيث بلغ ٧,٢٥% من إجمالي الناتج المحلي في الربع الثاني من عام ٢٠٠٨. وهناك اعتماد كبير على تدفقات الحوافز المتقلبة في تمويل العجز برغم أن انخفاض الدين الخارجي ومرونة سعر الصرف من شأنهما أن يوفر بعض القدرة على التحمل في حالة انعكاس مسار التدفقات الرأسمالية. وعلى النقيض من ذلك، فإن أرصدة الحسابات الجارية في البلدان المصدرة للنفط تسجل فوائض يُتوقع أن تزداد قوتها من ٨% عام ٢٠٠٧ إلى ١٣,٥% في ٢٠٠٨ ونحو ٨% في ٢٠٠٩.

ويعتبر التحدي الرئيسي المائل أمام المنطقة في كيفية الاستجابة حيال صدمة أسعار السلع الأولية الكبيرة وتباطؤ وتيرة التدفقات الرأسمالية الداخلة. ويتعين على البلدان المستوردة للنفط موازنة سياساتها النقدية وسياسات المالية العامة والدخل، حيث أدت صدمة معدلات التبادل التجاري السالبة إلى تراجع مراكز المالية العامة والمراكز الخارجية. وسوف يؤدي تأخير الموازنة إلى فرض مخاطر ليس على استقرار الاقتصاد الكلي فحسب، وإنما أيضا على الإنجازات التي تحققت مؤخرا في تحسين أطر السياسات والأطر المؤسسية التي أسهمت إلى حد كبير عن أداء النمو الباعث على الإعجاب في إفريقيا جنوب الصحراء خلال السنوات الأخيرة.

• يلزم تشديد السياسات النقدية عن طريق زيادة أسعار الفائدة أو من خلال التدابير الإدارية في البلدان التي تتبع نظم الصرف الموجهة أو الثابتة للحيلولة دون تأصل التوقعات التضخمية وتقوية مراكز موازين المدفوعات والمالية العامة. ومن شأن خفض اقتراض القطاع العام وزيادة مرونة سعر الصرف أن يدعم التشديد النقدي وإرخاء الضغوط على ميزان المدفوعات.



الجدول ٧-٢: اقتصادات إفريقية مختارة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي %، ما لم يذكر خلاف ذلك)

	إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>			
	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
إفريقيا	٦,١	٦,٣	٥,٩	٦,٠	٦,٣	٦,٢	١٠,٢	٨,٣	٢,٩	٠,٤	٣,٠	٠,٢
المغرب العربي	٤,٣	٤,٣	٥,٥	٤,٩	٣,١	٣,٠	٤,٣	٤,٠	١٣,٩	١٢,١	١٥,٥	١٠,٣
الجزائر	٢,٠	٤,٦	٤,٩	٤,٥	٢,٥	٣,٦	٤,٣	٤,٠	٢٤,٨	٢٢,٨	٢٨,١	١٩,٨
المغرب	٧,٨	٢,٧	٦,٥	٥,٥	٣,٣	٢,٠	٣,٩	٣,٥	٢,٢	٠,١	٠,٤	٠,٣
تونس	٥,٥	٦,٣	٥,٥	٥,٠	٤,٥	٣,١	٥,١	٤,٥	٢,٠	٢,٦	٣,٤	٣,٥
جنوب الصحراء	٦,٦	٦,٩	٦,١	٦,٣	٧,٣	٧,١	١١,٩	٩,٥	٠,٣	٣,٠	٠,٧	٢,٤
القرن الإفريقي <sup>٣</sup>	١١,٣	١٠,٦	٨,٤	٧,٢	٩,١	١١,٠	١٩,٥	٢٠,٩	١٣,٤	١٠,٤	٦,٣	٦,٥
إثيوبيا	١١,٦	١١,٤	٨,٤	٦,٥	١٢,٣	١٥,٨	٢٥,٣	٤٠,٨	٩,١	٤,٥	٥,٠	٥,٢
السودان	١١,٣	١٠,٢	٨,٥	٧,٧	٧,٢	٨,٠	١٦,٠	١٠,٠	١٥,٢	١٢,٦	٦,٣	٦,٧
البحيرات الكبرى <sup>٣</sup>	٧,١	٧,٠	٦,٥	٧,٦	١٠,٤	٩,٢	١٥,٧	٧,٩	٤,٣	٤,٥	٦,٢	٧,٨
جمهورية الكونغو الديمقراطية	٥,٦	٦,٣	١٠,٠	١٠,٣	١٣,٢	١٦,٧	١٧,٥	١٥,١	٢,٤	١,٨	١,٩	١٢,٦
كينيا	٦,٤	٧,٠	٣,٣	٦,٤	٩,٨	٩,٨	٢٥,٠	٦,٥	٢,٣	٣,١	٦,١	٤,٥
تنزانيا	٦,٧	٧,١	٧,٥	٨,٠	٧,٣	٧,٠	٩,٢	٦,٥	٧,٧	٩,٠	٩,٨	١٠,٠
أوغندا	١٠,٨	٧,٩	٩,٨	٨,١	٦,٦	٦,٨	٧,٣	٧,٨	٣,٥	٢,٨	٣,٤	٥,٨
إفريقيا الجنوبية <sup>٣</sup>	١١,٠	١٢,٩	١٠,٦	٩,٤	١١,٥	١٠,٠	١١,٣	٩,٤	١٢,٨	١٢,٨	٩,٦	٨,٣
أنغولا	١٨,٦	٢١,١	١٦,٠	١٢,٨	١٣,٣	١٢,٢	١٢,١	٩,٣	٢٣,٣	١١,٣	١٨,٠	١٥,٩
زيمبابوي <sup>٤</sup>	٥,٤	٦,١	...	...	١٠,١٦,٧	١٠,٤٥٢,٦	...	...	٧,٠	٣,٥	...	...
إفريقيا الغربية والوسطى <sup>٣</sup>	٤,٩	٥,١	٥,٤	٦,٨	٤,٦	٩,٣	٩,٣	٨,٣	٤,٥	٠,٨	٣,١	٠,٤
غانا	٦,٤	٦,٣	٦,٥	٥,٨	١٠,٢	١٠,٧	١٦,٨	١٣,٣	٩,٠	١٠,٩	١٣,١	١٣,٢
نيجيريا	٦,٢	٥,٩	٦,٢	٨,١	٨,٣	٥,٥	١١,٠	١١,١	٩,٥	٢,١	٦,٢	٠,٦
منطقة فريك الاتحاد المالي الإفريقي <sup>٣</sup>	٢,٨	٤,٢	٤,٣	٥,٦	٣,٢	١,٤	٥,٦	٤,١	٠,١	٢,٤	٢,٥	٠,٧
الكاميرون	٣,٢	٣,٥	٣,٨	٤,٦	٥,١	٠,٩	٤,١	٢,١	٠,٦	١,٩	١,٣	١,١
كوت ديفوار	٠,٧	١,٦	٢,٩	٤,٧	٢,٥	١,٩	٥,٦	٥,٧	٢,٨	٠,٧	٣,٨	٠,٦
جنوب إفريقيا	٥,٤	٥,١	٣,٨	٣,٣	٤,٧	٧,١	١١,٨	٨,٠	٦,٥	٧,٣	٨,٠	٨,١
للتنكزة	٥,٩	٥,٣	٥,٠	٥,٠	٦,٣	٦,٦	١٠,٩	٨,٥	٣,٨	٤,٩	٥,٧	٦,٣
بلدان مستوردة للنفط	٦,٥	٧,٩	٧,٤	٧,٦	٦,٤	٥,٥	٩,٢	٨,٠	١٣,١	٧,٩	١٣,٥	٨,١
بلدان مصدرة للنفط <sup>٥</sup>	٦,٥	٧,٩	٧,٤	٧,٦	٦,٤	٥,٥	٩,٢	٨,٠	١٣,١	٧,٩	١٣,٥	٨,١

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألفا ٧ في الملحق الإحصائي.  
<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٣</sup> العناصر القطرية لهذه المجموعات الإقليمية مبنية بالتحديد في الجدول (و) في الملحق الإحصائي.  
<sup>٤</sup> لا يبين الجدول التوقعات لعام ٢٠٠٨ وما بعده. ورقم التضخم لعام ٢٠٠٧ يمثل تقديراً.  
<sup>٥</sup> تشمل تشاد وموريتانيا في هذا الجدول.

وانخفاض هوامش الأمان التي توفرها احتياطاتها، وارتفاع مستويات الديون الخارجية أو الديون العامة. ومن شأن هذا التمويل أن يمكن البلدان من سداد فواتير وارداتها المرتفعة وتوفير مساعدة مستهدفة من خلال الميزانية وتوجيهها إلى أفقر الفئات السكانية، بينما تُجرى عمليات الموازنة اللازمة تدريجياً. ويمكن أن تهدف مساعدة المانحين على المدى الأبعد إلى زيادة تطور الزراعة المحلية وشبكات الأمان الاجتماعي القابلة للاستمرار.

وتواجه البلدان المصدرة للنفط تحدياً في تحقيق نجاح أكبر في إدارة المكاسب المفاجئة التي تحققت نتيجة لارتفاع أسعار السلع الأولية مقارنة بإدارتها أثناء النوبات الماضية المماثلة التي لم تحقق تحسينات دائمة في مستويات المعيشة. ويدعو ارتفاع فوائض الحسابات

- وفي نفس الوقت، يتعين اتخاذ تدابير مستهدفة على صعيد المالية العامة، بما في ذلك الدعم، للمساعدة في حماية الفقراء. ويتعين تكميل هذه التدابير باتخاذ خطوات لضمان مركز الميزانية بعيدة المدى، بما في ذلك انتقال آثار أسعار النفط الدولية إلى أسعار المستهلكين تدريجياً وإن كان بصورة كاملة، مع وضع تدابير موجهة على نحو أفضل لاستهداف الفقراء. ومن الأرجح عدم فعالية ضوابط الأسعار على بنود الغذاء، مما يتولد عنه قصور وتكاليف تتحملها الميزانية بدلاً من المساعدة في خفض التضخم.
- الحاجة إلى زيادة المساعدة من المانحين لتوفير هامش أمان من تأثير الموازنة على البلدان المعرضة للمخاطر والتي تعاني من ارتفاع مستويات الفقر، ولديها قدرة محدودة للحصول على تمويل خارجي،

## الشرق الأوسط: فورة النشاط لا تزال مصدرا للقلق

تراجعت قوة النشاط في قطاع النفط بشكل ملحوظ مؤخرا مقارنة بالقطاع غير النفطي. وبرغم وجود استثمارات ضخمة، فإن طاقة الإنتاج والتوزيع تزداد ببطء وذلك بسبب الارتفاع الحاد في تكاليف الاستثمار، والقيود التكنولوجية والجيولوجية، فضلا على نزوب الحقول القائمة. ومع هذا، فمن المتوقع حدوث توسع طفيف في الطاقة الإنتاجية للنفط والغاز الطبيعي، وكذلك الناتج بدرجة أقل، خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩ مع تزايد الطاقة الإنتاجية بقدر كبير في قطر والمملكة العربية السعودية. ويرجع نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الاقتصادات غير النفطية إلى الاستفادة من الجهود التي بذلتها في فترات سابقة لتحسين بيئات الأعمال فيها. ويؤدي دخول تدفقات كبيرة من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دفع النشاط الاقتصادي في مصر والأردن، بينما لا تزال لبنان تتعافى من الصراع الذي نشب عام ٢٠٠٦.

وهناك إشارات مضاعفة على حدوث فورة في النشاط الاقتصادي. فوصل التضخم إلى معدلات في حدود الخانتين حتى في بعض البلدان التي كانت تشهد عادة معدلات منخفضة، مثل المملكة العربية السعودية، ويتجاوز ٢٠٪ في مصر وجمهورية إيران الإسلامية. وجاء الارتفاع الحاد في التضخم برغم محدودية انتقال آثار ارتفاع أسعار الوقود، وبدرجة أقل أسعار الغذاء، إلى الأسواق المحلية<sup>١١</sup>، ولا غرابة في أنه بينما لا يزال التضخم مدفوعا في الأساس بأسعار محددة في الخارج (بما في ذلك انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي أمام عملات بلدان ثالثة)، فإن تداعيات الضغوط تنتقل بصورة متزايدة إلى الأسعار المحددة محليا للسلع غير التجارية. وينطبق ذلك بصفة خاصة على البلدان المصدرة للنفط، حيث يؤدي ارتفاع أعداد السكان وازدياد ثرائهم وكذلك تدفق العمالة الأجنبية إلى فرض ضغوط على أسعار الخدمات، لا سيما قطاع الإسكان، وحيث تمنح الحكومات زيادات كبيرة في الأجور. غير أن بلدانا أخرى بدأت تشهد أيضا ضغوطا أكبر. وبناء على ذلك، فرغم الافتراضات الفنية بعدم حدوث انخفاض آخر في أسعار الصرف الفعلية الحقيقية وعدم تغير أسعار الوقود والغذاء تغيرا كبيرا، فليس من المتوقع أن ينحسر التضخم إلا بقدر يسير في عام ٢٠٠٩.

وفي نفس الوقت، تتسارع وتيرة الواردات عبر المنطقة بدافع من قوة الطلب المحلي. ومع هذا، فهناك فروق كبيرة في تطورات الحسابات الجارية بين البلدان المصدرة للنفط

الجارية وكذلك الضغوط التضخمية إلى التنسيق على نحو وثيق بين السياسات النقدية وسياسات المالية العامة. ومن شأن ادخار جزء من الإيرادات النفطية أن يساعد في تخفيف أثر الضغوط التضخمية الناشئة، بينما يضع أساسا ماليا قويا لاستيفاء الاحتياجات المهمة في مجال البنية التحتية والاحتياجات الصحية والاجتماعية. ويمكن للتشديد النقدي أن يساعد في تحقيق استقرار التضخم والوقاية من ظهور عملية تضخمية معمة. ويمكن أن يساعد السماح بارتفاع أسعار الصرف الاسمية أيضا في بقاء التضخم قيد السيطرة.

## الشرق الأوسط: فورة النشاط لا تزال مصدرا للقلق

يواصل النشاط الاقتصادي نموه بوتيرة قوية في معظم أنحاء الشرق الأوسط، بينما لا تزال الضغوط التضخمية مرتفعة أو مستمرة في الصعود، لا سيما في عدد من البلدان المصدرة للنفط. ويتوقع أن يتراجع نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي تراجعاً طفيفاً في بلدان الشرق الأوسط خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩، أي من ٦,٥٪ إلى أقل بقدر طفيف من ٦٪، بينما تحقق البلدان المصدرة للنفط والاقتصادات غير النفطية نمواً بوتيرة مماثلة (الجدول ٢-٨). ويتوقع أن تؤدي قوة الطلب المحلي والنشاط في القطاعات غير النفطية إلى موازنة جانب من آثار تراجع الطلب في الاقتصادات المتقدمة الشريكة والقيود المتزايدة على جانب العرض في القطاعات النفطية. ويفرض ارتفاع أسعار النفط والغذاء تحديات كبيرة على الميزانية في العديد من الاقتصادات غير النفطية. وفي المقابل، لم تحدث الاضطرابات المالية العالمية سوى أثر صغير نسبياً على المنطقة حتى الآن، فلم يتجاوز أثرها الضغط على أسواق الأسهم لتسليم المستثمرين المكاسب التي حققتها في فترات سابقة.

وتمثل القطاعات غير النفطية حالياً الداعم الأول لاستمرار النمو الاقتصادي، حيث يؤدي قصور الطاقة الإنتاجية إلى تباطؤ نمو الناتج النفطي (الشكل البياني ٢-٩). ويتحقق النمو في البلدان المصدرة للنفط بدافع من أنشطة التشييد في القطاع الخاص، وتجارة التجزئة، والنقل، والخدمات المالية. وفضلاً عن الأثر غير المباشر لارتفاع الإيرادات النفطية، تُعزى هذه القوة إلى تحسن بيئة الأعمال مما يدعم الاستثمارات الخاصة، وتزايد المشروعات العامة لتخفيف الاختناقات على جانب البنية التحتية والمساكن التي تراكمت مع النمو السكاني السريع. وعلى الرغم من بلوغ أسعار النفط مستويات قياسية،

<sup>١١</sup> عادة ما يكون لهذين البندين معا وزنا ترجيحياً يتراوح بين الربع والثالث في سلال المستهلك، ويحصل الغذاء منها على الحصة الأكبر.

الجدول ٢-٨: اقتصادات مختارة في منطقة الشرق الأوسط: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار المستهلكين ورصيد الحساب الجاري (التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك)

رصيد الحساب الجاري <sup>٢</sup>				أسعار المستهلكين <sup>١</sup>				إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	
١٧,١	٢٢,٩	١٨,٤	٢١,١	١٤,٤	١٥,٨	١٠,٦	٧,٠	٥,٩	٦,٤	٥,٩	٥,٧	الشرق الأوسط
١٩,٩	٢٦,٠	٢١,٢	٢٤,٢	١٤,٣	١٦,٨	١٠,٧	٧,٦	٥,٩	٦,٢	٥,٧	٥,٦	بلدان مصدرة للنفط <sup>٣</sup>
٦,٧	١١,٢	١٠,١	٩,٢	٢٢,٠	٢٦,٠	١٨,٤	١١,٩	٥,٠	٥,٥	٦,٤	٥,٨	جمهورية إيران الإسلامية
٢٣,٨	٣٢,٥	٣٥,١	٢٧,٩	١٠,٠	١١,٥	٤,١	٢,٣	٤,٣	٥,٩	٣,٥	٣,٠	المملكة العربية السعودية
١٨,٨	٢٢,٦	٢٠,٥	٢٢,٦	١٠,٨	١٢,٩	١١,١	٩,٣	٦,٠	٧,٠	٧,٤	٩,٤	الإمارات العربية المتحدة
٣٩,٣	٤٤,٦	٤٣,١	٥٢,٢	٧,٥	٩,٠	٥,٥	٣,١	٥,٨	٥,٩	٤,٦	٦,٣	الكويت
٣,٦-	٣,١-	٢,٢-	١,٧-	١٣,٥	١١,٣	٩,٢	٥,٤	٥,٨	٦,٦	٦,٣	٥,٩	المشرق العربي
٠,٩-	٠,٦-	١,٥	٠,٨	١٦,١	١١,٧	١١,٠	٤,٢	٦,٠	٧,٢	٧,١	٦,٨	مصر
٢,٩-	٢,٧-	١,٤-	٢,٩-	٧,٠	٨,٠	٤,٧	١٠,٤	٥,٢	٤,٢	٣,٩	٤,٤	الجمهورية العربية السورية
١٦,٣-	١٨,٥-	١٧,٥-	١١,٣-	٧,٦	١٥,٨	٥,٤	٦,٣	٥,٣	٥,٥	٦,٠	٦,٣	الأردن
١٣,٧-	١٤,٠-	١٢,٧-	٥,٦-	٦,٢	١١,٠	٤,١	٥,٦	٥,٠	٦,٠	٤,٠	—	لبنان
٠,٥	٠,٤	٣,٢	٥,٩	٣,٣	٤,٨	٠,٥	٢,١	٢,٨	٤,٣	٥,٤	٥,٢	للذكورة إسرائيل

<sup>١</sup> يشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية. ويمكن الاطلاع على التغيرات التي تحدث من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه في الجدول ألف ٧ في الملحق الإحصائي.  
<sup>٢</sup> % من إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٣</sup> تشمل البحرين وجمهورية إيران الإسلامية والكويت وليبيا وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والجمهورية العربية السورية والإمارات العربية المتحدة والجمهورية اليمنية.

مصر وجمهورية إيران الإسلامية) زيادة تشديد السياسة النقدية مع تعزيز فعاليتها في الوقت ذاته من خلال زيادة مرونة سعر الصرف. أما البلدان التي تعتمد نظم سعر الصرف المربوط فإنها تستورد سياساتها النقدية من الخارج ومن الولايات المتحدة بصورة رئيسية. وتقوم العملات في كثير من البلدان المصدرة للنفط بأقل من قيمتها، وإن كان بدرجات متفاوتة، ويسهم ارتفاع التضخم في رفع أسعار الصرف الفعلية الحقيقية. ويمثل ربط سعر الصرف بالدولار الأمريكي الدافع الرئيسي وراء تقويم العملات بأقل من قيمتها، إذ يشهد سعر صرف الدولار انخفاضا بينما تشهد معدلات التبادل التجاري تحسنا. ومتى استكملت عملية مواءمة الأسعار المحلية مع المستويات الأعلى التي تتسق مع ارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي، فلا بد للضغوط التضخمية أن تنحسر، بشرط أن يتسم نظام الربط وسياسة المالية العامة بالفعالية في توفير أسس ثابتة للتوقعات التضخمية.

ويمكن أيضا التحرك لتحقيق توازن جديد عن طريق إعادة تقييم العملات، ولكن سيؤدي ذلك إلى تعقيد كثير من الأمور، وخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي التي تخطط للتحويل إلى الاتحاد النقدي عام ٢٠١٠. فأولا، ستؤدي عمليات إعادة التقييم إلى إثارة عدم اليقين بشأن كيفية استجابة السياسات للصدمات الخارجية مستقبلا وتقويض قيمة الربط كركيزة اسمية. وثانيا، لا يزال كثير من البلدان التي تعتمد نظام الربط في حاجة إلى تطوير

والاقتصادات غير النفطية. فتسجل البلدان المصدرة للنفط فوائض كبيرة ومتنامية، يُتوقع بوجه عام أن تتراوح بين ١٠-٤٥% من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩. وازداد العجز في البلدان الأخرى كرد فعل لارتفاع تكاليف الواردات، فبلغ معدلات في حدود الخانتين في الأردن ولبنان، بينما لا تزال مستوياته منخفضة نسبيا في مصر.

ولا تزال المخاطر التي تكتنف آفاق النمو متوازنة إلى حد كبير. وتميل معظم المخاطر الخارجية إلى قصور النتائج عن التوقعات وترتبط بتراجع الطلب في الاقتصادات المتقدمة واحتمالات انخفاض أسعار النفط. ويمكن حدوث صدمة فيما يخص التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى البلدان التي تعاني من العجز إذا ساءت الأوضاع المالية العالمية بصورة مفاجئة وأصبح الحصول على التمويل من الشركات غير المالية الكبرى أكثر صعوبة. وترتبط احتمالات تجاوز التوقعات بثبات قوة الطلب المحلي واستمرار الاهتمام الكبير من جانب المستثمرين الأجانب من داخل المنطقة (خاصة دول مجلس التعاون الخليجي) ومن خارجها. غير أنه إذا تبلورت احتمالات تجاوز التوقعات وتفاقت الضغوط التضخمية فسوف يؤدي ذلك إلى زيادة تعقيد سياسات الاقتصاد الكلي.

وفي هذه الحالة، فإن الحيلولة دون تصاعد الضغوط التضخمية تتطلب معالجة الاختلالات المتنامية. ويمكن للبلدان التي لا تربط أسعار الصرف بعملات أجنبية (مثل



ment: The Aggregate Evidence,” *Economic Journal*, Vol. 110 (March), pp. 1–33.

Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, “The *Inflation Report* Projections: Understanding the Fan Chart,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), pp. 30–37.

Bruno, Michael, and Jeffrey Sachs, 1985, *Economics of Worldwide Stagflation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, forthcoming, “A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Davis, Morris A., Andreas Lehnert, and Robert F. Martin, 2007, “The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing” (unpublished, December). Available at [www.morris.marginalq.com](http://www.morris.marginalq.com).

Decressin, Jörg, and Emil Stavrev, forthcoming, “Building Economic Union: Productivity and Current Accounts in 10 Years of EMU,” Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Dew-Becker, Ian, and Robert J. Gordon, 2008, “The Role of Labour Market Changes in the Slowdown of European Productivity Growth,” CEPR Discussion Paper No. 6722 (London: Centre for Economic Policy Research).

European Commission, 2008, *EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union* (Brussels).

International Monetary Fund (IMF), 2008a, “Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses” (Washington, June and September). Available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf) and [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf).

———, 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macroeconomic Implications and Policy* (Washington, October).

———, 2008c, *Japan: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/254 (Washington).

Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, forthcoming, “Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan David Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio

للنفط والغذاء — الذي بلغ نحو ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في مصر والمملكة العربية السعودية على سبيل المثال.

وتمثل زيادة قوة أطر سياسات الاقتصاد الكلي واستمرار الإصلاحات الهيكلية في الأجل المتوسط عنصراً رئيسياً في تعزيز قدرة اقتصادات الشرق الأوسط على الصمود في مواجهة الصدمات، إلى جانب الإعداد الكافي للسكان في مرحلة الشباب الذين يتسمون بالزيادة السريعة. ويمكن الاستفادة بتوجيه سياسات المالية العامة على مدى أبعد — وذلك على سبيل المثال بالاستعانة بأطر الميزانيات متوسطة الأجل — وذلك بسبب الحاجة إلى خفض ديون الاقتصادات غير النفطية واستعداد بعض البلدان المصدرة للنفط لمواجهة الانخفاض في الإيرادات النفطية. ويتعين تعزيز القدرة على إدارة سياسة نقدية مستقلة ومساندة الأسواق المالية. وسوف يتعين معالجة التحديات التنظيمية والرقابية المتزايدة مع ازدياد التعقيد في النظم المالية المحلية. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن لكثير من البلدان الاستفادة من زيادة تحسن بيئة الأعمال فيها، بما في ذلك من خلال زيادة الاستثمارات في مجال التعليم وتعزيز شبكة الأمان الاجتماعي.

## المراجع

Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).

Beechey, Meredith J., Benjamin K. Johannsen, and Andrew T. Levin, 2008, “Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?” Finance and Economics Discussion Paper No. 23 (Washington: Federal Reserve Board).

Blanchard, Olivier, 2004, “The Economic Future of Europe,” NBER Working Paper No. 10310 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

———, 2007, “Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal,” *Portuguese Economic Journal*, Vol. 6 (April), pp. 1–21.

———, and Justin Wolfers, 2000, “The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemploy-

## المراجع

- Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Pisani-Ferry, Jean, Philippe Aghion, Marek Belka, Jürgen von Hagen, Lars Heikensten, André Sapir, and Alan Ahearne, 2008, *Coming of Age: Report on the Euro Area*, Bruegel Blueprint No. 4 (Brussels: Bruegel).
- Stavrev, Emil, 2007, "Growth and Inflation Dispersions in EMU: Reasons, the Role of Adjustment Channels, and Policy Implications," IMF Working Paper 07/167 (Washington: International Monetary Fund).
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators," in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 351–94.
- , 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), pp. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts," IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).
- van Ark, Bart, Mary O'Mahony, and Gerard Ypma, 2007, *The EU KLEMS Productivity Report* (Groningen, Netherlands: Groningen Growth and Development Centre).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).



## هل عاد التضخم من جديد؟ أسعار السلع الأولية وتضخم الأسعار

ارتفاع التضخم إلى التوقعات بشأن حدوث زيادات سعرية أخرى، ومطالبات رفع الأجور، ومن ثم يفضي ذلك إلى ارتفاع التضخم الأساسي (الأثار غير المباشرة). ويركز آخرون منهم على أن الضغوط الناتجة عن طفرة أسعار السلع الأولية تأتي في عدد من الاقتصادات الصاعدة والنامية على رأس الضغوط السعرية الناجمة عن النشاط الاقتصادي المحموم. ويؤدي هذا التوافق إلى تفاقم المخاطر من حدوث آثار غير مباشرة. وتتسم هذه المشكلة بالحدة على وجه الخصوص في البلدان المصدرة للسلع الأولية التي شهدت طفرة توسعية في أسعار السلع الأولية.

ويتمثل السبب الثالث وراء إثارة المخاوف في احتمال ألا تكون طفرة أسعار السلع الأولية قد نتجت في واقع الأمر عن مجرد حدوث صدمة على جانب العرض ولكنها قد تعزى إلى زيادة الطلب العالمي الناتجة عن السياسات الاقتصادية الكلية المفرطة في التوسع. ومثلما كان الوضع في سبعينات القرن الماضي، فربما كان الارتفاع الحاد في أسعار السلع الأولية مؤشرا مبكرا على المغالاة في تقدير الطاقة الاستيعابية لبعض البلدان. وقد يتسبب صانعو السياسات في تعظيم الضغوط التضخمية إذا أخطئوا في نظرتهم إلى الطفرات السعرية واعتبروها ناتجة برمتها عن القيود المفروضة على أساس قطاعي. ويحلل هذا الفصل انتعاشة أسعار السلع الأولية وانعكاساتها على الآفاق المستقبلية للتضخم والمخاطر. ويسعى على وجه التحديد للإجابة على الأسئلة التالية:

- لماذا بلغت أسعار السلع الأولية هذا المستوى من الارتفاع، وهل ستظل مرتفعة؟
- ما هو أثر ارتفاع أسعار السلع الأولية على معدلات التضخم الكلي والأساسي في جميع أنحاء العالم؟ وما هي أكثر البلدان تضررا بذلك؟ وما هي المخاطر التي ينطوي عليها ظهور آثار غير مباشرة كبيرة، وما هي العوامل التي تؤثر على هذه المخاطر؟
- ما هي الاستجابة الملائمة التي ينبغي أن تصدرها السياسة النقدية حيال أسعار السلع الأولية؟ وفي ظل أي ظروف يمكن أن تؤدي السياسات النقدية غير الملائمة في بلدان منفردة إلى حدوث انعكاسات عالمية كبيرة؟

ويخلص الفصل إلى أن الانتعاشة الحالية في أسعار السلع الأولية ترجع بصورة عامة إلى التفاعل بين قوة

يبحث هذا الفصل الانتعاشة الحالية في أسعار السلع الأولية ويقيم مخاطر تصاعد التضخم من جراء ما يصاحب هذه الانتعاشة من تصحيح للأسعار النسبية مثلما حدث أثناء سبعينات القرن الماضي. وبالرغم من حدوث بعض التراجع في أسعار السلع الأولية مؤخرا، فلا يزال كثير من العوامل التي تركز عليها طفرة الأسعار قائما، ويرجح أن تظل الأسعار عند مستويات مرتفعة بالمعايير التاريخية. وتنشأ مخاطر استمرار التضخم من الزيادات الكبيرة في أسعار السلع الأولية التي لم تنتقل تماما من خلال سلسلة عرض المنتجات. وأكثر الاقتصادات تعرضا لمخاطر ارتفاع التضخم هي تلك التي ترداد فيها أرجحية حدوث آثار غير مباشرة — حيث تسهم السلع الأولية بحصة كبيرة في الإنفاق النهائي ولا تكتسب السياسة النقدية إلا قدرا محدودا من المصدقية، وحيث توجد ضغوط سعرية ناشئة عن مصادر أخرى كالنشاط الاقتصادي المحموم، بينما لم تصدر سياسة الاقتصاد الكلي استجابة كافية تجاه التضخم المتصاعد.

فهل جاءت الطفرة الكبيرة في أسعار السلع الأولية طوال العام والنصف الماضيين إيذانا بانتهاء عقد أو ما يقاربه من استقرار الأسعار وبالعودة إلى نوع من التضخم المرتفع كالذي شهدته سبعينات القرن الماضي؟ ولا يزال هذا السؤال مثار نقاش واسع النطاق، حتى مع انخفاض أسعار السلع الأولية بدءا من منتصف شهر يوليو. ولا تزال معدلات التضخم الكلي في كثير من الاقتصادات عند مستويات لم تشهدها منذ عشرة إلى خمسة عشر عاما مضت، ويواصل التضخم الأساسي الارتفاع، لا سيما في الاقتصادات الصاعدة والنامية.

ورغم أن هناك اتفاقا واسع النطاق على تصاعد المخاطر التضخمية في أنحاء العالم، فإن دواعي إثارة هذه المخاوف تتباين عند مختلف المحللين وصانعي السياسات. فبالنسبة للبعض، يأتي المصدر الرئيسي للقلق من سرعة الزيادات في أسعار السلع الأولية التي كانت واسعة النطاق وكبيرة إلى الحد الذي يمكن أن يؤدي إلى انتقال الآثار الانتشارية الناجمة عن تصورات

ملحوظة: المؤلفون الرئيسيون لهذا الفصل هم توماس هلبلينغ، ودوغلاس لاکستون، وفاليري ميرسر-بلاكمان، وإيرينا تيتيل، وأسهم فيه كل من كيفن تشينغ، وكيفن كلينتون. وساعد في الجانب البحثي كل من توماس نيودا، ونيشا إربيل، وإيمري أوكس، وإيرغومنت تولون.



والوقود يمكن أن تعكس مسار "الاعتدال الكبير" للتضخم على مستوى العالم في الآونة الأخيرة. ثم يركز التحليل على انعكاسات صدمات أسعار السلع الأولية على السياسة النقدية وانعكاسات ذلك على ديناميكية التضخم العالمي. ويخرج قسم الخلاصة والاستنتاجات ببعض الانعكاسات أيضاً على صعيد السياسات.

### طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة

شهدت أسعار السلع الأولية طفرة على مدى العام والنصف الماضيين (الشكل البياني ٣-١، اللوحتان العليا والوسطى). وارتفع سعر النفط إلى أكثر من الضعف بين ديسمبر ٢٠٠٦ ومنتصف يوليو ٢٠٠٨، رغم انعكاس مسار بعض هذه المكاسب منذ ذلك الوقت، وارتفع أسعار الغذاء بأكثر من ٥٠٪ خلال هذه الفترة. وجاءت هذه الطفرات على رأس الزيادات الكبيرة في الأسعار خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٦. وبوجه عام، فإن الزيادات التراكمية في أسعار السلع الأولية منذ عام ٢٠٠٣ جاءت مماثلة لتلك التي سجلت خلال انتعاش أسعار السلع الأولية في مطلع سبعينات القرن الماضي (١٩٧١-١٩٧٤)، وهي آخر نوبات الانتعاش الكبيرة. ولم تقترب أكثر الفترات الأخيرة من النمو العالمي المطرد — خلال الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي — بنوبات انتعاش كبيرة في أسعار السلع الأولية والوقود والسلع الغذائية. ويعقد هذا القسم مقارنة بين الانتعاش الحالية في أسعار السلع الأولية والانتعاش السابقة في سبعينات القرن الماضي ثم يناقش التطورات الحالية لأسعار النفط والغذاء واحتمالاتها المتوقعة.<sup>١</sup>

### الانتعاش الحالية في أسعار السلع الأولية مقارنة بالسبعينات

يبدو أن نوبتي الانتعاش تركزان على ثلاثة عوامل مشتركة. فأولاً، يمكن عزو منشأهما إلى قوة النمو العالمي (الشكل البياني ٣-١، اللوحة السفلى).<sup>٢</sup> فتستجيب

الطلب وانخفاض مستويات المخزون والطاقة الفائضة، وببطء عملية التوسع على جانب العرض في أهم القطاعات، وصدمات العرض المعاكسة. ويرجع انخفاض أسعار السلع الأولية مؤخراً إلى احتمالات تباطؤ النمو العالمي في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ — كرد فعل جزئي لارتفاع أسعار السلع الأولية — وانحسار القيود فيما يخص الأحوال الجوية المرتبطة بعرض المحاصيل الزراعية الرئيسية. ومع هذا، فلا يزال كثير من القوى الأساسية الدافعة لانتعاش الأسعار قائماً دون تغيير، لا سيما النمو القوي في الاقتصادات الصاعدة الكبيرة، وانخفاض المخزونات، وقيود العرض في أهم القطاعات. وما لم يحدث تباطؤ اقتصادي عالمي حاد، فمن المرجح أن تؤدي هذه العوامل إلى الحد من درجة انخفاض الأسعار من أعلى المستويات التي بلغت مؤخراً، وأن تتيح الفرصة لاستمرار تقلبها.

ومن المرجح أن تظل مخاطر التضخم مرتفعة لبعض الوقت، حتى إذا تراجعت الضغوط التضخمية المباشرة لأسعار السلع الأولية مقارنة بالعام والنصف الماضيين، حيث لا يزال التكيف جارياً مع الزيادة الهائلة في الأسعار النسبية للسلع الأولية. وقد ظهرت بالفعل آثار غير مباشرة في بعض الاقتصادات والبعض الآخر لا يزال يواجه مخاطر من ظهورها. وتعتبر الاقتصادات الصاعدة والنامية أكثر عرضة بوجه عام لعوامل المخاطر الرئيسية، بما في ذلك ارتفاع حصة السلع الأولية في الإنفاق النهائي وانخفاض مصداقية إدارتها النقدية. وعلاوة على ذلك، فإن ارتفاع الأسعار الدولية، خاصة أسعار الوقود، لم ينتقل على نحو تام بعد إلى الأسعار المحلية في العديد من الاقتصادات.

وعلى الرغم من تراجع أسعار السلع الأولية مؤخراً، يظل من المهم إصدار استجابة قاطعة على مستوى السياسة النقدية في الاقتصادات التي كانت تعاني في الأصل من ضغوط تضخمية كبيرة قبل طفرة أسعار السلع الأولية، وحيث مخاطر الآثار غير المباشرة كبيرة. ويمكن أن يسفر تأخير استجابة السياسة النقدية عن إضعاف مصداقية صانعي السياسات ومن ثم يؤدي إلى تفاقم المفاضلة بين التضخم والناجح. وينبغي للسياسات الاقتصادية الكلية الأخرى أن تقوم بدور داعم خاصة إذا كانت القيود المرتبطة بسعر الصرف تؤدي إلى تضيق المجال أمام تشديد السياسة النقدية.

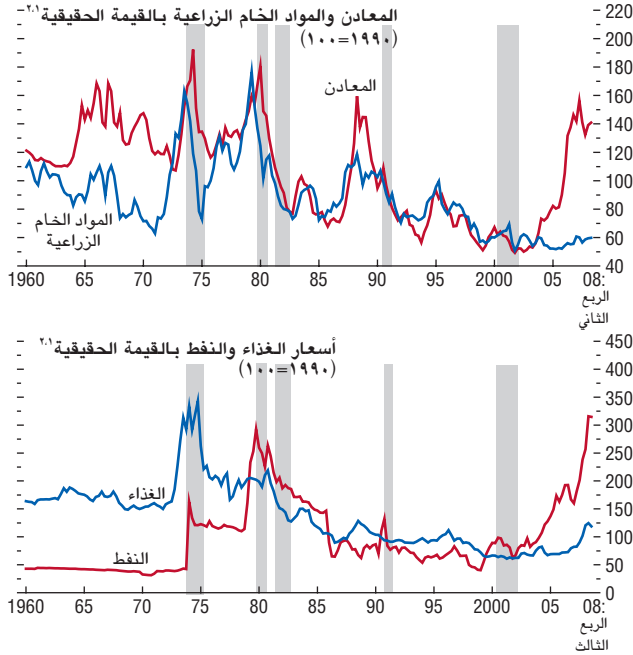
ويقسم هذا الفصل على النحو التالي. يبحث القسم التالي منشأ الارتفاع في أسعار السلع الأولية واحتمالاته المتوقعة. ويتناول القسم الذي يليه العلاقة بين صدمات أسعار السلع الأولية والتضخم على المستوى القطري، ودراسة ما إذا كانت الزيادات المستمرة في أسعار الغذاء

<sup>١</sup> يقدم الملحق ٣-١، بمزيد من التفصيل، نظرة عامة للتطورات الأخيرة في أسواق السلع الأولية واحتمالاتها المتوقعة.  
<sup>٢</sup> أشارت دراسة (Radetski (2006) من بين دراسات أخرى، إلى أن بداية كل نوبة انتعاش كبيرة وأوسع النطاق في أسعار السلع الأولية خلال فترة ما بين الحرب (١٩٥٠-١٩٥٢، ١٩٧٢-١٩٧٤، ٢٠٠٣ حتى الآن) تزامنت مع تسارع وتيرة النمو الاقتصادي والإنتاج الصناعي.

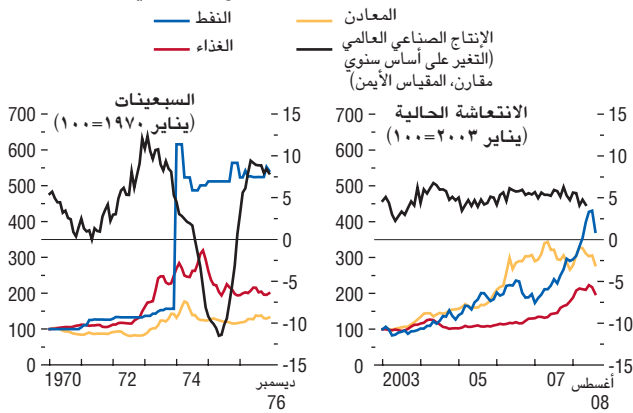
## طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة

### الشكل البياني ٣-١: أسعار السلع الأولية في سياق تاريخي

أسهم الانتعاش الحالي في أسعار السلع الأولية الحالية في كثير من السمات المشتركة مع آخر انتعاش كبير في أسعار السلع الأولية في أوائل السبعينات، بما في ذلك الارتفاعات الحادة في أسعار النفط والغذاء وهيمنة بيئة من النمو العالمي القوي.



### أسعار السلع الأولية والإنتاج الصناعي



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

<sup>١</sup> مُخَفَّضَةٌ بمؤشر أسعار المستهلكين في الولايات المتحدة.

<sup>٢</sup> يشير التظليل إلى فترات الركود العالمي (محددة باستخدام مؤشر شهري للإنتاج الصناعي العالمي).

أسعار العديد من السلع الأولية بقوة تجاه التغيرات في النمو العالمي أو النشاط الصناعي. ويعكس ذلك دور السلع الأولية في النشاط الصناعي العالمي — خاصة المدخلات الوسيطة في الصناعة التحويلية مثل المعادن والمواد الخام الزراعية، لكنها تتضمن النفط أيضا — وتعكس دور الدخل كعامل محدد للطلب على السلع الأولية الأخرى كالغذاء.

وقد أدى تسارع النمو في الاقتصادات الصاعدة والنامية خلال السنوات القليلة الماضية — مدفوعا بانطلاقة الحركة التصنيعية والزيادات الكبيرة في حصة الفرد من الدخل منخفض المستوى — إلى تغيير العلاقة بين النشاط الاقتصادي العالمي وأسعار السلع الأولية خلال نوبة الانتعاش الحالية. وأدى تناوب النمو العالمي تجاه هذه الاقتصادات إلى حفز الطلب على السلع الأولية حيث اتسم نموها بكثافة نسبية أكبر في استخدام السلع الأولية (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة العليا). ولا يزال تأثير التباطؤ في الاقتصادات المتقدمة على أسعار السلع الأولية حتى الآن أقل مما كان عليه خلال فترات الهبوط السابقة في هذه الاقتصادات. ومع هذا، تزامنت نقاط التحول في دورات الأسعار بقدر كبير تاريخيا مع دورات النشاط الاقتصادي العالمي.<sup>٣</sup>

ويتمثل العامل الثاني المشترك بين انتعاش سبعينات القرن الماضي والانتعاش الحالية في بدء كليهما بمخزونات وطاقة فائضة أقل من المستويات المعتادة (الشكل البياني ٣-٢، اللوحتان الوسطى والسفلى). وأدى نقص الاحتياطات الوقائية خلال نوبتي الانتعاش إلى تضخيم الزخم السعري الناتج عن ارتفاع الطلب على السلع الأولية نتيجة لقوة النمو العالمي.<sup>٤</sup> وتختلف أسباب انخفاض مستويات المخزون والطاقة الفائضة في الانتعاش الحالية على مستوى قطاعات السلع الأولية، ولكن كان هناك بوجه عام نقص في الاستثمار وببطء في نمو العرض في أواخر تسعينات القرن الماضي بعد انخفاض أسعار السلع الأولية على مدى عقدين.

<sup>٣</sup> راجع الإطار ٥-٢ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

<sup>٤</sup> وجود هذا التفاعل بين قوة الطلب وانخفاض مستويات الاحتياطات الوقائية المبدئية يمثل على الأرجح أحد العوامل التي تحول الصعود الدوري للأسعار إلى انتعاش سريعة، وذلك لأن الفروق في النمو العالمي بين نوبات التوسع هي فروق طفيفة للغاية لا يمكنها أن تقدم تفسيراً معقولاً للفروق الكبيرة في أسعار السلع الأولية المشاهدة أثناء نوبات الصعود العالمية. راجع من بين دراسات أخرى، دراستي (Deaton and Laroque (1992) و (Radetski (2006) حول الآليات في دورات أسعار السلع الأساسية.

## الفصل ٣ هل عاد التضخم من جديد؟ أسعار السلع الأولية وتضخم الأسعار

وهناك عامل ثالث مشترك بين نوبتي الانتعاش يتمثل في الضغوط الرافعة للأسعار بدافع من قيود العرض. وأصبح الارتفاع المفاجئ في أسعار النفط في ديسمبر ١٩٧٣ والانخفاض المؤقت في إنتاج النفط أثناء الحظر الذي فرضته منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك)، هما الحالة المرجعية لصدمة عرض السلع الأولية. وقد أدى فشل المحاصيل المرتبط بالأحوال الجوية، لا سيما القمح، إلى رفع أسعار الغذاء في النوبة الحالية. وقد أدى هذا النقص أيضا إلى رفع أسعار الغذاء أثناء الانتعاش السابقة (الشكل البياني ٣-٣).

وفي فترة الانتعاش الحالية، لم تكن القيود على جانب العرض في قطاعات السلع الأولية، باستثناء الزراعة، نتيجة انخفاض حاد مؤقت في العرض، وإنما هي انعكاس لصدور استجابات متأخرة وغير مرنة من جانب العرض في مواجهة تزايد الطلب وارتفاع الأسعار. ويبدو أن فترات «التكوين» قد طال أمدها خلال الدورة الحالية في أسواق النفط وفي بعض أسواق المعادن بدرجة أقل، على النحو الوارد مناقشته أدناه. وفي ظل التنامي السريع على جانب الطلب، أسفر بطء التوسع في الطاقة الإنتاجية عن بقاء المخزون والطاقة الفائضة عند مستويات منخفضة، مما أدى إلى استمرار الضغوط السعرية. وأدت هذه السمة في الانتعاش الحالية إلى نشأة فكرة وجود «دورة كبرى» لأسعار السلع الأولية — وتعني فترة من الزيادات المزمدة في أسعار السلع الأولية الممثلة للاتجاه العام بسبب الحاجة إلى تحقيق زيادة كبيرة في الطاقة الإنتاجية.<sup>٥</sup>

وهناك اتفاق واسع النطاق على أن المضاربة — وهي شراء السلع بقصد إعادة بيعها بسعر أعلى بدلا من استخدامها لأغراض تجارية — بمثابة عامل وراء ارتفاع أسعار السلع الأولية أثناء نوبتي الانتعاش.<sup>٦</sup> ويبدو أن سبعينات القرن الماضي قد شهدت زيادة في حيازة مخزون بعض السلع الأولية لأغراض المضاربة، خاصة

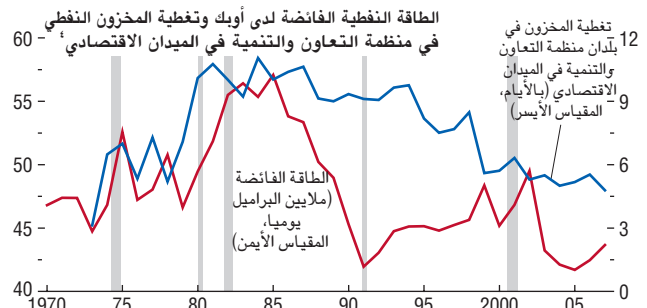
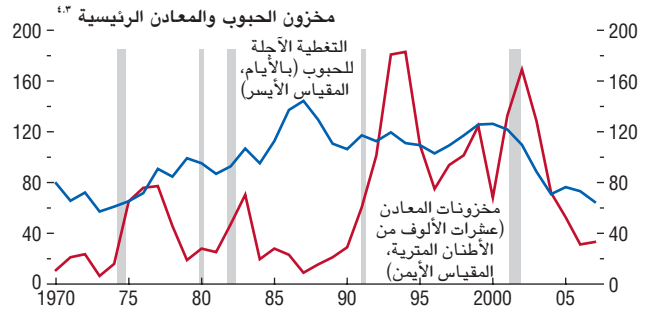
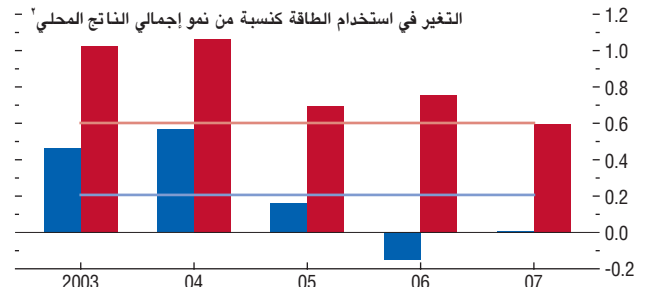
<sup>٥</sup> للإطلاع على تحليل أجري مؤخرا، راجع دراسة Cuddington and Jerrett (2008). ويوجه أعم، يمكن أن تؤدي فترات التأخر في صدور استجابة العرض (وكذلك الطلب) تجاه تغيرات الأسعار غير المتوقعة إلى توليد دورات سعرية (راجع على سبيل المثال دراسة Krautkraemer، 1998)، ويعتمد طول الدورة واتساع نطاقها على الفروق بين المرونات السعرية طويلة الأجل وقصيرة الأجل وهيكل الفواصل الزمنية وكذلك حجم التغير المبدئي غير المتوقع.

<sup>٦</sup> راجع دراستي Harrison and Kreps (1978) و Feiger (1976) للإطلاع على تعاريف المضاربة.

### الشكل البياني ٣-٢: التغير الهامشي في كثافة استخدام الطاقة ومخزونات السلع الأولية والطاقة النفطية الفائضة لدى أوبك<sup>١</sup>

كان النمو القوي الكثيف الاستخدام للسلع الأولية في الاقتصادات الصاعدة والنامية عاملا رئيسيا وراء تراجع مستويات المخزون وانخفاض الطاقة النفطية الفائضة لدى أوبك.

■ الاقتصادات المتقدمة  
■ الاقتصادات الصاعدة والنامية  
— الاقتصادات المتقدمة (المتوسط لعشر سنوات)  
— الاقتصادات الصاعدة والنامية (المتوسط لعشر سنوات)



المصادر: British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008)، والوكالة الدولية للطاقة؛ ووزارة الزراعة الأمريكية؛ ووزارة الطاقة الأمريكية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

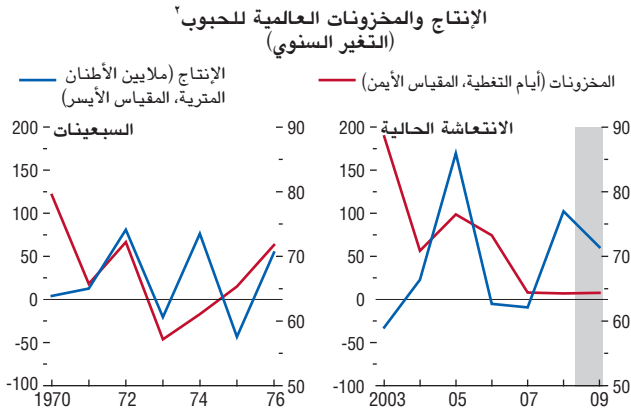
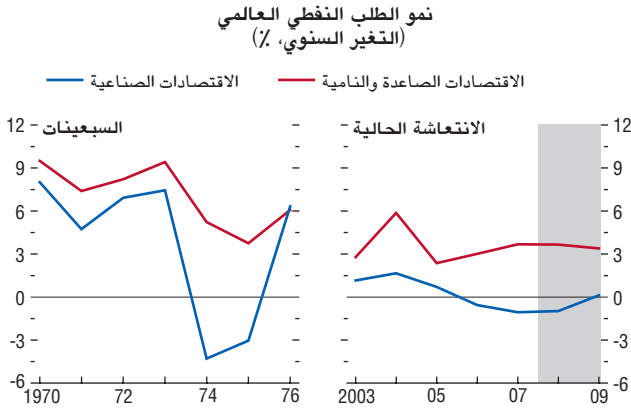
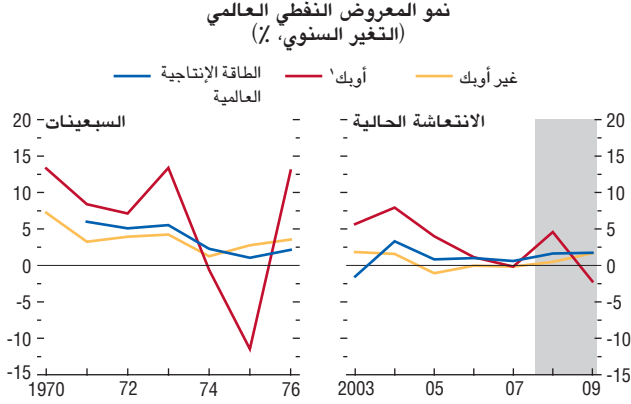
<sup>١</sup> أوبك (OPEC) هي منظمة البلدان المصدرة للنفط.  
<sup>٢</sup> لطاقة الأولية بملايين البراميل من النفط المكافئ من إجمالي الناتج المحلي (معبرا عنه بمليارات الدولارات الأمريكية بأسعار عام ٢٠٠٥).

<sup>٣</sup> تشمل الحبوب الذرة والأرز والقمح؛ وتشمل المعادن النحاس والرصاص والزنك.  
<sup>٤</sup> يشير التظليل إلى فترات الركود العالمي (محددة باستخدام مؤشر شهري للإنتاج الصناعي العالمي).

## طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة

### الشكل البياني ٣-٣: مقارنة الطلب والإنتاج والمخزون من الحبوب والنفط

اتسمت نوبتا انتعاش أسعار السلع الأولية في الوقت الحالي وفي فترة السبعينات بقوة الطلب وببطء التوسع في الطاقة الإنتاجية في القطاعات الأساسية، والاضطرابات في عرض المحاصيل الرئيسية.



المصادر: *British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008)*؛ والوكالة الدولية للطاقة؛ ووزارة الزراعة الأمريكية؛ ووزارة الطاقة الأمريكية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> منظمة البلدان المصدرة للنفط  
<sup>٢</sup> تشمل الحبوب الذرة والأرز والقمح.

المعادن (راجع على سبيل المثال دراسة Cooper and others, 1975). غير أنه في النوبة الحالية ظلت حيازات مخزون السلع الأولية الرئيسية منخفضة بوجه عام أو تراجعت مستوياتها مما يشير إلى أن ارتفاع الأسعار لا يرجع إلى تحول المضاربة نحو حيازة الأصول الحقيقية، مثلما حدث في الانتعاش السابقة. ورغم الابتكارات المالية التي ظهرت في الفترة الأخيرة في أسواق السلع الأولية، كالربط بمؤشر، والذي سمح للمستثمرين الاستفادة من ارتفاع أسعار السلع الأولية دون الحاجة إلى الاحتفاظ بحيازات فعلية من المخزون، فلا توجد أدلة ملحوظة تُذكر على أن تكوين المراكز المالية ذات الصلة بصورة منتظمة وراء رفع أسعار السلع الأولية المنفردة أو تشكيل الأسعار على نطاق أوسع (الإطار ٣-١).

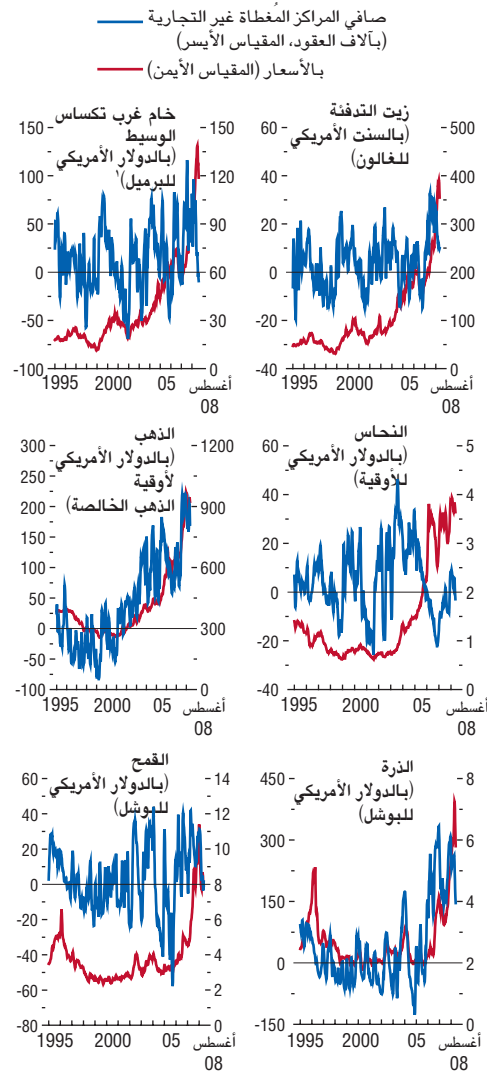
ومع ذلك، فإن للعوامل المالية والمشاعر دور في تشكيل أسعار السلع الأولية. وتؤثر المتغيرات المالية كأسعار الفائدة على أسعار السلع الأولية من خلال تأثيرها على العرض والطلب الفعليين. والواقع أن التراجع الأخير لأسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية في الولايات المتحدة أدى على الأرجح إلى حفز الطلب على السلع الأولية مؤقتاً، على النحو الوارد مناقشته أدناه. وكانت أسعار كثير من السلع الأولية في العادة أكثر مرونة من الأجور أو أسعار السلع الأخرى، ومن ثم فإنها تميل إلى إصدار استجابة أسرع تجاه انتقال آثار التغيرات في السياسة النقدية، مع وجود مجال لحدوث تعديل سعري أكبر من مستوى التوازن في الأجل القصير. وإضافة إلى ذلك، تمثل السلع الأولية أصولاً حقيقية ولا تتأثر أسعارها بالأوضاع الحالية في السوق فحسب وإنما تتأثر أيضاً بالتوقعات المستقبلية نظراً لأن معظمها قابل للتخزين. ويمكن أن تتأثر هذه التوقعات في الأجل القصير بالشعور العام وسلوك المستثمرين، وقد يؤدي ذلك إلى تعظيم التقلبات السعريّة قصيرة الأجل، مثلما هو الحال في أسواق الأصول الأخرى.

وتتوقف استمرارية الانتعاش الحالية في أسعار السلع الأولية على مدى هيمنة الوضع الجاري: كقوة الطلب، وانخفاض مستويات المخزون والطاقة الفائضة، وقيود العرض. وهناك مؤشرات على بدء زوال بعض من عناصر هذه العوامل المجتمعة. وانخفضت أسعار السلع الأولية إلى حد ما منذ منتصف شهر يوليو نتيجة للاحتتمالات المتوقعة

<sup>٧</sup> راجع دراسة Bordo (1980) للاطلاع على استجابة أسعار السلع الأولية لانتقال آثار التغيرات في السياسة النقدية، ودراستي Frankel (1986, 2006) و Akram (2008) للتعرف على تأثير تغيرات أسعار الفائدة الحقيقية على أسعار السلع الأولية.

### الإطار ٣-١: هل تؤثر الاستثمارات المالية في سلوكيات أسعار السلع الأولية؟

#### صافي مراكز العقود المستقبلية غير التجارية والأسعار (متوسطات متحركة لأربعة أسابيع)



الأولية ترجع إلى الارتفاع السريع في استثمار الأصول المرهوبة بمؤشرات السلع الأولية من جانب مستثمرين يسعون إلى تنويع حوافظهم.

أصبحت السلع الأولية في السنوات الأخيرة فئة بديلة من فئات الأصول مع حدوث نمو سريع في كل من المراكز المفتوحة في بورصات العقود المستقبلية والاستثمارات في الأصول المرهوبة بمؤشر السلع الأولية<sup>١</sup>. وغالبا ما يُنظر إلى هذا الاستثمار المالي لأسواق السلع الأولية باعتباره مؤثرا في سلوك أسعار السلع الأولية رغم الاختلاف الكبير في الآراء بين المحللين حول مدى هذا التأثير. فهناك تصور بأن الاستثمار المالي للسلع الأولية يحقق منافع كبيرة ويرفع كفاءة السوق ويحسن استكشاف الأسعار. ويقول رأي آخر إن الطفرات الأخيرة في أسعار السلع الأولية ترجع بقدر كبير إلى المضاربين والسلوك الجماعي بين المستثمرين الباحثين عن فئات بديلة للأصول. ويحلل هذا الإطار احتمال تأثير تدفقات الاستثمار على سلوك أسعار السلع الأولية. وينظر على وجه التحديد في ما إذا كانت الأدلة تدعم الرأي بأن المضاربة في الأصول المالية المرتبطة بالسلع الأولية كانت دافعا وراء طفرات أسعار السلع الأولية مؤخرا. ومن أجل إلقاء مزيد من الضوء، ينظر الإطار كذلك في كيفية تأثر الجوانب الأخرى لتشكيل الأسعار بتزايد التدفقات المالية، وتشمل تلك الجوانب تقلب الأسعار والحركات المتساوقة.

كيف تؤثر العوامل المالية على تشكيل الأسعار؟ يمكن أن تؤثر الأسواق المالية على أسعار السلع الأولية من خلال قنواتين. الأولى، يمكن لمتغيرات مالية معينة، مثل أسعار الصرف وأسعار الفائدة، أن تؤثر مباشرة على عرض السلع الأولية والطلب عليها. فعلى سبيل المثال، من شأن تراجع الدولار الأمريكي وانخفاض أسعار الفائدة أن يؤدي إلى رفع الطلب على السلع الأولية وخفض إنتاجها، مما يفرض ضغوطا على الأسعار<sup>٢</sup>. وثانيا، يمكن أن يتأثر سلوك الأسعار بالمعاملات التي يجريها المستثمرون الماليون، بما في ذلك المضاربين. وهناك اختلاف بارز في هذا المجال يتعلق بما إذا كانت الانتعاش الأخيرة في أسعار السلع

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو كيفين تشينغ.  
<sup>١</sup> على سبيل المثال، ارتفع عدد المراكز المفتوحة لعقود النفط الخام المستقبلية المتداولة في بورصة نيويورك التجارية («نايمكس») بواقع ١٥٥٪ خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨، مع ارتفاع الأرقام المقابلة بمقدار ٦٣٪ للذهب. وارتفعت الاستثمارات في الأصول المرتبطة بالسلع الأولية من أقل من ١٠ مليار دولار عام ١٩٩٧ إلى نحو ٢٣٠ مليار دولار في الربع الثاني من عام ٢٠٠٨ (بنك Barclays Capital, 2008).  
<sup>٢</sup> راجع على سبيل المثال الإطار ١-٤ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

## طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة

وهناك منهج ثالث لتقييم أثر الاستثمار المالي وهو قياس العلاقة المستعرضة بين تشكيل الأسعار وأنشطة المستثمرين قبل الاستثمار المالي للسلع الأولية وبعده. ومن أجل إلقاء مزيد من الضوء، يفحص هذا الإطار العلاقة بين الاستثمار المالي ومستويات الأسعار عبر الأسواق. كذلك يتسع التحليل ليغطي جانبين آخرين لتشكيل الأسعار كما يلي:

• **التقلب:** ظل تأثير المضاربين على تقلب الأسعار يمثل مسألة خلافية لفترة طويلة بين خبراء الاقتصاد. ويذهب بعض خبراء الاقتصاد المعروفين — مثل آدم سميث، وجون ستيوارت ميل، وميلتون فريدمان — إلى أن المضاربين يوفران السيولة، ويسهلون استكشاف الأسعار، ويحسنون تخصيص الموارد عبر فترات زمنية متعددة عن طريق الشراء بأسعار منخفضة والبيع بأسعار مرتفعة، مما يؤدي بدوره إلى استقرار الأسعار. ويؤكد خبراء آخرون أن المشاركين في السوق يمكن أن يتصفوا غالباً بأنهم «غير متعلقين»، وأن عمليات التداول تقوم على المشاعر، ومحاولات الاستكشاف، والعقلية الجماعية، مما يؤدي إلى زيادة التقلبات في السوق.

• **الحركة المتساوقة للأسعار:** وهناك فرضية أخرى بأن الاستثمار المالي المعزز للسلع الأولية يمكن أن يرفع درجة حركة أسعار السلع الأولية معاً. والسبب في ذلك هو أن زيادة التدفقات المالية يمكن أن يؤدي إلى تعظيم تعرض السلع الأولية لبعض الصدمات المالية المشتركة مثل تحركات أسعار الصرف وأسعار الفائدة. وفضلاً على ذلك، قد يفتقر المستثمرون إلى المعرفة القوية بالسلع الأولية المنفردة، مما يدفعهم إلى تخصيص الأموال للسلع الأولية ككل (نظرية المأوى/الفئات). وعلى سبيل المثال، يمكن للمستثمرين الاستثمار في سلع أولية من خلال شراء مؤشر للسلع الأولية يخصص الأموال بين السلع الأولية المختلفة وفقاً لبعض الأوزان الترجيحية المحددة، وليس من خلال الاستثمار في سلع أولية محددة ربما تفتقر إلى المعرفة بها. وإضافة إلى ذلك، يمكن أن يؤدي الاستثمار المالي للسلع الأولية إلى زيادة الارتباط — سواء السالب أو الموجب — بين أسعار السلع الأولية وأسعار الأصول الأخرى مثل أسعار أسهم الملكية، ويتوقف ذلك على أوضاع السوق المالية ككل فحسب.

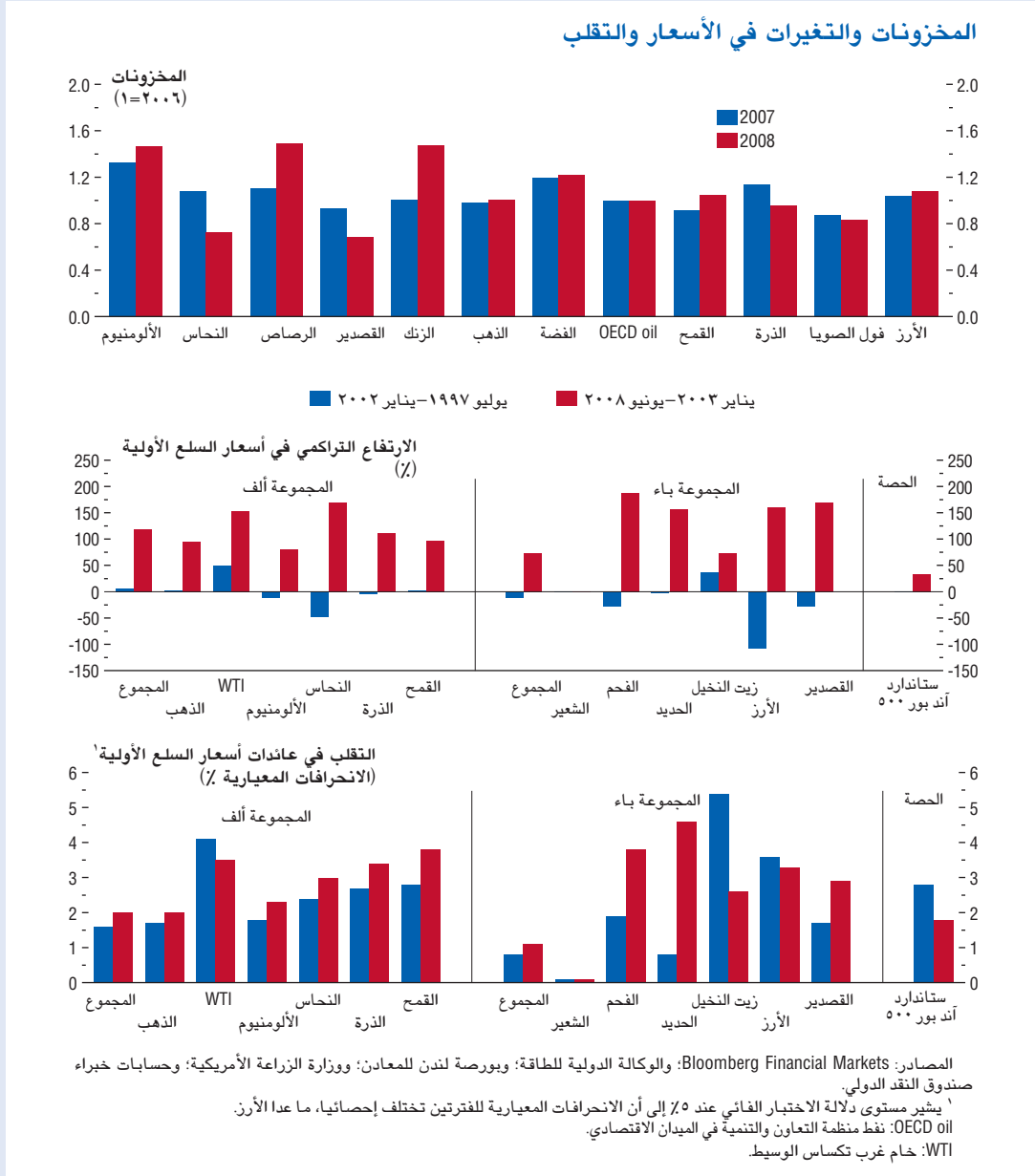
ومن أجل النظر في احتمال تأثر ذلك على الأسعار، تم إخضاع خواص العائدات الأسبوعية لأسعار خمسين سلعة أولية للفحص (التغيرات الأسبوعية للأسعار في

وبسبب صعوبة تحديد القيمة العادلة للسلع الأولية، تم اتباع مناهج غير مباشرة لمعالجة قضية ما إذا كان هذا السلوك قد دفع الأسعار بعيداً عن الأساسيات الاقتصادية. ويتمثل أحد هذه المناهج في فحص ما إذا كانت التغيرات التي تطرأ على المراكز المالية للسلع الأولية تؤدي إلى تغير أسعار السلع الأولية وذلك باستخدام تحليل السلسلة الزمنية («اختبار غرانجر للسببية»). وأجري مؤخراً كثير من الدراسات من هذا المنطلق، بما في ذلك في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي (IMF, 2008d)، ولم تتوصل إلى أدلة على وجود سببية منتظمة بين المراكز والأسعار في أي من الاتجاهين<sup>٣</sup>. وفي واقع الأمر، لا يتسق اتجاه التدفقات المالية في أغلب الأحيان مع اتجاه تحركات الأسعار. وعلى سبيل المثال، ففي الوقت الذي ارتفعت أسعار النفط الخام بصورة حادة في شهري مايو ويونيو ٢٠٠٨، تراجع صافي مراكز المضاربة (الشكل البياني الأول).

وهناك منهج آخر يتمثل في فحص ما إذا كان سلوك المخزون في الفترة الأخيرة يتسق مع فرضية عزو معظم الاتجاهات السريعة الأخيرة إلى المضاربة. ويتمثل الحدس المبدئي فيما يلي: يجب أن يصاحب المضاربة اكتناز فعلي متزايد للسلع الأولية لكي تؤثر تأثيراً دائماً على أسعار السلع الأولية وللحفاظ على توازن أسواق العمليات الفورية نتيجة لتراجع الاستهلاك عند ارتفاع الأسعار (راجع دراسة Krugman, 2008). ومع هذا تشير البيانات المتوافرة إلى أنه رغم ارتفاع مخزونات بعض السلع الأولية إلى حد ما في السنوات الأخيرة، فقد حدث تراجع أو استقرار واسع النطاق في مخزونات السلع الأولية الأخرى التي ارتفعت أسعارها ارتفاعاً كبيراً (الشكل البياني الثاني، اللوحة العليا). وبصفة خاصة، فرغم ارتفاع أسعار النفط الخام إلى الضعف تقريباً أثناء الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨، فقد ظلت مخزونات النفط الخام في البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي ثابتة خلال عام ٢٠٠٨. ومن ثم، فلا توجد أدلة تذكر بوجه عام على اكتناز مخزون السلع الأولية بانتظام، برغم التحفظ بشأن ضعف البيانات عن مخزونات السلع الأولية ونقص التغطية العالمية.

<sup>٣</sup> راجع الإطار ٥-١ في عدد سبتمبر ٢٠٠٦ من تقرير أفاق الاقتصاد العالمي أو التقرير المرحلي *Interim Report on Crude Oil* الذي أعدته فرقة العمل المشتركة بين الوكالات المعنية بأسواق السلع الأولية (Interagency Task Force on Commodity Markets (ITC, 2008)).

الإطار ٣-١ (تابع)



تميز مدى الاستثمار المالي للسلع الأولية، تُقسَّم السلع إلى مجموعتين كما يلي:

- المجموعة ألف: وتمثل السلع الأولية المتداولة بكثافة في الأسواق المالية. وعلى وجه التحديد، تُدرج السلعة الأولية في المجموعة ألف إذا كانت ضمن أحد المؤشرات الأربعة

اللوغاريتمات) قبل انطلاقة الاستثمار في السلع الأولية وبعدها. وتمتد فترة التركيز بين يناير ٢٠٠٣ ويونيو ٢٠٠٨، بينما بدأت فترة التحييد من يوليو ١٩٩٧ إلى ديسمبر ٢٠٠٢، حيث بدأت الانتعاشات الأخيرة في أسعار السلع الأولية والاستثمار حوالي عام ٢٠٠٣. ومن أجل

### تقلب الأسعار

لقياس ما إذا كانت زيادة الاستثمارات المالية أدت إلى زعزعة استقرار الأسواق من خلال زيادة التقلبات السعرية، احتسبت مقاييس تقلب الأسعار (الانحرافات المعيارية) لمجموعتي السلع الأولية قبل عام ٢٠٠٣ وبعده (الشكل البياني الثاني، اللوحة السفلى). وكانت النتائج متنوعة. فأولاً، ازدادت التقلبات السعرية لمعظم السلع الأولية المدرجة تحت المجموعة ألف بعد عام ٢٠٠٣، مع الاستثناء الملحوظ في النفط الخام، الذي تراجعت تقلباته كثيراً رغم تدواله بكثافة. وثانياً، ازدادت أيضاً التقلبات في معظم السلع الأولية المدرجة في المجموعة باء رغم عدم كثافة تداولها مالياً، مما يشير إلى أن زيادة التقلبات في المجموعة ألف ربما يرجع إلى عوامل أخرى بخلاف الاستثمار المالي للسلع الأولية. وبالإضافة إلى ذلك، قُدرت معادلة قطاعية مستعرضة بسيطة بإجراء انحدار لتقلبات العائد على التغيرات في المراكز المفتوحة لعقود السلع الأولية المستقبلية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨،<sup>٧</sup> وتشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة ولكنها ضعيفة بين تقلبات العائد ومدة الاستثمار المالي، مما يشير إلى إمكانية وجود رابط أفضل بين تقلب الأسعار والمتغيرات الأخرى، مثل ضيق السوق، أو مستويات المخزون، أو المخاطر الجغرافية السياسية<sup>٨</sup> (الشكل البياني الثالث، اللوحة السفلى).

### تساوق حركة الأسعار

لقياس ما إذا كان هناك تزايد في تساوق الحركة بين أسعار السلع الأولية وأسعار الأسهم، أُجري انحدار للعائدات الأسبوعية لسلع أولية مختارة على متغير ثابت «تفسيري» — بما في ذلك العائد على سلعة أولية أخرى ضمن المجموعة ذاتها، أو العائد على مجموع مؤشر

هذه المراكز بأنها صافي المراكز المغطاة والمكشوفة للمتعاملين غير التجاريين.

<sup>٧</sup> يستخدم المركز المفتوح كمتغير بديل لدرجة الاستثمار المالي — ويعرف بأنه مجموع عدد عقود الخيار و/أو العقود المستقبلية التي لا يتم إغلاقها أو تسليمها في يوم محدد.

<sup>٨</sup> كذلك لم تتوصل دراسة Haigh, Hranaiova, and Overdahl (2007) إلى أي أدلة على أن ارتفاع تداول الصناديق التحوطية للسلع الأولية أفضى إلى زيادة التقلبات السعرية.

الرئيسية للسلع الأولية.<sup>٤</sup> ويحتسب مجموع مؤشر أسعار المجموعة ألف استناداً إلى متوسط الأوزان الترجيحية للمؤشرات الأساسية الأربعة للسلع الأولية. كذلك تخضع للفحص ست سلع أولية منفردة ضمن المجموعة بمزيد من التفصيل وهي: الذهب، وخام غرب تكساس الوسيط، والألومنيوم، والنحاس، والذرة، والقمح.

• المجموعة باء: وتشمل جميع السلع الأولية المدرجة في مؤشر السلع الأولية لصندوق النقد الدولي والغير مشمولة في المجموعة ألف.<sup>٥</sup> وبالإضافة إلى مجموع حساب مؤشر أسعار المجموعة باء الذي يستند إلى الأوزان الترجيحية للسلع الأولية في مؤشر صندوق النقد الدولي، تخضع للفحص ست سلع منها، بمزيد من التفصيل: الشعير، والفحم، وخام الحديد، وزيت النخيل، والأرز، والقصدير.

### مستوى الأسعار

ارتفعت أسعار السلع الأولية المدرجة في المجموعة ألف بأقل من ٦٪ في الفترة بين ١٩٩٧ و٢٠٠٢، ولكنها ارتفعت بنحو ١٢٠٪ خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨. وانخفضت أسعار المجموعة باء بنحو ١٢٪ خلال الفترة الأولى، لكنها ارتفعت بنحو ٧٥٪ خلال الفترة الثانية (الشكل البياني الأول، اللوحة الوسطى). وفي واقع الأمر، شهد كثير من السلع الأولية التي ليس لها أسواق عقود مستقبلية كبيرة، مثل الحديد الخام والأرز، زيادات سعرية أعلى من السلع التي لها أسواق عقود مستقبلية كبيرة كالذهب والنفط الخام. وفضلاً على ذلك، يشير الانحدار المستعرض البسيط إلى وجود علاقة شبه ثابتة وسالبة بعض الشيء بين التغيرات السعرية والتغيرات في صافي المراكز المضاربة المغطاة<sup>٦</sup> أثناء عام ٢٠٠٣ (الشكل البياني الثالث، اللوحة العليا).

<sup>٤</sup> مؤشرات السلع الأولية الأربعة الخاضعة للفحص هي S&P Deutsche Bank، Goldman Sachs Commodity Index، Dow Jones-AIG Commodity Index، و UBS Bloomberg Constant Maturity Commodity Index. والسلع الأولية المدرجة في المجموعة ألف هي خام برنت، والغاز الطبيعي، وخام غرب تكساس الوسيط، وزيت الغاز، والبنزين الخالي من الرصاص، وزيت التدفئة، والألومنيوم، والنحاس، والذهب، والرصاص، والنيكل، والفضة، والزنك، والكاكاو، والقهوة، والذرة، والقطن، ولحم الخنزير، ولحم الأبقار، وعصير البرتقال، وزيت فول الصويا، وفول الصويا، ودقيق فول الصويا، والسكر، والقمح.

<sup>٥</sup> تشمل هذه السلع الموز، والشعير، والفحم، والسمك، ودقيق السمك، والفول السوداني، والجذوع الخشبية الصلدة، والخشب الصلب المنشور، وجلد الحيوان، وخام الحديد، ولحم الضأن، وزيت الزيتون، وزيت النخيل، والدواجن، وزيت بذرة اللفت، والأرز، والمطاط، والربيان، والجذوع الخشبية اللينة، والخشب اللين المنشور، وزيت دوار الشمس، والشاي، واليورانيوم، والصوف.

<sup>٦</sup> وفقاً لتصنيف مراكز العقود المستقبلية حسب نوع التاجر الذي وضعته «اللجنة التجارية لعقود السلع الأولية المستقبلية» في الولايات المتحدة (U.S. Commodity Futures Trading Commis-sion (CFTC))، ويستخدم صافي المراكز المستقبلية غير التجارية كقياس لمراكز المضاربة في أسواق السلع الأولية المستقبلية. وتعرف



الإطار ٣-١ (تتمة)

للمجموعة باء وينبغي له أن يرتفع بعد عام ٢٠٠٣، مع تسارع وتيرة الاستثمار المالي.<sup>٩</sup>

وتشير النتائج إلى تزايد الحركات المتساقفة للأسعار بين بعض السلع الأولية الأكثر استثمارا (الجدول). وبوجه عام، يتضح تزايد الحركة المتساقفة بين السلع الأولية في عام ٢٠٠٣ وبعده. فضلا على ذلك، ازداد تساقق الحركة في المتوسط بين السلع الأولية في المجموعة ألف بقدر أكبر من تساقق الحركة بين السلع الأولية في المجموعة باء. وأبرز ما في ذلك الزيادة الكبيرة في القوة التفسيرية لعائدات الذهب مقارنة بعائدات السلع الأولية الأخرى في المجموعة ألف، فقد ارتفعت من نحو ٢٪ خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٢ إلى أكثر من ٢٠٪ خلال الفترة من ٢٠٠٣-٢٠٠٨، مما يشير إلى ارتفاع تساقق حركة الذهب مع السلع الأولية الأخرى في المجموعة ألف. غير أن القوة التفسيرية للنفط الخام بالنسبة للسلع الأولية الأخرى في المجموعة ألف تراجعت كثيرا منذ عام ٢٠٠٣، وأخيرا، لا يبدو أن هناك علاقة وثيقة بين عائدات السلع الأولية في المجموعتين وعائدات الأسهم في أي من الفترتين.<sup>١١</sup>

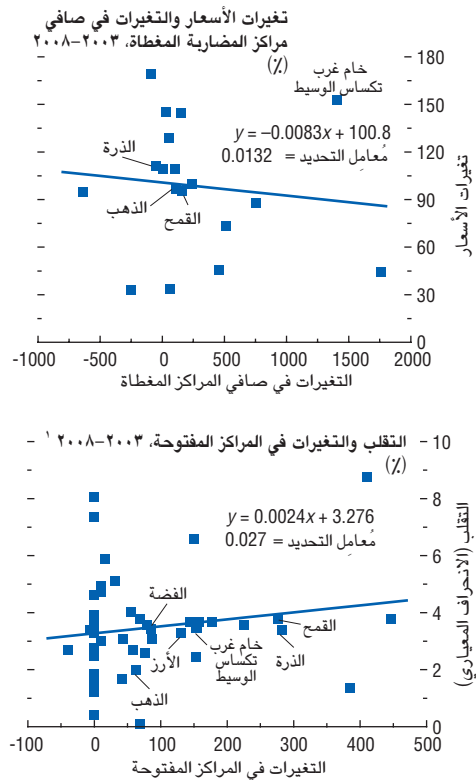
وخلاصة القول، ربما أدى الاستثمار المالي إلى تزايد الحركات المتساقفة بين بعض السلع الأولية، لا سيما فيما يتعلق بالذهب، ولكن ليس ثمة علاقة منتظمة واضحة بين ذلك والتقلبات السعرية أو التغيرات في الأسعار. وتتسق هذه النتائج مع الدراسات التي أجرتها مؤخرا اللجنة التجارية لعقود السلع الأولية المستقبلية (CFTC) وجهات أخرى في هذا المجال. ومن ثم، ليس هناك أدلة تُذكر على أن التداول في أسواق العقود المستقبلية قد أدى إلى تزايد الأسعار أو زعزعة أسواق السلع الأولية خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨.

<sup>٩</sup> يُوَجَّه الانتباه إلى أنه بالنظر إلى علاقات الترابط بين السلع الأولية (مثل الإحلال بين الإنتاج والاستهلاك)، فمن الممكن أن يؤثر الاستثمار المالي على المجموعة باء تأثيرا غير مباشر من خلال المجموعة ألف، حتى رغم عدم تداول السلع الأولية في المجموعة باء بكثافة. راجع على سبيل المثال دراسة (2006) Adrangi and Chatrath للاطلاع على مزيد من التفاصيل.

<sup>١٠</sup> غير أنه يتبين باستخدام البيانات الشهرية أن لخام غرب تكساس الوسيط قوة تفسيرية كبيرة — أكثر من ٣٠٪ — بالنسبة لعائدات السلع الأولية الأخرى في المجموعة ألف، ويرجع ذلك إلى انتقال التغيرات في تكلفة الطاقة على مدى أفق زمني أطول.

<sup>١١</sup> كذلك تخلص دراسة (2008) Bütükşahin, Haigh, and Robe إلى أن العلاقة بين العائدات على السلع الأولية القابلة للاستثمار ومؤشرات الأسهم في الولايات المتحدة لم تتغير كثيرا خلال الخمسة عشر عاما الماضية.

الاستثمار المالي والتغيرات في الأسعار والتقلب



المصادر: Bloomberg Financial Markets؛ واللجنة التجارية لعقود السلع الأولية المستقبلية في الولايات المتحدة؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> قد يختلف حجم العينة بين السلع الأولية نظرا لعدم توافر بيانات المراكز المفتوحة لبعض السلع الأولية قبل عام ٢٠٠٣. وتظهر السلع الأولية التي ليس لها أسواق عقود مستقبلية بقيمة تغيرات صفرية في المراكز المفتوحة.

المجموعة (ما عدا السلعة الأولية المنفردة قيد البحث)، أو العائد في مؤشر ستاندارد آند بور ٥٠٠ لأسواق الأسهم. ويُقاس مدى تساقق الحركة بمعامل التحديد أو  $R^2$ . واعتمادا على الحدس، فإذا كانت الحركات المتساقفة مدفوعة في الأساس باستثمار السلع الأولية، لا سيما الربط بمؤشر، فينبغي أن يكون معامل التحديد ( $R^2$ ) للسلع الأولية في المجموعة ألف أعلى من معامل التحديد

طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة

تساوق الحركة بين العائدات (معاملات التحديد %)<sup>١</sup>

المجموعة ألف													
٣ يناير ٢٠٠٣ - ٢٧ يونيو ٢٠٠٣						٤ يوليو ١٩٩٧ - ٢٧ ديسمبر ٢٠٠٢							
المجموعة ألف	القمح	الذرة	النحاس	الألومنيوم	WTI	الذهب	المجموعة ألف	القمح	الذرة	النحاس	الألومنيوم	WTI	الذهب
خام غرب تكساس الوسيط						٦,٦*							٠,٩
الألومنيوم						٢٣,٤*							٠,٨
النحاس						١٩,٥*					٤٣,٤		٢,٩
الذرة						٣,٤				٠,٠	٠,٢		٠,١
القمح						٤,٧				٠,٥	٠,٣		٠,٥
المجموعة ألف <sup>٢</sup>						٢١,٠*				٤٠,٦	٧,٢		٢,٣
ستاندارد آند بور ٥٠٠						٠,١				٤٠,٦	٠,٥		٠,٥
المتوسط						٠,١				٠,٣	٠,٢		٠,٦
						٧,٢				٠,٥	٠,٢		٠,٦
													٦,٧
المجموعة باء													
٣ يناير ٢٠٠٣ - ٢٧ يونيو ٢٠٠٨						٤ يوليو ١٩٩٧ - ٢٧ ديسمبر ٢٠٠٢							
المجموعة باء	القمح	الذرة	النحاس	الألومنيوم	WTI	الذهب	المجموعة باء	القمح	الذرة	النحاس	الألومنيوم	WTI	الذهب
القمح						٠,٠							٠,٠
الحديد الخام						١,٣							٠,٤
زيت النخيل						٠,٢							٢,٠
الأرز						٠,٠							٠,١
القصدير						٠,٤							٠,١
المجموعة باء <sup>٢</sup>						٧٣,١*							٥٦,٣
ستاندارد آند بور ٥٠٠						٠,١							٠,١
المتوسط						٠,١							٠,٩
						٢,٧							١,٠
						٣,١							٢,٩

المصادر: Bloomberg Financial Markets؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> يشير ارتفاع معامل التحديد إلى ارتفاع تساوق الحركة. وفي الانحدارات ثنائية المتغير، يكون معامل التحديد ثابتاً أمام خيار المتغيرات على اليمين واليسار. وعلى سبيل المثال، فإن إجراء انحدار على خام غرب تكساس الوسيط ينتج عنه معامل تحديد مماثل عند إجراء انحدار خام غرب تكساس الوسيط على الذهب.  
<sup>٢</sup> ما عدا السلعة الأولية في العمود قيد البحث.  
<sup>٣</sup> تشير علامة النجمة إلى أن هناك انقطاع هيكلية بين الفترتين وفقاً لاختبار تشو (Chow test) عند بلوغ مستوى الدلالة ٥٪.  
<sup>٤</sup> خام غرب تكساس الوسيط.

ولا تسهم العوامل المشتركة عامة إلا بدور محدود في التقلبات قصيرة الأجل لأسعار السلع الأولية حتى أثناء فترات الانتعاش، مثلما اتضح من الفروق الكبيرة في أحجام الزيادات السعرية وتوقيتها (الجدول ٣-١). وعلى هذه الخلفية، ينتقل هذا الفصل الآن إلى التطورات والاحتمالات المتوقعة لأهم مجموعتين من السلع الأولية في آفاق التضخم العالمي وهما النفط والغذاء.

هل يؤدي تباطؤ النمو إلى تراجع أسعار النفط؟

ارتفعت أسعار النفط بحلول منتصف يوليو ٢٠٠٨ وتجاوزت كثيراً أعلى المستويات التي بلغتها من قبل، فسجلت زيادة بنحو ٣٠٪ أعلى من المستوى القياسي الذي بلغته بالقيمة الحقيقية في ديسمبر ١٩٧٩، لكنها باتت تشهد انخفاضاً منذ ذلك الوقت. وجاء ارتفاع أسعار

بتباطؤ النمو العالمي خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، وحل مشكلة القيود على عرض المحاصيل الغذائية الرئيسية بفعل الأحوال الجوية، وازدياد المعروض النفطي. ومع ذلك، لا تزال مستويات المخزون والطاقة الفائضة متدنية، بينما لا يزال زخم النمو في كبرى الاقتصادات الصاعدة قوياً، ولا تزال بعض قيود العرض قائمة، مما سيؤدي على الأرجح إلى الحد من حدوث مزيد من الانخفاض في الأسعار ويسمح باستمرار تقلبها ما لم يشهد النشاط الاقتصادي العالمي هبوطاً أكثر حدة.

وفي ظل هذه الآفاق العامة، تختلف الاحتمالات المتوقعة بشأن السلع الأولية المنفردة. وتُعزى هذه الاختلافات على مستوى السلع الأولية بصورة أساسية إلى خصائص مختلفة (مثل قابلية السلعة الأساسية للتخزين أو مركزها النسبي في مراحل الإنتاج)، كما ترجع إلى الخصوصية السلعية لمشكلات العرض وأوضاع المخزون.

### الفصل ٣ هل عاد التضخم من جديد؟ أسعار السلع الأولية وتضخم الأسعار

#### الجدول ٣-١: مساهمة العوامل المشتركة في تقلبات أسعار السلع الأولية<sup>١</sup>

	نوبات الانتعاش			
	٢٠٠٨-١٩٧٠ (يونيو)	١٩٧٢- ١٩٧٤ (يونيو)	٢٠٠٣-٢٠٠٨ (يونيو)	«فترة الاعتدال الكبير» ١٩٨٤-٢٠٠٨ (يونيو)
النفط الخام	١,٦	١,٩	٣,٦	٢,٦
المعادن	٣٧,٩	٢٩,٦	٣٤,٥	٢٧,٧
المواد الخام الزراعية	٢٣,٩	١,٣	٢١,٨	١٣,٠
الغذاء	١٦,٧	١,٢	٢٣,٩	٢٤,٧
اللحوم	٨,٣	٠,٥	٢٦,٧	٩,٧
الحبوب	١٨,٩	١,٧	١١,٩	٢٢,٨
الزيوت النباتية والوجبات البروتينية	٢٤,٣	٠,٧	٢٨,٥	٤٢,٦
مواد غذائية أخرى	٧,٨	٣,٠	٢٤,٥	٦,٩
المشروبات	١١,٢	٢,٢	٢٨,٠	٧,٥

المصادر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات السلع الأولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تستند المساهمات إلى المكون الرئيسي الأول للتغيرات اللوغارتمية في أسعار ٣٨ سلعة أولية بالقيم الحقيقية (مُصححة لمراعاة الارتباط المسلسل وموحدة).  
<sup>٢</sup> راجع دراسة (Kilian (2008).

النتائج عن تحولات الطلب العالمي خلال العام والنصف الماضيين بسبب تراجع انتقال التغيرات إلى الأسعار المحلية في الاقتصادات الصاعدة والنامية، مما أدى إلى زيادة انخفاض المرونة السعرية للطلب النفطي العالمي في الأجل القصير والتي تعتبر منخفضة في الأصل.<sup>٩</sup> وشملت العوامل الأخرى التي أسهمت في ذلك تصاعد المخاطر من اضطرابات العرض في بعض الدول المنتجة الكبرى إضافة إلى المخاوف الجغرافية السياسية.

وكانت التوقعات المتنامية باستمرار لتشديد الأوضاع في أسواق النفط على المدى المتوسط هي على الأرجح أحد العوامل المهمة التي أدت إلى زيادة الأسعار خلال العام الماضي. وكان التوسع في الطاقة الإنتاجية يسير بخطى بطيئة وتراجع على نحو مطرد إلى أقل من المستوى المتوقع في السنوات الأخيرة، لا سيما خارج منظمة أوبك (الشكل البياني ٣-٤، اللوحة العليا).<sup>١٠</sup> ونشأ اتفاق واسع النطاق على أن وتيرة الزيادة في الطاقة الإنتاجية اللازمة لاستيعاب التوسع القوى المرتقب في الاقتصادات الصاعدة والنامية ستظل بطيئة بسبب قيود الدورة الاقتصادية، والقيود التكنولوجية والجيولوجية،

النفط منذ مطلع عام ٢٠٠٧ ليعكس الضيق الشديد في موازين السوق في سياق انخفاض مستوى الاحتياطيات الوقائية (تراجع المخزونات، وانخفاض الطاقة الفائضة). وكان إنتاج منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك) في معظم الوقت عام ٢٠٠٧ أقل من مستوياته عام ٢٠٠٦، وانخفض إنتاج البلدان غير الأعضاء في أوبك في النصف الثاني من عام ٢٠٠٧، بينما لا يزال الطلب العالمي على النفط في الازدياد بوتيرة لا تتغير بوجه عام. وعند بلوغ الطاقة الإنتاجية لأسواق النفط حدودها القصوى، قد يؤثر ذلك كثيرا على الأسعار بسبب حدوث تحولات غير متوقعة وصغيرة نسبيا في العرض (أو الطلب) العالمي، وبوجه عام نظرا للانخفاض الشديد في استجابة الأسعار للطلب على النفط في الأجل القصير.<sup>٨</sup> وقد تعزز تأثير الأسعار

<sup>٨</sup> هناك اعتقاد سائد بأن مرونة الطلب النفطي السعرية قصيرة الأجل منخفضة جدا. وتعتبر وزارة الطاقة الأمريكية (دراسة Costello, 2006) أنها في نطاق يتراوح بين ٠,٠١ و ٠,٠٤ (بالقيم المطلقة) — بينما مرونة الدخل أعلى بكثير. وبالمثل، تشير دراسة (Hamilton (2008 إلى أن مستويات المرونة تتراوح بين ٠,٠٣ و ٠,٠٧ (بالقيم المطلقة)، وورد في عدد سبتمبر ٢٠٠٥ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي أن هذه القيم تتراوح بين ٠,٠٣ و ٠,٠٨. ونتيجة لذلك، هيمنت آثار الدخل على آثار السعر في الطلب على النفط. وفي نموذج بسيط للطلب ينطوي على صدمات عرض خارجية ويغفل العلاقات اللاخطية الناشئة عن انخفاض المخزونات والاعتبارات المتعلقة بفترات زمنية متعددة، تنطوي هذه المرونة السعرية على انخفاض إنتاج النفط بمقدار ٠,٥ مليون برميل يوميا — أي ما يقرب من مقدار انخفاض عرض البلدان غير الأعضاء في أوبك خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٧ — ينبغي أن يؤدي إلى ارتفاع في الأسعار يتراوح بين ١٠-٦٠٪ (تستند هذه الحسابات إلى بيانات الإنتاج لعام ٢٠٠٧). وإذا كانت المرونة السعرية الأطول أجلا أعلى من المرونة قصيرة الأجل، فإن الأسعار ستجاوز كثيرا المستوى التوازني للزيادات طويلة الأجل كرد فعل لانخفاض العرض.

<sup>٩</sup> توافرت حماية متزايدة لمستهلكي النفط في كثير من البلدان تجاه ارتفاع الأسعار في الأسواق العالمية. ومن خلال عينة شملت ٤٣ اقتصادا صاعدا وناميا، تبين أن عددا أقل من النصف قليلا سمح بالانتقال الكامل للأسعار خلال عام ٢٠٠٧ (مقارنة بثلاثة أرباع في عام ٢٠٠٦). راجع (IMF (2008b).

<sup>١٠</sup> قصور الطاقة الإنتاجية للقطاعات المتممة للإنتاج النفطي، لا سيما التكرير، أسهمت أيضا في ارتفاع أسعار النفط. ومع هذا، فإن قضايا العرض الأطول أجلا التي يناقشها هذا الفصل ترتبط في الأساس بالاستثمارات في مجال إنتاج النفط الذي يشهد أشد مستويات القيود طويلة الأجل.

## طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة

والقيود على صعيد السياسات.<sup>١١</sup> وفي واقع الأمر، طال أمد فترات التكوين المشار إليها أعلاه، رغم أن النطاق المتاح لتحقيق هذه الزيادة في نهاية المطاف لا يزال قائما — كما يتضح من خلال النسبة الثابتة للاحتياطيات النفطية المثبتة إلى الإنتاج الحالي باعتباره أحد مقاييس ندرة النفط في الأجل البعيد (الشكل ٣-٤، اللوحة الوسطى). ومع هذا، سوف يتم رفع الطاقة الإنتاجية المستقبلية بتكلفة أعلى كثيرا مما في السابق، وذلك بسبب التصاعد الحاد في تكاليف استخراج النفط في الحقول الهامشية، التي تشتمل على مكون كبير دائم (الشكل البياني ٣-٤، اللوحة السفلى).

وحتى التعديلات الخافضة الصغيرة نسبيا في المسار المتوقع لزيادة العرض مستقبلا والتي تعزى إلى زيادة النظرة المتشائمة، يمكن أن تنطوي على زيادات كبيرة في الأسعار المستقبلية المتوقعة نظرا للانخفاض النسبي في المرونة السعرية للطلب النفطي كما ورد أعلاه.<sup>١٢</sup> ويجب أن تنعكس توقعات ارتفاع أسعار النفط المشار إليها على ارتفاع الأسعار الفورية في الوقت الحاضر، وإلا ستجد البلدان المنتجة في ذلك دوافع للإبقاء على الاحتياطيات النفطية في باطن الأرض، ويجد المضاربون ما يحفزهم لتكوين مخزونات متراكمة يمكن بيعها فيما بعد بأسعار أعلى. ولهذا السبب أشار بعض المراقبين إلى الارتفاعات الأخيرة في أسعار النفط باعتبارها «صدمة عرض متوقعة»، أي أنها جاءت كرد فعل لزيادة تشديد أوضاع السوق في الأجل المتوسط (راجع على سبيل المثال دراسة (Clarida, 2007).

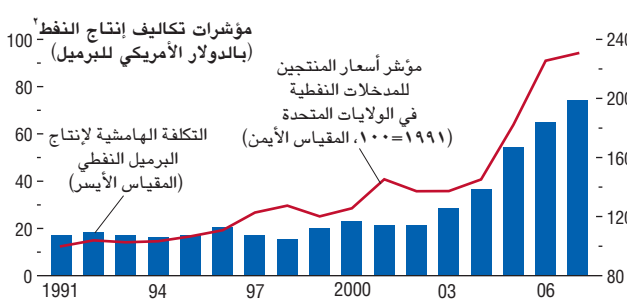
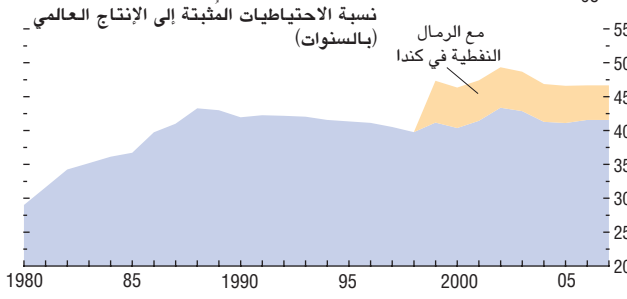
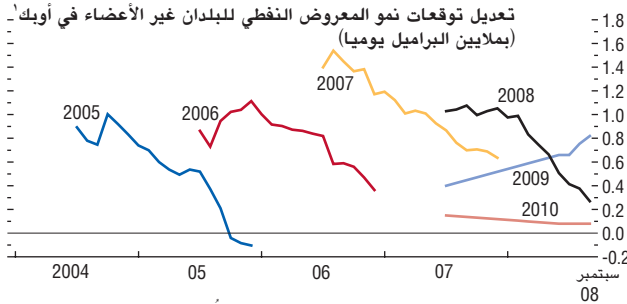
وماذا عن دور العوامل المالية؟ يُشار في كثير من الأحيان إلى المضاربة والاستثمار المالي للسلع الأولية باعتبارهما من عوامل ارتفاع أسعار النفط مؤخرا. غير أنه لا توجد أدلة واضحة تذكر على أن لهذين العاملين أي أثر سعري منتظم. فعلى سبيل المثال، وصلت التدفقات الاستثمارية الداخلة صوب صناديق الطاقة والنفط وكذلك المراكز الصافية لأسواق العقود المستقبلية للمستثمرين غير التجاريين إلى أعلى مستوياتها في أواخر عام ٢٠٠٧ ثم أخذت في التراجع بعد ذلك. ومع هذا، ربما أثر تحول الشعور السائد على ديناميكية الأسعار قصيرة الأجل إلى حد ما، لا سيما بالنظر إلى نقص توافر المعلومات عن أوضاع السوق العالمية في الوقت المناسب. وإضافة إلى ذلك، فقد

<sup>١١</sup> راجع الإطار ١-٥ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

<sup>١٢</sup> تشير استجابة العرض الأقل مرونة في الأجل المتوسط بسبب وجود فترات تكوين أطول إلى أن التعديلات الرافعة لمسار الطلب العالمي المتوقع ينبغي أن تؤثر بقدر أكبر على الأسعار الفورية الحالية.

### الشكل البياني ٣-٤: تطورات المعروض النفطي

ظل الإنتاج النفطي عند مستوى أقل من التوقعات على مدى السنوات الأربعة الماضية في ظل ارتفاع تكاليف الإنتاج، وأدى ذلك إلى زيادة القلق من استمرار الأوضاع المتشددة في السوق لبعض الوقت رغم وجود مستويات كافية من الاحتياطيات.



المصادر: نشرة Bloomberg Financial Markets و British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008); Goldman Sachs Global, Inc. Equity Group؛ ومكتب إحصاءات العمال الأمريكي (U.S. Bureau of Labor Statistics)؛ ووزارة الطاقة الأمريكية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ تشير التوقعات إلى متوسط بسيط لمنظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك)، والوكالة الدولية للطاقة، وإدارة معلومات الطاقة الأمريكية، في فترة وضع التنبؤات.  
٢ تعرف التكلفة الهامشية بأنها المتوسط للمنتجين بأعلى تكلفة (أو الربيع السفلي)، استنادا إلى مسح لشركات النفط المدرجة في البورصة. ويشير مؤشر أسعار المنتجين للمدخلات النفطية إلى المتوسط غير المرجح لحفر آبار النفط والغاز، والأنشطة المساندة لعمليات النفط والغاز، وماكينات ومعدات آبار النفط.

الغذائية الرئيسية الستة وهي الذرة، والقمح، والأرز، وفول الصويا والمنتجات المرتبطة به، وزيت بذر اللفت، وزيت النخيل. وتساهم هذه السلع الأولية معا بما يزيد على ٨٠٪ من الارتفاع في مؤشر صندوق النقد الدولي لأسعار المواد الغذائية منذ مطلع عام ٢٠٠٦، رغم أن وزنها الترجيحي لا يزيد عن ٤٠٪.

وعلى مدار السنوات القليلة الماضية، كان انخفاض مستويات المخزون العالمي من هذه السلع الغذائية الأولية عنصرا مهما في التمهيد للطفرة السعرية. وعلى جانب العرض، انخفضت معدلات نمو العائد بعد منتصف ثمانينات القرن الماضي، ويمكن عزو ذلك جزئيا إلى انخفاض الأسعار النسبية وتراجع معدلات الاستثمار (الشكل البياني ٣-٥، اللوحة العليا). وأسهم في اتخاذ هذا المنحى ارتفاع مستويات الحماية في القطاع الزراعي للاقتصادات المتقدمة وتحيز النفقات العامة في الاقتصادات النامية نحو الدعم (بدلا من الاستثمار في البنية التحتية والبحوث الزراعية).<sup>١٤</sup> وعلى جانب الطلب، كان هناك تصاعد كبير في الاستهلاك بدافع من النمو السريع للدخل في الاقتصادات الصاعدة والنامية (الشكل البياني ٣-٥، اللوحة الوسطى).<sup>١٥</sup>

ويسعى هذا التحليل إلى تقدير الأدوار النسبية لعدد من عوامل العرض والطلب في تفسير الزيادات السعرية لهذه السلع الغذائية الستة خلال الفترة من ٢٠٠٦-٢٠٠٨ (الشكل البياني ٣-٥، اللوحة السفلى). ويوجه الانتباه إلى استناد هذا التمرين إلى تحليل بسيط للتوازن الجزئي ولا يتضمن آثار انخفاض المخزون الدافعة للأسعار. وإضافة إلى ذلك، فإنها تنطوي على قدر كبير من عدم اليقين، نظرا للتفاعلات المتشابكة عبر الأسواق ويمرور الوقت.<sup>١٦</sup>

• صدمات الأحوال الجوية: أدت سلسلة من صدمات العرض المرتبطة بالأحوال الجوية في عامي ٢٠٠٦ و٢٠٠٧ إلى حدوث انخفاض حاد في متوسط محصول القمح وبذر اللفت لمدة عامين، ويبلغ معدل تواتر هذه الصدمات أقل من مرة في العقد الواحد في المتوسط. وتشمل الآثار الضارة للجفاف خاصة على محاصيل القمح في أستراليا، وأوروبا الشرقية، وشمال إفريقيا

أدت الأوضاع المالية في الفترة الأخيرة على الأرجح إلى ممارسة بعض الضغوط الرافعة للأسعار. ويميل كل من انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي وتراجع أسعار الفائدة الحقيقية على أدوات السياسة النقدية إلى رفع أسعار النفط. وتتسم تلك الآثار بأنها قصيرة الأجل بصفة أساسية مع وجود مجال لحدوث استجابة سعرية مفرطة، ولكن ربما تحدث أيضا آثار أطول أجلا من خلال التأثير على العرض والطلب الفعليين للنفط.<sup>١٣</sup>

وتراجعت أسعار النفط مؤخرا للأسباب التالية: (١) رفع إنتاج البلدان الأعضاء في أوبك (أولها المملكة العربية السعودية)؛ (٢) توافر بيانات تشير إلى استمرار انخفاض الطلب على النفط في الولايات المتحدة التي يبدو أنها تعكس استجابة الطلب المتزايد تجاه ارتفاع الأسعار وليس مجرد رد فعل لتباطؤ الدخل؛ (٣) التوقعات المحتملة بانخفاض النمو في الاقتصادات الأخرى المتقدمة الرئيسية؛ (٤) الأوضاع المالية الأقل دعما نظرا لانتعاش الدولار الأمريكي. وبالنظر إلى المستقبل، من المرجح أن يتراجع نمو الطلب على النفط مع تباطؤ النمو العالمي المتوخى في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ وعام ٢٠٠٩. وفي حالة استمرار الزيادات الأخيرة في الإنتاج، فإن أوضاع السوق قصيرة المدى ستكون من ثم أقل تقييدا وستدعم انخفاض الأسعار إلى أقل من مستوى الذروة الذي بلغته مؤخرا، مع توافر إمكانية إجراء مزيد من التعديل بخفض التوقعات إذا ازدادت حدة التباطؤ العالمي أو تعززت استجابة الطلب لارتفاع الأسعار في الاقتصادات المتقدمة. ومع ذلك، يرجح أن تظل الأسعار أعلى كثيرا من مستوياتها السابقة على نوبة الانتعاش وأن تخضع لتقلبات مستمرة بسبب قصور العرض واستمرار النمو القوي في الاقتصادات الصاعدة.

### ارتفاع أسعار الغذاء يعكس مزيجا من العوامل الدائمة والمؤقتة

بدأت طفرة أسعار الغذاء في منتصف عام ٢٠٠٦ وازدادت حدة خلال الأربعة شهور الأولى من عام ٢٠٠٨، ويعزى ذلك بقدر كبير إلى الزيادات في أسعار السلع

<sup>١٣</sup> يمكن أن يؤدي انخفاض سعر الصرف الفعلي للدولار الأمريكي إلى تولد ضغوط صعودية على أسعار السلع الأولية من خلال عدد من القنوات. ويشير التحليل التجريبي الوارد في الإطار ١-٤ في عدد إبريل ٢٠٠٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي إلى أن انخفاض سعر الصرف بمقدار نقطة مئوية واحدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار النفط (بالدولار الأمريكي) بأكثر من نقطة مئوية واحدة. ويؤدي انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية قصيرة الأجل إلى خفض تكاليف حيازة المخزون ويمكن أن يحفز التحول من أدوات الأسواق المالية إلى السلع الأولية والأصول الأخرى ذات العائد الأعلى. راجع دراسات Bordo (1980) و Frankel (1986, 2006) و Akram (2008).

<sup>١٤</sup> أحرزت بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي تقدما بطيئا في خفض الدعم الكلي على مدار العشرين عاما الماضية، وانخفض متوسط التحويل إلى المنتجين الزراعيين كحصة في أسعار باب المزرعة من ٣٧٪ إلى ٣٠٪ عام ٢٠٠٥. راجع World Bank (2007).

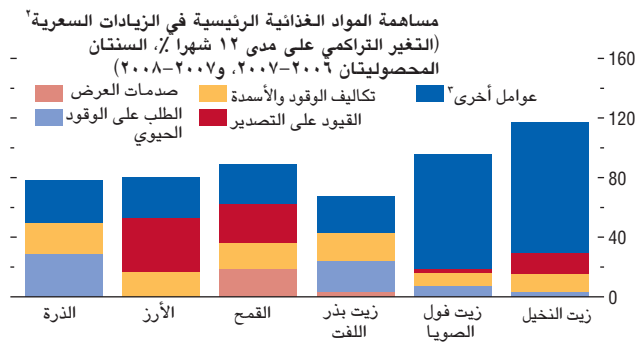
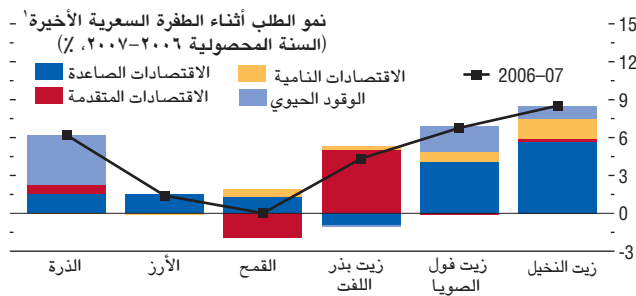
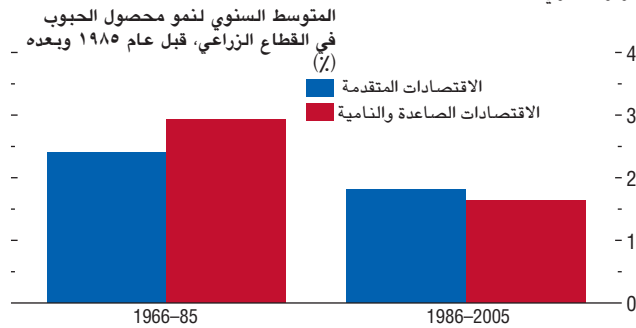
<sup>١٥</sup> كذلك تغير تكوين الطلب واتجه نحو الأغذية الغنية بالبروتين، والعلف، والزيوت تماشيا مع اتجاهات الاستهلاك في الاقتصادات النامية.

<sup>١٦</sup> يرد وصف المنهجية المتبعة بمزيد من التفصيل في الملحق ٣-٢. وتم الإشارة إلى السنوات المحصولية، ما لم يذكر خلاف ذلك (مع امتداد السنة المحصولية لعام ٢٠٠٧ من منتصف ٢٠٠٧ إلى منتصف ٢٠٠٨).

## طفرة أسعار السلع: منشؤها واحتمالاتها المتوقعة

### الشكل البياني ٣-٥: الاتجاهات السعرية للمواد الغذائية الرئيسية

جاءت طفرة الأسعار الأخيرة بعد مرور فترة من تراجع نمو محصول الحبوب في ظل تباطؤ الاستثمار في القطاع الزراعي. وتحول نمو الطلب مؤخرا، ومعظمه من الاقتصادات الصاعدة، نحو زيت فول الصويا وزيت النخيل. وترجع الطفرة السعرية إلى طائفة من العوامل إضافة إلى نمو الوقود الحيوي.



المصادر: منظمة الأغذية والزراعة؛ ووزارة الزراعة الأمريكية؛ والبنك الدولي (٢٠٠٧)؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> يُستبعد نمو الطلب على الوقود الحيوي من حسابات المجموعات الفطرية.

<sup>٢</sup> راجع الملحق ٣-٢ للاطلاع على التفاصيل بشأن الحسابات.

<sup>٣</sup> تشمل الآثار الانتشارية وآثار الإحلال.

التي أسهمت بمقدار ٢٠٪ من الارتفاع في أسعار القمح منذ عام ١٧،٢٠٠٦ ويتسم تأثير صدمات الأحوال الجوية بأنه مؤقت بوجه عام؛ وفي واقع الأمر ازدادت المساحة المزروعة بالقمح لمحصول عام ٢٠٠٨ زيادة حادة كرد فعل تجاه ارتفاع الأسعار في الولايات المتحدة (دراسة Trostle, 2008).

• إنتاج الوقود الحيوي: جاء تصاعد الطلب على الذرة وبعض الزيوت النباتية من جانب منتجي الوقود الحيوي كعامل آخر من العوامل التي أدت إلى ارتفاع أسعار الغذاء. واتسع إنتاج الوقود الحيوي بسرعة استجابة لارتفاع أسعار الوقود، وكذلك كرد فعل للسلحيات المتزايدة لإنتاج الوقود الحيوي، والدعم الحكومي، والحماية الجمركية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية.

وبصفة خاصة ارتفع إنتاج الإيثانول المستخرج من الذرة في الولايات المتحدة. وتم تحويل نحو ٣٠٪ من محصول الذرة في الولايات المتحدة إلى إنتاج الوقود الحيوي في الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧، ومن المتوقع أن ترتفع هذه الحصة إلى ٣٦٪ في عام ٢٠٠٨. ورغم صدور استجابة قوية على جانب الإنتاج، تشير التقديرات إلى أن زيادة ضغوط الطلب تسهم بما يتراوح بين ٢٥-٤٥٪ من الارتفاع في أسعار الذرة الدولية أثناء هذه الفترة وذلك نظرا لوجود طائفة من القيم المقبولة لمرونة الطلب السعرية. واستشرافا للمستقبل، يرجح استمرار التأثير السعودي على أسعار الغذاء بسبب ضغوط الطلب التي ترجع إلى الإيثانول وذلك ما لم تتغير السياسات المتبعة.

وتراجعت بمرور الوقت أهمية الأثر السعري لإنتاج الوقود الحيوي على زيت بذر اللفت — وهو اللقيم الرئيسي لإنتاج الديزل الحيوي في أوروبا. ولم يعد الكثير من مصانع إنتاج الديزل الحيوي يحقق أرباحا، كما انخفض الطلب على زيت بذر اللفت المستخدم في استخراج الديزل الحيوي خلال عام ٢٠٠٧ بسبب خفض الدعم في الاتحاد الأوروبي نظرا لإعادة النظر في سياسات الوقود الحيوي وتصاعد أسعار الزيوت النباتية.<sup>١٨</sup> فضلا على ذلك، لا يمثل بذر اللفت سوى حصة صغيرة ومتضائلة في سوق زيوت الطعام.

<sup>١٧</sup> في واقع الأمر، فبدون المحصول الوافر من فول الصويا والقمح والذرة عام ٢٠٠٥ كانت طفرة الأسعار ستأتي قبل ذلك بفترة طويلة. <sup>١٨</sup> يحول في الوقت الحاضر حوالي ٢٠٪ من الطلب العالمي على زيت بذر اللفت نحو إنتاج الديزل الحيوي. كذلك نما استخدام زيت فول الصويا وزيت النخيل في إنتاج الديزل الحيوي أثناء هذه الفترة لكنه ظل يمثل جزءا صغيرا جدا من مجموع الاستخدام العالمي (يقدر بواقع ٩٪ و ٣٪ في عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٨، على التوالي).

الجدول ٣-٢: مؤشرات مختارة لانتقال الآثار عبر أسعار السلع الغذائية الرئيسية

الذرة	الأرز	القمح	زيت فول الصويا	زيت بذر اللفت	زيت النخيل
١,٠٠	٠,٢٣	٠,١٩	٠,٧٨	—	—
—	—	٠,٦٢	١,١٩	١,٠٠	—
**١٠٠	**٨٢	*٦١	**٧١	**٧٤	**٦٦
**٧٤	**٧٦	٤٦	**٨٢	**١٠٠	**٧٨
١٣	٦	١٨	٢٩	١٠	٧٢
٣٢	٣٠	٢٥	١٢	٣٠	١٤

تغيرات الأسعار التقديرية % الناتجة عن ارتفاع مقداره ١% في أسعار المواد الغذائية المستخدمة في إنتاج الوقود الحيوي<sup>١</sup>

الذرة

زيت بذر اللفت

إحصائية وفاقية لتساق الحركة الدورية<sup>٢</sup>

متضمنا الذرة (يناير ١٩٥٧-مايو ٢٠٠٨)

متضمنا زيت بذر اللفت (يناير ١٩٨٠-مايو ٢٠٠٨)

بنود للتذكرة (السنة المحصولية ٢٠٠٧)

حصة الإنتاج العالمي المصدر

حصة الوقود والأسمدة في مجموع تكاليف الإنتاج<sup>٣</sup>

المصادر: وزارة الزراعة الأمريكية (٢٠٠٨): وقاعدة البيانات الإلكترونية لمنظمة الأغذية والزراعة North Carolina Solar Center و Fedepalma و (FAOSTAT) (2006): وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي (راجع الملحق ٣-٢ للاطلاع على التفاصيل).

<sup>١</sup> مأخوذة من التقدير المركب لمروونات الإحلال.

<sup>٢</sup> الإحصاء التوافقي يقيس نسبة الوقت الذي تمضيه أسعار سلعتين أوليتين في مرحلة واحدة، في نطاق يتراوح بين صفر و ١٠٠. وتعني القيمة المرتفعة أن دوراتها أكثر تزامنا، مما يشير إلى توافر إمكانيات كبيرة للإحلال بين السلعتين الأولتين (دراسة Cashin, McDermott, and Scott, 1999). وتشير علامة \* إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى ١٠٪. وتشير علامة \*\* إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى ٥٪.

<sup>٣</sup> تشير تكاليف إنتاج زيت فول الصويا وزيت بذر اللفت إلى المحصول المناظر. ولا تشمل حصة الوقود المستخدم لأغراض النقل.

واكتناز المخزونات.<sup>١٩</sup> وألغى بالتالي كثير من هذه القيود، وقامت بعض البلدان بتحرير مخزوناتها. ويرجح مواصلة إلغاء القيود مع تحسن محاصيل الأرز والقمح.

وبوجه عام، كان ارتفاع تكاليف الطاقة هو أهم العوامل المباشرة التي أدت إلى ارتفاع أسعار الغذاء منذ عام ٢٠٠٦، تلتها القيود التجارية في المرتبة الثانية بفارق ضئيل. غير أن الآثار المباشرة لهذين العاملين لا تقف وحدها وراء جميع الزيادات المشاهدة في أسعار المحاصيل المتأثرة. فقد أسهمت في هذه الزيادات أيضا آثار غير مباشرة متداخلة انتقلت في الأساس من خلال قنوات إحلال العرض والطلب. ويبين الجدول ٣-٢ الآثار الانتشارية المترتبة على الزيادات في أسعار الذرة وزيت بذر اللفت (وهي مدخلات الوقود الحيوي)، باستخدام المروونات السعرية المتبادلة للعرض والطلب. وتشير النتائج إلى اكتساب هذه الآثار أهمية بالغة في تفسير الزيادات السعرية لفول الصويا والمنتجات المرتبطة به: فتؤدي الزيادة في أسعار الذرة بمقدار ١٪، إذا ما تساوت جميع العوامل الأخرى، إلى رفع أسعار فول الصويا بمقدار ثلاثة أرباع في المائة حيث يستعيض المزارعون عن

• انتقال الارتفاع في تكاليف الطاقة: وهناك عامل ثالث يرتبط بانتقال الارتفاع في تكاليف الطاقة مباشرة إلى أسعار الغذاء، وتشير التقديرات إلى إسهامه بنحو ٢٠٪ من الارتفاع في أسعار السلع الأولية الستة. وأدى ارتفاع أسعار الأسمدة بنحو ثلاثة أضعاف وارتفاع أسعار الوقود بحوالي الضعف إلى زيادة تكاليف الإنتاج الزراعي منذ منتصف عام ٢٠٠٦. وينطبق ذلك بصفة خاصة على الذرة، وبذر اللفت، والأرز وهي بصفة خاصة من المحاصيل كثيفة الاستخدام للطاقة.

• السياسات التجارية: جاءت السياسات التجارية الأكثر تقييدا كعامل رابع وراء ارتفاع أسعار الغذاء وفرض عدد من البلدان الرئيسية المصدرة للغذاء قيودا على التصدير بدءا من منتصف عام ٢٠٠٧ بسبب المخاوف المتنامية بشأن تأثير أسعار الغذاء المتزايدة على الصعيد المحلي. وكان لهذه القيود أثر بالغ القوة على أسعار الأرز — إذ تسهم بحوالي نصف الزيادة السعرية الكلية وفقا لتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي — ولكنها أثرت أيضا على أسعار القمح، وبدرجة أقل على أسعار زيت النخيل وزيت فول الصويا. كذلك أدت هذه السياسات إلى صدور استجابة سعرية مفرطة في الأجل القصير إذ تشير التقارير إلى أنها أفضت إلى الشراء بدافع الذعر

<sup>١٩</sup> تكون هذه الآثار شائعة عند تقسيم الأسواق الدولية وتصبح حصة التبادل التجاري في مجموع الإنتاج صغيرة، كما في حالة الأرز، ولكنها غير مدرجة في التقديرات. راجع (FAO 2008).

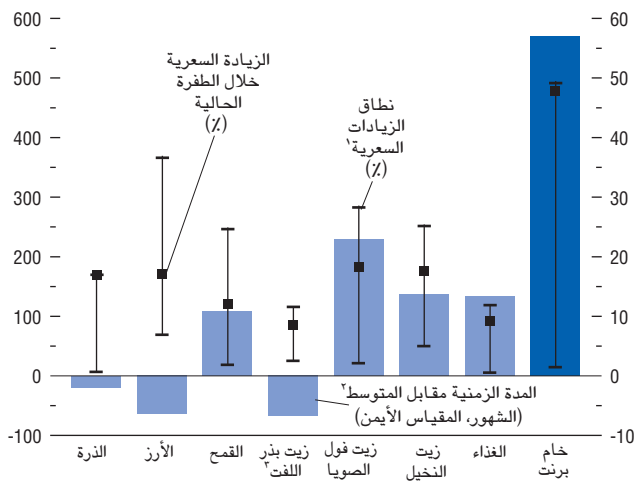
## صدّات أسعار السلع الأولية والتضخم

زراعة الذرة بزراعة فول الصويا ويتحول المستهلكون من استخدام دقيق الذرة إلى دقيق فول الصويا.<sup>٢٠</sup> وإذا فرض عدم وجود ارتباط بين زيادة أسعار الذرة والزيادات السعرية للمواد الغذائية الرئيسية الأخرى، فإن الآثار غير المباشرة الناتجة عن ارتفاع أسعار الذرة تكون قد أسهمت بنسبة ٦٠٪ من أسباب الزيادة في سعر فول الصويا ونحو ٢٠٪ من الزيادات في أسعار لأرز والقمح.

وانخفضت أسعار الغذاء بالفعل إلى حد ما وذلك بفضل زوال اضطرابات العرض المرتبطة بالأحوال الجوية في الموسم الزراعي الحالي وإلغاء القيود على التصدير. ومع ذلك، يرجح استمرار الضغوط على أسعار الغذاء بسبب ارتفاع أسعار النفط وتزايد إنتاج الوقود الحيوي، الأمر الذي سيفضي إلى الحد من انخفاض الأسعار، كما ستستمر مساهمة انخفاض المخزون في التقلبات السعرية. وفي الواقع، تجاوزت مدة الانتعاش الحالية متوسط طول نوبة انتعاش أسعار الغذاء بمقدار ١٢ شهرا وذلك بسبب هذه العوامل الأكثر قدرة على الاستمرار بصفة دائمة (الشكل البياني ٣-٦).

### الشكل البياني ٣-٦: الفترة الزمنية ونطاق دورات أسعار الغذاء والنفط الخام

استمرت الانتعاش الحالية بالفعل لفترة أطول من المتوسط بالنسبة لمعظم المواد الغذائية والنفط الخام. غير أن الزيادات السعرية ليست مرتفعة بدرجة استثنائية، ما عدا ما يتعلق بالنفط الخام والذرة.



المصادر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> نطاق الزيادات السعرية أثناء المراحل التحول من القاع إلى الذروة السابقة في الفترة بين يناير ١٩٥٧ ويناير ٢٠٠٨.  
<sup>٢</sup> يرتفع السعر الشهري أثناء الدورة مقارنة بمتوسط الدورات السابقة.  
<sup>٣</sup> تبدأ سلسلة أسعار زيت بذر اللفت في يناير ١٩٨٠.

## صدّات أسعار السلع الأولية والتضخم

هل يمكن تحمل تعديلات الأسعار النسبية الكبيرة التي انطوت عليها طفرات أسعار السلع الأولية مؤخرًا دون حدوث ارتفاع في التضخم الأساسي؟ ويكمن المصدر الرئيسي للقلق في احتمال إطلاق العنان للتوقعات التضخمية إذا استمر ارتفاع التضخم الكلي لفترة مطولة عقب طفرات أسعار السلع الأولية.<sup>٢١</sup> وينشأ هذا القلق ضمن سياق عام للتناقض في سلوك أسعار السلع الأولية أثناء النوبتين الرئيسيتين في التاريخ الحديث. وكانت التغيرات في أسعار السلع الأولية متواضعة ومؤقتة نسبيًا أثناء «الاعتدال الكبير» — وهي الفترة الطويلة التي تميزت بمعدلات تضخم منخفضة ومتراجعة منذ

<sup>٢٠</sup> معظم المستهلكين في هذه الحالة من منتجي اللحوم والدواجن الذين يستخدمون دقيق الذرة ودقيق فول الصويا كعلف للحيوانات.

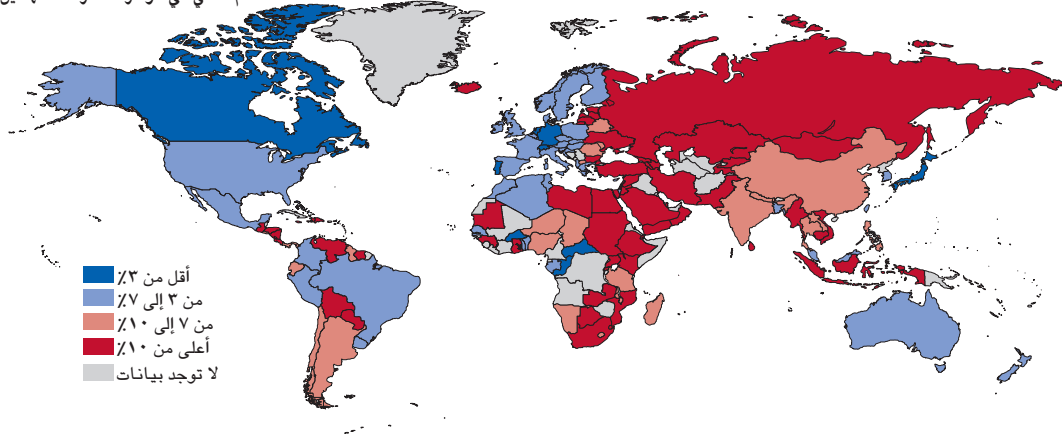
<sup>٢١</sup> بينما لا تؤدي التحولات في الأسعار النسبية بوجه عام إلى حدوث تغيرات مستمرة في المستوى الكلي للأسعار، فهناك احتمال بإطلاق العنان للتوقعات التضخمية وانتقال تداعياتها إلى التضخم الأساسي من جراء مواجهة صدّات مؤقتة كبيرة ودائمة، لا سيما على صعيد أسعار السلع الأولية الضرورية. وللاطلاع على مناقشة أكثر تفصيلاً حول العلاقة بين التغيرات في الأسعار النسبية والتضخم الكلي، راجع دراستي Ball and Mankiw (1995) و Sims (2003).



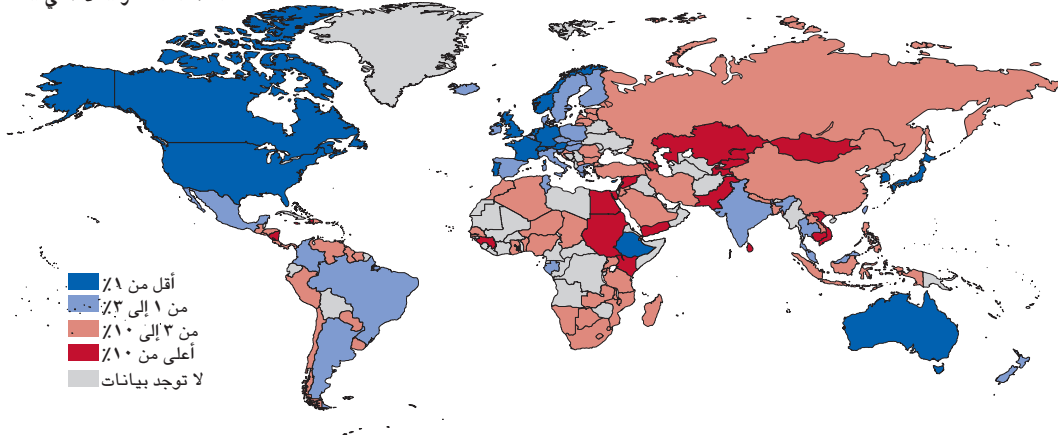
الشكل البياني ٣-٧: التضخم في أنحاء العالم  
(التغير % على أساس مقارنة بين الربع الثاني من عام ٢٠٠٨ والربع الثاني من عام ٢٠٠٧)

ارتفع التضخم الكلي، لا سيما في الاقتصادات الصاعدة والنامية، حيث تقوم أسعار المواد الغذائية بدور كبير للغاية. ومقابل ذلك تسهم أسعار الطاقة بقدر أقل، بينما تكون آثارها أقوى في الاقتصادات المتقدمة.

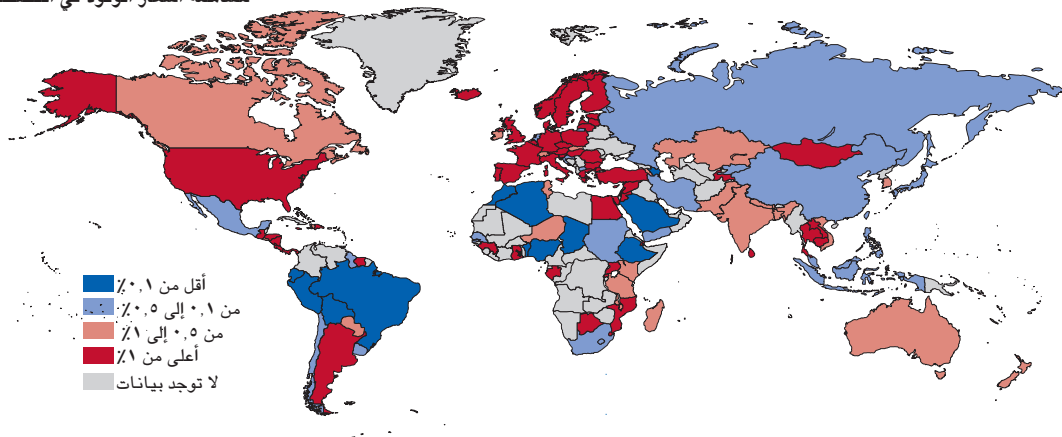
التضخم الكلي في مؤشر أسعار المستهلكين



مساهمة أسعار الغذاء في التضخم



مساهمة أسعار الوقود في التضخم

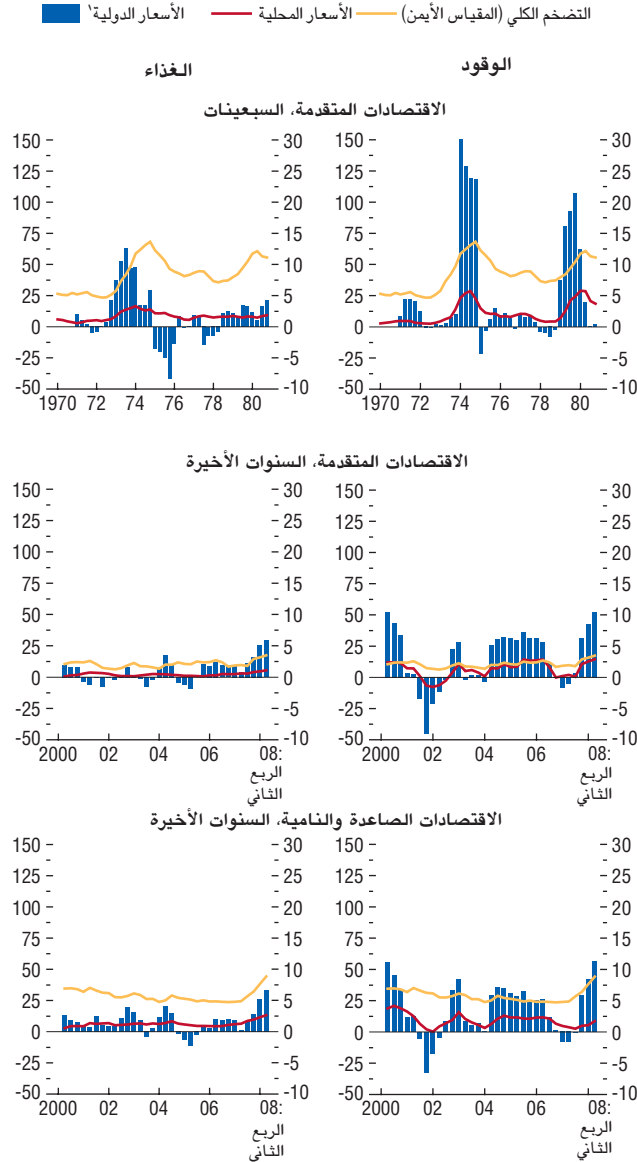


المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ تحسب مساهمات أسعار الغذاء والوقود، على التوالي، على أساس التضخم في أسعار الغذاء والوقود مضروباً في الوزن الترجيحي المقابل في مؤشر أسعار المستهلكين.

## صدّات أسعار السلع الأولية والتضخم

### الشكل البياني ٣-٨: التغيرات في أسعار السلع الأولية الدولية والمحلية والتضخم الكلي (التغيرات على أساس سنوي مقارن، %)

اتسمت انتعاش السبعينات بحدوث تغيرات كبيرة في أسعار السلع الأولية، حينما ساد التضخم الاقتصادات المتقدمة. ومقابل ذلك، كانت التقلبات السعريّة الأخيرة محدودة، رغم تسارع وتيرة الارتفاع في أسعار الغذاء المحليّة خلال الشهور الأخيرة في الاقتصادات الصاعدة والنامية. كما حدثت طفرة في أسعار الطاقة المحليّة في الاقتصادات المتقدمة، بينما تصاعد التضخم في أنحاء العالم.



المصدر: قاعدة بيانات أسعار السلع الأولية لصندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ تحول أسعار الغذاء والوقود الدوليّة إلى العملات المحليّة. وتشمل مؤشرات أسعار الغذاء والوقود في السبعينات مجموعة أقل من السلع الأولية لأسباب تتعلق بتوافر البيانات.

تسعينات القرن الماضي وحتى وقت قريب — بينما كانت هذه الصدمات كبيرة ومستمرة أثناء فترة «التضخم الكبير» — سبعينات القرن الماضي — كما هو الحال في الفترة الراهنة. ٢٢

ولا يزال القلق من حدوث آثار غير مباشرة في محله رغم تراجع أسعار السلع الأولية الدوليّة مؤخرًا لأن الضغوط السعريّة المحليّة سوف تظل قائمة لبعض الوقت على الأرجح نتيجة لاستمرار انتقال الزيادات السابقة في أسعار السلع الأولية واستمرار ضغوط النشاط الاقتصادي المحموم الباقية في كثير من الاقتصادات الصاعدة. ويبحث هذا القسم الروابط بين أسعار السلع الأولية والتضخم عبر الفترات الزمنية وعلى مستوى عينة كبيرة من الاقتصادات. ويلقي الضوء على كيفية ارتباط المخاطر التي تواجه احتمالات التضخم المتوقعة بمصادقية السياسة النقدية — أي قدرتها على تثبيت التوقعات بشكل فعال — وبحجم صدمات أسعار السلع الأولية ومدى استمراريتها، وبالعوامل الهيكلية.

وننتقل للحديث أولاً عن الأحداث الراهنة، فيرجع الارتفاع الكبير الذي شهده التضخم الأساسي خلال الشهور الأخيرة في جانب كبير منه إلى الزيادات السعريّة للسلع الأولية على مدار العام والنصف الماضيين، وتقوم أسعار الغذاء بدور بالغ الأهمية في الاقتصادات الصاعدة والنامية (الشكل البياني ٣-٧). ومقابل ذلك، كانت مساهمة أسعار الطاقة ضعيفة وترتبت عليها آثار أقوى في الاقتصادات المتقدمة. وفي الواقع، سجلت أسعار الغذاء المحليّة زيادة متسارعة في الاقتصادات الصاعدة والنامية في الأساس، بينما تصاعدت أسعار الطاقة في الاقتصادات المتقدمة

٢٢ هناك دراسات اقتصادية متزايدة عن مصادر «الاعتدال الكبير». على سبيل المثال ترجع دراسة Gerlach and others (فيد الإصدار) حدوث «الاعتدال الكبير» في الأساس إلى تحسن السياسات النقدية. وتقوم العولمة بدور أقل وضوحاً. وانخفضت أسعار السلع المصنعة بسبب سرعة تحسن الإنتاجية التي ترجع إلى اندماج القوى العاملة الكبيرة غير المستخدمة بصورة كاملة في الاقتصادات الصاعدة والنامية مما أدى إلى انخفاض التكاليف التي تترتب على تقليص التضخم مقارنة بالتكلفة في حالات أخرى. ومع ذلك تزايدت الضغوط السعريّة بسبب قوة نمو الطلب على السلع الأولية مؤخرًا. ويمكن الربط بين التسطح المشاهد في منحني فيليبس (Phillips curve) (الوارد في الفصل الثالث في عدد إبريل ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي) والتنافس العالمي ولكن يمكن عزوه أيضاً إلى تحسن الإدارة النقدية.

٢٦. وثالثاً، هناك أهمية لمدى اندماج الاقتصاد المحلي في أسواق السلع الأولية الدولية لأن أوضاع العرض المحلية قد تسيطر في الأسواق الأكثر انحصاراً على دور التغيرات في الأسعار العالمية (لبعض المحاصيل مثلاً). ورابعاً، يسهم هيكل تكلفة الإنتاج المحلي بدور بالغ الأهمية في مدى انتقال التغيرات إلى أسعار التجزئة وتوقيت انتقالها، إذ أن تكاليف العمالة والنقل وتجارة التجزئة تمثل جزءاً كبيراً من السعر النهائي لكثير من المواد الغذائية، وخاصة في الاقتصادات المتقدمة، وربما تكون التكاليف المرتبطة بأسعار السلع الأولية تكاليف معتدلة إذا ما قورنت بها.<sup>٢٧</sup>

وربما تؤثر تغيرات الأسعار المحلية للغذاء والوقود على التضخم الكلي بشكل مباشر وغير مباشر. وتتحدد الآثار المباشرة (آثار الجولة الأولى) على التضخم الكلي حسب الأوزان الترجيحية لهذه السلع الأولية في سلة الاستهلاك. وبرغم ضخامة هذه الآثار في كثير من الاقتصادات، خاصة الفقيرة، فسوف تتضاءل في نهاية المطاف بمجرد انتقال تغيرات الأسعار الدولية ما لم يتأثر التضخم الأساسي بذلك.<sup>٢٨</sup> وتتحدد الآثار غير المباشرة (آثار الجولة الثانية) على التضخم

بصفة أساسية (الشكل البياني ٣-٨).<sup>٢٩</sup> غير أن التضخم الأساسي لا يزال مستقراً حتى الوقت الحاضر بدرجة كبيرة في الاقتصادات المتقدمة، رغم ارتفاعه الكبير في بقية أنحاء العالم، على النحو الذي وردت مناقشته في الفصل الأول (راجع الشكل البياني ١-٣).<sup>٢٤</sup> كذلك بدأت التوقعات التضخمية في الارتفاع، خاصة في الاقتصادات الصاعدة حيث تواصل الأجور ارتفاعها في بيئة تتسم بأسواق العمل الضيقة على وجه العموم.

فما هي العوامل التي قد تؤثر على مدى انتقال الارتفاع من أسعار السلع الأولية الدولية إلى أسعار التجزئة المحلية للغذاء والوقود؟ أولاً، يمكن لتحركات أسعار الصرف أن تُضخّم أو تخفف أثر تغيرات الأسعار العالمية نظراً لأن الأسعار المحلية تكون مقومة بالعملة المحلية بينما الأسعار العالمية عادة ما تكون مقومة بالدولار.<sup>٢٥</sup> وثانياً، يفرض كثير من الاقتصادات ضرائب أو يمنح دعماً مالياً على سلع أولية معينة، وخاصة الوقود، ويمكن أن يؤدي ذلك أيضاً إلى تضخيم أو تخفيف انتقال التغيرات (الإطار

<sup>٢٣</sup> هناك فروق كبيرة عبر البلدان في أسلوب معالجة أسعار الغذاء والوقود في مؤشرات أسعار المستهلك، لا سيما على مستوى الاقتصادات الصاعدة والنامية. وتختلف سلال الغذاء المستخدمة لقياس تضخم أسعار الغذاء من بلد إلى آخر، فهناك بعض البلدان التي تدرج المشروبات والتبغ إلى جانب بنود المواد الغذائية، وتستخدم بلدان أخرى تعريفات أضيق تشمل الأغذية الطازجة وليس المجهزة. وتزداد قضايا القياس حدة في حالة أسعار الوقود: إذ تتراوح تعاريف مكون الوقود في مؤشر أسعار المستهلكين بين أسعار البنزين وأسعاره للاستخدامات قطاع الأسر.

<sup>٢٤</sup> يصعب قياس التضخم الأساسي. ويعرف التضخم الأساسي في النظرية الاقتصادية بأنه الجزء الأساسي، أو المستمر، في التضخم الذي يعطي مؤشراً على حدوث تضخم مستقبلاً. رغم تنوع التعاريف الدقيقة له (راجع على سبيل المثال دارستي 1981 و Bryan and Eckstein, 1994). وعلى الجانب العملي، فمن الشائع قياس التضخم الأساسي باستخدام مؤشر أسعار المستهلكين الذي يستبعد أسعار الغذاء والوقود، أو مكوناتها الأكثر تقلباً، ولكن تختلف هذه المقاييس عبر البلدان. ويميل الاختلاف في مقاييس التضخم الأساسي إلى أن يكون ذي دلالة خاصة بين الاقتصادات الصاعدة والنامية التي يتعين توخي الحذر عند التدخل بشأن التضخم الأساسي بها.

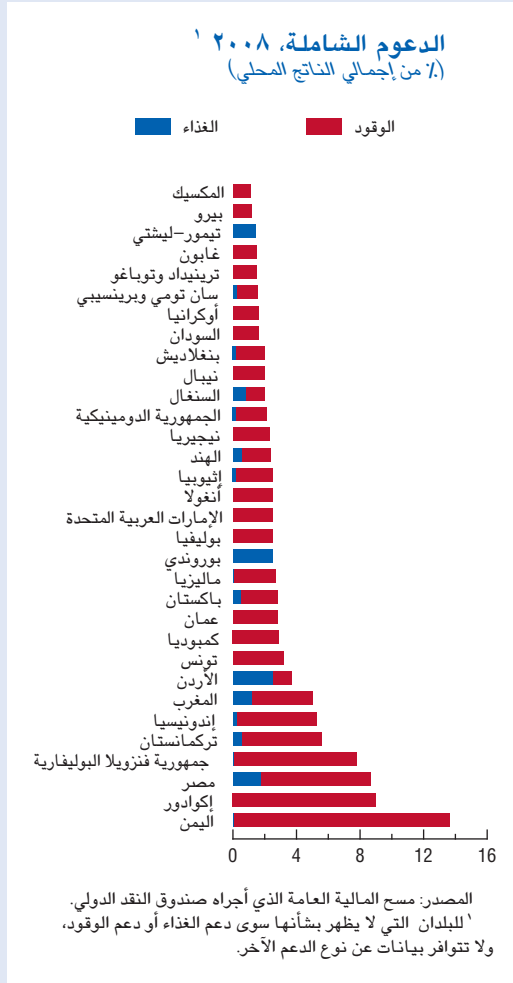
<sup>٢٥</sup> نذهب دراسة De Gregorio, Landerretche, and Neilson (2007) إلى أن صدمات النفط السابقة كانت تصاحبها عادة انخفاضات في أسعار الصرف ربما أفضت إلى تضخيم انتقالها إلى الأسعار المحلية، بينما كانت حالات انخفاض أسعار الصرف أقل شيوعاً في السنوات القليلة الماضية، وشهد كثير من الاقتصادات في واقع الأمر ارتفاعات في أسعار الصرف ربما أسهمت في تخفيف حدة انتقال الآثار.

<sup>٢٦</sup> يعتمد عدد من الاقتصادات الصاعدة والنامية على دعم الطاقة للحد من التبعات المحلية التي تنجم عن صدمات أسعار الطاقة الدولية. ومع هذا، ربما تكون التكاليف المصاحبة التي تتكبدها المالية العامة كبيرة، وخاصة في الفترات التي تشهد ضغوطاً كبيرة من الأسعار الدولية (راجع IMF, 2008b). وفي واقع الأمر، دفع تصاعد التكاليف التي تتحملها المالية العامة عدداً من البلدان في الفترة الأخيرة إلى تحجيم بعض أوجه هذا الدعم. بالإضافة إلى ذلك، ربما جاء التضخم بسبب توسع المالية العامة المصاحب ومتطلبات تمويل العجزات الحكومية الناشئة عنه (دراسة Sar- gent and Wallace, 1995).

<sup>٢٧</sup> ربما تختلف التحركات في تكاليف العمالة والنقل المحليين وقد تؤدي إلى موازنة الضغوط الناجمة عن تغيرات أسعار السلع الأولية أو تعزيرها. فعلى سبيل المثال، اتخذت تكاليف العمالة في الاقتصادات المتقدمة اتجاهها هبوطياً خلال العقد الماضي، ويرجع ذلك في جانب منه إلى زيادة النفاذ إلى الموارد العمالية على الصعيد العالمي (راجع دراسة Jau- motte and Tytell, 2007). وربما أسهم ذلك في موازنة ارتفاع تكاليف الطاقة والمواد الخام في السنوات الأخيرة.

<sup>٢٨</sup> في واقع الأمر، نادراً ما تحدث هذه الآثار مباشرة لأن صدمات أسعار السلع الأولية قد تستغرق وقتاً طويلاً لتنتقل إلى أسعار التجزئة النهائية. فعلى سبيل المثال، تشير التقديرات في دراسة Rigobon (2008) إلى أن انتقال التغيرات الناشئة عن صدمات أسعار النفط يستغرق عادة فترة تتراوح بين ٩ و١٢ شهراً، بينما يمكن لانتقال التغيرات الناجمة عن صدمات أسعار الغذاء أن يستغرق مدة تصل إلى ٣٠ شهراً.

### الإطار ٣-٢: استجابات المالية العامة إزاء الزيادات الأخيرة في أسعار السلع الأولية: دراسة تقييمية



أدت طفرة أسعار الغذاء والطاقة إلى صدور طائفة واسعة من استجابات المالية العامة في أنحاء العالم بهدف تخفيف أثرها على الصعيد المحلي. ويلخص هذا الإطار هذه الاستجابات، كما يناقش فعاليتها في تخفيف أثر ارتفاع أسعار السلع الأولية على الفقراء وانعكاساتها الاقتصادية الكلية بشكل أعم.

وفي مسح أجراه صندوق النقد الدولي مؤخراً، جمع فيه معلومات عن استجابات المالية العامة في ١٦١ بلداً تجاه الزيادات السعرية الدولية (IMF, 2008b)، وخلص فيه إلى نتائج من بينها ما يلي:

- تتسم تدابير الإنفاق بوضوح أكبر في حالة الوقود، بينما تهيمن تدابير الإيرادات في حالة الغذاء. فأكثر من ربع البلدان التي شملها المسح قامت بزيادة الدعم على الوقود، وقام حوالي خمسها بخفض الضرائب على الوقود. ووصل الدعم على الوقود إلى مستويات مرتفعة في كثير من البلدان هذا العام، فتجاوز ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في إكوادور ومصر وتركمانستان وجمهورية فنزويلا البوليفارية والجمهورية اليمنية. ويكاد الوضع يختلف اختلافاً تاماً فيما يخص الغذاء، حيث قام أكثر من نصف البلدان بخفض الضرائب على المواد الغذائية ورفع أقل من خمسها الدعم على الغذاء.
- استخدمت البلدان المصدرة للضرائب والتدابير التنظيمية لاحتواء الزيادات في أسعار الغذاء المحلية. وشملت هذه التدابير زيادات في الضرائب على الصادرات، واستحداث نظام حصص التصدير، وقامت بفرض الحظر القطعي على صادرات معينة. ووضعت الحظر على التصدير وفرضت الضرائب على الصادرات بصورة خاصة من جانب أهم البلدان المصدرة للحبوب الرئيسية ومنها الأرجنتين والصين والهند وكازاخستان وأوكرانيا وفيت نام. ومع هذا، شرع عدد قليل من البلدان الرئيسية المصدرة في تخفيف بعض القيود على الصادرات في وقت أقرب. وسمحت فيت نام وكازاخستان مؤخراً بإنهاء الحظر على تصدير الأرز والقمح على التوالي، ورفعت أوكرانيا حصص تصدير القمح.
- قام نحو ربع البلدان التي شملها المسح مؤخراً برفع التمويل لمزيد من برامج التحويلات الموجهة لمستحقيها، وقام خمسة عشر بلداً بزيادة الأجور والمعاشات التقاعدية للقطاع العام كرد فعل جزئي تجاه الزيادات السعرية.

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو ديفيد كودي.

وكان مجموع التكاليف التي تحمّلها المالية العامة نتيجة لاتخاذ هذه التدابير كبيراً؛ وبلغت الزيادة الوسيطة في تكاليف المالية العامة المحوّلة إلى الأساس السنوي على مستوى البلدان المشمولة بالعينة ٠,٧٪ من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨. وتجاوزت التكاليف التي تتحمّلها المالية العامة في نحو ربع هذه البلدان ١٪ من إجمالي الناتج المحلي، ويرجع الجزء الأكبر من هذه الزيادة إلى ارتفاع الدعم الشاملة على الغذاء والوقود. وبحلول عام ٢٠٠٨، أصبح مجموع التكاليف المالية الناتجة عن هذا الدعم الشامل تمثل عبئاً كبيراً على المالية العامة في كثير من البلدان، لا سيما بالنسبة للدعم على الوقود. وعلى سبيل المثال، يمثل هذا الدعم الآن ٥٪

### الإطار ٣-٢ (تتمة)

لدعم الكيروسين والبنزين ٥٥٪ و٩٢٪ على التوالي (دراسة Coady and others, 2006). ويمكن للتحوّل نحو تدابير التخفيف الموجهة بشكل أفضل إلى مستحقيها أن يسهم كثيرا في خفض التكاليف المصاحبة بينما تزداد فعالية هذه التدابير في مساعدة الفئات السكانية الأشد تأثرا.

وفضلا على ذلك، يسفر عدم اكتمال انتقال التغييرات في الأسعار الدولية للسلع الأولية إلى الأسعار المحلية عن تشويه حوافز المستهلكين والمنتجين المحليين ويؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة الضغوط السعرية على المستوى العالمي. وبصورة أكثر تحديدا، يؤدي خفض الضرائب وزيادة الدعم إلى إضعاف الأثر الذي يحدثه ارتفاع الأسعار الدولية للسلع الأولية في الطلب، كما يؤدي فرض الضرائب والحصص على الصادرات إلى تقليص المكاسب التي يحققها المصدرون من ارتفاع الأسعار ويعرقل نتيجة لذلك استجابة العرض التي من شأنها أن تساعد في خفض الأسعار إذا صدرت في الوقت المناسب. وفي نهاية المطاف، فإن احتياجات التمويل الناتجة عن ارتفاع التكاليف التي تتحملها المالية العامة بسبب الدعم ستؤدي إما إلى تحول في مسارها أو إلى زيادة الضرائب على السلع والخدمات الأخرى، وبالتالي ارتفاع أسعارها. ويمكن أن تؤدي أيضا إلى توليد ضغوط تضخمية على نطاق أعم في حالة تنقيد العجز الناجم عن ذلك أو إذا تسببت في التراكم المفرط للدين الحكومي. ولهذه الأسباب، فإن التدخل الشامل من جانب المالية العامة حاليا في طائفة واسعة من البلدان ليس بديلا قابلا للاستمرار يستعاض به عن صدور استجابة ملائمة على صعيد السياسة النقدية من أجل المساعدة في الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي في مواجهة تقلبات أسعار السلع الأولية.

على الأقل من إجمالي الناتج المحلي في ٧ بلدان و٢٪ على الأقل في ١٧ بلدا آخر (الشكل البياني).

ويرجع السبب في اعتماد هذه التدابير جزئيا إلى النظرة تجاه الزيادات في أسعار الغذاء والوقود باعتبارها تسبب أشد الضرر للفقراء. وبوجه عام، يميل عبء الزيادات في أسعار الغذاء إلى التراجع إلى حد بعيد، غير أن عبء تزايد أسعار الوقود يتوقف على نوع الوقود. وفي واقع الأمر، خلصت الدراسات التي أجراها صندوق النقد الدولي مؤخرا إلى أن ارتفاع أسعار الأرز إلى الضعف يتسبب في حدوث انخفاض مقداره ١٢٪ في الدخل الحقيقية لأفقر الخميسات من حيث الدخل، مقارنة بانخفاض يبلغ ٥٪ في أغني الخميسات. وعلى النقيض من ذلك، فبينما يسفر ارتفاع أسعار جميع أنواع الوقود إلى الضعف عن انخفاض الدخل بنحو ١٠٪ لجميع فئات الدخل، يتسم الأثر الذي يحدثه ارتفاع أسعار البنزين بالتناسب تقريبا، ولكن يتسم أثر ارتفاع أسعار الكيروسين بأنه تنازلي إلى حد بعيد.

ويمثل الدعم الشامل للأسعار منهدجا مكلفا تتحملة المالية العامة من أجل حماية الرعاية المتوافرة للأسر الفقيرة. والسبب في ذلك هو أن نسبة كبيرة من المنافع الناتجة عن انخفاض أسعار الغذاء والوقود تعود على الفئات الأعلى دخلا، ويعكس ذلك ارتفاع حصص هذه الفئات في مجموع الاستهلاك. وعلى سبيل المثال، خلصت الدراسات التي أجراها صندوق النقد الدولي إلى أن نحو ٦٤٪ من الدعم على الأرز قد اتجه نحو أعلى ثلاثة شرائح خُمسية دخلا (IMF, 2008b)؛ وبلغت الحصتان المقابلتان

<sup>١</sup> يحل تقرير IMF (2008a) حالة السنغال، وتقدم دراسة Coady and others أدلة على حالة بوليفيا وغانا والأردن ومالي وسري لانكا.

ويرتبط ذلك في جانب منه بالأحجام النسبية لآثار العرض والطلب المصاحبة لتحويلات أسعار السلع الأولية. فيؤدي ارتفاع أسعار الغذاء والوقود من ناحية إلى زيادة التكاليف وربما خفض الإنتاجية — وذلك أثر سلبي من آثار العرض يفرض ضغوطا رافعة للتضخم. وربما تسبب هذا الارتفاع من ناحية أخرى في تحول الإنفاق من سلع وخدمات أخرى — وذلك أثر سلبي من آثار الطلب يؤدي إلى دفع التضخم إلى أدنى. وبرغم أن أثر العرض يميل إلى أن يكون مهيمنا، يخضع التوازن بين الأثرين لبعض أوجه عدم

الأساسي حسب مدى إطلاق العنان لتوقعات التضخم في المستقبل، وزيادة المطالبات برفع الأجور.<sup>٢٩</sup>

<sup>٢٩</sup> في الماضي كانت مخاطر دوامة الأجور والأسعار التصاعدية تتفاقم في كثير من البلدان نتيجة لربط الأجور بمؤشر، وكانت الأجور مربوطة بالتضخم في فترة سابقة مما يمثل مصدرا آخر من مصادر استمرار التضخم. ومع هذا أعيد تصميم نظم الربط بمؤشر على مدار العقود الماضية الأمر الذي أدى إلى تراجع آثار التضخمية. ومع ذلك، يصعب تحديد حجم الدور الذي يسهم به الربط بمؤشر نظرا للفروق في ممارسات تحديد الأجور عبر البلدان. وفي بعض البلدان — خاصة التي تتسم أسواق العمل فيها بأنها عالية المنافسة بالفعل — يمكن أن يؤدي ربط إيرادات التحويل بمؤشر إلى التأثير بصورة غير مباشرة على مفاوضات الأجور ويقضي إلى رفع مخاطر التضخم. علاوة على ذلك، تخضع أجور القطاع العام في عدد من البلدان للتعديل استجابة للزيادات في أسعار الغذاء والوقود، الأمر الذي ربما يقضي إلى الدخل في دوامة الأجور والأسعار التصاعدية.

## صدمة أسعار السلع الأولية والتضخم

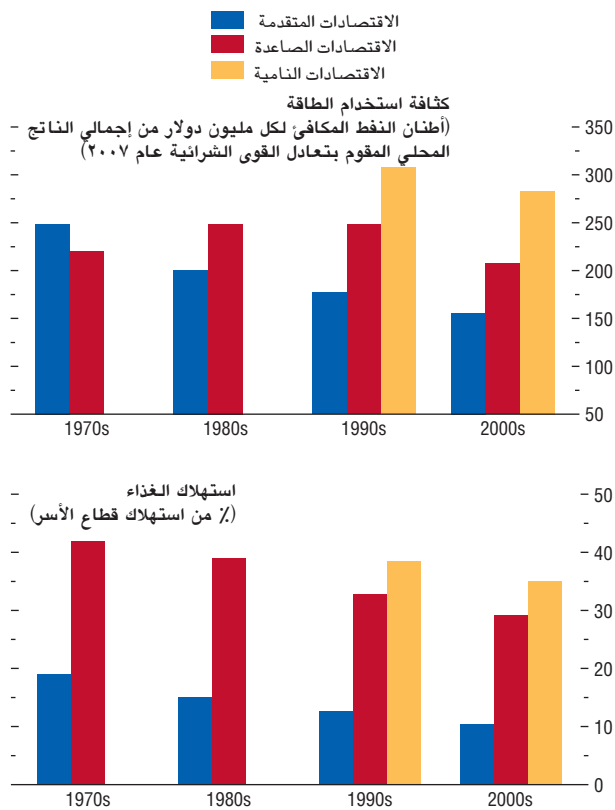
اليقين، لا سيما في البلدان المستوردة الصافية للسلع الأولية. وفي البلدان المصدرة الصافية للسلع الأولية عادة ما يؤدي انتعاش أسعار السلع الأولية إلى رفع الطلب الكلي وازدياد حدة الضغوط التضخمية، رغم أنه بإمكان تعديلات أسعار الصرف أن تخفف وطأة هذا الأثر.

وما هي العوامل التي يمكن أن تؤثر على إمكانية تعرض الاقتصادات لمخاطر التضخم المرتبطة بتحويلات أسعار السلع الأولية؟ يمكن بوجه عام تقسيمها إلى مجموعتين هما العوامل الهيكلية والعوامل المتعلقة بالسياسة. ويتمثل أحد العوامل الهيكلية الرئيسية في كثافة الاستخدام. وبالفعل فإن كثافة استخدام الطاقة — مقيسة باستهلاك الطاقة لكل وحدة من وحدات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي — تراجعت بمقدار ٤٠٪ في الاقتصادات المتقدمة منذ سبعينات القرن الماضي. ومقابل ذلك، فإن الاقتصادات الصاعدة، لا سيما النامية، تستخدم الطاقة بكثافة أكبر بكثير (الشكل البياني ٣-٩). ويصبح الفرق بين هاتين المجموعتين أكبر عند النظر إلى استهلاك الغذاء. فيمثل الغذاء أكثر من ثلث استهلاك قطاع الأسر في الاقتصادات الصاعدة والنامية، حيث تتراوح حصته بما لا يزيد على ١٠٪ إلى حوالي ٨٠٪ في بعض الاقتصادات النامية. وعلى العكس من ذلك، لا يمثل الغذاء في الاقتصادات المتقدمة سوى عشر استهلاك قطاع الأسر (وذلك نصف الحجم الذي كان عليه في السبعينات)، كما أن نسبة تكاليف المواد الخام من التكاليف الكلية أقل بكثير.

ويبرز دور مصداقية السياسة النقدية ضمن العوامل المرتبطة بالسياسات التي تؤثر على تعرض الاقتصادات لمخاطر الآثار التضخمية الناجمة عن صدمة أسعار السلع الأولية. وتحسنت جودة الإدارة النقدية في أنحاء العالم — حسب مقياس تقريبي يتمثل في مؤشر لاستقلالية البنك المركزي<sup>٣١</sup> — ولكنها لا تزال أقل جودة في الاقتصادات الصاعدة لا سيما النامية مقارنة بالاقتصادات المتقدمة (الشكل البياني ٣-١٠). وتخضع نظم سعر الصرف لإدارة مكثفة في أكثر من ٨٠٪ من الاقتصادات الصاعدة والنامية، وذلك في تناقض حاد

### الشكل البياني ٣-٩: الأهمية النسبية للغذاء والطاقة

رغم التراجع الكبير في الأهمية الاقتصادية النسبية لاستهلاك الغذاء والطاقة، تستخدم الاقتصادات الصاعدة والنامية الطاقة بكثافة أعلى وتعتمد بقدر أكبر على استهلاك الغذاء مقارنة بالاقتصادات المتقدمة.



المصادر: British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008)؛ والحسابات القومية للأمم المتحدة؛ ووزارة الزراعة الأمريكية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٣٠</sup> تصل كثافة استخدام الطاقة في الاقتصادات الصاعدة والنامية إلى مستوى أعلى عند تقويم إجمالي الناتج المحلي بأسعار الصرف السائدة في السوق.

<sup>٣١</sup> يرصد هذا المؤشر قدرة البنك المركزي المعني على اتباع سياسة نقدية مستقلة ويستند إلى دراسة (Arnone and others (2007).

مع الاقتصادات المتقدمة التي يغلب التعويم على نظم سعر الصرف بها في الوقت الحاضر.<sup>٣٢</sup> ورغم أن نظم سعر الصرف المربوط ساعدت العديد من الاقتصادات الصاعدة والنامية في استناد توقعاتها التضخمية إلى ركيزة ثابتة في الماضي، فإنها تقيد الاستجابات على صعيد السياسة النقدية، خاصة حينما تواجه الاقتصادات المتقدمة وغير المتقدمة أوضاعا دورية شديدة الاختلاف. وهناك تنافر لافلت للانتباه بين مستويات النشاط الاقتصادي القوي ومواقف السياسات التيسيرية التي تتسم بها طائفة من الاقتصادات الصاعدة والنامية في الوقت الحاضر وتذكرنا بالموقف الذي واجهته الاقتصادات المتقدمة أثناء فترة التضخم الكبير في سبعينات القرن الماضي.

وأجري تمرينان من تمارين الاقتصاد القياسي بهدف تقييم احتمال ظهور آثار غير مباشرة للتغيرات في أسعار الغذاء والوقود وكذلك ربطها بالخصائص الهيكلية وخصائص السياسات للاقتصادات المختلفة. ويربط التمرين الأول التضخم الأساسي بالتغيرات في أسعار الغذاء والوقود، مع استبعاد أثر التغيرات في فجوة الناتج (منحنى فيليبس).<sup>٣٣</sup> ويستند هذا التمرين إلى تقديرات كل بلد على حدة على مدار فترة زمنية ممتدة نسبيا وتسمح بإجراء مقارنة بين التطورات الجارية والتطورات التي شهدتها حقبة التضخم الكبير في السبعينات. ويربط التمرين الثاني مباشرة بين التغيرات في التضخم المتوقع والتغيرات في التضخم الكلي الفعلي، ثم يوزع تغيرات التضخم الكلي الفعلي بين التضخم الأساسي والتغيرات في معدلات التضخم المحلي لأسعار الغذاء والوقود.<sup>٣٤</sup> ويستند

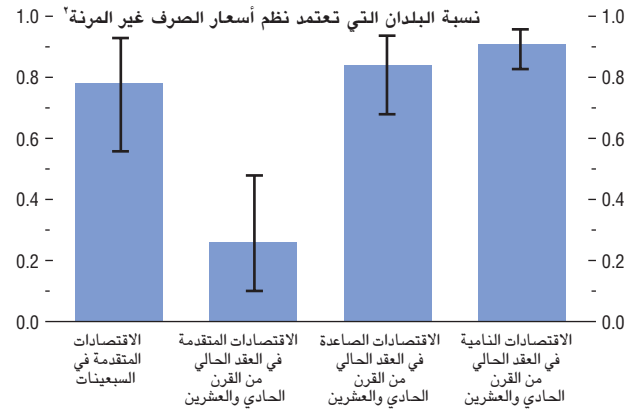
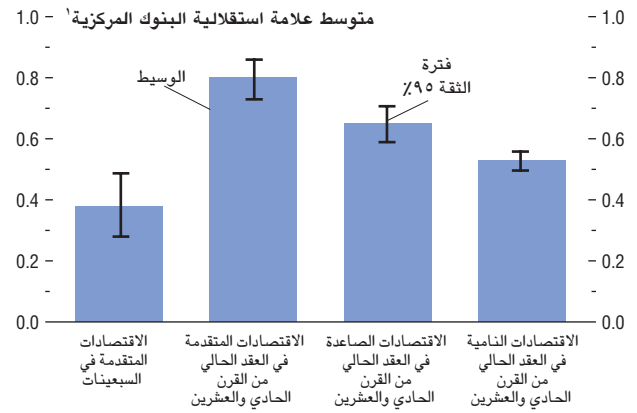
<sup>٣٢</sup> تستند هذه المقارنة إلى التصنيف المُحدَث لنظم سعر الصرف في دراسة Reinhart and Rogoff (2004). وتشمل أنظمة سعر الصرف غير المرنة جميع نظم سعر الصرف المربوط القانونية والواقعة والنطاقات ما عدا اتحادات العملة. راجع أيضا دراسة Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff (قيد الإصدار).

<sup>٣٣</sup> راجع دراسة Blanchard and Galí (2007) للاطلاع على تحليل لانتقال التغيرات في أسعار النفط عبر الاقتصادات الصناعية. وتجري دراسة De Gregorio, Landerretche, and Neilson (2007) دراسة مماثلة على عينة تشمل الاقتصادات الصناعية وبعض الاقتصادات الصاعدة والنامية. وتخلص الدراستان إلى حدوث تراجع في انتقال تغيرات أسعار النفط إلى التضخم الكلي بمرور الوقت.

<sup>٣٤</sup> عادة ما تقاس توقعات التضخم بإحدى طريقتين. وتستند الطريقة الأولى إلى مسح المستهلكين أو واضعي التنبؤات المتخصصين، وتستند الطريقة الثانية إلى فروق العائد بين السندات التقليدية والمربوطة بالتضخم (راجع دراسات Soderlind and Svensson, 1997؛ وFung and Remolona, 1999؛ وMitnick, and Remolona, 2001؛ وShen and Corning, 2001). وهناك جوانب قصور تشوب المقاييس: فربما جاءت المقاييس التي تستند إلى مسح كانعكاس لتصورات تقديرية عن التضخم ولا أساس لها في بعض الأحيان، وقد تأتي المقاييس القائمة على السندات كانعكاس لعلاوات تقلب السيولة والتضخم، وكذلك للخصائص المؤسسية لأسواق سندات محددة. ويقاس التضخم المتوقع في هذه الدراسة باستخدام تنبؤات التضخم التي

### الشكل البياني ٣-١٠: السياسات النقدية وسياسات أسعار الصرف

على الرغم من تحسن جودة الإدارة النقدية في جميع أنحاء العالم، حققت الاقتصادات المتقدمة نتائج أفضل في هذا المجال من الاقتصادات الصاعدة والنامية التي لا يزال معظمها يواصل اتباع نظم أسعار الصرف غير المرنة.



المصادر: دراسة Arnone and others (2007) ودراسة Reinhart and Rogoff (2004, updated). وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

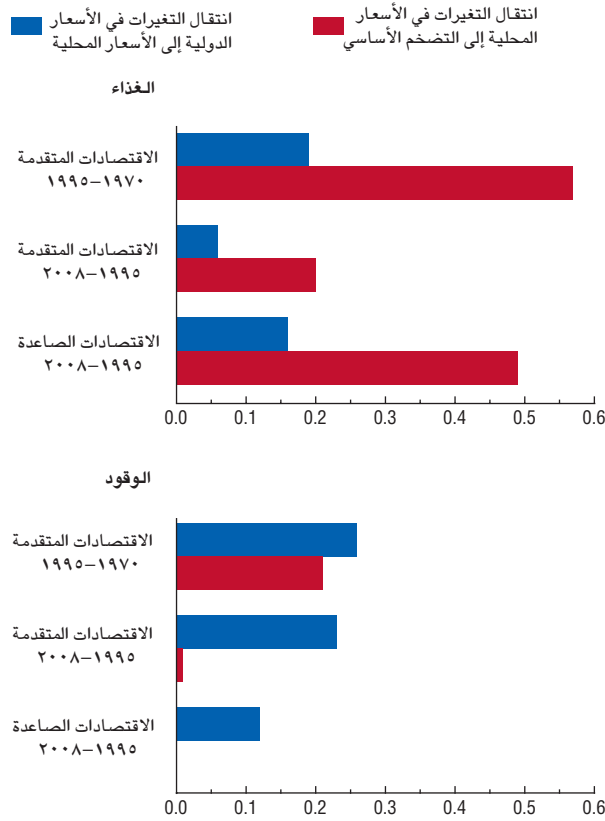
<sup>١</sup> توضع علامة السبعينات باستخدام المنهجية الواردة في دراسة Arnone and others (2007) لمجموعة أقل إلى حد ما من المؤشرات.

<sup>٢</sup> تشمل نظم أسعار الصرف غير المرنة جميع نظم ربط أسعار الصرف والنطاقات القانونية والواقعية ما عدا الاتحادات النقدية.

## صدمات أسعار السلع الأولية والتضخم

### الشكل البياني ٣-١١: انتقال التغيرات في أسعار السلع الأولية (استجابة كاملة طويلة الأجل تجاه تغير مقداره نقطة مئوية واحدة للتضخم في أسعار السلع الأولية، بالنقاط المئوية)

جاء انتقال التغيرات في أسعار الغذاء مؤخرًا في الاقتصادات الصاعدة على غرار ما شهدته الاقتصادات المتقدمة في السبعينات، في حين كان انتقال التغيرات في أسعار الوقود أقل بكثير. واتسم انتقال التغيرات في أسعار الغذاء والوقود إلى التضخم الأساسي في الاقتصادات المتقدمة مؤخرًا بأنه كان محدودًا.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ المتوسّطات المرجّحة لتقديرات كل بلد على حدة باستخدام البيانات ربع السنوية. ويُقدّر انتقال التغيرات في الأسعار الدولية إلى الأسعار المحلية باستخدام اندحارات ذات تقديرات. ويُقدّر انتقال التغيرات في الأسعار المحلية للسلع الأولية إلى التضخم الأساسي باستخدام معادلات منحني فيليبس، حيث تُستخدم الأسعار المحلية ناقص أي تأثيرات بخلاف الأسعار الدولية والفواصل الزمنية الخاصة بها. ويُحسب الانتقال الكامل طويل الأجل للتغيرات في التقديرات كحاصل معاملات القيمة الحالية وتُقَسَّم الفواصل الزمنية الأربعة للمتغير المستقل على واحد ناقصا حاصل معاملات الفواصل الزمنية الأربعة للمتغير التابع.

هذا التمرين إلى انحدار طولي للاقتصادات المتقدمة والنامية ويسمح بمقارنة الأداء اعتمادا على الخصائص الهيكلية وخصائص السياسات في هذه الاقتصادات على مدار السنوات الماضية.

ويتبين من مجموعة التقديرات الأولى أن انتقال التغيرات من أسعار الغذاء الدولية إلى المحلية ومن أسعار الغذاء المحلية إلى التضخم الأساسي في الاقتصادات الصاعدة يشبه ما شهدته الاقتصادات المتقدمة في السبعينات ويزيد بكثير على انتقال التغيرات الملاحظ في الاقتصادات المتقدمة مؤخرًا (الشكل البياني ٣-١١).<sup>٣٥</sup> وينتقل نحو نصف حجم الصدمة التي تتعرض لها أسعار الغذاء المحلية إلى التضخم الأساسي في الاقتصادات الصاعدة في نهاية المطاف، بينما ينتقل أقل من ربع هذه التغيرات في حالة الاقتصادات المتقدمة. وتتسق هذه النتائج مع ارتفاع حصة الغذاء في الاستهلاك والأهمية النسبية لتكاليف المواد الخام في الإنتاج عبر الاقتصادات الصاعدة وتؤكد حساسية هذه الاقتصادات لتطورات أسعار الغذاء.

وننتقل للحديث عن أسعار الوقود، كان انتقال التغيرات من الأسعار الدولية إلى الأسعار المحلية أقل بكثير في الاقتصادات الصاعدة مقارنة بالاقتصادات المتقدمة. وكان حجم انتقال التغيرات من الأسعار المحلية إلى التضخم الأساسي أقل بدرجة ملحوظة في الآونة الأخيرة مما كانت عليه في السبعينات حتى وصل أكثر من ٢٠٪ من الصدمة السعرية إلى التضخم الأساسي. ويرجع انخفاض معاملات انتقال الآثار إلى طائفة من

أصدرتها Consensus Economics، لأن المقاييس التي تستند إلى سندات غير متوافرة لمجموعة كبيرة بقدر كاف من البلدان. وللاطلاع على تحليلات مماثلة راجع دراستي (2005) Goretti and Laxton، وLevin، وNatalucci، and Piger (2004).

<sup>٣٥</sup> تتألف العينة من ٢٥ اقتصادا صاعدا و٢١ اقتصادا متقدما (٩ اقتصادات للفترة من ١٩٧٠-١٩٩٥). ومن أجل الحد من تلوث التقديرات بسبب عوامل خارجية، يجري تقدير انتقال التغيرات من أسعار السلع الأولية المحلية إلى التضخم الأساسي بالاقتصار على استخدام التغير في الأسعار المحلية الذي يرجع إلى التغيرات في الأسعار الدولية وكذلك آثار التأخر في تطورات الأسعار المحلية. ويجب الإشارة إلى أن هذه التقديرات تختلف اختلافا كبيرا عبر البلدان، ويعزى ذلك في جانب منه إلى الفروق في جودة البيانات، ومقاييس التضخم، وفترات العينة، ولا سيما عبر الاقتصادات الصاعدة. ويعتمد تقدير انتقال التغيرات إلى رصد عملية انتقال التغيرات طويلة الأجل بأكملها ولا يعكس أي فروق في المسار الزمني لاستجابات التضخم. ويعرض الملحق ٣-٣ وصفا تفصيليا لهذا التمرين.



العوامل المجتمعة، منها انخفاض درجة كثافة الطاقة المستخدمة، وانتشار الدعم والقيود على الوقود في الاقتصادات الصاعدة، وارتفاع ضرائب الوقود في كثير من الاقتصادات المتقدمة.<sup>٣٦</sup>

ويشير تحليل الاقتصاد القياسي للعلاقة بين التغيرات في التضخم المتوقع والفعلي إلى أن الفروق في أوجه التعرض للمخاطر على المستوى الهيكلي ومستوى السياسات تشكل التوقعات عبر الاقتصادات المختلفة (الشكل البياني ٣-١٢).<sup>٣٧</sup> وتبدو التوقعات قائمة على ركيزة ثابتة في الاقتصادات المتقدمة: فتنبؤات التضخم طويلة الأجل لا تتجاوب مع التضخم الفعلي. وتكون التوقعات أقل ثباتا بشكل عام في الاقتصادات الصاعدة، حيث لا يزال التضخم المتوقع يتأثر بالتضخم الفعلي حتى في حالة التنبؤات التي تغطي آفاقا زمنية طويلة. ومن ثم، فعند ارتفاع التضخم الأساسي بمقدار نقطة مئوية واحدة، يرتفع التضخم المتوقع للعام التالي بنحو ٠,٢ نقطة مئوية في المتوسط. حتى فيما يتعلق بالفترة المستقبلية التي تتراوح بين ست إلى عشر سنوات، لا تزال هناك توقعات بارتفاع التضخم بنحو ٠,٠٥ نقطة مئوية. وتُصدر التوقعات في هذه الاقتصادات أيضا استجابة قوية للتغيرات في تضخم أسعار الغذاء المحلية، بينما لا يبدو أن للتضخم في أسعار الطاقة أثارا ملموسة، وهو ما يرجح أن يكون انعكاسا للحصص النسبية التي يمثلها الغذاء والطاقة في مجموع الاستهلاك. وفيما يخص الاقتصادات التي يمثل الغذاء فيها حصة كبيرة من استهلاك قطاع الأسر، يرتفع التضخم المتوقع ارتفاعا كبيرا جدا كرد فعل تجاه التغيرات في التضخم الكلي الفعلي والتضخم في أسعار الغذاء.

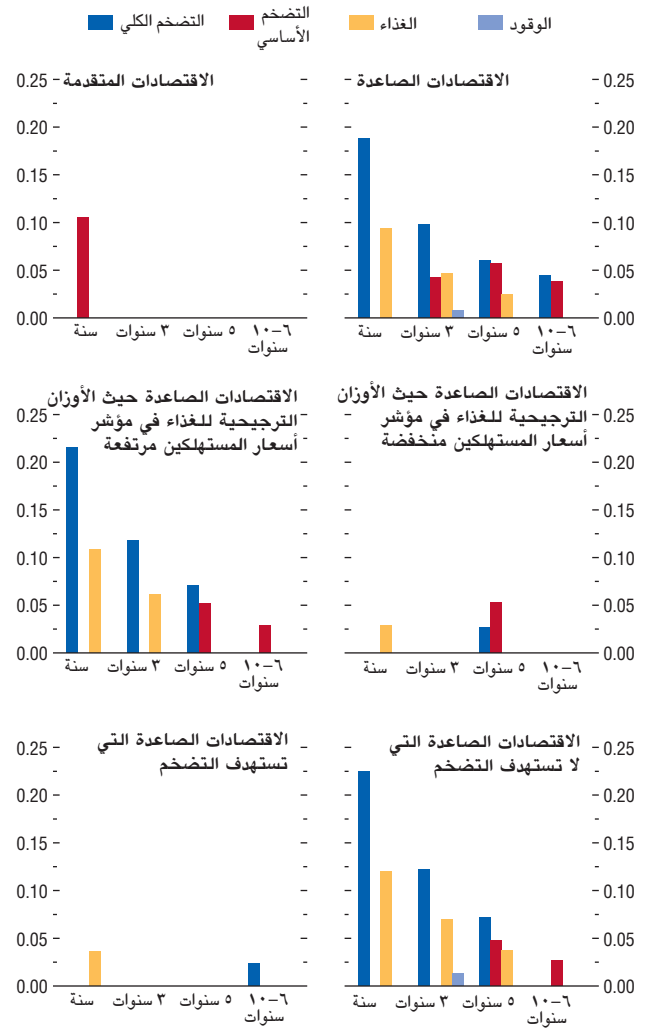
<sup>٣٦</sup> فضلا على ذلك، قد يكون من الصعب فصل الأثرين بسبب تساقق الحركة بين أسعار الغذاء والوقود. وفي واقع الأمر، تسهم التغيرات في أسعار الطاقة إسهاما كبيرا في ديناميكية أسعار الغذاء على النحو الوارد في القسم السابق. وإضافة ذلك، يمكن أن تؤدي قضايا القياس المرتبطة بأسعار الغذاء وأسعار الوقود المحلية بصفة خاصة المشار إليه أعلاه إلى تناقض المعاملات التقديرية لانتقال التغيرات.

<sup>٣٧</sup> تستند التقديرات إلى انحدار طولي لمشاهدات نصف سنوية بدأت في عام ٢٠٠٣. وتشمل العينة ١٤ اقتصادا متقدما و٢١ اقتصادا صاعدا. ومن أجل فصل آثار التضخم الأساسي عن آثار التغيرات في أسعار السلع الأولية، لا يستخدم التحليل إلا الاختلاف في التضخم الأساسي الذي لا يرجع إلى التغيرات في أسعار الغذاء والوقود. ويقدم الملحق ٣-٣ مزيدا من المعلومات عن هذا التمرين.

### الشكل البياني ٣-١٢: التغيرات في التضخم المتوقع كاستجابة للتغيرات في التضخم الفعلي

(التضخم المتوقع على مدى ١ و ٢ و ٥ و ١٠ سنوات قادمة؛ والاستجابات بالنقاط المئوية للتغير في التضخم الفعلي بمقدار نقطة مئوية واحدة)

تبدو توقعات التضخم مستندة إلى ركيزة ثابتة أفضل بكثير في الاقتصادات المتقدمة مقارنة بالاقتصادات الصاعدة، لا سيما الاقتصادات التي يسهم الغذاء فيها بحصة كبيرة في مؤشر أسعار المستهلك. ويبدو أن استهداف التضخم في الأسواق الصاعدة أصبح أكثر فعالية مؤخرا كركيزة للتوقعات التضخمية مقارنة بأطر السياسات النقدية البديلة.



المصادر: Consensus Forecasts؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. تستند إلى معاملات ذات دلالة إحصائية من الانحدارات الطولية مع وجود آثار ثابتة، وذلك باستخدام بيانات نصف سنوية منذ عام ٢٠٠٣. ويُستخدم مقياس التضخم الأساسي ناقصا تضخم أسعار الغذاء والوقود.

## استجابات السياسة النقدية لصددمات أسعار السلع الأولية

في الفترة المقبلة، ما لم يتكثف التباطؤ العالمي.<sup>٣٩</sup> وترتبط مخاطر تحقق هذه المفاجآت ارتباطاً وثيقاً بتوقعات التضخم في المستقبل وقدرة السياسات النقدية على تثبيتها بشكل فعال، على النحو الوارد مناقشته في القسم التالي.

### استجابات السياسة النقدية لصددمات أسعار السلع الأولية

يمكن أن تترتب على أخطاء السياسة النقدية عواقب وخيمة في وجود صدمات دائمة في أسعار السلع الأولية مثلما يتبين من التضخم الكبير الذي شهدته الاقتصادات المتقدمة في السبعينات. ونظراً للتضخم المتزايد بالفعل والأوضاع النقدية التيسيرية، كانت الاستجابة الملائمة لصدمة أسعار النفط في ذلك الوقت - وهي صدمة عرض معاكسة - هي تشديد السياسات. وبدلاً من ذلك، تفاقمت الطفرة التضخمية بسبب استمرار موقف السياسة النقدية التيسيرية الذي أدى إلى زيادة التوقعات التضخمية وتراجع مصداقية السياسة النقدية. وأدرجت البنوك المركزية منذ تلك التجربة أنه ينبغي للسياسة النقدية أن تتجنب مسابرة الآثار غير المباشرة المترتبة على صدمات العرض المعاكسة.<sup>٤٠</sup>

وهناك اعتقاد راسخ بأن استجابة السياسة النقدية الملائمة تجاه صدمات العرض تعتمد على الوضع الدوري للاقتصاد ومدى مصداقية السياسة. وعلى سبيل المثال، فمع ارتفاع درجة استخدام الطاقة الإنتاجية وانخفاض مستوى المصداقية، تصبح مخاطر انتقال الآثار إلى التضخم الأساسي مرتفعة نسبياً. ويؤدي ذلك إلى انعكاسات على استجابات السياسة النقدية تجاه الارتفاعات الأخيرة في أسعار الغذاء والطاقة. وكما نوقش

<sup>٣٩</sup> إضافة إلى ذلك، فرغم أن المرونة في أسواق العمل المحلية ستواصل التحسن وفقاً لجميع الاحتمالات، فربما يتراجع دور سوق العمل العالمي المضاد للتضخم في نهاية المطاف مع بلوغ أسواق العمل في البلدان الصاعدة والنامية مرحلة النضج وترتفع الأجور فيها إلى مستويات الاقتصادات المتقدمة.

<sup>٤٠</sup> أشار كثير من خبراء الاقتصاد إلى التراجع الكبير في درجة تقلب المتغيرات الاقتصادية الكلية المهمة منذ ثمانينات القرن الماضي ومنهم على سبيل المثال Bernanke (2004) و King (2005). وتشير تقديرات Kumhof and Laxton (2007) إلى أنه يمكن عزو نحو نصف الارتفاع في تغير الناتج أثناء سبعينات القرن الماضي ومطلع الثمانينات مقارنة بالفترة من ١٩٩٥-٢٠٠٧ إلى عدم كفاءة السياسة النقدية، ويمكن عزو النصف الآخر إلى حدوث صدمات أكبر على صعيد العرض والطلب.

ويبدو أن إدارة السياسة النقدية تمثل عنصراً حاسماً يتوقف عليه انتقال الصدمات في أسعار السلع الأولية إلى معدل التضخم المتوقع. فعلى سبيل التحديد، يبدو أن استهداف التضخم كان فعالاً في تثبيت توقعات التضخم: ففيما يتجاوز الأفق الزمني لعام واحد، لا يبدو استجابة التوقعات لتغيرات التوقع الفعلي بدرجة كبيرة. وفي المقابل، فالبلدان التي لا تطبق استراتيجية استهداف التضخم - وكثير منها يستهدف أسعار الصرف الاسمية بشكل رسمي أو غير رسمي - تبدو أقل نجاحاً في تثبيت توقعات التضخم. فقد ترجع المزايا الواضحة لاستراتيجية استهداف التضخم بصورة جزئية إلى مستوى الجودة العام الذي تتميز به إدارة السياسة النقدية المحلية في هذه البلدان، ومستويات تطورها بوجه أعم (لكن مع هذا، ازدادت صعوبة إحراز هذه الأهداف مؤخراً).<sup>٣٨</sup> وإضافة إلى ذلك، هناك عوامل أخرى ذات خصوصية قطرية قد تؤثر أيضاً على استجابة التوقعات لمعدل التضخم الفعلي - مثل مدى مرونة سوق العمل، وإدارة سياسة المالية العامة.

وهل ستؤدي طفرات أسعار الغذاء والطاقة في الآونة الأخيرة إلى حدوث زيادات مستمرة في معدلات التضخم عبر العالم؟ فيمكن للتناقص التي خلص إليها هذا التحليل أن تبرر التفاؤل، خاصة في الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة التي اعتمدت نظماً لاستهداف التضخم. وفي المنعطف الحالي، يؤدي تباطؤ النشاط الاقتصادي إلى تقليص المخاطر التضخمية، وخاصة في الاقتصادات المتقدمة، رغم استمرار ضغوط النشاط المحموم في كثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية. غير أن العلاقات التجريبية القائمة على البيانات السابقة قد لا توفر إرشادات موثوقة للمستقبل، حتى إذا افترضنا أن مصداقية السياسة النقدية سوف تواصل التحسن وأن تيار الاندماج والمنافسة العالميين سوف يواصل الصعود. وكانت الصدمات المرتبطة بسوق السلع الأولية مؤخراً أكبر وأكثر استمرارية مما كانت عليه في فترة العينة المستخدمة لإجراء التقديرات - ولهذا السبب قد يزداد الحجم الفعلي لانتقال التغيرات على نحو مفاجئ

<sup>٣٨</sup> تناول الفصل الرابع في عدد سبتمبر ٢٠٠٥ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي استراتيجية استهداف التضخم في الأسواق الصاعدة. وتشير دراسة (2007) Mishkin and Schmidt-Hebbel التي أجريت في وقت أقرب إلى أن استراتيجية استهداف التضخم تساعد البلدان على خفض التضخم، وتعزيز السياسة النقدية، وتقليل الآثار التضخمية لصددمات أسعار النفط على وجه الخصوص.

في الفصل الأول، هنالك دلائل على حدوث فورة في النشاط الاقتصادي لدى كثير من الاقتصادات الصاعدة مع توسع في الأوضاع النقدية. وتبلغ أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل مستويات أقل من نمو الدخل الاسمي — وهو ما يرجع جزئياً إلى استيراد الأوضاع النقدية التوسعية من الولايات المتحدة إلى جانب فرض قيود أسعار الصرف على السياسة النقدية على النحو الوارد أعلاه (الشكل البياني ٣-١٣). وفي نفس الوقت، تتسم مصداقية السياسة النقدية بأنها أكثر هشاشة في هذه البلدان. وينبغي تشديد الأوضاع النقدية في البلدان المتأثرة من أجل السيطرة على التضخم وتجنب حدوث دورة انتعاش وكساد. وكما يوضح الإطار ٣-٣، سترتب على ذلك أيضاً تأثير مهدئ إلى حد ما للطلب على السلع الأولية عالمياً ولأسعار السلع الأولية الدولية.

### مصداقية السياسة النقدية وديناميكية التضخم

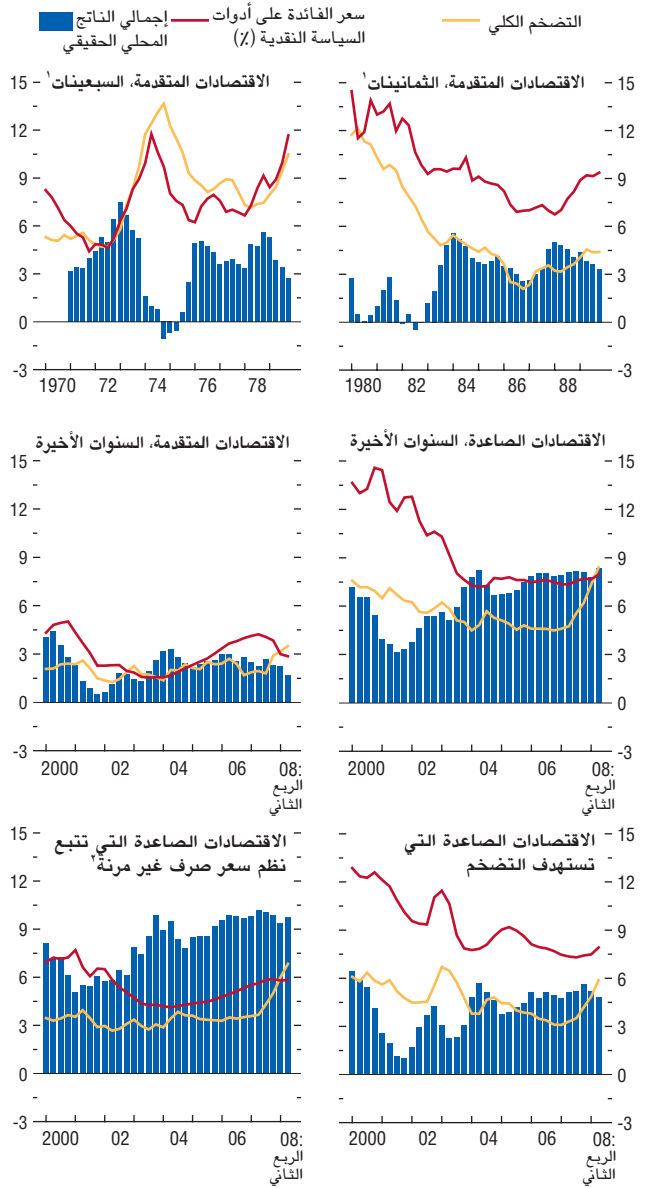
يمكن لأساليب المحاكاة القائمة على نماذج تتضمن المصداقية وقيود الطاقة الإنتاجية كمتغيرات داخلية أن توفر إرشادات مفيدة حول كيفية استجابة السياسة النقدية لصدمة العرض المعاكسة في ظل درجات مختلفة من مصداقية السياسات وكذلك أوضاع دورية مختلفة ومستويات متباينة من التضخم المبدئي. ويرتكز التحليل على نموذج اقتصادي كلي لأحد الاقتصادات الصغيرة المفتوحة يعتمد سلوك التضخم وتوقعات التضخم فيه على مصداقية السياسة النقدية. وتحدد المصداقية داخلياً وتعتمد على الأداء التضخمي المتغير مقارنة بهدف المدى الطويل.<sup>٤١</sup> ويؤثر هذا بدوره على درجة الآثار غير المباشرة المترتبة على صدمات العرض في النموذج لأن مدى انتقال صدمات التضخم إلى التوقعات التضخمية يعتمد على التضخم الحاضر والماضي. وفي حالة المصداقية الكاملة، تكون التوقعات التضخمية استشرافية تماماً، مما يعني أن حدوث زيادة دائمة في أسعار السلع الأولية يترك أثراً طفيفاً فحسب على التوقعات. وإذا كان مستوى المصداقية منخفضاً، تصبح التوقعات معتمدة في معظمها على التضخم الحاضر والماضي، وتتأثر بالصدمات التي تصيب التضخم الحاضر.

<sup>٤١</sup> راجع دراسة Alich and others (قيد الإصدار) للاطلاع على وصف للنموذج وخصائصه.

### الشكل البياني ٣-١٣: النشاط الاقتصادي وأسعار الفائدة والتضخم

(التغير % عن عام سابق ما لم يُذكر خلاف ذلك)

كانت أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة أو السالبة إحدى سمات فترة التضخم أثناء السبعينات في الاقتصادات المتقدمة، وذلك على العكس من فترة الاستقرار اللاحقة لها في الثمانينات. وأصبحت أسعار الفائدة الحقيقية سالبة مؤخرًا في الاقتصادات الصاعدة — لا سيما تلك التي تتبع نظم أسعار صرف غير مرنة — إلى جانب نشاطها الاقتصادي الأقوى بكثير من نشاط الاقتصادات المتقدمة.

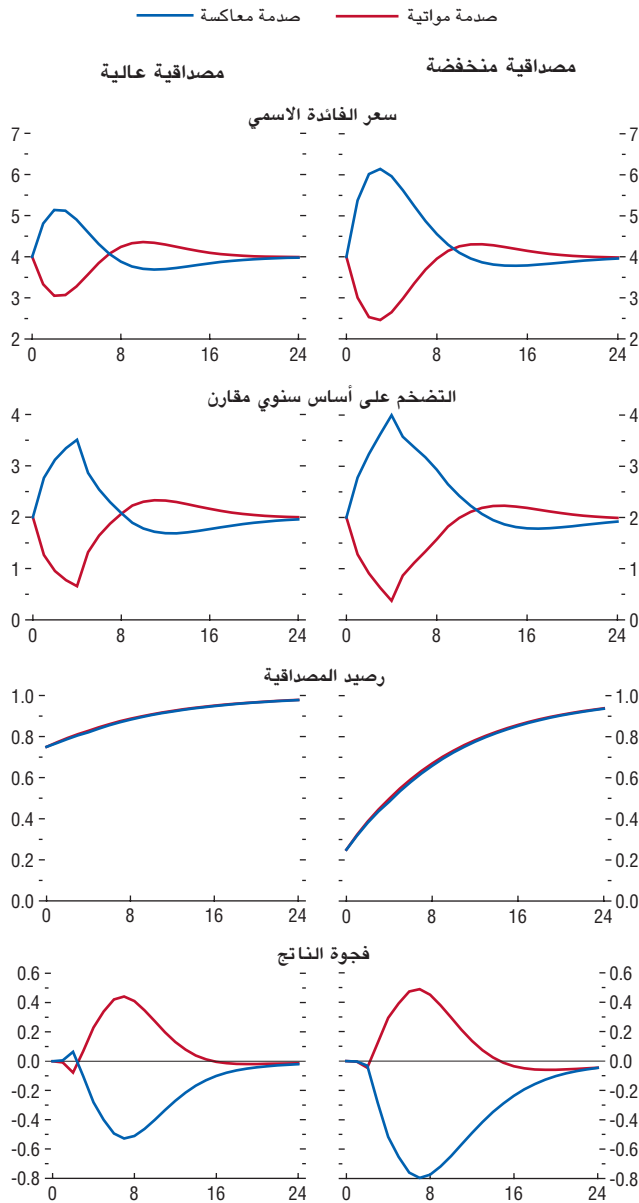


المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تُستخدم أسعار أسواق المال بدلا من أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية لعدد من البلدان نظرا لأسباب تتعلق بتوافر البيانات.  
<sup>٢</sup> تشمل نظم أسعار الصرف غير المرنة جميع نظم ربط أسعار الصرف، والنطاقات، والربط القابل للتعديل أو النطاقات الأضيق من  $\pm 2\%$  بحكم القانون أو بحكم الواقع. راجع دراسة Reinhart and Rogoff (2004)، ودراسة Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff (قيد الإصدار).

## استجابات السياسة النقدية لصددمات أسعار السلع الأولية

### الشكل البياني ٣-١٤: نموذج مبسط لاقتصاد متقدم في مواجهة صدمات العرض المعاكسة والمواتية (%: أرباع السنة على المحور السيني)

تتماثل صدمات العرض المعاكسة والمواتية إلى حد كبير في تأثيرها على التضخم والناتج وانعكاسات السياسة النقدية إذا كانت تتسم بمصادقية عالية.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ويحدد النموذج استجابة السياسة النقدية المثلى بالنظر إلى أهداف سياسة البنك المركزي، عن طريق التغيرات في سعر الفائدة قصير الأجل. وتتمثل هذه التغيرات في الانحرافات عن هدف التضخم، وفجوات الناتج ومدى تغير أسعار الفائدة على المدى القصير. ويفترض النموذج تحديد البنك المركزي لأسعار الفائدة لخفض درجة التغير إلى أقل مستوى ممكن في الأبعاد الثلاثة. وفي ظل صدمات العرض المعاكسة، تنشأ مصاعب في تحديد السياسات، حيث إن التضخم والناتج يتحركان في اتجاهات معاكسة في البداية ولأن تشديد السياسة النقدية يخفض كلا من الناتج والتضخم في الأجل القصير. وتحدد تفضيلات البنك المركزي للسياسة النقدية كيفية المفاضلة بين المكاسب التي تتحقق من تخفيض التضخم وتكاليف انخفاض الناتج.

### صددمات العرض ومصادقية السياسة

يُصاب الاقتصاد في النموذج خلال عملية المحاكاة الأولى بصددمات عرض حينما يواكب التضخم المعدل المستهدف البالغ ٢٪، ويبلغ المستوى المبدئي لفجوة الناتج صفراً.<sup>٤٢</sup> وفي حالة المصادقية المرتفعة مبدئياً — التي تعكس الأوضاع السائدة في الاقتصادات المتقدمة — يرتفع التضخم متجاوزاً ٣٪ إثر صدمة العرض التضخمية (الشكل البياني ٣-١٤، اللوحات اليسرى). وتعود استجابة السياسة النقدية المثلى بالتضخم إلى المسار المستهدف في غضون ٨ أرباع سنة — تماشياً مع التقديرات التقليدية لفترات التأخر الزمني في انتقال آثار السياسة النقدية. ويرتفع سعر الفائدة مؤقتاً ليصل إلى ذروة تقترب من ٥٪ — أي أعلى بنحو نقطة مئوية واحدة من المستوى المحايد المفترض في النموذج الذي يبلغ ٤٪. وفي حالة المصادقية المنخفضة، تظهر نفس النتائج السابقة تقريباً، بالرغم من ارتفاع التضخم بنسبة أعلى، وحدوث ارتفاع تناسبي في سعر الفائدة المطلوب حتى يعود التضخم لمساره المستهدف (الشكل البياني ٣-١٤، اللوحات اليمنى).

<sup>٤٢</sup> تقوم التجارب على صدمات العرض التي تؤدي إلى حدوث ارتفاع أو انخفاض دائم في أسعار السلع الأولية. وتعرف فجوة الناتج لتصبح القيمة الموجبة هي الطلب الزائد وترتبط بالضغط التضخمية.

### الإطار ٣-٣: نظم السياسة النقدية وأسعار السلع الأولية

نحو منفصل إما كنظام ربط بالدولار الأمريكي أو نظام يضع أهدافا للتضخم.<sup>٢</sup> ويتسم النظام الذي يضع أهدافا للتضخم بأنه ينطوي على دالة لردود أفعال أسعار الفائدة التي ترفع بموجبها أسعار الفائدة الاسمية حينما تتسارع وتيرة التضخم. وليس الهدف من تصنيفات السياسات النقدية المذكورة هو إعطاء وصف دقيق للسياسات وإنما الهدف منها هو تمثيل نموذج مفيد ومبسط يمكن أن يساعد في إلقاء الضوء على القضايا. ومن أهم السمات المميزة لنموذج الاقتصاد العالمي الذي وضعه بنك كندا في هذا الاستقصاء هو افتراض أوجه جمود اسمي كبيرة في قطاعات الصناعات التحويلية والخدمات ولكن مع عدم وجود جمود اسمي في قطاعات النفط والسلع الأولية.<sup>٣</sup> ويعني ذلك أن السياسة النقدية هي فقط المعنية باستقرار الأسعار وتقلب الناتج على المستوى المحلي، ولا ينبغي لها السعي لتحقيق هدف صارم في الأجل القصير يتضمن تضخم أسعار النفط والسلع الأولية، وإنما ينبغي لها بدلا من ذلك التركيز على تحقيق استقرار «التضخم الأساسي» في باقي القطاعات، ويمثل ذلك من ثم فرضية السيناريو الأساسي الذي وضعناه. وأخيرا، فنظرا إلى أن انخفاض الطاقة الفائضة وتراجع مرونة العرض تبدو من العوامل الرئيسية وراء تقلب أسعار النفط والغذاء في الآونة الأخيرة، يحدد النموذج تكاليف التصحيح المقترنة بالعوامل التي تضع حدا لاستجابة العرض قصيرة الأجل في هذه القطاعات. ونتيجة لذلك، فإن الصدمة الإيجابية التي ترفع الطلب العالمي تؤدي في البداية إلى حدوث ارتفاع حاد في الأسعار ولا تصدر استجابة كبيرة على صعيد الناتج إلا لاحقا.

وتمثل الخطوط السوداء في الشكل البياني نموذج المحاكاة في السيناريو الأساسي. وفي الفترة الأولى، تقوم الولايات المتحدة بخفض أسعار الفائدة لديها بمقدار ٢,٥ نقطة مئوية استجابة لحدوث صدمة انكماشية في الاستهلاك والطلب على الاستثمار وتساعد المخاوف

أبدى صانعو السياسات في أنحاء العالم مؤخرا مخاوف كبيرة بشأن الضغوط التضخمية المتصاعدة، مع بدء انتقال آثار الارتفاعات الحادة في أسعار النفط والغذاء إلى التضخم الكلي وحتى التضخم الأساسي في عدد كبير من البلدان. ويتعلق السؤال المطروح بما إذا كان يمكن عزو هذا التطور جزئيا إلى ترتيبات السياسة النقدية، وخاصة معيار الدولار المستخدم لدى كثير من البلدان في ربط عملتها بالدولار الأمريكي (بشكل رسمي أو غير رسمي من خلال أسعار الصرف الخاضعة لإدارة مكثفة). وإذا كان الرد بالإيجاب، فما هو الأثر الذي من شأنه أن يترتب على اعتماد مناهج بديلة؟

وفي ظل ترتيبات السياسة النقدية الراهنة، تُصدر الولايات المتحدة موقف سياستها النقدية إلى جزء كبير من اقتصاد العالم، بينما تتجه البلدان الأخرى إما إلى ربط أسعار الصرف لديها أو إلى التدخل في أسواق الصرف الأجنبي. ولكن في الوقت الراهن يواجه العالم صدمات غير متسقة إلى درجة كبيرة، مع تباطؤ النشاط في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو بسبب التوترات المالية والخسائر في معدلات التبادل التجاري، ومواصلة جزء كبير من باقي العالم للتوسع وفق أعلى المعدلات التاريخية. وإذا كانت السياسة النقدية التي تناسب الولايات المتحدة تتمثل في الانخفاض النسبي لأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية، فيالنسبة لبلدان أخرى، تعتبر هذه السياسة غير ملائمة بقدر كبير.

ويسعى هذا الإطار للإجابة على سؤالين. أولا، إذا واصل أكبر نظم ربط أسعار الصرف في الوقت الحالي استمراره، هل في مصلحة الولايات المتحدة أن تأخذ في الاعتبار آثار سياستها النقدية على الاقتصاد العالمي؟ وثانيا، بالنظر إلى الظروف الحالية، ما الفرق الذي يمكن أن يطرأ على سلوك الاقتصاد العالمي والاقتصادات المنفردة إذا تحولت البلدان التي تربط عملتها بالدولار في الوقت الحاضر نحو اتباع نظم أكثر مرونة لأسعار الصرف؟

### السياسة النقدية والتضخم الأساسي

هذه محاولة للإجابة على أسئلة نماذج محاكاة ديناميكية توضيحية تستخدم صيغة نموذج الاقتصاد العالمي الذي وضعه بنك كندا.<sup>١</sup> وهو نموذج للتوازن العام يتسم بالديناميكية والتصادفية ويضم خمس مناطق، ويحدد نظام السياسة النقدية المتبع في كل منطقة على

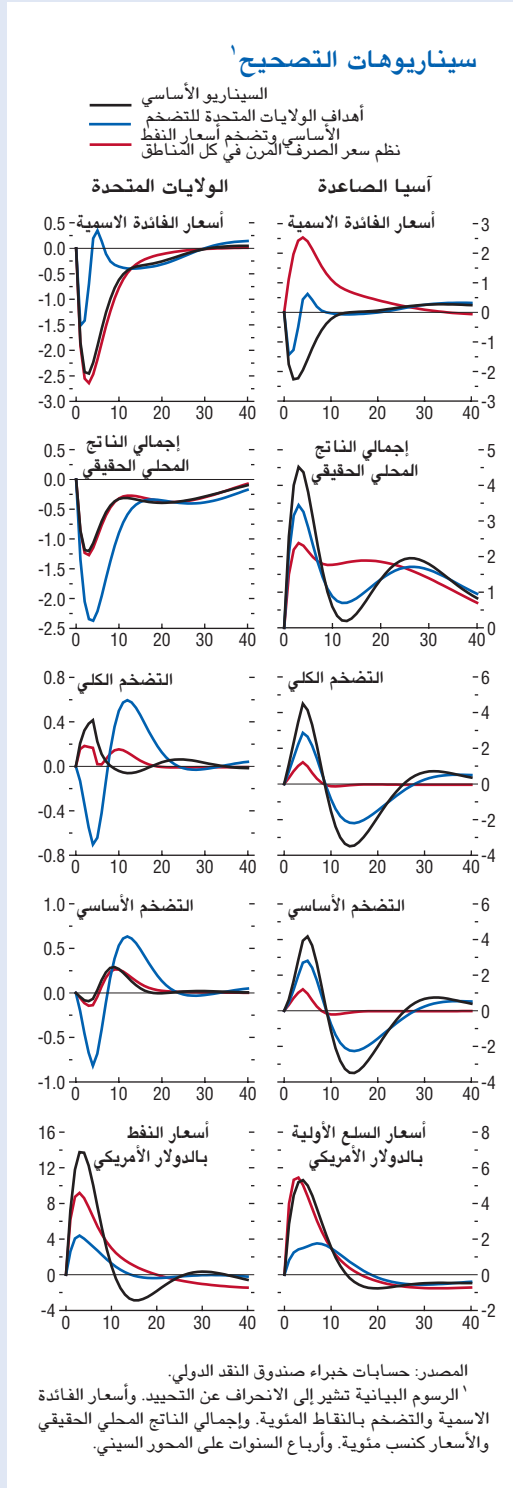
المؤلفون الرئيسيون لهذا الإطار هم مايكل كومبوف، ودوغلاس لاکستون، وديرك موير.

<sup>١</sup> راجع دراسة (2007) Lalonde and Muir.

<sup>٢</sup> تضم هذه المناطق الولايات المتحدة (تمثل ٢١,٢٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي باستخدام الأوزان الترجيحية لتعادل القوى الشرائية) وآسيا الصاعدة (٢٤,٨٪)، والبلدان المصدرة للسلع الأولية (١٥,٢٪)، وكندا (١,٨٪)، وباقي البلدان (٣٧٪). ولا تعالج نماذج المحاكاة قضية التحول من نظام نقدي إلى نظام آخر. ولا تعالج أيضا جوانب السياسة النقدية بخلاف مسألة التوقيت الخاصة لتغيرات أسعار الفائدة مثل الأسئلة حول تفضيلات استثمارات الحافظة للأصول الاحتياطية بعملة مختلفة، أو الأسئلة المتعلقة بقواعد النظام المالي

ومراقبة التوسع الائتماني.  
<sup>٣</sup> يتضمن قطاع السلع الأولية، على سبيل المثال لا الحصر، إنتاج المواد الغذائية.

## استجابات السياسة النقدية لصدمة أسعار السلع الأولية



بشأن استقرار القطاع المالي. ويؤدي هذا التدخل النقدي إلى إضعاف آثار صدمة الطلب، مع انخفاض الناتج إلى أقل من المستوى المحتمل بمقدار ١.٢٪ في السنة اللاحقة للصدمة.

وفي الوقت ذاته، لا يزال الطلب في آسيا الصاعدة ومجموعة من البلدان المصدرة للنفط ينمو بسرعة<sup>٤</sup> وباستخدام نظم ربط أسعار الصرف، يتعذر رفع أسعار الفائدة في هذه المناطق على نحو مضاد للاتجاهات الدورية، وبدلاً من ذلك تنخفض أسعار الفائدة فيها بصورة شبه دقيقة مع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة<sup>٥</sup>. ومع اقتران ذلك بالآثار التضخمية الكبيرة للصدمة، فإنه يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية انخفاضاً حاداً مما يسفر عن تعظيم آثار النتائج الناشئة عن الصدمات بدلاً من إضعافها. ومن ثم يرتفع إجمالي الناتج المحلي في هذه المناطق ارتفاعاً حاداً، حيث بلغ ٤.٥٪ في آسيا الصاعدة و ٢.٨٪ في مجموعة البلدان المصدرة للنفط، بينما يزداد التضخم الكلي والأساسي بنحو ٤.٥ و ٢ نقطة مئوية، على التوالي. وينشأ هذا الطلب الإضافي في مناطق لا تمثل سوى نحو ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي<sup>٦</sup>، ولكن نتيجة لما يتسم به النمو من كثافة استخدام السلع الأولية في آسيا الصاعدة ومجموعة البلدان المصدرة للنفط، يؤدي ذلك إلى ممارسة ضغوط قوية رافعة لأسعار النفط والسلع الأولية على المستوى الدولي، وتبلغ زيادتها ١٤٪ و ٥.٣٪، على التوالي. ويرجع ذلك بدوره إلى الارتفاع البسيط في التضخم الكلي للولايات المتحدة بمقدار ٠.٤ نقطة مئوية في الفترة المبدئية، رغم تباطؤ النشاط في الولايات المتحدة. ويكمن السبب وراء ذلك في انتقال التغيرات في هذه الأسعار عالية المرونة مباشرة إلى التضخم الكلي. ولا يتراجع التضخم الأساسي مع انخفاض الطلب، ولكنه يتصاعد بعد مرور نحو عام نتيجة لانتقال بعض آثار التضخم في أسعار النفط والسلع الأولية.

وفي الغالب ترجع ديناميكية التضخم في السيناريو الأساسي إلى صدمات الطلب الأساسية والتضخم من جانب السياسة النقدية، بدلاً من الطفرات الكبيرة المبدئية في أسعار النفط والسلع الأولية التي تعزى إلى أوجه الجمود

<sup>٤</sup> لا يصور الشكل البياني إلا نتائج المحاكاة الخاصة بآسيا الصاعدة؛ وهناك أوجه تشابه كبير في نتائج مجموعة البلدان المصدرة للنفط.  
<sup>٥</sup> الفرق الصغير المشاهد يرجع إلى وجود علاوة مخاطر للنقد الأجنبي تؤدي إلى رفع مركز صافي الخصوم الأجنبية لكل منطقة.  
<sup>٦</sup> يبلغ الارتفاع في إجمالي الناتج المحلي العالمي نحو ١.٤٪.

### الإطار ٣-٣ (تتمة)

على جانب العرض<sup>٧</sup>، وحينما تأتي الصدمات الأساسية على جانب الطلب، تشكل مرونة أسعار السلع الأولية بالتالي مركز الريادة للاختلالات الأساسية والنشاط الاقتصادي المحكوم، بدلا من أن تمثل مشكلة في حد ذاتها. وسيكون الوضع مختلفا بطبيعة الحال إذا كانت الصدمات الأساسية هي صدمات على جانب العرض، وهي مسألة لا يتم تناولها هنا.

#### هل ينبغي مساءلة الولايات المتحدة عن التأثير العالمي لسياساتها النقدية؟

من حيث المبدأ، يمكن أن يأخذ الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة في الاعتبار تأثير سياسته النقدية على التضخم في باقي العالم. ولكن بسبب استهداف مقياس للتضخم العالمي ككل ليس خيارا واقعا لمؤسسة لها صلاحية الحفاظ على استقرار الأسعار والإنتاج على المستوى المحلي، فإننا نتناول سيناريو يتضمن قيام الاحتياطي الفيدرالي أيضا بالاستجابة لتضخم أسعار النفط بالإضافة إلى الاستجابة للتضخم الأساسي المحلي. وتمثل الخطوط الزرقاء في الشكل البياني نماذج المحاكاة ذات الصلة. وتتسم السياسة النقدية في الوقت الحاضر بأنها أقل تيسيرا بكثير، مع حدوث انخفاض مبدئي في أسعار الفائدة الاسمية بحوالي ١,٥ نقطة مئوية بدلا من ٢,٥ نقطة مئوية. وترتفع بعد ذلك بسرعة بمقدار ٠,٣ نقطة مئوية أعلى من المعدل المحايد في استجابة للضغوط المتزايدة على أسعار النفط.

ومقارنة بالسيناريو الأساسي في ظل قاعدة السياسة النقدية المذكورة، تتدهور فجوة الناتج في الولايات المتحدة بمقدار ١,٢ نقطة مئوية، وذلك مع وجود فرق تراكمي لعشر سنوات في خسائر الناتج يبلغ ٣٪. ومن ناحية أخرى، تؤدي السياسة النقدية الأقل تيسيرا في الولايات المتحدة إلى تخفيف حدة دورة الانتعاش والكساد كثيرا في آسيا الصاعدة ومجموعة البلدان المصدرة للنفط، مع انخفاض الطلب الإضافي بمقدار ١٪ في العام الأول. ويحدث ذلك

<sup>٧</sup> يتطلب ذلك إجراء عملية محاكاة ليست مبينة في هذا الإطار، تقوم بإلغاء أوجه الجمود على جانب العرض في قطاعي الطاقة والسلع الأولية. ويتمثل الفرق الكبير الوحيد الذي ينتج عن ذلك في أن الحد الأقصى لارتفاع أسعار النفط الحقيقية يبلغ ٣,٥٪ بدلا من ١,٤٪ والحد الأقصى لارتفاع أسعار السلع الأولية يبلغ ٤٪ بدلا من ٥,٣٪.

أثرا كبيرا على أسعار النفط العالمية، مع انخفاض أعلى مستويات الزيادة من ١٤٪ إلى ٤٪. ولا يتصف تركيز الولايات المتحدة على تضخم أسعار النفط بأنه انكماشى على المستوى الداخلي فحسب، ولكنه يؤدي أيضا إلى حفز قدر أكبر بكثير من التقلبات التضخمية، وتتحقق المنفعة مرة أخرى لآسيا الصاعدة ومجموعة البلدان المصدرة للنفط، التي تتراجع تقلبات التضخم فيها بنحو الثلث. ومن ثم، فبينما تحقق آسيا الصاعدة ومجموعة البلدان المصدرة للنفط منفعة كبيرة من اعتماد تدبير ذي صبغة عالمية أكبر بشأن التضخم، فهناك عزوف كبير من جانب الولايات المتحدة عن اتخاذ هذا الإجراء. ولكن هذه المناطق لديها خيار أقوى بكثير متاح أمامها لمساعدة ذاتها دون طلب تضحيات من أطراف أخرى — وهو التحول من نظام سعر الصرف الثابت إلى النظام المرن.

#### ما المنافع التي تنتج عن نظم أسعار الصرف المرنة؟

تصور الخطوط الحمراء في الشكل البياني سيناريو تعتمد بموجبه آسيا الصاعدة ومجموعة البلدان المصدرة للنفط نظاما لاستهداف التضخم إلى جانب نظم أسعار الصرف المرنة، مما يدفعها إلى رفع أسعار الفائدة الاسمية بصورة حادة كاستجابة لصدمات الطلب لديها. ويؤدي ذلك إلى خفض التوسع في الناتج إلى حوالي النصف في هذه المناطق، بينما لا تتجاوز معدلات التضخم ربع قيمها في السيناريو الأساسي. ويحدث ذلك أثرا على الناتج في الولايات المتحدة بأقل من ٠,٥٪ في العام الأول وحوالي صفر لاحقا من خلال انخفاض الطلب على الصادرات الأمريكية؛ وينطبق هذا الأمر أيضا على التضخم الأساسي في الولايات المتحدة. ولكن التضخم الكلي المبدئي للولايات المتحدة لا يرتفع إلا بمقدار النصف مقارنة بارتفاعه في ظل نظام لربط سعر الصرف، ويرجع ذلك في الأساس إلى أن انخفاض الطلب خارج الولايات المتحدة يؤدي إلى إضعاف الارتفاع في أسعار النفط كثيرا، أي بمقدار ٩٪ بدلا من ١٤٪.

ويقدم ذلك الرد على السؤال الثاني المطروح: ففي ظل الظروف الراهنة، من شأن أسعار الصرف المرنة أن تحقق نتائج مختلفة تماما بالنسبة للبلدان التي تربط عملتها بالدولار حاليا، مع ما يترتب على ذلك من آثار إيجابية لتحقيق الاستقرار في الناتج والتضخم، بما في ذلك استقرار أسعار النفط والسلع الأولية.

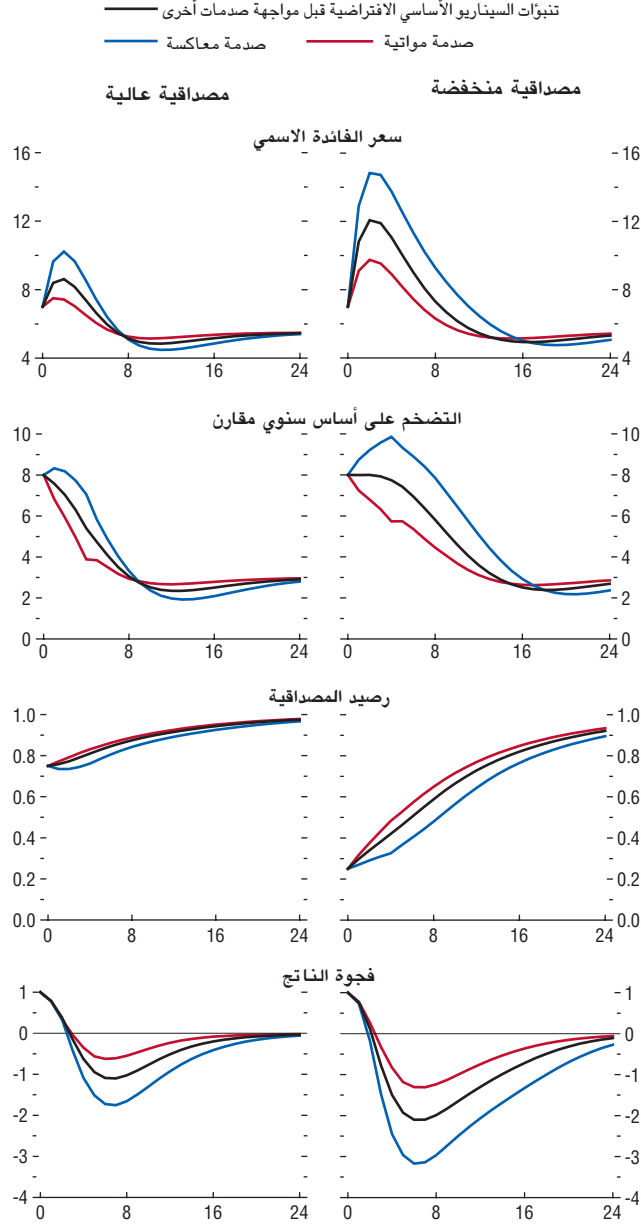
الرئيسية الأخرى. ومن هنا يطرأ على التضخم انخفاض عابر يتيح للبنك المركزي تخفيض سعر الفائدة على أساس مؤقت.

وينطوي حدوث صدمة انكماشية موجبة على انعكاسات شبه متسقة على معدل التضخم وكذلك على المتغيرات

## استجابات السياسة النقدية لصدمة أسعار السلع الأولية

### الشكل البياني ٣-١٥: نموذج مبسط لاقتصاد سوق صاعدة أكثر عرضة لصدمة العرض المعاكسة والمواتية (%: أرباع السنة على المحور السيني)

يتلاشى التماثل بين صدمات العرض المعاكسة والمواتية في حالة انخفاض مصداقية السياسة النقدية وحينما يكون التضخم المبدئي أعلى بالفعل من الهدف. ويتعين صدور استجابة مباشرة أقوى من جانب أسعار الفائدة لإعادة التضخم إلى الهدف إثر مواجهة صدمة عرض معاكسة.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

### صدمة العرض وضغوط التضخم القائمة

يُصاب الاقتصاد في عملية المحاكاة الثانية بالصدمة ذاتها حيث توجد هناك ضغوط مفرطة على جانب الطلب، بينما التضخم بالفعل أعلى كثيرا من المعدل المستهدف. ويفترض أن يكون التضخم المبدئي ٨٪ متجاوزا المعدل المستهدف للمدى الطويل والبالغ ٣٪ — مماثل لتلك الضغوط التضخمية التي تواجه بعض الاقتصادات الصاعدة بسبب النشاط الاقتصادي المحموم في عالم اليوم. وتترتب آثار غير مباشرة أكبر على التضخم بسبب حدوث صدمة عرض سالبة في ظل ارتفاع التضخم المبدئي إلى مستوى أعلى من المستهدف وانخفاض مصداقية السياسات (الشكل البياني ٣-١٥، اللوحات اليمنى). وكما هو متوقع، ينبغي إصدار استجابة فورية قوية من خلال أسعار الفائدة من أجل إعادة التضخم إلى المسار المستهدف، حيث ترتفع إلى ١٤٪، وهو ارتفاع أكبر بكثير من ارتفاع معدلات التضخم. وينبغي أيضا أن تظل أسعار الفائدة على ارتفاعها لمدة أطول، وأن تكون فجوة الناتج السالبة أكثر استمرارية. وعلى ذلك، فحتى إذا أصدرت السياسة استجابة ملائمة، يؤدي اقتران صدمة العرض التضخمية بانخفاض مستوى المصدقية إلى فترة من الركود التضخمي. وعلى سبيل المقارنة، إذا كان مستوى المصدقية أعلى، يمكن إعادة التضخم إلى المسار المستهدف بإصدار استجابة أقل شدة على مستوى أسعار الفائدة وتكلفة أقل للناتج (الشكل البياني ٣-١٥، اللوحات اليسرى). وفي المقابل، ففي حالة حدوث صدمة انكماشية مواتية على صعيد العرض من الأمثل تخفيض التضخم على مدار فترة زمنية أقصر، حيث تؤدي مكاسب المصدقية التي تتحقق بسرعة أكبر إلى الحد من تكاليف تخفيض التضخم التي يتحملها الناتج.

### صدمة العرض مع تأخر استجابات السياسة النقدية

يفترض في عملية المحاكاة الأخيرة تأخر السياسة النقدية عن الركب. فعلى وجه التحديد، تستبعد السياسة المثلى طوال ربيعي سنة باتخاذ قرار لتثبيت أسعار الفائدة في مواجهة صدمة تضخمية على جانب العرض. وفي حالة التضخم المبدئي المواكب للمعدل المستهدف والمصحوب بارتفاع مستوى مصداقية السياسة، لا تتغير الصورة جوهريا عن المسار المتسق مع المسارات المثلى التي نوقشت آنفا (الشكل البياني ٣-١٦، اللوحات اليسرى). غير أن التأخر يعني وجوب ارتفاع سعر الفائدة بنسبة أكبر من المنتظر في الأحوال الأخرى. وعلى العكس من ذلك،



ففي حالة التضخم المبدئي المفرط المصحوب بانخفاض مستوى المصادقية، يؤدي التأخير في رفع أسعار الفائدة كاستجابة لحدوث صدمة عرض سلبية في اتجاه التضخم نحو الارتفاع المتواصل وبقائه بشكل مزمّن عند مستوى أعلى من الهدف طويل الأجل. ويعنى ضعف المصادقية أن إعادة التضخم إلى المسار المستهدف تتطلب رفع أسعار الفائدة بمعدلات أكبر بكثير واستمرار فجوة الناتج السالبة لفترات أطول.<sup>٤٣</sup> وفي الوقت ذاته، يطول أمد النطاق الزمني لتثبيت التضخم مما يزيد من مخاطر احتمال مواجهة صدمات معاكسة على جانب العرض مستقبلاً.

وإذا أدت صدمة العرض السالبة إلى ظهور اتجاه صعودي في أسعار السلع الأولية بدلا من حدوث ارتفاع مزمّن مرة واحدة في الأسعار، فسوف يؤدي ذلك إلى تزايد تحديات السياسة النقدية المصاحبة لانخفاض المصادقية والضغط التضخمي القائمة. وهناك عمليات محاكاة (غير واردة) تأخذ في اعتبارها حدوث ارتفاع أكثر استمراراً في أسعار السلع الأولية ويتبين من خلالها أن هذه الصدمات تتطلب إصدار السياسة النقدية لاستجابات أقوى. وستكون التكاليف الناجمة عن التأخر عن الركب أعلى عند مواجهة هذه الصدمة على جانب العرض.

وخلاصة القول، تؤكد نتائج عمليات المحاكاة الأهمية البالغة التي تعلق على مصادقية السياسة النقدية. فعند انخفاض مستوى المصادقية، تزداد صعوبة المفاضلة بين التضخم والناتج على المدى القصير، مما يعني أن سعر الفائدة على أدوات السياسة النقدية يجب أن يرتفع بقوة أكبر استجابة لصدمة العرض المعاكسة ذات الآثار غير المباشرة. ويمكن أن تؤدي الإجراءات أو فترات التأخير غير الملائمة إلى تفويض المصادقية بسرعة وجعل تحقيق استقرار الأسعار أكثر صعوبة.

### الخلاصة والاستنتاجات

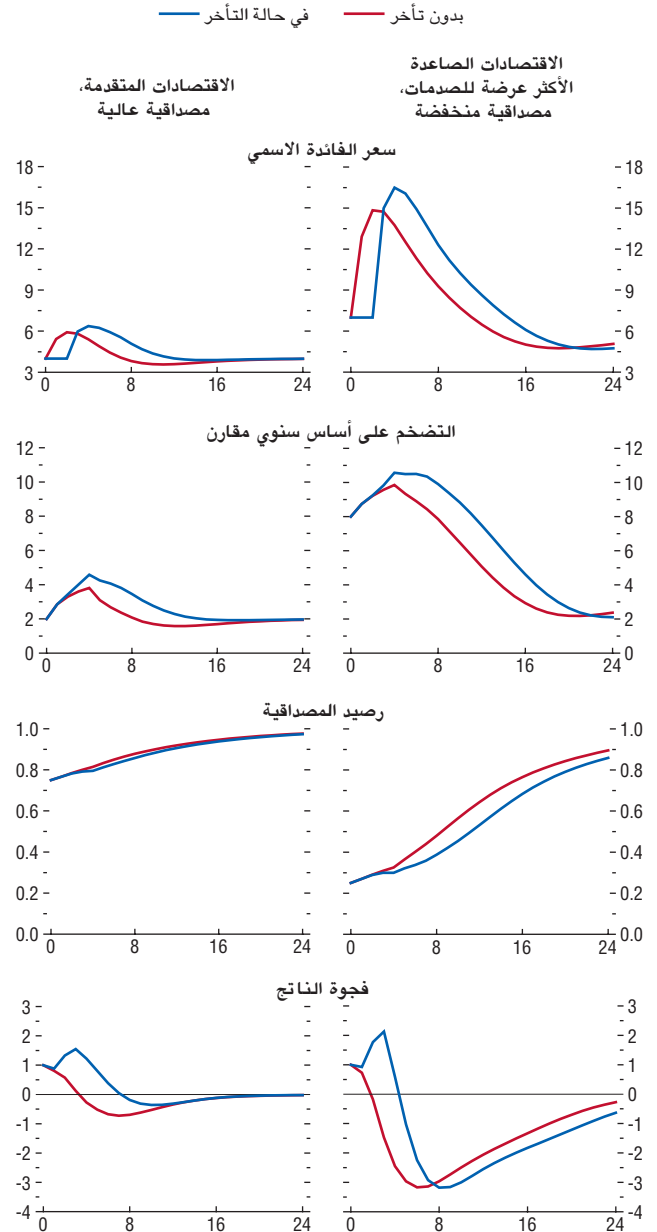
تعرض الاقتصاد العالمي لطفرة في أسعار السلع الأولية هي الأوسع نطاقاً والأكثر استمرارية منذ أوائل سبعينات القرن الماضي. وكان المحرك الأساسي وراء هذه الطفرة هو التفاعل بين النمو العالمي القوي ونقص الطاقة الفائضة على أساس قطاعي وانخفاض المخزونات

<sup>٤٣</sup> تدعم التجربة التاريخية هذه النتيجة. فعلى سبيل المثال، ارتفعت أسعار الفائدة قصيرة الأجل كثيراً في الولايات المتحدة وكندا وأكثر من ٢٠٪ في مطلع ثمانينات القرن الماضي، وذلك بعد اعتماد الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الكندي لسياسات مكافحة التضخم.

### الشكل البياني ٣-١٦: التكاليف المحتملة لتأخر ارتفاع أسعار الفائدة

(٪: أربع السنة على المحور السيني)

ينطوي تأخر استجابة السياسة النقدية تجاه صدمات العرض المعاكسة على أنه يتعين زيادة رفع أسعار الفائدة في النهاية لإعادة التضخم إلى الهدف، مع احتمال حدوث اضطرابات في بناء المصادقية.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

بسبب ارتفاع التضخم الأساسي وكذلك التضخم الكلي مؤخرًا في بعض هذه الاقتصادات. وعلى الرغم من تقلص مخاطر التضخم في الاقتصادات المتقدمة بفضل التأثير الانكماشى للاضطرابات المالية، فإن هذه البلدان قد لا تكون في مأمن من مخاطر التضخم. ونظرًا لارتفاع حجم صدمات أسعار السلع الأولية الأخيرة واستمرارها لفترات أطول مقارنة بما كانت عليه أثناء الفترة المستخدمة في التحليل، فربما اتخذ الانتقال الفعلي للتغيرات اتجاهها صعوديًا على نحو باعث للدهشة، ما لم ترتفع حدة التباطؤ العالمي.

وهناك دلائل متنامية على أن السياسة النقدية لم تصدر بعد استجابة كافية تجاه مخاطر تصاعد التضخم في بعض الاقتصادات الصاعدة والنامية. ويشوب البطء أسعار الفائدة الحقيقية على أدوات السياسة النقدية في كثير من هذه الاقتصادات، حتى في مواجهة معدلات النمو القوية، وزيادات التضخم الأساسي مؤخرًا، والارتفاع النسبي لمخاطر حدوث آثار غير مباشرة بسبب الارتفاعات الأخيرة في أسعار السلع الأولية. ويعزى ذلك جزئيًا في بعض البلدان إلى القيود المرتبطة بأسعار الصرف على السياسة النقدية والتي جاءت في بعض الاقتصادات المستوردة لموقف السياسة النقدية التوسعي للولايات المتحدة. وحيث إنه لم يتم تشديد السياسات النقدية بقدر يكفي لاحتواء الطلب المحلي القوي، فربما أدى ذلك بدوره مؤخرًا إلى ممارسة مزيد من الضغوط على أسعار السلع الأولية الدولية.

ومثلما جاء في نتائج المحاكاة التي أجراها هذا الفصل، يمكن أن يؤدي التأخر في الاستجابة لتصاعد التضخم إلى تراجع مصداقية السياسة النقدية، لا سيما إذا لم تكن التوقعات التضخمية مستندة إلى ركائز ثابتة — ويشير الفصل إلى أن هذا هو الوضع في كثير من الاقتصادات الصاعدة. ونتيجة لذلك، ربما تنشأ الحاجة في نهاية المطاف إلى إصدار استجابات أقوى من جانب السياسة النقدية لإعادة التضخم إلى المسار المستهدف، وتترتب على ذلك تكاليف أعلى يتحملها الناتج مقارنة بالتكاليف في حالة استجابة السياسة النقدية في الوقت المناسب. وتتعرّز هذه الديناميكية بوجه عام بسبب ارتفاع مستويات التضخم المبدئي أو الضغوط التضخمية الناجمة عن تشديد القيود على الطاقة الإنتاجية. وفي نفس الوقت، فحتى في حالة إصدار الاستجابة في الوقت المناسب، فإن الوقت اللازم لخفض التضخم سيكون على الأرجح أطول في حالة انخفاض مصداقية السياسة النقدية، الأمر الذي يجعل الاقتصاد أكثر عرضة لصدمات العرض المعاكسة في المستقبل. ويلقي ذلك الضوء على

منذ بداية الطفرة السعرية، وبطء استجابة العرض. وإضافة إلى ذلك، أسهمت العوامل ذات الخصوصية السلعية في طفرة أسعار الغذاء مؤخرًا، بما في ذلك الطلب المتعلق بإنتاج الوقود الحيوي، والانقطاعات في إمدادات المحاصيل الرئيسية، والقيود على التجارة. وأدت روابط الأسعار بين السلع إلى زيادة الزخم السعري، مع انتشار الارتفاع المستمر في أسعار الطاقة لينتقل إلى أسعار الغذاء. وفي المقابل، لم يكن للدور المتزايد الذي تؤديه أسعار السلع الأولية كأصول مالية بديلة تأثير يذكر على الأسعار في النظام ككل، رغم إمكانية تأثير التحولات في مشاعر السوق على ديناميكية الأسعار في الأجل القصير، كما يمكن للمتغيرات المالية كأسعار الفائدة أن تؤثر على الأسعار من خلال تأثيرها على العرض والطلب الفعليين. وتشير التطورات الأخيرة إلى أن بعض العوامل الدافعة للانتعاش الحالية تبدو آيلة إلى الزوال. وبالفعل حدث بعض الانخفاض في أسعار السلع الأولية بسبب احتمالات تباطؤ النمو العالمي في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ — وحل كاستجابة جزئية لارتفاع أسعار السلع الأولية — وحل مشكلة القيود على عرض المحاصيل الزراعية الرئيسية بفعل الأحوال الجوية هذا العام، وزيادة المعروض النفطي. غير أنه من المرجح أن تظل القيود على العرض ومستويات المخزونات المنخفضة قائمة لبعض الوقت، وأن يظل زخم نمو الطلب في الاقتصادات الصاعدة الكبيرة قويًا. ويعتمد مدى حدوث أي انخفاض آخر في الأسعار على التوازن بين عوامل العرض والنمو العالمي، مع وجود مجال كبير للتقلب السعري.

وما لم يحدث هبوط حاد في أسعار السلع الأولية، سوف تظل مخاطر التضخم عالية لبعض الوقت. ولا يزال التكيف جاريًا مع طفرة أسعار السلع الأولية في كثير من الاقتصادات، كما لا تزال هناك تحديات قائمة متمثلة في تحمل هذه التغيرات في الأسعار النسبية بدون حدوث آثار غير مباشرة، أي بدون انتقال آثارها إلى التضخم الأساسي.

وتشير النتائج التجريبية في هذا الفصل إلى انتقال التغيرات في أسعار الغذاء والوقود إلى التضخم الأساسي والتوقعات التضخمية إلى أن مخاطر حدوث آثار غير مباشرة تعتمد كثيرًا على مصداقية السياسة النقدية وقدرتها على تثبيت التوقعات وعلى الوزن الترجيحي للسلع الأولية، لا سيما الغذاء، في الإنفاق النهائي. وتتنبأ الاقتصادات الصاعدة والنامية مرتبة منخفضة في هذه الجوانب، ومن ثم يواجه عدد منها مخاطر أكبر، رغم بعض التوازن الذي يتحقق بفضل أسواق العمل الأكثر مرونة بوجه عام. وتتأكد هذه المخاوف من مواجهة مخاطر

أهمية صدور استجابة كافية من جانب السياسة النقدية تجاه ارتفاع التضخم المشاهد في أعقاب طفرات أسعار السلع الأولية في الآونة الأخيرة، لا سيما وأن معدلات التضخم الحالية مرتفعة بالفعل ("أعلى" من المستهدف) وذلك لأسباب أخرى من أبرزها فورة النشاط الاقتصادي، كما أن مصداقية السياسة النقدية منخفضة.

### الملحق ٣-١: التطورات الأخيرة في أسواق السلع الأولية

المؤلفة الرئيسية لهذا الملحق هي فاليري ميرسر-بلاكمان، بمساهمة من تو-نيو داو، ونيشا إربيل.

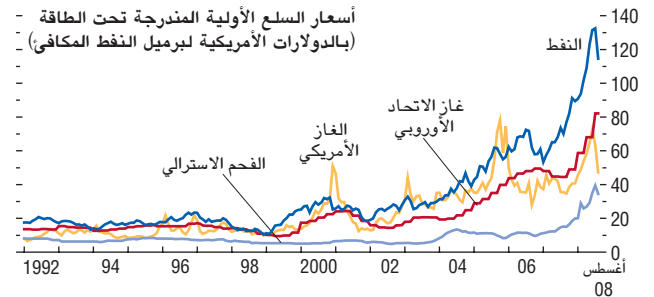
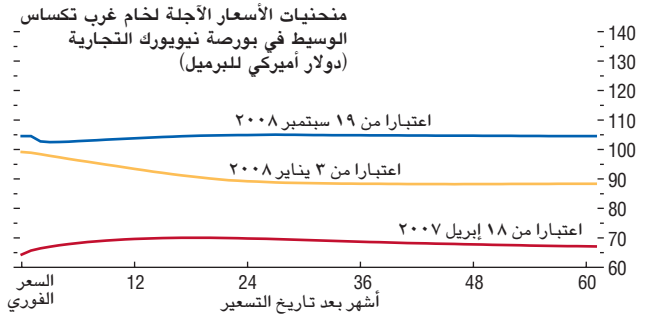
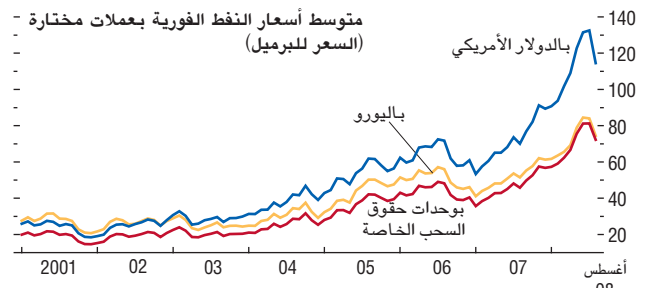
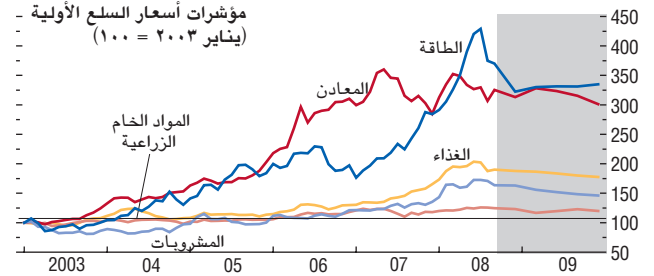
ارتفعت أسعار السلع الأولية بواقع ٣٣٪ خلال الستة شهور الأولى لعام ٢٠٠٨، يتصدرها ارتفاع أسعار الوقود قبل أن تشهد تراجعاً في الربع الثالث من العام. وواصلت أسعار النفط ارتفاعها السريع طوال معظم هذه الفترة، وظلت مستوياتها عالية بالمعايير التاريخية رغم حدوث بعض الانخفاض في الآونة الأخيرة. وشهدت أسعار الغذاء طفرة في الربع الأول من عام ٢٠٠٨، يتصدرها القمح والأرز، ولكنها استقرت بعد ذلك حيث بدأت أسعار هذين النوعين من الحبوب في الانخفاض. ولم تشهد أسعار المواد الخام الزراعية والمشروبات سوى زيادة طفيفة بوجه عام، بينما كانت أسعار المعادن الأساسية مستقرة إلى حد كبير (الشكل البياني ٣-١٧، اللوحة العليا).

### أسعار الوقود تنصدر الطفرة

وصلت أسعار النفط إلى أعلى مستوياتها القياسية (بالقيمة الاسمية والحقيقية على السواء) فسجلت ١٤٣ دولاراً للبرميل في ١١ يوليو، ثم تراجعت إلى أعلى قليلاً من ١٠٠ دولار في منتصف شهر سبتمبر.<sup>٤٤</sup> كذلك بلغت أسعار النفط باليورو أعلى مستوياتها، وإن كان أقل من الارتفاع بالدولار بواقع ٢٤ نقطة مئوية أثناء الستة شهور الأولى من عام ٢٠٠٨ (الشكل البياني ٣-١٧، اللوحة الثانية).

وبالرغم من الارتفاع الطفيف في مخزونات بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي للتغطية الآجلة مقارنة بأقل مستوياتها في أواخر عام ٢٠٠٧، فقد ظلت عند مستويات منخفضة نسبياً في النصف الأول

### الشكل البياني ٣-١٧: أسعار السلع الأولية والنفط

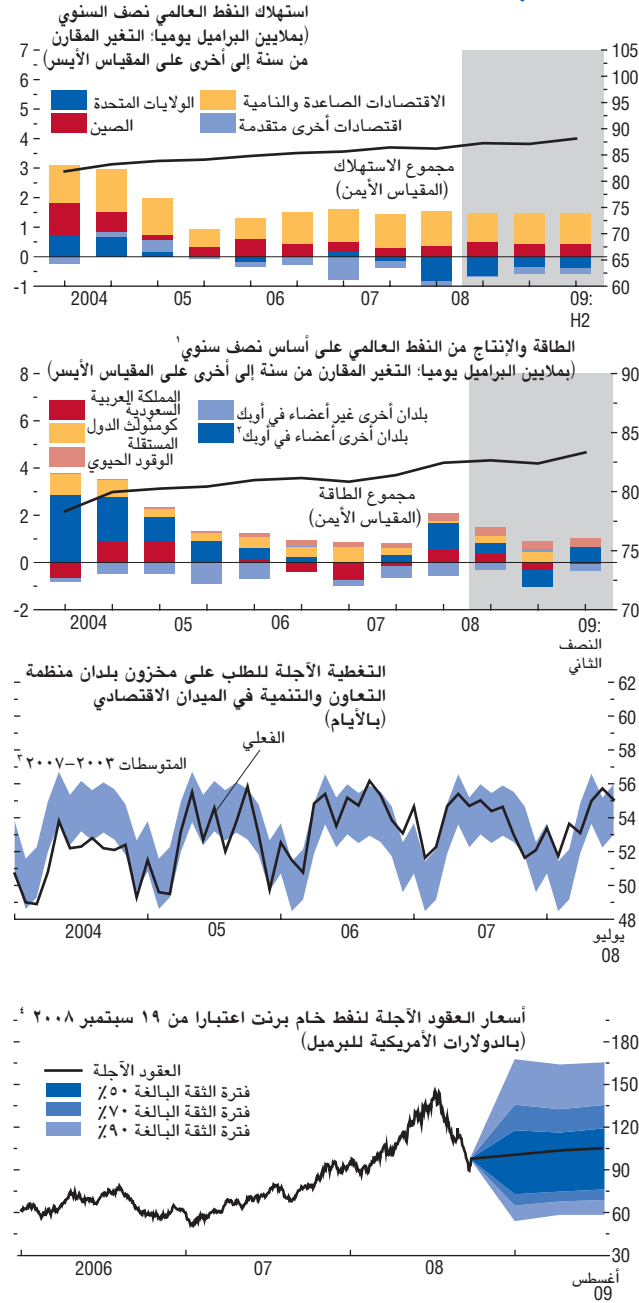


المصادر: نشرة Bloomberg Financial Markets؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٤٤</sup> ما لم يُذكر خلاف ذلك، تشير أسعار النفط إلى متوسط أسعار النفط الفورية لصندوق النقد الدولي، وهي متوسط بسيط لأسعار غرب تكساس الوسيط وخام برنت المورخ، ودبي الفاتح.

## الملحق ٣-١: التطورات الأخيرة في أسواق السلع الأولية

### الشكل البياني ٣-١٨: أرصدة أسواق النفط العالمية وأسعار النفط الآجلة



المصادر: نشرة Bloomberg Financial Markets؛ والوكالة الدولية للطاقة؛ والوكالة الأمريكية لمعلومات الطاقة؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ أوك هي منظمة البلدان المصدرة للنفط.  
 ٢ تشمل الغاز الطبيعي المسال لدى أوك.  
 ٣ يستند النطاق إلى المتوسطات لكل شهر تقويمي خلال الفترة من ٢٠٠٣-٢٠٠٧ وفترة ثقة تبلغ ٤٠٪ استنادا إلى الانحرافات أثناء هذه الفترة.  
 ٤ من عقود الخيار المستقبلية.

من عام ٢٠٠٨. ومن ثم حدث تحول في منحني أسعار العقود المستقبلية من زيادة سعر التسليم الفوري في الربع الأول من العام إلى زيادة سعر التسليم الآجل على نحو شديد الاعتدال في الأسابيع الأخيرة، ويرجع السبب في ذلك أيضا إلى تراجع أوضاع السوق بقدر كبير مؤخرا، فاقترنت عدة عوامل محفزة لزيادة تكوين المخزون في الأجل القريب (الشكل البياني ٣-١٧، اللوحة الثالثة). ومع هذا، هيمنت التحولات في منحني العقود المستقبلية على التحركات على امتداد المنحني من حيث الأحجام، وخاصة في منتصف شهر سبتمبر، حينما انتقلت آثار التقلبات الكبيرة في الأسواق المالية إلى أسواق النفط.

وارتفعت أسعار الديزل بوتيرة أسرع كثيرا من أسعار البنزين مما يعكس نمو الطلب بقوة على هذا المنتج مقارنة بطاقة التكرير العالمية. ونتيجة لذلك، كانت هوامش تكرير الديزل أعلى كثيرا بوجه عام من البنزين رغم ارتفاع فرق السعر على تكسير البنزين بصورة فجائية ومؤقتة في منتصف شهر سبتمبر بسبب الانقطاع المؤقت في عمليات التكرير نتيجة للأعاصير. واتبعت أسعار منتجات الوقود الأخرى مسار أسعار النفط الخام وإن كان بفواصل زمني (الشكل البياني ٣-١٧، اللوحة السفلى). وارتفعت أسعار الفحم على وجه الخصوص بواقع ٧٠٪ خلال الستة شهور الأولى من عام ٢٠٠٨، مسجلة أعلى زيادة بين جميع منتجات الطاقة. وجاء ذلك انعكاسا للعوامل قصيرة الأجل (مثل الانقطاعات في الإمداد في مطلع هذا العام)، والاختناقات في موانئ الشحن الرئيسية، والاستعاضة التدريجية عن نفط الوقود عالي التكلفة بالفحم في توليد الطاقة.

وتراجع الاستهلاك العالمي للنفط تراجعا طفيفا بعد مرور سبع سنوات متتالية من ارتفاع الأسعار، فسجل زيادة بلغت نحو ٠,٧ مليون برميل يوميا في النصف الأول من عام ٢٠٠٨ (على أساس سنوي مقارن) مقارنة بالزيادة التي بلغت مليون برميل يوميا خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧. وانخفض الاستهلاك في البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بواقع مليون برميل يوميا يوميا أثناء هذه الفترة، وجاء ذلك بصفة أساسية في الولايات المتحدة، ولكنه ارتفع بواقع ١,٥ مليون برميل يوميا في البلدان غير الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي يتصدرها كل من الصين والشرق الأوسط وأمريكا اللاتينية (الجدول ٣-٣، والشكل البياني ٣-١٨، اللوحة العليا). وعلى مستوى المنتجات المختلفة، شهد الطلب على الوقود المستخدم في وسائل النقل (البنزين والديزل) أعلى مستويات النمو بدافع من تزايد ملكية المركبات في الاقتصادات الصاعدة والنامية في ظل

## الفصل ٣ هل عاد التضخم من جديد؟ أسعار السلع الأولية وتضخم الأسعار

### الجدول ٣-٣: الطلب على النفط وإنتاجه على المستوى العالمي حسب المنطقة

(بملايين البراميل يوميا)

		التغير % على أساس سنوي مقارن										
٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٦	
النصف الأول	النصف الثاني	توقعات	٢٠٠٧	٢٠٠٦	النصف الأول	النصف الثاني	توقعات	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٦	
<b>الطلب</b>												
منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي												
١,٩-	٠,٦-	١,٠-	١,٣-	٠,٨-	٠,٥-	٤٨,١	٤٩,٣	٤٩,٠	٤٨,٤	٤٩,٢	٤٩,٦	
أمريكا الشمالية												
٣,٤-	٠,٢-	١,١	٢,٦-	٠,٥	٠,٦-	٢٤,٨	٢٥,٥	٢٥,٥	٢٤,٨	٢٥,٥	٢٥,٤	
منها:												
الولايات المتحدة												
٣,٩	٠,٨	٠,٨	٣,٥-	٠,٠	٠,٥-	٢٠,٢	٢٢,٠	٢١,١	٢٠,٣	٢١,٠	٢١,٠	
أوروبا												
٠,٤-	١,٢-	٣,٦-	٠,٤-	٢,٤-	٠,١	١٥,٠	١٥,٥	١٥,١	١٥,٢	١٥,٣	١٥,٧	
المحيط الهادئ												
٠,٩	٠,٨-	٢,٤-	١,١	١,٦-	١,٤-	٨,٥	٨,٣	٨,٤	٨,٤	٨,٣	٨,٥	
بلدان غير أعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي												
٤,٠	٣,٩	٣,٧	٣,٨	٣,٨	٤,٠	٣٨,٢	٣٧,١	٣٦,٦	٣٨,٣	٣٦,٩	٣٥,٥	
منها:												
الصين												
٤,٩	٤,٣	٤,٨	٥,٦	٤,٦	٧,٨	٧,٩	٧,٦	٧,٥	٨,٠	٧,٥	٧,٢	
بلدان آسيوية أخرى												
٣,٦	٣,٥	٢,٢	٢,٤	٢,٨	٢,٣	٩,٦	٩,٢	٩,٣	٩,٥	٩,٣	٩,٠	
الاتحاد السوفيتي السابق												
٢,٢	١,٣	٢,١	٢,٥	١,٧	٣,٤	٤,١	٤,٢	٤,٠	٤,٢	٤,١	٤,١	
الشرق الأوسط												
٦,٠	٤,٠	٥,٥	٥,٩	٤,٧	٤,٠	٦,٨	٦,٦	٦,٥	٦,٩	٦,٥	٦,٢	
إفريقيا												
٢,٢	٤,٧	٣,٠	١,٧	٣,٩	٠,٩	٣,٢	٣,١	٣,١	٣,١	٣,١	٣,٠	
أمريكا اللاتينية												
٤,٧	٥,٧	٤,٨	٤,٣	٥,٢	٤,٦	٥,٨	٥,٧	٥,٥	٥,٩	٥,٦	٥,٣	
العالم												
٠,٧	١,٣	١,٠	٠,٨	١,١	١,٣	٨٦,٢	٨٦,٥	٨٥,٧	٨٦,٨	٨٦,١	٨٥,١	
<b>الإنتاج</b>												
منظمة أوبك (الأعضاء الحاليون) <sup>١</sup>												
٤,٧	٠,٢	٢,١-		٠,٩-	٠,٨	٣٧,٢	٣٦,٤	٣٥,٥		٣٥,٩	٣٦,٣	
منهم:												
المملكة العربية السعودية												
٥,٦	١,٨-	٧,٠-		٤,٤-	١,٥-	١٠,٤	١٠,١	٩,٩		١٠,٠	١٠,٤	
نيجيريا												
٨,٢-	٥,١-	٤,٤-		٤,٨-	٥,٢-	٢,١	٢,٤	٢,٣		٢,٢	٢,٥	
فنزويلا												
٠,٧-	٥,٩-	٩,٦-		٧,٨-	٥,٨-	٢,٦	٢,٦	٢,٦		٢,٦	٢,٨	
العراق												
٢٣,٩	١٤,٣	٥,٣		٩,٩	٤,٩	٢,٤	٢,٢	٢,٠		٢,١	١,٩	
بلدان غير أعضاء في أوبك												
٠,٢-	٠,١	١,٦	٠,٦	٠,٩	١,١	٤٩,٧	٤٩,٤	٤٩,٨	٤٩,٩	٤٩,٦	٤٩,٢	
منها:												
أمريكا الشمالية												
١,٠	٠,٤-	٠,٣-	١,٦-	٠,٤	٠,٦	١٤,٢	١٤,١	١٤,١	١٤,١	١٤,٢	١٤,٣	
بحر الشمال												
٥,٥-	٤,٤-	٥,٦-	٦,٦-	٥,٠-	٧,٦-	٤,٤	٤,٥	٤,٧	٤,٣	٤,٦	٤,٨	
روسيا												
٠,٨-	١,٦	٣,٢	٠,٥-	٢,٤	٢,٢	١٠,٠	١٠,١	١٠,١	١٠,٠	١٠,١	٩,٨	
بلدان الاتحاد السوفيتي السابق												
٦,٥	٧,٥	١٦,٩	٨,٤	١٢,٠	١١,١	٢,٩	٢,٧	٢,٧	٢,٩	٢,٧	٢,٤	
الأخرى												
٠,٤-	٠,٢-	٢,٣	٣,٥	٠,٤	٢,٣	١٨,٣	١٨,٠	١٨,٣	١٨,٦	١٧,٩	١٧,٩	
بلدان أخرى غير أعضاء في أوبك												
١,٩	٠,٢	٠,٠		٠,١	١,٠	٨٦,٩	٨٥,٨	٨٥,٤		٨٥,٦	٨٥,٥	
العالم												
						٠,٧-	٠,٧	٠,٣		٠,٥	٠,٤-	
<b>صافي الطلب<sup>٢</sup></b>												

المصادر: الوكالة الدولية للطاقة، تقرير *Oil Market Report* (September 2008) وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تشمل أنغولا (تخضع لنظام الحصص منذ يناير ٢٠٠٧) وإكوادور (انضمت مرة أخرى إلى منظمة أوبك في نوفمبر ٢٠٠٧، بعد توقف عضويتها من ديسمبر ١٩٩٢ حتى أكتوبر ٢٠٠٧).  
<sup>٢</sup> صافي الطلب هو الفرق بين الطلب والإنتاج. ويشمل فرقا إحصائيا. وتشير القيمة الموجبة إلى ضيق أرصدة السوق.

١٥ عاما على الأقل — ويواصل الانخفاض حتى الوقت الحاضر، وفقا للبيانات المبدئية، كانعكاس لضيق الدخل في ظل تراجع النشاط الاقتصادي، وكاستجابة متزايدة على جانب الطلب تجاه واحدة من أكثر نوبات ارتفاع أسعار البنزين حدة في تاريخ الولايات المتحدة مؤخرا. وارتفع إنتاج النفط بواقع ١,٦ مليون برميل يوميا خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨، حيث ارتفع إنتاج منظمة أوبك بواقع ١,٧ مليون برميل يوميا (على أساس سنوي مقارن)،

استمرار دعم الوقود والضوابط على الأسعار.<sup>٤٥</sup> ومع هذا، انخفض استهلاك البنزين في الولايات المتحدة بواقع ١,٧٪ في النصف الأول من عام ٢٠٠٨ — وهو أول انخفاض في

<sup>٤٥</sup> تزايد العبء على المالية العامة بسبب دعم الوقود في كثير من الاقتصادات نتيجة لمحدودية انتقال التغيرات في أسعار الوقود. وفي واقع الأمر قامت البلدان الرئيسية المستوردة لمنتجات الوقود مثل جمهورية إيران الإسلامية وماليزيا وباكستان برفع الأسعار المحلية بنحو ٢٠٪ كرد فعل تجاه هذا العبء المتزايد.

الثقة البالغة ٩٠٪ لأسعار النفط حتي نهاية عام ٢٠٠٨ تتراوح بين نحو ٦٠ دولارا للبرميل وأكثر من ١٦٥ دولارا للبرميل، أي أنه نطاق أوسع كثيرا مما يشاهد في المعتاد.

### ارتفاع أسعار الغذاء بدافع من المحاصيل الرئيسية

تصاعدت أسعار الحبوب والزيوت النباتية بصورة حادة في النصف الأول من عام ٢٠٠٨ في ظل القيود التجارية وتراجع الإمدادات، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع مؤشر أسعار المواد الغذائية لصندوق النقد الدولي بمقدار ٢٣٪ خلال الستة شهور الأولى من عام ٢٠٠٨. ووصلت أسعار القمح إلى مستويات اسمية قياسية في أوائل شهر مارس هذا العام على أثر ضعف المحاصيل بسبب الجفاف في عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧، لكنها بدأت تتراجع منذ ذلك الوقت حيث أدى تحسن الأحوال الجوية إلى وفرة المحصول هذا العام. وبدأت أسعار الأرز ترتفع في أواخر عام ٢٠٠٧، حيث تحول المستهلكون في الاقتصادات النامية من القمح والذرة نظرا لارتفاع أسعارهما إلى الأرز الأقل سعرا. وتسارعت وتيرة الزيادات السعرية في مطلع عام ٢٠٠٨ حينما بدأت البلدان المصدرة الرئيسية تفرض حظرا تجاريا (الشكل البياني ٣-١٩، اللوحة العليا).<sup>٤٦</sup>

وظلت أسعار الذرة وفول الصويا مرتفعة حتى الآن في عام ٢٠٠٨، مع حدوث ارتفاع حاد لم يدم طويلا في شهر يونيو، حينما أدت الفيضانات التي اجتاحت منطقة الغرب الأوسط في الولايات المتحدة (أكبر المناطق المنتجة في العالم) إلى إثارة مخاوف من أن تلحق الأضرار بالمحصول. كذلك ارتفعت أسعار منتجات زراعية أخرى، ولكن بصورة تدريجية، ويرجع السبب في ذلك جزئيا إلى بقاء الإمدادات والمخزون عند مستويات أكثر مدعاة للارتياح حتى الآن. وارتفعت أسعار اللحوم والدواجن بسبب ارتفاع تكاليف علف الحيوان. ويتوقع أن تظل أسعار الغذاء عالية نظرا لاستمرار الضغوط على الطلب، خاصة الطلب على الإيثانول المستخرج من الذرة. وحدث تحول محدود من زراعة الأراضي بالذرة إلى زراعة القمح وفول الصويا على الهامش كرد فعل تجاه التحركات النسبية في الأسعار، ويتوقع انخفاض إنتاج الذرة قليلا في عام ٢٠٠٩ مقارنة بعام ٢٠٠٨ (الشكل البياني ٣-١٩، اللوحة الثانية). فضلا على ذلك، سيزداد تأثير ارتفاع أسعار النفط على تكاليف الإنتاج الزراعي في السنوات القادمة، وخاصة من خلال التأثير على ارتفاع أسعار الأسمدة.

### استقرار أسعار المعادن

تسهم الاتجاهات المتفاوتة للأساسيات الاقتصادية في تفسير التنوع الكبير في أداء أسواق المعادن الأساسية

<sup>٤٦</sup> يُستهلك معظم محصول الأرز محليا، وتمثل حصة التجارة العالمية جزءا صغيرا جدا مقارنة بالاستهلاك (وتحصل أكبر البلدان المستوردة على الجزء الأكبر من الأرز من مصدر واحد أو مصدرين للإنتاج فقط).

ويرجع ذلك في جانب منه إلى القرار الذي اتخذته المنظمة في شهر سبتمبر ٢٠٠٧ برفع الإنتاج اعتبارا من شهر نوفمبر ٢٠٠٧. وفي نطاق منظمة أوبك، ازداد الإنتاج في المملكة العربية السعودية (مما أدى إلى ارتفاع الإنتاج عن مستوى الحصة المقررة في سبتمبر ٢٠٠٧)، وتصاعدت صادرات إيران، وانتعش الإنتاج في العراق مما أسهم في موازنة آثار خسائر الناتج في نيجيريا (بسبب الهجمات المستمرة على مرافق الإنتاج) وتباطؤ الإنتاج في فنزويلا أو تجاوزهها. وفي المقابل، انخفض إمداد النفط الخام من الدول غير الأعضاء في منظمة أوبك بواقع ٠.١ مليون برميل يوميا، ويرجع ذلك في الغالب إلى الانخفاض غير المتوقع في إنتاج روسيا وتناقص إنتاج الحقول في بحر الشمال والمكسيك. فضلا على ذلك، استفاد إمداد الوقود السائل من الزيادات الكبيرة في إنتاج الغاز الطبيعي المسال في البلدان الأعضاء في منظمة أوبك (ولا يخضع إنتاجه لنظام الحصص) والوقود الحيوي، الذي أسهم بربع صافي الزيادة في العرض أثناء النصف الأول من عام ٢٠٠٨ (الشكل البياني ٣-١٨، اللوحة الثانية).

وربما شهد المستقبل القريب مزيدا من تراجع الأوضاع في أسواق النفط. وتشير تنبؤات الوكالة الدولية للطاقة المعدة على أساس سنوي إلى انخفاض نمو الطلب العالمي إلى ٠.٨ مليون برميل يوميا في عام ٢٠٠٨ و ٠.٧ مليون برميل يوميا عام ٢٠٠٩، مقابل ١.١ مليون برميل يوميا عام ٢٠٠٧. ويتوقع تصاعد عرض البلدان غير الأعضاء في منظمة أوبك بمقدار ١.٢ مليون برميل يوميا في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ (مقارنة بنفس الفترة في السنة السابقة)، وذلك قبل انخفاضه تدريجيا مرة أخرى في عام ٢٠٠٩. ومن شأن استكمال عدد كبير من المشروعات الجديدة، خاصة في المملكة العربية السعودية، أن يؤدي إلى رفع مستويات الطاقة الفائضة لمنظمة أوبك بصورة مؤقتة. ومع هذا، فقد لا يستمر هذا التراجع طويلا. وأشارت المنظمة الدولية للطاقة في تقرير أسواق النفط في الأجل المتوسط (Medium-Term Oil Market Report) الصادر مؤخرا، إلى توقع انخفاض الطاقة الفائضة لمنظمة أوبك (كحصة من الاستهلاك العالمي) بحلول عام ٢٠١٢ إلى أقل من مستويات عام ٢٠٠٨، مع تعافي الطلب من جانب بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي في السنوات اللاحقة واستمرار محدودية نمو العرض (ويرجع ذلك جزئيا إلى ارتفاع معدلات التناقص في إنتاج الحقول).

وفي ظل التيسير المحدود لأوضاع السوق، على الأقل حتى نهاية عام ٢٠٠٩، ولكن مع استمرار الانخفاض في المخزونات والطاقة الفائضة، يتوقع استمرار الارتفاع في الأسعار وإن كان أقل من مستويات الذروة التي بلغت مؤخرا. وتشير أسعار عقود الخيار المستقبلية للنفط إلى وجود قدر أكبر من عدم اليقين بشأن الاحتمالات المتوقعة للأسعار مقارنة بالسنوات الأخيرة. وكما يتبين من الرسم المروحي (الشكل البياني ٣-١٨، اللوحة السفلى)، فإن فترة

طوال عام ٢٠٠٨ حتى هذا الوقت. فازدادت أسعار خام الحديد<sup>٤٧</sup> بمقدار ٦٦٪، وانتعشت أسعار النحاس والألومنيوم بواقع ١٧٪ و ٢١٪، على التوالي، لكن انخفضت أسعار الزنك والنيكل انخفاضا حادا. وبينما تراجع الطلب على النحاس والألومنيوم، وهما متداولان تجاريا على نطاق أوسع من المعادن الأخرى، فقد تأثر العرض في البلدان الرئيسية المنتجة لهما (شيلي والصين وجنوب إفريقيا) على نحو معاكس بسبب حالات انقطاع الكهرباء المفاجئة. وفي المقابل، انتعشت مستويات المخزون من الزنك والنيكل في بورصة لندن للمعادن في ظل انخفاض الطلب وارتفاع الإنتاج (الشكل البياني ٣-٣، اللوحة الثالثة).

وبالنظر إلى المستقبل، ينبغي لأسعار المعادن الأساسية أن تنخفض في عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩، حيث يتوقع تراجع نمو الطلب مع تباطؤ الإنتاج الصناعي العالمي وانتهاء أعمال الإنشاءات المتزايدة للإعداد لدورة الألعاب الأولمبية في الصين (الشكل البياني ٣-٣، اللوحة السفلى). ومع هذا، يُرجح أن يؤدي استمرار المشكلات على جانب العرض إلى ضيق الموازين أسواق النحاس والألومنيوم لبعض الوقت.

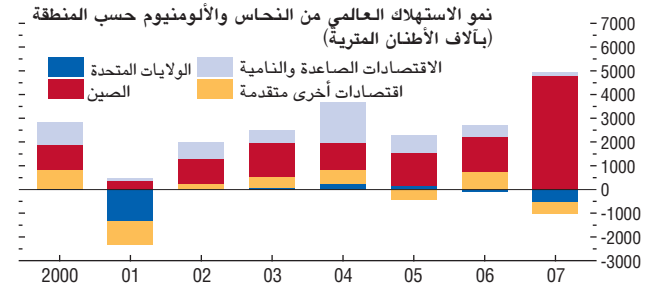
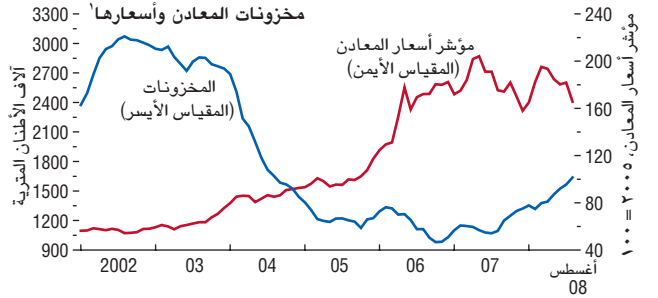
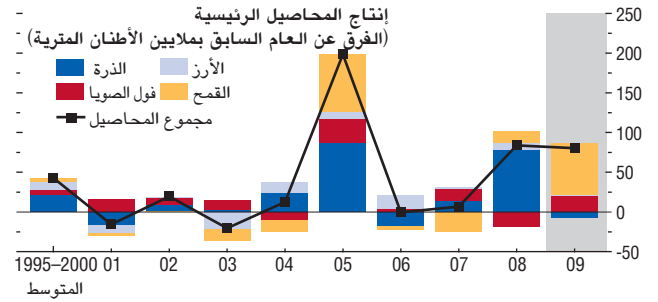
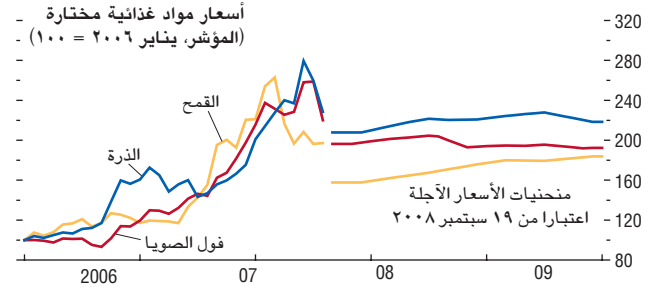
### الملحق ٣-٢: حساب الارتفاع في أسعار الغذاء، ٢٠٠٦-٢٠٠٨

المؤلفة الرئيسية لهذا الملحق هي فاليري ميرسر-بلاكمان، بمساهمة من ستيفان توكاريك.

يصف هذا القسم المنهجية المستخدمة في تقدير تأثير مختلف عوامل العرض والطلب على أسعار السلع الأولية الرئيسية الستة الوارد مناقشتها في متن النص (كما يبين الشكل البياني ٣-٥، اللوحة الثالثة). ولأغراض تتبع هذه الآثار، يستند التحليل إلى مناهج بسيطة للتوازن الجزئي. وتحدد مقدار الانقطاعات في الإمدادات المترتبة بالأحوال الجوية  $q_i^{sh}$  باستخدام انحراف الإنتاج العالمي عن الاتجاه العام، استنادا إلى بيانات المحاصيل السنوية منذ عام ١٩٩٠،<sup>٤٨</sup> وتم حساب التغير كنسبة مئوية

<sup>٤٧</sup> تتحدد أسعار خام الحديد وفقا للعقود السنوية بين المنتجين وصانعي الصلب. ويرجع الارتفاع الذي شهده شهر إبريل ٢٠٠٨ في جانب كبير منه إلى تصاعد تكاليف التعدين طوال العام الماضي وقوة الطلب.  
<sup>٤٨</sup> عادة ما كانت الانقطاعات (الانحرافات السالبة) تحدث نتيجة لانخفاض العوائد، وليس بسبب انخفاض المساحات المزروعة، بما في ذلك القمح وزيت بذر اللفت، الأمر الذي يؤكد صحة هذا المنهج.

### الشكل البياني ٣-١٩: التطورات في أسواق الغذاء والمعادن



المصادر: نشرة Bloomberg Financial Markets؛ والمكتب العالمي لإحصاءات المعادن؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ تشير المخزونات إلى مجموع الأرصدة العالمية من النحاس والألومنيوم والقصدير والزنك والنيكل والرصاص، حسب رصدها من جانب بورصة لندن للمعادن. ويشير السعر إلى مؤشر مركب لهذه المعادن.

### الجدول ٣-٤: تقديرات المرونة المستخدمة في حسابات الأسعار

مرونة الطلب السعرية التقاطعية مع فول الصويا <sup>١</sup>	مرونة العرض السعرية التقاطعية مع القمح	مرونة العرض السعرية الذاتية	مرونة الطلب السعرية الذاتية	
٠.٣٦ إلى ٠.٥٤	٠.٠٨- إلى ٠.١-	٠.٥٠	٠.٢١- إلى ٠.٤٣-	الذرة
...	...	٠.٣٢	٠.٣٨-	الأرز
...	...	٠.٤٨	٠.٣-	القمح
...	٠.٠٣-	٠.٢٣	٠.٣١- إلى ٠.٤٨-	فول الصويا/زيت فول الصويا
٠.٥٧	٠.٨- إلى ٠.٦٢-	٠.٥٨	١.٢-	زيت بذر اللفت
...	...	٠.٢١	٠.٤٧-	زيت النخيل

<sup>١</sup> فول الصويا بديل مهم للذرة على جانبي العرض والطلب. وتتراوح تقديرات العرض المتبادل للذرة وفول الصويا بين ٠.٢٧ و-٠.٣.

استبعاد القمح).<sup>٤٩</sup> ويعبر إذا عن ارتفاع الطلب الذي يُعزى إلى الوقود الحيوي كنسبة مئوية للفرق بين نمو مجموع الطلب على المحصول ( $d_i$ ) ونمو الطلب ما عدا الوقود الحيوي (يشار إليه بـ  $d_i^b$ ).<sup>٥٠</sup> وتم بعد ذلك حساب تأثير الأسعار (%) كما يلي:

$$\% \Delta P_i = (d_i - d_i^b) * (1/\varepsilon_i^D), \quad (2)$$

حيث  $\varepsilon_i^D$  هي المرونة السعرية الذاتية للطلب على المحصول. وتم استخدام طائفة من تقديرات المرونة من مصادر متعددة (الجدول ٣-٤). وفضلا على ذلك، فحيث إن سوائل وحبوب التقطير المجففة (DDGS) هي أحد النواتج العرضية لاستخراج الإيثانول من الذرة (حوالي ٣٠٪ من كل بوشل ذرة مستخدم في الإنتاج)، فقد تم استقطاع هذا العرض الإضافي من الطلب على استخدام الوقود الحيوي.

ومن أجل قياس تأثير القيود التجارية، تم استخدام صيغة معدلة بعض الشيء لنموذج التبادل التجاري الوارد في دراسة Tokarick (2003). ويدير العرض والطلب في النموذج كدالتين ثابتتين للمرونة باستخدام المرونات الواردة في دراسة Gardiner, Roningen, and Liu (1989). وأخذت البيانات عن قيم تجارة السلع الأولية من قاعدة بيانات تجارة السلع الأساسية للأمم المتحدة (UN COMTRADE). وتم تقدير بيانات قيم الإنتاج باستخدام بيانات الحجم من قاعدة بيانات وكالة

في الأسعار العالمية للسلعة الأولية  $i$  الناتج عن نقص الإمدادات  $q_i^{sh}$  كما يلي:

$$p_i = \% \Delta P_i = \varepsilon_i^m * q_i^{sh} = \sum_c w_c [(\varepsilon_{i,c}^{D*} (C_{i,c}/M_{i,c}) - \varepsilon_i^{S*} (Q_{i,c}/M_{i,c}))] * q_i^{sh}, \quad (1)$$

حيث  $\varepsilon_i^m$  مرونة الطلب على الواردات العالمية من السلعة الأولية  $i$ ، هي متوسط مرجح لمرونات الطلب على الواردات من جانب البلدان المستوردة الرئيسية (حيث  $w_c$  هو الوزن الترجيحي لواردات البلد  $c$ ). ويعتمد ذلك على مرونة الطلب ( $\varepsilon_{i,c}^D$ )، والعرض ( $\varepsilon_{i,c}^S$ )، في البلد  $c$ ، على التوالي. و  $M_{i,c}$  هو مجموع الواردات، و  $C_{i,c}$  هو مجموعة الاستهلاك، و  $Q_{i,c}$  هو مجموع إنتاج السلعة الأولية  $i$  في البلد  $c$ .

وحسب تأثير الأسعار الناتج عن ارتفاع أسعار الطاقة باستخدام مساهمة الوقود والأسمدة في تكلفة إنتاج كل سلعة غذائية أولية على النحو الوارد في تقارير وزارة الزراعة الأمريكية (USDA). ووضعت تقديرات التكاليف للسنتين المحصوليتين ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ استنادا إلى الاحتمالات المتوقعة لأسعار السلع الأولية التي يضعها صندوق النقد الدولي، مع افتراض نمو التكاليف الأخرى في الاتجاه العام. وتستند حصص التكلفة المناظرة لزيت النخيل وزيت بذر اللفت إلى تقديرات منظمة Fedepalma (2008) و North Carolina Solar Center (2006).

على التوالي. وتفترض الحسابات انتقال آثار ارتفاع التكاليف تماما إلى الأسعار ووجود هيكل تكلفة مماثل لإنتاج المحاصيل في أنحاء العالم.

وتم حساب تأثير الأسعار الناتج عن ارتفاع الطلب على الوقود الحيوي في حالة بنود الغذاء التي تم استخدام أكثر من ١٪ من محصولها كلقيم للوقود الحيوي (مع

<sup>٤٩</sup> حسب حصص لقيم الوقود الحيوي باستخدام بيانات وزارة الزراعة الأمريكية (مع تعديل حصة كل محصول يُستخدم لأغراض صناعية) وببيانات الوكالة الدولية للطاقة عن إنتاج الوقود الحيوي.  
<sup>٥٠</sup> يأخذ هذا التعريف جانبيين متنافسين في الحساب. فمن ناحية، فإن التغيير في الطلب، وليس مستويات الطلب، هو الذي يحدث أكبر الأثر على الأسعار. ومن ناحية أخرى، فإنه يتجنب قياس التغيير من هذه القاعدة المنخفضة (نظرا لأن الوقود الحيوي يسهم بحصة صغيرة في مجموع الطلب)، وذلك من شأنه المغالاة في تقدير تأثير الأسعار الناتج عن نمو الطلب على استخدام الوقود الحيوي.



العالمية للمرونة القطرية الفردية من دراسة Gardiner, Roningan, and Liu (1989). كذلك أخذت نطاقات المرونة المعقولة لزيت فول الصويا وزيت بذر اللفت الأوروبي من تقديرات نموذج FAPRI/GOLD الواردة في دراسة Westhoff and Young (2000) ودراسة Arnade, Kelch, and Leetmaa (2002). ويبين الجدول ٣-٤ التقديرات والنطاقات المستخدمة.

### الملحق ٣-٣: تقدير الآثار التضخمية لصدمة أسعار السلع الأولية

المؤلفة الرئيسية لهذا الملحق هي إيرينا تيتيل.

يصف هذا القسم المنهجية المتبعة في تمريني الاقتصاد القياسي الواردة مناقشتهما في متن النص وفي الشكلين البيانيين ٣-١١ و ٣-١٢.

#### انتقال التغيرات في أسعار السلع الأولية

يتم التوصل إلى معاملات انتقال التغيرات المبينة في الشكل البياني ٣-١١ باستخدام بيانات ربع سنوية عن ٢٥ اقتصادا صاعدا و ٢١ اقتصادا متقدما (٩ اقتصادات للفترة من ١٩٧٠-١٩٩٥). فأولا، يجري تقدير انتقال التغيرات من الأسعار الدولية إلى الأسعار المحلية للغذاء والطاقة باستخدام انحدارات ثنائية المتغير لكل بلد على حدة بالشكل التالي:

$$\pi_t^{domestic} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{domestic} + \sum_{i=1}^4 \delta_i \pi_{t-i}^{world} + \varepsilon_t. \quad (١)$$

وفي هذه المعادلات فإن  $\pi$  هي الفرق اللوغاريتمي المقارن من ربع سنة إلى آخر محول إلى الأساس السنوي (%). في أسعار الغذاء أو الوقود، على التوالي (وتشمل المعادلات كذلك متغيرات صورية موسمية). وتأتي معاملات انتقال التغيرات الواردة انعكاسا لانتقال التغيرات على نحو تام طويل الأجل من الأسعار الدولية إلى الأسعار المحلية:

$$\frac{\sum_{i=0}^4 \delta_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i} = \text{انتقال التغيرات في الأسعار} \quad (٢)$$

وثانيا، توضع تقديرات انتقال التغيرات من أسعار الغذاء والوقود المحلية إلى التضخم الأساسي

الخدمات الزراعية الخارجية (FAS) التابعة لوزارة الزراعة الأمريكية ومؤشرات الأسعار لصندوق النقد الدولي. وتسهم هذه الآثار المباشرة معا في تفسير نحو نصف مجموع الزيادة السعرية لهذه المواد الغذائية أثناء الفترة الخاضعة للبحث (السنين المحصوليتين ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧). ويمكن أن تعتبر هذه الآثار بمثابة صدمات مبدئية. وسيستحيل حساب الآثار غير المباشرة للصدمة بصورة كاملة. ومع هذا، فمن الممكن التعرف على الحجم النسبي للآثار المتبادلة نتيجة للإحلال بين العرض والطلب وتساوق الحركة بينهما. ويؤخذ في الاعتبار مؤثران كما يلي (راجع الجدول ٣-٢):

- للإحلال عبر السلع الأولية: بافتراض التماثل وعدم وجود آثار غير مباشرة، فإن معطيات أثر الزيادة السعرية للسلعة الأولية  $\Delta P_j$ ، على سعر السلعة الأولية  $\Delta P_i$ ، هي كما يلي:

$$\frac{\Delta P_i}{P_i} = \frac{\varepsilon_{ij}}{\varepsilon_i} * \left( \frac{\Delta P_j}{P_j} \right), \quad (٣)$$

- حيث  $\varepsilon_{ij}$  هي المرونة السعرية التقاطعية للعرض (الطلب) بين السلعتين  $i$  و  $j$ ، وحيث  $\varepsilon_j$  هو المرونة السعرية الذاتية للعرض (الطلب) على السلعة  $j$ ، بافتراض أن السلعتين  $i$  و  $j$  بديلان في الإنتاج (الاستهلاك).
- الحركة المتساوقة عبر الفترات الزمنية: وتم تحديدها باستخدام الإحصائية الوفاقية. ووضع تقدير الإحصائية لجميع الأسعار الزوجية للسلع الأولية باستخدام البيانات الشهرية للفترة من يناير ١٩٥٧ حتى مايو ٢٠٠٨ (وتبدأ بيانات زيت بذر اللفت في ١٩٨٠)، باستخدام منهجية Cashin, McDermott, and Scott (1999). وتعرف الإحصائية الوفاقية بين السلعتين  $i$  و  $j$  بأنها نسبة الوقت الذي تمضيه سلعتان معا في نفس المرحلة الدورية، ويشار إليها كما يلي:

$$C_{i,j} = T^{-1} \left\{ \sum_{t=1}^T (S_{i,t} * S_{j,t}) + \sum_{t=1}^T (1 - S_{i,t}) (1 - S_{j,t}) \right\}, \quad (٤)$$

حيث  $S_{i,t}$  متغير عشوائي ثنائي يأخذ قيمة واحد صحيح حينما يمر سعر السلعة الأولية  $i$  بمرحلة انتعاش ويأخذ قيمة الصفر حينما يمر بمرحلة ركود. وينطبق التعريف ذاته على  $S_j$ . و  $T$  هو حجم العينة و  $C_{ij} \in \{0,1\}$  يقاس نسبة الوقت الذي تمضيه السلسلتان في نفس المرحلة. وتقاس الأوزان الترجيحية لتقديرات المرونة المستخدمة في الحساب، كما تؤخذ الأرقام المجمعة

المعيارية في المعاملات القُطرية المناظرة.<sup>٥٣</sup> ونظرا للاختلاف الكبير عبر الاقتصادات المنفردة، لا سيما الصاعدة، الذي يعزى جزئيا إلى الفروق في جودة البيانات ومقاييس التضخم وفترات العينة، فإن هذا المنهج مصمم لإعطاء وزن ترجيحي أكبر لمعاملات انتقال التغييرات المقدره بمستوى أكبر من الدقة.

### التوقعات والتضخم الفعلي

تستند استجابات التوقعات تجاه التضخم الفعلي المبينة في الشكل البياني ٣-١٢ إلى البيانات الطولية نصف السنوية لمجموعة تتألف من ١٤ اقتصادا متقدما و ٢١ اقتصادا ناميا وتغطي الفترة التي تبدأ من عام ٢٠٠٣. ويربط التمرين بين التغييرات في التضخم المتوقع والتغييرات في التضخم الكلي الفعلي ويقسم التضخم الكلي الفعلي إلى تضخم أساسي وتغييرات في معدلات التضخم المحلي لأسعار الغذاء والوقود كما يلي:<sup>٥٤</sup>

$$\begin{aligned} \Delta\pi_{i,t}^{expected} &= \lambda_i + \theta\Delta\pi_{i,t}^{headline} + \varepsilon_{i,t} \\ &= \mu_i + \alpha\Delta\pi_{i,t}^{core} + \beta\Delta\pi_{i,t}^{food} \\ &\quad + \gamma\Delta\pi_{i,t}^{fuel} + \nu_{i,t} \end{aligned} \quad (٤)$$

وتشير  $\Delta\pi$  في هذه المعادلات إلى الفروق الأولى بين التضخم المتوقع في آفاق زمنية مختلفة (١ و ٣ و ٥ و ٦-١٠ سنوات مقبلة) والتضخم الفعلي (التضخم الكلي، وكذلك عناصر التضخم الأساسي وأسعار الغذاء والوقود المكونة له) بالنقاط المئوية. وتؤخذ البيانات عن توقعات التضخم من (Consensus Economics) وتستند إلى مسوح واضعي التنبؤات المتخصصين التي تنشر مرتين سنويا في مارس/إبريل وسبتمبر/أكتوبر. وتحققا للاتساق مع هذه التواترات، تشير بيانات التضخم الفعلي إلى الربعين الأول والثالث من كل عام وتقاس على أساس سنوي مقارنة. ومن أجل الفصل على نحو أفضل بين تأثير أسعار الغذاء والوقود وتأثير التضخم الأساسي، تستخدم قيمة باقية من انحدار التضخم الأساسي على تضخم أسعار الغذاء والوقود (للفروق الأولى) في موضع التضخم الأساسي الفعلي. كذلك تشتمل المعادلات على آثار قُطرية وسنوية ثابتة. ولا تتضمن النتائج الواردة إلا المعاملات ذات الدلالة الإحصائية عن مستوى ١٠٪.

<sup>٥٣</sup> يُفضّل تجميع التقديرات الخاصة بكل بلد على حدة في النماذج الديناميكية بدلا من تجميع البيانات الأساسية أو استخدام انحدارات طولية مجمعة، على النحو المبين في دراسة Pesaran and Smith (1995).  
<sup>٥٤</sup> راجع دراسة (2005) Levin, Goratti and Laxton ودراسة، Natalucci, and Piger (2004) للاطلاع على تحليلات مماثلة، لكنها لا تحتوي على تقسيم التضخم الكلي إلى مكونات التضخم الأساسي والتضخم في أسعار الغذاء والوقود.

باستخدام معادلات منحنى فيليبس المعممة لكل بلد كما يلي.<sup>٥١</sup>

$$\begin{aligned} \pi_t &= \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i (y_{t-i} - y_{t-i}^*) + \sum_{i=0}^4 \phi_i \pi_{t-i}^{food} \\ &\quad + \sum_{i=0}^4 \varphi_i \pi_{t-i}^{fuel} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (٣)$$

$$\frac{\sum_{i=0}^4 \phi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i} = \text{انتقال التغييرات في أسعار الغذاء.}$$

$$\frac{\sum_{i=0}^4 \varphi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i} = \text{انتقال التغييرات في أسعار الوقود}$$

شير  $\pi$  على النحو الوارد أعلاه إلى الفرق اللوغاريتمي المقارن من ربع سنة إلى آخر محول إلى الأساس السنوي (%) في التضخم الأساسي، وأسعار الغذاء والوقود، بينما تشير كل من  $y$  و  $y^*$  إلى الفرق اللوغاريتمي المقارن من ربع سنة إلى آخر محول إلى الأساس السنوي (%) في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي والمحتمل على التوالي (وتشمل المعادلات كذلك متغيرات صورية موسمية).<sup>٥٢</sup> ومن أجل الحد من تلوث التقديرات بفعل العوامل الخارجية، يقدر انتقال التغييرات في الأسعار المحلية للسلع الأولية إلى التضخم الأساسي باستخدام القيم المتوقعة لتضخم أسعار الغذاء والوقود المحلية والمأخوذة من الانحدارات ثنائية المتغير المستخدمة في المرحلة الأولى. وبهذه الطريقة فإن أسعار الغذاء والوقود المحلية تعكس فقط الاختلاف الذي يرجع إلى التغييرات في الأسعار الدولية والآثار المتأخرة لتطورات الأسعار المحلية، ولا تمثل انعكاسا للتحركات التي تطرأ على تكاليف العمل والنقل ومعاملات التجزئة التي ربما تشترك في المنشأ مع التضخم الكلي.

وتجمع المعاملات الناتجة لانتقال التغييرات على مستوى البلدان باستخدام متوسطات ترجيحية، حيث تتناسب الأوزان الترجيحية تناسباً عكسياً مع الأخطاء

<sup>٥١</sup> هذا المنهج مشابه للمنهج المستخدم في دراسة De Gregorio (2007) Landerretche, and Neilson لتقدير انتقال التغييرات من أسعار النفط العالمية إلى التضخم المحلي. راجع أيضا دراسة Blanchard (2007) and Galí.

<sup>٥٢</sup> يستند التضخم الأساسي إلى مؤشر أسعار المستهلك مُستبعدا منه أسعار الغذاء والطاقة. وتستخدم بيانات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي عن إجمالي الناتج المحلي المحتمل لبلدانها الأعضاء، ويستخدم الاتجاه العام حسب مرشح هودريك-بريسكوت في تقدير إجمالي الناتج المحلي المحتمل للبلدان غير الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

- tion 2002 Summer Meetings, Long Beach, California, July 28–31.
- Arnone, Marco, Bernard J. Laurens, Jean-François Segalotto, and Martin Sommer, 2007, “Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends,” IMF Working Paper 07/88 (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, and N. Gregory Mankiw, 1995, “Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110 (February), pp. 161–93.
- Barclays Capital, 2008, *The Commodity Refiner* (Spring).
- Bernanke, Ben S., 2004, “The Logic of Monetary Policy,” Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C. (December 2). Available at [www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20041202/default.htm](http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20041202/default.htm).
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, “The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?” NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bordo, Michael D., 1980, “The Effects of Monetary Change on Relative Commodity Prices and the Role of Long-Term Contracts,” *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (December), pp. 1088–109.
- Bradsher, Keith, and Andrew Martin, 2008, “The Food Chain: Hoarding Nations Drive Food Costs Even Higher,” *New York Times*, June 30.
- Bryan, Michael F., and Stephen G. Cecchetti, 1994, “Measuring Core Inflation,” in *Monetary Policy*, ed. by N. Gregory Mankiw (Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research), pp. 195–215.
- Büyükaşahin, Bahattin, Michael Haigh, and Michel Robe, 2008 “Commodities and Equities: A ‘Market of One’,” Working Paper (Social Science Research Network). Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Cashin, Paul C., John McDermott, and Alasdair Scott, 1999, “The Myth of Comoving Commodity Prices,” IMF Working Paper 99/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Clarida, Richard H., 2007, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Moataz El-Said, Robert Gillingham, Kangni Kpodar, Paulo Medas, and David Newhouse, 2006, “The Magnitude and Distribution of Fuel Subsidies: Evidence from Bolivia, Ghana, Jordan,

وتنقسم عينة البلدان الصاعدة مرة أخرى حسب الوزن الترجيحي للغذاء في مؤشر أسعار المستهلك وحسب نوع نظام السياسة النقدية.<sup>٥٥</sup> وتنقسم البلدان إلى مجموعات حسب ارتفاع (انخفاض) الأوزان الترجيحية للغذاء إذا كان وزن الغذاء في مؤشر أسعار المستهلكين الخاص بها أعلى (أقل) من ٢٥٪. وبناء على هذا التعريف، يرتفع الوزن الترجيحي للغذاء في مؤشر أسعار المستهلك في كل من شيلي والصين وكولومبيا ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة والهند وإندونيسيا وبيرو ورومانيا وروسيا ومقاطعة تايوان الصينية وتركيا وأوكرانيا؛ بينما ينخفض الوزن الترجيحي للغذاء في مؤشر أسعار المستهلك في كل من البرازيل والجمهورية التشيكية وهنغاريا وكوريا والمكسيك وبولندا وسنغافورة والجمهورية السلوفاكية وتايلند. وفيما يتعلق بنوع نظام السياسة النقدية، تعرف البلدان التي لديها استراتيجيات لاستهداف التضخم بأنها تلك البلدان التي أدخلت هذا النظام قبل بدء فترة العينة وتستبعد البلدان التي وضعت استراتيجيات لاستهداف التضخم في وقت أقرب. ومن ثم تصنف البرازيل وشيلي وكولومبيا والجمهورية التشيكية وهنغاريا وكوريا والمكسيك وبيرو وبولندا وتايلند كبلدان تضع أهدافا للتضخم، بينما تصنف الصين ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة والهند وإندونيسيا ورومانيا وروسيا وسنغافورة والجمهورية السلوفاكية ومقاطعة تايوان الصينية وتركيا وأوكرانيا كبلدان لا تضع أهدافا للتضخم.

## المراجع

- Adrangi, Bahram, and Arjun Chatrath, 2006, “Do Commodity Traders Herd,” Working Paper No. 11 (Portland, Oregon: University of Portland).
- Akram, Q. Farooq, 2008, “Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar,” Working Paper 2008/12 (Oslo: Central Bank of Norway).
- Alichi, A., H. Chen, K. Clinton, C. Freedman, O. Kamenik, and D. Laxton, forthcoming, “Inflation-Forecast Targeting under Imperfect Policy Credibility,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Arnade, Carlos, David Kelch, and Susan Leetmaa, 2002, “Supply Response in France, Germany and the UK: Technology and Price,” paper presented at the Agricultural and Applied Economics Associa-

<sup>٥٥</sup> تجدر الإشارة إلى وجود تداخل بين القسمين: فتميل الأوزان الترجيحية للغذاء إلى الانخفاض نسبيا في الاقتصادات التي تعتمد استراتيجيات لاستهداف التضخم.

- Mali, and Sri Lanka,” IMF Working Paper 06/247 (Washington: International Monetary Fund).
- Cooper, Richard, Robert Lawrence, Barry Bosworth, and Hendrik Houthakker, 1975, “The 1972–75 Commodity Boom,” *Brookings Papers on Economic Activity*: 3, Brookings Institution, pp. 671–723.
- Costello, Dave, 2006, “Reduced Form Energy Elasticities from EIA’s Regional Short-Term Energy Model (RSTEM)” (unpublished: Washington: Energy Information Agency, May). Accessed at [www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/pdf/elasticities.pdf](http://www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/pdf/elasticities.pdf).
- Cuddington, John T., and Daniel Jerrett, 2008, “Super Cycles in Real Metals Prices?” *IMF Staff Papers*, forthcoming.
- Deaton, Angus, and Guy Laroque, 1992, “On the Behaviour of Commodity Prices,” *The Review of Economic Studies*, Vol. 59 (January), pp. 1–23.
- De Gregorio, José, Oscar Landerretche, and Christopher Neilson, 2007, “Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation,” Working Paper No. 417 (Santiago: Central Bank of Chile).
- Eckstein, Otto, 1981, *Core Inflation* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall).
- Fedepalma, 2008, “Actualización de Costos de Producción de Aceite de Palma,” study by Duarte, Guterman y Compania Ltda (Bogotá, July).
- Feiger, George, 1976, “What Is Speculation?” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (November), pp. 677–87.
- Food and Agriculture Organization (FAO), 2008, “Food Outlook: Global Market Analysis” (Rome, June).
- Frankel, Jeffrey A., 1986, “Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model,” *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 68 (May), pp. 344–48.
- , 2006, “The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices,” NBER Working Paper No. 12713 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Friedman, Milton, 1953, “The Case for Flexible Exchange Rates,” in *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press).
- Fung, Ben Siu Cheong, Scott Mitnick, and Eli Remolona, 1999, “Uncovering Inflation Expectations and Risk Premiums from Internationally Integrated Financial Markets,” Working Paper No. 99-6 (Ottawa: Bank of Canada).
- Gardiner, Walter H., Vernon Roningén, and Karen Liu, 1989, “Elasticities in the Trade Liberalization Database,” Economic Research Service Staff Report No. 89-20 (Washington: U.S. Department of Agriculture, May).
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cedric Tille, and José Viñals, forthcoming, “Low Inflation: Testing Times for Central Banks,” 10th Geneva Report on the World Economy (London: International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research).
- Goretti, Manuela, and Douglas Laxton, 2005, “Long-Term Inflation Expectations and Credibility,” Box 4.2 in *World Economic Outlook: Building Institutions*, September (Washington: International Monetary Fund).
- Haigh, Michael, Jana Hranaiova, and Jim Overdahl, 2007, “Hedge Funds, Volatility, and Liquidity Provision in Energy Futures Markets,” *Journal of Alternative Investments* (Spring), pp. 10–38.
- Hamilton, James D., 2008, “Understanding Crude Oil Prices,” Energy Policy and Economics Working Paper No. 023 (San Diego: University of California Energy Institute).
- Harrison, J. Michael, and David M. Kreps, 1978, “Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 92 (May), pp. 323–36.
- Ilzetzki, Ethan O., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, forthcoming, “Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?”
- Interagency Task Force on Commodity Markets (ITC), 2008, *Interim Report on Crude Oil* (Washington, July). Available at [www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf](http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf).
- International Energy Agency, 2008, “IEA Medium-Term Oil Market Report” (Paris, July).
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, *Senegal: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/221 (Washington).
- , 2008b, “Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses” (Washington, June and September). Available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf) and [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf).
- , 2008c, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, (Washington, April).

- , 2008d, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- Jaumotte, Florence, and Irina Tytell, 2007, "How Has the Globalization of Labor Affected the Labor Income Share in Advanced Countries?" IMF Working Paper 07/298 (Washington: International Monetary Fund).
- Kilian, Lutz, 2008, "A Comparison of the Effects of Exogenous Oil Supply Shocks on Output and Inflation in the G7 Countries," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 6 (January), pp. 78–121.
- King, Mervyn, 2005, "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory," Mais Lecture at the Cass Business School, City University, London (May 17). Available at [www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf).
- Krautkraemer, Jeffrey, A., 1998, "Nonrenewable Resource Scarcity," *Journal of Economic Literature*, Vol. 36 (December), pp. 2065–107.
- Krugman, Paul, 2008, "The Oil Nonbubble," *New York Times*, May 12.
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Lalonde, René, and Dirk Muir, 2007, "The Bank of Canada's Version of the Global Economy Model," Technical Report No. 98 (Ottawa: Bank of Canada).
- Levin, Andrew T., Fabio M. Natalucci, and Jeremy M. Piger, 2004, "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86 (July/August), pp. 51–80.
- Mill, John Stuart, 1871, *Principles of Political Economy* (7th ed.).
- Mishkin, Frederic S., and Klaus Schmidt-Hebbel, 2007, "Does Inflation Targeting Make a Difference?" NBER Working Paper No. 12876 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- North Carolina Solar Center, 2006, "North Carolina Canola Production" (Raleigh, North Carolina: North Carolina Solar Center and the North Carolina State University, September).
- Pesaran, M. Hashem, and Ron Smith, 1995, "Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels," *Journal of Econometrics*, Vol. 68 (July), pp. 79–113.
- Radetski, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31 (March) pp. 56–64.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119 (February), pp. 1–48.
- Rigobon, Roberto, 2008, "Commodity Pass-Through," presented at the international conference "The Global Rise in Food Prices and the U.S. Slowdown: Issues and Challenges in Monetary Policy" held in Lima, Peru, June 16–17, 2008, and jointly organized by the Central Reserve Bank of Peru and the Office of the Chief Economist for Latin America and the Caribbean Region of the World Bank.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace, 1985, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 9 (Winter), pp. 15–31.
- Shen, Pu, and Jonathan Corning, 2001, "Can TIPS Help Identify Long-term Inflation Expectations?" Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review* (Fourth Quarter), pp. 61–87.
- Sims, Christopher A., 2003, "Implications of Rational Inattention," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50 (April), pp. 665–90.
- Smith, Adam, 1776, *The Wealth of Nations*.
- Soderlind, Paul, and Lars Svensson, 1997, "New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40 (October), pp. 383–429.
- Tokarick, Stephen, 2003, "Measuring the Impact of Distortions in Agricultural Trade in Partial and General Equilibrium," IMF Working Paper 03/110 (Washington: International Monetary Fund).
- Trostle, Ronald, 2008, "Global Agriculture Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices," Outlook Report No. WRS-0801 (Washington: U.S. Department of Agriculture, July).
- U.S. Department of Agriculture (USDA), 2008, "World Agricultural Supply and Demand Estimates," WASDE-458 (May 9).
- Westhoff, Patrick, and Robert Young, 2002, "Modeling the European Union Agri-Food Sector: An Update on the FAPRI Approach," FAPRI Paper (Columbia, Missouri: University of Missouri, Food and Agricultural Policy Research Institute).
- World Bank, 2007, *World Development Report 2008: Agriculture for Development* (Washington).

## الضغط المالي وهبوط النشاط الاقتصادي

بالابتكار والتغييرات التنظيمية. فالنظم المالية في الأصل مسيطرة للاتجاهات الدورية، حيث تزداد غالباً ديناميكية الاقتصاد الأساسية مع نمو الائتمان، والتمويل بالدين، وأسعار الأصول مما يؤدي في بعض الحالات إلى تراكم الاختلالات المالية ويعقبها نوبة تصحيحات حادة (راجع دراسات Borio, 2007 و Goodhart, 1996 و Minsky, 1992).

ولا يزال تأثير الدورات المالية على الاقتصاد الحقيقي مثار جدل في الدوائر الأكاديمية والمعنية بالسياسات. ويشدد أحد تيارات البحث على أهمية دور المعجل المالي في تضخيم آثار الدورات المالية على الاقتصاد الحقيقي من خلال تأثيره على قيمة الضمانات الإضافية وبالتالي على مدى استعداد النظام المالي لتوفير الائتمان للاقتصاد (دراسات Bernanke and Gertler, 1995 و Bernanke, Kiyotaki and Gertler, and Gilchrist, 1999 و Moore, 1997). ومن هذا المنظور، نجد أن الصدمات التي تؤثر في مصداقية المقترضين توضح تذبذبات الناتج. ويركز مسار بحثي آخر على الميزانيات العمومية للمقرضين والعلاقة بين رؤوس الأموال المصرفية والائتمان الكلي، وهو ما يطلق عليه اسم قناة رؤوس الأموال المصرفية (دراسات Bernanke, Lown, and Friedman, 1991 و Peek and Rosengren, Kashyap and Stein, 1995 و Altunbas, Gambacorta, and Marqués, 1995). وعند تآكل رؤوس الأموال المصرفية، يزداد إجماع البنوك عن الإقراض وقد تضطر إلى خفض نسبة التمويل بالديون، مما يزيد من حدة نوبات الهبوط الاقتصادي. ومن المجالات الأخرى التي خضعت للتحليل مدى تباين دور المعجل المالي في الاقتصاد حسب نوع النظام المالي (عدد سبتمبر ٢٠٠٦ من تقرير أفاق الاقتصاد العالمي و دراسة Rajan and Zingales, 2003). ومن المحتمل أن يكون الاتجاه العام نحو زيادة الاعتماد على التمويل القائم على المنافسة الحرة وخفض الاعتماد على الإقراض القائم على العلاقات المتبادلة قد أدى إلى زيادة قدرة الاقتصادات على استيعاب الضغط المالي، حيث أصبح بمقدور الأسر والشركات في الوقت الحالي إيجاد البدائل بعيداً عن البنوك والأسواق (وبالتالي الاستفادة مما يعرف بالمرحك المزدوج للنظام المالي).

يبحث هذا الفصل في الأسباب التي تجعل بعض نوبات الضغط المالي تؤدي إلى موجات من الهبوط الاقتصادي بينما لا تترك سواها إلا أثراً محدوداً على الاقتصاد ككل. وتشير الدراسات التحليلية إلى أن الأرجح أن تطرأ موجات حادة ومطولة من الهبوط الاقتصادي اقتراناً بالاضطرابات المالية التي ترتبط بعسر في القطاع المصرفي عن اقترانها بنوبات الضغط المالي التي ترتبط في الأساس بأسواق الأوراق المالية أو النقد الأجنبي. فالأسواق ذات النظم المالية الأكثر اعتماداً على المنافسة الحرة تبدو على وجه الخصوص أكثر عرضة لمخاطر الانكماش الحادة في النشاط الاقتصادي ويرجع ذلك إلى أن الرفع المالي في الأجهزة المصرفية يبدو أكثر مسيطرة للاتجاهات الدورية. ويضع هذا الفصل تصوراً للانعكاسات على الآفاق الاقتصادية في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو وينظر في كيفية مساهمة استجابات السياسات في الحد من عواقب الأزمات المالية الحالية والمستقبلية على الناتج.

شهدت الاضطرابات المالية التي بدأت في صيف عام ٢٠٠٧ تحولاً جذرياً في طبيعتها حتى صارت أزمة واسعة النطاق، فشملت الكثير من أسواق الأوراق المالية فضلاً على الأجهزة المصرفية في العديد من الاقتصادات المتقدمة. والسؤال الذي يطرح نفسه الآن هو كيف سيتأثر النشاط الاقتصادي الكلي، وما الذي يمكن لصانعي السياسات عمله للحد من العواقب الاقتصادية لهذه الأزمة ودرء وقوع مثل هذه الأزمات في المستقبل؟ والحقيقة أنه على الرغم من أن الاضطرابات المالية السابقة في القطاع المصرفي أو أسواق الأوراق المالية أو النقد الأجنبي أو فيها جميعاً لم تكن مقترنة بموجات من الهبوط الاقتصادي إلا في بعض الأحيان (الشكل البياني ٤-١، اللوحة العلوية)، فإن موجات الهبوط الاقتصادي هذه كانت عادة أكثر حدة (الشكل البياني ٤-١، اللوحة السفلية).

وهناك مفهوم حيوي عند تقدير أثر الضغط المالي على النشاط الاقتصادي ألا وهو الدور الذي تمارسه الدورات المالية، فقد ظلت هذه الدورات المالية من السمات الثابتة على الساحة الاقتصادية رغم تطور النظم المالية

المؤلفون الرئيسيون لهذا الفصل هم سوبير لال وروبرتو كارداريللي وسليم إيكداغ، وقدم الدعم الفني كل من أنجيلا إسبيريتو وغافين أسدوريان. وقدم هيوين سونغ شين الدعم الاستشاري. وأشرف على إعداد هذا الفصل كل من جورج دكريسين وتيم لين.

وإزاء هذه الخلفية، يتناول هذا الفصل التساؤلات التالية: لماذا تقتزن بعض فترات الضغوط المالي بنوبات تباطؤ، أو أحيانا بدورات ركود، بينما يبدو تأثير سواها محدودا على الاقتصاد الحقيقي؟ وما الدور الذي يقوم به حجم الاختلالات المالية وموقعها أو حالة الميزانيات العمومية لقطاعي الأسر والشركات؟ وهل أدت الابتكارات المالية إلى خفض دور البنوك في انتشار الصدمات من النظام المالي إلى الاقتصاد الحقيقي؟

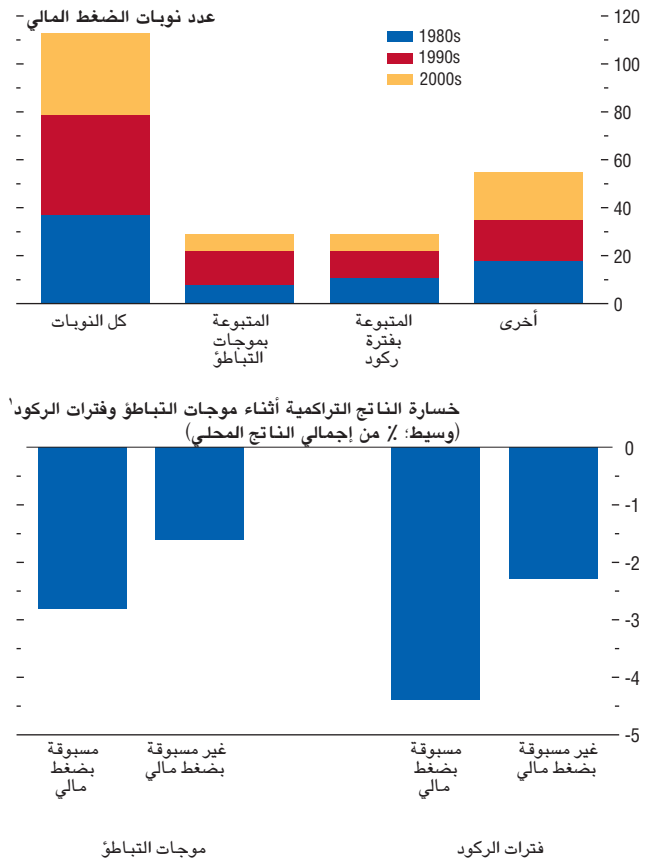
وللإجابة على هذه التساؤلات، يقوم هذا الفصل بتحليل نوبات الضغوط المالي والدورات الاقتصادية في ١٧ اقتصادا متقدما على مدار العقود الثلاثة الماضية<sup>١</sup>. وهو يستخلص الدروس من هذه النوبات عن طريق التمييز بينها على أساس الأوضاع السائدة في بداية نوبة الضغوط المالي، بما في ذلك حالة الميزانيات العمومية في قطاعي الأسر والشركات وديناميكية أسعار الائتمان والأصول في الفترة التي تسبق نوبة الضغوط؛ ونوع الضغوط المالي الذي تنطوي عليه (أي ما إذا كان مرتبطا بالبنوك أو أسواق الأوراق المالية أو أسواق النقد الأجنبي)؛ واستجابات السياسات. وتوفر هذه العوامل مجتمعة فرصة كبيرة للتعرف على القنوات والآليات التي يؤثر من خلالها الضغوط المالي على الدورات الاقتصادية<sup>٢</sup>. وبينما يمثل تحديد العلاقة السببية بين الضغوط المالي وموجات الهبوط الاقتصادي تحديا جسيما متأسلا، فإن الدراسة التحليلية الواردة في هذا الفصل تسعى لمعالجة هذه المسألة بتقديم تفسير صريح لآثار أنواع الصدمات الأكثر شيوعا في الدراسات الاقتصادية الكلية.

وفيما يلي أهم النتائج التي خلص إليها هذا الفصل:

<sup>١</sup> اشتملت الدراسة على البلدان التالية: أستراليا والنمسا وبلجيكا وكندا والدانمرك وفنلندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وهولندا والنرويج وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. <sup>٢</sup> يأتي هذا المنهج الأشمل مكملا للدراسة البحثية الأخيرة عن العلاقة التجريبية بين أسعار الأصول كأسعار الأسهم والمساكن وفروق أسعار الفائدة على السندات وديناميكيات الناتج على مدار الدورة الاقتصادية (راجع دراسة "Cihák and Koeva Brooks"، تصدر قريبا، ودراسة (Claessens, Kose, and Terrones, 2008) أو بين رؤوس الأموال المصرفية والإقراض والناتج (راجع دراستي Bayoumi and Melander, 2008 و Kashyap, Rajan, and Stein, 2008 في سياق الولايات المتحدة).

### الشكل البياني ٤-١: الضغوط المالي وخسارة الناتج

حوالي النصف فقط من نوبات الضغوط المالي المبينة في الفصل الرابع بالنسبة للاقتصادات المتقدمة على مدار الثلاثين عاما الماضية كانت متبوعة بموجات هبوط اقتصادي. أما موجات التباطؤ وفترات الركود المسبقة بالضغوط المالي فكانت غالبا أطول مدة وأكثر حدة.



المصادر: شركة "Haver Analytics": وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقرير "الأفاق الاقتصادية" لعام ٢٠٠٨، الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>٣</sup> محسوبة كخسارة الناتج التراكمية عند انخفاض الناتج أقل من الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت بالنسبة لموجات التباطؤ وخسارة الناتج التراكمية حتى التعافي بالنسبة لفترات الركود.

## التعرُّف على نوبات الضغط المالي

أما بقية الفصل فهو على النحو التالي: يقدم القسم التالي وصفاً تفصيلياً لمفهوم الضغط المالي المستخدم في هذا الفصل، ويستخدم هذا المفهوم لتحديد نوبات الاضطراب المالي على مدار العقود الثلاثة الماضية. ثم ينتقل هذا الفصل من التقرير إلى تحليل سلوكيات الدورات الاقتصادية في أعقاب هذه النوبات من الضغط المالي. ويتناول القسم التالي العوامل التي تميز بين النوبات التي اقترنت باضطرابات اقتصادية وتلك النوبات التي لم تقترن بمثل هذه الاضطرابات. ويلى التحليل الاقتصادي الكلي تحليل اقتصادي جزئي، يستخدم البيانات على مستوى البنوك، لمدى مساهمة التمويل بالديون في البنوك الاستثمارية والتجارية للاتجاهات الدورية في النظم المالية القائمة على المنافسة الحرة والنظم القائمة على العلاقات المتبادلة. ثم يركز هذا الفصل على ست نوبات من أشهر نوبات الضغط المالي المرتبطة بالبنوك ويصنف الاضطرابات المالية الحالية ضمن سياقها التاريخي. وي طرح القسم الختامي وصفاً لبعض الانعكاسات على السياسة.

## التعرُّف على نوبات الضغط المالي

ظلت النظم المالية — المؤسسات المالية وقنوات الوساطة المالية على السواء — عرضة دوماً لنوبات التوسع الاقتصادي السريع التي تعقبها تصحيحات<sup>٣</sup>. ولفهم تأثير الدورات المالية على الاقتصاد بصورة أفضل، يتعين البحث في نوبات الضغط المالي السابقة التي تشترك مع النوبة الحالية في نفس السمات. فقد بدأت النوبة الحالية في أوائل ٢٠٠٧ كعملية منتظمة عموماً لإعادة تسعير مخاطر الأصول المرتبطة بالقروض العقارية الأمريكية عالية المخاطر. وبحلول فصل الصيف، تصاعدت حدة نوبة الضغط حتى تحولت إلى ضائقة حادة في السيولة بالأجهزة المصرفية في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية وتسببت في وقوع

- الأرجح أن تطرأ موجات حادة ومطولة من الهبوط الاقتصادي اقترانا بالاضطرابات المالية التي ترتبط بعسر في القطاع المصرفي عن اقترانها بنوبات الضغط المالي التي ترتبط في الأساس بأسواق الأوراق المالية أو النقد الأجنبي.
- احتمال الضغط المالي المتبوع بهبوط النشاط الاقتصادي يبدو مرتبطاً بمدى ارتفاع أسعار المساكن والائتمان الكلي في الفترة التي تسبق نوبة الضغط المالي. وإضافة إلى ذلك، بينما ترتبط زيادة اعتماد الأسر والشركات غير المالية على التمويل الخارجي بحدوث تباطؤ أكثر حدة في أعقاب نوبة من الضغط المالي.
- البلدان ذات النظم المالية الأكثر اعتماداً على المنافسة الحرة تبدو أكثر عرضة لمخاطر الانكماش الحادة في النشاط الاقتصادي في أعقاب ضغوط مصرفية، ويرجع ذلك إلى أن الرفع المالي في الأجهزة المصرفية يبدو أكثر مساهمة للاتجاهات الدورية في البلدان التي حققت تقدماً أكبر في الابتكار المالي.
- أهمية جهات الوساطة المالية الأساسية في نقل الصدمات المالية إلى الاقتصاد الحقيقي تفيد بأن السياسات التي تساهم في استعادة القاعدة الرأسمالية لهذه المؤسسات ضمن إطار قوي من الاستقرار المالي يمكن أن تسهم في التخفيف من حدة الهبوط الاقتصادي.
- أنماط أسعار الأصول والائتمان الكلي في الولايات المتحدة خلال نوبة الضغط المالي الحالية تبدو مشابهة لمثيلاتها في النوبات السابقة المتبوعة بفترات ركود. وبالتحديد، نجد أن التغييرات في صافي اقتراض الأسر، وهي من مقاييس الاعتماد على التمويل الخارجي، تتبع نفس مسار دورات الركود السابقة. أما المؤسسات غير المالية فقد دخلت في دوامة الاضطرابات المالية من مركز أقوى نسبياً. ومع اقتران هذه العوامل بالخسائر الضخمة التي منيت بها المؤسسات المصرفية الرئيسية، فإنها تفيد بأن الولايات المتحدة مستمرة في مواجهة مخاطر الركود، حتى وإن كانت أسعار الفائدة الحقيقية منخفضة بمقاييس دورات الركود المدفوعة بنوبات الضغط المالي. وفي منطقة اليورو، تؤدي القوة النسبية التي تتمتع بها الميزانيات العمومية في قطاع الأسر إلى بعض الحماية من الهبوط الاقتصادي الحاد، بالرغم من الارتفاعات الكبيرة في أسعار الأصول ونسب الائتمان قبل وقوع الاضطرابات المالية.

<sup>٣</sup> راجع دراسة "Kindleberger and Aliber (2005)" للاطلاع على تحليل تاريخي للأزمات المالية. وتعتبر فرضية منسكي للاختلالات المالية (Minsky, 1992) من التفسيرات المعروفة لهذه السمة من النظم المالية المساهمة للاتجاهات الدورية، والتي تفترض أن الأسواق المالية تشجع دوائر الأعمال والأفراد على المجازفة أكثر من اللازم، الأمر الذي يخلق دورات مدمرة من الرواج والكساد.



ورغم ما توفره هذه المناهج السردية للتعريف بالأزمات المالية من قاعدة بيانات كبيرة عن نوبات الضغط، فإنها غير ملائمة تماما لأغراض الدراسة التي يتناولها هذا الفصل، وذلك لعدة أسباب. أولا، هذه النوبات معروفة بتداعياتها الكبيرة على الناتج و/أو بحاجتها لدرجة كبيرة من تدخل الدولة. ولم يتم توجيه الاهتمام الكاف لنوبات الضغط المالي ذات التأثير الاقتصادي الكلي المحدود، أي «النوبات التي أمكن تجنبها» (near misses) والتي يمكن الاستفادة منها كافتراضات معاكسة للحقيقة. ثانيا، أن النوبات المحددة هي في العادة طويلة إلى حد ما وتنطوي على ضغوط ذات درجات مختلفة من القوة، مما يتعذر معه تحديد وقت الذروة في الضغط المالي وما إذا كان هناك علاقة سببية مفهومة مع الهبوط الاقتصادي. وأخيرا، تركز قواعد البيانات حتى الأكثر شمولا منها على الأزمات المصرفية وأزمات العملة ولا تولي إلا اهتماما محدودا بضغط أسواق الأسهم وضغوط السيولة حصريا، كانهيار البورصة الأمريكية في عام ١٩٨٧ وانهيار صندوق التحوط الأمريكي "إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل" (Long-Term Capital Management) في عام ١٩٩٨. ونظرا لارتباط الرفع المالي في الأجهزة المصرفية بالتوريق، فقد يبدو من الضروري تحليل قنوات الوساطة المصرفية والمتعلقة بأسواق الأسهم في آن واحد لتحديد درجة التفاعل فيما بينها.

وللتغلب على هذه القيود، يعرف هذا الفصل نوبات الضغط المالي باعتبارها قيم متطرفة لمتغير مركب — "مؤشر الضغوط المالية" — الذي يتم إنشاؤه باستخدام مؤشرات قائمة على السوق في الوقت الحقيقي وذات درجة عالية من التواتر.° ويتم إنشاء مؤشر الضغوط المالية لكل بلد كمتوسط المؤشرات التالية:

- ثلاثة متغيرات مرتبطة بالبنوك: «معامل بيتا» لأسهم القطاع المصرفي؛<sup>٦</sup> والفرق بين أسعار الفائدة على

اهتزازات عنيفة في سوق التمويل بين البنوك.<sup>٤</sup> ومرة أخرى تحولت الأزمة مؤخرا تحولا جذريا، حيث أثارت الخسائر الكبيرة في أنشطة الائتمان استفسارات كثيرة حول قوة رؤوس الأموال في العديد من البنوك. وإضافة إلى ذلك، انتشرت الضغوط المالية في العديد من قطاعات السوق في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة على السواء، حيث اتسمت هذه القطاعات بالخسائر على جانب السيولة، وهبوط قيم الأصول وتزايد العزوف عن المخاطر وزيادة التقلبات. وقد تأثرت أسواق النقد الأجنبي كذلك بزيادة درجة عدم اليقين بشأن صحة وسلامة الأصول المالية العالمية وتأثير الضغط المالي على الأداء الاقتصادي. ونظرا لهذه السمات الهامة التي تتصف بها الاضطرابات الحالية في الأسواق المالية، فينبغي عند تصنيف نوبات الضغط المالي السابقة مراعاة الأوضاع السائدة في القطاع المصرفي، وحالة الوساطة المالية غير المصرفية في الأسهم والسندات، وسلوك أسواق النقد الأجنبي.

وقد اعتمدت الدراسات الأكاديمية للأزمات المالية إلى حد كبير على الروايات التاريخية للأزمات المصرفية النظامية المعروفة، عند تآكل رؤوس الأموال المصرفية، واضطراب أنشطة الإقراض، وظهور الحاجة غالبا لتدخل كبير من الدولة (راجع على سبيل المثال دراسة Caprio and Klingebiel, 2003). وللتوسع في هذا المنهج يمكن تعزيز الروايات التي تتناول الأزمات المصرفية بتلك الروايات عن أزمات العملة، عند استنفاد الاحتياطات وحدثت تغيرات كبيرة في آليات أسعار الصرف (راجع على سبيل المثال دراستي Kaminsky and Reinhart, 1999، و Reinhart and Rogoff, 2008). ولم يتم حتى الآن إجراء دراسات بنفس الشمولية لنوبات الضغط المرتبطة حصريا بأسواق الأسهم، لا سيما تلك النوبات التي اشتملت بلدانا متعددة، وإن كانت الدراسات المعنية بفرادى البلدان مفيدة (دراسة Shiller, 1999).

<sup>٤</sup> للاطلاع على تحليل تفصيلي لسوق التمويل فيما بين البنوك في سياق الاضطرابات الحالية، راجع الفصلين الأول والثاني من عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي لعام ٢٠٠٨. فقد جف المعروض من الأموال السائلة في السوق بين البنوك نتيجة احتياج العديد من البنوك لهذه الأموال، ولأن البنوك التي لديها فائض من الأموال أجمعت عن الإقراض، بسبب المخاوف السائدة حول مصداقية نظرائها. وقد أثر هذا الأمر على كلا البنوك التجارية، التي تعتمد إلى حد كبير على ودائع التجزئة لتمويل أنشطتها الإقراضية، والبنوك الاستثمارية و broker-dealers، التي تعتمد أكثر على أسواق التمويل بالجملة. أما البنوك الشاملة، التي تجمع بين خصائص البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، فقد عانت من قيود مشابهة.

<sup>٥</sup> تستخدم دراسة "Illing and Liu (2006)" منهاجا مشابها. <sup>٦</sup> معامل بيتا للأسهم المصرفية هو مقياس للعلاقة التبادلية بين نسبة مجموع العائد إلى مؤشر أسهم القطاع المصرفي ومؤشر البورصة الكلي. فإذا تجاوز معامل بيتا الواحد الصحيح - مما يشير إلى زيادة حركة الأسهم المصرفية مقارنة بسوق الأوراق المالية الكلية - فإن ذلك يفيد بأن القطاع المصرفي تزيد فيه المخاطر نسبيا. وبحسب مؤشر الضغوط المالية معامل بيتا باعتباره المعامل على العائدات المتحركة للمؤشر الفرعي للقطاع المصرفي في كل بلد منحدرًا على عائدات مؤشر سوق الأوراق المالية الكلية للبلد. ويراعي مؤشر الضغوط المالية معامل بيتا

## التعرُّف على نوبات الضغط المالي

متغيرات تسهل مراقبتها وحسابها على أساس مقارن بين مجموعة كبيرة من البلدان. ثانياً، التحركات الأوسع في أسعار الأصول المالية ينتظر أن تكون أكثر تأثيراً على قدرة المؤسسات المالية على تقديم خدمات الوساطة مقارنة بتأثيرها على قدرة بعض المؤسسات غير المالية على تمويل مشروع استثماري جديد، يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالتطورات في قطاعات أنشطتها. ثالثاً، من المفيد النظر مبدئياً في مجموعة كبيرة من أحداث الضغط المالي باستخدام أسعار الأصول ثم استخدام المتغيرات القائمة على أساس الكمية لتحديد أي من نوبات الضغط المالي تقتزن بهبوط اقتصادي معين. فالفرضية الأساسية هنا تتمثل في أن مجموعة فرعية فقط من المجتمع الإحصائي لنوبات الضغط المالي القائمة على أساس أسعار الأصول هي التي تعكس العسر الأساسي الصحيح في الميزانيات العمومية لجهات الوساطة المالية المؤثرة في النشاط الاقتصادي الكلي عن طريق تقييد عرض الائتمان؛ أما البقية فلا تعكس إلا مجرد تصحيحات عادية في الأسواق.

وباستخدام المتغيرات السبع المذكورة أعلاه، يتم إنشاء مؤشر الضغوط المالية بالنسبة للسبعة عشر بلداً التي تشتمل عليها العينة. وتُعرَّف نوبات الضغط المالي بأنها تلك الفترات التي يكون فيها مؤشر بلد ما أعلى بمقدار انحراف معياري واحد من الاتجاه العام (المحدد باستخدام مرشح هودريك - بريسكوت)، مما يشير إلى حدوث تحرك مفاجئ في واحد أو أكثر من متغيرات القطاع المصرفي أو سوق الأسهم أو سوق النقد الأجنبي.

وقد تم تحديد ١١٣ نوبة من نوبات الضغط المالي على مدار الثلاثين سنة الماضية في السبعة عشر بلداً قيد الدراسة في هذا الفصل (الجدول ٤-١). ومن هذه النوبات، كانت هناك ٤٣ نوبة مدفوعة أساساً بضغط في القطاع المصرفي (أي أن المتغيرات المصرفية كانت المسؤولة عن معظم الزيادة في مؤشر الضغوط المالية)، و ٥٠ نوبة كانت تعكس أساساً اضطرابات في سوق الأسهم، و ٢٠ نوبة ترجع في الأساس لاضطرابات في سوق النقد الأجنبي. وفي بعض الحالات، انتقلت الضغوط في نهاية الأمر من أحد قطاعات النظام المالي إلى قطاعات أخرى. فعلى سبيل المثال، في ١٧ نوبة من النوبات السبعين التي عكست ضغوطاً في الأساس في أسواق الأسهم أو أسواق النقد الأجنبي، كانت المتغيرات المصرفية مسؤولة عن ثلث مستويات الذروة على الأقل في مؤشر الضغوط المالية. وهو ما يفيد بأن

القروض بين البنوك والعائد على أذون الخزانة قصيرة الأجل - والمعروف بفرق «تيد» (TED) - الذي يقيس العلاوة على أسعار الفائدة التي تفرضها البنوك على بعضها البعض على أذون الخزانة؛ وميل منحني العائد:

- ثلاثة متغيرات مرتبطة بأسواق الأسهم: فروق العائد على سندات الشركات؛ وعائدات أسواق الأسهم؛ ودرجة تقلب عائدات الأسهم مع تغير الوقت؛
- متغير واحد مرتبط بالصراف الأجنبي: درجة تقلب سعر الصرف الفعلي مع تغير الوقت؛<sup>٧</sup>

وتتمثل الفائدة من استخدام مثل هذا المؤشر في إمكانية تحديد التاريخ بدقة أكبر حسب ربع السنة بالنسبة لبداية نوبة الضغط المالي وذروتها ونهايتها وبالتالي حساب مدتها. وإضافة إلى ذلك، يسهل مثل هذا المؤشر من تحديد السمات الأساسية الأربعة لأحداث الضغط المالي: ألا وهي التحولات الكبيرة في أسعار الأصول (عائدات أسواق الأسهم والسندات)؛ والزيادة المفاجئة في المخاطر/عدم اليقين (تقلب أسعار الأسهم والنقد الأجنبي)؛ والتحولات المفاجئة في السيولة (فروق "تيد")؛ ومدى سلامة الجهاز المصرفي (معامل بيتا أسهم القطاع المصرفي ومنحني العائد، الذي يؤثر في مدى ربحية الوساطة في تحويل الخصوم قصيرة الأجل إلى أصول طويلة الأجل). وقد تسهم دراسة هذه المكونات الفرعية في تحديد أنواع نوبات الضغط المالي التي اقترنت بعواقب أكبر على مستوى الناتج: أهي المرتبطة بالقطاع المصرفي، أم المرتبطة بأسواق الأسهم، أم المرتبطة بالعملة، أو أنها كانت مزيج منها جميعاً.

ويستخدم هذا الفصل متغيرات الأسواق المالية (القائمة على أساس الأصول) لتحديد الفترات التي يكون فيها القطاع المالي خاضعاً للضغوط وتكون قدرته على الوساطة ضعيفة. وتتمتع هذه الاستراتيجية بثلاث ميزات أساسية بالمقارنة مع استخدام مؤشر قائم على أساس كمي (وهو المنهج الذي قد تقترحه دراسات تمويل الشركات). أولاً، المتغيرات القائمة على أساس أسعار الأصول هي

فقط عند أثناء الفترات التي تكون فيها العائدات سلبية وذلك بغية التركيز على الصدمات المعاكسة على البنوك. وبالتالي، فإن هذا المؤشر سوف يعكس في نوبات الضغط المرتفع هبوطاً كبيراً غير معتاد في أسعار الأسهم المصرفية مقارنة بأسعار السوق الكلية.

<sup>٧</sup> تقاس أوزان كل المتغيرات بمعكوس التباين فيها وذلك للحد من التأثير على المؤشر الكلي للمتغيرات الأكثر تقلباً. راجع الملحق ٤-١ حول إنشاء المؤشر.

الجدول ٤-١: إحصاءات وصفية حول نوبات الضغوط المالي

مدة النوبات	عدد النوبات <sup>١</sup>					
	الحالية (متوسط: أربع)	١٦	٣٤	٤٢	٣٧	١١٣
الضغوط المالي	٢,٤	١٦	٣٤	٤٢	٣٧	١١٣
مئة:						
المرتبط بالقطاع المصرفي	٢,٤	٤	١٢	١٩	١٢	٤٣
المرتبط بأسواق الأسهم	٢,٤	١١	١٩	١٢	١٩	٥٠
المرتبط بالنقد الأجنبي	٢,٤	١	٣	١١	٦	٢٠
للتذكرة:						
المرتبط بالقطاع المصرفي	٢,٦	١٠	١٩	٢٥	١٦	٦٠
مئة:						
أعلى من المستوى	٢,٤	٤	٩	١٣	٩	٣١
الوسيط للمنافسة الحرة						
أدنى من المستوى	٢,٩	٥	٩	١١	٧	٢٧
الوسيط للمنافسة الحرة						

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي  
<sup>١</sup> البلدان المتضمنة هي أستراليا والنمسا وبلجيكا وكندا والدانمرك وفنلندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وهولندا والنرويج وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

هناك ٦٠ نوبة ضغوط مالي على الأقل في العينة التي تضم نوبات الضغوط المالي المرتبطة بالقطاع المصرفي - أي النوبات التي كان القطاع المصرفي يشكل فيها أهم عامل أو ثاني أهم عامل - تسهم في ثلث مستويات الذروة على الأقل في مؤشر الضغوط المالية.

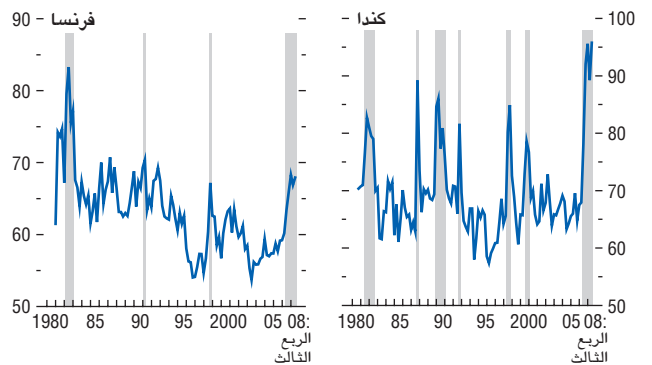
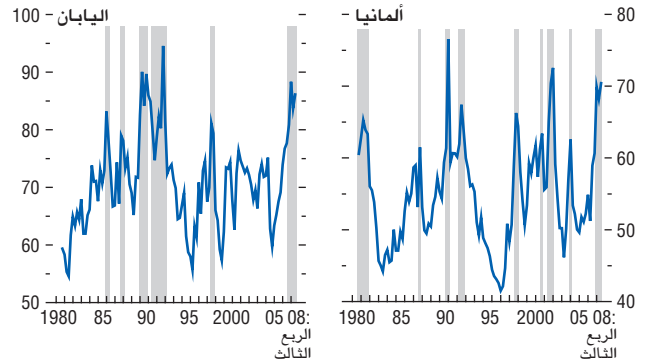
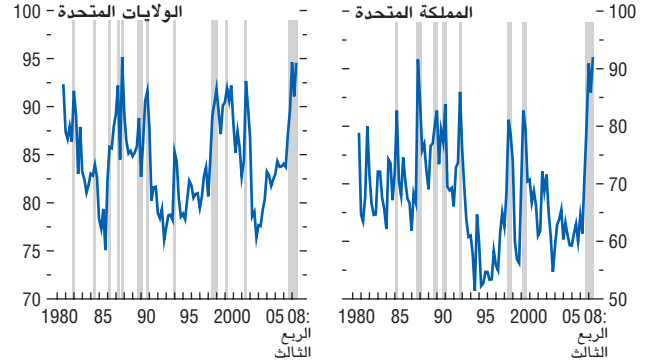
ويرصد مؤشر الضغوط المالية بدقة على ما يبدو النوبات المالية العالمية<sup>٨</sup>. فالأزمة المالية الراهنة، التي بدأت في ٢٠٠٧، تتسم ببعد عالمي كبير بحيث تؤثر بالفعل في كل البلدان التي اشتملت عليها العينة (الشكلان البيانيان ٤-٢ و٤-٣). ومن بين النوبات السابقة التي أثرت في آن واحد على غالبية البلدان التي اشتملت عليها العينة انهيار سوق الأسهم في عام ١٩٨٧، وانهيار مؤشر نيكاي/السندات الرديئة في أواخر الثمانينات، والأزمات المصرفية الاسكندنافية في ١٩٩٠، وأزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية في ١٩٩٢، وانهيار صندوق «إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل»، إلا أن تأثير نوبة الضغوط المالي الحالية يبدو الأوسع نطاقا.

ويرصد مؤشر الضغوط المالية بدقة كذلك اتساع نطاق نوبة الضغوط المالي الحالية في أوائل ٢٠٠٨ من مصدرها في القطاع المصرفي لتؤثر في أسواق الأسهم

<sup>٨</sup> من ١١٣ نوبة ضغوط مالية تم تحديدها في العينة، هناك ٨٧ نوبة أثرت في نفس الوقت في بلدين أو أكثر.

الشكل البياني ٤-٢: مؤشر الضغوط المالية (المساحات المظلمة تشير إلى نوبات الضغوط المالي)

يرصد مؤشر الضغوط المالية على ما يبدو نوبة الضغوط المالي الحالية في جميع البلدان التي تشتمل عليها العينة.

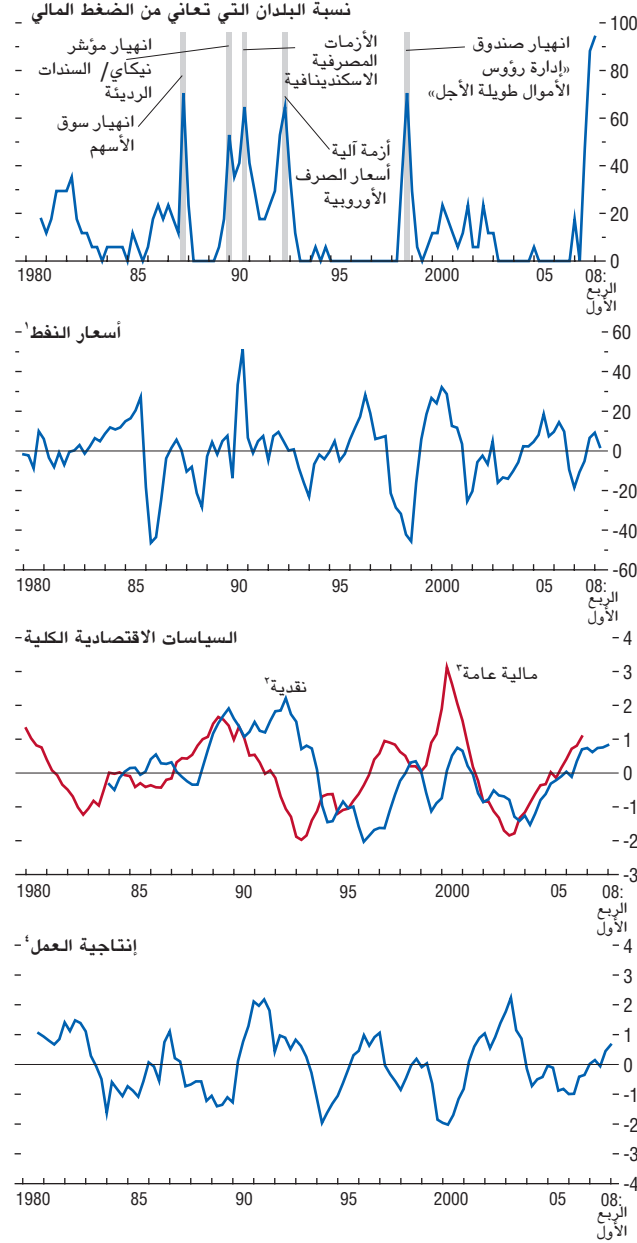


المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## التعرف على نوبات الضغط المالي

### الشكل البياني ٤-٣: الضَّغط المالي والصدمات

غالبا ما تكون نوبات الضغط المالي مترامنة حول أحداث نُظمية، مما يتضح من تجمعها في قليل من فترات ذروة النشاط الاقتصادي. وتتوافق نوبات الضغط المالي عموما مع حالات صدمات السياسة النقدية، ولكنها لا ترتبط بعلاقة تبادلية مع الصدمات الأخرى.



المصدر: شركة "Haver Analytics"، وقاعدة بيانات نظام دعم أسعار السلع الأساسية التابع لصندوق النقد الدولي؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقدير "الأفاق الاقتصادية" لعام ٢٠٠٨، الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup> تقاس أسعار النفط بالتضخم الأمريكي (مؤشر أسعار المستهلك) وهي تمثل الانحرافات عن الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت. <sup>٢</sup> تقاس سياسة المالية العامة باستخدام انحرافات صافي الإقراض الحكومي عن الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت. <sup>٣</sup> تقاس إنتاجية العمل بالنسبة للاقتصاد ككل كنسبة إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لمجموع العمالة وهي تمثل الانحرافات عن الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت. ولا توجد بيانات متاحة بالنسبة لكل من النمسا وبلجيكا والدانمرك وإسبانيا وسويسرا.

وأسواق النقد الأجنبي (الشكل البياني ٤-٤). وعضافة إلى ذلك، يوضح المؤشر أن جميع النوبات السابقة المرتبطة بضغط القطاع المصرفي اشتملت كذلك على عناصر كبيرة مرتبطة بأسواق الأسهم.

وتوضح مؤشرات الضغوط المالية المعنية بكل بلد على حدة بالنسبة للفترة السبعة عشر بلدا التي يتناولها هذا الفصل أن مستويات الذروة في مؤشر الضغوط المالية، والتي تتوافق مع فترات الضغط المالي، كانت تتداخل عموما بدقة مع نوبات الضغط المالي المعروفة في هذه البلدان على مدار العقود الثلاثة الماضية، بما في ذلك النوبة الحالية (راجع الشكل البياني ٤-٢). وبالتحديد، يرصد مؤشر الضغوط المالية أكثر من ٩٠٪ من الأزمات المصرفية وأكثر من ٨٠٪ من أزمات العملة المحددة في الدراسات.<sup>٩</sup>

ونظرا لأن مستويات الذروة في مؤشر الضغوط المالية تقتزن بأحداث معروفة كحالات انهيار أسواق الأسهم/ السندات أو الأزمات المصرفية، فهل يمكن ببساطة أن يعكس المؤشر صورة التغيرات التي تطرأ على الأساسيات الاقتصادية الأخرى التي يمكن أن تؤثر مباشرة في الدورة الاقتصادية؟ فإذا ما وضعنا في الحسبان أربعة أنواع من تلك الصدمات - على أسعار النفط، وإنتاجية العمل، وسياسة المالية العامة، والسياسة النقدية - فإن الأدلة تشير إلى أن مستويات الذروة في مؤشر الضغوط المالية لا ترتبط بالنفط ولا بإنتاجية العمل ولا السياسات الاقتصادية الكلية (راجع الشكل البياني ٤-٣، اللوحات السفلية الثلاث).<sup>١٠</sup> ويبدو أن العلاقة تكون أكبر مع السياسة النقدية، وإن كان ذلك متوقعا، نظرا لأن السياسة النقدية (المقاسة بفرق سعر الفائدة بين الأجلين) هي عنصر فرعي من مؤشر الضغوط المالية بحد ذاته، حيث يتم إدراجها في

<sup>٩</sup> يرصد مؤشر الضغوط المالية ١٠٠٪ من النوبات المحددة في الدراسات إذا ما تم تفسير مدتها بشكل أعم - أي إذا ما اتسع نطاق الفترة المحيطة بالذروة في حدود بضعة أرباع السنة.

<sup>١٠</sup> يأتي تعريف هذه الصدمات كانعكاس لتعريف لنوبات الضغط المالي: (١) تعرف صدمات أسعار النفط أو إنتاجية العمل بأنها الحالات التي تكون فيها التغيرات في هذه المؤشرات أعلى بمقدار انحراف معياري واحد من الاتجاه العام؛ (٢) وصددمات السياسة المالية، بأنها الحالات التي تكون نسبة صافي الإقراض/ الاقتراض الحكومي إلى إجمالي الناتج المحلي أعلى بمقدار انحراف معياري واحد من الاتجاه العام؛ (٣) وصددمات السياسة النقدية، بأنها الحالات التي يكون فيها فرق أسعار الفائدة بين الأجلين أعلى بمقدار انحراف معياري واحد من الاتجاه العام. وفي جميع الحالات، تحسب الانحرافات عن الاتجاه العام باستخدام مرشح هودريك - بريسكوت. ويقدم الشكل البياني ٤-٣ بيانا بأول عناصر أساسية في هذه المؤشرات المالية والنقدية والمتعلقة بإنتاجية العمل في مختلف البلدان التي يتناولها هذا الفصل بالدراسة.

المؤشر لأن الضغط المالي يبدو مقترنا بموقف السياسة النقدية وفقا لما ينعكس في فرق سعر الفائدة بين الأجلين الطويل والقصير.

وفي المجمل، يبدو مؤشر الضغوط المالية مؤشرا شاملا يحدد بنجاح نوبات الضغط المالي الأساسية بالنسبة لعينة البلدان قيد الدراسة ويوفر أساسا سليما لفحص العواقب الاقتصادية الكلية لمثل هذا الضغط.

## الضغط المالي والتباطؤ الاقتصادي والركود

كم عدد نوبات الضغط المالي التي تم تحديدها باستخدام مؤشر الضغوط المالية أعقبها تباطؤ اقتصادي أو ركود تام؟ وكيف تختلف النوبات المتبوعة بهبوط اقتصادي عن تلك النوبات التي لم يعقبها هبوط؟

- يعقب نوبة الضغط «هبوط» اقتصادي إذا ما انخفض مستوى إجمالي الناتج المحلي الحقيقي أقل من الاتجاه العام (المحدد باستخدام مرشح هودريك - بريسكوت) في غضون ستة أرباع السنة من بداية الضغط المالي.
- ويعقب نوبة الضغط «ركود» إذا ما بدأت دورة اقتصادية من الذروة إلى القاع، والمحددة باستخدام المنهجية الموضحة في دراسة «Harding and Pagan (2002)» وعدد إبريل ٢٠٠٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، في غضون ستة أرباع السنة من بداية الضغط المالي.<sup>١١</sup>

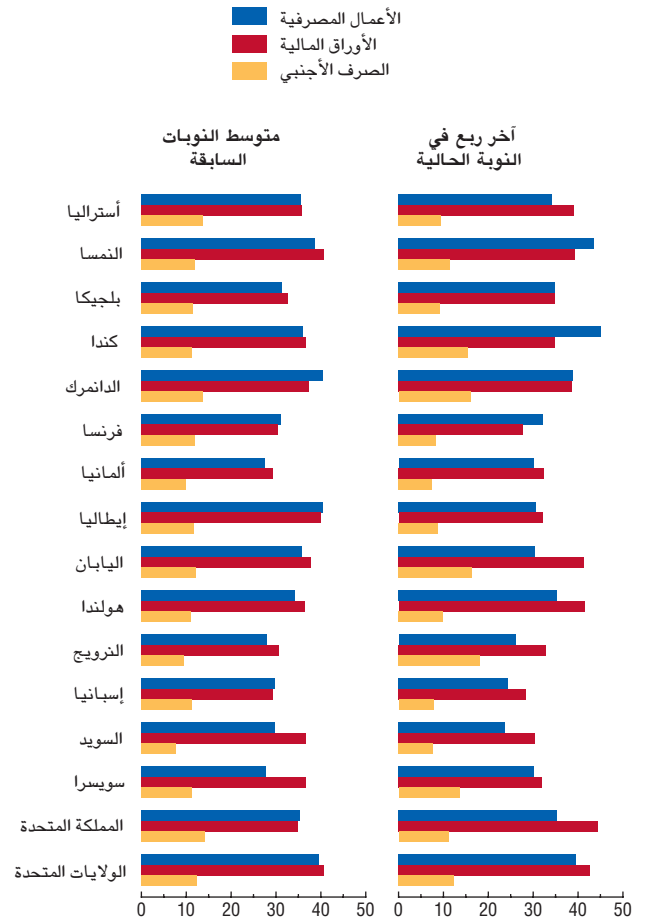
ويسعى هذا الفصل إلى تحديد السمات الرئيسية لنوبات الضغط المالي المتبوعة في النهاية بموجات من الهبوط الاقتصادي، وليس تقدير ما إذا كان الضغط المالي «يتسبب» في موجات الهبوط الاقتصادي، وذلك اعترافا بالتحديات التحليلية والتجريبية الكبيرة التي تواجه عملية تحديد العلاقة السببية.<sup>١٢</sup> ومع ذلك، يسعى هذا التحليل إلى تحديد، إلى حد ما، الصدمات الأخرى — وأهمها الصدمات النقدية والمالية العامة والمتعلقة بسعر النفط وإنتاجية العمل — التي قد تؤثر في العلاقة بين الضغط المالي والدورات الاقتصادية.

<sup>١١</sup> في الولايات المتحدة مثلا، كانت آخر فترة ركود في عام ٢٠٠١، بينما حدث آخر تباطؤ اقتصادي عند هبوط إجمالي الناتج المحلي دون الاتجاه العام خلال الفترة من الربع الأخير من عام ٢٠٠٧ إلى الربع الأول من ٢٠٠٨.

<sup>١٢</sup> هناك على سبيل المثال العديد من الصدمات التي تؤثر في كلا النظام المالي والاقتصاد، وبالرغم من أن النظام المالي قد يضخم هذه الصدمات، فسوف يتعذر تمييز الآثار المباشرة للصدمات من الآثار التضخمية.

## الشكل البياني ٤-٤: مساهمة الأعمال المصرفية والأوراق المالية والصراف الأجنبي في نوبة الضغط المالي الراهنة

اتسع نطاق نوبة الضغط المالي التي بدأت في ٢٠٠٧ نتيجة مساهمة القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية والصراف الأجنبي. وتشير النوبات السابقة إلى وجود مساهمة قوية من القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
 ١ مجموع العناصر يساوي مستوى مؤشر الضغوط المالية في الفترة المعنية. راجع الملحق ٤-١ للاطلاع على التفاصيل.

الجدول ٤-٢: الإحصاءات الوصفية للضغوط المالية وموجات التباطؤ وفترات الركود

التأخر الزمني حتى الهبوط الاقتصادي (متوسط: أرباع)	خسارة الناتج (متوسط: % من إجمالي الناتج المحلي)		المدة (متوسط: أرباع)		حجم العينة	
	متوسط	تراكمي <sup>٢</sup>	التباطؤ أو الركود <sup>١</sup>	الضغط المالي		
٢,٤	٠,٧-	٧,٦-	٧,٦	٢,٤	١١٣	الضغط المالي منه:
٢,٤	٠,٧-	٧,٦-	٧,٦	٢,٧	٢٩	متبوع بتباطؤ اقتصادي
١,٨	٠,٨-	٩,٣-	٨,٤	٣,٢	١٨	مرتبط بالقطاع المصرفي
٢,٣	١,٢-	١٣,٨-	٦,٨	٣,٠	٢٩	متبوع بركود
٢,٠	١,٥-	١٩,٨-	٧,٦	٤,٠	١٧	مرتبط بالقطاع المصرفي
				٢,٠	٥٥	أخرى
	٠,٦-	*٤,١-	*٥,١		١٠٩	تباطؤ غير مسبوق بضغط مالي <sup>٤</sup>
	٠,٩-	*٥,٤-	*٣,١		٣١	ركود غير مسبوق بضغط مالي <sup>٤</sup>

<sup>١</sup> مدة التباطؤ: عدد الأرباع التي يكون خلالها إجمالي الناتج المحلي دون الاتجاه العام: مدة الركود: عدد الأرباع حتى يصل إجمالي الناتج المحلي إلى مستوى الذروة أو يتجاوزها.  
<sup>٢</sup> خسارة الناتج في التباطؤ: خسارة الناتج التراكمية أقل من الاتجاه العام: خسارة الناتج التراكمية حتى الانتعاش.  
<sup>٣</sup> عدد أرباع السنة بين بداية الضغط المالي والتباطؤ أو الركود.  
<sup>٤</sup> عامات النجمة تشير إلى الاختلاف بين موجات التباطؤ المسبوقة بضغط مالي ذي دلالة قدرها ١٠٪ أو أفضل.

وغالبا ما يؤدي الضغط المالي إلى تغيير أنماط الهبوط الاقتصادي (الشكل البياني ٤-٦) وذلك على غرار ما يتضح من فحص ديناميكيات المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة في بداية موجات الهبوط.<sup>١٣</sup> وعلى وجه التحديد، فإن موجات التباطؤ إذا ما سبقها ضغط مالي فإنها غالبا ما تتسم باستواء منحني نمو الاستهلاك، وبالاستثمار الذي يعقب دورة انتعاش وكساد، وبالتحسن الملحوظ في رصيد الحساب الجاري، وبترجع التضخم وأسعار الفائدة. ويزداد وضوح التغييرات النمطية بالنسبة لموجات التباطؤ ويقل وضوحها بالنسبة لفترات الركود، مما قد يوحي بأن هذه الأخيرة قد تكون مدفوعة إلى حد كبير بتفاعل الضغط المالي مع صدمات أخرى.

لماذا ترتبط بعض نوبات الضغط المالي بموجات من الهبوط الاقتصادي؟

حوالي نصف نوبات الضغط المالي فقط التي تم تحديدها باستخدام مؤشر الضغوط المالية كان يعقبها موجات تباطؤ أو فترات ركود. فما الذي يحدد ما إذا كانت نوبة الضغط المالي ستكون متبوعة بتباطؤ أو ركود؟ وما

وبناء على التعاريف المذكورة أعلاه، نجد أنه من بين نوبات الضغط المالي المحددة هنا والبالغ عددها ١١٣ نوبة ضغط مالي، هناك ٢٩ نوبة أعقبها موجات تباطؤ و٢٩ نوبة أعقبها فترات ركود. أم النوبات المتبقية والبالغ عددها ٥٥ نوبة فلم يعقبها موجات هبوط اقتصادي (الجدول ٤-٢).

وقد بلغ متوسط فترة التأخر بين بداية الضغط المالي والهبوط الاقتصادي الذي أعقبه حوالي سبعة أشهر. غير أن هذا التأخر يحجب تباينات كبيرة: فقد حدث حوالي نصف موجات الهبوط الاقتصادي خلال ربع سنة من بداية الضغط المالي، وإن استغرق موجات الهبوط الاقتصادي أكثر من سنة لكي تتحقق خلال ربع نوبات الضغط المالي (الشكل البياني ٤-٥).

والأهم من ذلك أن موجات التباطؤ والركود التي سبقتها نوبات ضغط مالي كانت أطول أمداً وكانت، بسبب ذلك إلى حد ما، أكثر حدة من تلك الموجات التي لم تسبقها نوبات ضغط مالي. وبلغت خسائر الناتج التراكمية الوسيطة (مقارنة بالاتجاه العام أو حتى حدوث الانتعاش) حوالي ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي لموجات التباطؤ التي جاءت في أعقاب الضغط المالي و ٤,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي لموجات الركود التي أعقبت الضغط المالي، وكانت أكبر من ذلك كثيرا لموجات التباطؤ والركود التي لم تسبقها نوبات ضغط مالي (حوالي ١,٥٪ و ٢,٥٪، بالترتيب) (راجع الشكل البياني ٤-١).

<sup>١٣</sup> تستخدم الرسوم البيانية نطاقا مكونا من ١٢ ربعا ولا تبين إلا النوبات "المكتملة" (النوبات التي تمتد على مدار ١٢ ربعا من البداية إلى النهاية). وبالتالي، فإنها لا تتضمن إلا تلك الموجات من الهبوط الاقتصادي التي بدأت في الفترة بين الربع الأول من عام ١٩٨٣ والربع الأول من عام ٢٠٠٥.

هي السمات التي تتصف بها نوبات الضغط التي تسبق أشد موجات الهبوط وأطولها؟ وللإجابة على هذين السؤالين، تُعقد المقارنة فيما بين نوبات الضغط المالي المتبوعة بهبوط اقتصادي، وعلى امتداد بعدين، هما: (١) سمات نوبة الضغط المالي بحد ذاتها، وتحديدًا طبيعة الصدمة المالية (ما إذا كانت مرتبطة بالجهاز المصرفي أو سوق الأسهم أو سوق النقد الأجنبي)؛ (٢) المركز المالي لجهات الوساطة المالية والأسر والشركات في بداية نوبة الضغط.

### هل يختلف الضغط المالي المرتبط بالقطاع المصرفي؟

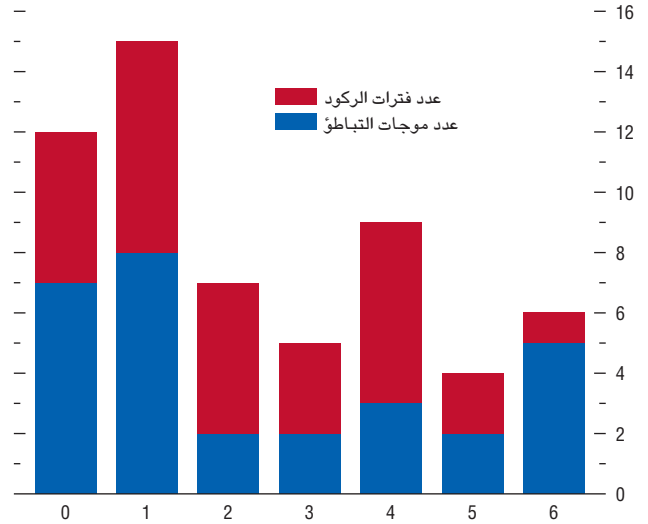
تقترن ضغوط الجهاز المصرفي بعواقب أكبر على مستوى الناتج مقارنة بنوبات الضغط المرتبطة حصريًا بأسواق الأسهم أو أسواق النقد الأجنبي، والتي يظل الجهاز المصرفي بعيدًا عن التأثير بها إلى حد كبير (الشكل البياني ٤-٧). فنحو ٦٠٪ من نوبات الضغط المالي التي تعقبها موجات هبوط هي نوبات مرتبطة بالجهاز المصرفي. وإضافة إلى ذلك، فإن موجات التباطؤ وفترات الركود المسبوقة بنوبات ضغط مصرفي غالبًا ما تستمر لوقت أطول وتقترن بخسائر أكبر في متوسط إجمالي الناتج المحلي مقارنة بموجات الهبوط وفترات الركود المسبوقة بأنواع أخرى من الضغط المالي أو التي لم يسبقها ضغط مالي على الإطلاق (راجع الجدول ٤-٢).

ويتراجع نمو الأصول المصرفية تراجعًا كبيرًا عندما تكون نوبات الضغط المالي المرتبطة بالقطاع المصرفي متبوعة بفترات ركود أو موجات تباطؤ، مقارنة بنوبات الضغط المالي التي لا يعقبها موجات هبوط اقتصادي (الشكل البياني ٤-٨، اللوحة العلوية). وعلى وجه العموم، رغم أن موجات الهبوط الاقتصادي تقترن في الغالب بهبوط في الطلب على الائتمان، فإن تكلفة رأس المال ترتفع ارتفاعًا ملحوظًا أثناء موجات التباطؤ أو فترات الركود المقترنة بنوبات الضغط المالي المرتبطة بالجهاز المصرفي (الشكل البياني ٤-٨، اللوحة السفلية).<sup>١٤</sup> وبينما يتعذر تناول مسألة العلاقة السببية العكسية بين فترات

### الشكل البياني ٤-٥: التأخر الزمني بين الضغط المالي والهبوط الاقتصادي

(بداية نوبة الضغط المالي عند  $t = ٠$  = صفر: أرباع السنة على المحور السيني؛ عدد موجات التباطؤ أو فترات الركود التي تبدأ في الربع المعين على المحور الصادي)

في معظم الحالات تتحقق موجات الهبوط الاقتصادي خلال فترة قصيرة (في غضون ربع واحد) من بداية نوبة الضغط المالي، ولكن لم تُشاهد أي فترات تأخير زمني أطول من ذلك.



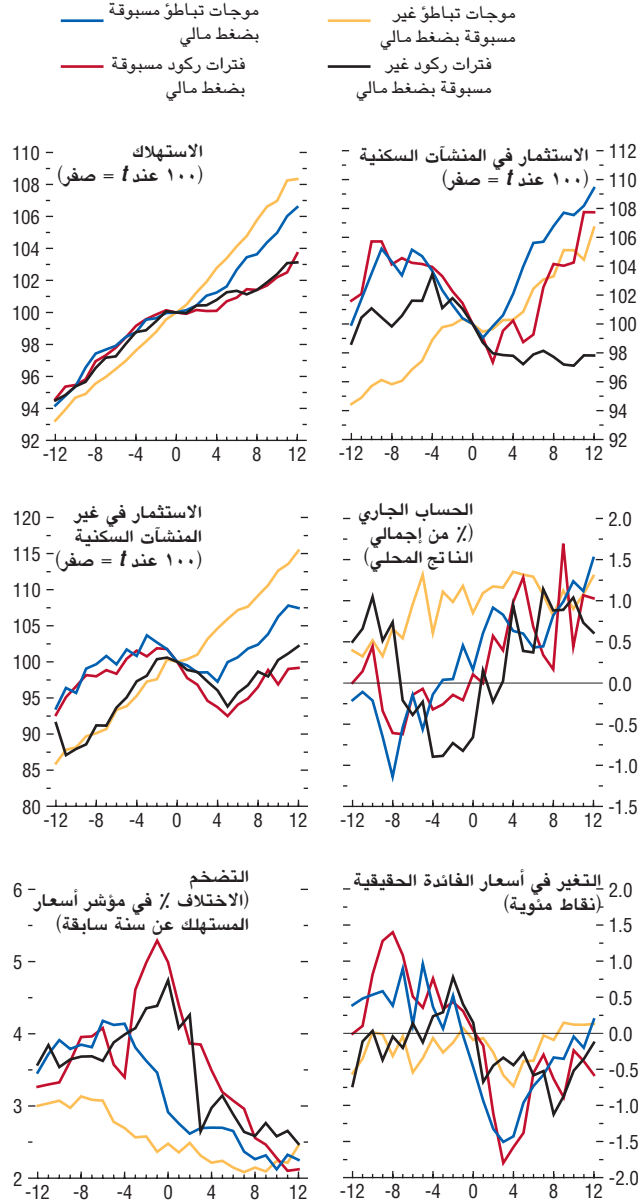
المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١٤</sup> تُعرّف تكلفة رأس المال هنا بأنها المتوسط المرجح للتكلفة الحقيقية للملكية، والتكلفة الحقيقية للدين، وأسعار الفائدة الحقيقية على القروض، باستخدام الحصص النسبية للأسهم والسندات والقروض في خصوم الشركات غير المالية. للاطلاع على مزيد من التفاصيل راجع الملحق ٤-١.

## الضغط المالي والتباطؤ الاقتصادي والركود

### الشكل البياني ٤-٦: متغيرات كلية مختارة حول موجات الهبوط الاقتصادي المرتبطة وغير المرتبطة بضغط مالي (وسيط؛ بداية الانكماش الاقتصادي عند t = صفر؛ الأرباع على المحور السيني)

حدوث الضغط المالي يغير نمط موجات الهبوط الاقتصادي. وعلى وجه التحديد، يتأثر شكل موجات التباطؤ.



المصادر: شركة "Haver Analytics"، وقاعدة بيانات تقرير "الإحصاءات المالية الدولية" الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup>كلها في الوقت الحقيقي، والعينة ثابتة بالنسبة لجميع الأرباع.

الركود والضغط المالي باستخدام الأساليب التجريبية، مما يشير إلى ملاءمة توخي الحذر في تفسير هذه النتائج، فإن هذه النتائج تنسجم مع وجهة النظر القائلة إن تراجع عرض الائتمان — أزمة الائتمان التقليدية أو ضائقة الائتمان — هو العامل الرئيسي الذي يربط بين نوبات الضغط المالي المرتبطة بالأجهزة المصرفية وموجات الهبوط الاقتصادي.

### هل تشكل الأوضاع المبدئية أي أهمية؟

بعد دراسة طبيعة الصدمات، تتناول الدراسة التحليلية الآن تقدير ما إذا كان احتمال حدوث موجة هبوط اقتصادي يعتمد على الأوضاع المبدئية. وتشير الأدلة إلى أن ديناميكية الائتمان وأسعار الأصول والمركز المالي لجهات الوساطة المالية والأسر والشركات في الفترة التي تسبق نوبة الضغط هي عوامل ضرورية لتحديد التأثير الاقتصادي للصدمة المالية.

- ترتفع أسعار المساكن ونسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي بسرعة أكبر كثيرا مع تحسن الدورة المالية في نوبات الضغط المالي المتبوعة بموجات تباطؤ أو فترات ركود (الشكل البياني ٤-٩). وتؤكد الاختبارات الإحصائية أنه من الأرجح أن تكون الاضطرابات المالية متبوعة بموجة هبوط اقتصادي أو فترة ركود تام إذا كانت مسبقة بتزايد سريع في أسعار المساكن والائتمان (الشكل البياني ٤-١٠).
- تزداد شدة اعتماد المؤسسات على مصادر التمويل الخارجية — أي بنسب صافي الاقتراض العالية — في الفترة التي تسبق حدوث نوبات الضغط المالي المتبوعة بموجات الهبوط الاقتصادي (راجع الشكلين البيانيين ٤-٩ و٤-١٠). فزيادة الاعتماد المبدئي على التمويل الخارجي يجعل المؤسسات أكثر عرضة للمخاطر أثناء هبوط الدورة المالية، وقد يجبرها على تصحيح خطط الإنفاق بصورة حادة في أعقاب نوبة الضغط المالي، الأمر الذي يمهد الطريق أمام زيادة التأثير الواقع على الاقتصاد الحقيقي.
- يبدو أن نوبات الضغط المالي المتبوعة فقط بفترات ركود (وليس موجات تباطؤ) هي التي تتميز بأن قطاع الأسر يكون «أكثر عرضة للمخاطر» من حيث الاعتماد على التمويل الخارجي (راجع الشكل البياني ٤-٩). ومما لا شك فيه، أن نسبة صافي الاقتراض الوسيط لقطاع الأسر (انحرافا عن الاتجاه العام) يكون



أعلى كثيرا في بداية نوبات الضغوط المالي المتبوعة بفترات ركود مما هو الحال أثناء تلك النوبات المتبوعة بموجات تباطؤ أو التي لا يعقبها أي تراجع في النشاط الاقتصادي (راجع الشكل البياني ٤-١٠).

وتفيد الدراسة التحليلية أنه في حالة تحول اتجاه الدورة المالية، وهو ما تدل عليه بداية نوبة الضغوط في الأسواق المالية، فإن احتمال حدوث هبوط في النشاط الاقتصادي يزداد بزيادة الاختلالات المالية المبدئية — أي عندما تكون المؤسسات والأسر أكثر عرضة لمخاطر تراجع الائتمان وأسعار الأصول. وبالتحديد، يقترن تعرض الأسر للمخاطر على ما يبدو بزيادة حدة الانكماش في النشاط الاقتصادي.

ويمكن البحث بصيغة أكثر رسمية في درجة الاختلالات المالية المبدئية واعتماد المؤسسات والأسر على التمويل الخارجي التي يمكن أن تفسر حدة موجات الهبوط الاقتصادي التي تتبعها. فتراكم خسارة الناتج في أعقاب نوبات الضغوط المالي تكون انحدارية على (١) الزيادة المفاجئة في الائتمان وأسعار الأصول قبل بداية نوبة الضغوط، و(٢) نسبة صافي اقتراض المؤسسات والأسر في بداية النوبة، و(٣) متغير بديل لحدة الصدمة المالية، ألا وهو مدة نوبة الضغوط.

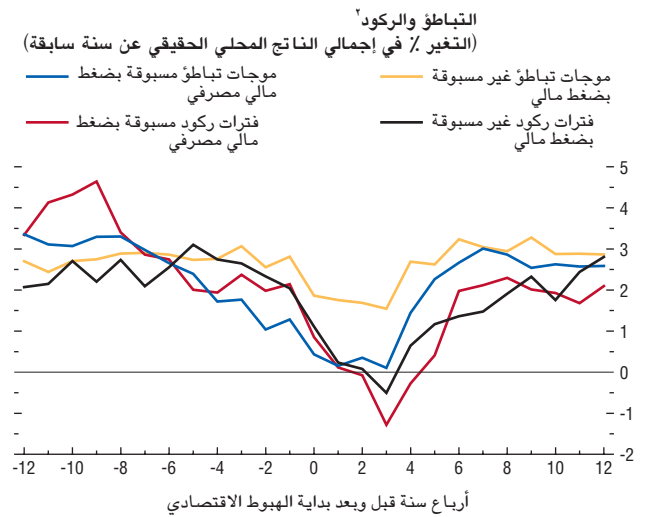
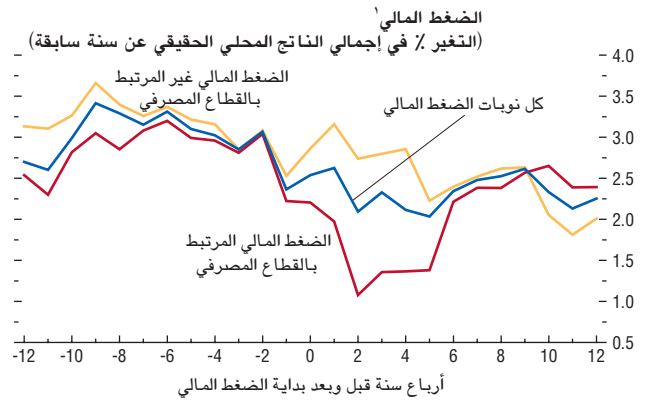
ويتضمن الجدول ٤-٣ النتائج الأساسية لنماذج الانحدار:<sup>١٥</sup>

- تدخل نسبة صافي اقتراض المؤسسات بشكل ملحوظ في كل المواصفات تقريبا في بداية نوبة الضغوط المالي، الأمر الذي يؤكد أهمية الصلة بين اعتماد المؤسسات المبدئي على القروض الخارجية وشدة الهبوط في النشاط الاقتصادي.
- أما نسبة صافي اقتراض الأسر في بداية نوبة الضغوط فهي تكون ذات دلالة إحصائية عند دراستها وحدها، ولكنها تفقد هذه الدلالة لدى إضافة مركز الاقتراض الصافي للمؤسسات. غير أنها تواصل التأثير في شدة خسائر الناتج عندما تتفاعل مع مدة نوبة الضغوط المالي، مما يشير إلى أهمية مركز الأسر خصوصا عند إصابة الاقتصاد بصدمة مالية مستمرة.

<sup>١٥</sup> تُقاس حدة التباطؤ باستخدام خسارة الناتج التراكمية أثناء الفترة التي يتراجع خلالها الناتج دون الاتجاه العام؛ راجع الجدول ٤-١ للاطلاع على مزيد من التفاصيل. وتقاس حدة الركود بالخسائر المسجلة حتى الانتعاش.

### الشكل البياني ٤-٧: الضغوط المالي وموجات التباطؤ وفترات الركود المرتبطة بالقطاع المصرفي (وسيط: الأرباع على المحور السيني)

تقترن أشد موجات الهبوط الاقتصادي بضغط مالي مرتبط بالقطاع المصرفي.



المصادر: شركة "Haver Analytics"؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقرير "الأفاق الاقتصادية" لعام ٢٠٠٨، الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> الاختلاف بين نوبات الضغوط المالي المصرفية والنوبات غير المصرفية له دلالة إحصائية في ١٠٪ على الأقل من الأرباع ٠ و١ و٢ و٣ و٤. والعينة ثابتة بالنسبة لكل الأرباع.  
<sup>٢</sup> الاختلاف بين موجات التباطؤ المسبقة بنوبات الضغوط المالي المصرفية وموجات التباطؤ غير المسبقة بنوبات ضغط مالي له دلالة إحصائية في ١٠٪ على الأقل بالنسبة للفترات من ٦-٤ إلى ٦+٤. والعينة ثابتة بالنسبة لكل الأرباع.

## هل أثرت الابتكارات المالية في مدى التفاعل بين الضغط المالي والدورات الاقتصادية؟

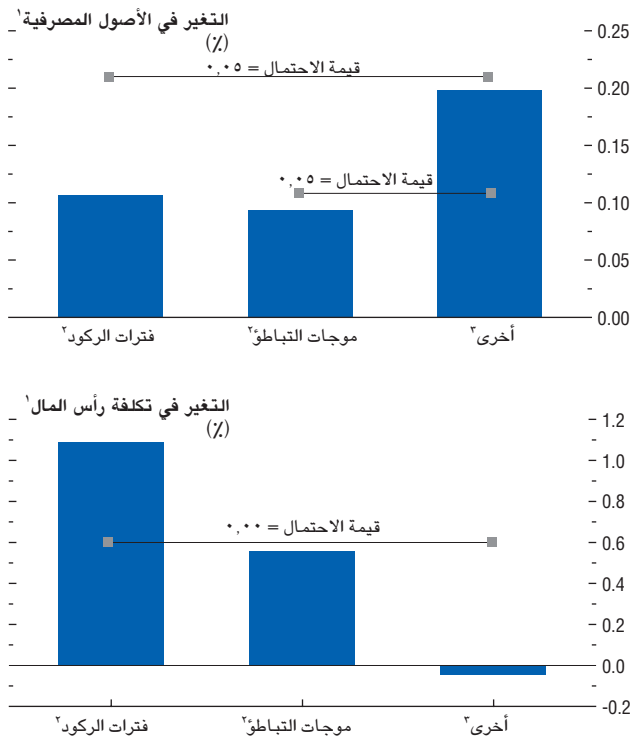
ويسعى هذا الفصل إلى تعريف العوامل التي تحدد ما إذا كانت نوبات الضغط المالي تعقبها موجات هبوط اقتصادي. وبالتالي، يتمثل التحدي الرئيسي في تحديد أصول الصدمات التي تصيب الاقتصاد وخلق التفاعلات المتشابكة بين القطاعين المالي والحقيقي. فالواقع الذي يقضي بأن ضغوط القطاع المالي تسبق حدوث هبوط اقتصادي لا يعني أن الضغوط المالية تقود إلى تطورات لاحقة في القطاع الحقيقي: وذلك لأن الأطراف المشاركة في الأسواق المالية تستند إلى منظور استشرافي، وقد تكون نوبة الضغط المالي مجرد تعبير عن تحسب هذه الأطراف لحدوث تدهور أساسي في القطاع الحقيقي. ولمعالجة هذه المشكلة، يتناول هذا الفصل أربعة أنواع من الصدمات التي يمكن اعتبارها حالات تدهور خارجية أساسية في سياق القطاع الحقيقي، وهي: صدمة أسعار النفط، وصدمة السياسة النقدية، وصدمة سياسة المالية العامة، وصدمة إنتاجية العمل. ومثلما يتضح في الشكل البياني ٤-١١، نجد أنه عند اقتران إحدى هذه الصدمات بنوبة ضغط مالي يحدث هبوط اقتصادي أكثر حدة عما يكون عليه الحال عند وقوع الصدمة وحدها. وهو ما يوحي بأن الضغط المالي له تأثير يمكن تحديده بصورة مستقلة.

## هل أثرت الابتكارات المالية في مدى التفاعل بين الضغط المالي والدورات الاقتصادية؟

لا تزال البنوك تشكل أهمية في تفسير اقتران بعض نوبات الضغط المالي بعواقب أشد على مستوى الناتج (راجع الشكل البياني ٤-٧). فلماذا لا تزال البنوك لها هذه الأهمية البالغة رغم الابتكارات المالية وظهور مصادر التمويل غير المصرفية؟ تبدو الابتكارات المالية قادرة على الحد من الدور المحوري الذي تمارسه البنوك وذلك بتوفير قنوات بديلة للمؤسسات والأسر للحصول على التمويل، وهي قنوات ترخي القيود على الضمانات بالنسبة للمقترضين وتخفف الأثر العكسي للضغط المالي على تكلفة رأس المال بالنسبة للبنوك. ومع ذلك، حتى مع تطور دور البنوك بمرور الوقت، فلا تزال علاقتها التبادلية بأسواق الأسهم هي من السمات الضرورية لكثير

### الشكل البياني ٤-٨: تكلفة رأس المال ونمو الأصول المصرفية في نوبات الضغط المالي المصرفية (متوسط: التغيير عن سنة قبل بداية الضغط المالي إلى سنة بعدها)

تتسم نوبات الضغط المالي المرتبطة بالقطاع المصرفي بانخفاض معدل نمو الأصول المصرفية وارتفاع تكلفة رأس المال بعد ذلك.



المصادر: قاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> قيمة الاحتمال المبلغتة تشير إلى اختبار الفترة t ثنائي الطرف على الاختلاف بين المتوسطين.

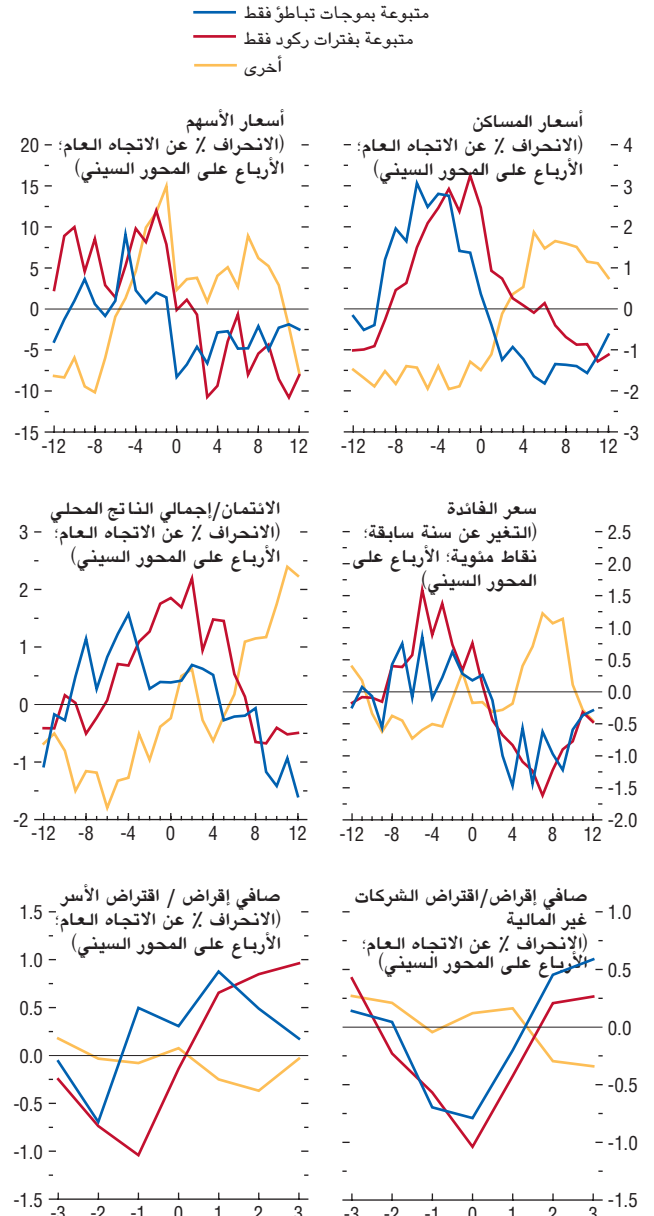
<sup>٢</sup> نوبات الضغط المالي المصرفية المتبوعة بموجات تباطؤ أو فترات ركود.

<sup>٣</sup> نوبات الضغط المالي غير المتبوعة بموجات تباطؤ أو فترات ركود.

### الشكل البياني ٤-٩: متغيرات كلية مختارة حول نوبات الضغط المالي<sup>١٦</sup>

(وسيط: بداية نوبة الضغط المالي عند  $t = 0$  = صفراً: الأرباع على المحور السيني)

نوبات الضغط المالي المتبوعة بموجات تباطؤ أو فترات ركود غالباً ما تكون مسبقة بتزايد سريع في أسعار الأصول ونسب الائتمان وتكون مقترنة بارتفاع صافي الاقتراض الأولي من المؤسسات غير المالية (وفي حالة الركود) من قطاع الأسر.



من النظم المالية، لا سيما تلك النظم التي تتميز بالتمويل على أساس المنافسة الحرة (عدد سبتمبر ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي)<sup>١٦</sup>. ولذلك، لا تزال نوبات العسر المصرفي تواصل التأثير على مصادر التمويل غير المصرفية أيضاً.

ولتفسير استمرار أهمية البنوك، من المفيد استكشاف سلوكيات التمويل بالدين المسايمة للاتجاهات الدورية والتي تتبعها البنوك في مختلف الدورات المالية. وعلى وجه التحديد، فإن كيفية إدارة البنوك لعمليات التمويل بالدين أثناء فترات الانتعاش والهبوط في الدورة الاقتصادية تبدو أساسية في تفسير السبب وراء تحول الضغوط المصرفية إلى انخفاض في عرض الائتمان، وارتفاع في تكلفة رأس المال، وتراجع في النشاط الاقتصادي. وتتمثل الفرضية فيما يلي: عندما توسع البنوك ميزانياتها العمومية على نحو مفرط خلال فترات الرواج، معتمدة على ارتفاع قيم الأصول وانخفاض المخاطر المتصورة، تتراكم الاختلالات المالية ويتسارع توسع النشاط، مما يزيد من ارتفاع قيم الأصول أكثر ويخفض من المخاطر المتصورة، وبالتالي يعزز بدء جولة أخرى من التوسع في الإقراض والتوسع الاقتصادي.<sup>١٧</sup> وفي ظل هذه الظروف، فإن الصدمة المالية التي قد تزيد المخاطر أو تقلل العائد على الأصول يمكن أن تعجل ببدء دورة رفع مالي متشد، حيث تخفض البنوك قروضها (أو نمو أنشطتها الإقراضية) خفصاً حاداً في ظل هبوط رؤوس الأموال المصرفية، مما يجعل حدوث تباطؤ اقتصادي يسفر عن مزيد من الانخفاض في عرض الائتمان.

ويتزايد وضوح الطابع المسايمة للاتجاهات الدورية الذي يتسم به الرفع المالي عندما تكون البنوك أكثر عرضة للتقلبات في قيمة الأصول السوقية — على سبيل المثال من خلال حيازاتها للأوراق المالية وتسهيلات

<sup>١٦</sup> يتزايد اعتماد البنوك على مصادر التمويل القائمة على السوق لتمويل أصولها (كأن يكون ذلك من خلال شهادات الإيداع وبرامج الأوراق التجارية غير المدرجة في الميزانية). وعلى العكس، لا تزال البنوك الاستثمارية، وبصورة متزايدة البنوك التجارية أيضاً، تركز على نموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر المتبع في التمويل المورق، بحيث تقدم الائتمان من خلال تسهيلات إعادة الشراء لصناديق التحوط وغيرها من جهات الوساطة التي تعتمد على الرفع المالي للاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

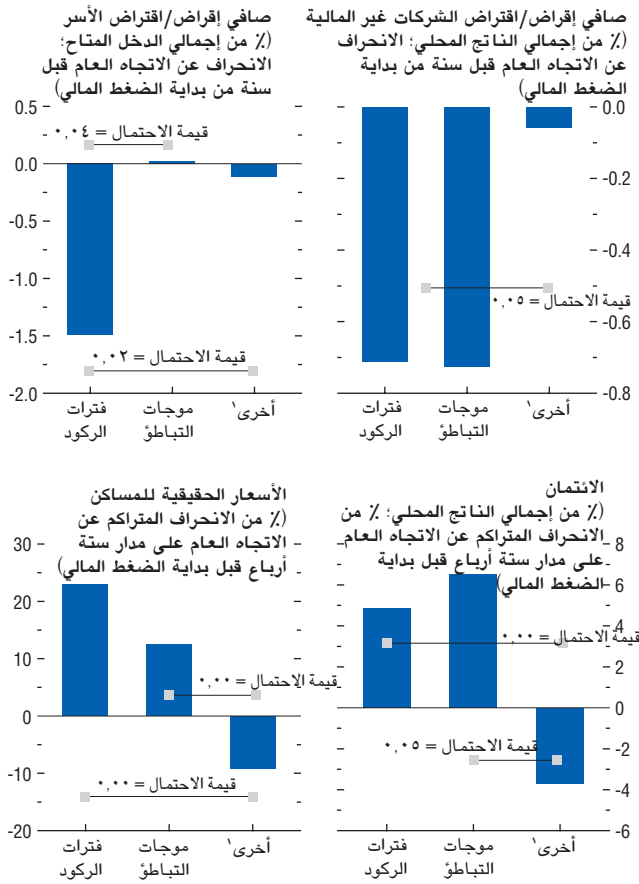
<sup>١٧</sup> وتتماشى هذه الفرضية مع فرضية «منسكي» للاختلال المالي (دراسة 1992، Minsky).

المصادر: قاعدة بيانات تقرير «الإحصاءات المالية الدولية» الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> كلها في الوقت الحقيقي، باستثناء نسب صافي إقراض والأسر والشركات غير المالية. والعينة ثابتة بالنسبة لجميع الأرباع والسنوات.

## هل أثرت الابتكارات المالية في مدى التفاعل بين الضغط المالي والدورات الاقتصادية؟

### الشكل البياني ٤-١٠: الأوضاع المبدئية لنوبات الضغط المالي (متوسط)

الزيادة السريعة في نسب الائتمان وأسعار المساكن وارتفاع معدل صافي اقتراض الشركات غير المالية هي مؤشرات ذات دلالة إحصائية على احتمال أن يعقب نوبات الضغط المالي موجات تباطؤ أو فترات ركود. ويقترن صافي اقتراض الأسر على نحو ذي دلالة إحصائية بفترات ركود لاحقة فقط.



المصادر: شركة "Haver Analytics"؛ وقاعدة بيانات تقرير "الإحصاءات المالية الدولية" الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: قيمة الاحتمال المبلغت تشير إلى اختبار الفترة ثنائي الطرف على الاختلاف بين المتوسطين. نوبات الضغط المالي غير المتبوعة بموجات تباطؤ أو فترات ركود.

إعادة الشراء المعتمدة لديها<sup>١٨</sup> ونظرا لأن هذا الوضع هو المعتاد بالنسبة لجهات الوساطة المالية، لا سيما البنوك الاستثمارية، فلا بد أن يكون هناك دليل على ظهور الطابع المسائر للاتجاهات الدورية في الرفع المالي المعتمد لديها (دراسة «Shin, 2008»). ومن جهة أخرى، من المفترض أن تكون البنوك التجارية أقل عرضة لتصحيح ميزانياتها العمومية على نحو مسائر للاتجاهات الدورية أثناء فترات الانتعاش والكساد في أسعار الأصول، وذلك لأنها أقل اعتمادا على التمويل بالجملة وأكثر اعتمادا على ودائع التجزئة، ولأنها أقل عرضة أيضا لمخاطر التغيرات في قيمة أصولها المحسوبة بالقيمة السوقية.

وتؤكد الأدلة أن التمويل بالديون في البنوك الاستثمارية غالبا ما يتسم بالطابع المسائر للاتجاهات الدورية: فهذه البنوك تتوسع في التمويل بالديون عندما تتوسع نطاق أصولها (الشكل البياني ٤-١٢، اللوحة العلوية)<sup>١٩</sup> ويقل مستوى تطابق الأدلة بالنسبة لمسيرة الاتجاهات الدورية في البنوك التجارية، التي تعتمد على ودائع التجزئة وينصب نشاطها الأساسي في تقديم القروض غير السائلة طويلة الأجل (الشكل البياني ٤-١٢، اللوحة السفلية). غير أن الأدلة تشير إلى أن البنوك التجارية غالبا ما تتسم أكثر بالطابع المسائر للاتجاهات الدورية عندما تعمل في نظم مالية أكثر اعتمادا على المنافسة الحرة، حيث تتم نسبة كبيرة من أعمال الوساطة المالية من خلال الأسواق المالية وليس من خلال الأنشطة التقليدية القائمة على أساس العلاقات المتبادلة (وتهيمن عليها البنوك) (الشكل البياني ٤-١٣). وبالتالي، تقترن زيادة النظم المالية القائمة على المنافسة الحرة بزيادة كلية في سلوكيات البنوك التي تتسم بالطابع المسائر للاتجاهات الدورية، ونتيجة لذلك تكون أكثر عرضة لمخاطر الضغوط المصرفية<sup>٢٠</sup> ومن منظور متفائل، نجد أن نسبة نوبات الضغط المالي المصرفي التي تحدث في النظم المالية الأكثر اعتمادا على المنافسة الحرة ظلت مساوية تقريبا لنسبة النوبات ذاتها التي تحدث في النظم المالية الأكثر اعتمادا على العلاقات المتبادلة (راجع الجدول ٤-١).

<sup>١٨</sup> في الأزمة النظمية، سيتعذر على كل البنوك تصحيح أوضاع الرفع المالي لديها في آن واحد، وذلك لأنه لن يتوفر عددا كافيا من المشتريين لهذه الأصول من بين البنوك الأخرى؛ حيث سيكون المشترون المحتملون الوحيدون هم المستثمرون من أصحاب الأرصدة النقدية الوفيرة الذين لا يعتمدون على الرفع المالي المصرفي لتمويل مراكزهم. راجع كذلك دراسة "Adrian and Shin (2008a and 2008b)".  
<sup>١٩</sup> وينسجم هذا الأمر مع النتائج التي تم التوصل إليها في الفصل الثالث من تقرير "IMF (2008)" الصادر عن صندوق النقد الدولي، والتي تبين أن أسلوب محاسبة القيمة العادلة غالبا ما يؤدي إلى زيادة التحركات المسيرة للاتجاهات الدورية في الميزانيات العمومية لجهات الوساطة المالية.

الجدول ٤-٣: اندحارات قطاعية مستعرضة

[٩]	[٨]	[٧]	[٦]	[٥]	[٤]	[٣]	[٢]	[١]	متغير مستقل: خسارة الناتج التراكمية <sup>١</sup>
٠,٧١١	٠,٨٨٨	١,٠٣٤	١,٣٧٧	٠,٩٦٣	١,٠٢٣	٠,٦٤١	١,٥٩١	١,٣٢٤	مدة الضغط المالي
(٠,٣٠)	(٠,٠٧)	(٠,٢٠)	(٠,٠٩)	(٠,٣٠)	(٠,٣٣)	(٠,٤٣)	(٠,١٠)	(٠,١٠)	
٠,٨٦٩	٠,٨٨٧	٠,٨٤١	٠,٨٧	٠,٨٧٧	٠,٨٣٥	٠,٤٧	٠,٨٠٨	٠,٨٩	سعر الصرف الحقيقي <sup>٢</sup>
(٠,٠١)	(٠,٠٠)	(٠,٠١)	(٠,٠٠)	(٠,٠٠)	(٠,٠١)	(٠,١٢)	(٠,٠١)	(٠,٠٠)	
١,٤٣٩	١,٩٨٦	٠,٨٤٩	١,٧٥٣					٢,٠	نسبة صافي اقتراض الشركات غير المالية <sup>٣</sup>
(٠,٠٧)	(٠,٠٠)	(٠,٣٥)	(٠,٠٢)					(٠,٠١)	
٠,٨٩-	١,٠٨٦-	٠,٦٦٨	٠,٤٨				١,٠٥		نسبة صافي اقتراض الأسر <sup>٣</sup>
(٠,٣٢)	(٠,٢٢)	(٠,٣٣)	(٠,٤٤)				(٠,١٠)		
							١٤,٣٠٤		السعر الحقيقي للمساكن <sup>٤</sup>
							(٠,٠١)		
							٠,٧٨٥-		السعر الحقيقي للأسهم <sup>٤</sup>
							(٠,٧٢)		
							١,٠٩-		نسبة الائتمان <sup>٤</sup>
							(٠,٩٠)		
٠,٥٦١	٠,٥٩٣								نسبة صافي اقتراض الأسر X المدة
(٠,٠٤)	(٠,٠٤)								
٠,١٣٦		٠,٢٢٩							نسبة صافي اقتراض الشركات غير المالية X المدة
(٠,٤٨)		(٠,٤٣)							
٠,٥١٩-	١,١٦١-	٠,٧٢٧-	١,٨٧٧-	٠,٤٨٢	٠,٨٠٩	٣,٠٧٦	٠,٨٠٣-	٢,٠١٤-	متغير ثابت
(٠,٨٥)	(٠,٦٤)	(٠,٧٨)	(٠,٥٠)	(٠,٨٦)	(٠,٧٤)	(٠,٣٩)	(٠,٧٩)	(٠,٤٥)	
٤٠	٤٠	٤٠	٤٠	٥٢	٥٢	٥٢	٤٠	٤٢	حجم العينة
٠,٤٨٥	٠,٤٩٣	٠,٤٢	٠,٤١٨	٠,١٢٦	٠,١٢٨	٠,٢٥٤	٠,٢٨٧	٠,٤١٨	معامل التحديد المعدل

ملحوظة: قيم احتمالية ثابتة بين الأقواس.

<sup>١</sup> المتغير المستقل هو خسارة الناتج التراكمية في نوبات الضغط المالي المتبوعة بموجات التباطؤ أو فترات ركود.

<sup>٢</sup> متوسط أسعار الفائدة الحقيقية خلال ستة أرباع قبل نوبة الضغط.

<sup>٣</sup> نسب صافي الاقتراض قبل سنة من الضغط المالي (الانحراف عن الاتجاه العام).

<sup>٤</sup> نسبة الانحراف التراكمي عن الاتجاه العام على مدار ستة أرباع قبل نوبة الضغط.

أكثر انخفاضاً بداية. ويؤدي هذا الاستنتاج إلى إضفاء بعض الشكوك حول الفرضية القائلة إن النظم التي تعتمد المنافسة الحرة يمكن أن تخفف من حدة الصدمة المدفوعة بالضغط المالي نظراً لأنها تتمتع بذلك المحرك المزودج للوساطة المالية (أي البنوك والأسواق).

وتوفر النظم المالية القائمة على مبدأ المنافسة الحرة عدة مزايا أكثر من تلك النظم القائمة على العلاقات المتبادلة من حيث إمكان إعادة توزيع الموارد استجابة لتغير الفرص الاقتصادية (راجع عدد أكتوبر ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). غير أن مسار الاتجاه العام، وفقاً لما تؤكد الأزمات الراهنة، نحو زيادة التوريق في النظم الأكثر اعتماداً على المنافسة الحرة، مع السماح بتنوع الحافطة لموازنة تكاليف مراقبة المخاطر المتفردة المتأصلة في النظم التقليدية القائمة على العلاقات المتبادلة، لا يلغي حاجة البنوك والأسواق لتقييم مخاطر انكشافها بصفة مستقلة. ومما لا شك فيه، يبدو أن نقص المعلومات المتعلقة بقيمة ومخاطر العديد من المنتجات المورقة، وبالتالي خسائر هذه المنتجات، يسهم بدور كبير في تضخيم أثر الأزمة الراهنة.

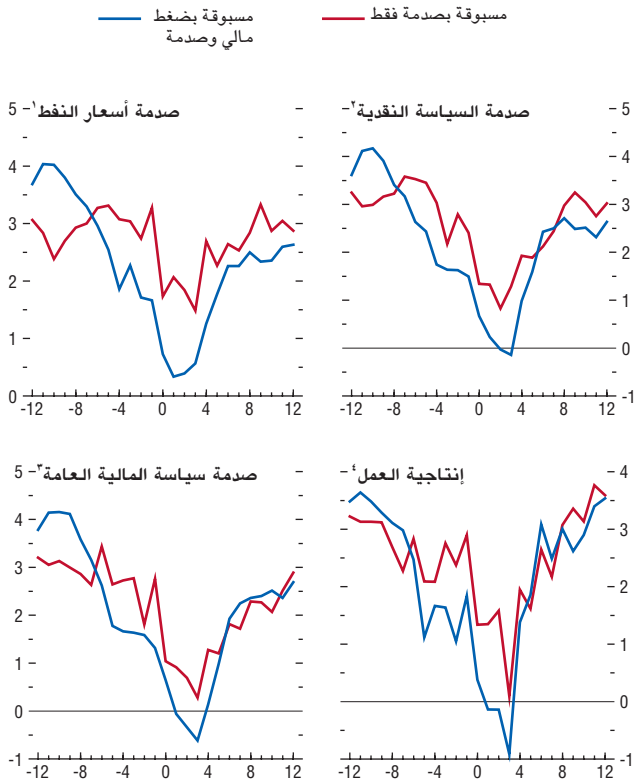
وفي واقع الأمر، يتزايد عمق موجات التباطؤ وفترات الركود غالباً في الاقتصادات ذات النظم المالية الأكثر اعتماداً على المنافسة الحرة، رغم أن مدة هذه الموجات عموماً تكون مماثلة في كلا نوعي النظم المالية (الشكل البياني ٤-١٤)، الأمر الذي يشير إلى أهمية تخفيض نسب الرفع المالي وأن تأثيرها يعتمد على درجة مسيطرة الاتجاهات الدورية في الجهاز المصرفي.<sup>٢١</sup> ويشير هذا الأمر إلى أن النظم الأكثر اعتماداً على المنافسة الحرة تكون عرضة لانكماش أكثر حدة في النشاط الاقتصادي في أعقاب نوبة الضغط المصرفي. ومن هذا المنطلق، فإن نسبة الرفع المالي في البنوك القائمة في نظم أكثر اعتماداً على المنافسة الحرة غالباً ما تنخفض انخفاضاً أكثر حدة مقارنة بالبنوك القائمة في أنواع أخرى من النظم المالية، وإن كان ذلك الانخفاض يحدث من مستويات

<sup>٢١</sup> قد يتضح من خلال التجارب المختلفة في الدورات الاقتصادية لاقتصادات ذات نظم مالية قائمة على أساس المنافسة الحرة مقابل اقتصادات ذات نظم قائمة على العلاقات المتبادلة أنه من المحتمل ظهور حالات تضارب أيضاً في مجالات أخرى، وأهمها في درجة مرونة أسواق العمل والمنتجات وأنواع نظم الرعاية الاجتماعية (راجع عدد أكتوبر ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي).

## الأزمة المالية الراهنة في السياق التاريخي

**الشكل البياني ٤-١١: الضغط المالي والهبوط الاقتصادي: تحييد أثر أربع صدمات رئيسية**  
(التغير الوسيط % من إجمالي الناتج المحلي عن سنة سابقة؛ بداية الانكماش الاقتصادي عند  $t = 0$  = صفر: الأرباع على المحور السيني)

غالبًا ما تكون موجات الهبوط الاقتصادي أكثر حدة عندما تسبقها نوبات ضغط مالي.



المصادر: شركة "Haver Analytics"؛ وقاعدة بيانات نظام دعم أسعار السلع الأساسية التابع لصندوق النقد الدولي؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقدير "الأفاق الاقتصادية" لعام ٢٠٠٨، الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ تقاس أسعار النفط بالتضخم الأمريكي (مؤشر أسعار المستهلك) وتحدد صدمة أسعار النفط إذا انحرف سعر النفط بمقدار انحراف معياري واحد أعلى من الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت.  
٢ تقاس السياسة النقدية باستخدام فرق سعر الفائدة بين الأجلين المعكوس. وتحدد صدمة السياسة النقدية إذا انحرف فرق سعر الفائدة بين الأجلين المعكوس بمقدار انحراف معياري واحد أعلى من الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت.  
٣ تقاس سياسة المالية العامة باستخدام صافي الإقراض الحكومي. وتحدد صدمة سياسة المالية العامة إذا انحرف صافي الإقراض الحكومي بمقدار انحراف معياري واحد أعلى من الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت.  
٤ تقاس إنتاجية العمل بالنسبة للاقتصاد ككل كنسبة إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لمجموع العمالة. وتحدد صدمة إنتاجية العمل إذا انحرفت إنتاجية العمل بمقدار انحراف معياري واحد أقل من الاتجاه العام لمرشح هودريك - بريسكوت. ولا توجد بيانات متاحة بالنسبة لكل من النمسا وبلجيكا والدانمرك وإسبانيا وسويسرا.

يعقد هذا القسم مقارنة بين نوبة الضغط المالي الحالية وست نوبات معروفة من الضغط المالي المصرفي حدثت في اقتصادات متقدمة خلال التسعينات. وقد أثرت هذه النوبات في كل من فنلندا والنرويج والسويد والمملكة المتحدة والولايات المتحدة في أوائل التسعينات وفي اليابان على مدار التسعينات. ونظرا للدور المهم الذي يشكله العسر المصرفي في الاضطرابات المالية الحالية، فإن هذه النوبات يمكن أن تكون بمثابة المعيار المفيد لتحليل هذا المنعطف الراهن وقياس آثاره المحتملة على الاقتصاد الكلي.<sup>٢٢</sup>

وبفحص الأوضاع المبدئية السائدة قبل بداية هذه النوبات الست تتأكد لنا صحة النتائج الأساسية التي خلص إليها تحليل الأحداث، وهي أن الأرجح أن تطرأ نوبات هبوط اقتصادي حادة في أعقاب نوبات الضغط المالي لدى حدوثها في سياق زيادة سريعة في الائتمان وأسعار المساكن وزيادة اعتماد المؤسسات والأسر على الائتمان. وبصفة عامة، وقعت النوبات التي اتسمت بأكبر طفرات في أسعار الأصول وفي الائتمان في بلدان الشمال الأوروبي في أوائل التسعينات، حيث كانت الزيادات في نسب الائتمان وأسعار الأصول والأصول المصرفية مرتفعة بصفة استثنائية (راجع الجدول ٤-٤، اللوحة العلوية). وفي الوقت نفسه، كان اقتراض الأسر والمؤسسات مبدئيا أكبر كثيرا في فنلندا والنرويج مقارنة ببقية البلدان. واعتمدت المؤسسات اليابانية بشدة على التمويل الخارجي، وإن أمكن موازنة هذا الأمر جزئيا على الأقل بفضل أنماط الادخار المتبعة في قطاع الأسر. وفي المقابل، وقبل وقوع الأزمات في البلدان الناطقة باللغة الإنجليزية، كانت اختلالات أسعار الأصول معتدلة ولم تكن الميزانيات العمومية خاضعة لضغوط هائلة.

وكانت البلدان ذات الاختلالات المالية الأكبر والتي عانت ميزانياتها العمومية من مواطن قصور أوسع هي التي شهدت في بداية نوبة الضغط انكماشات أكثر حدة على مستوى الناتج (راجع الجدول ٤-٤، اللوحة السفلية). وكانت البلدان ذات التراكمات الأكبر في الاختلالات

<sup>٢٢</sup> يتماشى هذا المنهج مع دراسات أخرى، بما في ذلك دراسة "Rein-J.P. Morgan and Rogoff (2008). راجع كذلك دراسة "J.P. Morgan and Rogoff (2008). Research (2008)".

المالية هي تلك البلدان التي سجلت أكبر انهيارات في أسعار الأصول، ونمو الأصول المصرفية، وحجم الائتمان. وقد عانت هذه البلدان كذلك من فترات ركود كانت الأعماق والأطول أمدا.

وإضافة إلى ذلك، شهدت الأسر والمؤسسات في هذه البلدان عموما إجراءات أقوى لتخفيض الرفع المالي. وكانت إجراءات تخفيض الرفع المالي بغية تقليص الديون من خلال زيادة المدخرات وبالتالي خفض الاستهلاك والاستثمار لها انعكاسات على ديناميكية النمو. وعلى وجه التحديد، نجد أن درجة تخفيض نسبة الدين في رأس مال الشركات متوافقة إلى حد كبير مع طول وعمق فترات الركود - الأمر الذي أكدته التضارب في النتائج بين مجموعتي بلدان الشمال الأوروبي والبلدان الناطقة باللغة الإنجليزية.

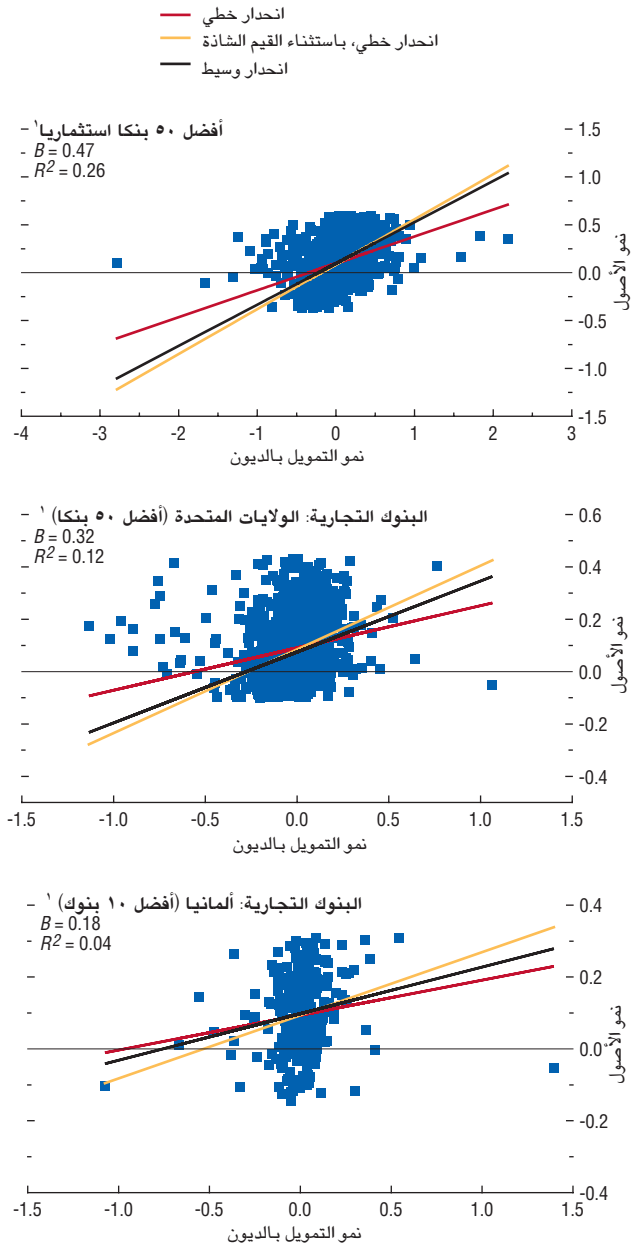
وتؤكد هذه التجارب التاريخية الدور الرئيسي لاستجابات السياسات في مواجهة الضغط المالي. ويتناول الإطار ٤-١ السياسات الملائمة لاستعادة سلامة الوساطة المالية، حيث يركز على أربعة مبادئ أساسية. أولا، يجب أن يكون هناك إطار سليم لضمان الاستقرار المالي، وهو ما ينطوي على إطار للتدخل وآليات تشريعية ومؤسسية وإجرائية للتعامل مع حالات العسر. ثانيا، يجب أن تكون استجابات السياسات سريعة وتنطوي على إثبات الخسائر في وقت مبكر، وإجراء تقييم سريع لحجم المشكلة، واتخاذ إجراءات في الوقت المناسب للتأكد من توفير رؤوس الأموال الكافية للمؤسسات المالية. ثالثا، قد يتعين القيام فورا باحتواء التأثير السلبي للضغط المالي على الاقتصاد الحقيقي، حتى يتسنى المحافظة على سلامة الميزانيات العمومية للأسر والمؤسسات أو استعادتها. رابعا، يجب وضع ضمانات وقائية كافية للحد من التكاليف التي تتحملها المالية العامة لتوفير الدعم ومنع تقديم الحوافز غير الملائمة على المدى الأطول والتي قد تؤدي إلى فرط الاعتماد على عمليات الإنقاذ الممولة من الدولة.

### الانعكاسات على الأزمة الراهنة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو

يقارن الشكل البياني ٤-١٥ بيانات الأزمة الراهنة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو مقابل البيانات الوسيطة لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة في حدود بداية نوبات الضغط المالي الرئيسية الستة التي سبق استعراضها أعلاه ومقابل متوسطات هذه المتغيرات في جميع نوبات الضغط المالي المتبوعة بفترات ركود. وعلى

### الشكل البياني ٤-١٢: الرفع المالي المسامر للاتجاهات الدورية في البنوك الاستثمارية والتجارية (التغير السنوي، %)

الرفع المالي في البنوك الاستثمارية (الأصول مقسومة على الأسهم) يتمتع بطابع مسامر للاتجاهات الدورية، وتتباين الأدلة على ذلك في مختلف البلدان.



المصادر: قاعد بيانات "Bankscope"، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup>  $B$  و  $R^2$  يشيران إلى الانحدار الخطي، باستثناء القيم الشاذة، لنمو الأصول على مدى نمو التمويل بالديون.

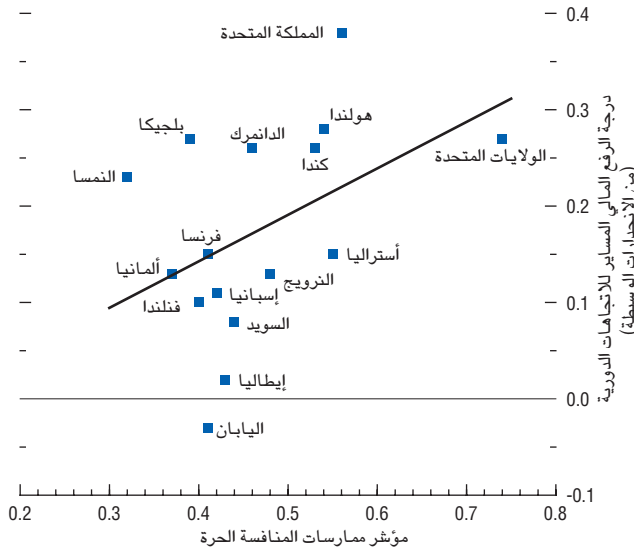
## الأزمة المالية الراهنة في السياق التاريخي

وجه العموم، تبدو الاختلالات والتصحيحات الحالية أصغر كثيرا من تلك المقترنة بالنوبات الستة التي نحن بصدها باستثناء الاستثمارات العقارية السكنية في الولايات المتحدة والحساب الجاري الأمريكي.<sup>٢٣</sup> وتبدو أنماط الائتمان وأسعار الأصول في الولايات المتحدة في الفترة التي سبقت الأزمة الراهنة مماثلة إلى حد كبير لتلك الأنماط التي كانت سائدة في فترات الركود المعتادة المدفوعة بضغوط مالية. وتمضي عملية خفض القروض التمويلية للأسر في الولايات المتحدة بوتيرة أسرع مما هو مشاهد في فترات الركود المعتادة، وإن كان خفض القروض التمويلية للمؤسسات يبدو ماضيا في مساره بوتيرة أبطأ بعض الشيء ومنطلقا من مركز أولي أقوى. وأخيرا، رغم احتفاظ الأصول المصرفية بقوتها خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٧، مما يرجع جزئيا لاستعادة دور الوساطة المالية في الالتزامات المدرجة خارج الميزانية العمومية، فقد انخفضت نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي انخفاضاً كبيراً في الربع الأول من ٢٠٠٨، مما يشير إلى احتمال انتعاش وتيرة خفض القروض التمويلية (راجع كذلك الفصل الأول).

وتختلف الأزمة الراهنة بالنسبة للولايات المتحدة عن النوبات السابقة من جوانب مهمة. فالميزانيات العمومية لقطاع الشركات من جهة واعتماد المؤسسات على التمويل الخارجي من جهة أخرى كانا يتبعان مسارا سليما عند الدخول في الأزمة الراهنة، مما يفترض فيه أن يوفر قدرا من الصمود. غير أن حجم سوق الرهن العقاري الأمريكية، التي تمثل لب الأزمة، ودور الاستثمارات في المنشآت السكنية يشيران إلى أن مدخرات الأسر والسلوك الاستهلاكي ربما كان لهما دور أكبر في موجة الهبوط الاقتصادي الحالية عما كان عليه الحال في الموجات السابقة. زمن منظور متفائل، ظل موقف السياسة المالية في الولايات المتحدة استباقيا، الأمر الذي تدل عليه التخفيضات الجريئة في أسعار الفائدة الأساسية والتدابير المتخذة لتعزيز السيولة في كلا البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية. وإضافة إلى ذلك، جمعت البنوك قدرا كبيرا من رؤوس الأموال، رغم أن الانخفاضات في قيمة الأصول المحسوبة بالقيمة السوقية تشير إلى أنه سيتعين توفير قدرا أكبر من رؤوس الأموال قبل أن يتمكن النظام المالي من استئناف الإقراض الاستثنائي بصورة ملحوظة.

### الشكل البياني ٤-١٣: الرفع المالي المسير للاتجاهات الدورية والنظم المالية التي تعتمد المنافسة الحرة

هناك أدلة كثيرة على مسابرة الرفع المالي للاتجاهات الدورية في البنوك التجارية التي تعمل في نظم مالية تعتمد مبدأ المنافسة الحرة.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٢٣</sup> غير أن حدوث هبوط كبير في الاستثمارات العقارية السكنية يمثل سمة مميزة لكل فترات الركود تقريبا في الولايات المتحدة (راجع دراسة "Leamer, 2007").



وفي منطقة اليورو، لا يزال تصحيح أوضاع الائتمان وأسعار المساكن أكثر تواضعا عما هو في الولايات المتحدة، ولكن هناك أدلة على تزايد قوة هذا التصحيح. ويبدو نمط صافي اقتراض المؤسسات في منطقة اليورو مماثلا للنمط ذاته في الولايات المتحدة: مبتدئا من قاعدة أقوى مما يتناسب مع فترة ركود مدفوعة بالضغوط المالية ولكنه يضعف. غير أن مركز قطاع الأسر في منطقة اليورو أقوى إلى حد كبير، مما يمثل سمة مميزة بنوبات الضغوط المالي غير المتبوعة بفترات ركود. وقد تنخفض كذلك مواطن التعرض للخطر في منطقة اليورو إلى حد ما لأن النظم المالية في العديد من البلدان غالبا ما تكون أقل اعتمادا لمبدأ المنافسة الحرة مقارنة بالولايات المتحدة.

وهناك اختلافات مهمة فيما بين البلدان داخل منطقة اليورو. فنمو الائتمان يتبع مسارا هبوطيا أكثر وضوحا في أيرلندا وإسبانيا عن البلدان الأخرى. وقد شهد عدد من البلدان حالات ارتفاع كبير على غير المعتاد في أسعار المساكن والاستثمارات في المنشآت السكنية (راجع الإطار ١-٢ والفصل الثاني)، بينما يشهد النشاط في هذا القطاع تباطؤا كبيرا. وأخيرا، رغم أن ألمانيا تحقق فوائض خارجية كبيرة، فإن هناك عجوزات كبيرة في الحساب الجاري في عدد من البلدان، بما في ذلك اليونان والبرتغال وإسبانيا، وبدرجة أقل في أيرلندا (راجع الإطار ١-٢).

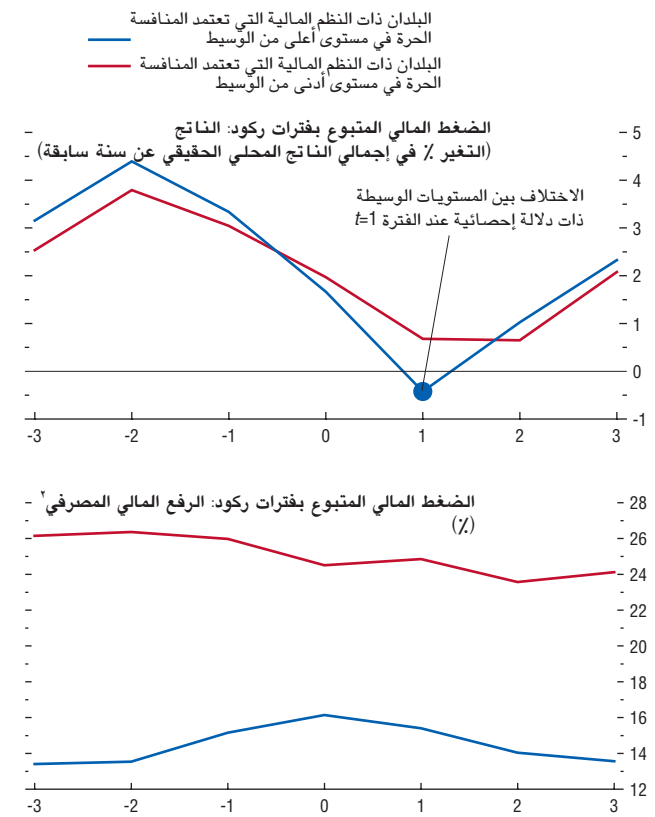
وفي المجمع، تشير هذه النتائج إلى احتمال أن يكون التأثير الاقتصادي لنوبات الضغوط أكبر في الولايات المتحدة عنه في منطقة اليورو. وقد يصبح الهبوط الاقتصادي في الولايات المتحدة أكثر حدة ويتحول إلى ركود. فالأدلة بالنسبة لمنطقة اليورو تتوافق مع النمط المعتاد بالنسبة لموجة من الهبوط الاقتصادي أكثر من الركود، كما أنه يبدو أن هناك قدرا من التأخر الزمني في الديناميكية.

## الاستنتاجات

يستخدم هذا الفصل مؤشر الضغوط المالية لتحليل نوبات الضغوط في الأجهزة المصرفية وأسواق الأوراق المالية والنقد الأجنبي في ١٧ اقتصادا متقدما على مدار السنوات الثلاثين الماضية. وينصب التركيز على محاولة تعريف العوامل التي تحدد مدى تأثير الضغوط المالي في النشاط الاقتصادي.

## الشكل البياني ٤-١٤: النظم المالية التي تعتمد المنافسة الحرة، ونمو إجمالي الناتج المحلي، والرفع المالي المصرفي (وسيط: بداية نوبة الضغوط المالي عند $t = 0$ = صفر: أربع السنة على المحور السيني)

الدليل على زيادة اتسام التمويل بالديون بطابع مسابر للاتجاهات الدورية في النظم المالية التي تعتمد المنافسة الحرة ربما يفسر اختلاف تداعيات الأزمات المالية على الاقتصاد الحقيقي.



المصادر: شركة "Haver Analytics"؛ وقاعدة بيانات تقرير "الإحصاءات المالية الدولية" الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقرير "الأفاق الاقتصادية" لعام ٢٠٠٨، الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> العينة ثابتة بالنسبة لكل السنوات.

<sup>٢</sup> الاختلاف بين المستويات الوسيطة ذات دلالة إحصائية لكل قيم الفترة  $t$ . ويعرف الرفع المالي المصرفي بأنه الأصول مقسومة على الأسهم.

الجدول ٤-٤: ست فترات رئيسية من الضغط المالي والانكماشات الاقتصادية

الأوضاع المبدئية							
نسبة صافي الإقراض <sup>٣</sup>			تزايد أسعار الأصول <sup>١</sup>				
المؤسسات	الأسر	الأصول المصرفية <sup>٢</sup>	الائتمان/إجمالي الناتج المحلي	أسعار المساكن	أسعار الأسهم		
٥,١-	٦,٥-	٢١,٠	١٦,٦	٣٦,١	٨٠,٠	فنلندا، أوائل التسعينات	
...	...	٢٧,٢	١٩,١	١٧,٥	٦٨,٥	السويد، أوائل التسعينات	
٣,٦-	٦,٩-	٢٧,٦	١٨,٨	٢٦,٥	٧٣,٩	النرويج، أوائل التسعينات	
٥,١-	٥,٣	٢٢,٤	٧,٤	١٢,٢	٥٤,٤	اليابان، التسعينات	
٣,٤-	٢,٣-	١٦,١	٢,٥	٢٢,٩	١٩,٩	المملكة المتحدة، أوائل التسعينات	
٠,٣-	٠,٤-	٩,٥	٣,١	٤,٩	١٤,٥	الولايات المتحدة، أوائل التسعينات	
٣,٥-	٢,١-	٢٠,٦	١١,٣	٢٠,٠	٥١,٩	متوسط	
النوبة الحالية							
٠,٧-	١,٤	٩,٩	٣,٠	٥,٩	٢٧,٧	الولايات المتحدة	
٠,٤-	٠,٥-	٩,٧	٤,٥	٢,٩	٤٤,٠	منطقة اليورو	
٢,٩-	٠,١	٠,٨-	٦,٤	٥,٤	٢٥,١	اليابان <sup>٤</sup>	
٠,٨-	٠,٨-	١١,٢	٥,١	٣,٢	٢٩,٤	المملكة المتحدة	
النتائج							
خفض نسبة التمويل بالديون على مستوى الاقتصاد الكلي <sup>٧</sup>			انخفاض أسعار الأصول <sup>٥</sup>				
أرباع السنة حتى الانتعاش	خسارة الناتج <sup>٨</sup>	المؤسسات	الأسر	الأصول المصرفية <sup>٦</sup>	الائتمان/إجمالي الناتج المحلي	أسعار المساكن	أسعار الأسهم
٢٧	١٣,٦-	١٧,٠	١٦,٢	٥,١-	١٦,٨-	٣٩,٨-	٨٥,٩-
١٩	٥,٨-	...	...	٤,٩-	٢١,٣-	٢٠,١-	٦٩,٥-
١٢	٣,٩-	٨,٥	١٦,٥	١٢,٥-	٢,٧-	٢٤,٦-	٧٦,٩-
١٩	٥,١-	١٥,٤	٠,٥	٨,٥-	٦,٨-	١١,١-	٥٨,٥-
١٣	٢,٦-	٤,٤	٩,٦	٦,٥-	٥,٦-	٢٣,٣-	٢١,٤-
٥	١,٣-	٠,٦	٠,٨	٥,٤-	٣,٨-	٤,٨-	٢١,٠-
١٥,٨	٥,٤-	٩,٢	٨,٧	٧,٢-	٩,٥-	٢٠,٦-	٥٥,٥-

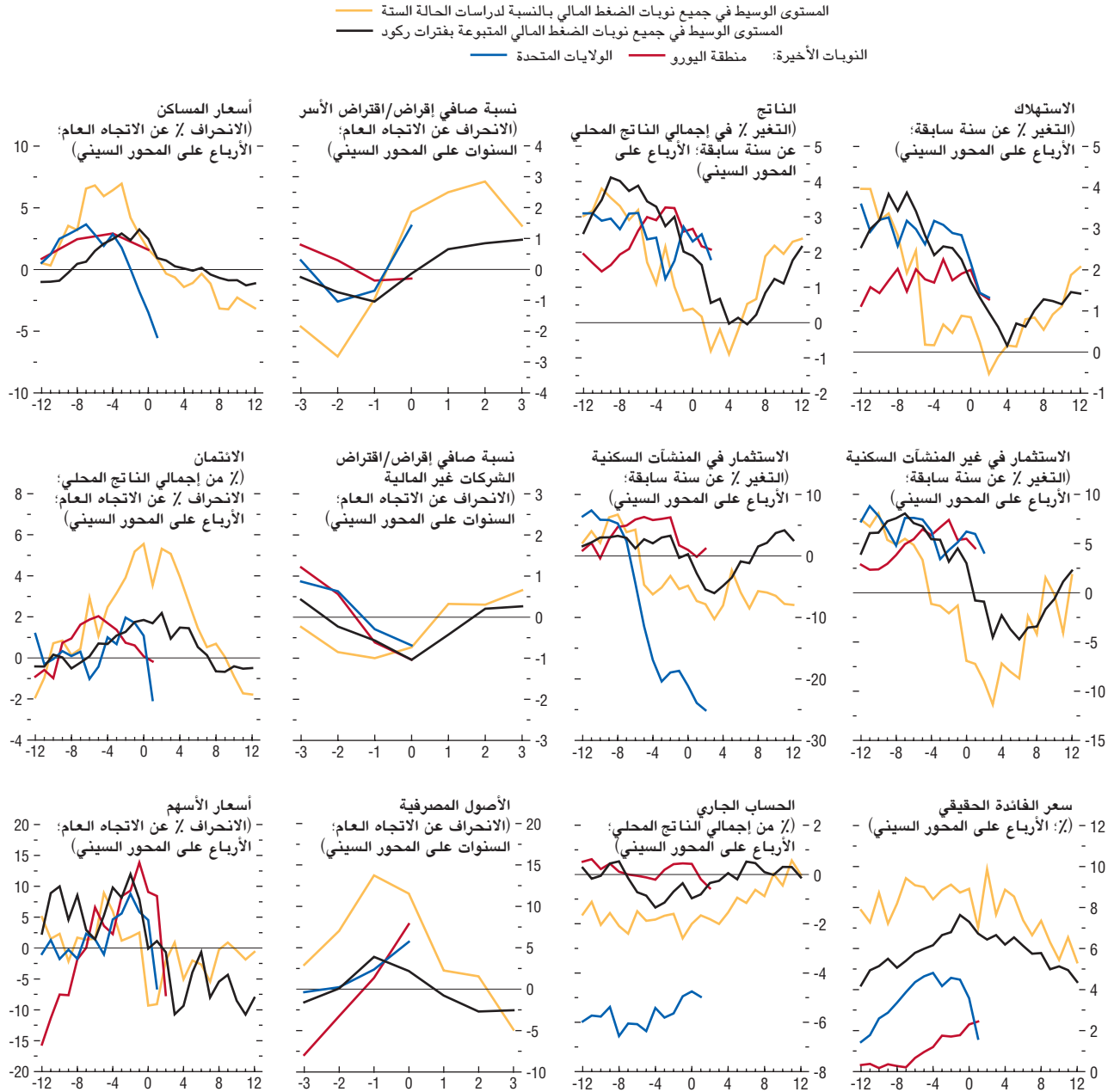
<sup>١</sup> لتغيرات من القاع إلى الذروة قبل بداية الأزمة في مستوى المتغيرات المثبتة في مرشح هودريك - بريسكوت.  
<sup>٢</sup> الحد الأقصى لنسبة الانحراف عن مستويات الأصول المصرفية المثبتة في مرشح هودريك - بريسكوت قبل بداية الأزمة.  
<sup>٣</sup> الانحراف عن اتجاه مرشح هودريك - بريسكوت قبل سنة من وقوع الأزمة.  
<sup>٤</sup> بيانات نسب صافي الإقراض هي لعام ٢٠٠٦.  
<sup>٥</sup> التغيرات من القاع إلى الذروة بعد بداية الأزمة في مستوى المتغيرات المثبتة في مرشح هودريك - بريسكوت.  
<sup>٦</sup> الحد الأدنى لنسبة الانحراف عن مستويات الأصول المصرفية المثبتة في مرشح هودريك - بريسكوت بعد بداية الأزمة.  
<sup>٧</sup> التغيرات من القاع إلى الذروة في نسب صافي الإقراض المثبتة في مرشح هودريك - بريسكوت.  
<sup>٨</sup> تحسب خسارة الناتج كالخسارة من الذروة إلى القاع كسبة مئوية من مستوى ذروة الناتج.

معاملات قائمة على المنافسة الحرة، مقابل الوساطة المالية التقليدية القائمة على العلاقات المتبادلة، غالباً ما يكون طابع الرفع المالي فيها يتسم بدرجات أعلى من مسابرة الاتجاهات الدورية، مما يشير إلى ازدياد وضوح دور النظم المالية في تضخيم أثر الصدمات الانتشارية. ونتيجة لذلك، عندما تؤثر الصدمات في المؤسسات المالية الأساسية، فإن موجات الهبوط اللاحقة غالباً ما تكون أعمق في النظم المالية الأكثر اعتماداً للتنافس الحر. ومع ذلك، فإن النظم المالية القائمة على المنافسة الحرة ليست أكثر عرضة عموماً لإصابة بمثل تلك الصدمات، ومثل هذه النظم تكون أكثر قدرة على إعادة توزيع مواردها على قطاعات مختلفة من الاقتصاد استجابة للفرص الاقتصادية المتغيرة.

ويخلص التحليل إلى أن الضغط المالي غالباً، ولكن ليس دائماً، ما يكون نذيراً بالهبوط الاقتصادي أو الركود. فالتوسع السريع في الائتمان والتحرك الصعودي في أسعار المساكن والإقراض المكثف الذي تقوم به الأسر والمؤسسات هي جميعاً من العوامل التي تزيد احتمالات أن يسفر الضغط في النظام المالي عن هبوط اقتصادي أكثر حدة. فالضغط المصرفي، بالتحديد، غالباً ما تكون له آثار أكبر على النشاط الاقتصادي، رغم الابتكارات المالية التي زادت من الدور الذي تضطلع به أسواق الأوراق المالية في العديد من البلدان. ويمكن تفسير هذا الأمر بمسابرة الرفع المالي للاتجاهات الدورية، لا سيما بالنسبة للبنوك الاستثمارية وبالنسبة كذلك للبنوك التجارية في بلدان كثيرة. فالاقتصادات ذات النظم المالية التي تهيمن عليها

**الشكل البياني ٤-١٥: نوبة الضغط المالي الراهنة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو في السياق التاريخي<sup>١</sup>**  
(بداية نوبة الضغط المالي عند t = صفراً: المحور السيني كما هو مبين)

تبدو نسب الائتمان وأسعار الأصول مماثلة للنوبات السابقة، ولكن نمو الأصول المصرفية لا يزال قادراً على الصمود في كلا الولايات المتحدة ومنطقة اليورو. وكانت المراكز المالية الأولية لقطاع الشركات أقوى منها في النوبات السابقة، ولكنها أخذت في الانخفاض. ويجري حالياً تصحيح في المراكز المالية لقطاع الأسر في الولايات المتحدة. ويبدو تباطؤ الاستهلاك ونمو الاستثمار مماثلاً للنوبات السابقة في الولايات المتحدة، في حين أنه لم يبدأ إلا مؤخراً في منطقة اليورو.



المصادر: البنك المركزي الأوروبي؛ وشركة "Haver Analytics"؛ وقاعدة بيانات تقرير "الإحصاءات المالية الدولية" الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وتقدير "الأفاق الاقتصادية" لعام ٢٠٠٨، الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup>كلها في الوقت الحقيقي، باستثناء نسب صافي إقراض الأسر والشركات غير المالية والأصول المصرفية.

## الإطار ٤-١: السياسات السليمة للتخلص من ضغوط النظم المالية واستعادة سلامة الوساطة المالية

النظام المالي والاقتصاد ككل. ولتلافي هذا الوضع، ينبغي لصانعي السياسات فرض إثبات الخسائر في وقت مبكر واتخاذ الخطوات الكفيلة بضمان رسمة المؤسسات المالية بالقدر الكافي.

- قد يتعين التخفيف من التأثير السلبي لإعسار النظام المالي على الاقتصاد الحقيقي من خلال اتخاذ إجراءات توفر الدعم مباشرة للمؤسسات والأسر - عن طريق برامج تخفيف أعباء الدين الموجهة للمستحقين من المقترضين المعسرين وبرامج إعادة هيكلة الشركات.
- ينبغي اتخاذ خطوات للحد من تكاليف استجابات السياسات وانعكاساتها المتمثلة في الخطر المعنوي. وينبغي للمساهمين أولاً استيعاب الخسائر بتخفيض قيمة رؤوس أموالهم السهمية. وفي حالة الخسائر الكبيرة، يتعين على الدائنين كذلك المساهمة عن طريق خفض مطالباتهم وإعادة جدولتها. ويجب على المقترضين استيعاب بعض التكاليف، لا سيما إذا كانت ترتبت على قرارات تفتقر إلى الحكمة. وقد تسهم كذلك الآليات التي تربط الدعم الحكومي (كعمليات شراء أسهم الأفضلية) برأس المال الذي يتم تدبيره عن طريق القطاع الخاص في تحديد البنوك الجديرة بالفعل بالإبقاء وتخفيض التشوّهات المستقبلية التي تنشأ عن الخطر المعنوي.

### الاستجابات على صعيد السياسات

بوسع صانعي السياسات الاستعانة بمجموعة كبيرة من إجراءات الطوارئ (بغية احتواء الأزمة) وأدوات إعادة الهيكلة (بهدف استعادة الأداء المعتاد في نظام الائتمان وإعادة الاستقرار للميزانيات العمومية لدى البنوك والمقترضين).

وتشتمل إجراءات الطوارئ على ما يلي: (١) تساهل رأس المال التنظيمي، (٢) دعم السيولة الطارئ، (٣) الضمانات الحكومية للودائع، (٤) تعليق إمكانية تحويل الودائع.<sup>٢</sup> وقد

<sup>٢</sup> من خلال فحص عينة من ٤٠ نوبة أزمات مصرفية، تبين دراسة "Laeven and Valenci" (تصدر قريباً) أن إجراءات الطوارئ كانت تشتمل غالباً على دعم السيولة الطارئ والضمانات الحكومية للودائع. وكان تساهل رأس المال التنظيمي - أي تعليق التنظيمات الاحترازية والسماح للبنوك المعسرة فعلياً بمواصلة العمل - أيضاً من الاستجابات الشائعة. وفي المقابل، نادراً ما كانت تستخدم الإجراءات التي تستهدف تجنب موجات الذعر المصرفي من خلال تجميد الودائع والعتلات المصرفية.

كيف يستطيع صانعو السياسات الاستجابة للضغوط المالية، بما في ذلك الاضطرابات المالية العالمية الراهنة، على نحو يضمن استعادة العافية للنظام المالي، مع الحد من التداعيات التي تؤثر في الاقتصاد وتجنب الخطر المعنوي طويل الأجل؟ إن عمليات التدخل في الوقت المناسب التي تستهدف المؤسسات المالية والمقترضين بإمكانها المساهمة في تعزيز الميزانيات العمومية والحوافز، والتخفيف من حدة الصدمة السلبية على الاقتصاد في النظم المالية الخاضعة للضغط، والمساعدة في استئناف الاستثمارات الإنتاجية. إلا أن القيام بهذه التدخلات يجعل الحكومات تواجه التحدي الرئيسي المتمثل في استعادة عافية الوساطة المالية مع الإبقاء على انخفاض التكاليف التي يتحملها دافعو الضرائب، وتجنب سوء توزيع رأس المال، والمحافظة على الحوافز الملائمة.

### المبادئ العامة للتدخل

تشير التجارب المستخلصة من نوبات العسر المالي السابقة إلى أن فعالية وتكلفة استجابات السياسات تعتمد على أربعة عناصر أساسية:<sup>١</sup>

- وجود إطار سليم لضمان استقرار القطاع المالي من شأنه المساهمة في منع حدوث الضغط المالي واحتوائه عند حدونه. ومن بين العناصر الأساسية لهذا الإطار ما يلي: (١) عقوبات سابقة لوقوع الأزمات على المؤسسات المالية التي تعاني من قصور الرسمة والتي تشكل مصدراً للمخاطر النظامية؛ (٢) آليات تشريعية ومؤسسية للتعامل بسرعة مع المؤسسات المالية الضعيفة، مثل نظم الإفلاس المخصصة للبنوك؛ (٣) أدوات وإجراءات محددة لإغلاق البنوك وسرعة إعادة فتحها؛ (٤) نظام فعال لتأمين الودائع.
- سرعة التجاوب تشكل ضرورة قصوى من أجل الحد من التأثير على الاقتصاد الحقيقي. غالباً ما كان التساهل التنظيمي ودعم السيولة ما يستخدمان لمساعدة المؤسسات المالية المعسرة على التعافي - ليتضح لاحقاً أن تأخير التدخل الحاسم زاد من الضغوط على

مؤلف هذا الإطار هو لوك ليفن. ويعتمد هذا الإطار بدرجة كبيرة على دراسة "Calomiris, Klingebiel, and Laeven (2005)".<sup>١</sup> وللإطلاع على نظرة عامة على الدراسات الحالية حول سياسات حل الأزمات، يرجى مراجعة دراستي "Hoelscher and Quintyn (2003)" و "Honohan and Laeven (2005)".

#### الإطار ٤-١ (تتمة)

استيضاح بعض المسائل المهمة.<sup>٥</sup> ففي الولايات المتحدة، اشتمل البرنامج أساساً على شراء أسهم أفضلية لتعزيز رأس مال البنوك واشتمل على غريزة المشاركين وتقديم الحوافز لهم حتى لا يحصل على أموال دافعي الضرائب إلا تلك البنوك الجديرة بالإنقاذ والتي أدارت المخاطر والهيكلة الرأسمالي لديها بحصافة أكبر. وإضافة إلى ذلك، خضعت البنوك التي تلقت المساعدة للمراقبة بغية التأكد من استخدامها الأموال العامة بالشكل الملائم. وفي اليابان، اشتمل البرنامج الأول (الذي انطلق في ١٩٩٨) على مبالغ محدودة فقط، وكان موجهاً في الأساس لعمليات شراء الديون والقروض غير ذات الأولوية، وكان منتشرًا على نطاق واسع في الجهاز المصرفي. وفي عام ١٩٩٩ أُطلق برنامج آخر لإعادة الرسمة وكان أكثر نجاحاً، واشتمل على قدر أكبر كثيراً من عمليات شراء أسهم أفضلية، كما تضمن معايير أكثر حزمًا، وكانت المشاركة على نطاق أضيق.<sup>٦</sup>

شركات إدارة الأصول: يتمثل الهدف الأساسي لشركات إدارة الأصول المملوكة للدولة في التعجيل بعملية إعادة الجدولة المالية عن طريق الاستحواذ على الأصول المتعثرة من البنوك. ومن أمثلة شركات إدارة الأصول الناجحة نذكر شركتي "Securum" و "Retrieva" في السويد، واللذان تم إنشائهما في عام ١٩٩٢ لإدارة القروض غير المنتجة في اثنتين من البنوك السويدية الكبرى هما "Nordbanken" و "Gota Bank". وقد تمكنت الشركتان من استعادة جانباً كبيراً من استثماراتها الأولية عن طريق بيع أصولهما. ومن بين العوامل التي أسهمت في نجاحهما وجود نظام قضائي فعال، سمح لهما بإجبار المدينين المعسرين على إشهار الإفلاس؛ وطبيعة أصولهما المرتبطة بالعقارات، والتي سهلت من عملية إعادة الجدولة؛ وقوة آليات الحوكمة ومهارة فرق العمل في الشركتين. غير أنه تعذر على بلدان

يترتب على كل من هذه الإجراءات عواقب مختلفة تماماً على عرض الائتمان وبالتالي على النشاط الاقتصادي. وترتكز تدابير السياسات الملائمة على محفزات وقوع الأزمة سواء كانت فقدان ثقة المودعين، أو إثباتات (تنظيمياً) حالة الإعسار، أو التداعيات اللاحقة لتقلب أسعار الأصول، بما في ذلك ضغوط أسعار الصرف أو أسعار المساكن. ولكن حتى في مرحلة الطوارئ يتعين مراعاة الانعكاسات الأطول أجلاً - أي المخاطرة المتمثلة في احتمال قيام البنوك المركزية في سعيها لاستعادة الاستقرار أثناء شدة الأزمة بتقديم قروض لبعض المؤسسات المالية التي يكاد يكون إعسارها أمراً مؤكداً.

وتتضمن سياسات حل الأزمة ما يلي: (١) إعادة رسمة المؤسسات المالية، (٢) الاستعانة بشركات إدارة الأصول لتسوية القروض المتعثرة، (٣) توفير إعفاءات من الديون، (٤) تقديم حوافز على شطب خسائر الديون.<sup>٣</sup> وتطبق البلدان عادة مزيجاً من استراتيجيات حل الأزمات - حيث يكون بعضها موجهاً أكثر نحو المؤسسات المالية والبعض الآخر يركز أكثر على المقترضين - وفي سياق تنفيذها غالباً ما تتحمل الحكومات تكاليف ضخمة من ميزانياتها.<sup>٤</sup> وفيما يلي نستعرض بعض التجارب في استخدام هذه الأنواع من سياسات حل الأزمات.

إعادة الرسمة: هي إجراءات تهدف إلى التعجيل بتحسين القواعد الرأسمالية للمؤسسات المالية، وهي لا تحسن من قدرة المدين على سداد ديونه ولكنها تزيد من سهولة إثبات الخسائر وبالتالي تيسر عملية إعادة الهيكلة. غير أن عمليات إعادة الرسمة المدعومة من الحكومة قد تخلق خطراً معنوياً للمساهمين، لا سيما إذا كان التدخل الحكومي محدوداً مقارنةً بصافي القيمة السالبة للمؤسسات المتلقية. وباستعراض خطط إعادة الرسمة في الولايات المتحدة (بدءاً من عام ١٩٣٣) واليابان (١٩٩٨ و ١٩٩٩) يمكن

<sup>٥</sup> كلا البرنامجين اليابانيين اشتملا سوياً على شراء الدولة رؤوس أموال مصرفية بقيمة ١٠ تريليون ين ياباني (٢٪ من إجمالي الناتج المحلي).

<sup>٦</sup> تعتمد إعادة رسمة البنوك غالباً في هيئتها المحددة على قواعد الإعسار المعمول بها في البلد المعني بالنسبة للمؤسسات المالية. ففي العديد من البلدان حالياً لا تجيز هذه القواعد الحل السريع للأزمات وإنما على العكس من ذلك تطيل أمدها. ومن الدروس المستخلصة كذلك للعمليات الناجحة في إعادة رسمة البنوك ضرورة تطبيق القواعد التنظيمية لرؤوس الأموال المصرفية بحزم، مما يمكن أن ينطوي على فرض قيود على توزيع أرباح الأسهم.

<sup>٣</sup> تبين دراسة "Laeven and Valenci" (تصدر قريباً) أن ثلاثة أرباع الأزمات التي تناولتها شهدت عمليات إعادة رسمة البنوك، بمتوسط تكلفة على المالية العامة قدره ٦٪ من إجمالي الناتج المحلي. وقد أنشئت شركات إدارة الأصول في أكثر قليلاً من نصف النوبات التي اشتملت عليها قاعدة بيانات الدراسة.

<sup>٤</sup> بلغ متوسط تكلفة التدخل الحكومي على المالية العامة في الحالات التي تناولتها دراسة "Laeven and Valenci" (تصدر قريباً) حوالي ١٦٪ من إجمالي الناتج المحلي.

المعنوي تقتضي النظر في اعتماد إجراء الإعفاء من الدين باعتباره الملاذ الأخير.

برامج شطب خسائر القروض: تستهدف برامج شطب خسائر القروض دعم المقترضين. وعلى الرغم من إمكانية تنفيذ هذه البرامج بسرعة، فإنها قد تقلل جودة الحوافز الممنوحة لاعتماد سلوكيات رشيدة نظرا لأنها لا تحمل البنوك ولا المقترضين أي خسائر.

وفي المجمل، فإن مزيج استجابات السياسات سيكون في نهاية الأمر مرتبطا بكل أزمة على حدة ولا بد أن يكون انعكاسا لعدة عوامل، بما في ذلك طبيعة الأزمة المالية ومدى عمقها وظروف كل بلد على حدة. وقد أثبتت مبادئ التدخل الأربعة المبينة هنا أنها قابلة للتطبيق بصفة عامة وأنه ينبغي اعتمادها في كل أزمة، بما في ذلك الأزمة الراهنة.

أن يسهم في حل مشكلات التنسيق في إعادة التفاوض على الدين. وبينما كان عدد قليل من الدائنين على استعداد لإلغاء هذه البنود طواعية، فقد صدر قرار يلزمهم بذلك على المستوى الجماعي، وأدى التحسن في الأوضاع الاقتصادية الكلية إلى تحسن أحوال المقرضين والمقرضين على السواء.

أخرى تحقيق هذه المزايا، نتيجة إلى حد ما لضعف المؤسسات القانونية والتنظيمية والسياسية - فأصول البنوك غالبا ما يتم تحويلها إلى شركات إدارة الأصول بأسعار أعلى من القيمة السوقية، الأمر الذي تترتب عليه إعادة رسملة البنوك على نحو غير موثق (backdoor) وخلق خطرا معنويا.

الإعفاء من الديون: من أهم مزايا هذا الإجراء أنه بسيط وسريع - فإجراء الإعفاء من الدين يثبت خسائر القروض مقدما وبالتالي يوفر مساعدات تخفيف أعباء الدين مباشرة للمقرضين. غير أن الإعفاء من الدين، في ذات الوقت، يخلق مشكلات تتعلق بالحوافز لأنه لا يحمل المقترضين والمساهمين في البنوك أي خسائر. وقد يتسبب هذا الإجراء أيضا في إضعاف الثقة بالمؤسسات النقدية وبحكم القانون، حيث أنه قد ينتهك المعايير النقدية المعمول بها ويعيق مسار إجراءات التعاقد الخاص. وتعتمد إمكانية نجاح هذا الإجراء في نهاية المطاف على مدى تواتر استخدامه والظروف الخاصة التي تكتنف الإعسار المالي.<sup>٧</sup> غير أن مخاطر الخطر

<sup>٧</sup> ومن خلال تجربة الولايات المتحدة في الثلاثينات، لدى إلغاء بنود السداد بالذهب في عقود المديونيات، يتبين أن الإعفاء من الدين يمكن

ومن العوامل المساعدة على التنبؤ بما إذا كانت نوبة الضغط المالي ستؤدي إلى حدوث هبوط اقتصادي تراكم مواطن التعرض للخطر في الميزانيات العمومية والتي تقترن بتزايد أسعار الأصول والائتمان. وبالتالي ينبغي لصانعي السياسات توخي اليقظة في مراقبة هذه المؤشرات خلال فترات التوسع الاقتصادي بالدورة المالية. وينبغي الاستعانة بالتدابير الاحترازية والسياسة النقدية للتصدي لهذا التراكم الذي قد يجعل الاقتصاد عرضة لخسائر أكبر على مستوى الناتج في حالة حدوث صدمة حادة.

وفي حالة تأثير الضغط المالي البالغ على المؤسسات الحيوية في الجهاز المصرفي، فإن إثبات الخسائر في وقت مبكر والتعجيل باتخاذ التدابير التي تقوي من فرص استعادة رؤوس الأموال بسرعة يمكن أن يسهما في الحد من العواقب على مستوى الناتج. وفي نفس الوقت، يجب على صانعي السياسات السعي لتجنب انعكاسات الخطر المعنوي الأطول أجلا المترتبة على خطط استعادة الاستقرار المالي.

وبناء على مقارنة نوبة الضغط المالي الحالية بالنوبات السابقة، يتبين أنه لا يزال هناك احتمال كبير لحدوث هبوط اقتصادي حاد في الولايات المتحدة، نظرا لوجود أوجه شبه بين الديناميكيات الحالية لأسعار الأصول ونسب الائتمان ومراكز الأسر المالية والنوبات السابقة التي أعقبها ركود. وتتمثل العوامل المخففة في استجابة السياسة النقدية السريعة وسعر الفائدة الحقيقي المنخفض نسبيا. وفي منطقة اليورو، في المقابل، نجد أن قوة مركز الأسر نسبيا يوفر بعض الحماية من حدوث هبوط اقتصادي حاد، بالرغم من الارتفاع الصعودي في أسعار الأصول ونسبة الائتمان قبل الاضطرابات المالية الراهنة. ومن المحتمل أيضا أن تكون حساسية منطقة اليورو للتعرض إلى هبوط أعمق قد انخفضت بعض الشيء لأن كثيرا من نظمها المالية أقل اعتمادا للتنافس الحر، حسبما يدل عليه بصورة ملحوظة الدور المحدود للغاية لنموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر الذي تمارسه بنوك الرهن العقاري.

## الملحق ٤-١: البيانات والمنهجية

المؤلفان الرئيسيان لهذا الملحق هما أنجيلا إسبيريتو وغافين اسدوريان

## الجدول ٤-٥: البيانات

المتغير	المصدر	التواتر
إجمالي الناتج المحلي	شركة "Haver Analytics" وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
متوسط سعر البترول الفوري	قاعدة بيانات تقرير أفاق الاقتصاد العالمي	كل ثلاثة أشهر
تضخم مؤشر أسعار المستهلكين	شركة "Haver Analytics" وقاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
الاستهلاك الخاص الحقيقي	قاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
عرض النقود	قاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
سعر الفائدة	شركة "Haver Analytics" وقاعدة بيانات تقرير الإحصاءات المالية الدولية	كل ثلاثة أشهر
مؤشر أسهم القطاع المصرفي	شركة "Haver Analytics" وقاعدة بيانات "Thomson Datastream"	شهريا
مؤشر سوق الأسهم	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	شهريا
سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) لمدة ثلاثة أشهر أو سعر الفائدة على الأوراق التجارية	شركة "Haver Analytics"	شهريا
سعر الفائدة الحكومية قصيرة الأجل	شركة "Haver Analytics"	شهريا
عائدات السندات الحكومية	شركة "Haver Analytics" وقاعدة بيانات "Thomson Datastream"	شهريا
عائدات سندات الشركات	شركة "Haver Analytics" وقاعدة بيانات "Thomson Datastream"	شهريا
سعر الصرف الفعلي الحقيقي	صندوق النقد الدولي	شهريا
الاستثمار في المنشآت السكنية	قاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
الاستثمار في غير المنشآت السكنية	قاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
الحساب الجاري	قاعدة البيانات التحليلية لدى منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
السعر الحقيقي للمساكن	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	كل ثلاثة أشهر
الائتمان	قاعدة بيانات تقرير الإحصاءات المالية الدولية	كل ثلاثة أشهر
صافي الإقراض لقطاع الأسر	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	سنويا
صافي الإقراض للحكومة	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	سنويا
صافي الإقراض للشركات غير المالية	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	سنويا
الأصول المصرفية	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	سنويا
الأسهم المصرفية	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	سنويا

## مؤشر الضغوط المالية

يتناول هذا القسم من الملحق وصف العناصر والمنهجية المستخدمة لإنشاء مؤشر الضغوط المالية. ويتألف مؤشر الضغوط المالية من متوسط سبعة متغيرات مرجحة بالتباين المتساوي، ومصنفة في ثلاث فئات.

### القطاع المصرفي

- القطاع المصرفي ( $\beta$ ): التباين المشترك لنسبة التغير المقارن من سنة إلى أخرى في مؤشر أسهم القطاع المصرفي بالبلد المعني ومؤشر سوق الأسهم الكلي، مقسوما على التباين لنسبة التغير من سنة إلى أخرى في مؤشر سوق الأوراق المالية. المصادر: قاعدة بيانات "Thomson Datastream" وشركة "Haver Analytics" ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.
- فروق "تيد": سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن لمدة ثلاثة أشهر أو سعر الفائدة على الأوراق التجارية ناقص سعر الفائدة على السندات الحكومية قصيرة الأجل. المصدر: شركة "Haver Analytics".
- فرق سعر الفائدة بين الأجلين المعكوس: سعر الفائدة على السندات الحكومية قصيرة الأجل ناقصا سعر الفائدة على السندات الحكومية طويلة الأجل. المصادر: قاعدة بيانات "Thomson Datastream" وشركة "Haver Analytics".

### سوق الأوراق المالية

- فروق العائد على سندات الشركات: العائد على سندات الشركات ناقصا العائد على السندات الحكومية طويلة الأجل. المصادر: قاعدة بيانات "Thomson Datastream" وشركة "Haver Analytics".
- انخفاض قيمة الأسهم: مؤشر الأسهم  $t-1$  ناقصا مؤشر الأسهم  $t$ ، ومقسوما على مؤشر الأسهم  $t-1$ . المصدر: منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.
- درجة تقلب عائدات الأسهم مع تغير الوقت: تقلب العائد الشهري في مؤشر سوق الأسهم الكلي وفق النموذج المعمم للانحدار الذاتي المشروط لاختلاف التباين (1,1) (GARCH). المصدر: منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

### الصرف الأجنبي

- درجة تقلب سعر الصرف الفعلي الحقيقي مع تغير الوقت: التقلب وفق النموذج المعمم للانحدار الذاتي المشروط لاختلاف التباين (1,1) (GARCH) في نسبة التغير الشهري في سعر الصرف الفعلي الحقيقي. المصدر: صندوق النقد الدولي.

- التكلفة الحقيقية للديون: عائد سندات الشركات مخصوصا منه التنبؤات الوسيطة المجمع للتعظيم بعد عام. المصادر: شركة "Haver Analytics". وقاعدة بيانات "Thomson Datastream"، وشركة "Consensus Economics".
- التكلفة الحقيقية لأسهم الملكية: تستخلص باستخدام النموذج المحدد في الإطار ٢ بالصفحة ٧٦ من عدد نوفمبر ٢٠٠٤ من النشرة الشهرية "Monthly Bulletin" التي تصدر عن البنك المركزي الأوروبي. ومن خلال استخدام البيانات المتاحة بالنسبة للمتغيرات الأخرى، يمكن حساب التكلفة الحقيقية لأسهم الملكية،  $h_t$ ، باستخدام المعادلة التالية:

$$P_t = \frac{D_t[(1+g) + 8(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g}$$

حيث

$$P_t = \text{السعر الحقيقي للأرصدة}$$

$$D_t = \text{المستوى الحالي لأرباح الأسهم الحقيقية}$$

$g_t^{IBES}$  = تنبؤات نمو العائدات في الأجل الطويل للسهم الواحد وفقا لحساب I/B/E/S مخصوصا منها التنبؤات الوسيطة المجمع للتعظيم في الأجل الطويل.

$g$  = معدل النمو طويل الأجل للعائد الحقيقي على سندات

الشركات، مع افتراض الثبات عند نسبة ٢,٥٪.

وتُحسب التكلفة الكلية لرأس المال كمتوسط مرجح لهذه المكونات الثلاثة مع تعريف الأوزان الترجيحية القروض والديون وأسهم الملكية بالترتيب باعتبارها حصص في التزامات الشركات غير المالية وفقا لما ورد في بيانات الحسابات القومية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

## البيانات المتاحة من شركة Bankscope

أُنشئت مجموعتان من البيانات باستخدام البيانات على المستوى المصرفي والمتاحة من قاعدة بيانات شركة "Bankscope".<sup>٢٥</sup> وقد تضمنت المجموعة الأولى البنوك الاستثمارية فقط حسب تصنيف قاعدة بيانات Bankscope ("البنوك الاستثمارية/ بيوت الأوراق المالية"). أما مجموعة البيانات الثانية، المشار إليها في هذا الفصل باسم "البنوك التجارية"، فتتضمن البنوك ذات التصنيفات التالية وفقا لقاعدة بيانات Bankscope: البنوك المركزية وبنوك الادخار والبنوك التعاونية والبنوك العقارية/ بنوك التمويل العقاري، وبنوك الائتمان متوسط وطويل الأجل.

وجميع المكونات متاحة أصلا بمعدل تواتر شهري. ويتم إنشاء المؤشر عن طريق متوسط المكونات بعد تعديلها حسب متوسط العينة وتوحيدها وفق الانحراف المعياري للعينة. ثم يعاد حساب أساس بيانات المؤشر بحيث تتراوح بين صفر و ١٠٠. وأخيرا، يتم تحويل معدل تواتر البيانات إلى ربع سنوي بالحصول على متوسط البيانات الشهرية. وبيانات مؤشر الضغوط المالية متاحة بالنسبة لعدد ١٧ بلدا متقدما بدءا من عام ١٩٨٠.<sup>٢٤</sup> يتم إثبات نوبات الضغط المالي عندما يكون المؤشر أعلى من الاتجاه العام بمقدار انحراف معياري واحد. والنوبات التي لا يفصل بينها أكثر من ربعي سنة تعتبر نوبة واحدة. ولتصنيف سبب نوبة الضغط المالي - إما المرتبطة بالقطاع المصرفي أو أسواق الأسهم أو أسواق النقد الأجنبي - فإننا ننظر للتغير بين بيانات المؤشر من الربع السابق لبداية النوبة والحد الأقصى للقيمة في المؤشر خلال النوبة. فإذا كان معظم الزيادة نابع من مكونات القطاع المصرفي، تصنف النوبة على أنها «مصرفية». وتسري نفس القاعدة إذا كان التغير نتيجة مكونات أسواق الأسهم أو مكونات الصرف الأجنبي. وإضافة إلى ذلك، إذا ما أسهم القطاع المصرفي على الأقل بثلاث التغير في المؤشر، فإن النوبة تصنف كذلك «مرتبطة بالقطاع المصرفي».

## تكلفة رأس المال

تُعرف «تكلفة رأس المال» في هذا الفصل بأنها المتوسط المرجح للتكلفة الحقيقية للقروض والتكلفة الحقيقية للديون والتكلفة الحقيقية لأسهم الملكية، باستخدام الحصص النسبية لأسهم الملكية والسندات والقروض في خصوم الشركات غير المالية كأوزان ترجيحية. وتستند تكلفة رأس المال إلى الحسابات المبينة في الإطار ٤ في صفحة ٣٧ من عدد مارس ٢٠٠٥ من النشرة الشهرية "Monthly Bulletin" التي تصدر عن البنك المركزي الأوروبي. وتستخلص التكلفة الحقيقية للقروض والتكلفة الحقيقية للديون والتكلفة الحقيقية لأسهم الملكية على النحو التالي:

- التكلفة الحقيقية للقروض المصرفية: أسعار الفائدة على الإقراض المصرفي مخصوصا منها التنبؤات الوسيطة المجمع للتعظيم بعد عام. المصادر: تقرير «الإحصاءات المالية الدولية»، والبنك المركزي الأوروبي، وشركة "Consensus Economics".

<sup>٢٤</sup> البيانات عن عائدات سندات الشركات طويلة الأجل لم تكن متاحة بالنسبة لكل من اليونان وأيرلندا ونيوزيلندا والبرتغال وبالتالي فقد استبعدت من العينة.

<sup>٢٥</sup> قاعدة بيانات Bankscope التي تصدر عن مؤسسة Bureau van Dijk "Electronic Publishing (BvDEP)" وعنوانها الإلكتروني: www.bvdep.com



## عينة البنوك

### البنوك الاستثمارية

اشتملت عينة البنوك على بنوك كانت ضمن أفضل ٥٠ بنكا استثماريا عالميا من حيث مجموع الأصول في سنة أو أكثر خلال الفترة من ١٩٨٨ إلى ٢٠٠٧.

### البنوك التجارية

اشتملت عينة البنوك على بنوك كانت ضمن أفضل ١٠ بنوك<sup>٢٦</sup> من حيث مجموع الأصول بالنسبة لكل بلد في سنة أو أكثر خلال الفترة من ١٩٨٨ إلى ٢٠٠٧. واشتملت كذلك البنوك التي استحوتت عليها أفضل ١٠ بنوك أو اندمجت معها. (راجع أدناه شرح لتفاصيل حالات الدمج والاستحواذ).

وقد وقع الاختيار على عدد البنوك التي اشتملت عليها العينة بالنسبة لكل بلد بغية توفير عينة ممثلة للنشاط المصرفي في كل من هذه البلدان. ويقدم الجدول ٤-٦ تلخيصا لمتوسط الحصة السنوية من مجموع الأصول المصرفية (حسبما جاء في تقرير منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي) ممثلة في البنوك التي اشتملت عليها العينة.

## الميزانيات العمومية الموحدة مقابل غير الموحدة

### البنوك الاستثمارية

استخدمت البيانات من الكشوف المالية الموحدة بالنسبة للبنوك الاستثمارية. وفي حالة عدم توافر كشوف موحدة، فقد تم استخدام البيانات من الكشوف غير الموحدة.

### البنوك التجارية

حتى يتسنى عزل الأنشطة المحلية للبنوك التجارية قدر المستطاع، استخدمت البيانات المصرفية غير الموحدة بالنسبة للبنوك التجارية في العينة. وفي حالة عدم توافر كشوف غير موحدة، فقد تم استخدام البيانات من الكشوف الموحدة.

وقد تم تجميع البيانات من الكشوف المتعددة لنفس البنك لكي تشكل مجموعة واحدة من البيانات على المستوى المصرفي إذا ما كانت الكشوف المالية من نفس

<sup>٢٦</sup> أفضل ٣٠ بنكا بالنسبة للمملكة المتحدة واليابان؛ وأفضل ٥٠ بنكا بالنسبة للولايات المتحدة.

## الجدول ٤-٦: متوسط الحصة السنوية من مجموع الأصول المصرفية لدى البنوك في العينة

البلد	عدد أفضل البنوك سنويا في العينة	% من مجموع الأصول المصرفية لدى البلد
أستراليا	١٠	٧٨
النمسا	١٠	٧١
بلجيكا	١٠	٩٤
كندا	١٠	٨٨
الدانمرك	١٠	٩٢
فنلندا	١٠	٧٩
فرنسا	١٠	٧٣
ألمانيا	١٠	٦٥
إيطاليا	١٠	٤٠
اليابان	٣٠	٧٤
هولندا	١٠	٩٠
النرويج	١٠	٧٨
إسبانيا	١٠	٧٨
السويد	١٠	٩٤
سويسرا	١٠	٦٤
المملكة المتحدة	٣٠	٦٧
الولايات المتحدة	٥٠	٦٠

النوع (موحدة أو غير موحدة). وإضافة إلى ذلك، تم تنقية البيانات (حسب البلد، في حالة البنوك التجارية) وذلك باستبعاد المشاهدات التي تجاوز فيها معدل نمو مجموع الأصول نسبة ٩٥٪ أو كان أقل من نسبة ٥٪.

## حالات الدمج والاستحواذ

لضمان اتساق البيانات، فقد أدرجت في مجموعة البيانات تلك البنوك التي استحوتت عليها بنوك في العينة أو اندمجت معها. وبالنسبة للسنوات التي سبقت عملية الدمج أو الاستحواذ، فقد عوملت البنوك المشتركة في أي من العمليتين بوصفها بنوكا مستقلة؛ أما في السنوات التي أعقبت عملية الدمج أو الاستحواذ فكان البنك الناشئ عن عملية الدمج أو الاستحواذ يعامل بطبيعة الحال كبنك واحد في قاعدة البيانات. وحتى يتسنى حساب التغيرات في المستوى أو معدلات النمو لبنك ما في سنة حدوث الدمج أو الاستحواذ، أنشئت نقطة بيانات للسنة السابقة للدمج أو الاستحواذ عن طريق جمع قيم بيانات البنوك المشتركة في عملية الدمج أو الاستحواذ.

## المراجع

Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008a, "Financial Intermediary Leverage and Value at Risk," Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).

- , 2008b, "Liquidity and Leverage," Staff Report No. 328 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta, and David Marqués, 2007, "Securitisation and the Bank Lending Channel," ECB Working Paper No. 838 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Bayoumi, Tamim, and Ola Melander, 2008, "Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages," IMF Working Paper 08/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1995, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 (Autumn), pp. 27–48.
- , and Simon Gilchrist, 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C (Amsterdam: North-Holland), pp. 1341–93.
- Bernanke, Ben, Cara Lown, and Benjamin Friedman, 1991, "The Credit Crunch," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, pp. 205–47.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," BIS Working Paper No. 237 (Basel: Bank for International Settlements, October).
- Calomiris, Charles W., Daniela Klingebiel, and Luc Laeven, 2005, "Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience," in *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, ed. by Patrick Honohan and Luc Laeven (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press), pp. 25–75.
- Caprio, Gerard, and Daniela Klingebiel, 2003, "Episodes of Systematic and Borderline Financial Crises," Dataset 1 (Washington: World Bank).
- Cihak, Martin, and Petya Koeva Brooks, forthcoming, "From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches and Busts?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund, August 5).
- Goodhart, Charles, 1996, "An Incentive Structure for Financial Regulation," LSE Financial Markets Group Special Paper No. 88 (London: London School of Economics and Political Science, July).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49 (March), pp. 365–81.
- Hoelscher, David S., and Marc Quintyn, 2003, *Managing Systemic Banking Crises* (Washington: International Monetary Fund).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press).
- Illing, Mark, and Ying Liu, 2006, "Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada," *Journal of Financial Stability*, Vol. 2 (October), pp. 243–65.
- International Monetary Fund (IMF), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- J.P. Morgan Research, 2008, "Credit and Growth: The Case of the Euro Area" (June 19).
- Kaminsky, Graciela, and Carmen Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June), pp. 473–500.
- Kashyap, Anil, Raghuram Rajan, and Jeremy Stein, 2008, "Rethinking Capital Regulation," paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Kashyap, Anil, and Jeremy Stein, 1995, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 42 (June), pp. 151–95.
- Kindleberger, Charles, and Robert Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 5th ed.).
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, forthcoming, "Systemic Banking Crises: A New Database" Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Leamer, Edward, 2007, "Housing Is the Business Cycle," presented at the Jackson Hole Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, August 30–September 1, 2007.
- Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74 (Annandale-on-Hudson, New York: Bard College, May).
- Peek, Joe, and Eric Rosengren, 1995, "The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 3, pp. 625–38.

- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 2003, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance," CEPR Discussion Paper No. 3865 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1 (February), pp. 1-48.
- , 2008, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shiller, Robert J., 1999, "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence," NBER Working Paper No. 7008 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shin, Hyun Song, 2008, "Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock," Working Paper (unpublished; Princeton, New Jersey: Princeton University).

## سياسة المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية

أساسا لاختلال توازن الأسواق وليس نتيجة التفاعل مع التغيرات في العوامل الأساسية كالإنتاجية. ويرى آخرون أن تدابير سياسة المالية العامة تتسم عموما بعدم الفعالية أو أنها تزيد الأمر سوءا، لأنها تُنفذ في الوقت غير المناسب أو أنها تنشئ تشوهات ضارة بالاقتصاد. وكانت وجهة النظر الأخيرة هي المهيمنة على الجدال الدائر طوال العقدين الماضيين؛ وبالتالي تركت سياسة المالية العامة زمام القيادة للسياسة النقدية. ولكن النقاش أقر أيضا بحاجة السياسة النقدية في بعض الأحيان للدعم الذي توفره الدفعة التنشيطية المالية، على سبيل المثال في الحالات التي يقترب سعر الفائدة الاسمي من الصفر أو لدى ظهور عقبات بشكل من الأشكال أمام قنوات انتقال آثار السياسة النقدية.

وإزاء هذه الخلفية، يلقي هذا الفصل نظرة جديدة على دور سياسة المالية العامة أثناء فترات الهبوط الاقتصادي. وتتمثل الأهداف الأساسية فيما يلي: (١) تحليل كيفية استجابة سياسة المالية العامة أثناء فترات الهبوط؛ (٢) دراسة آثار الدفعة التنشيطية المالية على النشاط الاقتصادي أثناء فترات الهبوط؛ (٣) تحديد العوامل الأساسية التي تؤثر في نتائج تدابير تدخل سياسة المالية العامة؛ (٤) تقديم مقترحات على صعيد السياسات، في ظل الأدلة التجريبية والنتائج المستخلصة من البحث النظري فيما يلي: (أ) إن كان يتعين استخدام سياسة المالية العامة الاستثنائية ومتى؟ (ب) الانعكاسات المترتبة على استخدام مختلف أدوات سياسة المالية العامة؛ (ج) التوازن الملائم بين أدوات الضبط التلقائي والتدابير الاستثنائية.

ويسعى هذا الفصل للمساهمة في الدراسات العديدة عن دور سياسة المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية وذلك من خلال ثلاث طرق. أولا، يتولى هذا الفصل على وجه التحديد تقييم ما إذا كانت استجابات سياسة المالية العامة الاستثنائية لموجات الهبوط الاقتصادي قد جاءت في الوقت المناسب وأنها كانت مؤقتة. ثانيا، بينما ركزت معظم الدراسات السابقة على أثر سياسة المالية العامة على الاقتصادات المتقدمة، فإن هذا الفصل ينظر أيضا في الأدلة المستخلصة من الاقتصادات الصاعدة. وأخيرا، يأتي هذا الفصل ككملة للتحليل التجريبي حيث يتم تصميم تحليل المحاكاة لتقدير مدى

يبعث هذا الفصل فيما إذا كان ينبغي استخدام سياسة المالية العامة لمكافحة تذبذبات الدورة الاقتصادية، لا سيما موجات الهبوط الاقتصادي. هل بمقدور سياسة المالية العامة الاستثنائية أن تنجح في تنشيط الناتج؟ أو هل تعود بضرر أكبر من نفعها؟ وتشير الأدلة الجديدة التي يتناولها هذا الفصل، والمستقاة من اقتصادات صاعدة ومتقدمة على حد سواء، إلى أن إعطاء دفعة مالية تنشيطية على أساس استثنائي يمكن أن يكون له أثر إيجابي، وإن كان متواضعا. ولكن يتعين على صانعي السياسات توخي الحرص البالغ في كيفية تنفيذ مجموعة التدابير التنشيطية، بما يضمن تنفيذها في الوقت المناسب وليس من المرجح أن تترسخ وتثير المخاوف المتعلقة بمدى استمرارية تحمل الديون. ويختتم هذا الفصل بمناقشة كيفية زيادة فعالية أدوات الضبط التلقائي وكيفية مساهمة تحسينات الحوكمة في الحد من مخاوف «التحيز للدين» المتعلقة بالتدابير الاستثنائية.

في غضون الشهور الأخيرة، وفي الوقت الذي كانت الاقتصادات تتلقى فيه الضربات نتيجة تراجع أسعار الأصول، وتزايد تكاليف المواد الأولية والائتمان، وانحسار الثقة، تجددت النداءات التي تطالب الحكومات بفعالية استخدام سياسة المالية العامة لدعم جهود البنوك المركزية الرامية إلى منع حدوث هبوط حاد في النشاط الاقتصادي. ومرة أخرى، ينشأ نقاش حي حول الدور الملائم لسياسة المالية العامة في تسيير الدورة الاقتصادية، لا سيما أثناء موجة هبوط اقتصادي: فهل تنفع تدابير سياسة المالية العامة الاستثنائية، أم أنها تعود أحيانا بضرر أكبر من نفعها؟ ومتى تكون مجموعة التدابير الاستثنائية أكثر فعالية؟ ومتى يكون الأفضل السماح باستخدام أدوات الضبط التلقائي؟

وقد استمر الجدال حول الدور الملائم لسياسة المالية العامة في تسيير الدورة الاقتصادية لسنوات عديدة. فهناك مدرسة فكرية تدعو إلى استخدام الضرائب والتحويلات والإنفاق بصورة متوازنة لمجابهة التقلبات في النشاط الاقتصادي، لا سيما وأن هذه التقلبات الاقتصادية ترجع

المؤلفون الرئيسيون لهذا الفصل هم الأسدير سكوت (رئيس الفريق) وستيفن بارنيت، ومارك دي بروك، وأنا إيفانوفنا، ودايهاينغ كيم، ومايكل كومهوف، ودوغلاس لاکستون، ودانيل لي، وسفين جاري ستين، وستيفن سيمانسكي، وقدم الدعم الفني كل من إيلين هنسل، وأنيث كيوي، وسوزانا مورسولا، وبن سوتون.

الكلية المختلفة عند تنفيذ السياسة المعنية. ويقدم القسم الختامي بعض المقترحات على صعيد السياسات.

## استيعاب النقاش الدائر حول سياسة المالية العامة

بوسع سياسة المالية العامة العمل بطريقتين عامتين لتحقيق الاستقرار في الدورة الاقتصادية. فإما أن تعمل من خلال أدوات الضبط التلقائي، التي تنشأ من بعض جوانب النظام المالي التي تختلف في العادة مع حدوث التغيرات في النشاط الاقتصادي — على سبيل المثال، عند هبوط الناتج تهبط الإيرادات الضريبية كذلك وترتفع مدفوعات البطالة.<sup>١</sup> ومن جهة أخرى، تنطوي تدابير السياسة المالية الاستثنائية على تغيرات نشطة في السياسات التي تؤثر في نفقات الحكومة، والضرائب، والتحويلات وغالبا ما تتخذ لأسباب غير تحقيق الاستقرار.

وبالنسبة لأدوات الضبط التلقائي، فهي بطبيعتها تقوم بدور مباشر خلال فترات الهبوط الاقتصادي. ولكنها في العادة منتجات فرعية نشأت في سياق تحقيق أهداف أخرى لسياسة المالية العامة. ومن هذا المنطلق، غالبا ما يقترن حجم أدوات الضبط التلقائي بحجم الحكومة (راجع على سبيل المثال دراسة "Fatás and Mihov, 2001"). مما يشير إلى أن زيادة حجم الحكومة يمكن أن تسهم في التخفيف من حدة تقلبات الناتج (راجع دراسة Galí, 1994). غير أن هناك الكثير ممن يرون أن الحكومة الأكبر حجما تمثل عائقا أمام النمو على المدى الأطول. وبالتالي، هناك تعارض محتمل بين زيادة الاستقرار وزيادة الكفاءة الاقتصادية. وإضافة إلى ذلك، فإن فعالية أدوات الضبط التلقائي ربما تعتمد على الهيكل الملائم للحكومة أكثر من الحجم.

ونظرا لأن أدوات الضبط التلقائي غالبا ما تكون محدودة النطاق — يستعرض الإطار ٥-١ لاحقا نطاق أدوات الضبط التلقائي في مختلف الاقتصادات — فإن الاستفادة الفعلية من التدابير المالية على أساس استثنائي غالبا ما يروج لها كأداة مضادة للاتجاهات الدورية. غير أن المشككين يعربون عن شكوكهم في قدرة الحكومات على توفير هذه التدابير في الوقت المناسب، وحول آثار التدابير المالية الاستثنائية على الاقتصاد الكلي وانعكاساتها في الأجل الطويل على استمرارية أوضاع المالية العامة.

<sup>١</sup> وبالتالي فإن قوة أدوات الضبط التلقائي تعتمد على حجم التحويلات (مثل تأمينات البطالة)، وتصاعدية النظام الضريبي، وآثار الضرائب والتحويلات على مشاركة العمالة والطلب على العمالة ورأس المال.

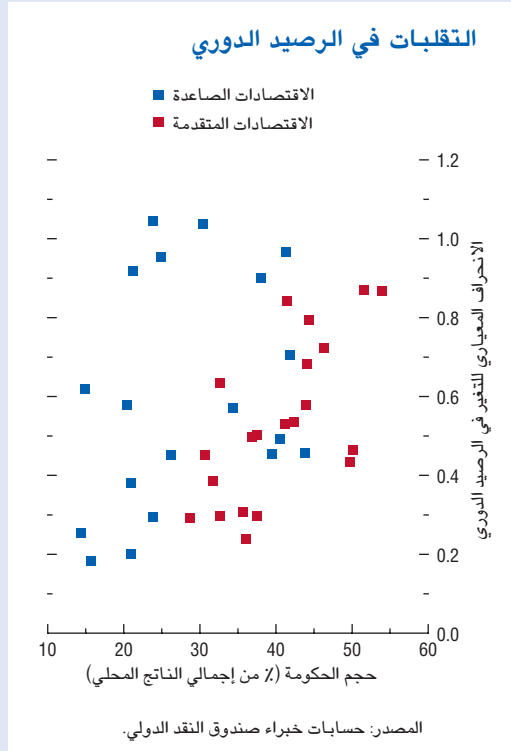
اعتماد مضاعفات المالية العامة على اختيار أدوات المالية العامة وخصوصيات الاقتصاد.

ويوضح سجل أداء السياسات أن استجابة سياسة المالية العامة الاستثنائية لا تزال تصدر في الوقت المناسب أكثر مما تشير إليه بعض الدراسات النقدية. ولكن هناك بعض المخاوف المشروعة حول ما إذا كانت التدابير التنشيطية القائمة على المالية العامة ستكون مؤقتة والانعكاسات على مسار الديون الحكومية. وتشير الأدلة التجريبية إلى أن الدفعة التنشيطية المالية لها أثر إيجابي معتدل على نمو الناتج في الاقتصادات المتقدمة. غير أن هذه الآثار تبدو محدودة في الاقتصادات الصاعدة. وقد يكون ذلك ناجما عن مسائل متعلقة بالمصادقية وخصوصا المخاوف المتعلقة بالديون. وتوضح تجارب المحاكاة أن مضاعفات المالية العامة قد تتباين بدرجة كبيرة، وذلك حسب الأداة المستخدمة، ودرجة مسيطرة السياسة النقدية للتطورات، ونوع الاقتصاد. ووفقا للأدلة التجريبية، فإن الزيادات في علاوات مخاطر أسعار الفائدة قد تجعل مضاعفات المالية العامة سالبة، مما يوحي بأن إعطاء دفعة مالية تنشيطية على أساس استثنائي قد يضر أكثر مما ينفع.

فهل يعني ذلك أن سياسة المالية العامة ليس لها دور كأداة مضادة للاتجاهات الدورية؟ في الواقع العملي، كانت درجة قوة أدوات الضبط التلقائي مرتبطة بحجم الحكومة، غير أن زيادة توسع الحكومة يقترن عموما بانخفاض النمو. ونظرا لهذا التباين، يجدر التوسع في بحث ما إذا كانت قواعد المالية العامة المضادة للاتجاهات الدورية وإطار سياسة المالية العامة يمكن تصميمها على نحو يسمح بزيادة قدرة سياسة المالية العامة على تمهيد التقلبات في الناتج والدخل على مدار الدورات الاقتصادية — دون زيادة حجم الحكومة أو المجازفة باستقرار أوضاع الدين.

وفيما يلي نستعرض كيفية تنظيم هذا الفصل. يقدم القسم التالي عرضا موجزا للدراسات التجريبية والنظرية حول دور سياسة المالية العامة في تحقيق استقرار الناتج. ويعرض القسمان التاليان أولا نتائج العمل التجريبي الجديد الذي يقدم وصفا لكيفية استخدام سياسة المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على السواء ثم يقدم تحليلا لآثارها. ويستعين القسم التالي بالتحليل الرسمي القائم على المحاكاة لدراسة مدى فعالية مختلف خيارات الدفعات التنشيطية وآثار العوامل الاقتصادية

## الإطار ٥-١: الاختلافات في مدى أهمية أدوات الضبط التلقائي وعلاقتها بسياسة المالية العامة الاستثنائية



الموازنة الدوري — أي أن البلدان التي لديها أدوات ضبط تلقائي أكبر تكون أرصدها الدورية أكثر تنوعاً.<sup>٣</sup> غير أن التغيرات في سياسة المالية العامة الاستثنائية تسهم في قدر أكبر من تقلبات الأرصدة الأولية مقارنة بأدوات الضبط التلقائي. وفي المتوسط، نجد أن تقلبات الرصيد المعدل لاستبعاد العوامل الدورية تصل إلى ثلاثة أضعاف تقلبات الرصيد الأولي. ويسري هذا الأمر على الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة على السواء. ولكن حجم الدور الذي تقوم به هذه التغيرات على صعيد السياسة المالية لمكافحة الاتجاهات الدورية يعتمد على مدى جودة تزامنها مع الدورة الاقتصادية. ولدراسة هذه الرؤية تجريبياً، تتم مقارنة قياس دورية سياسة المالية

ما مدى أهمية أدوات الضبط التلقائي؟ ينظر هذا الإطار في التأثير الكمي لأدوات الضبط التلقائي على رصيد الموازنة، لا سيما بالمقارنة مع سياسة المالية العامة الاستثنائية. أولاً، يختلف تأثير أدوات الضبط التلقائي على الرصيد الأولي باختلاف البلدان حول العالم. فالتقلبات في الرصيد الأولي ترجع للتغيرات في السياسة الاستثنائية أكثر منها في أدوات الضبط التلقائي. غير أن التغيرات في السياسة الاستثنائية، بالنسبة للعديد من البلدان، ليست متزامنة مع الدورة الاقتصادية، مما يشير إلى أن أدوات الضبط التلقائي غالباً ما تكون مصدراً أكثر أهمية للإجراءات المنتظمة المضادة للدورة الاقتصادية على صعيد السياسات.

وتقاس أدوات الضبط التلقائي باستخدام التغيرات في الأرصدة الدورية التي يتم تقديرها في تحليل الأحداث الوارد في النص الرئيسي من هذا الفصل.<sup>١</sup> ويتباين تأثير أدوات الضبط التلقائي على نتائج المالية العامة في مختلف البلدان ويرتبط ارتباطاً موجباً بحجم الحكومة تقلبات الناتج على السواء. فحجم الحكومة هو معيار proxy جيد لحجم أدوات الضبط التلقائي وهو المحور الأفقي في الشكل البياني الأول.<sup>٢</sup> فالتقلب الملاحظ في رصيد الموازنة الدوري — الذي يقاس من واقع الانحراف المعياري للتغير في رصيد الموازنة الدوري — يعادل مبدئياً حجم الحكومة مضروباً في مستوى التقلب في فجوة الناتج. ويوضح الشكل البياني الأول أن حكومات الاقتصادات الصاعدة بالرغم من حكوماتها الأصغر حجماً فإنها غالباً ما تشهد تقلبات في رصيد الموازنة الدوري أعلى من الاقتصادات المتقدمة. ويرجع ذلك عموماً لأن فجوات الناتج في الاقتصادات الصاعدة تكون أكثر تقلباً. غير أنه بالنظر إلى الاقتصادات الصاعدة والاقتصادات المتقدمة بصورة مستقلة (لتحديد أثر تقلبات الناتج المرتفعة في الاقتصادات الصاعدة) نجد أن هناك علاقة موجبة بين حجم الحكومة وتقلب رصيد

<sup>٣</sup> غير أنه يتبين أن حجم الحكومة غالباً ما يرتبط ارتباطاً تبادلياً سالباً مع تقلبات الناتج (على سبيل المثال، دراسة Andrés، "Doménech, and Fatás, 2008"). الأمر الذي سيقلل من العلاقة الموجبة التلقائية بخلاف ذلك بين حجم الحكومة وتقلبات رصيد الموازنة الدوري.

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو ستيفن بارنيت. <sup>١</sup> يستخدم القياس القائم على أساس المرونة في التحليل المشار إليه في هذا الإطار. وتمتد فترة العينة بين عامي ١٩٩٢ و ٢٠٠٧. <sup>٢</sup> الإطار ٤-٢ في دراسة "Balassone and Kumar (2007)". يشرح سبب صحة هذا الرأي. فهذه النتيجة العامة متماسكة في حالة افتراضات مرونة الدخل.

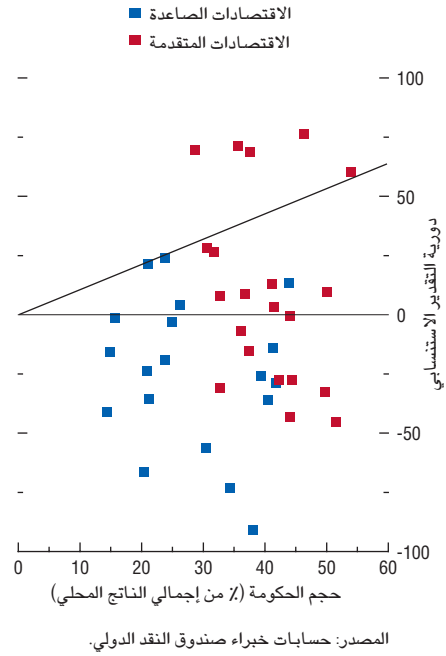
الإطار ٥-١ (تتمة)

الدورية مقارنة بأدوات الضبط التلقائي. وحسب ما يبدو فإن هذا لا يحدث إلا في بضع حالات، بما في ذلك بعض البلدان الناطقة باللغة الإنجليزية ذات الحكومات الأصغر حجماً، وبعض بلدان الشمال الأوروبي ذات الحكومات الأكبر حجماً. غير أنه لا يوجد سوى القليل من الأدلة المنتظمة على أن البلدان ذات الحكومات الأصغر حجماً تعوِّض ضعف أدوات الضبط التلقائي باستخدام قدر أكبر من الاستنساب في سياساتها.

وتشير هذه النتائج مجتمعة إلى أن (١) أدوات الضبط التلقائي لا تزال قائمة عموماً بدور مضاد للاتجاهات الدورية على نحو منتظم أكثر من سياسة المالية العامة الاستنسابية، و(٢) أن التغيرات في تدابير سياسة المالية العامة الاستنسابية تكون في توقيت غير مناسب أو مرتبطة بعوامل أخرى غير استقرار الناتج. غير أن ينبغي التنبيه إلى أن الاستنساب في سياسة المالية العامة يقاس بالرصيد المعدل لاستبعاد العوامل الدورية، وهو معيار غير دقيق وفق ما تناوله النص الرئيسي بالنقاش، لأنه قد يرصد كذلك عوامل غير مرتبطة بالتغيرات الاستنسابية، وأهمها تذبذبات أسعار الأصول.

وتؤثر تحركات أسعار الأصول مباشرة في ضرائب المعاملات المالية والأرباح الرأسمالية، وإن كان لها انعكاسات غير مباشرة وأوسع نطاقاً كذلك على الإيرادات، وأهمها من خلال أثر الثروة على الاستهلاك. ونظراً لأن هذه التحركات لا تتبع مسار الدورة الاقتصادية تماماً (على سبيل المثال، التذبذبات المضخمة مقارنة بتذبذبات فجوة الناتج)، فلن يكون بالإمكان رصد الآثار على الإيرادات عن طريق المرونات التقليدية للإيرادات الضريبية وسوف تشكل جانباً من عناصر الإيرادات المعدلة لاستبعاد العوامل الدورية. وفي دراسة لم تُنشر بعد، أعد خبراء صندوق النقد الدولي تقديرات تقوم على أساس الاقتصاد القياسي لحساسية الإيرادات الضريبية الهيكلية لتذبذبات أسعار المساكن والأسهم في بلدان مجموعة السبعة. وتحسب بيانات الإيرادات الهيكلية باستخدام أساليب التعديل التقليدية، بما يضمن اتساق النتائج. وتشير التقديرات إلى أن حدوث انخفاض بنسبة ١٪ في أسعار كلا المساكن والأسهم يمكن أن يخفض مجموع الإيرادات الضريبية بحوالي ١٪ تقريباً، حيث يسهم انخفاض أسعار المساكن بالجانب الأكبر من هذا الهبوط. وتشير التقديرات كذلك إلى أن كندا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة هي أكثر حساسية لتذبذبات أسعار المساكن والأسهم مقارنة ببلدان مجموعة السبعة في أوروبا القارية.

دورية الرصيد الهيكلي



العامة الاستنسابية بحجم أدوات الضبط التلقائي<sup>٤</sup> ويوضح الشكل البياني الثاني أن سياسة المالية العامة الاستنسابية غالباً ما تكون مضادة للاتجاهات الدورية في الاقتصادات المتقدمة (عندما تكون العناصر المضادة للاتجاهات الدورية في التقدير الاستنسابي أكبر من صفر)، ولكنها غالباً ما تكون مسايرة للاتجاهات الدورية في الاقتصادات الصاعدة (أقل من صفر). والوحدات على كلا المحورين قابلة للمقارنة وتشير إلى النقاط المئوية للتغير في الأرصد ذات الصلة (بعد القسمة على ١٠٠) لكل زيادة قدرها نقطة مئوية في فجوة الناتج. وإذا كان هناك بلد فوق خط ٤٥ درجة، فإن ذلك يشير إلى أن السياسة الاستنسابية تجعل سياسة المالية العامة الكلية أكثر مسايرة للاتجاهات

<sup>٤</sup> تقاس دورية سياسة المالية العامة بإجراء انحدار يقوم على فروق الدرجة الأولى، حيث الرصيد الأولي المعدل لاستبعاد العوامل الدورية هو المتغير التابع وفجوة الناتج هي المتغير التفسيري. وعلى ذلك تكون السياسة أكثر معاكسة للاتجاهات الدورية عندما يكون المعامل موجبا. غير أن هذا الانحدار قد يطرح مشكلة تتمثل في تجاهله العلاقة (الداخلية) بين سياسة المالية العامة وفجوة الناتج.

وفي المقابل، فإن الدراسات الأخيرة التي استخدمت ما يعرف باسم النماذج الكينزية الجديدة تشير إلى أن حدوث زيادة في الاستهلاك الحكومي لا يزال يؤثر إيجاباً على الاستهلاك والأجور الحقيقية، إذا ما كانت هناك جوانب جمود اسمية وحقيقية ونقص في السيولة (راجع على سبيل المثال، دراسة "Galí, 2006"). وتشير هذه النماذج أيضاً إلى أن تدابير المالية العامة المؤقتة ليست جميعاً غير فعالة: فالسياسات التي تؤثر في الحوافز على تغيير توقيت الاستهلاك — كالتغيرات في ضرائب الاستهلاك — يرجح أن تكون الأكثر فعالية عندما يتفهمها الجمهور باعتبارها تغييرات مؤقتة وليست دائمة.

وهناك أربعة عوامل ربما تكون قد اكتسبت أهمية متزايدة خلال السنوات الأخيرة، وهي كالتالي:

- جوانب الجمود في الأسواق: يحتمل أن تكون جوانب الجمود في أسواق السلع والعمل قد انخفضت مع مرور الوقت، نتيجة الإصلاحات الاقتصادية الكلية، وأصبحت إمكانية الحصول على الائتمان أكثر سهولة، مما قلل من استخدام مضاعفات المالية العامة.
- إطار السياسة النقدية: يتوقع زيادة تأثير سياسة المالية العامة إذا ما أفسحت لها السياسة النقدية المجال، وبالتالي يمكن التخفيف من أثر المزامحة.
- العولمة والانفتاح: مع تزايد التكامل بين الاقتصادات — أي زيادة نسبة الطلب المحلي على السلع المستوردة — تقل فعالية سياسة المالية العامة الاستثنائية عما كانت عليه من قبل.
- الابتكارات المالية: إلغاء القيود على الأسواق المالية وزيادة إمكانية الحصول على رؤوس الأموال العالمية ربما أدى إلى تخفيف قيود الائتمان على الأسر والمؤسسات، الأمر الذي يشير إلى انخفاض القيود على الاستهلاك والاستثمار بفضل الدخل الحالي وانخفاض مستوى استجابتهما لتدابير سياسة المالية العامة الاستثنائية. غير أن التكامل المالي عبر الحدود يمكن كذلك أن يخفض حساسية أسعار الفائدة للإقتراض الحكومي ويمهد آثار المزامحة.
- ولكن العمل التجريبي لم يتمكن للأسف من تسوية الجدل النظري الدائر. فتقديرات مضاعفات المالية العامة لها نطاق واسع، حيث تمتد من تقديرات موجبة مروراً

ويرى هؤلاء المشككون أن السلطات التشريعية لا يمكنها توفير التدابير المالية الاستثنائية بالسرعة الكافية، خصوصاً لدى مقارنتها بالسرعة التي يمكن للبنك المركزي تغيير سعر الفائدة الأساسي. وبالتالي، فإن المخاطرة قائمة من حيث وصول الدفعة التنشيطية المالية في ذات الوقت الذي يتعافى فيه الاقتصاد من الهبوط. وإضافة إلى ذلك، فإن التدابير التنشيطية المالية لا يرجح أن تكون موجهة إلى مستحقيها، وإنما يرجح بدلاً من ذلك أن تكون موجهة نحو بنود الإنفاق العام المهذرة للموارد والمشوهة للاقتصاد والتدابير على جانب الإيرادات الأكثر استجابة لضغوط جماعات المصالح الخاصة عنها لاحتياجات الاقتصاد. وإضافة إلى ذلك، لا يرجح سحب هذه التدابير بالسرعة الكافية للحفاظ على استمرارية أوضاع المالية العامة. فعلى سبيل المثال، هناك أدلة كبيرة على أن سياسة المالية العامة في الاقتصادات الصاعدة والأقل تقدماً تكون مسيرة للاتجاهات الدورية أكثر منها مضادة لها، ويرجع ذلك جزئياً للحوافز السياسية المشجعة على زيادة العجوزات في أوقات اليسر، في ظل وفرة التمويل (دراسة "Talvi and Végh, 2000").

وحتى إذا كان بالإمكان توفير الدفعة التنشيطية المالية بسرعة، فهل ذلك يبرر استخدام السياسة المالية الاستثنائية؟ لا يزال هناك جدل كبير حول هذا الأمر ولا يوجد سوى قدر محدود من توافق الآراء النظري. فالموقف الكينزي في أحد المراجع يشير إلى أن الاستهلاك الخاص والاستثمار مدفوعان بقوة الدخل الجاري، الأمر الذي يوحي باستجابة الناتج بدرجة كبيرة للتغيرات في سياسة المالية العامة. ولكن سياسة المالية العامة يمكن أن تكون أقل فعالية في الاقتصاد المفتوح، حسب درجة الحرية في حركة رأس المال ونظام سعر الصرف، نظراً لاحتمال "تسرب" الدفعة التنشيطية المالية خارج الاقتصاد. وإلى جانب الجدل المعتاد حول المزامحة المالية، نجد كثيراً من أصحاب النظريات الكلاسيكية المحدثة يشددون على أهمية توقعات الدخل والضرائب المستقبلية، حيث يرون أن مضاعفات المالية العامة ستكون على الأرجح صغيرة لأن الأسر التي تستشرف المستقبل ستكتشف أن الدفعة التنشيطية المالية المؤقتة لا تؤثر إلا بقدر محدود على دخلها مدى الحياة؛ بل يحتمل أن تكون المضاعفات سلبية، إذا ما أدت زيادة النفقات الحكومية إلى موازنة تخفيضات الاستهلاك الخاص والاستثمار.<sup>٢</sup>

<sup>٢</sup> على سبيل المثال، تشير نظرية التعادل الريكاردى المعروفة في دراسة "Baro, 1974" أن الأسر والمؤسسات تتفهم حقيقة أن العجوزات المصحوبة بزيادات ضريبية في المستقبل لا تجعلهم أحسن حالاً من حيث صافي القيمة الحالية، وبالتالي فإنها تتجه نحو ادخار التخفيضات الضريبية (الدفعة الواحدة) المؤقتة بدلاً من إنفاقها. وغالباً ما تعكس

النماذج الكلاسيكية المحدثة أثاراً سلبية على الثروة في أعقاب الزيادات في الإنفاق الحكومي القوية بما يكفي لخفض الاستهلاك الخاص والاستثمار.



## الإطار ٥-٢: ما السبب وراء الصعوبة البالغة في تحديد آثار الدفعة المالية؟

أما سياسة المالية العامة الاستثنائية غير المتوقعة فيشار إليها بالرمز  $\eta$ .  
والآن لنفترض أن عملية الناتج هي كالتالي:

$$(٢) \quad y = \delta g + \varepsilon,$$

حيث  $\delta$  هي المضاعف المالي و  $\varepsilon$  تمثل الصدمات المستقلة عن السياسة. وهذا النظام يطرح مشكلتين حيويتين. الأولى، أن لدينا مشكلة تقليدية تتعلق بالتزامن — محاولة تقدير آثار سياسة المالية العامة على الناتج بتقدير قيمة (١) سوف تنتج عنها تقديرات متحيزة. والمشكلة الثانية هي مشكلة تتعلق بالقياس — صعوبة التمييز بين تغيرات السياسة الاستثنائية المنتظمة وأدوات الضبط التلقائي. ويمكن اعتبار مقياس الدفعات التنشيطية من المالية العامة القائم على أساس المرونة بمثابة استخدام تقديرات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي للمعامل  $\alpha$  وإنشاء المعادلة:

$$\tilde{f} = f - \alpha y.$$

ويعد تقدير دورية هذا المقياس معادلاً لتقدير المعلمة الإحصائية  $\beta$ .<sup>٢،١</sup>

ولدى فحص مدى فعالية سياسة المالية العامة في إطار الانحدارات، فإن مقياس الدفعات التنشيطية الذي يضم بالخطأ التغيرات الدورية التي تنشئها أدوات الضبط التلقائي سوف يؤدي إلى استخلاص استنتاجات غير صحيحة عن آثار سياسة المالية العامة الاستثنائية. وبالتالي فإن مقياس الدفعات التنشيطية الثاني يركز كلية على  $\eta$ ، أي آثار صدمات سياسة المالية العامة غير المتوقعة.<sup>٣</sup>

وهناك مناهج أخرى في الدراسات البحثية تسعى لمعالجة ذات المسائل. فالانحدارات الذاتية الهيكلية للمتجهات تستخدم المعايير الإحصائية لتقدير الصدمات الواقعة على سياسة المالية العامة وقياس جودة تفسير هذه الصدمات لتحركات الناتج التي لا تسهم فيها صدمات اقتصادية أخرى. وهنا تظهر ثلاث مشاكل ذات أهمية

لعله من المثير للدهشة أن نعلم أن الدراسات التجريبية لآثار سياسة المالية العامة لا توفر جواباً واضحاً للاستفسار البسيط عما إذا كان بمقدور سياسة المالية العامة الاستثنائية أن تنجح في تنشيط الاقتصاد أثناء فترات الهبوط الاقتصادي. فقد تتباين تقديرات آثار سياسة المالية العامة على العديد من أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية ليس في حدتها فحسب بل في إشارتها كذلك. ويهدف هذا الإطار إلى بيان السبب وراء الصعوبة البالغة في توضيح ما يحدث بصورة قاطعة نتيجة تطبيق سياسة المالية العامة الاستثنائية.

وتواجه أي دراسة تجريبية حول هذه المسألة المشاكل التالية: (١) كل تقييم لآثار التغيرات على صعيد السياسات يجب أن يأخذ في الحسبان الظروف الاقتصادية المحيطة بالفترة التي يتم تنفيذ السياسة خلالها. (٢) يمكن تنفيذ الدفعة التنشيطية من المالية العامة بالمزج بين العديد من المكونات التي تتضمن الضرائب والتحويلات والإنفاق، ويمكن أن يكون لكل منها تأثير مختلف. (٣) سوف يختلف في بعض الأحيان تاريخ قياس التغيرات في سياسة المالية العامة من واقع البيانات عن التاريخ الذي أصبحت فيه هذه السياسة معروفة للأسر والمؤسسات. (٤) تدابير السياسات والنشاط الاقتصادي يتسمان بالطابع الداخلي — فهما يعتمدان على بعضهما البعض في نفس الوقت — وبالتالي لا يتضح على الفور أي منها يحدد الآخر بمجرد النظر إلى علاقات ارتباط بسيطة. وهذه المشكلة الأخيرة هي التي يعتقد بأنها الأكثر صعوبة من حيث القدرة على تجاوزها. ويتعين على الباحث أن يفصل جوانب التغير المتمثلة في الضرائب والتحويلات والإنفاق والتي تحدث دونما سبب محدد (كأن تنشأ عن أدوات الضبط التلقائي) عن تلك التغيرات التي تمثل المبادرة الحقيقية على صعيد السياسات، وأن يستخدم ذلك المقياس للدفعات التنشيطية لتحديد الآثار الواقعة على النشاط الاقتصادي. ولتوضيح هذا الأمر بالتفصيل، لنفترض أن سياسة المالية العامة الكلية  $g$  تتطور وفقاً للمعادلة التالية:

$$(١) \quad g = (\alpha + \beta)y + \eta,$$

حيث  $y$  هي فجوة الناتج. وللتبسيط، وللتبسيط، يمكننا اعتبار  $g$  تمثل النفقات الحكومية فقط، بحيث تتحقق الدفعة التنشيطية عندما تكون  $g$  موجبة. وسوف تكون هناك استجابتان لسياسة المالية العامة إزاء حالة الاقتصاد: عنصر تلقائي، ممثل بالرمز  $\alpha$ ، وعنصر استثنائي منتظم، ممثل بالرمز  $\beta$ .

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو ألسدير سكوت.

<sup>١</sup> راجع أيضاً دراسة "Galí and Perotti (2003)" للاطلاع على استخدام لنفس الأسلوب.  
<sup>٢</sup> عند النظر في رد فعل سياسة المالية العامة في الاقتصادات الصاعدة، يتعين وضع الافتراض «صفر - واحد» للمرونات الداخلية بالنسبة للنفقات والإيرادات، والذي يعد بمثابة منهجية تقريبية أكثر لقياس  $\alpha$  وإن كان مماثلاً من الناحية المفاهيمية.  
<sup>٣</sup> للاطلاع على تفاصيل دقيقة حول كيفية إنشاء مقاييس الدفعات التنشيطية، راجع الملحق ٥-١.

### تقييم آثار الدفعة التنشيطية الاستثنائية من المالية العامة باستخدام الأسلوب التجريبي

الاستثمار الخاص في السلع المعمرة	الاستثمار الخاص	الاستهلاك الخاص	الناتج	دراسات الانحدار الذاتي للمتجهات
سالب إلى موجب	سالب إلى موجب	محايد إلى موجب	محايد إلى موجب	دراسات الانحدار الذاتي للمتجهات
...	سالب	سالب	موجب	الدراسات السردية
...	...	موجب	موجب	دراسات الحالة

ملحوظة: الدراسات المصنفة في فئة الانحدار الذاتي للمتجهات تتضمن الدراسات التالية: (Fatás and Mihov (2001) و Mountford and Uhlig (2002) و Ramey and Shapiro (2002) و Blanchard and Perotti (2007) و Galí, López-Salido, and Vallés (2007). والدراسات المصنفة في الفئة السردية تتضمن دراستي Ramey and Shapiro (1998) و Edelberg, Eichenbaum, and Fisher (1999). وتتضمن دراسات الحالة دراسة Johnson, Parker, and Souleles (2006).

في إمكانية توجيه هذه التدابير في نوبات معينة يسهل خلالها نسبياً تحديد التغيير على صعيد السياسات ومغزاه. أما المساوئ المقابلة فتتمثل في أن فحص حالة محددة يمكن أن يتعذر معه استخلاص دروس أشمل على مستوى السياسات.

وتوفر هذه الدراسة التجريبية صورة متباينة لقدرة الإنفاق الحكومي على محاكاة الطلب الخاص.<sup>٥</sup> (هناك قدر أقل من الأدلة بشأن التدابير القائمة على أساس الإيرادات.) وعلاوة على ذلك، يبدو أن هناك نمطا معيناً بين الأسلوب المستخدم والنتائج النوعية المستخلصة. ويقدم الجدول ملخصاً للنتائج التي خلصت إليها مجموعة مختارة من أبرز التقارير التي اشتملت عليها الدراسات ذات الصلة من حيث دلائل استجابة أهم المتغيرات للزيادات الاستثنائية في الإنفاق الحكومي.

وعلى وجه التحديد، فإن الدراسات القائمة على أساس الانحدارات الذاتية الهيكلية للمتجهات التي يتم تحديد التداخلات فيها بافتراض أن الإنفاق الحكومي محدد سلفاً خلال ربع السنة (راجع دراسة Blanchard and Perotti "2002") غالباً ما تخلص إلى وجود آثار موجبة قوية نسبياً، في حين أن الدراسات السردية التي تعتمد على ردود الأفعال إزاء نوبات الإنفاق الاستثنائية غالباً ما تخلص إلى وجود علاقات أضعف كثيراً، بل وسالبة، بين نوبات الدفعات المالية

نسبية ممكنة. فعلى غرار الانحدارات المختزلة، يتعين وضع الافتراضات الإحصائية لتحديد صدمات المالية العامة. ثانياً، تستبعد معظم الانحدارات الذاتية للمتجهات أهمية ديناميكية الديون في جعل الاستجابات مشروطة (فمن أهم الاختلافات بين الرؤية الكينزية والرؤية الكلاسيكية لمدى فعالية سياسة المالية العامة الاستثنائية ما إذا كان الارتفاع المؤقت في الديون سيجعل الأسر والمؤسسات تتوقع زيادة مستقبلية في الضرائب).<sup>٤</sup> وأخيراً، وعلى غرار الانحدارات المختزلة، قد لا تتمكن الانحدارات الذاتية للمتجهات التوصل إلى حل موثوق لمسألة الاختلاف في التوقيت.

وفي المقابل، فإن المناهج «السردية» تقدر التغيرات في الدفعات التنشيطية والمدفوعة بالسياسات عن طريق النظر مباشرة في السجل التاريخي للتشريعات والتصريحات العامة. وتتمثل ميزة هذا المنهج بإمكانية توجيه العناية والاهتمام لعملية تحديد توقيت الصدمات وذلك من خلال الحرص في تقصي الوقت الذي اتخذت فيه القرارات على صعيد السياسة ووقت إعلانها. ولكن مثل هذه الدراسات تتطلب موارد كثيفة، مما يجعل تنفيذها في مختلف البلدان يكاد يكون مستحيلاً. وإضافة إلى ذلك، فهي قائمة على التقدير الاستثنائي، على غرار اعتماد الانحدارات الذاتية للمتجهات والتحليلات المختزلة على تحديد الافتراضات. وفي الواقع العملي، انصب التحليل على حول عدد صغير من النوبات الاستثنائية المتمثلة في عمليات التصعيد العسكري، وهناك استفسارات تدور حول الدروس التي يمكن استخلاصها من هذه النوبات فيما يتعلق بسياسة المالية العامة الاستثنائية أثناء موجات الهبوط الاقتصادي.

ويتناول المنهج الأخير «تجارب طبيعية» محددة، كأثار الخصومات الضريبية. وتتمثل مزايا هذا المنهج

<sup>٥</sup> عادة ما تتوصل نتائج دراسات الحالة إلى آثار إيجابية، ولكن هذه الآثار لا تكون عموماً بنفس قوة الآثار التي تم التوصل إليها عن طريق دراسات الانحدارات الذاتية للمتجهات. وبصفة عامة تتوصل دراسات الخصومات الضريبية لعام ١٩٧٥ إلى نتيجة مفادها أن الآثار كانت إيجابية ولكنها متواضعة (أي مضاعفات قصيرة الأجل في حدود ٠.٢ - ٠.٥ تقريباً؛ راجع دراستي Modigliani and Steindel (1977) و Blinder (1981). وقد أثمرت دراسات الخصومات الضريبية لعام ٢٠٠١ عن نتائج مماثلة؛ راجع دراسة Shapiro and Slemrod (2002).

<sup>٤</sup> راجع دراسة Chung and Leeper (2007). وتتضمن دراسة Favero and Giavazzi (2007) "رصيد الدين".

## الإطار ٥-٢ (تتمة)

الهبوط السابق. ومن ناحية أخرى، تأخذ المناهج السردية في الاعتبار اللحظة التي تعلن فيها التدابير الاستثنائية.<sup>٧</sup> وبمقارنة المنهج المختزل المستخدم في هذا الفصل بالدراسات المذكورة أعلاه، نجد أنه الأقرب على المستوى المفاهيمي لمنهج الانحذارات الذاتية الهيكلية للمتجهات الذي تتبعه دراسة "Blanchard and Perotti (2002)"; ونظراً لأن الانتقاد الموجه لمسألة التوقيت يسري على هذه الدراسة البحثية ومثيلاتها، فإنه يسري كذلك على منهجيتنا. غير أن إجراء دراسة سردية مقارنة لكل الاقتصادات التي تشتمل عليها هذه الدراسة والبالغ عددها ٤١ اقتصاداً هو أمر خارج نطاق هذا الفصل.

<sup>٧</sup> ولكن راجع أيضاً الدفع التي اشتملت عليه دراسة "Perotti (2007)".

والاستهلاك.<sup>٦</sup> وتشير دراسة "Ramey (2008)" إلى أن هذا الخلاف يرتبط بالطريقة التي تعالج بها الانحذارات الذاتية للمتجهات مسألة التوقيت - فإذا ما كانت تدابير سياسة المالية العامة الاستثنائية معلنة سلفاً، تقلل الأسر من إنفاقها على الفور (وفقاً لما تنبأ به النظرية الكلاسيكية الحديثة)، وبالتالي فإن الانحذارات الذاتية للمتجهات التي تقيس الأثر على أساس التغيرات الفعلية في أرصدة الموازنة أو عناصرها ربما تسجل ارتفاعاً في معدل نمو الاستهلاك في هذا اليوم. ويؤيد هذا الرأي الرؤية الكينزية لسياسة المالية العامة، وإن كان نمو الاستهلاك في واقع الأمر مدفوعاً بالانتعاش من

<sup>٦</sup> غير أنه ينبغي ملاحظة أن الدراسات السردية لآثار التغيرات الضريبية تخلص إلى وجود مضاعفات كبيرة للغاية - راجع دراسة "Romer and Romer (2007)".

كيفية استجابة سياسة المالية العامة في المعتاد لموجات الهبوط الاقتصادي.

ومن المؤكد أن تحديد فترات الهبوط الاقتصادي وقياس الدفعة التنشيطية المالية هما ممارستان قائمتان على التقدير الاستثنائي. وفي التحليل التالي يتم تعريف فترات الهبوط الاقتصادي بأنها الفترات التي يتخللها إما معدل نمو سالب أو تكون فجوة الناتج خلالها سالبة في العادة، ويعتمد المستوى الحدي الدقيق على ما إذا كانت البيانات المستخدمة ربع سنوية أم سنوية. وهنا يمكن القول عموماً إن هذا التعريف أكثر معقولة من تعريف فترة الهبوط الاقتصادي من واقع النمو السلبي فحسب، لأن ذلك من شأنه تجاوز الفترات التي يكون مستوى الناتج خلالها أقل كثيراً من المستوى الممكن وإن كان أخذاً في الارتفاع.

وتبدأ كل مقاييس الدفعة المالية المستخدمة في هذا الفصل برصيد الموازنة الأولي، وهو الفرق بين مجموع إيرادات الحكومة العامة ونفقاتها بعد خصم مدفوعات الفائدة على التزامات الحكومة العامة الموحدة. ويمكن أن تنشأ التغيرات في الرصيد الأولي تلقائياً مع ارتفاع الإيرادات والنفقات وانخفاضها بفعل النشاط الاقتصادي، أو عن طريق التدخل الحكومي من خلال السياسات المختارة للضرائب والتحويلات والإنفاق. ومن هنا يكون المطلوب هو مقياس للرصيد الأولي المعدل لاستبعاد العوامل الدورية، إذ أن المنطق البديهي يفترض أن تكون

بتقديرات غير ذات دلالة انتهاء بالتقديرات السالبة.<sup>٣</sup> ومن أسباب ذلك ما يتمثل في صعوبة مراعاة كل عوامل تحديد الأوضاع. وتشكل المنهجية المتبعة سبباً آخر. وبصورة أبسط، فإن فصل تغيرات سياسة المالية العامة الاستثنائية عن أدوات الضبط التلقائي وتقييم آثارها يعد أمراً بالغ الصعوبة - لا سيما وأن سياسة المالية العامة تستجيب للتغيرات في النشاط الاقتصادي وتتسبب فيها في آن واحد. وتفرض «مشكلة الداخلية» هذه تحدياً كبيراً على تقدير آثار سياسة المالية العامة، وفقاً لما ترد مناقشته في الإطار ٥-٢.

## كيف كانت استجابة سياسة المالية العامة الاستثنائية في المعتاد؟

استعرض القسم السابق نوعين من الدراسات النقدية الموجهة لسياسة المالية العامة: التشكك من إمكانية توفير تدابير سياسة المالية العامة الاستثنائية بفعالية، نظراً للقيود السياسية، والشكوك الدائرة حول مدى فعاليتها، لأسباب اقتصادية. وهذه الدراسات النقدية تضع الهيكل الأساسي للتحليل التجريبي في هذا القسم، الذي يبحث

<sup>٣</sup> النطاق المعتاد لمضاعفات الإنفاق تتراوح بين ٠.٥ (على سبيل المثال، دراسة "Mountford and Uhlig, 2002") إلى ١ تقريباً (على سبيل المثال، دراسة "Blanchard and Perotti, 2002"). ولكن دراسة "Perotti (2007)" تشتمل على قيم شاذة مرتفعة تصل إلى ٤ وتشتمل دراسة "Krogstrup (2002)" على قيم شاذة منخفضة تصل إلى -٢.

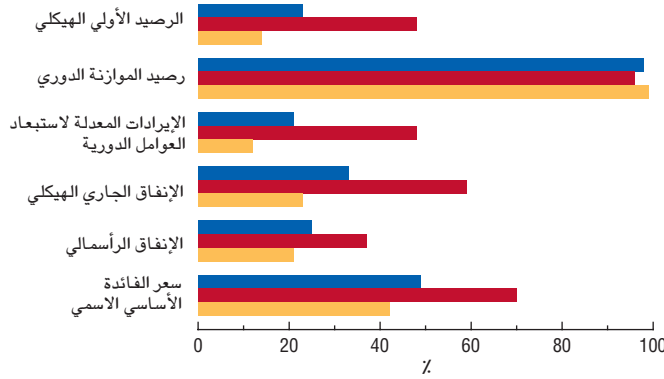
## كيف كانت استجابة سياسة المالية العامة الاستثنائية في المعتاد؟

### الشكل البياني ٥-١: ما معدل تواتر وسرعة استخدام الدفعة التنشيطية المالية في اقتصادات مجموعة السبعة؟<sup>١</sup>

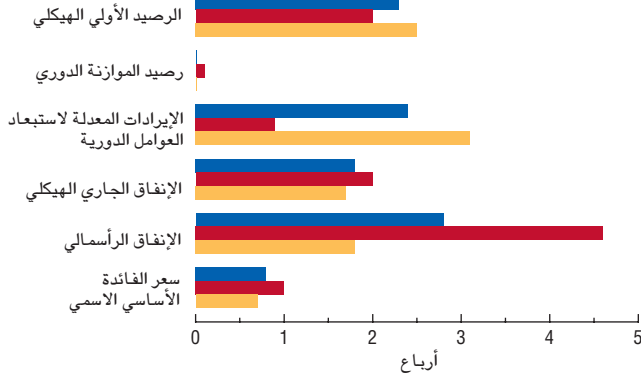
استخدمت سياسة المالية العامة الاستثنائية بتواتر أقل من أدوات الضبط التلقائي من السياسة النقدية خلال نوبات الهبوط الاقتصادي، واستغرقت وقتاً أطول حتى تحققت.

البلدان الأخرى في مجموعة السبعة  
بلدان مجموعة السبعة  
مجموعة السبعة

نسبة نوبات الهبوط التي شهدت تيسير في الجوانب التالية:



التأخر الزمني بعد بدء نوبة الهبوط وحتى تيسير السياسات



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تتألف مجموعة السبعة من كندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

تغيرات السياسة مسؤولة عن تغيرات الرصيد الأولي المعدل لاستبعاد العوامل الدورية. ويتناول الجزء الأول من هذا الفصل استجابات سياسة المالية العامة لتغيرات النشاط الاقتصادي، مع اعتبار التغيرات في العنصر الدوري الذي يحتويه الرصيد الأولي هي الممثلة لأدوات الضبط التلقائي واعتبار التغيرات في الرصيد الأولي المعدل لاستبعاد العوامل الدورية هي الممثلة لسياسة المالية العامة الاستثنائية<sup>٤</sup> ويتطلب إنشاء هذا المقياس منهجين يختلفان اختلافاً طفيفاً حسب المعلومات المتوفرة عن الاقتصادات الخاضعة للتحليل.

### الدليل على استجابة سياسة المالية العامة

يبدأ البحث التجريبي بتحليل الاقتصادات المتقدمة، المتاح عنها قدر كبير من البيانات على أساس ربع سنوي<sup>٥</sup>. وتعد تدابير المالية العامة الاستثنائية هي تلك التدابير التي تغير رصيد الموازنة المعدل لاستبعاد العوامل الدورية، مستخدمة تقديرات فجوة الناتج مع تقديرات المرونة الدخلية للإيرادات والنفقات من أجل استخلاص العنصر الدوري من الموازنة<sup>٦</sup>. ويعرض الإطار ٥-١ تلخيصاً لاستجابات السياسات في اقتصادات مجموعة السبعة على مدار العقود الأربعة الماضية. وتشير الأرقام إلى إعطاء دفعة مالية تنشيطية على أساس استثنائي في فترات الهبوط الاقتصادي، وإن كانت قد استخدمت بتواتر أقل كثيراً من أدوات الضبط التلقائي وتدابير السياسة النقدية. فقد استخدمت الدفعات التنشيطية المالية على أساس استثنائي في حوالي ٢٣٪ من كافة الأرباع التي شكلت فترات الهبوط — أقل من نصف معدل تواتر استخدام تيسير أسعار الفائدة — بينما يلاحظ استخدام أدوات الضبط التلقائي في أكثر من ٩٥٪ من فترات الهبوط الاقتصادي (اللوحة العلوية)<sup>٧</sup>. وإضافة إلى ذلك

<sup>٤</sup> وفقاً لما هو مبين في الإطار ٥-١ والموضح في تحليل الأحداث، فإن الرصيد المعدل لاستبعاد العوامل الدورية يعتبر بمثابة رصيد متبقي وهو يجسد كل التغيرات في الرصيد الأولي التي لم يلغها التعديل لاستبعاد العوامل الدورية. ويتضمن العديد من العوامل التي لا ترتبط بالضرورة باستقرار الناتج، مثل تأثير الإصلاح الهيكلي، والبنود غير المتكررة، وغيرها من الأحداث الاقتصادية (بما في ذلك تغيرات أسعار الأصول التي لا تنقسم بطابع دوري وبالتالي يمكن تعريفها بأنها تغيرات «تلقائية» في رصيد الموازنة — راجع دراسة «Jaeger and Schuknecht, 2007»).

<sup>٥</sup> للاطلاع على تفاصيل إضافية حول التحليل الذي يرد لاحقاً راجع دراسة «Leigh and Stehn» (تصدر قريباً).

<sup>٦</sup> هذه المرونة مستمدة من تقرير «الأفاق الاقتصادية» الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ راجع الملحق ٥-١ للاطلاع على التفاصيل.

<sup>٧</sup> يرجى ملاحظة أن أدوات الضبط التلقائي لا تؤدي بالضرورة إلى التيسير في كل فترات الهبوط الاقتصادي، وذلك لأن التعريف المستخدم

للهبوط الاقتصادي لا يستبعد حدوث زيادة في النمو أو في فجوة الناتج (طالما أن فجوة الناتج تكون عادة سالبة).

نجد أن تدابير السياسة الاستثنائية تُنفذ في العادة في وقت متأخر، بعد حوالي ربعين ونصف الربع في المتوسط من بداية نوبة الهبوط، وبعد ربع ونصف الربع من تيسير أسعار الفائدة (اللوحة السفلية). ويتسم الإنفاق الرأسمالي في المعتاد بالبطء، بتأخر زمني قدره أربعة أرباع السنة تقريباً. وفي المقابل، نجد أن التيسير التلقائي من المالية العامة، والمستخدم كمتغير بديل لحدوث هبوط في الرصيد الأولي الدوري، تم تنفيذه في معظم فترات الهبوط خلال ربع السنة الذي شهد الهبوط ذاته.

كذلك يتبين أن حجم التيسير المالي على أساس استثنائي هو أصغر كثيراً في المتوسط من حجم أدوات الضبط التلقائي. ويبين الشكل البياني ٥-٢ متوسط التلقائي، وأسعار الفائدة في اقتصادات مجموعة السبعة، مستعينا بنموذج الانحدار الذاتي للمتجهات المحددة تقديراته بالنسبة لعينتين، عينة «مبكرة» تغطي الفترة من ١٩٨٠: الربع الأول إلى ١٩٩١: الربع الأخير، وعينة «أجلة» تغطي الفترة من ١٩٩٢: الربع الأول إلى ٢٠٠٧: الربع الأخير.<sup>٨</sup> وفي كلا العينتين، نجد أن حجم التيسير المالي الاستثنائي أصغر كثيراً من أدوات الضبط التلقائي وأبطأ في التحقيق مقارنة بتغيرات أسعار الفائدة وأدوات الضبط التلقائي. غير أن مقارنة اللوحتين تشير كذلك إلى أن استجابة سياسة المالية العامة الاستثنائية المضادة للاتجاهات الدورية قد اكتسبت قوة إضافية منذ أوائل التسعينات.<sup>٩</sup> وترجع استجابة عناصر الإنفاق والإيرادات في العينة المبكرة إلى مزيج من الزيادات المعتدلة في الإيرادات المسيرة للاتجاهات الدورية وزيادات ضئيلة في الإنفاق الجاري المضاد للاتجاهات الدورية، وتخفيضات كبيرة في الإنفاق الرأسمالي المسير للاتجاهات الدورية. وكانت أكبر درجات مكافحة التقلبات الدورية باستخدام سياسة المالية العامة منذ أوائل التسعينات هي الناتجة عن تخفيضات في الإيرادات وزيادات أكبر في الإنفاق الجاري وتخفيضات أقل مضادة للاتجاهات الدورية في

<sup>٨</sup> راجع الإطار ١-٥ للاطلاع على مزيد من التفاصيل. ويرجى ملاحظة أنه على عكس ما ورد في كثير من الدراسات المتعلقة بالانحدار الذاتي للمتجهات، فإن التحليل الوارد هنا لا يقيم استجابة النمو لصدمات سياسة المالية العامة. وبدلاً من ذلك، فإن التركيز ينصب على استجابة تغيرات سياسة المالية العامة للتغيرات في النمو.

<sup>٩</sup> في العينة المبكرة، نجد أن سياسة المالية العامة الاستثنائية تكون مسيرة على الفور للاتجاهات الدورية وتحقق انكماشاً تراكمياً مسيراً للاتجاهات الدورية قدره ٠.١٪ من إجمالي الناتج الممكن على مدار أربعة أرباع السنة. وفي العينة الأجلة، وعلى الرغم من أن السياسة الاستثنائية لا تنفذ حتى الآن أي دفعة تنشيطية على الفور، فإنها تؤدي إلى توفير دفعة تنشيطية تراكمية قدرها ٠.٢ نقطة مئوية على مدار أربعة أرباع السنة. ويتوافق هذا الاستنتاج على سبيل المثال مع دراسة Galí and Perotti (2003) تقرير أفاق الاقتصاد العالمي (عدد سبتمبر ٢٠٠٣).

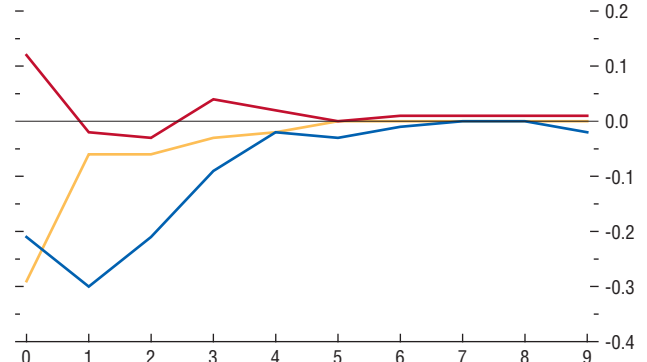
## الشكل البياني ٥-٢: ما مدى قوة استجابة سياسة المالية العامة في اقتصادات مجموعة السبعة؟

(الانحراف بالنقاط المئوية: الأرباع على المحور السيني: الصدمة تحدث في الفترة صفراً)

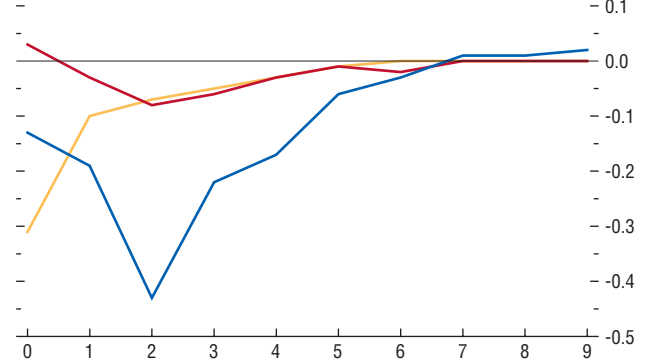
في أعقاب حدوث انخفاض غير متوقع في النمو قدره نقطة مئوية واحدة دون النمو الممكن، حدث تيسير فوري في أسعار الفائدة والعنصر التلقائي في رصيد الموازنة؛ واستقرت الدفعة المالية الاستثنائية وقتاً أطول لكي تتحقق. وفي السنوات الأخيرة، أصبحت سياسة المالية العامة الاستثنائية أكثر مسيرة للاتجاهات الدورية.

أدوات الضبط التلقائي السياسة الاستثنائية سعر الفائدة

عينة مبكرة (١٩٨٠: الربع الأول - ١٩٩١: الربع الأخير)



عينة مؤخرة (١٩٩٢: الربع الأول - ٢٠٠٧: الربع الأخير)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

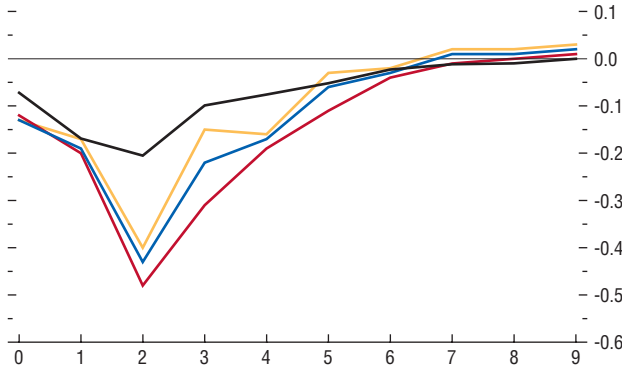
## كيف كانت استجابة سياسة المالية العامة الاستثنائية في المعتاد؟

### الشكل البياني ٥-٣: كيف تباينت استجابات سياسة المالية العامة الاستثنائية في الاقتصادات المتقدمة؟ (الانحراف بالنقاط المئوية؛ الأرباع على المحور السيني؛ الصدمة تحدث في الفترة صفر)

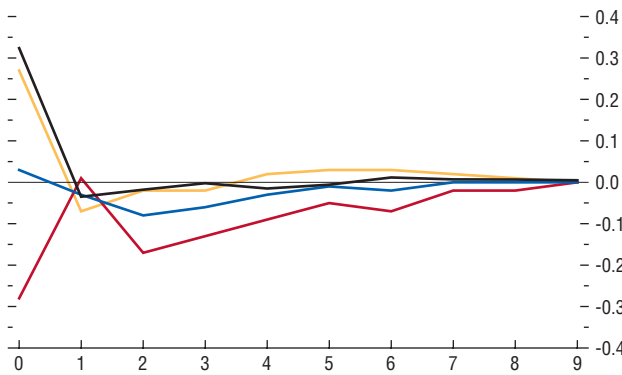
في أعقاب حدوث انخفاض غير متوقع في النمو قدره نقطة مئوية واحدة دون النمو الممكن، قدمت البلدان الناطقة بالإنجليزية دفعات تنشيطية نقدية ومالية عامة؛ وجاءت استجابة بقية بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي أضعف على مستوى السياسة النقدية وتشديد سياسة المالية العامة الاستثنائية المسيرة للاتجاهات الدورية. ويعرض هذا الشكل البياني الاستجابات على صعيد السياسات بالنسبة للبيئة المتأخرة (١٩٩٢: الربع الأول - ٢٠٠٧: الربع الأخير).

بلدان مجموعة السبعة  
الناطقة بالإنجليزية  
مجموعة السبعة  
البلدان الأخرى في  
مجموعة السبعة  
البلدان الأخرى في منظمة التعاون  
والتنمية في الميدان الاقتصادي

التغير في سعر الفائدة



التغير في رصيد المالية العامة الاستثنائية



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الإنفاق الرأسمالي. أما استجابة أدوات الضبط التلقائي فقد بقيت بلا أي تغير في العينة الثانية، بينما تعززت استجابات السياسة النقدية. ويوضح الشكل البياني ٥-٣ أن هناك اختلافات ملحوظة عبر البلدان فيما بين الاقتصادات المتقدمة. فقد كانت سياسة المالية العامة الاستثنائية والسياسة النقدية أكثر سلامة في توقيتهما وأكثر مسابرة للاتجاهات الدورية في كل من الولايات المتحدة وكندا والمملكة المتحدة (البلدان الثلاثة الناطقة بالإنجليزية في مجموعة السبعة) مقارنةً بقية بلدان مجموعة السبعة. أما بقية البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي فكانت أقل قدرة على مكافحة التقلبات الدورية مقارنةً بالولايات المتحدة وكندا والمملكة المتحدة في كلا سياسة المالية العامة الاستثنائية والسياسة النقدية.

### غموض البيانات وخطر التحيز للدين

من المخاوف التي تنشأ غالباً بالنسبة لتدابير المالية العامة المضادة للاتجاهات الدورية احتمال عدم تجانس استجابات صانعي السياسات، فيتبعون مناهج تيسيرية في فترات الهبوط الاقتصادي ولا يتبعون مناهج متشددة بالقدر الكافي في فترات الانتعاش، بما يوحي بارتفاع نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي بصفة دائمة مع احتمال حدوث عواقب وخيمة على النمو في الأجل الطويل. ولتحديد ما إذا كانت سياسة المالية العامة في بلدان مجموعة السبعة قد أظهرت مثل هذا التوجه غير المتجانس، يتم إعداد إطار الانحدار الذاتي للمتجهات بحيث يسمح بحدوث استجابة غير متجانسة لموجات الانتعاش والهبوط الاقتصادي (راجع الملحق ٥-١). وتشير النتائج إلى أن السياستين المالية العامة والنقدية خاضعتان لتحيز تيسيري؛ أي التيسير في فترات الهبوط بقدر أكبر من التشديد في فترات الانتعاش (الشكل البياني ٥-٤). وفي المقابل، تستجيب أدوات الضبط التلقائي على نحو متجانس، بحيث تتم موازنة التيسير المشاهد في فترات الهبوط بالتشديد في فترات الانتعاش وبدرجة تكاد تكون متطابقة.

وبالتالي، على الرغم من زيادة استخدام سياسة المالية العامة الاستثنائية، فإن هناك مخاوف مشروعة من احتمال التحيز للدين. ولتفسير هذا الأمر، يستعرض الإطار ٥-٣ دراسة حالة تتناول قانون لتوفير دفعة تنشيطية على أساس ضريبي في الولايات المتحدة. وتخلص الدراسة إلى أنه بالرغم من تحقيق ٣٨٪ من التخفيضات الضريبية المدفوعة بمسابقة الاتجاهات الدورية في توقيت معقول فقد كانت هذه التخفيضات دائمة.

ومن المشاغل الأخرى التي تبرز في تحليل تدابير المالية العامة المضادة للاتجاهات الدورية أن صانعي السياسات يعانون من جوانب غموض كبيرة فيما يتعلق بالوضع الدوري وخطر زعزعة الاقتصاد من خلال الاستجابة لتصورات خاطئة بحدوث هبوط، الأمر الذي يشكل فيما يبدو مشكلة كبيرة، وفقا لتقييم مستوى الوثوقية في تقديرات إجمالي الناتج المحلي المبدئية التي أعدتها السلطات الوطنية.<sup>١٠</sup> فهناك علاقة سالبة قوية بين تقديرات النمو المبدئية والتعديلات اللاحقة. وهناك ٤٠٪ من التقديرات المبدئية التي تشير إلى حدوث نمو سالب على أساس التغير المقارن من ربع إلى آخر وتم تعديلها لاحقا لتشير إلى نمو موجب.<sup>١١</sup> وتخلص اختبارات كفاءة التنبؤات إلى وجود دليل قوي على التحيز تجاه التشاؤم عند إعداد تقديرات النمو المبدئية.<sup>١٢</sup>

ولتقصي كيفية تأثير سياسة المالية العامة في بلدان مجموعة السبعة بالخطأ في تقديرات النمو، تم تعزيز إطار الانحدار الذاتي للمتجهات ببيانات خاطئة في تقديرات النمو (راجع الملحق ٥-١). وتؤكد النتائج المبينة في الشكل البياني ٥-٥ أن كلا سياسة المالية العامة وسياسة أسعار الفائدة تأثرتا بالأخطاء الواردة في تقديرات النمو المبدئية، مسجلة انخفاضا قدره نقطة مئوية واحدة في النمو المتصور مقارنة بالنمو المعدل النهائي المقترن بتيسير في أسعار الفائدة و بواقع ٠,٢ نقطة مئوية في نسبة رصيد الموازنة الاستنسابية إلى إجمالي الناتج المحلي الممكن. ويشير هذا الاستنتاج إلى أن المخاوف المتعلقة ببنود الخطأ على مستوى السياسات تركز على أساس صحيح، لا سيما وأن قرارات سياسة المالية العامة لا يمكن إيقاف العمل بها بنفس السهولة مثل قرارات السياسة النقدية، كما أن بنود أخطاء سياسة المالية العامة تترتب عليها تبعات ممكنة طويلة الأمد بالنسبة للديون.

### هل تختلف ردود أفعال سياسة المالية العامة في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة؟

هناك بعض التحفظات حول تطبيق سياسة المالية العامة الاستنسابية وهي قد تسري بقوة أكبر في الاقتصادات الأقل تقدما. وعلى الرغم من أن البيانات الواردة في القسم السابق كانت متاحة بمعدل تواتر ربع سنوي، فإن البيانات المتسقة لمجموعة أكبر من

<sup>١٠</sup> راجع الملحق ٥-١. وراجع كذلك دراسة "Cimadomo (2008)" للاطلاع على تحليل إضافي لسياسة المالية العامة باستخدام بيانات على أساس آني.

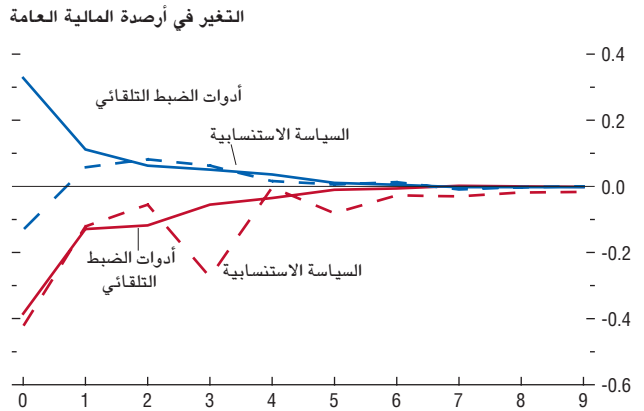
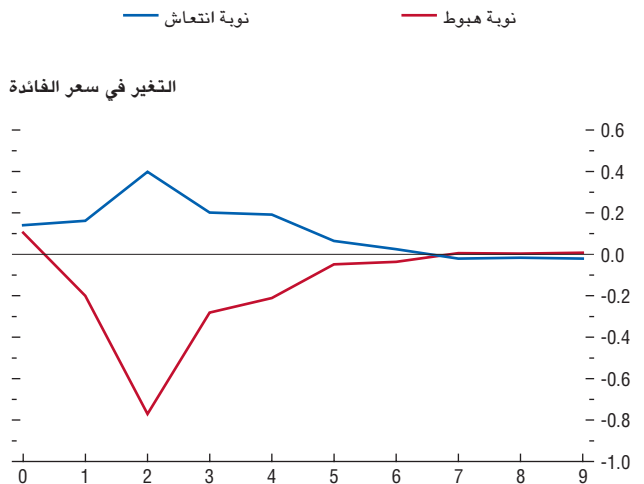
<sup>١١</sup> وفي نفس الوقت، هناك ٣٠٪ من الأرباع التي تشير في البيانات النهائية فعليا إلى حدوث نمو سالب، أظهرت نموا موجبا في التقديرات المبدئية.

<sup>١٢</sup> وبينما يظل هذا التحيز له دلالة إحصائية، نجد أنه انحسر على ما يبدو في السنوات الأخيرة، مما قد يكون نتيجة زيادة استقرار بيئة النمو وزيادة القدرة على التنبؤ بمسارها.

### الشكل البياني ٥-٤: هل هناك تحيز للتيسير أثناء نوبات الهبوط في اقتصادات مجموعة السبعة؟

(الانحراف بالنقاط المئوية: الأرباع على المحور السيني؛ الصدمة تحدث في الفترة صفر)

في أعقاب حدوث انخفاض في النمو قدره نقطة مئوية واحدة، تحيزت كلا سياسة المالية العامة الاستنسابية والسياسة النقدية للتيسير، مع زيادة الدفعات التنشيطية أكثر أثناء نوبات الهبوط مقارنة بإجراء التشديد أثناء نوبات الانتعاش. وفي المقابل، استجابت أدوات الضبط التلقائي على نحو متجانس لنوبات الانتعاش والهبوط. ويعرض هذا الشكل البياني الاستجابات على صعيد السياسات بالنسبة للعينة المتأخرة (١٩٩٢: الربع الأول - ٢٠٠٧: الربع الأخير).



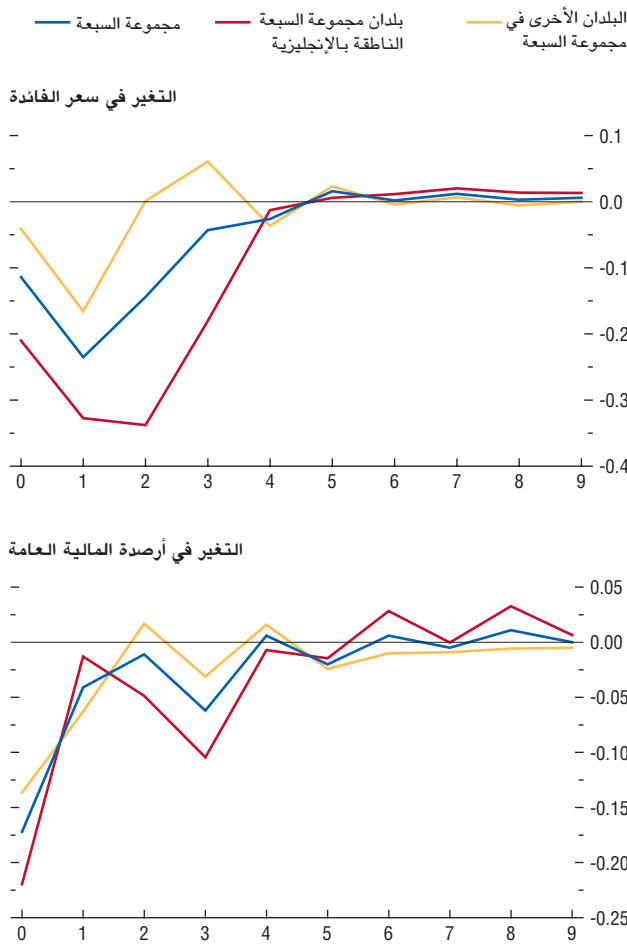
المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## هل تختلف ردود أفعال سياسة المالية العامة في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة؟

### الشكل البياني ٥-٥: هل استجابت اقتصادات مجموعة السبعة لتصورات خاطئة بحدوث نوبات هبوط؟

(الانحراف بالنقاط المئوية؛ الأرباع على المحور السيني؛ الصدمة تحدث في الفترة صفر)

في أعقاب تصورات خاطئة بحدوث انخفاض في النمو قدره نقطة مئوية واحدة، حدث تيسير في كلا سياسة المالية العامة الاستثنائية والسياسة النقدية، لا سيما في البلدان الناطقة. ويعرض هذا الشكل البياني الاستجابات على صعيد السياسات بالنسبة للبيئة المتأخرة (١٩٩٢: الربع الأول - ٢٠٠٧: الربع الأخير).



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الاقتصادات غير متاحة للأسف إلى بمعدل تواتر سنوي فقط. ويستخدم التحليل فيما يلي عينة من ٢١ اقتصاداً متقدماً و٢٠ اقتصاداً صاعداً، وتغطي الفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٧، ولا يختلف تعريف مفهوم «الهبوط الاقتصادي» عن التعريف الذي سبق استخدامه مع البيانات ربع السنوية، ولكن مصطلح «سالب على خلاف المعتاد» يعرف هنا بأنه الانحراف المعياري في فجوة الناتج بما يقل عن -٠,٥، نظراً لأن البيانات المستخدمة سنوية.<sup>١٤</sup> وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة، يحسب رصيد الموازنة الدوري باستخدام تقديرات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي (OECD) لمرونة الإيرادات والنفقات تجاه الدخل. غير أن هذه التقديرات غير متاحة في حالة الاقتصادات الصاعدة، ومن ثم يفترض أن تتحرك الإيرادات بنسبة معادلة لتحولات الدورة الاقتصادية، بينما لا تتحرك النفقات على هذا النحو. أي أن المرونة الداخلية للإيرادات تعادل ١ والمرونة الداخلية للنفقات تعادل صفراً (راجع الملحق ١-٥ للاطلاع على التفاصيل). وبناء على ذلك، يعرف توسع المالية العامة بأنه تغير سالب أكبر من ٠,٢٥ نقطة مئوية في الرصيد الأولي المعدل لاستبعاد العوامل الدورية، بينما يعرف انكماش المالية العامة بأنه تغير موجب لا يتجاوز ٠,٢٥ نقطة مئوية. وعندما يكون التغير في هذا الرصيد أقل من ٠,٢٥ نقطة مئوية (سواء بالموجب أم بالسالب)، تعتبر سياسة المالية العامة محايدة. وهكذا يصبح لدينا ثلاث حالات لموقف المالية العامة: موقف يقوم على الدفعة التنشيطية (٣٩٧ نموذجاً)، وموقف محايد (١٥٥ نموذجاً)، وموقف التشديد المالي (٤٣٧ نموذجاً).

وإضافة إلى الافتراضات الموضوعة بالضرورة عند اختيار مجموعات البيانات والتعاريف، هناك عدد من المحاذير المهمة التي تسري على التحليل الذي يستخدم هذه المقاييس. وعلى وجه التحديد، فإن استخدام البيانات السنوية يقلل من القدرة على التحديد الدقيق لتوصيف عمليات التدخل المالي التي تبدأ وتنتهي خلال السنة. ثانياً، هناك أهمية بصفة خاصة لتصورات صانعي السياسات لحالة الاقتصاد في الوقت الحقيقي، والتي قد تختلف كثيراً عن الاستنتاجات المستخلصة باستخدام البيانات المعدلة، ولكن مع عدم توافق الوقت الحقيقي لنشوء البيانات يتعذر التعديل بناء على هذا الفرق.

<sup>١٣</sup> راجع الملحق ١-٥ للاطلاع على قائمة بالاقتصادات ونوبات الهبوط الاقتصادي.

<sup>١٤</sup> وعلى نحو مماثل، تُعرف فترات الانتعاش الاقتصادي بأنها نوبات تكون فجوة الناتج خلالها أعلى من انحراف معياري قدره (٠,٥). ويقاس الناتج الممكن باستخدام مرشح هودريك بريسكوت، حيث تكون قيمة  $\hat{y}$  هي ٦,٢٥، وهي القيمة التي يوصى بها في دراسة Ravn and Uhlig (2002).



### الإطار ٥-٣: هل جاءت التخفيضات الضريبية الأمريكية في حينها واتسمت بالاستمرارية المؤقتة ودقة التوجيه؟

ليصبح قانونا في فبراير ٢٠٠٨. ويقيم هذا الإطار سرعة تشريع وتنفيذ التخفيضات الضريبية بعد بدء نوبة الهبوط الاقتصادي، ومدى استمراريتها المؤقتة، ومدى دقة توجيهها. وفيما يتعلق بتقييم مدى قرب تنفيذ التخفيضات الضريبية من نوبة الهبوط، يستخدم التحليل التعريف المستخدم في النص الرئيسي لنوبة الهبوط الاقتصادي. وبالنسبة لبيانات النمو اللازمة لتقييم الدفعة التنشيطية في الربع الثاني من ٢٠٠٨ فهي غير متاحة حتى الآن.

- وقد جاءت أهم النتائج كالتالي:
- الحداثة: أربعة من أصل خمسة تخفيضات ضريبية مدفوعة بالاتجاهات الدورية نفذت خلال ربع واحد من نوبة الهبوط (انظر الجدول). أما في حالة التخفيضات الضريبية لعام ٢٠٠٢، فقد جاءت الدفعة التنشيطية بعد ثلاثة أرباع سنة من الهبوط. وكان متوسط التأخر الزمني في تنفيذ هذه التخفيضات الضريبية: أي التأخر بين المصادقة على التشريع ليصبح قانونا وتأثيره على الإيرادات، ربع واحد.
  - الاستمرارية المؤقتة: بالرغم من أن واحدا من أصل ستة تخفيضات ضريبية مدفوعة بالاتجاهات الدورية كان دائما، فقد احتوت بقية التخفيضات على عنصر دائم (انظر الجدول). وبالتحديد، هناك حوالي ٩٧٪ من التخفيضات الضريبية كان الهدف منها أن تكون مؤقتة، بمتوسط ربعي سنة حسب المخطط. وتم تمديد العمل لاحقا ببعض هذه التخفيضات، حتى انتهى الأمر

ينظر هذا الإطار بمزيد من العمق فيما إذا كانت التدخلات من المالية العامة في الولايات المتحدة قد نفذت في حينها واتسمت بالاستمرارية المؤقتة ودقة التوجيه. ويمكن إجراء تحليل مفصل لهذه المسألة من خلال مجموعة البيانات التي أعدت مؤخرا في سياق دراسة "Romer and (2007)" عن كل التغيرات الضريبية الكبيرة التي تمت المصادقة عليها لتصبح قانونا منذ عام ١٩٤٥. فبالرجوع إلى الوثائق الرسمية تمكنت دراسة "Romer and Romer" من التمييز بين التغيرات الضريبية التي كانت مدفوعة بصراحة باعتبارات دورية والتغيرات التي كانت مدفوعة بعوامل أخرى، بما في ذلك دعم النمو على المدى البعيد، وتخفيض الديون، وتمويل النفقات الإضافية. ومن بين الإجراءات الضريبية الفيدرالية المهمة التي تم تحديدها والبالغ عددها ٥٠ إجراء، تم تقييم ٧ منها باعتبارها مرتبطة بالدورة الاقتصادية، ومنها ٥ إجراءات كانت عبارة عن تخفيضات ضريبية بهدف تنشيط النمو على المدى القريب.

ويركز هذا الإطار على هذه التخفيضات الضريبية الخمس، التي تم تنفيذها في الفترة بين عامي ١٩٧٠ و٢٠٠٢، وعلى تشريع الدفعة التنشيطية الاقتصادية "Economic Stimulus Act) الذي تمت المصادقة عليه

مؤلفا هذا الإطار الرئيسيان هما «دانييل لي» و«سفين جاري ستين».

### ما مدى حداثة التخفيضات الضريبية واتسامها بالاستمرارية المؤقتة ودقة التوجيه؟

مدى دقة التوجيه	نسبة الاستمرارية المؤقتة <sup>١</sup>		الحداثة		تخفيضات ضريبية تشريعية		تاريخ تنفيذ الدفعة التنشيطية
	مدى الاستمرارية المؤقتة <sup>١</sup>	معدل القيمة مقابل التكلفة <sup>٤</sup>	التأخر الزمني الداخلي (أرباع) <sup>٢</sup>	تاريخ أقرب نوبة هبوط اقتصادي <sup>٣</sup>	حجم الدفعة التنشيطية (% من إجمالي الناتج المحلي)	مسمى الإجراء	
١,٠	دائمة	٠	١	الربع الأول: ١٩٧٠	١,٢	إصلاح ضريبي	الربع الأول: ١٩٧٠
٢,٥	١,٠	٢,٣	٧٨	الربع الأول: ١٩٧٥	٣,٦	تخفيض ضريبي	الربع الثاني: ١٩٧٥
١,٩	١,٠	١,٣	٦٧	الربع الرابع: ١٩٧٧	١,٠	تخفيض وتبسيط ضريبي	الربع الثالث: ١٩٧٧
٢,٤	١,٣	١,٣	١٠٠	الربع الثالث: ٢٠٠١	١,٧	التوفيق بين النمو الاقتصادي وتخفيف العبء الضريبي	الربع الثالث: ٢٠٠١
١,٣	٤,٠	٣,٧	٦٧	الربع الثالث: ٢٠٠١	١,٧	خلق فرص العمل ومساعدة العمالة	الربع الثاني: ٢٠٠٢
٢,٧	...	١,٦	١٠٠	...	١,١	دفعة تنشيطية اقتصادية	الربع الثاني: ٢٠٠٨
٢,٠	١,٨	٢,٠	٦٢	٧٩	١	وسيط	الربع الثاني: ٢٠٠٨

<sup>١</sup> تعرف الدفعة التنشيطية المؤقتة بأنها الدفعة التنشيطية التي تنتهي صلاحيتها. وقد تمتد المدة الفعلية لما بعد المدة المخطط لها نتيجة صدور تشريعات بتعديلها.

<sup>٢</sup> تعرف نوبة الهبوط الاقتصادي بأنها ربع السنة الذي يكون النمو خلاله سالباً أو أقل من الاتجاه العام وتكون فجوة الناتج أكبر من انحراف معياري واحد تحت الصفر.

<sup>٣</sup> يشير التأخر الزمني الداخلي إلى الفترة بين تاريخ المصادقة على الدفعة التنشيطية لتصبح قانونا وتاريخ تنفيذها (الربع الذي تغيرت فيه الالتزامات الضريبية بالفعل).

<sup>٤</sup> معدل القيمة مقابل التكلفة (حيث ٣ = مرتفع، و ٢ = متوسط، و ٣ = منخفض) يشير إلى درجة كفاءة التكلفة وفقا لتصنيف مكتب الميزانية بالكونغرس (لعام ٢٠٠٨).

### الإطار ٣-٥ (تتمة)

للأفراد وخصومات ضريبية إجمالية للأفراد - وأفاد تقييم مكتب الميزانية بالكونغرس أن أداتين ماليتين كانتا الأكثر اتصافا بكفاءة التكاليف. حيث سجلت آخر دفعة تنشيطية، عام ٢٠٠٨، أعلى مستوى في هذا المجال وتلاها الدفعتين التنشيطيتين لعام ١٩٧٥ وعام ٢٠٠١. أما التدابير التنشيطية الأقل اتصافا بكفاءة التكاليف فتمثلت في التخفيضات الضريبية لعامي ١٩٧٠ و٢٠٠٢، حيث تألفت غالبيتها من خصومات إجمالية للشركات وتخفيضات في السعر الضريبي للأفراد والشركات. وبناء على ما تقدم، فإن معظم التدخلات من المالية العامة في الولايات المتحدة كانت في حينها، ولكنها لم تكن دائما مؤقتة ولا موجهة لمستحقيها.

بنسبة أصغر من المفترض - ٦٢٪ - كتخفيضات مؤقتة فعليا، بينما أصبحت ٣٨٪ من التخفيضات دائمة.

- دقة التوجيه: يتم تقييم كفاءة توجيه كل مجموعة تخفيضات ضريبية باستخدام برنامج تصنيف كفاءة التكاليف الذي أعده مكتب الميزانية بالكونغرس (CBO, 2008)، والذي يحدد الأثر المحتمل لمجموعة من الأدوات المالية التنشيطية على الطلب الكلي من واقع مفهوم القيمة مقابل التكلفة. وبناء على هذا التصنيف، تصنف ثلاثة من أصل ستة تخفيضات ضريبية مدفوعة بالاتجاهات الدورية على أنها تتسم بكفاءة التكاليف. وقد اشتمل أكثر من نصف مجموعات التخفيضات الضريبية الثلاثة على تحويلات مباشرة

أكثر مسابرة للاتجاهات الدورية عندما تتعرض الاقتصادات المتقدمة في نفس الوقت لنوبات هبوط اقتصادي، وهو ما يتوافق مع ارتفاع علاوات التمويل الخارجي (الشكل البياني ٥-٧، اللوحة السفلية). أما في الاقتصادات المتقدمة، فإن التغيرات في رصيد الموازنة الأولي تكون في المتوسط مضادة للاتجاهات الدورية، ويرجع ذلك غالبا لأدوات الضبط التلقائي حسب التغيرات في الرصيد الدوري.

ومع أخذ هذه المحاذير في الحسبان، حدد التحليل الحقائق المبسطة التالية:

- الاقتصادات الصاعدة تستجيب خلال فترات الهبوط الاقتصادي بتقديم دفعة تنشيطية مالية بمعدل تواتر لا يتجاوز نصف المعدل الملاحظ في الاقتصادات المتقدمة، أي ٢٢٪ في مقابل ٤١٪ (الشكل البياني ٥-٦، اللوحة العلوية). وعند قيام الاقتصادات الصاعدة بتنفيذ الدفعة التنشيطية، تكون الاستجابة أكبر بدرجة طفيفة، مقيسة على أساس التغيرات في الرصيد الأولي المعدل لاستبعاد العوامل الدورية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الممكن (الشكل البياني ٥-٦، اللوحة الوسطى، العمودان الأول والثالث). ولكن ذلك يرجع إلى تعرض هذه الاقتصادات لحالات هبوط أكبر حجما (الشكل البياني ٥-٦، اللوحة الوسطى، العمودان الثاني والرابع).
- وفي أكثر قليلا من ثلث النماذج، اشتملت الدفعات التنشيطية على مزيج من التغيرات في الإيرادات والنفقات. ومن هذه التغيرات التي اعتمدت أساسا على نوع واحد من الدفعات التنشيطية، نجد أن التدابير على مستوى النفقات هي المهيمنة في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على حد سواء (الشكل البياني ٥-٦، اللوحة السفلية).

### الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة المالية العامة الاستثنائية

بعد تعريف فترات الهبوط الاقتصادي ونوبات الدفعات المالية، ينتقل هذا القسم إلى السؤال الرئيسي، وهو: ما هي الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة المالية العامة الاستثنائية، خصوصا أثناء فترات الهبوط الاقتصادي؟ وفيما يلي يحدد تحليل الأحداث بعض الأنماط الأساسية، باستخدام نفس مقياس الدفعات التنشيطية المالية القائم على المرونة، على غرار القسم السابق، ثم تستخدم الانحدرات لتوفير تقديرا أكثر انتظاما لأسبابها وآثارها.

### تحليل الأحداث لنوبات الهبوط الاقتصادي والدفعات المالية

من خلال تحليل الأحداث تتضح ديناميكية أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية — نمو إجمالي الناتج

- وفي الاقتصادات الصاعدة، غالبا ما تكون التغيرات في الرصيد الأولي الكلي دورية، بالرغم من الآثار المضادة للاتجاهات الدورية الناتجة عن أدوات الضبط التلقائي (الشكل البياني ٥-٧، اللوحة العلوية).<sup>١٥</sup> وتكون

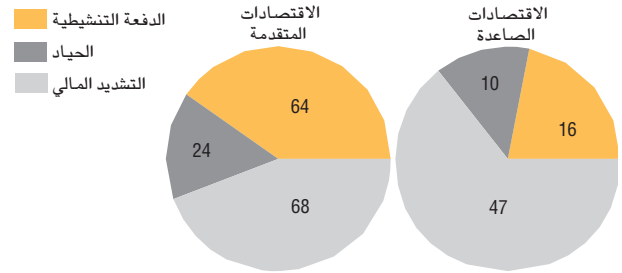
قائما في كلا نظامي أسعار الصرف الثابتة والمعوّمة وقت حدوث الهبوط.

<sup>١٥</sup> يتوافق هذا الاستنتاج مع دراسة Kaminsky, Reinhart, and Végh (2004) وعدد من الدراسات الأخرى. ويظل هذا الاستنتاج

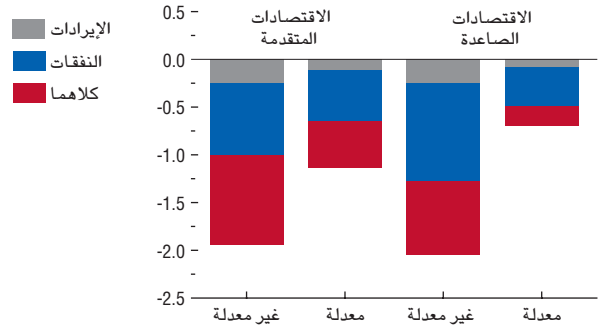
### الشكل البياني ٥-٦: تكوين الدفعة التنشيطية المالية أثناء نوبات الهبوط في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة

توضح التخطيطات الدائرية أنواع الاستجابات التي تصدرها سياسة المالية العامة - الدفعات التنشيطية أو الحياد أو التشديد المالي - أثناء نوبات الهبوط الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة. ويوضح رسم الأعمدة البيانية متوسط حجم الدفعة التنشيطية. وتوضح المساحات المظللة بالألوان المختلفة متوسط نسبة الدفعة التنشيطية في العينة الإجمالية من التغيرات في الإيرادات فقط، أو التغيرات في النفقات، أو كليهما. وتشير التخطيطات الدائرية السفلية إلى تواتر استخدام الإيرادات فقط، أو التغيرات في النفقات، أو كليهما بالنسبة للاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة.

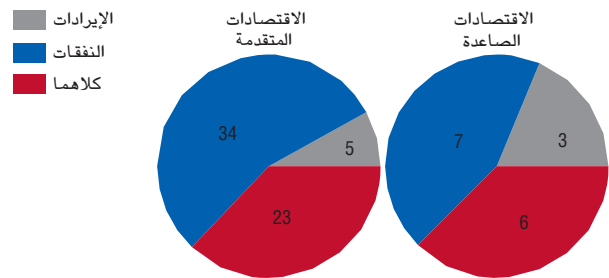
إجمالي عدد استجابات المالية العامة أثناء نوبات الهبوط



متوسط التغير في الرصيد الأولي الهيكلي أثناء نوبات الهبوط<sup>١</sup>



إجمالي عدد الاقتصادات المستجيبة والتي نفذت دفعات تنشيطية مدفوعة بما يلي:



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> متوسط التغير في الرصيد الأولي الهيكلي ارتباطاً بمختلف أنواع الدفعات التنشيطية المالية، مرجحاً بنسبة الحالات من كل نوع في البلدان التي اعتمدت على هذه الدفعات في مواجهة الهبوط الاقتصادي.

<sup>٢</sup> بالنسبة لكل مجموعة من الاقتصادات يمثل العمود الأيسر التغير في الرصيد الأولي الهيكلي كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، بينما يمثل العمود الأيمن التغير في الرصيد الأولي الهيكلي كنسبة من إجمالي الناتج المحلي مقياساً بالانحرافات المعيارية لتغيرات فجوة الناتج.

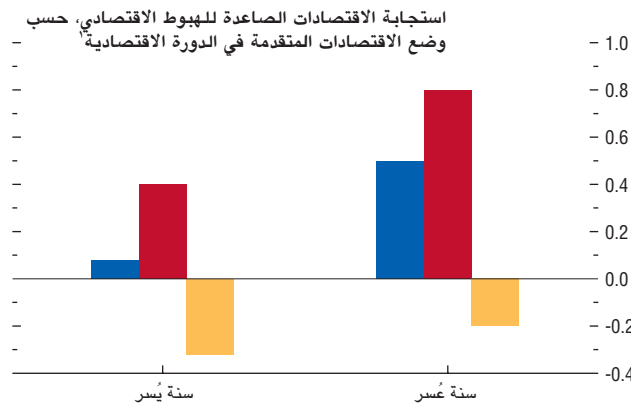
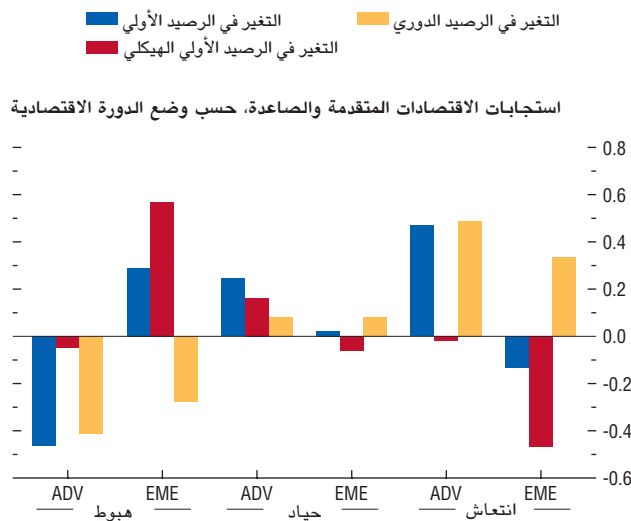
المحلي الحقيقي، ونسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي، والتضخم، وأسعار الصرف، والحساب الجاري، ونمو النقود - خلال نوبات الهبوط الاقتصادي. ويوضح الجدول ٥-١ والشكل البياني ٥-٨ كيفية تحرك المتغيرات الاقتصادية الكلية سويًا مع الدفعة التنشيطية المالية قبل نوبات الهبوط وخلالها وفي أعقابها. وكما هو متوقع ترتفع نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي في أعقاب تقديم دفعة مالية وتحسن عند تقييدها، بينما تتحسن أرصدة الحساب الجاري في سنة الهبوط الاقتصادي في ظل التشديد وتدهور في ظل الدفعات التنشيطية المالية. غير أنه بالنسبة للمتغيرات الأخرى، نجد أن النتائج تكون مبهمة عموماً. وعلى وجه التحديد، تزداد معدلات النمو في النوبات التي لا تشمل على دفعات تنشيطية، وإن كان التغير في معدلات النمو في الفترة من سنة الهبوط إلى السنة الأولى التي تعقب الهبوط تكون أكبر إلى حد ما في ظل الدفعة التنشيطية المالية. وتشترك الاقتصادات المتقدمة والصاعدة في هذه المشاهدات.

ويوضح الجدول ٥-٢ القيم الوسيطة لنمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في جميع الاقتصادات أثناء نوبات الهبوط والدفعات المالية بالنسبة لعدد من المتغيرات التي تفيد النظريات باحتمال أن يكون لها آثار مهمة، وهي: الدين العام، وأرصدة الحساب الجاري، والانفتاح أمام التجارة، ونظام سعر الصرف.<sup>١٦</sup> ويوضح الشكل البياني ٥-٩ الفرق بين معدلات النمو في سنة الهبوط الاقتصادي والسنة التي تليها. فإذا ما نظرنا إلى ما وراء هذه العوامل المحددة للأوضاع، لا نجد فرقا واضحا في تأثير سياسة المالية العامة نتيجة الاختلافات في رصيد الحساب الجاري، والانفتاح أمام التجارة، ونظام سعر الصرف، على الرغم مما تشير إليه النظرية. غير أن مستوى الدين العام يبدو مقترنا بفرق متسقة في نتائج النمو - فالاقتصادات التي تنفذ دفعات تنشيطية مالية ولديها دين عام مرتفع وهي في سبيلها للتعرض لنوبة هبوط تشهد في المعتاد معدلات نمو أكثر انخفاضا قبل سنة الهبوط وبعدها، كما تشهد قدراً أقل من الانتعاش في النمو خلال السنة التالية لتنفيذ الدفعة التنشيطية، في حين أن الاقتصادات التي لديها دين عام مرتفع وتطبق تشديدا في المالية العامة تحقق مكاسب أكبر على مستوى النمو.

<sup>١٦</sup> بالنسبة لأول ثلاثة متغيرات، تنقسم النتائج إلى حالات «مرتفعة» و«منخفضة»، على أساس متوسط هذا المتغير في السنوات الثلاثة السابقة لنوبة الركود. والمستويات الحدية للارتفاع والانخفاض هي القيم الوسيطة للعينة الكلية، باستثناء الدين، الذي يكون المستوى الحدي لارتفاعه عند ٧٥٪ بالنسبة للاقتصادات المتقدمة و ٢٥٪ بالنسبة للاقتصادات الصاعدة. وتصنف نظم سعر الصرف على أساس ما إذا كان سعر الصرف ثابتاً أم عموماً في السنة الأولى من الهبوط.

### الشكل البياني ٥-٧: استجابات سياسة المالية العامة لمواجهة نوبات الهبوط والانتعاش (متوسط التغير، % من إجمالي الناتج المحلي)

يوضح رسم الأعمدة البيانية العلوي متوسط الاستجابات التي تصدرها سياسة المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة (ADV) والصاعدة (EME) والتي تؤثر على إجمالي الناتج المحلي سواء كانت على هيئة هبوط أو حياض أو انتعاش (من اليسار إلى اليمين). ويشير الرقم السالب إلى تقديم دفعة تنشيطية مالية، بينما ترتبط سياسة المالية العامة الاستثنائية بالرصيد الأولي الهيكلي. ويوضح رسم الأعمدة السفلي متوسط استجابات سياسة المالية العامة في الاقتصادات الصاعدة عندما تكون الاقتصادات الصاعدة في حالات انتعاش أو هبوط. وفي كلا الرسمين، يقاس متوسط التغير في الرصيد بالانحرافات المعيارية لتغيرات فجوة الناتج.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> متوسط التغير في الرصيد مقياسا بالانحرافات المعيارية لتغيرات فجوة الناتج. تعرّف سنة اليسر بأنها سنة يكون فيها متوسط فجوة الناتج المرجح بإجمالي الناتج المحلي في الاقتصادات المتقدمة أقل من المتوسط الوسيط لفجوة الناتج مرجحا بإجمالي الناتج المحلي في الاقتصادات المتقدمة في كل السنوات.

وإذا ما انتقلنا إلى أساليب تنفيذ سياسة المالية العامة، نجد أن الاقتصادات التي استخدمت الدفعات التنشيطية المالية القائمة على الإيرادات والنفقات شهدت نوبات هبوط أقل حدة بالمقارنة بالاقتصادات التي اعتمدت على تدابير تتعلق بالإيرادات أو النفقات وحدها، وإن كانت السياسات القائمة على الإيرادات اقترنت بحالات انتعاش أسرع ومعدلات نمو أعلى في السنوات التالية (الشكل البياني ٥-٣).<sup>١٧</sup> وفي المقابل، اقترنت تدابير تشديد سياسة المالية العامة القائمة على النفقات بارتفاع معدلات النمو في السنوات التالية للهبوط الاقتصادي.

وتلخيصا لما سبق، يشير تحليل الأحداث إلى أن مراعاة الدين العام وعناصر الدفعة المالية قد يكون حيويا لفهم آثار سياسة المالية العامة. وفي المقابل، ليس هناك أنماط واضحة يمكن رصدها بالنسبة للمتغيرات الأخرى التي تشير النظرية إلى أهميتها المحتملة.

### تحليل الانحدارات

تسجل تحليلات الأحداث الحالات التي يقترن فيها موقف سياسة المالية العامة بديناميكيات المتغير الاقتصادي الكلي المعني فقط، ولا تشير بأي حال إلى العلاقة السببية بين المتغيرات.<sup>١٨</sup> وإضافة إلى ذلك، فإن تحديد مواصفات المتغيرات وفقا لبعض الفئات البسيطة ودراسة كل منها لحالة مستقلة عن بقية المتغيرات من شأنه حجب معلومات مهمة عن حجم هذه المتغيرات وطبيعة التفاعل فيما بينها. ويستخدم في معالجة هذه المسألة إطار الانحدارات.

ويتمثل الإطار المفاهيمي لهذه الانحدارات في اختبار آثار سياسة المالية العامة الاستثنائية على نمو إجمالي الناتج المحلي، مع تحييد الآثار الممكنة من السياسة النقدية والمصادر الأخرى للدفعات التنشيطية المستمدة من الطلب، ومراعاة العوامل التي قد تؤثر في انتقال آثار الدفعة التنشيطية المالية.

<sup>١٧</sup> غير أن ضآلة حجم عينة النوبات التي تشتمل على دفعات تنشيطية قائمة على الإيرادات تبرر توخي الحذر في تفسير هذه النتائج.

<sup>١٨</sup> تعد حالات الاقتران بالنمو من الأمثلة الرئيسية في هذا الشأن: إذا ظهرت معدلات نمو منخفضة في نوبات الهبوط المستخدمة فيها تدابير جريئة للغاية من تدابير سياسة المالية العامة فهل يكون من الملائم استنتاج أن سياسة المالية العامة غير فعالة أم أن الحاجة كانت تقتضي اللجوء إلى تدابير جريئة للغاية لأن نوبة الهبوط كانت بالغة الحدة؟

الجدول ٥-١: المؤشرات الاقتصادية الكلية حول نوبات الهبوط، في ظل دفعات تنشيطية مالية وبدونها: كل الاقتصادات<sup>١</sup>

وسيط	عدد المشاهدات في نوبة الهبوط	متوسط ثلاث سنوات قبل الهبوط	سنة قبل الهبوط	سنة الهبوط	سنة بعد الهبوط	متوسط أربع سنوات بعد الهبوط
نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي	٥١	٣,١	٢,٢	-٠,١	٣,٦	٣,٢
الدفعة التنشيطية المالية	٨٣	٢,٥	٢,٨	٠,٧	٤,٢	٣,٦
التشديد المالي						
التغير في نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي	٤٣	-١,٤	-٠,٥	٢,٢	١,١	٠,٨
الدفعة التنشيطية المالية	٦١	١,٤	١,٥	١,٢	-٠,٩	-١,٢
التشديد المالي						
التغير في الرصيد الأولي الهيكلي	٥١	٠,٠	-٠,٢	١,١	٠,٠	٠,٢
الدفعة التنشيطية المالية	٨٣	٠,٠	٠,١	١,٦	-٠,٢	٠,٢
التشديد المالي						
التضخم	٤٨	٥,٦	٥,٥	٤,٧	٣,٠	٢,٧
الدفعة التنشيطية المالية	٧٨	٧,١	٦,٢	٥,٢	٥,٠	٥,١
التشديد المالي						
التغير في سعر الصرف الاسمي <sup>٢</sup>	٤١	-٠,٦	٠,٠	٢,٩	-٠,٥	٠,١
الدفعة التنشيطية المالية	٧٢	٤,٦	٣,٣	٧,٩	٣,٥	٢,٣
التشديد المالي						
فائض الحساب الجاري	٥١	٢,٤	-٢,٩	-٠,٨	-٠,٩	-١,٢
الدفعة التنشيطية المالية	٨١	-٠,٩	-٠,٨	٠,٠	٠,٢	-٠,١
التشديد المالي						
نمو النقود الحقيقي	٣٢	٥,٠	٢,٦	١,٧	٤,٢	٤,٨
الدفعة التنشيطية المالية	٥٤	٤,٦	٤,٣	٣,٣	٤,٩	٥,٠
التشديد المالي						

ملحوظة: بالنسبة لكل متغير، يتم تسجيل الوسيط لفئات موقف المالية العامة الثلاث خلال السنة الأولى من الهبوط: الدفعة التنشيطية، والسياسة المحايدة، والتشديد المالي. وفي كل حالة، يتم تسجيل القيم بالنسبة للمتوسط الوسيط لثلاث سنوات قبل الهبوط، وسنة قبل الهبوط، والسنة الأولى للهبوط في حد ذاتها، وبعد سنة من نوبة الهبوط بالكامل. فضلاً على متوسط أربع سنوات بعد الهبوط. وينبغي ملاحظة أن بعض نوبات الهبوط تمتد لأكثر من سنة. وفي الهبوط الاقتصادي متعدد السنوات، فإن السنة التي تلي الهبوط هي أول سنة بعد سنة الهبوط.

<sup>١</sup> الدفعة التنشيطية المالية معرفة في السنة الأولى من الهبوط الاقتصادي بأنها انخفاض نسبة الرصيد الأولي الهيكلي إلى إجمالي الناتج المحلي بمقدار يقل عن ٠,٢٥ نقطة مئوية.

<sup>٢</sup> سعر الصرف هو على أساس العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي (علامة + تشير إلى انخفاض القيمة).

مثل هذا المقياس سيعاني على الأرجح من مشكلة إضافية تتمثل في داخلية المنشأ المرتبط بخطأ القياس، مما يضعف من صلاحية الانحدارات.

وللحد من هذه المشكلات داخلية المنشأ والسعي إلى تحقيق الثبات، يستخدم مقياس ثان للدفعة التنشيطية المالية بحيث يركز حصرياً على العنصر غير المنتظم لسياسة المالية العامة الاستنسابية (كما هو الحال أيضاً في الدراسات المالية العامة التي تستخدم نموذج الانحدارات الذاتية التلقائية والمناهج «السردية»؛ راجع الإطار ٥-٢). ويهدف هذا المقياس إلى تحديد التغيرات غير المتوقعة في موقف المالية العامة، والقائم بالنسبة لكل بلد على أساس انحدارات مستقلة للإيرادات والنفقات على نمو الناتج وعلى اتجاه زمني عام - راجع الملحق ٥-١ للاطلاع على التفاصيل. (وفيما يلي، يشار إلى هذا المقياس باسم مقياس الدفعة المالية القائم على الانحدارات، للتمييز بينه وبين المقياس القائم على المرونة).

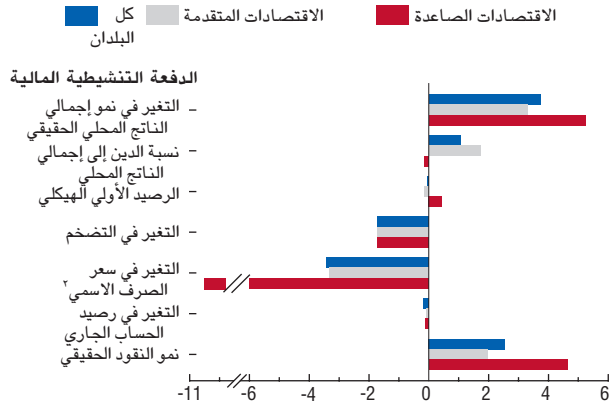
ويعد مقياس الدفعة التنشيطية أهم المتغيرات المنحدرة المتعلقة بالمصلحة<sup>١٩</sup> ففي الأحوال المثالية، يرصد مقياس الدفعة التنشيطية المالية كل التغيرات الاستنسابية في موقف المالية العامة، سواء الناتجة عن ردود الفعل المنتظمة لحالة الاقتصاد أو التدابير الاستنسابية غير المنتظمة (أي غير المتوقعة). غير أن العنصر المنتظم في مقياس الدفعة التنشيطية المالية هو عنصر خارجي المنشأ، الأمر الذي يؤدي إلى نشوء مشكلات في الاستدلال الإحصائي. وعلاوة على ذلك، وفقاً لما يرد في الإطار ٥-٢، يتعذر كثيراً التمييز بين التغيرات المنتظمة في سياسة المالية العامة وأدوات الضبط التلقائي. ومن حيث المبدأ، يفترض في مقياس الدفعة المالية القائم على المرونة والمستخدم في القسم السابق أن يحقق ذلك الأمر، إلا أنه في حالة افتقاد المرونات الدقة التامة في كل فترة زمنية - وعدم قياس الناتج الممكن قياساً صحيحاً - فإن

<sup>١٩</sup> يلاحظ أن جميع المتغيرات حالياً هي متغيرات مستمرة ولم تعد تستخدم الفئات التي يشتمل عليها تحليل الأحداث.

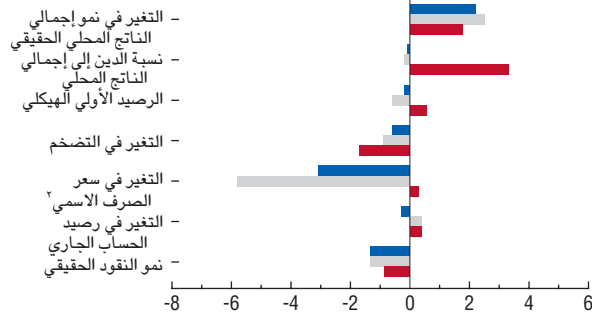
## الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة المالية العامة الاستنسابية

### الشكل البياني ٥-٨: المؤشرات الاقتصادية الكلية بعد نوبات الهبوط، في ظل دفعات تنشيطية مالية أو بدونها<sup>١</sup>

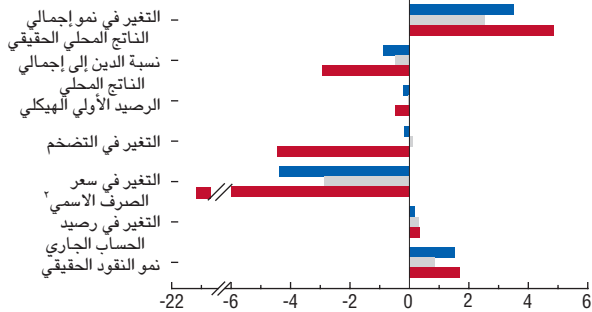
يوضح رسم الأعمدة البيانية التغيرات في المؤشرات الاقتصادية الكلية من سنة الهبوط الاقتصادي إلى السنة الأولى بعد الهبوط.



#### سياسة المالية العامة المحايدة



#### التشديد المالي



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي

<sup>١</sup> الدفعة التنشيطية المالية معروفة في العام الأول من الهبوط الاقتصادي بأنها انخفاض نسبة الرصيد الأولي الهيكلي إلى إجمالي الناتج المحلي بمقدار يقل عن ٠,٢٥ نقطة مئوية.

<sup>٢</sup> سعر الصرف هو على أساس العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي (علامة + تشير إلى انخفاض القيمة). والقيمة بالنسبة للاقتصادات الصاعدة مع الدفعة التنشيطية المالية هي -١٠,٥؛ ومع التشديد المالي هي -٢١,٢.

وهناك متغيرات منحدره أخرى تتضمن فترتي تأخر زمني لنمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، وذلك لتحديد أثر القصور الذاتي داخلي المنشأ في الاقتصاد؛ ونمو النقود الحقيقي (المتزامن وفترتي تأخر زمني)، كمقياس للسياسة النقدية؛ والتغيرات في الطلب الأجنبي (المتزامن وفترتي تأخر زمني)، وحجم الحكومة. وقد تبين أن هذه المتغيرات كانت ذات دلالة عند مستوى ١٠٪ وظلت ثابتة في كل تصنيفات الانحدارات التالية.

ويعرض الجدول ٥-٤ أهم النتائج من حيث استجابات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لدفعة تنشيطية من المالية العامة مقدارها ١٪، باستخدام مقياسي الدفعة المالية القائمين على المرونة والانحدارات.<sup>٢٠</sup> وتبين النتائج الأثر الواقع على الناتج في سنة التدخل المالي وفي السنوات الثلاث التالية، حيث يشير العدد الموجب إلى أن الدفعة المالية الموجبة تؤدي إلى زيادة الناتج.<sup>٢١</sup> ويعرض الصف الأول من الجدول نتائج التصنيف الأساسي. وباستخدام مقياسي الدفعة التنشيطية المالية، نجد أن الأثر التقديري للدفعة المالية على نمو الناتج في التصنيف الأساسي ضعيف — فهو أقرب إلى الصفر مقارنة بالافتراض الكينزي وقدره نقطة مئوية أو أكثر — وأنه يتحول إلى السالب بعد ثلاث سنوات. غير أن ذلك، كما يتضح في الصفين الثاني والثالث بالجدول، يحجب فروق مهمة على مستوى البلدان. ففي الاقتصادات المتقدمة، نجد أن المضاعفات لها دلالة إحصائية وأنها موجبة إلى حد ما — الدفعة المالية البالغ قدرها نقطة مئوية واحدة تؤدي إلى زيادة في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنحو ٠,١٪ على الفور، وتصل بعد ثلاث سنوات إلى ٠,٥٪ أعلى من المستوى المسجل في السنة صفر. ويمكن مقارنة هذه النتيجة بالآثار المستخلصة من دراسات الانحدارات الذاتية التلقائية ودراسات الحالة. وفي المقابل، نجد أن الآثار الواقعة على الناتج في الأجل المتوسط بالاقتصادات الصاعدة، رغم ما تشهده هذه الاقتصادات من آثار فورية مماثلة لتلك الآثار المشاهدة في الاقتصادات المتقدمة، تكون سالبة على نحو متناسق باستخدام كلا مقياسي الدفعة التنشيطية — وبالنسبة لهذه الاقتصادات، لا يبدو أن سياسة المالية العامة الاستنسابية تعود بضرر أكبر من نفعها.

<sup>٢٠</sup> راجع الملحق ١-٥ للاطلاع على جداول تقديرات المعاملات الإحصائية والتشخيصات الانحدارية.

<sup>٢١</sup> غير أنه يتعين ملاحظة أن الانحدارات التي تستند إليها الصفوف التسع الأولى لا تميز بين الدفعة التنشيطية المالية والتشديد المالي — وبالتالي يفترض أن الأثر السالب على الناتج نتيجة التشديد المالي متوافق مع الأثر الموجب من الدفعة التنشيطية المالية.

الجدول ٥-٢: نمو إجمالي الناتج الحقيقي والدفعة التنشيطية المالية في ظل الأوضاع المبدئية المختلفة: كل الاقتصادات<sup>١</sup>

متغيرات تحديد الأوضاع <sup>٢</sup>	عدد المشاهدات في نوبة الهبوط	متوسط ثلاث سنوات قبل الهبوط	سنة قبل الهبوط	نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في سنة الهبوط	سنة بعد الهبوط	متوسط أربع سنوات بعد الهبوط
الدين العام مرتفع	١٣	٢,١	١,٥	-٠,١	٢,٧	٢,٠
منخفض	٣٠	٣,١	٢,٤	-٠,٣	٣,٦	٣,٢
رصيد الحساب الجاري <sup>٤</sup> مرتفع	٢٢	٢,٧	٢,٤	٠,٣	٢,٦	٢,٤
منخفض	٢٧	٣,٢	٢,٠	-٠,٧	٣,٩	٣,٤
الانفتاح التجاري مرتفع	٢٤	٣,٠	٢,٦	-٠,١	٢,٧	٣,١
منخفض	٢٥	٣,٤	١,٦	-٠,٣	٣,٩	٣,٤
سعر الصرف ثابت	٢٠	٢,٨	٢,٠	-٠,٣	٣,١	٣,٠
معوم	٢٦	٣,١	١,٩	٠,٢	٣,٧	٣,٣

<sup>١</sup> الدفعة التنشيطية المالية معرفة في السنة الأولى من الهبوط الاقتصادي بأنها انخفاض الرصيد الأولي الهيكلي إلى إجمالي الناتج المحلي بمقدار يقل عن ٠,٢٥ نقطة مئوية.

<sup>٢</sup> الأوضاع المبدئية للمتغيرات معرفة بأنها متوسط ثلاث سنوات قبل سنة الهبوط الاقتصادي.

<sup>٣</sup> المستوى الحدي للدين المرتفع هو ٧٥٪ في الاقتصادات المتقدمة و٢٥٪ في الاقتصادات الصاعدة. أما المستوى الحدي بالنسبة لكل من رصيد الحساب الجاري والانفتاح التجاري فهو المتوسط الوسيط للمتغيرات في العينة بالكامل.

<sup>٤</sup> القيمة الموجبة لرصيد الحساب الجاري تشير إلى فائض؛ والقيمة السالبة تشير إلى عجز.

ولكن ما هو العامل المحرك الذي يمكنه تحقيق مثل هذه النتيجة المختلفة؟ من الشواغل السائدة أن مقياسي الدفعات التنشيطية المالية لا يتعاملان بالقدر الكافي مع مشكلة المنشأ الداخلي للمتغيرات، لا سيما في المقياس القائم على المرونة، مما قد يؤدي إلى نتائج متحيزة.<sup>٢٢</sup> أما إذا لم تكن مشكلة قياس، فقد تعتمد الآثار على توقعات القطاع الخاص لانعكاسات الدفعة المالية على الديون. ويبين آخر صفان في الجدول كيفية اعتماد الأثر على مستوى الدين العام في وقت التدخل. ففي الاقتصادات ذات المديونيات المنخفضة، يكون التأثير المبدئي للدفعة المالية سالبا، وإن كان هناك تأثير موجب على النمو في السنوات التالية، حتى أن صافي التأثير بعد ثلاث سنوات يكون سالبا نسبيا عند استخدام المقياس القائم على المرونة وموجبا عند استخدام المقياس القائم على الانحدار. وفي المقابل، نجد أن التأثير في الاقتصادات ذات المديونيات المرتفعة يكون كبيرا على نحو متسق وسالبا باستمرار. ويوحى هذا الأمر بأن المخاوف بشأن استمرارية أوضاع المالية العامة ربما تهيمن على قرارات

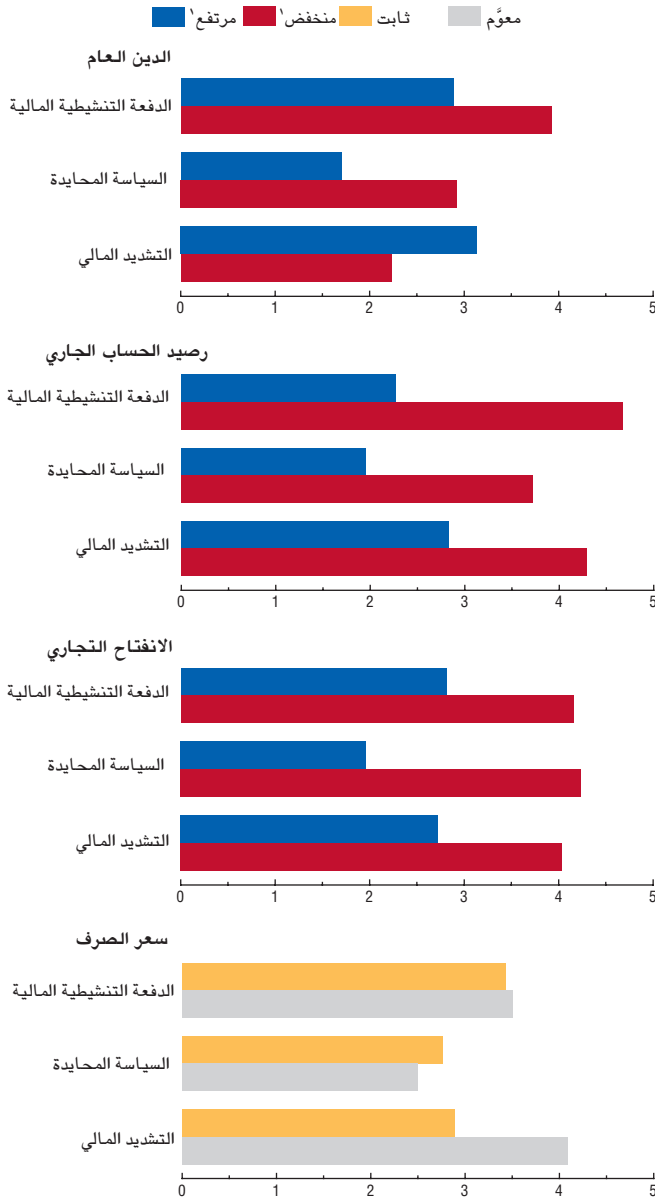
أما استجابات الناتج المبينة في صفوف الجدول الستة التالية فهي تشير إجمالاً إلى أن تدابير الدفعة المالية القائمة على الإيرادات تبدو أكثر فعالية في تعزيز إجمالي الناتج المحلي الحقيقي مقارنة بالتدابير القائمة على النفقات، لا سيما في الأجل المتوسط وفي الاقتصادات المتقدمة. وقد تبين أن الدفعات التنشيطية المالية القائمة على النفقات لها آثار سالبة بصفة متواصلة في الاقتصادات الصاعدة بعد ثلاث سنوات، مما قد يرجع إلى المخاوف من أنها بمجرد سوف يصعب إلغاء النفقات الزائدة.

والسؤال المهم الذي يطرح نفسه هو إن كان بوسع سياسة المالية العامة الاستنسابية النجاح في تنشيط الاقتصاد أثناء الهبوط الاقتصادي. وتتولى الصفوف الأربعة الأخيرة من الجدول الإجابة على هذا السؤال. فعند تحييد أثر الهبوط الاقتصادي، تبدو الآثار العامة للتدخلات من المالية العامة موجبة، وأقوى قليلاً من التوصيف الأساسي، إذا ما كان هناك فرق بالفعل. غير أنه من الممكن أن تكون نتائج هذه المضاعفات الثلاثة مدفوعة بالآثار السالبة القوية من التشديد المالي وليست نتيجة الآثار الموجبة الكبيرة من الدفعة المالية. وعند تحييد آثار الدفعات التنشيطية على وجه التحديد، فإن الآثار تكون سالبة في واقع الأمر بصفة متواصلة في مقياسي الدفعات التنشيطية المالية (وإن كان هناك بعض التحسن يطرأ على نمو الناتج في السنوات التالية، لدرجة تجعل مستوى الناتج أقل ميلاً نحو الجانب السالب عما كان مبدئياً).

<sup>٢٢</sup> على سبيل المثال، أثناء نوبات الهبوط الاقتصادي تهبط إيرادات المالية العامة مثلما يهبط الناتج. ونظراً لأن الانحدارات لا تجري تصحيحاً بالنسبة لاستجابة أدوات الضبط التلقائي، فمن الممكن رصد استجابة تلقائية باعتبارها دفعة تنشيطية مالية، ويشار إليها، بما لا يدعو للدهشة، باعتبارها «غير فعالة» في نماذج الانحدارات. ويرجع حدوث هذا الأمر أكثر في المنهج القائم على المرونة — فقد يكون الافتراض بالنسبة لمرونة إيرادات الوحدات في الاقتصادات الصاعدة مثلاً، منخفضاً للغاية. ومن شأن هذا الأمر غالباً أن يخلق تحيزاً في النتائج، خصوصاً في الأجل القصير.

### الشكل البياني ٥-٩: التغيرات في نمو إجمالي الناتج المحلي وسياسات المالية العامة في الأوضاع المبدئية المختلفة

يوضح رسم الأعمدة البيانية التغيرات في نمو إجمالي الناتج المحلي من سنة الهبوط الاقتصادي إلى السنة الأولى بعد الهبوط، مع التمييز فيما بينها حسب الأوضاع الاقتصادية الكلية قبل الهبوط الاقتصادي بثلاث سنوات ( الدين، والحساب الجاري، والانفتاح التجاري، ونمو النقود) وحسب نظام سعر الصرف وتكوين الدفعة التنشيطية المالية في سنة الهبوط الاقتصادي.



المصدر حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ المستوى الحدي للدين المرتفع هو ٧٥٪ في الاقتصادات المتقدمة و٢٥٪ في الاقتصادات الصاعدة. أما المستوى الحدي بالنسبة لكل من رصيد الحساب الجاري والانفتاح التجاري فهو المتوسط الوسيط للمتغيرات في العينة بالكامل.

الإنفاق، حتى وإن كانت يعتقد عادة أن سياسة المالية العامة الجارية هي سياسة تنشيطية.<sup>٢٣</sup>

وقد أجريت انحدارات إضافية اشتملت على حدود التفاعل لمقياس الدفعة التنشيطية المالية والمتغيرات الصورية مشيرة إلى ما يلي: (١) مستوى الانفتاح أمام التجارة المرتفع أو المنخفض؛ (٢) مستويات التطور المالي المرتفعة أو المنخفضة، كمقياس لنقص السيولة؛ (٣) نظم الصرف الثابتة مقابل المعومة؛ (٤) فوائض الحساب الجاري المرتفعة أو المنخفضة، كمقياس لاستمرارية المركز الخارجي. ويترتب على المستويات الأعلى من الانفتاح أمام التجارة والتطور المالي نشوء مضاعفات أعلى، وتكون المضاعفات أعلى في ظل نظم أسعار الصرف المعومة. وتتناقض هذه النتائج مع النظريات الاقتصادية، مما يشير إلى احتمال هيمنة مخاوف المديونية على فعالية سياسة المالية العامة. ومما لا شك فيه، أن أرصدة الحساب الجاري الأعلى من المتوسط (الفوائض عموماً) غالباً ما تكون مقترنة بمضاعفات أكبر.<sup>٢٤</sup> وأخيراً، فإن إجراء اختبار الانحدار الأساسي باستخدام عينتين فرعيتين زمنيتين تنشأ عنه ملحوظة تحذيرية تشير إلى ما يلي: كانت المضاعفات على ما يبدو أكثر ضعفاً خلال السنوات الأخيرة.<sup>٢٥</sup>

وتشير الأدلة المستخلصة من هذا التحليل إلى أن سياسة المالية العامة الاستنسابية يمكن أن تنجح في تنشيط نمو الناتج، خصوصاً إذا كانت قائمة على الإيرادات. ولكن هناك أسباب تستدعي توخي الحذر في استخدام مجموعات الدفعات التنشيطية أثناء نوبات الهبوط، حيث تفيد الأدلة بأنه إذا ما كان مقدراً لهذه الدفعات المالية أن تؤتي ثمارها فإن ذلك لن يتحقق إلا إذا كانت أوضاع المالية العامة الأساسية سليمة. وهو ما يشير إلى حاجة الحكومات لتحسين أرصدها أثناء فترات الانتعاش الاقتصادي وأن تقطع تعهدات موثوقة بالألا تهدد هذه الدفعات المالية استمرارية أوضاع المالية العامة.

<sup>٢٣</sup> وتصبح آثار الدفعة المالية والتشديد المالي أسوأ كثيراً عند تحييد آثار نوبات الهبوط الحادة. راجع الملحق ٥-١ للاطلاع على مزيد من التفاصيل.

<sup>٢٤</sup> في الأجل المتوسط، تكون المضاعفات موجبة عند استخدام مقياس الدفعة المالية القائم على الانحدارات ولكنها تظل سالبة عند استخدام مقياس الدفعة المالية القائم على المرونة.

<sup>٢٥</sup> وينطبق هذا الأمر بصفة خاصة على الاقتصادات المتقدمة. وهناك تفسير محتمل، ينسجم مع الدليل التجريبي ونماذج المحاكاة المطروحة لاحقاً، ويتمثل في أن السياسة النقدية أصبحت أقل مسابرة للتطورات في تلك الاقتصادات.



الجدول ٥-٣: نمو إجمالي الناتج الحقيقي والدفعات التنشيطية المالية حسب تكوينها: كل الاقتصادات<sup>٢١</sup>

متغيرات تحديد الأوضاع <sup>٢</sup>	عدد المشاهدات في نوبة الهبوط	متوسط ثلاث سنوات قبل الهبوط	سنة قبل الهبوط	نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في سنة الهبوط	سنة بعد الهبوط	متوسط أربع سنوات بعد الهبوط
الدفعة التنشيطية المالية						
الدفعة التنشيطية القائمة على الإيرادات	٥	٤,٤	٢,٨	-٠,٧	٣,٦	٤,١
الدفعات التنشيطية القائمة على النفقات	٣١	٣,١	٢,٠	-٠,٤	٢,٩	٣,٠
الدفعات التنشيطية القائمة على كلا الإيرادات والنفقات	١٥	٣,٠	١,٦	٠,٦	٤,١	٣,٥
التشديد المالي						
الدفعة التنشيطية القائمة على الإيرادات	٣١	٢,٤	٢,٣	-٠,٢	٣,٣	٣,١
الدفعات التنشيطية القائمة على النفقات	١٧	٢,٨	٣,٢	١,٢	٥,٠	٤,٣
الدفعات التنشيطية القائمة على كلا الإيرادات والنفقات	٣٥	٢,٧	٣,٣	١,١	٤,٣	٤,٢

<sup>١</sup> الدفعة التنشيطية المالية معرفة في السنة الأولى من الهبوط الاقتصادي بأنها انخفاض نسبة الرصيد الأولي الهيكلي إلى إجمالي الناتج المحلي بمقدار يقل عن ٠,٢٥ نقطة مئوية.  
<sup>٢</sup> الأوضاع المبدئية للمتغيرات معرفة بأنها متوسط ثلاث سنوات قبل سنة الهبوط الاقتصادي.

الدفعات التنشيطية المالية من منظور قائم على المحاكاة

يتوصل القسم السابق إلى بعض الأدلة على وجود مضاعفات موجبة إلى حد ما، ولكن في ظل محاذير مهمة بشأن نوع الاقتصاد، وتكوين الدفعة التنشيطية المالية، ومستوى الدين. ومن الواضح أن هناك عددا كبيرا من العوامل المهمة المحتملة التي يتعين على صانعي السياسات أخذها في الحسبان عند التخطيط لأحد تدابير سياسة المالية العامة الاستثنائية. ويتمثل الهدف من هذا القسم في دراسة مدى اعتماد آثار الدفعة التنشيطية المالية، في مناخ محايد، على هيكل الاقتصاد المعني.

والنموذج المستخدم هنا هو «النموذج المالي والنقدي العالمي الموحد» (GIMF) في نسخته السنوية. وهو نموذج متعدد البلدان للتوازن العام الديناميكي العشوائي ويتضمن عددا من السمات المفيدة ذات الصلة بنماذج الدورة النقدية الاقتصادية الجارية (كالمستهلكين قصيري النظر والذين يعانون من نقص السيولة، ومزايا الإنتاجية الممكنة في الأجل الطويل من الاستثمار الحكومي) ومجموعة كبيرة من أدوات المالية العامة التي تؤثر في اختيارات الأسر والمؤسسات عبر الفترات الزمنية المتعددة (كالاتثمار الحكومي، وضرائب العمل، وضرائب الاستهلاك، والتحويلات إلى قطاع الأسر).<sup>٢٦</sup>

<sup>٢٦</sup> تتمثل التكتلات الفُطرية في كل من الولايات المتحدة ومنطقة اليورو وآسيا الصاعدة وبقية الاقتصادات. وللإطلاع على وصف أكثر تفصيلا لهذا النموذج راجع دراسة "Kumhof and Laxton (2008)".

ويقارن التمرين الأول النتائج فيما يتعلق بأهم المتغيرات الاقتصادية الكلية مستخدما مختلف أدوات سياسة المالية العامة ذات الصلة بحالة اقتصاد كبير، تمت معايرته ليمائل اقتصاد الولايات المتحدة. ويعرض الشكل البياني ٥-١٠ النتائج المستخلصة. وتتمثل الصدمة هنا في التوسع المالي المؤقت، وقد تمت معايرته ليحقق عجزا أوليا يزيد عن المستوى الأساسي بنسبة ١٪ في السنة الأولى و ٠,٥٪ في السنة الثانية. ويلي ذلك، تستخدم دالة استجابة المالية العامة التي تضمن عودة الدين إلى مستواه المبدئي عن طريق زيادة الضرائب الإجمالية. وتنشأ الدفعة المالية غير متوقعة على الإطلاق في السنة الأولى، على الرغم من الاستيعاب الفوري لمواصفاتها الزمنية، بما في ذلك الدفعة التنشيطية الإضافية في السنة الثانية والانعكاسات الأطول أجلا على الضرائب، بمجرد تحديدها. ويوضح كل صف في الشكل البياني ٥-١٠ استجابات كل من (من اليمين إلى اليسار) أسعار الفائدة الحقيقية (الانحراف عن المستوى الأساسي بالنقاط المئوية)، والتضخم وسعر الفائدة الاسمي (الانحراف عن المستوى الأساسي بالنقاط المئوية)، وإجمالي الناتج المحلي (الانحراف عن المستوى الأساسي بالنقاط المئوية). وإذا ما اتجهنا إلى الأسفل في الشكل البياني، توضح الصفوف اللاحقة أثر مختلف أدوات سياسة المالية العامة: الاستثمار الحكومي، وضرائب الاستهلاك، وضرائب دخل العمل، والتحويلات إلى قطاع الأسر. وفي كل لوحة من لوحات الشكل البياني، تظهر استجابتان: استجابة يفترض فيها أن أسعار الفائدة الاسمية تتفاعل مع انحرافات التضخم المتوقعة بعيدا عن المسار المحدد، واستجابة تظل فيها أسعار الفائدة الاسمية ثابتة في أول سنتين، وبالتالي تستوعب الدفعة المالية.

## الجدول ٥-٤: استجابات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لتغيرات سياسة المالية العامة الاستثنائية

استجابة إجمالي الناتج المحلي الحقيقي				التأثير في:
مقياس الدفعة المالية القائم على المرونة		مقياس الدفعة المالية القائم على الانحذارات		
السنة الثالثة	السنة صفر	السنة الثالثة	السنة صفر	
(بالنسبة إلى دفعة مالية موجبة قدرها نقطة مئوية من إجمالي المالي المحلي)				
٠,١٥	٠,١٦-	٠,٠٨	٠,٠٢-	التوصيف الأساسي للاختلافات القطرية
٠,١٢	٠,١٣	٠,١١	٠,٠٥١	الاقتصادات المتقدمة فقط
٠,٢١	٠,٠٣-	٠,١٠	٠,٠٩-	الاقتصادات الصاعدة فقط
التكوين				
٠,٢١	٠,١٢	٠,١٠	٠,١٤	التغيرات على صعيد السياسات القائمة على الإيرادات
٠,١٣	٠,٢١-	٠,٠٦	٠,٠٦-	التغيرات على صعيد السياسات القائمة على النفقات
التكوين: الاقتصادات المتقدمة فقط				
٠,٣٥	٠,٥٩	٠,٠١	٠,٤٠	التغيرات على صعيد السياسات القائمة على الإيرادات
٠,٠٩-	٠,٢٦-	٠,١٥	٠,٥٢	التغيرات على صعيد السياسات القائمة على النفقات
التكوين: الاقتصادات الصاعدة فقط				
٠,٢٣	٠,٢٣	٠,١٣	٠,١٧	التغيرات على صعيد السياسات القائمة على الإيرادات
٠,٢٠	٠,١٨-	٠,٠٨	٠,٢٣-	التغيرات على صعيد السياسات القائمة على النفقات
نوبات الهبوط				
٠,٢٩	٠,٠٠	٠,١٠	٠,٠٤	نوبات الهبوط
١,٣٠-	٠,٨٨-	٠,٨٧-	٠,٢٩-	الدفعة التنشيطية المالية فقط
١,٧٥-	٢,٠٥-	١,٠٥-	٠,٨٠-	الدفعة التنشيطية المالية فقط، الدين المبدئي المرتفع
٠,٩٦-	٠,٣٦-	٠,٦٥-	٠,١٣	الدفعة التنشيطية المالية فقط، الدين المبدئي المنخفض

• يقوم النظام النقدي بدور حيوي في دعم فعالية الدفعة التنشيطية المالية - حيث يزداد رسوخ آثاره وقدرته على مساندة التطورات، مع ازدياد مضاعفات الناتج إلى ضعف حجمها.<sup>٢٩</sup> وفي نفس الوقت يرتفع معدل التضخم. ويظهر الفرق في أقل مستوياته بالنسبة لضرائب العمل، لأن خفض ضرائب العمل من شأنه زيادة الحافز للعمل والاستهلاك، ونتيجة لذلك تقلل استجابة العرض من الأثر التضخمي. ويمكن الاستدلال كذلك على أن عدم مساندة السياسة النقدية للتطورات يقلل حجم المضاعفات عندما تصبح الأسعار أكثر مرونة.<sup>٣٠</sup> ويرجع ذلك لأن التضخم يزداد بقوة أكبر في أعقاب تنفيذ الدفعة المالية، مما يستدعي حدوث زيادة أكثر جرأة في أسعار الفائدة الأمر الذي يقلل من استجابة الناتج. ومع مساندة السياسة النقدية للتطورات، تصبح زيادة مرونة الأسعار ذات أثر معاكس، لأن ارتفاع معدلات التضخم يشير إلى حدوث انخفاض أكبر في أسعار الفائدة الحقيقية.

<sup>٢٩</sup> ويتوافق هذا الأمر مع وجهة النظر القائلة إن بوسع سياسة المالية العامة أن تكون أكثر فعالية عندما تكون السياسة النقدية في أقل درجات فعاليتها، كما هو الحال عندما تكون أسعار الفائدة الاسمية أقرب إلى الصفر أو عندما تضعف آلية تناغم السياسة النقدية.  
<sup>٣٠</sup> الشكل البياني ٥-٧ لا يعرض نماذج محاكاة لمختلف درجات مرونة الأسعار.

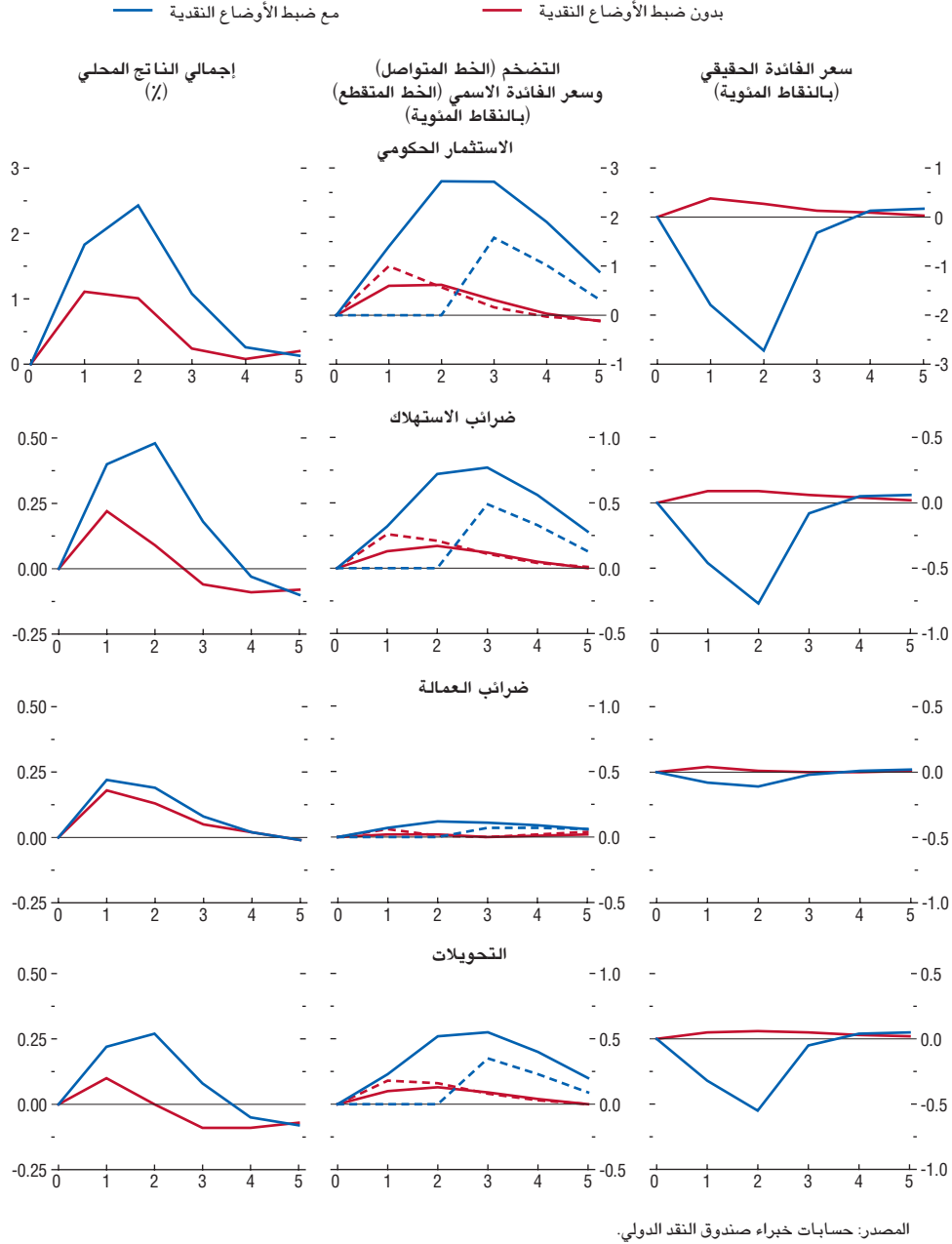
وفي كل من الحالتين، لا تظهر تغيرات طويلة الأجل في الناتج الممكن؛ وفي نهاية الأمر، يعود كلا المتغيرين إلى الصفر.<sup>٣١</sup> وبالتالي، تركز هذه التجربة على الفروق في أثر تدابير سياسة المالية العامة في الأجل القريب. وتوضح النتائج ما يلي:

• مع احتساب نفس مقدار الزيادة في العجز، نجد أن هناك فروقا كبيرة في حجم المضاعفات قصيرة الأجل على مستوى الأدوات المختلفة. ومع افتراض تنفيذ التدابير على الفور وفعاليتها، يكون الاستثمار الحكومي أكبر أثرا من بقية التدابير.<sup>٣٢</sup> ويرجع السبب في ذلك لما له من أثر مباشر على الطلب الكلي، حيث تعتمد آثار الضرائب والتحويلات على الميول الحدية للاستهلاك. وللإستثمار كذلك التأثير الأكبر على التضخم وأسعار الفائدة الحقيقية.

<sup>٣١</sup> ينطبق هذا الأمر كذلك على الاستثمار الحكومي، ولكن في هذه الحالة يكون الأثر الواقع على الناتج أطول أمدا، لأن رأسمال مشاريع البنية التحتية الحكومية له منافع كبيرة لا تقل قيمتها إلا قليلا مع مرور الوقت.  
<sup>٣٢</sup> ويتعارض هذا الأمر مع النتائج التجريبية، التي أظهرت أثارا أكثر إيجابية عن الدفعة القائمة على الإيرادات. وفي نماذج المحاكاة هذه، يتفهم العاملون في القطاع الخاص أن الدين سيظل عند مستوياته المبدئية. وفي الواقع العملي، فإن الدفوعات المالية القائمة على النفقات هي التي يرجح أكثر أن تتحول إلى تدابير دائمة وبالتالي تزيد من المخاوف المتعلقة بالقدرة على الاستمرار في تحمل الدين.

### الشكل البياني ٥-١٠: أثر التوسع المالي في الاقتصادات الكبيرة (الانحراف عن المستوى الأساسي: السنوات على المحور السيني: الصدمة تحدث في السنة صفر)

استجابات الدفعة التنبؤية لزيادة في العجز قدرها ١٪ في السنة ١ و ٠,٥٪ في السنة ٢.



- زيادة نسبة المستهلكين الذين يعانون من نقص السيولة، كما قد يكون متوقعا في معظم الاقتصادات الصاعدة، تسفر عن مضاعفات أكبر كثيرا.
- وفي نفس الوقت، قد تؤدي الدفعة المالية في الاقتصادات الصاعدة ذات المديونية المرتفعة إلى زيادة أسعار الفائدة الحقيقية نتيجة لطلب المتعاملين في الأسواق زيادة علاوات مخاطر أسعار الفائدة. وهو الأمر الذي يؤدي إلى خفض مضاعفات الناتج، لا سيما بالنسبة للتدابير القائمة على الإيرادات، وفقا لما يتضح في الشكل البياني ٥-١٢. فإذا كانت زيادة علاوات مخاطر أسعار الفائدة كبيرة بالقدر الكافي فإن المضاعفات تكون سالبة. وقد تكون هذه هي الآلية المحركة للنتائج السالبة في الدفعة المالية المشاهدة من خلال العمل التجريبي في الجدول ٥-٤.

وتشير هذه النتائج إلى أنه من المحتمل أن تتغير آثار الدفعة التنشيطية المالية تغيرا كبيرا، حسب كيفية تنفيذ الدفعة المالية ونوع الاقتصاد. وتدعم هذه النتائج الفكرة القائلة بأهمية درجة مسابرة السياسة النقدية للتطورات، الأمر الذي يحتمل قيامه بدور في ضالة تقديرات مضاعفات المالية العامة في السنوات الأخيرة. ولا يعني ذلك أن سياسة المالية العامة لا يمكنها أن تنجح في الاضطلاع بدورها؛ بل على العكس من المحتمل أن تكون هي الأكثر فعالية عندما تكون السياسة النقدية تقييدية وغير فعالة (راجع كذلك دراسة "Blinder, 2006"). وتوضح النتائج كذلك آلية على قدر من الأهمية يمكن أن تعمل من خلالها المخاوف المتعلقة بالقدرة على الاستمرار في تحمل الدين وتخفف مضاعفات المالية العامة لدرجة تعود معها سياسة المالية العامة الاستنسابية بضرر أكثر من نفعها.

## الاستنتاجات والاعتبارات على صعيد السياسات

يعالج هذا الفصل سؤالا بسيطا، وهو: ما هي آثار سياسة المالية العامة أثناء نوبات الهبوط؟ ويشير التحليل إلى أن الإجابة على السؤال معقدة وتعتمد إلى حد كبير على خصائص الاقتصاد.

تتسم سياسة المالية العامة الاستنسابية بجاذبية ملحوظة تتمثل في احتمال سرعة تأثير الحكومات على الطاقة الإنفاقية، بينما تتعرض آثار السياسة النقدية لفترات تأخر زمني طويلة وفي بعض الأحيان تكون غير مؤكدة. وفي الواقع العملي، يشير سجل السياسات في الاقتصادات المتقدمة إلى استخدام سياسة المالية العامة الاستنسابية على نحو فعال، وإن لم يكن تواتر استخدامها

- يترتب على تخفيضات ضريبة الاستهلاك والارتفاع المؤقت في التحويلات إلى الأسر أثر "tilting" واضح على الناتج (الناتج فوق المستوى الأساسي ثم أقل منه)، لأنهما يوفران الحافز لزيادة الاستهلاك والاستثمار<sup>٣١</sup>. ومن ناحية أخرى، تتولد استجابة موجبة من العرض على نحو أكثر اتساقا نتيجة التخفيضات في ضرائب العمل.

وإذا ما أصبحت تدابير السياسة المالية دائمة وتم تمويلها بزيادة الدين، فإن آثار العرض والدين في الأجل الطويل سوف تصبح أكثر أهمية. وبالنسبة لكل أدوات المالية العامة، نجد أن ارتفاع نسبة الدين غالبا ما يكون له أثر تزامي على الناتج من القطاع الخاص لأنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة<sup>٣٢</sup>. وعندما تحدث زيادة دائمة في التحويلات، على الرغم من مسابرة السياسة النقدية للتطورات في الأجل القصير، يرتفع سعر الفائدة على المدى البعيد، مما يترتب عليه انخفاض الناتج، أو بقاءه على حاله في أحسن الأحوال. ومن ناحية أخرى، نجد أن خفض معدلات الضرائب يقلل من تشوهات العرض، ومن ثم يولد زيادات دائمة في الناتج، ويزداد هذا الاتجاه مع خفض ضرائب العمل مقارنة بخفض ضرائب الاستهلاك. وقد يترتب على جعل معدلات الضرائب المنخفضة دائمة ارتفاع الأثر في الأجل القريب، حسب مدى التوازن بين الأثر الموجب على جانب العرض والآثار السالبة لسعر الفائدة. أما الآثار المترتبة على الاستثمارات الحكومية المرتفعة بصفة دائمة فهي تعتمد عما إذا كان بوسع الإنفاق توليد عائد أكثر ارتفاعا مقارنة بإتاحة الموارد للمستثمرين من القطاع الخاص.

ولكن كيف تختلف المضاعفات حسب خصائص الاقتصاد؟ وللإجابة على هذا السؤال يمكن استنتاج ما يلي من نماذج المحاكاة الإضافية:

- في كل دفعة تنشيطية من المالية العامة بغض النظر عن حجمها، تنخفض المضاعفات في الاقتصادات الأصغر حجما والأكثر انفتاحا، راجع الشكل البياني ٥-١١، رغم أن المضاعفات بالنسبة لضرائب العمل تنخفض بقدر أقل<sup>٣٣</sup>.

<sup>٣١</sup> هذا مثال على أن التغيير المؤقت في سياسة المالية العامة يتسم بالفعالية نتيجة التوقعات الاستشرافية، مما يبين أن الانتقاد الموجه إلى التدابير المؤقتة على صعيد السياسات على أساس فرضية "الدخل الدائم" ليس انتقادا صحيحا بصفة مستمرة.

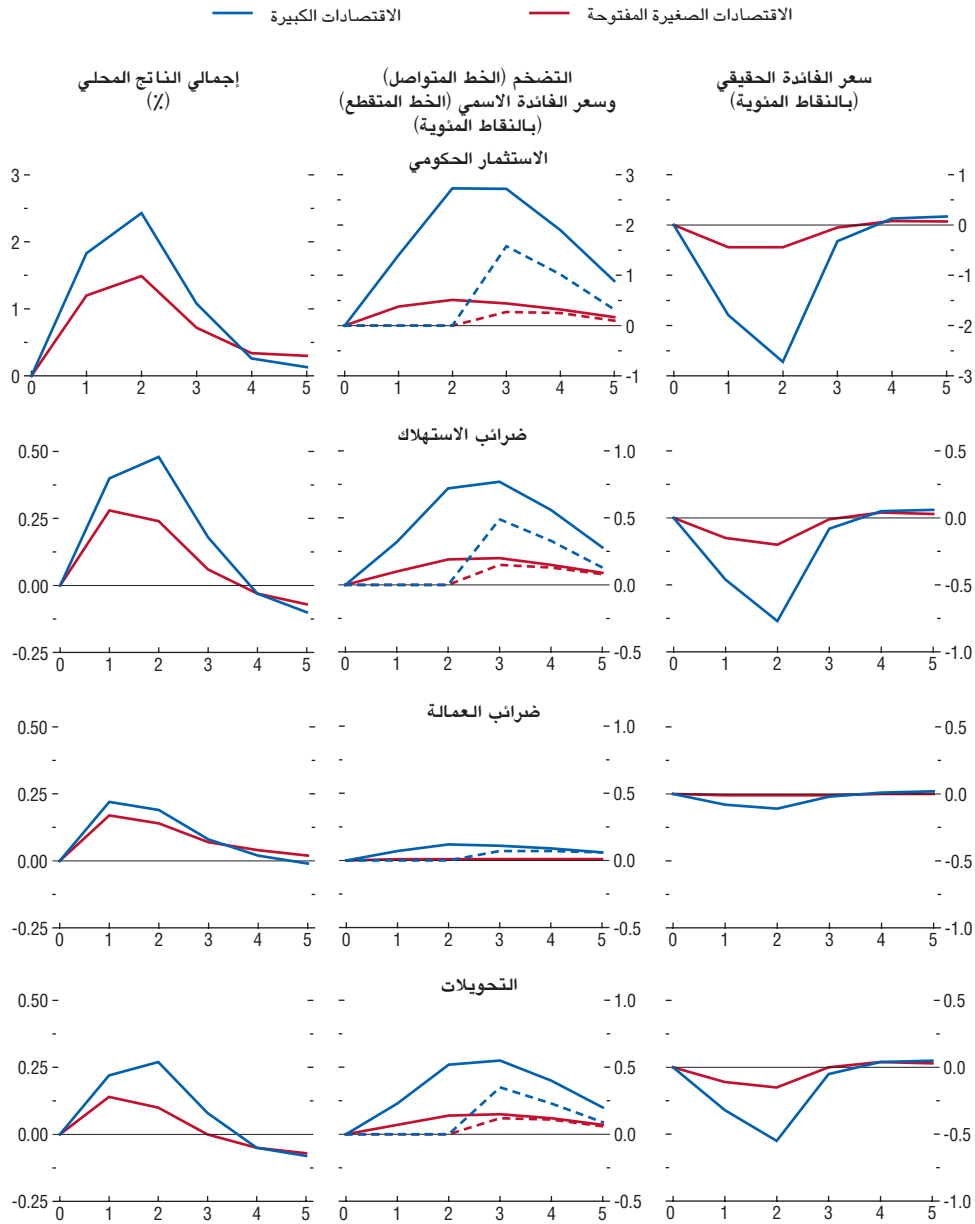
<sup>٣٢</sup> لا يزال هذا أمر مرجح حدوثه في البلدان الصغيرة - أي الصغيرة بما يكفي حتى تكون أسعار الفائدة خارجية المنشأ. وتعتمد درجة هذا الأثر على التغيرات في علاوات مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

<sup>٣٣</sup> تشير النتائج التجريبية في القسم السابق إلى العكس، أي أن المضاعفات ترتفع في الاقتصادات الأصغر والأكثر انفتاحا. وهو ما يشير إلى أن مقياس الانفتاح المستخدم في الانحدارات يرصد آثارا أخرى ليست مأخوذة في الحسبان في نماذج المحاكاة هذه.

### الشكل البياني ٥-١١: أثر التوسع المالي في الاقتصادات الكبيرة مقارنة بالاقتصادات الصغيرة المفتوحة مع ضبط الأوضاع النقدية

(الانحراف عن المستوى الأساسي: السنوات على المحور السيني: الصدمة تحدث في السنة صفراً)

استجابات الدفعة التنشيطية لزيادة في العجز قدرها ١٪ في السنة ١ و ٠.٥٪ في السنة ٢.

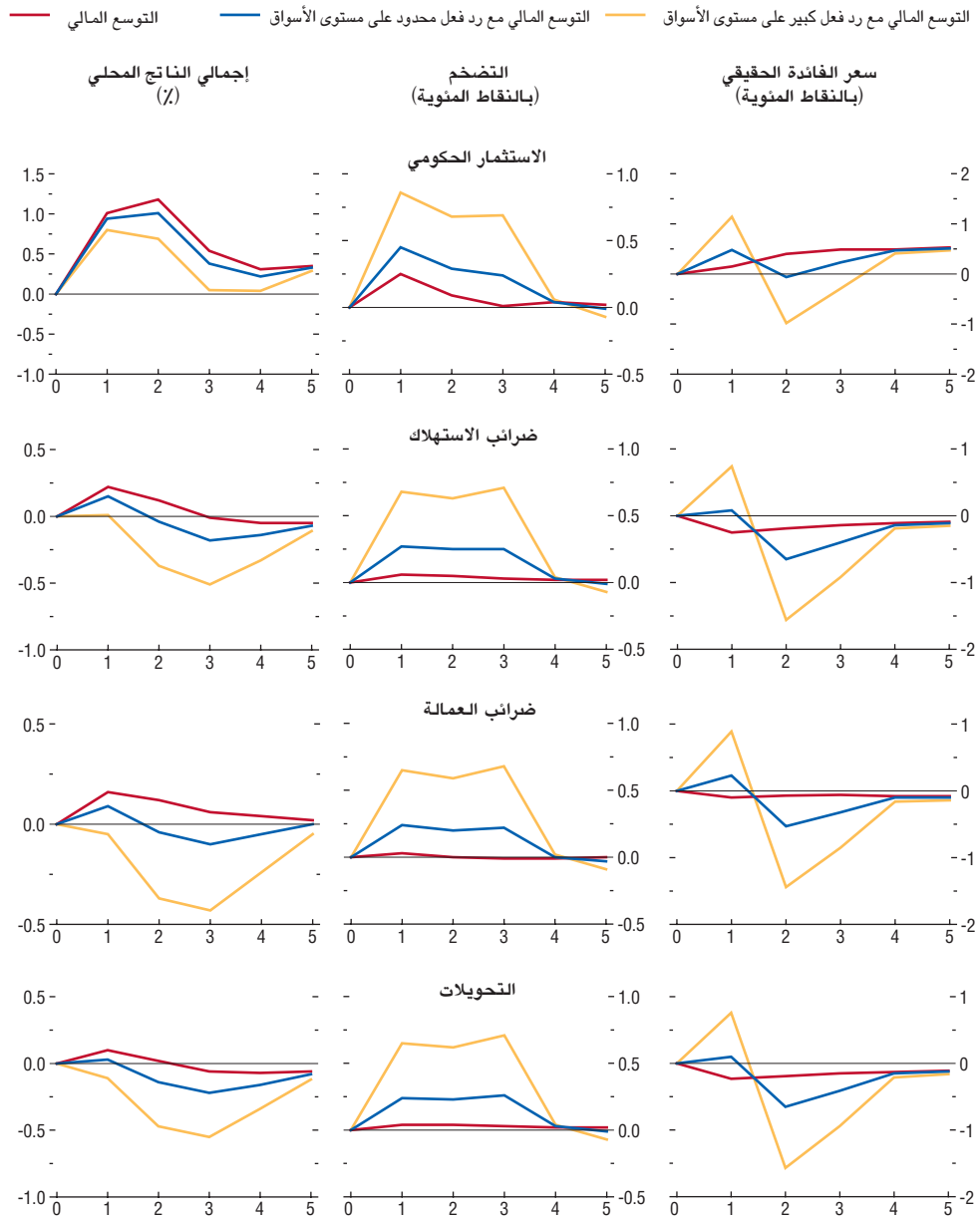


المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## الشكل البياني ٥-١٢: أثر التوسع المالي في الاقتصادات الصغيرة مع رد الفعل علاوات مخاطر السوق

(الانحراف عن المستوى الأساسي: السنوات على المحور السيني؛ الصدمة تحدث في السنة صفر)

استجابات الدفعة التنشيطية لزيادة في العجز قدرها ١٪ في السنة ١ و ٠,٥٪ في السنة ٢.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

بنفس مستوى أدوات الضبط التلقائي أو السياسة النقدية. غير أن التدابير الاستثنائية في المعتاد تنفذ في مرحلة لاحقة أكثر من أدوات الضبط التلقائي والتغيرات في موقف السياسة النقدية؛ وغالبا ما تكون استجابة لنوبات الهبوط أكثر منها لنوبات الانتعاش، وفي بعض الأحيان تكون أكثر من اللازم؛ وغالبا ما تتحول التدابير التنشيطية إلى تدابير دائمة، الأمر الذي لا يزال له انعكاسات سلبية على استمرارية أوضاع المالية العامة.

وبدراسة متوسط آثار سياسة المالية العامة الاستثنائية في عينة مركبة من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة لا نجد أدلة قوية على وجود آثار مضادة للاتجاهات الدورية على النشاط الاقتصادي. غير أن التحليل الأكثر دقة يشير إلى أن الآثار تكون مضادة للاتجاهات الدورية إلى حد ما في الاقتصادات المتقدمة. وفي المقابل، لا توجد سوى أدلة ضعيفة على وجود آثار مضادة للاتجاهات الدورية في الاقتصادات الصاعدة، وهي مجرد آثار مبدئية، مع وجود دلائل على أنها تتحول إلى الجانب السالب في السنوات اللاحقة. وتبدو التدابير التنشيطية القائمة على الإيرادات أكثر فعالية في تعزيز الناتج مقارنة بالتدابير القائمة على النفقات، لا سيما في الاقتصادات الصاعدة، مما قد يعكس المخاوف من صعوبة إلغاء هذه الزيادة في النفقات بعد تنفيذها.

وتتوافق هذه الاستنتاجات التجريبية عموما مع نماذج المحاكاة المستمدة من نموذج للتوازن العام متعدد الفترات. وتوضح نماذج المحاكاة كيفية تباين المضاعفات المالية من النظرية الكينزية (١ أو أكثر) إلى مضاعفات سالبة، حسب الأداة المستخدمة ونوع الاقتصاد. وبالتحديد، ينخفض المضاعف عندما لا يكون رد فعل السياسة النقدية مسائرا للدفع المالية وعندما تحدث زيادة كبيرة في علاوات المخاطر في أعقاب الدفعة التنشيطية المالية (كما هو الحال عند زيادة المخاوف حول القدرة على مواصلة تحمل الدين). وقد تكون زيادة الإنفاق الحكومي هي الأسلوب المباشر لزيادة الناتج، إذا ما أمكن تنفيذها بسرعة. وهي من جهة أخرى، الأسلوب الأكثر توليدا للضغوط التضخمية. أما التغيرات الضريبية التي تقدم مكافآت أكبر للعمل الجاد أو حوافز لزيادة الاستهلاك فقد تكون بنفس الفعالية تقريبا في دعم النشاط الاقتصادي، بقدر أقل من مخاطر التضخم.

وإذا ما أخذنا في الاعتبار أهمية سياسة المالية العامة كأداة مضادة للاتجاهات الدورية والأدلة التي تشير إلى أن الدفعة المالية الاستثنائية يمكن أن تتسبب في آثار

معاكسة، فإن السؤال الذي يطرح نفسه هو: هل ينبغي للحكومات الاعتماد أكثر على أدوات الضبط التلقائي؟ أو هل يمكن وضع آليات مالية بديلة مضادة للاتجاهات الدورية بحيث تستجيب على نحو متماثل وبسرعة أكبر للتغيرات التي تطرأ على حالة الاقتصاد؟<sup>٣٤</sup> وللإجابة على هذا السؤال، أمامنا احتمالين كبيرين، ولكل منهما مزاياه وعيوبه.

زيادة استجابة أدوات الضبط التلقائي: يمكن تعزيز أدوات الضبط التلقائي غير المتجاوبة، على سبيل المثال، عن طريق زيادة القدرة على تحسين النظام الضريبي. وسوف يكون بوسع مثل هذه الآليات العمل تلقائيا دون التسبب بالضرورة في زيادة حجم الحكومة. ويرتبط هذا الأمر بمنهج يرمي إلى تغيير ضريبة أو تحويلات أو برامج إنفاق معينة بغية استحداث روابط مع حالة الاقتصاد وذلك من خلال اتباع قواعد بسيطة، مثل قاعدة تيلور لتحديد أسعار الفائدة. ومن الممكن تحقيق هذا الأمر بتنفيذ برامج إنفاق متفق عليها سلفا أو زيادة إعانات تأمين البطالة بمجرد بلوغ معدلات البطالة مستوى حدي معين. ومن مزايا اتباع مثل هذا المنهج ما يتسم به من شفافية.

غير أن مثل هذه البرامج يمكن أن تسفر أيضا عن عواقب غير مقصودة يتعين ترجيحها إزاء منافع التثبيت الممكنة. فالنظام المعني بإحداث تغييرات مؤقتة في ضرائب الاستهلاك يمكن أن يؤدي إلى حالات هبوط ذاتية في الاستهلاك الجاري إذا ما كانت التخفيضات الضريبية متوقعة. وفي نفس الوقت فإن المقترحات التي تدعو إلى استخدام محفزات تلقائية استجابة للتطورات الدورية تشكل مشاكل وذلك لعدم وجود مقاييس موثوقة تماما في الوقت الحقيقي لحالة الاقتصاد. ومن الممكن أن تكون الاستجابات القائمة على نتائج الفترات السابقة - كالخصم الضريبي التلقائي - أكثر دقة وأقل تشويها ولكنها قد لا تكون موجهة بنفس المستوى مثل الاستجابات القائمة على الدخل الجاري. وقد يتعذر كذلك وضع برامج إنفاق طارئ مسبقا لتحديد حسب حالة الاقتصاد تكون موجهة لمستحقيها وتستخدم المال العام بكفاءة (دراسة

<sup>٣٤</sup> يرجع أصل هذه الفكرة على أقل تقدير إلى دراسة (Musgrave 1959, p. 512) التي صاغ مؤلفها عبارة "مرونة المعادلة" (formula flexibility) لوصف نظام يتم من خلاله التشريع المسبق لإجراء تغييرات في الضرائب و/أو النفقات، استجابة لتغيرات في الدخل. وفي الأونة الأخيرة، خرجت دراسة «Seidman (2003)» مشتملة على تأييد لعبارات مماثلة.

ومن الواضح أن إجراء دراسة متأنية للتكاليف والمخاطر المحتملة لمثل هذه النظم سيكون لازماً قبل تنفيذ أي من المناهج المشار إليها. وإلى جانب اختيار أدوات المالية العامة ومستوى التشعب الإداري في تغيير المعدلات الضريبية أو خطط الإنفاق فسوف يلزم التنسيق فيما بين النظام المعني وأهداف السياسة النقدية (دراسة "Taylor, 2000"). ومع ذلك، نظراً لقيود أدوات الضبط التلقائي حسب استخدامها في الوقت الراهن والمخاطر المصاحبة لسياسة المالية العامة الاستثنائية، فإن هذه الفكرة تستحق المزيد من الدراسة.

## الملحق ٥-١: البيانات والأساليب التجريبية

### الأدلة على استجابة سياسة المالية العامة

البيانات ربع السنوية حول فجوة الناتج ونمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي مستمدة من تقرير «الآفاق الاقتصادية» الصادر عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، ويتم تعديلها موسمياً. وتعرف نوبات الهبوط الاقتصادي بأنها أرباع السنة التي يكون النمو خلالها سالبا أو أقل من الممكن، وتكون فجوة الناتج أكبر من انحراف معياري واحد تحت الصفر. ويتم تقريب التغيرات في السياسة النقدية بالتغير ربع السنوي في سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل المستمد من قاعدة بيانات تقرير «الإحصاءات المالية الدولية» الصادر عن صندوق النقد الدولي. وجميع التغيرات هي على أساس التغير المقارن من ربع إلى آخر ولا تحول إلى الأساس السنوي. ويركز التحليل على التغيرات «الكبيرة» في متغيرات المالية العامة الاستثنائية، والمعرفة بأنها التغيرات التي تتجاوز ٠,٢٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في الربع الواحد. وبالمثل، تعرف التغيرات الاستثنائية في أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل بأنها التغيرات التي تتجاوز ٠,٢٥٪ في الربع الواحد.

ويتم تقدير الانحدار الذاتي للمتجهات (VAR) بالنسبة لكل بلد باستخدام بيانات ربع سنوية. وتتضمن الانحدارات الذاتية للمتجهات المتغيرات التالية، حسب ترتيبها: نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي الحقيقي ناقصاً نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي الممكن، والتضخم (على أساس مخفض إجمالي الناتج المحلي)، والتغيرات في سعر الفائدة الاسمي، والتغيرات في رصيد الموازنة الأولي

(Solow, 2005). وعلاوة على ذلك، فإن كل ما سبق قد يسفر عن تشوهات: فالبرامج الرامية إلى زيادة قابلية الضرائب على الارتفاع مع مرور الوقت والتي تربط سحاء تأميمات البطالة بحالة الاقتصاد سوف تعيق على الأرجح حوافز العمل، وقد يتعذر من الناحية السياسية الالتزام بها أثناء نوبات الانتعاش. وبالتالي، سوف يتعين أن تقتزن بتدابير تهدف إلى تحسين توجيه الدعم إلى مستحقيه أثناء نوبات الهبوط. غير أن تحسين توجيه الدعم إلى مستحقيه سوف يفرض على الأرجح تحديات إدارية يمكن أن يكون التصدي لها مكلفاً.

التغييرات في نظام حوكمة سياسة المالية العامة: إن اعتماد إصلاحات أوسع نطاقاً من شأنه تعزيز مصداقية تدابير السياسة الاستثنائية، لا سيما الحد من مخاطر التحيز للدين. وقد ينطوي ذلك على إنشاء جهاز حكومي محايد ومستقل، على غرار الأجهزة القائمة بالفعل في العديد من البلدان — أحد أشكال «الرقب على المالية العامة» — المكلفة بتحديد التغيرات في حالة الدورة الاقتصادية، وتقدير مدى توافق سياسة المالية العامة مع الأهداف متوسطة الأجل، وتقديم المشورة بشأن مختلف تدابير السياسات.<sup>٣٥</sup> وسوف يحد ذلك من تحيز الآراء في تقييم المعلومات الاقتصادية ويحول دون الاعتماد فقط على المقاييس الإحصائية لحالة الاقتصاد، والتي قد تكون غير دقيقة. وإضافة إلى ذلك، فإن هذا الترتيب من شأنه زيادة حداثه الدفعات المالية وتأكيدها طبيعتها المؤقتة. ومن الممكن أن يوكل لمثل هذه الأجهزة مهمة تقديم المشورة بشأن تحديد المعلمات الضريبية أو المتعلقة بالاستهلاك التي يتعين تعديلها، على غرار ما تقوم به هذه الأجهزة بالفعل في عدد من البلدان.<sup>٣٦</sup>

<sup>٣٥</sup> على سبيل المثال، يتمثل هدف «مجلس سياسة المالية العامة السويدي» (Swedish Fiscal Policy Council) في تقديم تقييم مستقل لسياسة المالية العامة التي تنتهجها الحكومة السويدية، بما في ذلك ما إذا كانت سياسة المالية العامة متوافقة مع حالة الاقتصاد في الدورة الاقتصادية.

<sup>٣٦</sup> اقترح البعض أن تقوم الحكومات بتفويض هذه الأجهزة المحايدة بعض المسؤوليات المالية العامة المحدودة، لاستخدامها حصرياً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي (راجع دراستي "Ball, 1997" و "Calmfors, 2003"). وفي ظل المقترحات الحالية، يمكن لمثل هذه الأجهزة تغيير بعض المعلمات الضريبية أو المتعلقة بالإنفاق، وذلك في حدود معينة تنص عليها السلطة التشريعية وعلى أساس تحقيق الاستقرار في نطاق ضيق بدعم من متطلبات صارمة للمساءلة. ومن جوانب ضعف هذه المقترحات أنها تشكل تحدياً أمام قيام الحكومة بدورها كما يتعذر معها وضع خط فاصل بين هذا الجهاز والحكومة من حيث تنفيذ سياسة المالية العامة المضادة للاتجاهات الدورية (راجع دراسة Debrun, Hauner, and Kumar, 2008) «للاطلاع على مسح تفصيلي».



الهيكلية، والتغيرات في رصيد الموازنة (الدوري) التلقائي. ويشير هذا الترتيب إلى أنه رغم إمكان استجابة متغيرات سياسة المالية العامة للنمو وصدّات التضخم خلال ربع واحد، فإن التأخر الزمني لانتقال آثار السياسة من متغيرات السياسة إلى النمو والتضخم هو ربع سنة على الأقل. ويتضمن الانحدار الذاتي للمتجهات فترتي تأخر زمني لكل متغير.

### غموض البيانات وخطر التحيز للدين

لأغراض اختبار الاستجابات غير المتجانسة، يشتمل حاليا كل انحدار ذاتي للمتجهات على المتغيرات التالية: النمو عندما يكون الاقتصاد في نوبة هبوط وصفرا بخلاف ذلك؛ والنمو عندما يكون الاقتصاد في نوبة انتعاش وصفرا بخلاف ذلك؛ والمتغيرات السابقة المتضمنة، أي التضخم، والتغيرات في أسعار الفائدة الاسمية، والتغيرات في أرصدة الموازنة. وعلى غرار ما سبق، تعرف نوبات الهبوط الاقتصادي بأنها أرباع السنة التي يكون النمو خلالها سالبا أو أقل من الممكن، وتكون فجوة الناتج أكبر من انحراف معياري واحد تحت الصفر. والنتائج ثابتة في مواجهة تغير ترتيب شطري النمو (نوبات الهبوط ونوبات الانتعاش) في الانحدار الذاتي للمتجهات، وفي مواجهة الترتيب البديل لمتغيرات السياسة النقدية وسياسة المالية العامة، وفي مواجهة إدخال اتجاه زمني عام في كل معادلة. ونظرا لأن الانحدار الذاتي للمتجهات محدد في الاختلافات الأولى، فإن أي اتجاه عام في أرصدة الموازنة على مدار فترة العينة سيؤثر في القيمة الثابتة في معادلة رصيد الموازنة.

ولأغراض اختبار موثوقية تقديرات إجمالي الناتج المحلي الأولية، فإن هذا التحليل يقوم بتحديث التقديرات التي خلصت إليها دراسة Faust, Rogers, and Wright (2003) التي استخدمت بيانات تنتهي في عام ١٩٩٧. وتعرف التعديلات بأنها الاختلاف بين البيانات كما وردت في أحدث إصدار للنشرة الشهرية للمؤشرات الاقتصادية «Monthly Economic Indicators» الصادرة عن منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، (عدد يونيو ٢٠٠٨) والبيانات كما نشرت لأول مرة في النشرة الشهرية ذاتها. وبالنسبة للولايات المتحدة والمملكة المتحدة وكندا، فإن البيانات الأولية متوفرة بدءا من ١٩٦٥: الربع الأول. وبالنسبة لليابان، بدءا من ١٩٧٠: الربع الأول؛ وبالنسبة لإيطاليا وألمانيا ١٩٧٩: الربع الأخير؛ وفرنسا من ١٩٨٧: الربع الأخير.

ولأغراض تقييم أثر الأخطاء في تقدير النمو، يشتمل كل انحدار ذاتي للمتجهات حاليا على أخطاء التقديرات الأولية بالإضافة إلى المتغيرات المتضمنة سابقا. ويأتي ترتيب أخطاء التقديرات في الانحدارات الذاتية للمتجهات بعد النمو والتضخم ولكنها تأتي قبل متغيرات السياسات. والنتائج ثابتة في مواجهة الترتيب البديل فيما بين الأخطاء ومتغيرات السياسات.

### ردود الفعل على صعيد السياسات في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة

يستخدم التحليل عينة من ٢١ اقتصادا متقدما و٢٠ اقتصادا صاعدا مستمدة بياناتها من قاعدة بيانات تقرير لآفاق الاقتصاد العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي، وتغطي الفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٧،<sup>٣٧</sup> وتتضمن العينة بيانات سنوية عن الإيرادات والنفقات الحكومية (صافية من مدفوعات الفائدة). وتستخدم البيانات الاقتصادية الكلية الأخرى (مثل بيانات الأرصدة الخارجية والتضخم) من تقرير «مؤشرات التنمية العالمية» الذي يصدر عن البنك الدولي، وقاعدة بيانات تقرير «آفاق الاقتصاد العالمي» الذي يصدر عن صندوق النقد الدولي وغيرهما من مصادر البيانات العامة. ويشتمل الجدول ٥-٥ قائمة بالاقتصادات ونوبات الهبوط الاقتصادي (وسنوات الدفعات المالية بالخط الثخين).

وإضافة إلى بيانات تقرير «آفاق الاقتصاد العالمي، أجريت دراسة باستخدام البيانات المستمدة من «دليل إحصاءات مالية الحكومة» الصادر عن صندوق النقد الدولي. ومن مزايا مجموعة البيانات هذه أنها توفر قدرا أكبر من التفصيل - حيث يمكن تقسيم الإيرادات إلى أفراد وشركات واستهلاك وتجارة. ويمكن تقسيم الضرائب والنفقات إلى قطاع الأسر والمؤسسات غير المالية وتحويلات الشركات (الدعم) وفوائد وأجور العاملين بالحكومة ونفقات أخرى إلى جانب الإنفاق الرأسمالي. وبإمكان البيانات الأكثر تفصيلا أن تسمح بزيادة القدرة على التمييز بين المرونات الدخلية للضرائب والإنفاق، وبالتالي تفسح المجال لزيادة الدقة في قياس التعديلات التلقائية مقابل التعديلات لاستبعاد العوامل الدورية في بيانات الإيرادات والنفقات. وعقدت مقارنات مكثفة بين البيانات المستمدة من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي ودليل إحصاءات مالية الحكومة لنفس المجموعة المختارة من

<sup>٣٧</sup> نتيجة لقصور البيانات، استبعدت الهند من العينة المستخدمة في الانحدارات.

الجدول ٥-٥: قائمة بالبلدان ونوبات الهبوط الاقتصادي

البلد	سنوات الهبوط الاقتصادي
الأرجنتين	١٩٧٥، ١٩٧٦، ١٩٧٨، ١٩٨١، ١٩٨٢، ١٩٨٥، ١٩٨٨، ١٩٨٩، ١٩٩٠، ١٩٩٥، ١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠١، ٢٠٠٢
أستراليا	١٩٧٢، ١٩٧٨، ١٩٨٢، ١٩٨٣، ١٩٩١، ١٩٩٢
النمسا	١٩٧٥، ١٩٧٨، ١٩٨١، ١٩٨٨، ١٩٩٧
بلجيكا	١٩٧٥، ١٩٧٧، ١٩٨٧، ١٩٩٣، ٢٠٠٣
البرازيل	١٩٧٠، ١٩٨١، ١٩٨٣، ١٩٩٠، ١٩٩٢
كندا	١٩٧٥، ١٩٨٢، ١٩٩١، ١٩٩٢
شيلي	١٩٧٢، ١٩٧٣، ١٩٧٥، ١٩٨٢، ١٩٨٣، ١٩٩٩
الصين	١٩٧٦، ١٩٩٠، ١٩٩١
كولومبيا	١٩٧٦، ١٩٧٧، ١٩٨٣، ١٩٨٥، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٩
الجمهورية التشيكية	١٩٩٠، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٧، ١٩٩٨
الدانمرك	١٩٧٤، ١٩٧٥، ١٩٨٠، ١٩٨١، ١٩٨٣، ١٩٨٨، ١٩٩٣، ٢٠٠٣
مصر	١٩٧٣، ١٩٧٤، ١٩٨١
فنلندا	١٩٧٧، ١٩٧٨، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٣
فرنسا	١٩٧٥، ١٩٨٦، ١٩٨٧، ١٩٩٣، ١٩٩٧
ألمانيا	١٩٧٥، ١٩٨٢، ١٩٨٩، ١٩٩٠، ١٩٩٣، ٢٠٠٣
اليونان	١٩٧٤، ١٩٨١، ١٩٨٢، ١٩٨٣، ١٩٨٧، ١٩٩٣
هنغاريا	١٩٨٥، ١٩٨٨، ١٩٩٠، ١٩٩١
آيسلندا	١٩٧٥، ١٩٧٦، ١٩٨٣، ١٩٨٥، ١٩٨٨، ١٩٩١، ١٩٩٢، ٢٠٠٣
الهند	١٩٧٢، ١٩٧٤، ١٩٧٩، ١٩٨٠، ١٩٨٧، ٢٠٠٢
إندونيسيا	١٩٩٨
أيرلندا	١٩٧٥، ١٩٧٦، ١٩٨٣، ١٩٩٣، ١٩٩٤
إيطاليا	١٩٧٢، ١٩٧٥، ١٩٨٠، ١٩٨٣، ١٩٩٣، ٢٠٠٣
اليابان	١٩٧٤، ١٩٧٥، ١٩٨٧، ١٩٩٤، ١٩٩٩
ماليزيا	١٩٧١، ١٩٧٥، ١٩٨٥، ١٩٨٦، ١٩٨٧، ١٩٩٨
المكسيك	١٩٧٧، ١٩٨٢، ١٩٨٣، ١٩٨٦، ١٩٨٨، ١٩٩٥، ٢٠٠١
هولندا	١٩٧٥، ١٩٨٠، ١٩٨١، ١٩٨٢، ١٩٩٣، ٢٠٠٣، ٢٠٠٥
نيوزيلندا	١٩٧٢، ١٩٧٦، ١٩٧٧، ١٩٧٩، ١٩٨٣، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٨
باكستان	١٩٧٠، ١٩٧٢، ٢٠٠٢، ٢٠٠٣
بولندا	١٩٨٠، ١٩٨١، ١٩٨٢، ١٩٨٤، ١٩٩٠، ١٩٩١
البرتغال	١٩٧٥، ١٩٨٤، ١٩٨٥، ١٩٨٦، ١٩٩٣، ٢٠٠٣
رومانيا	١٩٧٥، ١٩٨٥، ١٩٨٨، ١٩٨٩، ١٩٩٠، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٧، ١٩٩٨، ١٩٩٩
الجمهورية السلوفاكية	١٩٩٠، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٣
سلوفينيا	١٩٧٦، ١٩٨٣، ١٩٨٧، ١٩٨٨، ١٩٩٠، ١٩٩١، ١٩٩٢
جنوب إفريقيا	١٩٧٧، ١٩٧٨، ١٩٨٢، ١٩٨٣، ١٩٨٥، ١٩٨٦، ١٩٩٠، ١٩٩١، ١٩٩٢
إسبانيا	١٩٧١، ١٩٨١، ١٩٨٥، ١٩٨٦، ١٩٩٣
السويد	١٩٧٧، ١٩٨١، ١٩٨٣، ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٣، ٢٠٠٣
سويسرا	١٩٧٥، ١٩٧٦، ١٩٧٨، ١٩٨٢، ١٩٨٣، ١٩٩١، ١٩٩٣، ٢٠٠٣
تركيا	١٩٧٢، ١٩٧٩، ١٩٨٠، ١٩٨٩، ١٩٩٤، ١٩٩٩، ٢٠٠١
أوكرانيا	١٩٨٧، ١٩٩٠، ١٩٩٢، ١٩٩٣، ١٩٩٤، ١٩٩٦، ١٩٩٧، ١٩٩٨، ١٩٩٩
المملكة المتحدة	١٩٧١، ١٩٧٤، ١٩٧٥، ١٩٨٠، ١٩٨١، ١٩٩١، ١٩٩٢
الولايات المتحدة	١٩٧٠، ١٩٧٤، ١٩٧٥، ١٩٨٠، ١٩٨٢، ١٩٩١

<sup>١</sup> السنوات بالخط التخين توافق استخدام دفعة تنشيطية مالية في نوبة هبوط، حيث تعرف الدفعة التنشيطية المالية بأنها انخفاض نسبة الرصيد الأولي الهيكلي إلى إجمالي الناتج المحلي بمقدار يقل عن ٠.٢٥ نقطة مئوية.

البلدان. إلا أن هناك مشكلتان برزا في هذا السياق. وتمثلت المشكلة الأولى في أنه كان يتعين ربط أوقات نشوء بيانات دليل إحصاءات مالية الحكومة في سلاسل متصلة حتى يمكن إعداد سلسلة زمنية طويلة بالقدر الكافي، الأمر الذي أدى إلى بعض المواقف التي شهدت خروج العناصر المبينة أعلاه من مكانها عن نقاط الربط بين السلاسل، نتيجة على ما يبدو لعمليات إعادة التصنيف. وقد أدى هذا الأمر إلى خلق قياسات وهمية للدفعات التنشيطية المستمدة من المالية العامة، مما أضعاف الميزة النظرية المتمثلة في استخدام هذه البيانات. أما المشكلة الثانية فتمثلت في توفير سلاسل زمنية طويلة من بيانات دليل إحصاءات مالية الحكومة للحكومة المركزية فقط. وهو ما يمكن أن يعطي صورة خادعة للتغيرات في سياسة المالية العامة. فعلى سبيل المثال، جاءت تقديرات الدفعات التنشيطية من المالية العامة على مستوى الحكومة المركزية مضادة للاتجاهات الدورية (في الدورة الاقتصادية للناتج) بالنسبة لكل الاقتصادات في العينة. ويستوجب هذا الاستنتاج المزيد من الدراسة، ولكنه خارج نطاق هذه الدراسة.

مقاييس الدفعة التنشيطية المالية

مقياس الدفعة المالية القائم على المرونة والذي تم استخدامه في الحقائق المبسطة لأغراض الدراسة وفي تحليل الأحداث وإجراء الانحدار هو الرصيد الأولي الهيكلي المحسوب على النحو التالي:

$$capb_t = r_t - e_t^P \frac{Y_t^{real}}{Y_t^{tr-real}}$$

حيث  $r_t$  هي نسبة الإيرادات إلى إجمالي الناتج المحلي في الفترة  $t$ ، و  $e_t^P$  هي نسبة الإنفاق الأولي إلى إجمالي الناتج المحلي في الفترة  $t$ ، و  $Y_t^{real}/Y_t^{tr-real}$  هي الناتج الحقيقي مقسوماً على الناتج (الاتجاهي) الممكن في الفترة  $t$ . وهذه التقديرات للرصيد الهيكلي تعتمد على تقديرات فجوة الناتج المستخلصة باستخدام مرشح للسلاسل الزمنية، الذي ربما لا يؤدي وظيفته على النحو الأمثل عندما تكون صدمات العرض متكررة وكبيرة، كما هو الحال بالنسبة للعديد من الاقتصادات الصاعدة. وبتطبيق نفس المرونات في مختلف الاقتصادات (كما يفترض بالنسبة للاقتصادات الصاعدة)، حيث تكون مرونة الضرائب إزاء الناتج منخفضة في واحد منها وتكون مرتفعة في الآخر فإن ذلك قد يؤدي إلى نتائج تشير إلى أن الاقتصاد الأول يستخدم سياسة المالية العامة الاستثنائية أكثر من الآخر، بينما يرجع ذلك في واقع الأمر لوجود أدوات ضبط تلقائي أكثر قوة.

ومن ثم يمكن حساب مقياس الرصيد الأولي الذي كان ليسود في الفترة  $t$  فيما إذا كان معدل النمو مساوياً لمعدل النمو في الفترة  $t-1$ ,  $B(P_t, E_{t-1})$ , وذلك على النحو التالي:  $R_t(growth_{t-1}) - E_t(growth_{t-1})$  وعندئذ فإن الرصيد الأولي الفعلي في الفترة السابقة،  $B(P_{t-1}, E_{t-1})$ ، يصبح ببساطة  $R_{t-1} - G_{t-1}$ . وتتمثل الخطوة النهائية في إنشاء مقياس الدفعات التنشيطية من المالية العامة في حساب الفرق بين المقياس المعدل حسب النمو للرصيد الأولي في الفترة  $t$  والرصيد الأولي في الفترة السابقة:

$$\begin{aligned} Fiscal\ impulse_t &= [R_t(growth_{t-1}) - G_t(growth_{t-1})] \\ &\quad - [R_{t-1} - G_{t-1}] \\ &= (\hat{\gamma}_R - \hat{\gamma}_E) + (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1}) \\ &\quad - (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1}). \end{aligned}$$

يلاحظ أنه على الرغم من أنه قد يتوقع عدم ارتباط  $\hat{u}_t$  و  $\hat{e}_t$  بعلاقة تبادلية مع  $\hat{u}_{t-1}$ ،  $\gamma_p$ ، و  $\hat{e}_{t-1}$  ترتبطان بعلاقة تبادلية مع  $\gamma_i$ .

### تحليل الانحدارات

أجري انحدار السلاسل الزمنية المقطعية الديناميكي باستخدام «مقدر أرلانو - بوند» (Arellano-Bond estimator)<sup>٣٨</sup>.

وبالنسبة للمضاعفات المبينة في الجدول ٥-٤ فهي مستمدة من نتائج الانحدارات المبينة في الجدول ٥-٦ (باستخدام مقياس الدفعات التنشيطية من المالية العامة القائم على المرونة) وفي الجدول ٥-٧ (باستخدام مقياس الدفعات التنشيطية من المالية العامة القائم على الانحدارات). ويلاحظ أن التغيير السالب في المقياس «القائم على الانحدارات»، نظراً لأنه يقوم على أساس الرصيد الأولي، يشير إلى وجود دفعة تنشيطية من المالية العامة، وبالتالي يشير المعامل السالب إلى أثر الدفعة المالية الإيجابي على نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي. أما المعامل الموجب في مقياس الدفعات المالية القائم على النفقات فقط أو المعامل السالب في مقياس الدفعات المالية القائم على الإيرادات فقط فهو مؤشر على الآثار الإيجابية على النمو.

<sup>٣٨</sup> أجريت التجارب كذلك بانحدارات أحادية المعادلات لفرادى الاقتصادات. وفي معظم الحالات، جاءت النتائج غير ذات دلالة إحصائية، مما يشير إلى عدم وجود تباين كاف في عينات الفترات القصيرة للتمييز على النحو الكافي بين آثار الدفعات التنشيطية من المالية العامة على نمو الناتج.

أما مقياس الدفعات التنشيطية من المالية العامة القائم على أساس الانحدارات والمستخدم للانحدارات فيتم إنشاؤه بوصفه الفرق بين العجز الأولي الافتراضي في الفترة الزمنية  $t$  بفرض عدم حدوث تغيرات في البيئة الاقتصادية والعجز الأولي الفعلي في الفترة  $t-1$ . وكخطوة أولى، يلاحظ أن الرصيد الأولي الفعلي في الفترة  $t$  يمكن التعبير عنه باستخدام دالة السياسات الاستثنائية  $P_t$ ، والبيئة الاقتصادية السائدة في تلك الفترة بالدالة  $E_t$ ، حيث:

$$B_t = B(P_t, E_t).$$

وبالتالي يمكن تفصيل التغيير في الرصيد الأولي بالنسبة للسنة السابقة على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \Delta B_t &= B(P_t, E_t) - B(P_{t-1}, E_{t-1}) \\ &= [B(P_t, E_t) - B(P_t, E_{t-1})] + [B(P_t, E_{t-1}) \\ &\quad - B(P_{t-1}, E_{t-1})] \\ &= \Delta B_t^E + \Delta B_t^P. \end{aligned}$$

ويرصد المصطلح  $B(P_t, E_{t-1})$  حال الرصيد الأولي في ظل سياسات الفترة  $t$ ، مع فرض بقاء البيئة الاقتصادية على حالها في الفترة  $t-1$ . وبعد ذلك يمكن تقسيم التغيير في الرصيد إلى عنصرين: العنصر الأول،  $\Delta B_t^E$ ، يمثل آثار تغيرات المالية العامة في البيئة الاقتصادية من  $E_{t-1}$  إلى  $E_t$ . والعنصر الثاني،  $\Delta B_t^P$ ، يرصد التغيير في الرصيد نتيجة للتغيرات في السياسة الاستثنائية.

وفي الواقع العملي، فإن الخطوة المبدئية لحساب مقياس الدفعات التنشيطية من المالية العامة والقائم على أساس الانحدارات تتمثل في تقدير المعادلة التالية، بفرض أن نمو إجمالي الناتج الحقيقي هو متغير بديل سليم للبيئة الاقتصادية:

$$R_t = \alpha_R + \beta_R \cdot growth_t + \gamma_R \cdot trend_t + u_t$$

$$G_t = \alpha_E + \beta_E \cdot growth_t + \gamma_E \cdot trend_t + e_t$$

حيث  $R$  هي إيرادات الحكومة العامة % من إجمالي الناتج المحلي، و  $G$  هي النفقات الأولية للحكومة العامة % من إجمالي الناتج المحلي، و  $growth$  هي نمو إجمالي الناتج المحلي، و  $trend$  هي الاتجاه الزمني العام، و  $u$  و  $e$  هما قيمتان متبقيتان. ويتم حساب الإيرادات المعدلة حسب النمو، والتي تبين حال الإيرادات في ظل الفترة  $t$  إذا ما بقي معدل النمو بدون تغيير من الفترة السابقة، على النحو التالي:  $R_t(growth_{t-1}) = \hat{\alpha}_R + \hat{\beta}_R \cdot growth_{t-1} + \hat{\gamma}_R \cdot trend_t + \hat{u}_t$ . ويتم حساب النفقات بنفس الطريقة على النحو التالي:

الجدول ٥-٦: سياسة المالية العامة الاستنسابية والنمو: نتائج الانحدارات بمقدّر أرلانو - بوند لانحدار السلاسل الزمنية المقطعية الديناميكي باستخدام مقياس الدفعة المالية القائم على المرونة<sup>١</sup>

متغيرات الجانب الأيمن	التوصيف الأساسي	الاختلافات القطرية: الاقتصادات المتقدمة	الاختلافات القطرية: الاقتصادات الصاعدة	نوبات الهبوط	العناصر	العناصر: الاقتصادات المتقدمة	العناصر: الاقتصادات الصاعدة
نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي	٠,٣٦	٠,٥٣	٠,٣٣	٠,٤٢	٠,٣٧	٠,٥٣	٠,٣١
التأخر الزمني ١	(٤,١٨)	(٨,١١)	(٣,١١)	(٧,٢١)	(٤,٠٨)	(٨,٥٢)	(٢,٨٧)
التأخر الزمني ٢	٠,٠١-	٠,٠٤-	٠,٠٦	٠,١١	٠,٠٢	٠,٠٤-	٠,٠٨
	(٠,١٥-)	(٠,٨٥-)	(١,١١)	(٢,٨٣)	(٠,٤٩)	(٠,٦٧-)	(١,٤٧)
التغيرات في الرصيد الأولي الهيكلي	٠,١٥-	٠,١٢-	٠,٢١-	...	...	...	...
	(١,٩٣-)	(١,٨٩-)	(٢,٥١-)	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	٠,١٤	٠,٠١	٠,١٣	...	...	...	...
	(٣,٠٣)	(٠,٢٨)	(٢,٠١)	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	٠,١٣	٠,٠٥	٠,١٢	...	...	...	...
	(٣,٧٨)	(٠,٩٠)	(٣,٤٤)	...	...	...	...
التغيرات في النفقات الأولية الهيكلية	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التغيرات في الإيرادات	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري محايد X دفعة مالية موجبة X الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري محايد X دفعة مالية سالبة X الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري لهبوط X دفعة مالية موجبة X متغير صوري لدين مرتفع X الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري لهبوط X دفعة مالية منخفضة X الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري لهبوط X دفعة مالية سالبة X متغير صوري لدين مرتفع X الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
	...	...	...	...	...	...	...

الجدول ٥-٦ (تتمة)

العناصر: الاقتصادات الصاعدة	العناصر: الاقتصادات المتقدمة	العناصر	نوبات الهبوط	الاختلافات: القطرية: الاقتصادات الصاعدة	الاختلافات: القطرية: الاقتصادات المتقدمة	التوصيف الأساسي	متغيرات الجانب الأيمن
...	...	...	٠,٥٢-	...	...	...	متغير صوري لهبوط X دفعة مالية
...	...	...	(٣,٧٥-)	...	...	...	سالية X متغير صوري لدين مرتفع X الرصيد الأولي الهيكلي
...	...	...	٠,٥٠	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٢,٣٩)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٢١	...	...	...	متغير صوري لهبوط عميق X دفعة مالية
...	...	...	(١,٦٥)	...	...	...	موجبة X الرصيد الأولي الهيكلي
...	...	...	٠,٠٠	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٠,٠٠)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٨٠-	...	...	...	متغير صوري لهبوط عميق X دفعة مالية
...	...	...	(٤,٧٦-)	...	...	...	موجبة X الرصيد الأولي الهيكلي
...	...	...	٠,٨٤	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٤,٠٠)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٢٨	...	...	...	متغير صوري لهبوط عميق X دفعة مالية
...	...	...	(١,٥٣)	...	...	...	سالية X الرصيد الأولي الهيكلي
...	...	...	٠,٠٠	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٠,٠٠)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٥٧	...	...	...	متغير صوري لانعاش X دفعة مالية
...	...	...	(٣,٦٣)	...	...	...	موجبة X الرصيد الأولي الهيكلي
...	...	...	٠,٨٠-	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٤,٧٦-)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٨٤	...	...	...	متغير صوري لانعاش X دفعة مالية
...	...	...	(٤,٠٠)	...	...	...	سالية X الرصيد الأولي الهيكلي
...	...	...	٠,٢٨	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(١,٥٣)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٥٧	...	...	...	متغير صوري لانعاش X دفعة مالية
...	...	...	(٣,٦٣)	...	...	...	سالية X الرصيد الأولي الهيكلي
...	...	...	٠,٨٦-	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٣,٩٥-)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٥٧-	...	...	...	نمو النقود الحقيقي
...	...	...	(٣,١٠-)	...	...	...	التأخر الزمني ١
٠,٠٧	٠,٠٢	٠,٠٥	٠,٠٥	٠,٠٧	٠,٠٢	٠,٠٤	التأخر الزمني ٢
(٢,١٦)	(١,١٣)	(١,٩٦)	(١,٩٤)	(٢,١٦)	(٠,٩٥)	(١,٦٧)	حجم الحكومة
٠,٠٣	٠,٠١	٠,٠٢	٠,٠١-	٠,٠٣	٠,٠١	٠,٠٢	نمو الشركاء التجاريين المرجح بالتجارة
(١,١٧)	(١,٣٥)	(٠,٩٠)	(٠,٤٦-)	(١,٠٢)	(٠,٤٦)	(٠,٩١)	متغير صوري للاتحاد النقدي الأوروبي
٠,٠٢-	٠,٠٠	٠,٠٢-	٠,٠٢-	٠,٠٢-	٠,٠٠	٠,٠٢-	عدد المشاهدات
(١,١٨-)	(٠,٢٣-)	(١,١٧-)	(١,٠٢-)	(١,٠٥-)	(٠,٢٢)	(١,٣٠-)	عدد البلدان
٠,٠٤-	٠,٠٢-	٠,٠٣-	٠,٠٢-	٠,٠٤-	٠,٠١-	٠,٠٣-	قيمة الاحتمال لاختبار سارغان للمغالاة في تحديد القيود
(١,٤٥-)	(١,٥٥-)	(١,٨٨-)	(٢,١٦-)	(١,٥٦-)	(٠,٩٩-)	(١,٩٧-)	قيمة الاحتمال لاختبار هانسن للمغالاة في تحديد القيود
٠,٤٤	٠,٠١-	٠,٣٣	٠,١٧	٠,٤٢	٠,١٠	٠,٣٥	قيمة الاحتمال لاختبار عدم وجود ترتيب ثان لترباط عناصر السلسلة الزمنية
(١,٧٧)	(٠,٠٦-)	(١,٩٦)	(١,٣٧)	(١,٨١)	(٠,٧١)	(٢,٠٦)	
...	٠,١٢-	٠,٧٨-	٠,٦٧-	...	٠,١٣-	٠,٨٠-	
...	(٠,٤٧-)	(٢,٥٨-)	(٢,٥٠-)	...	(٠,٥٠-)	(٢,٣٥-)	
٣٠٩	٤٨٧	٧٩٦	٦٥٠	٣٠٩	٤٨٧	٧٩٦	
١٩	٢١	٤٠	٤٠	١٩	٢١	٤٠	
٠,٠٠٢	٠,٠١١	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٣	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	
١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	
٠,٨٤٥	٠,٢٤٢	٠,٦٠٦	٠,٠١٠	٠,٨٦٨	٠,٢٧٠	٠,٨١١	

<sup>١</sup> المتغير الثابت هو نمو إجمالي الناتج المحلي. اشتملت كل الاحتمالات كذلك على مجموعة من المتغيرات الصورية الزمنية.

الملحق ٥-١: البيانات والأساليب التجريبية

الجدول ٥-٧: سياسة المالية العامة الاستنساخية والنمو: نتائج الانحدارات بمقدّر أرلانو - بوند لانحدار السلاسل الزمنية المقطعية الديناميكي باستخدام مقياس الدفعة المالية القائم على الانحدارات<sup>١</sup>

متغيرات الجانب الأيمن	التوصيف الأساسي	الاختلافات القطرية: الاقتصادات المتقدمة	الاختلافات القطرية: الاقتصادات الصاعدة	نويات الهبوط	العناصر	العناصر: الاقتصادات المتقدمة	العناصر: الاقتصادات الصاعدة
نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي	٠,٣٧	٠,٥٤	٠,٣٠	٠,٤٣	٠,٣٨	٠,٥٦	٠,٢٩
التأخر الزمني ١	(٣,٨٦)	(٨,٠٩)	(٢,٦٧)	(٧,١٠)	(٣,٧٣)	(٧,٥٨)	(٢,٥١)
التأخر الزمني ٢	٠,٠٣-	٠,٠١-	٠,٠٤	٠,١٢	٠,٠٣-	٠,٠١-	٠,٠٥
	(٠,٧١-)	(٠,١٨-)	(٠,٨٣)	(٣,٠٤)	(٠,٦٨-)	(٠,٢٥-)	(٠,٨٦)
التغيرات في الرصيد الأولي الهيكلي	٠,٠٨-	٠,١١-	٠,١٠-	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	(١,١٨-)	(١,٨١-)	(١,٥٠-)	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	٠,٠٤	٠,١٤-	٠,٠٨	...	...	...	...
	(٠,٧٩)	(٣,١٨-)	(١,٣٥)	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	٠,٠٦	٠,٠٢-	٠,١٠	...	...	...	...
	(١,٨٩)	(٠,٣٣-)	(٢,٠٠)	...	...	...	...
التغيرات في النفقات الأولية الهيكلية	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
التغيرات في الإيرادات	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري محايد x دفعة مالية موجبة x الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري محايد x دفعة مالية سالبة x الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري لهبوط x دفعة مالية موجبة x متغير صوري لدين مرتفع x الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...
متغير صوري لهبوط x دفعة مالية موجبة x متغير صوري لدين منخفض x الرصيد الأولي الهيكلي	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ١	...	...	...	...	...	...	...
التأخر الزمني ٢	...	...	...	...	...	...	...

الجدول ٥-٧ (تتمة)

العناصر: الاقتصادات الصاعدة	العناصر: الاقتصادات المتقدمة	العناصر	نويات الهبوط	الاختلافات القطرية: الاقتصادات الصاعدة	الاختلافات القطرية: الاقتصادات المتقدمة	التوصيف الأساسي	متغيرات الجانب الأيمن
...	...	...	٠,٤٠-	...	...	...	متغير صوري لهبوط X دفعة مالية
...	...	...	(١,٩٣-)	...	...	...	سالبية X متغير صوري لدين مرتفع
...	...	...	٠,٣٤	...	...	...	X الرصيد الأولي الهيكلية
...	...	...	(١,٨٧)	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	٠,١٤	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	(١,٢٩)	...	...	...	
...	...	...	٠,٤٦-	...	...	...	متغير صوري لهبوط X دفعة مالية
...	...	...	(٣,٢٤-)	...	...	...	سالبية X متغير صوري لدين
...	...	...	٠,٣٠	...	...	...	منخفض X الرصيد الأولي الهيكلية
...	...	...	(١,٢٩)	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	٠,٢١	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	(١,٦٩)	...	...	...	
...	...	...	٠,٩١-	...	...	...	متغير صوري لانتعاش X دفعة مالية
...	...	...	(٤,٥٩-)	...	...	...	موجبة X الرصيد الأولي الهيكلية
...	...	...	٠,٨٦	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٣,٦٧)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,١٩	...	...	...	
...	...	...	(٠,٨٤)	...	...	...	
...	...	...	٠,٥٧	...	...	...	متغير صوري لانتعاش X دفعة مالية
...	...	...	(٤,٢٧)	...	...	...	سالبية X الرصيد الأولي الهيكلية
...	...	...	٠,٩١-	...	...	...	التأخر الزمني ١
...	...	...	(٥,٦٢-)	...	...	...	التأخر الزمني ٢
...	...	...	٠,٣٧-	...	...	...	
...	...	...	(٢,٠٤-)	...	...	...	
٠,٠٨	٠,٠٢	٠,٠٦	٠,٠٥	٠,٠٧	٠,٠٢	٠,٠٥	نمو النقود الحقيقي
(٢,٦٥)	(١,١١)	(٢,١٩)	(١,٩٢)	(٢,٤١)	(١,٠٦)	(١,٩٢)	
٠,٠٣	٠,٠١	٠,٠١	٠,٠١-	٠,٠٣	٠,٠١	٠,٠١	التأخر الزمني ١
(٠,٩٩)	(٠,٥٠)	(٠,٨٥)	(٠,٤٣-)	(١,٠٣)	(٠,٥٠)	(٠,٨٣)	
٠,٠٢-	٠,٠٠	٠,٠٢-	٠,٠٢-	٠,٠٢-	٠,٠٠	٠,٠٢-	التأخر الزمني ٢
(٠,٩٤-)	(٠,٢٧)	(١,٣٤-)	(١,٠٣-)	(٠,٩٧-)	(٠,١٥)	(١,٣٧-)	
٠,٠٤-	٠,٠١-	٠,٠٤-	٠,٠٢-	٠,٠٤-	٠,٠١-	٠,٠٤-	حجم الحكومة
(١,٣٦-)	(٠,٩٧-)	(٢,١٧-)	(٢,٢٦-)	(١,٦٢-)	(١,٠٠-)	(٢,٤٤-)	
٠,٤٣	٠,٠٨	٠,٣٥	٠,١٦	٠,٤٠	٠,٠٨	٠,٣٤	نمو الشركاء التجاريين المرجح
(١,٦٩)	(٠,٥٤)	(١,٩٣)	(١,٢٩)	(١,٧٧)	(٠,٦٠)	(١,٩٣)	بالتجارة
...	٠,١٩-	٠,٨٢-	٠,٧١-	...	٠,١٩-	٠,٧٩-	متغير صوري للاتحاد النقدي
...	(٠,٨٣-)	(٢,٥٠-)	(٢,٦١-)	...	(٠,٨٠-)	(٢,٢٨-)	الأوروبي
٣٠٩	٤٨٧	٧٩٦	٦٥٠	٣٠٩	٤٨٧	٧٩٦	عدد المشاهدات
١٩	٢١	٤٠	٤٠	١٩	٢١	٤٠	عدد البلدان
٠,٠٠٣	٠,٠٠٤	٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠١	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	قيمة الاحتمال لاختبار سارغان
...	...	...	...	...	...	...	للمغالاة في تحديد القيود
١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	قيمة الاحتمال لاختبار هانسن
...	...	...	...	...	...	...	للمغالاة في تحديد القيود
٠,٦٤١	٠,٤٢٨	٠,٧٣٩	٠,٠١٩	٠,٧٥٨	٠,٢٥٤	٠,٧٩٠	قيمة الاحتمال لاختبار عدم وجود
...	...	...	...	...	...	...	ترتيب ثان لترابط عناصر السلسلة
...	...	...	...	...	...	...	الزمنية

<sup>١</sup> المتغير الثابت هو نمو إجمالي الناتج المحلي. اشتملت كل الاحتمالات كذلك على مجموعة من المتغيرات الصورية الزمنية.

- for Economic and Financial Affairs, European Commission).
- Edelberg, Wendy, Martin Eichenbaum, and Jonas D.M. Fisher, 1999, "Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases," *Review of Economic Dynamics*, Vol. 2 (January), pp. 166–206.
- Fatás, Antonio, and Ilian Mihov, 2001, "The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence," CEPR Discussion Paper No. 2760 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Faust, Jon, John H. Rogers, and Jonathan Wright, 2005, "News and Noise in G-7 GDP Announcements," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37 (June), pp. 403–19.
- Favero, Carlo, and Francesco Giavazzi, 2007, "Debt and the Effects of Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 12822 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Galí, Jordi, 1994, "Government Size and Macroeconomic Stability," *European Economic Review*, Vol. 38 (January), pp. 117–32.
- , 2006, "Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory of the Price Level: Comment," in *NBER Macroeconomic Annual 2006* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 299–305.
- , J. David López-Salido, and Javier Vallés, 2007, "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5 (March) pp. 227–70.
- Galí, Jordi, and Roberto Perotti, 2003, "Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe," *Economic Policy*, Vol. 37 (October), pp. 533–72.
- Jaeger, Albert, and Ludger Schuknecht, 2007, "Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 43 (November), pp. 45–66.
- Johnson, David S., Jonathan A. Parker, and Nicholas S. Souleles, 2006, "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001," *American Economic Review*, Vol. 96 (December), pp. 1589–610.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Végh, 2004, "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Krogstrup, Signe, 2002, "Should We Pay Attention to Indicators of Fiscal Impact on Demand?" HEI Working Paper No. 01/2002 (Geneva: Graduate Institute of International Studies).
- Andrés, Javier, Rafael Doménech, and Antonio Fatás, 2008, "The Stabilizing Role of Government Size," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 32 (February), pp. 571–93.
- Balassone, Fabrizio, and Manmohan S. Kumar, 2007, "Cyclicality of Fiscal Policy," in *Promoting Fiscal Discipline*, ed. by Manmohan S. Kumar and Teresa Ter-Minassian (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, 1997, "A Proposal for the Next Macroeconomic Reform," *Victoria Economic Commentaries*, Vol. 14 (March), pp. 1–7.
- Barro, Robert J., 1974, "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, Vol. 82 (November–December), pp. 1095–1117.
- Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti, 2002, "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Deficit and Taxes on Output," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (November), pp. 1329–68.
- Blinder, Alan S., 1981, "Temporary Income Taxes and Consumer Spending," *Journal of Political Economy*, Vol. 89 (February), pp. 26–53.
- , 2006, "The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy," in *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, ed. by Richard W. Kopcke, Geoffrey M.B. Tootell, and Robert K. Triest (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Calmfors, Lars, 2003, "Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?" *CESifo Economic Studies*, Vol. 49, No. 3, pp. 319–53.
- Chung, Hess, and Eric M. Leeper, 2007, "What Has Financed Government Debt?" NBER Working Paper No. 13425 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Cimadomo, Jacopo, 2008, "Fiscal Policy in Real Time," ECB Working Paper No. 919 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Congressional Budget Office (CBO), 2008, "Options for Responding to Short-Term Economic Weakness," Congressional Budget Office Paper (Washington).
- Debrun, Xavier, David Hauner, and Manmohan S. Kumar, 2008, "The Role for Fiscal Agencies," in *The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004–2007)*, ed. by Servaas Deroose and Christian Kastrop, Occasional Paper 37 (Brussels: Directorate-General



- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2008, "The Global Integrated Monetary Fiscal Model" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Leigh, Daniel, and Sven Jari Stehn, forthcoming, "Fiscal and Monetary Policy during Downturns: Evidence from the G7," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Modigliani, Franco, and Charles Steindel, 1977, "Is a Tax Rebate an Effective Tool for Stabilization Policy?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 175–209.
- Mountford, Andrew, and Harald Uhlig, 2002, "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?" CEPR Discussion Paper No. 3338 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Musgrave, Richard A., 1959, *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy* (New York: McGraw-Hill).
- Organization for Economic Cooperation and Development, *Monthly Economic Indicators* (Paris, various issues).
- Perotti, Roberto, 2007, "In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 13143 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (unpublished).
- , and Matthew D. Shapiro, 1998, "Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 48 (June), pp. 145–94.
- Ravn, Morten O., and Harald Uhlig, 2002, "On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84 (May), pp. 371–76.
- Romer, Christina D., and David H. Romer, 2007, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks," NBER Working Paper No. 13264 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Seidman, Laurence S., 2003, *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions* (Armonk, New York: M.E. Sharpe).
- Shapiro, Matthew D., and Joel B. Slemrod, 2002, "Did the 2001 Tax Rebate Stimulate Spending? Evidence from Taxpayer Surveys," NBER Working Paper No. 9308 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Solow, Robert M., 2005, "Rethinking Fiscal Policy," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21 (Winter), pp. 509–14.
- Talvi, Ernesto, and Carlos A. Végh, 2000, "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 7499 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John B., 2000, "Reassessing Discretionary Fiscal Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 (Summer), pp. 21–36.

## تفاوت أرصدة الحساب الجاري عبر الاقتصادات الصاعدة

وأدى التفاوت في أنماط الحسابات الجارية لآسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة إلى إنكفاء نقاش طويل الأمد حول الصلة بين التطور الاقتصادي والتدفقات الرأسمالية — مفارقة لوكاس (Lucas, 1990). وتتنبأ النظرية بأنه ينبغي للنمو أن يؤدي إلى حدوث عجز في الحساب الجاري لسببين. فمن ناحية، فإن من شأن ارتفاع النمو وما ينشأ عنه من توافر فرص استثمار مربحة أن يجعل البلد المعني جاذبا لرؤوس الأموال الأجنبية. ومن ناحية أخرى، إذا رغب الأفراد في التمهيد لتقلبات استهلاكهم بمرور الوقت، فينبغي لاحتمالات استمرار الارتفاع في النمو أن تؤدي إلى زيادة الاستهلاك في الوقت الحاضر نظرا لإمكانية توقع مزيد من الارتفاع في الدخل والاستهلاك في المستقبل. ويبدو أن النظرة التقليدية إلى تدفقات رؤوس الأموال من الاقتصادات الأغنى إلى الاقتصادات الأفقر في البلدان التي تحقق معدلات نمو مرتفعة لا تزال تنطبق على أوروبا الصاعدة، بينما يبدو العكس صحيحا عند النظر إلى آسيا الصاعدة بعد الفترة من 1997-1998.

وربما أدى النمطان أيضا إلى حدوث انعكاسات مختلفة على استقرار الاقتصاد الكلي. وقد يبدو أن مسار البلدان الآسيوية أكثر أمانا من منظور المخاطر الخارجية على أقل تقدير، إذ يجمع بين سرعة النمو وتحقيق فوائض في الحساب الجاري.<sup>2</sup> ومع ذلك، فقد تتوافر إمكانية استمرار النمو بقيادة الصادرات لفترة محدودة بسبب مخاطر سوء توزيع رأس المال، وحدثت فورة في النشاط الاقتصادي، وارتفاع التضخم لا سيما إذا اقترن النمو بانخفاض سعر الصرف. وعلى العكس من ذلك، فبالرغم من أن استمرار العجز في الحساب الجاري قد يؤدي إلى إنكفاء الاستهلاك المفرط والتعرض لمخاطر «التوقف المفاجئ» للتدفقات المالية، فلا حاجة إلى إنهائه بصورة مفاجئة إذا كان يمثل انعكاسا لتمهيد تقلبات الاستهلاك أو تمويل الاستثمارات المنتجة خلال نوبات ارتفاع النمو، مثلما تتنبأ به النظرية (راجع على سبيل المثال دراستي Ghosh and Ostry 1995، وOstry, 1997).

<sup>2</sup> ربما ترتبت على الفوائض الكبيرة في الحساب الجاري، رغم ذلك، تكاليف بسبب النمو و/أو الرخاء، ولكن تلك القضية ليست موضوع البحث في هذا الفصل.

يسعى هذا الفصل إلى تفسير التفاوت في سلوك الحسابات الجارية بين آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة. ويخلص إلى أن التحرير المالي والاندماج في الاتحاد الأوربي هما الدافعان الأساسيان وراء حالات العجز الكبير والمتواصل في بلدان أوروبا الصاعدة، ولكنه يطرح أيضا مخاوف بشأن مخاطر الانتهاء المفاجئ لهذه الحالات. وفي المقابل، أسهمت الحسابات الرأسمالية والقطاعات المالية الأقل انفتاحا في تحقيق فوائض في آسيا الصاعدة. ومع هذا، لا تزال هذه الفوائض بلا تفسير إلى حد كبير مما يثير تساؤلات حول دور أسعار الصرف ورغبة بعض البلدان في بناء مستويات مرتفعة من الاحتياطيات بعد الأزمة الآسيوية.

وأصبحت أنماط أرصدة الحساب الجاري عبر الاقتصادات الصاعدة أكثر تنوعا في السنوات الأخيرة مقارنة بأنماطها في مطلع التسعينات، لا سيما بين آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة.<sup>1</sup> وحققت معظم بلدان آسيا الصاعدة (خاصة بعد أزمة 1997-1998) والشرق الأوسط وبعض البلدان أعضاء كومنولث الدول المستقلة فوائض كبيرة في الحسابات الجارية، بينما يلاحظ وجود أوجه عجز كبير في الحسابات الجارية بصورة رئيسية في أوروبا الصاعدة وبلدان أخرى مثل الأردن وباكستان وجنوب إفريقيا وتركيا وفيت نام، وعدد من بلدان أمريكا الوسطى والكاريبية. وظل عجز الحسابات الجارية في أمريكا اللاتينية وإفريقيا عند مستويات معتدلة في المتوسط. ومن الملاحظ أن جميع هذه الاقتصادات الصاعدة تقريبا قد حققت نموا عاليا أثناء العقد المنصرم بصرف النظر عن مراكز حساباتها الجارية.

المؤلفان الرئيسيان لهذا الفصل هما ستيفان داننجر وفلورنس جاموت. وقد قدم جشوا أيزنمان وكريستوفر مايسنر الدعم الاستشاري، وساعد في الجانب البحثي كل من ستيفاني دينيس وباتريك هتيفنغر وأشرف على الفصل جوناثان أوستري.

<sup>1</sup> تعرف آسيا الصاعدة بأنها تشمل الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة (كوريا ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية)، والنمور الآسيوية (إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند)، والصين وبلدان آسيوية أخرى (الهند وباكستان وسري لانكا وفيت نام). وأوروبا الصاعدة تشمل أوروبا الوسطى (الجمهورية التشيكية وهنغاريا وبولندا والجمهورية السلوفاكية وسلوفينيا)، وجنوب شرق أوروبا (ألبانيا وبلغاريا وكرواتيا وجمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة ورومانيا)، وبلدان البلطيق (إستونيا ولاتفيا وليتوانيا).

في آسيا الصاعدة. ويرتبط انخفاض صافي التدفقات الرأسمالية الداخلة بالحسابات الرأسمالية والقطاعات المالية الأقل انفتاحاً، وبالعوامل الديمغرافية (السكان الأصغر سناً)، وبالفروق في الهياكل السياسية. ومع ذلك، لا يُعزى إلى هذه العوامل سوى جزء من الفوائض التي تحققها تلك الاقتصادات. ويرتبط ما تبقى من فوائض في الحسابات الجارية على نحو وثيق بانخفاض أسعار الصرف والتراكمات الكبيرة في الاحتياطيات. ومع ذلك، فمن الصعب تأكيد ما إذا كانت هذه المتغيرات ترجع إلى إجراء متعمد على صعيد السياسات أو إلى عوامل أساسية أخرى غير محددة وقد أدى جميعها إلى رفع الحساب الجاري وخفض سعر الصرف منذ الأزمة الآسيوية في الفترة من ١٩٩٧-١٩٩٨.

وتبدو حالات العجز في أوروبا الصاعدة كبيرة ومستمرة بصفة خاصة بالمقارنة مع النوبات التاريخية، كما أن الفوائض طويلة الأمد في بلدان آسيا الصاعدة مثل الصين وماليزيا أمر غير شائع أيضاً بين الاقتصادات الصاعدة. واستناداً إلى التجارب الماضية، يمكن عزو نوبات العجز طويلة الأمد لأوروبا الصاعدة في جانب منها إلى توقعات ارتفاع النمو، والحسابات الرأسمالية شديدة الانفتاح، والتحرير المالي، وارتفاع مراكز الأصول الأجنبية الصافية المبدئية. غير أنه بوجه عام تصل الفترات الزمنية لهذه النوبات بالفعل إلى الحد الأعلى للتوقعات، الأمر الذي يثير تساؤلات حول قدرتها على الاستمرار. ويخلص هذا الفصل إلى أن العوامل التي قد تتسبب في انتهاء حالات العجز على نحو مفاجئ تشمل نظم سعر الصرف الثابت والحسابات الرأسمالية المفتوحة في المنطقة.

ويُقسّم هذا الفصل على النحو التالي: يتناول القسم التالي أنماط الحسابات الجارية في الاقتصادات الصاعدة من خلال استعراض تطورات الحساب الجاري، والحساب المالي، وصيد الادخار إلى الاستثمار. ويستخدم القسم الذي يليه أدلة عملية للوقوف على العوامل الاقتصادية الرئيسية وراء اختلالات الحساب الجاري المذكورة، مع التركيز مرة أخرى على أوروبا الصاعدة وآسيا الصاعدة. ويتناول القسم الذي يليه المدة الزمنية للاختلالات الحالية من منظور تاريخي، كما يبحث العوامل المحددة لطول أمد نوبات الاختلال. وي طرح قسم الاستنتاجات بعض الاقتراحات على صعيد السياسات.

وعلى هذه الخلفية، يتناول هذا الفصل بمزيد من الدقة العوامل الأساسية وراء التفاوت بين أرصدة الحسابات الجارية مؤخراً عبر الاقتصادات الصاعدة ومحاولة تقييم قدرتها على الاستمرار.<sup>٣</sup> ويركز التحليل بصفة خاصة على تفسير التفاوت بين آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة ويحاول الإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هي عناصر الحسابات الجارية والمالية التي كانت وراء الاتجاهات الأخيرة في المناطق الصاعدة المختلفة؟ وكيف تطور الادخار والاستثمار؟ وما هي أوجه التشابه بين هذه التجربة والنوبات السابقة لفورات النمو، بما في ذلك في الاقتصادات المتقدمة حالياً في الوقت الذي كانت فيه في فترات الصعود؟
- كيف يمكن تفسير الأنماط المختلفة للعلاقة بين النمو والحساب الجاري في الاقتصادات الصاعدة؟ وهل يأتي ذلك انعكاساً لصدمات اقتصادية مؤقتة أو سياسات اقتصادية كلية أو عوامل هيكلية؟ وعلى سبيل المثال، ما هي أدوار التحرير المالي، والمعوقات أمام الحصول على رؤوس أموال أجنبية، وسعر الصرف؟
- هل استمرار الاختلالات الكبيرة الحالية مسألة غير معتادة بالمقارنة مع الطفرات السابقة لحالات الفائض والعجز في الحسابات الجارية؟ وكم سيدوم استمرارها؟ وهل هناك عوامل أو سياسات معينة تسهم في ما إذا كان زوالها يأتي على نحو تمهيدي أو بصورة مفاجئة (مثل نمو الصادرات أو نظام سعر الصرف)؟
- ويخلص هذا الفصل إلى أن العوامل الهيكلية يمكنها أن تفسر كثيراً من الفروق الإقليمية، بينما يقدم أيضاً شيئاً من الدعم للرأي التقليدي الذي يذهب إلى أن احتمالات ارتفاع النمو تجذب رؤوس الأموال الأجنبية وتخفض رصيد الحساب الجاري. وفي أوروبا الصاعدة، يأتي تحرير القطاع المالي وعملية الاندماج في الاتحاد الأوروبي على رأس الدوافع وراء حدوث عجز كبير في الحسابات الجارية. كذلك فإن للعوامل الهيكلية دور مهم

<sup>٣</sup> راجع أعداد مختلفة من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على تحليل مكمل للاختلالات العالمية (إبريل ٢٠٠٥، وسبتمبر ٢٠٠٥، وإبريل ٢٠٠٦، وإبريل ٢٠٠٧، وأكتوبر ٢٠٠٧).

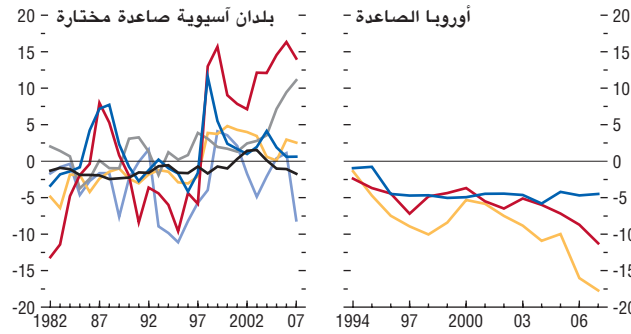
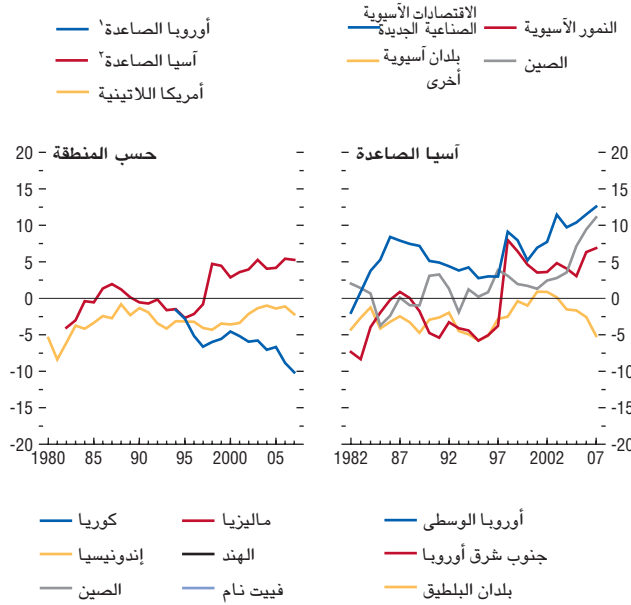
## أنماط الحسابات الجارية الأخيرة في الاقتصادات الصاعدة

### أنماط الحسابات الجارية الأخيرة في الاقتصادات الصاعدة

#### الشكل البياني ٦-١: أنماط التفاوت بين أرصدة الحسابات الجارية

(% من إجمالي الناتج المحلي؛ متوسط بسيط)

جاء التفاوت المتزايد في اختلالات الحسابات الجارية للاقتصادات الصاعدة نتيجة الانتقال المتجانس إلى تسجيل عجوزات أطول أمدا في أوروبا الصاعدة والتحول على نحو أكثر تنوعا صوب تسجيل فوائض في آسيا عقب وقوع الأزمة الآسيوية، مع تحقيق النور الآسيوية وكوريا تحسنات أولية كبيرة وتسجيل ماليزيا والصين لفوائض كبيرة في وقت أقرب.



المصادر: دليل إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ أوروبا الصاعدة تشمل أوروبا الوسطى (الجمهورية التشيكية وهنغاريا وبولندا والجمهورية السلوفاكية وسلوفينيا)، وجنوب شرق أوروبا (ألبانيا وبلغاريا وكرواتيا وجمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة ورومانيا) وبلدان البلطيق (إستونيا ولاتفيا وليتوانيا).

٢ آسيا الصاعدة تشمل الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة (منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية) والنمور الآسيوية (إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند) والصين، وبلدان آسيوية أخرى (الهند وباكستان وسري لانكا وفيت نام).

واجهت جميع المناطق الصاعدة الرئيسية عجزا معتدلا في الحسابات الجارية في منتصف التسعينات، ولكن يوجد في الوقت الحاضر تفاوتًا متزايدًا في أرصدة الحسابات الجارية عبر المناطق الصاعدة (الشكل البياني ٦-١). وتتكون في آسيا الصاعدة بصفة خاصة فوائض كبيرة ومتزايدة في الحسابات الجارية بلغت ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٧، بينما تسجل أوروبا الصاعدة عجزًا كبيرًا ومتناميًا في الحسابات الجارية بلغ في المتوسط ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٧. وتسجل معظم المجموعات القطرية الأخرى عجزًا معتدلاً أو فوائض صغيرة في حساباتها الجارية (أمريكا اللاتينية ومجموعة تتألف من اقتصادات أخرى صاعدة). كذلك تسجل البلدان المصدرة للنفط فوائض كبيرة في حساباتها الجارية ولكن بدافع من الظروف الخاصة بالبلدان التي تعتمد على مورد ناضب ويجري تحليل أوضاعها على نحو منفصل في الإطار ٦-١. وقد استبعدت هذه البلدان من التحليل التجريبي الوارد أدناه نظرا لاختلاف أسلوب استجابة مراكز حساباتها الجارية إزاء المحددات الاقتصادية واستناد سلوك الادخار والاستثمار فيها إلى اعتبارات مختلفة (مثل حجم الاحتياطيات).

وتتسم الأنماط داخل آسيا الصاعدة كذلك بعدم التجانس، مع وجود بعض الفوائض الكبيرة والمستمرة وعدد قليل من حالات العجز الكبير. وتعزى الفوائض الكلية للمنطقة إلى اختلاف العوامل المساهمة في أوقات متفرقة. ففي أعقاب الأزمة الآسيوية، تكونت لدى البلدان التي مرت بالأزمة (كوريا والنمور الآسيوية) فوائض كبيرة إثر فقدان إمكانية الحصول على تدفقات رأسمالية دولية ومحاولة لإعادة بناء الاحتياطيات. وتراجعت فوائض الحسابات الجارية في العديد من بلدان الأزمة في وقت أقرب (بدءاً من حوالي الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٣)، مع الاستثناء الملحوظ في ماليزيا، بينما بدأ تكوين فوائض كبيرة في الحساب الجاري للصين. وتمثل الصين وماليزيا الحاليتين الوحيدتين اللتين حققتا فوائض كبيرة ومستمرة (راجع أدناه). وفي المقابل، سجلت البلدان منخفضة الدخل حالات عجز في معظم الأوقات، مثل الهند وباكستان وسري لانكا وفيت نام، حيث استوردت رؤوس أموال عملاً بالنظرية السائدة. وسجلت الثلاثة اقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة صغيرة الحجم (منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة، وسنغافورة، ومقاطعة تايوان الصينية)

### الإطار ٦-١: محددات الحساب الجاري في البلدان المصدرة للنفط

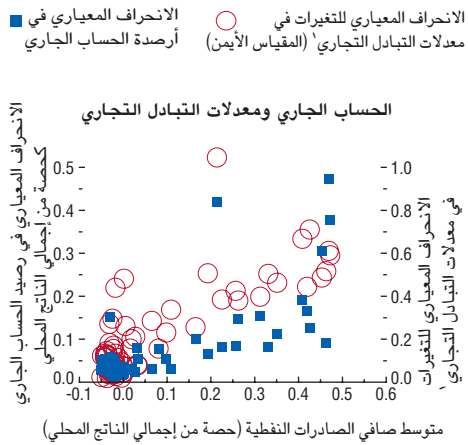
الشركاء التجاريين حيثما يلزم). وتشمل هذه الأساسيات الاقتصادية متغيرات مثل رصيد المالية العامة، والعوامل الديمغرافية، والرصيد النفطي، والنمو الاقتصادي، وجميعها محددات ثابتة لرصيد الحساب الجاري (دراسة Lee and others, 2008). وقبل الانتقال إلى تحليل الانحدار، من المفيد إلقاء الضوء على ثلاثة أبعاد اقتصادية كلية تختلف البلدان المصدرة للنفط فيها اختلافا كبيرا عن باقي العالم وهي كما يلي:

- تتعرض البلدان المصدرة للنفط لتقلبات كبيرة في حساباتها الخارجية، لأن صادراتها بطبيعة الحال غير متنوعة نسبيا بينما تشهد أسعار النفط تقلبا كبيرا. وينعكس هذا التقلب مباشرة على ارتفاع درجة التقلب في معدلات التبادل التجاري والحسابات الجارية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي لهذه البلدان (الشكل البياني الثاني).
- عادة ما تسود أرصدة المالية العامة في البلدان المصدرة للنفط تذبذبات في إيرادات المالية العامة ذات الصلة بالصادرات النفطية<sup>٢</sup> ومن ثم فإنها ترتبط ارتباطا وثيقا بالحساب الجاري، كما أنها

ارتفعت فوائض الحسابات الجارية في البلدان المصدرة للنفط كثيرا خلال السنوات القليلة الماضية مع حدوث ارتفاع حاد في أسعار النفط. وارتفع متوسط الحساب الجاري للبلدان المصدرة للنفط من أقل من ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي إلى أكثر من ١٣٪ في الفترة الممتدة بين ٢٠٠٢ و٢٠٠٧ (الشكل البياني الأول). وارتفع حاصل الحسابات الجارية لهذه البلدان خلال نفس الفترة من أقل من ٩٠ مليار دولار (٠,٣٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي) إلى نحو ٥٠٠ مليار دولار (٠,٩٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي). ويتوقع أن تشهد هذه الفوائض مزيدا من الارتفاع في عام ٢٠٠٨ نتيجة للارتفاع الحاد في أسعار النفط<sup>١</sup>.

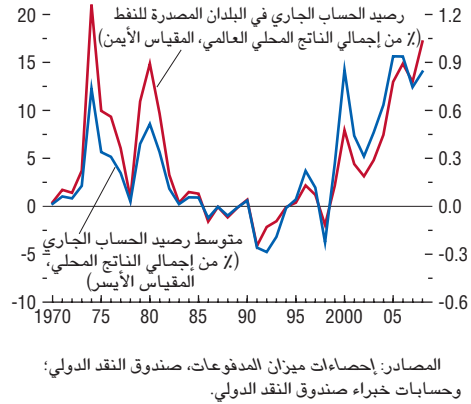
ويبحث هذا الإطار المحددات متوسطة المدى لرصيد الحساب الجاري في البلدان المصدرة للنفط وأوجه الاختلاف والتشابه بينها وبين المحددات السائدة في البلدان الأخرى. ويستند الإطار إلى ما يطلق عليه منهج التوازن الاقتصادي الكلي الذي يقوم على العلاقة التوازنية بين أرصدة الحساب الجاري ومجموعة من الأساسيات الاقتصادية (مقاسة كفروق بالمقارنة مع متوسطات

#### الاعتماد على النفط والتقلبات، ١٩٧٠-٢٠٠٦



المصادر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي،  
معدلات التبادل التجاري للسلع والخدمات.

#### سلوك الحساب الجاري في البلدان المصدرة للنفط



المؤلفان الرئيسيان لهذا الإطار هما رودولفس بمس وإيريني دي كارفاليو فيليو.

١ البلدان المصدرة للنفط هي الجزائر وأنغولا وأذربيجان والبحرين وجمهورية الكونغو وإكوادور وغينيا الاستوائية وغابون وجمهورية إيران الإسلامية وكازاخستان والكويت وليبيا ونيجيريا والنرويج وعمان وقطر وروسيا والمملكة العربية السعودية والجمهورية العربية السورية وتركمانستان والإمارات العربية المتحدة وجمهورية فنزويلا البوليفارية والجمهورية اليمنية.

٢ ومن بين مصادر الإيرادات الأخرى، فإن الإيرادات ذات الصلة بالنفط تشمل الإتاوات على استكشاف النفط وخصومات التصدير، وخصومات دخل الشركات المفروضة على الشركات النفطية، والأرباح الموزعة لشركات النفط المملوكة للدولة.

## أنماط الحسابات الجارية الأخيرة في الاقتصادات الصاعدة

### محددات أرصدة الحسابات الجارية في البلدان المصدرة للنفط

جميع البلدان -١٩٧٠ ٢٠٠٦	جميع البلدان -١٩٧٠ ٢٠٠٤	عينة التوازن الاقتصادي الكلي ٢٠٠٤-١٩٧٠	
٠,١٥-	*٠,١٤-	***٠,١٥-	إعالة كبار السن
**١,٢٩-	٠,٩٨-	**١,١٠-	النمو السكاني
**٠,١٥-	**٠,١٩-	**٠,٢٠-	نمو الناتج
***٠,٠٣	***٠,٠٣	***٠,٠٣	متغير صوري للمراكز المالية
			رصيد المالية العامة غير النفطي/اجمالي الناتج المحلي
***٠,٢١	***٠,٢٠	***٠,٢٠	رصيد المالية العامة غير النفطي/اجمالي الناتج المحلي (البلدان المصدرة للنفط)
***٠,٥٠	**٠,٤٥		الدخل النسبي
٠,٠٢	**٠,٠٣	*٠,٠٢	الدخل النسبي للبلدان المصدرة للنفط
***٠,٠٨	***٠,٠٨	٠,٠١	تقلب معدلات التبادل التجاري
*٠,٠٨	*٠,٠٧		الرصيد النفطي/اجمالي الناتج المحلي
***٠,٣٣	**٠,٢٨	***٠,٢٠	الرصيد النفطي/اجمالي الناتج المحلي (البلدان المصدرة للنفط)
***٠,٦١	***٠,٤٩		الرصيد النفطي/اجمالي الناتج المحلي (البلدان المصدرة للنفط، احتياطات محدودة)
***٠,٦٨	***٠,٥٩		الرصيد النفطي المتأخر/ إجمالي الناتج المحلي
٠,١٦-	٠,١١-	***٠,٣٧	الحساب الجاري المتأخر
***٠,٤٢	***٠,٣٨		الحساب الجاري المتأخر (البلدان المصدرة للنفط)
***٠,٥٩	***٠,٥٦	٣٥٩	المشاهدات الإحصائية
٤٨٣	٤٣٠	٠,٦٢	معامل التحديد
٠,٧٩	٠,٧٨		

المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
ملحوظة: تشير الرموز \* و\*\* و\*\*\* إلى الدلالة الإحصائية عند مستويات ١٠٪ و٥٪ و١٪، على التوالي.

النفط يفوق ما قد تشير إليه مبيعات النفط المحضة ومن ثم يؤدي إلى ارتفاع المعامل الموجب للرصيد النفطي في انحدار الحساب الجاري.

ويبين الجدول نتائج الانحدار من إطار التوازن الاقتصادي الكلي الموسع<sup>٤</sup> ويقدم العمود الأول معاملات لمجموعة فرعية من بلدان الأسواق المتقدمة والصاعدة ما عدا البلدان المصدرة للنفط، باستثناء النرويج، وذلك استناداً إلى العينة التي تضم الفترة بين ١٩٧٠ و٢٠٠٤، بينما ترتبط كل مشاهدة بمتوسط أربع سنوات. ويقدم العمودان

<sup>٤</sup> يُستبعد من عينة الانحدار أنغولا وجمهورية الكونغو وغينيا الاستوائية وغابون ونيجيريا، استناداً إلى متوسط الحجم وحصّة الفرد من إجمالي الناتج المحلي أثناء فترة العينة.

تتسم بقدر أكبر من التقلب مقارنة بالبلدان غير المصدرة للنفط.

تقوم التحويلات من جيل إلى آخر بدور مهم في ضمان العدالة بين الأجيال<sup>٣</sup> نظراً لأن الإيرادات النفطية تأتي من بيع موارد آيلة إلى النفاذ. وتهدف البلدان إلى تكوين أصول أجنبية متراكمة واستخدام الدخل من هذه الأصول في موازنة الدخل النفطي المتناقص لكي تتلافى حدوث انخفاضات حادة في الطاقة الاستيعابية متى تراجعت الصادرات النفطية. وتمثل هذه التحويلات أهمية كبرى في البلدان التي تتوقع نزوب مواردها الطبيعية الآيلة إلى النفاذ في غضون عقود قليلة.

ومن أجل تقييم محددات الحساب الجاري للبلدان المصدرة لموارد آيلة إلى النفاذ بصورة أكثر تحديداً، يتم تقدير انحدارات على غرار انحدار التوازن الاقتصادي الكلي بناء على العمل المقدم في دراسة Lee and others (2008). وتدرج البلدان المصدرة للنفط في الإطار من خلال مراعاة ما يلي: (١) رصيد المالية العامة غير النفطي باعتباره المتغير المالي المهم، من أجل فصل الآثار التي تحدثها الإيرادات النفطية ورصيد المالية العامة غير النفطي في الحساب الجاري؛ (٢) وجود معامل محدد للرصيد النفطي في البلدان المصدرة للنفط وكذلك للبلدان المصدرة التي لديها احتياطات محدودة أكثر، وذلك لرصد التحويلات بين الأجيال والاستجابة المتأخرة من جانب الاستهلاك والاستثمار إزاء التغيرات في الدخل النفطي؛ (٣) وجود معامل متأخر محدد للحساب الجاري في البلدان المصدرة للنفط لرصد الفروق في الاستمرارية. كذلك شمل التحليل اختبارات للفروق بين المعاملات الأخرى.

وهناك جانبان مهمان للتحفظ إزاء هذه النتائج. فأولاً، هناك إشكالية تتعلق بجودة البيانات التاريخية للعديد من البلدان المصدرة للنفط — خاصة وأن مسألة قياس رصيد المالية العامة غير النفطي محفوفة بالمصاعب لأن تعريف «القطاع النفطي» يمكن أن يختلف عبر البلدان. وثانياً، قد يشمل القطاع غير النفطي في البلدان المصدرة للنفط أنشطة لها علاقة بالنفط (كالبتركيماويات والأسمدة). وقد ينطوي ذلك على رابط أقوى بين الحساب الجاري وأسعار

<sup>٣</sup> راجع دراسة Bems and de Carvalho (قيد الإصدار)، ودراسة Thomas, Kim, and Aslam (2008).

### الإطار ٦-١ (تتمة)

بدور اقتصادي أكثر أهمية في البلدان المصدرة للنفط مقارنة بالبلدان المستوردة له — ومن ثم فإن صدمة أسعار النفط نفسها تنطوي على تغير أكبر في دخل البلدان المصدرة للنفط. ونظرا لتكاليف التصحيح التي يتكبدها الاستهلاك والاستثمار، يُرجح أن تكون يصدر الحساب الجاري استجابة أكبر إزاء صدمة أسعار النفط في البلدان المصدرة للنفط، وإن كان في الأجل القصير على أقل تقدير.

- وفيما بين البلدان المصدرة للنفط، يصدر الحساب الجاري استجابة أقوى إزاء الرصيد النفطي في البلدان التي لديها احتياطات أقل من النفط والغاز (مثل الجزائر والنرويج)، اتساقا مع ما يشير إليه الواقع من أن إيراداتها النفطية ذات طابع مؤقت أكثر وضوحا من البلدان الأخرى المصدرة للنفط.

- يؤدي ارتفاع الدخل النسبي إلى زيادة رصيد الحساب الجاري كثيرا في البلدان المصدرة للنفط مقارنة بالبلدان الأخرى — فإن البلد المصدر للنفط الذي يبلغ دخله نصف مستوى دخل الولايات المتحدة، يتراوح رصيد الحساب الجاري فيه أقل بمقدار ٣-٤ نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي مقارنة ببلد يحقق دخلا مساويا لمستوى دخل الولايات المتحدة (الفرق هو ٥,٠-١ نقطة مئوية في البلدان الأخرى).

ومن التفسيرات الممكنة لذلك أن البلدان التي يتسم دخلها النسبي بالتقلب ومواردها بالنفاد، مثل البلدان المصدرة للنفط، تدخر جزءا أكبر من الدخل في «أوقات اليسر» (ويتحول ذلك إلى ادخار سالب في «أوقات العسر») لأن صدمات الدخل تكون على الأرجح مؤقتة.

وخلاصة القول، تتسق هذه الأدلة المبدئية كثيرا مع التوقعات النظرية. فعلى الأرجح تسجل البلدان المصدرة للنفط فوائض خارجية كبيرة، لا سيما في أوقات بلوغ الإنتاج وأسعار النفط أعلى المستويات. ويتسق ذلك مع الحاجة إلى التمهيد للاستهلاك بمرور الوقت وبين الأجيال في ضوء الطبيعة الناضبة للموارد النفطية، وكذلك الطبيعة المؤقتة جزئيا لنوبات انتعاش الإيرادات النفطية وما يترتب على ذلك من تكاليف يتكبدها الاستهلاك والاستثمار.

الثاني والثالث نتائج عينة البلدان بأكملها (ويضيف العمود الثالث نتائج الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٦ كمشاهدة إضافية). وبوجه عام، فإن للمعاملات التقديرية دلالة إحصائية واقتصادية ولها إشارات متوقعة وأحجام مقبولة. وفضلا على ذلك، تتسم مطابقة الانحدار بأنها جيدة جدا، وخاصة في ضوء عدم إدراج الآثار القطرية الثابتة.

ويتم التركيز في البداية على تلك المتغيرات التي تحدث آثارا متشابهة في رصيد الحساب الجاري في المجموعتين القطريتين، وتشير التقديرات إلى عدم إمكانية التمييز من الناحيتين الإحصائية والاقتصادية بين آثار نسبة الإعالة (نسبة السكان الذين تفوق أعمارهم ٦٥ سنة إلى السكان في أعمار تتراوح بين ٣٠ و٦٤ سنة)، والنمو السكاني ونمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي عبر البلدان المصدرة والبلدان المستوردة للنفط. ويؤدي ارتفاع نسبة الإعالة إلى خفض رصيد الحساب الجاري، ويؤدي ارتفاع معدل النمو السكاني بمقدار نقطة مئوية واحدة مقارنة بالشركات التجارية إلى خفض الحساب الجاري بنحو ٠,٧-١٪ من إجمالي الناتج المحلي، كما يؤدي الارتفاع في نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي بمقدار نقطة مئوية واحدة مقارنة بالشركاء التجاريين إلى خفض الحساب الجاري بنحو ٠,٢٪ من إجمالي الناتج المحلي.

وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الأخرى على الحساب الجاري، فهناك فروق إحصائية واقتصادية بين البلدان المصدرة للنفط والبلدان الأخرى كما يلي:

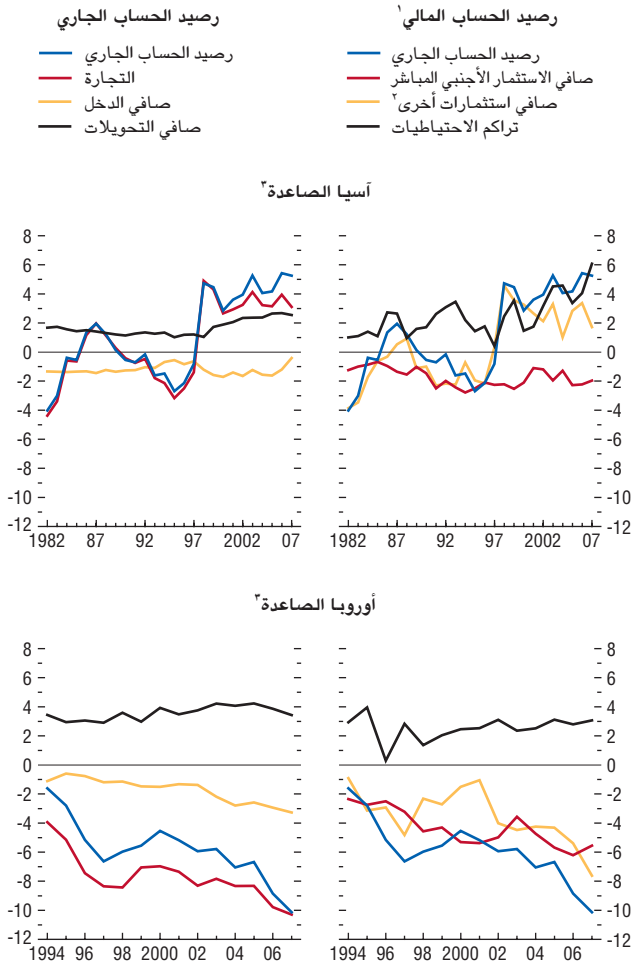
- يؤدي تحسن رصيد المالية العامة (غير النفطي) بنقطة مئوية واحدة إلى ارتفاع مقداره ٤,٠-٥,٠ نقطة مئوية في رصيد الحساب الجاري كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي للبلدان المصدرة للنفط، وإلى ارتفاع يبلغ نحو ١,٥ نقطة مئوية في البلدان الأخرى. وتتسق هذه النتيجة مع الأدلة المتوافرة على أن العلاقة بين رصيد المالية العامة ورصيد الحساب الجاري تكون أوتق في البلدان الأقل تطورا من الناحية المالية.

- يصدر رصيد الحساب الجاري استجابة أقوى إزاء الرصيد النفطي في البلدان المصدرة للنفط مقارنة بالبلدان المستوردة للنفط. وتتسق هذه النتيجة مع الرأي الذي يذهب إلى أن الميل إلى الادخار بسبب الارتفاع المفاجئ في أسعار النفط يكون أقوى لأن النفط مورد آيل للنفاذ. كذلك، عادة ما يقوم النفط

## أنماط الحسابات الجارية الأخيرة في الاقتصادات الصاعدة

### الشكل البياني ٦-٢: الأرصدة الخارجية حسب المكونات (% من إجمالي الناتج المحلي: متوسط بسيط)

ترجع معظم تطورات الحساب الجاري إلى الميزان التجاري. وتحسن رصيد التحويلات الجارية في آسيا الصاعدة أيضا بعد عام ١٩٩٧، حيثما اقترن العجز المتزايد في أوروبا الصاعدة بتراجع صافي رصيد الدخل.



المصادر: دليل إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ معاملات الحساب المالي مضمرة في ١-١.  
٢ تشمل صافي استثمارات الحافظة وصافي الاستثمارات الأخرى.  
٣ راجع الحاشيتين ١ و ٢ في الشكل البياني ٦-١ للاطلاع على التقسيمات الإقليمية.

فوائض كبيرة في الحسابات الجارية، تزيد على ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، وهي تمثل حالات خاصة للغاية: فتشهد الاقتصادات الثلاثة مستويات دخل عالية، كما أن سنغافورة ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة من المراكز المالية، الأمر الذي يشير إلى اختلاف العوامل المحددة لتدفقاتهما الرأسمالية الدولية. وتُستبعد هذه الاقتصادات من معظم الجزء المتبقي من الفصل.

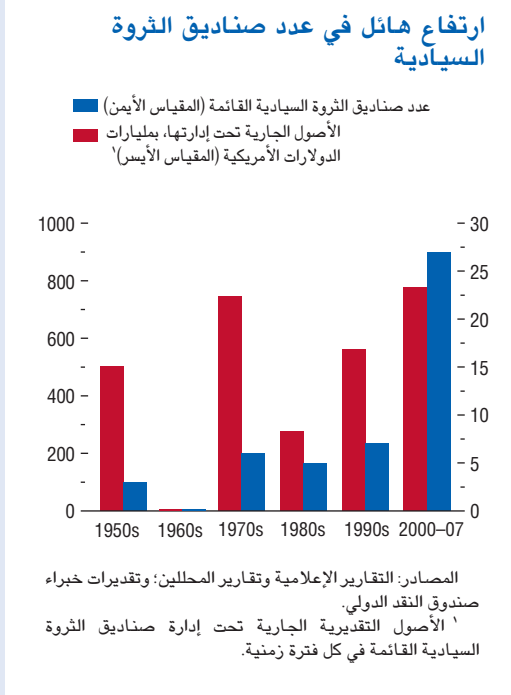
وبخلاف التجربة الآسيوية، تتسم أنماط الحسابات الجارية في أوروبا الصاعدة بأنها أكثر تجانسا وتنطوي على كثير من الاختلالات الكبيرة والمستمرة. وتسجل بلدان البلطيق وبلدان جنوب شرق أوروبا جوانب عجز بالغة ومتنامية، فبلغت في المتوسط ١٨٪ و ١١٪ من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٧، على التوالي. واستقرت حالات العجز في أوروبا الوسطى عند مستويات أكثر اعتدالا، أي نحو ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط.

وترجع معظم تطورات الحساب الجاري إلى الميزان التجاري (الشكل البياني ٦-٢). ويعزى الجزء الأعظم من ارتفاع فائض الحساب الجاري في آسيا الصاعدة إلى فائض الحساب التجاري رغم أن ارتفاع صافي التحويلات الخاصة قد أضاف نقطة مئوية أخرى إلى رصيد الحساب الجاري منذ عام ١٩٩٧ (معظمها في الفلبين وفيت نام وباكستان). وينطبق ذلك أيضا على بلدان أوروبا الصاعدة، حيث تعزى معظم الزيادة في عجز الحساب الجاري إلى عجز الميزان التجاري، بالإضافة إلى عجز ١,٥ نقطة مئوية أخرى من العجز إلى تراجع صافي دخل الاستثمار مؤخرا. ومع ذلك، سجلت الجمهورية التشيكية وهنغاريا فوائض تجارية في السنوات الأخيرة، بينما يرجع معظم العجز في الحساب الجاري للبلدين إلى أرصدة الدخل السالبة.

وإذا انتقلنا إلى التدفقات المالية، نجد أن الفوائض الكبيرة في آسيا الصاعدة قد اقترنت بالتدفقات الرأسمالية الخارجة الكبيرة غير الاستثمار الأجنبي المباشر وبتراكم في الاحتياطيات على نحو غير مسبوق. وتبلغ الاحتياطيات في الوقت الحاضر ٣٩٪ من إجمالي الناتج المحلي وتغطي ٩,٢ شهرا من الواردات. ويمثل إنشاء صناديق الثروة السيادية الكبيرة (SWFs) نتاجا فرعيا لتراكم الاحتياطيات الكبيرة في بلدان آسيا الصاعدة والبلدان المنتجة للنفط، ويحتمل أن تكون لها انعكاسات مهمة على التدفقات الرأسمالية العالمية وأسعار الأصول (الإطار ٦-٢). ولا تزال بلدان آسيا الصاعدة مستوردا صاف للاستثمار الأجنبي المباشر، ولكن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة (% من إجمالي الناتج



## الإطار ٦-٢: صناديق الثروة السيادية: انعكاساتها على الأسواق المالية العالمية



مقارنة بمجموع الأصول المالية العالمية (نحو ١٩٠ تريليون دولار)، فإنها كبيرة مقارنة بحجم رسملة الأسهم في الأسواق الناضجة، وحجم الديون والأسواق الرأسمالية في الاقتصادات الصاعدة. ورغم ذلك، عادة ما تستثمر صناديق الثروة السيادية جزءاً من محافظها في أصول غير مالية مثل العقارات. ويتوقع لأصول صناديق الثروة السيادية أن تتجاوز رصيد احتياطيات النقد الأجنبي العالمية في المستقبل غير البعيد وأن تبلغ ما بين ٧ و١١ تريليون دولار بحلول عام ٢٠١٣. فمن الواضح إذاً أن صناديق الثروة السيادية ستقوم بدور متزايد الأهمية في التمويل العالمي.

وعلى هذه الخلفية، يتمثل أحد المخاوف الرئيسية في تأثير التواجد المتنامي لصناديق الثروة السيادية على نمط التدفقات الرأسمالية العالمية، وأسعار الأصول، والاستقرار المالي بوجه أعم. وعادة ما تكون آفاق استثمار صناديق الثروة السيادية متوسطة إلى طويلة الأجل مما يشير إلى تراجع احتمال قيام هذه الصناديق بتحويلات مفاجئة في مسار الحوافز الاستثمارية من شأنها أن تؤثر على استقرار السوق. وبالفعل قامت صناديق الثروة السيادية بخص رؤوس أموال طائلة إلى المؤسسات المالية المؤثرة

يناقش هذا الإطار كيف أدت فوائض الحساب الجاري الكبيرة والمستمرة في العديد من الاقتصادات، معظمها صاعدة، إلى أن تصبح صناديق الثروة السيادية (SWFs) طرفاً رئيسياً في المشهد المالي العالمي (الشكل البياني الأول). ويفحص الإطار أيضاً التأثير المحتمل لتنامي دور صناديق الثروة السيادية على التدفقات الرأسمالية العالمية، وأسعار الأصول الرئيسية، والأسواق المالية على نطاق أوسع.<sup>١</sup>

ورغم أن كثيراً من صناديق الثروة السيادية قائم منذ سنوات بعيدة، إن لم يكن منذ عقود مضت، فقد حدث ارتفاع حاد منذ عام ٢٠٠٠ في عدد هذه الصناديق وكذلك الأصول التي تشير التقديرات إلى أنها واقعة تحت إدارتها. وجاء التواجد المتنامي لصناديق الثروة السيادية نتيجة للفوائض المستمرة الكبيرة التي سجلتها الحسابات الجارية في العديد من الاقتصادات الآسيوية والبلدان المصدرة للنفط. وترجع هذه الفوائض إلى ارتفاع أسعار السلع الأولية والأوضاع المواتية للموازن التجارية، وترجمت إلى تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى البنوك المركزية. وبلغت الاحتياطيات مستوى يعتقد كثير من البلدان أنه يوفر قدراً كافياً من هامش الأمان في مواجهة الصدمات المالية أو الاقتصادية. ورغم أن كثيراً من هذه البلدان لا يزال يواجه احتياجات تنموية هائلة، فإن طاقته الاستيعابية محدودة. ومن ثم فإن الإنفاق السريع للإيرادات ذات الصلة بالنفط أو الصادرات ربما كان أمراً غير مناسب أو غير ممكن. فضلاً على ذلك، هناك شعور متنامي بأن تحويل «الموارد الموجودة في باطن الأرض» إلى أصول مالية هو أحد القنوات المهمة لتحويل الثروة عبر الأجيال.

ونتيجة لذلك، يسعى عدد كبير من البلدان إلى تعزيز العائدات على هذه المجمعات الكبيرة من الصناديق. وبدلاً من مواصلة الاستثمار المتحفظ من خلال التراكم المستمر للاحتياطيات، تقوم هذه البلدان بتحويل تلك الأصول إلى صناديق الثروة السيادية بما لها من صلاحيات استثمار أكبر وأكثر جرأة. وتشير تقديرات المشاركين في السوق إلى أن الأصول التي تديرها صناديق الثروة السيادية تتراوح بين ٢ و٣ تريليون دولار — متجاوزة الأصول التي تديرها صناديق التحوط (١,٩ تريليون دولار) — وتشكل ربع أو ثلث الأصول الأجنبية في حيازة جهات سيادية. ويرغم أن أصول صناديق الثروة السيادية لا تزال صغيرة

المؤلفون الرئيسيون لهذا الإطار هم جولي كوزاك و دوغلاس لاكستون وكريشنا سرينيفاسان.  
١ راجع دراسة Kozack, Laxton, and Srinivasan (قيد الإصدار).

(GPF-Global) والآخر ممثل لصناديق الثروة السيادية التي تأسست منذ فترة طويلة — ومقارنتهما بحافطة مبسطة لأصول احتياطية بالنقد الأجنبي بغية تقييم التغيرات المحتملة في نمط التدفقات الرأسمالية العالمية وتأثير ذلك على أسعار الأصول (الشكل البياني الثاني).<sup>٥</sup> واستكمالا لتحليل السيناريو المذكور، تقدر الممارسة أيضا الأثر المترتب على حدوث انتقال محدود بعيدا عن الأصول بالدولار في رصيد الاحتياطيات الجاري لأكثر عشرة اقتصادات صاعدة حائزة للاحتياطيات. ويستلزم الأمر الإشارة إلى تحذير. فنتسم النتائج بالحساسية الشديدة إزاء الفرضيات الأساسية مثلما هو الحال في كثير من ممارسات بناء النماذج. فعلى سبيل المثال، يفترض عدم حدوث تحولات في الحوافز الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية التي تأسست منذ فترة طويلة، ومن ثم لا تقدم الممارسة إلا صورة جزئية لحجم التأثير المتوقع على التدفقات الرأسمالية وأسعار الأصول الذي ينشأ عن استراتيجيات التنوع الممكنة. فضلا على ذلك، قد تختار الجهات السيادية الأخرى تنوع أرصدة الأصول الاحتياطية القائمة لديها ( ولا يقتصر الأمر على أكبر عشرة أسواق صاعدة حائزة للاحتياطيات مثلما تفترض الممارسة). وأخيرا، بينما تهدف الحافطتان المبسطتان إلى رصد الاستراتيجيات الممكنة لتخصيص الأصول، فيجب إدراك أن صناديق الثروة السيادية هي من الناحية العملية مجموعة متنوعة تتفاوت فيما بينها من حيث الصلاحيات المخولة لها، والشفافية، وهياكل الحوكمة. ومع هذا، تساعد هذه الممارسة المحدودة في التعرف على اتجاه الأثر المحتمل على السوق وحجمه.

ويشير التحليل إلى أن نمط التدفقات الرأسمالية العالمية سيتغير كثيرا مع مواجهة الاقتصادات المتقدمة لانخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة، واستقطاب الاقتصادات الصاعدة لتدفقات داخلة أكبر بكثير (الشكل البياني الثالث). وتتسم حوافز صناديق الثروة السيادية المبسطة بأنها أكثر تنوعا فيما يخص فئات الأصول ومخاطر النقد الأجنبي على السواء وذلك مقارنة بالأصول الاحتياطية التي تكون في الغالب مقومة بالدولار وتأتي حيازتها

<sup>٥</sup> يستند نموذج الحافطة المبسطة لصندوق الثروة السيادية النموذجي المتنوع إلى تقارير السوق حول تخصيص الأصول وتكوين العملة. وتكوين عملات الاحتياطيات الرسمية (COFER) هي قاعدة بيانات أعدها صندوق النقد الدولي لتسجيل البيانات ربع السنوية في نهاية الفترة عن تكوين عملات الاحتياطيات الرسمية. وتستخدم البيانات حافطة الاحتياطيات المبسطة، مع افتراض تخصيص الأصول حصريا للسندات الحكومية وفقا لتكوين عملات الاحتياطيات الرسمية.

في النظام الاقتصادي أثناء فترة الاضطرابات الراهنة في الأسواق المالية مما يشير إلى قدرة هذه الصناديق على الاضطلاع بدور في تحقيق استقرار الأسواق المالية العالمية، غير أن التحول التدريجي نحو زيادة تنوع حوافز الأصول الاحتياطية الموجودة في حيازة جهات سيادية، بما في ذلك من خلال صناديق الثروة السيادية، يمكن أن تكون له انعكاسات على تدفق الأموال بين البلدان، والأسعار المطلقة والنسبية للأصول، وتطور الاختلالات العالمية.<sup>٦</sup>

وينطوي تحليل التأثير المحتمل لتنوع الاحتياطيات السيادية من خلال صناديق الثروة السيادية على تحديات بسبب نقص المعلومات الموثوقة عن عدة صناديق كبيرة، لا سيما فيما يتعلق بتخصيص أصولها. ومن أجل اختبار الانعكاسات الممكنة لتنامي وجود صناديق الثروة السيادية، وضعت سيناريوهات توضيحية لتخصيص الأصول في حالة البلدان الآخذة في التحول بعيدا عن حيازة الاحتياطيات والاتجاه صوب تنوع أصولها من خلال صناديق الثروة السيادية (الشكل البياني الثاني).<sup>٦،٣</sup> فنتم معاييرة حافظتين مبسطتين ومتنوعتين — إحداهما تمثل تكرارا لصندوق التقاعد الحكومي في النرويج

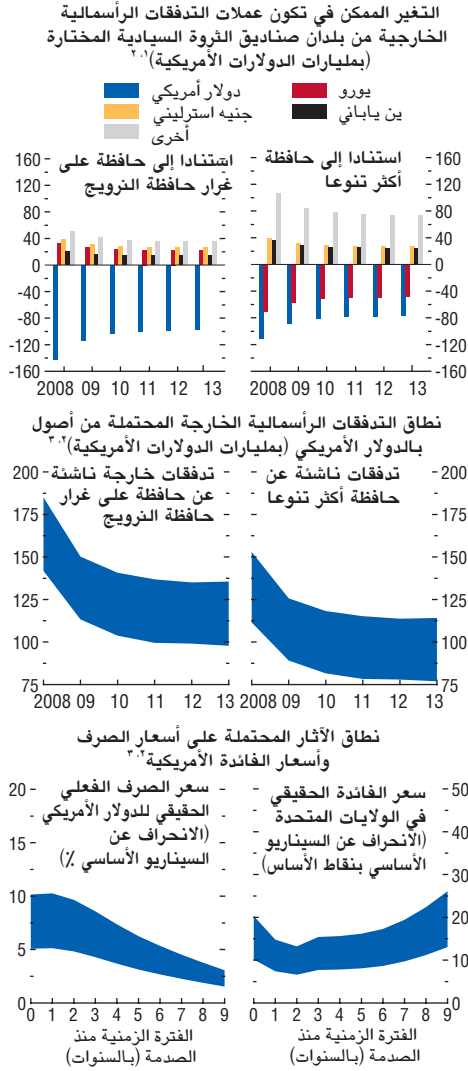
<sup>٦</sup> تشير التقديرات إلى أن جهات الاستثمار الرسمية الأجنبية أسهمت في انخفاض العائدات الاسمية على سندات الخزنة الأمريكية لعشر سنوات بمقدار ١٠٠ نقطة أساس (دراسة، Warnock and Warnock، 2006).

<sup>٣</sup> يفترض التحليل أن البلدان التي أنشأت صناديق الثروة السيادية مؤخرا أو التي أعلنت عزمها على ذلك ستوجه جزءا من التدفقات الداخلة بالنقد الأجنبي مستقبلا نحو صناديق الثروة السيادية الخاصة بها. وتشمل البلدان التي أنشأت صناديق الثروة السيادية مؤخرا أو التي بصدد إنشاء هذه الصناديق أو صناديق استثمار على غرار صناديق الثروة السيادية البرازيل والصين وكوريا وروسيا والمملكة العربية السعودية؛ وتشمل البلدان التي تنظر في إنشاء صناديق الثروة السيادية (وفقا لتقارير السوق) الهند واليابان وتايلند.

<sup>٤</sup> تحسب التدفقات الجديدة كحاصل رصيد الحساب الجاري وصافي التدفقات الرأسمالية الخاصة لكل بلد استنادا إلى توقعات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للفترة من ٢٠٠٨-٢٠١٣. ويضع التحليل حدا سفليا - يفترض أن البلدان التي أنشأت صناديق الثروة السيادية مؤخرا ستستثمر ٥٠٪ من التدفقات الداخلة بعملات أجنبية التي توافرت لديها حديثا في صناديق الثروة السيادية الخاصة بها؛ وحدا أعلى - يفترض أنه بالإضافة إلى ذلك، فإن البلدان التي تنظر في تأسيس صناديق الثروة السيادية (استنادا إلى تقارير السوق) ستستثمر ٥٠٪ من التدفقات الداخلة بعملات أجنبية التي توافرت لديها حديثا في صناديق الثروة السيادية الخاصة بها. كذلك يفترض الحد الأعلى أن ١٠٪ من رصيد الاحتياطيات الموجودة لدى أعلى عشرة اقتصادات صاعدة حائزة للاحتياطيات ستتحول من احتياطيات إلى حيازات لصناديق الثروة السيادية خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠١٣. ويفترض أن كافة التدفقات الجديدة نحو صناديق الثروة السيادية تستثمر في الخارج.

الإطار ٦-٢ (تتمة)

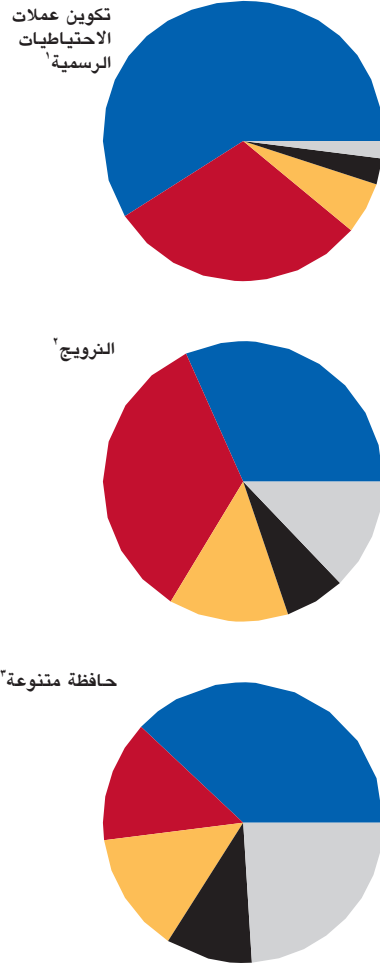
نتائج المحاكاة



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> استنادا إلى الافتراض بأن ٥٠٪ من تدفقات النقد الأجنبي التي تتوافر للبلدان الواردة في الحاشية (٢) توضع في صناديق الثروة السيادية وتستثمر في أصول أجنبية.  
 - تشمل البرازيل والصين وكوريا وروسيا (صندوق الثروة القومية فقط) والمملكة العربية السعودية.  
<sup>٢</sup> يستند الحد السفلي للنطاق إلى الافتراض الوارد وصفه في الحاشية (٨). ويفترض الحد الأعلى أن البلدان التي تعتمد إنشاء صناديق ثروة سيادية مستقبلا (اعتمادا على تقارير وسائل الإعلام) تضع أيضا ٥٠٪ من النقد الأجنبي المتوافر في صناديق الثروة السيادية لاستثمارها في الخارج. كذلك يفترض الحد الأعلى أن ٨٠٪ من أرصدة الاحتياطيات القائمة لدى أعلى عشرة اقتصادات صاعدة حائزة للاحتياطيات ستتحول من احتياطيات إلى حيازات صناديق الثروة السيادية على مدار الفترة من ٢٠٠٨-٢٠١٣.

تكوين العملة في نماذج الحوافظ المبسطة

دولار أمريكي يورو  
جنيه استرليني ين ياباني  
أخرى



المصادر: قاعدة بيانات تكوين عملات الاحتياطيات الرسمية؛ وبنك النرويج المركزي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> بيانات إجمالية. تكوين عملات الاحتياطيات الرسمية هي قاعدة بيانات لصندوق النقد الدولي عن تكوين عملات الاحتياطيات الرسمية بالنقد الأجنبي.  
<sup>٢</sup> يستثمر في الوقت الحاضر ٤٧٪ من حافظة النرويج في أسهم، و ٥٣٪ منها في سندات.  
<sup>٣</sup> نموذج الحافظة المبسطة لصندوق ثروة سيادية نموذجي متنوع استنادا إلى تقارير السوق عن تخصيص أصولها وتكوين عملاتها.

صندوق النقد الدولي وذلك بغرض التحديد الكمي لانعكاسات التغيرات المحتملة في نمط التدفقات الرأسمالية على أسعار الفائدة وأسعار الصرف مقارنة بالسيناريو الأساسي. وتركز النتائج على الآثار الناتجة في الولايات المتحدة. وتشير إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في الولايات المتحدة بمقدار ١٠-٢٥ نقطة أساس وانخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي في المدى البعيد بمقدار ٢-٤٪. ويتنبأ النموذج بزيادة حدة الانخفاض في سعر صرف الدولار في الأجل القصير بنحو ٦-١٠٪. ويمكن أن يحدث تحسن في عجز الحساب الجاري للولايات المتحدة بمقدار ٠,٥-١ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي الأمريكي، وذلك كنتيجة لارتفاع علاوة المخاطر القطرية بدافع من انخفاض الطلب على الأصول الأمريكية. وبالنسبة لباقي العالم، فمن شأن ارتفاع التدفقات الرأسمالية الداخلة أن يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة الحقيقية (ومن ثم زيادة فروق أسعار الفائدة مع الولايات المتحدة) وإلى زيادة ارتفاع أسعار الصرف (بالقيمة الحقيقية الفعلية)، ويؤدي إذا إلى انتعاش الطلب المحلي.

ولا تشير تقديرات النموذج إلى انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي على نحو غير منظم، أو إلى زوال الاختلالات العالمية بصورة غير منظمة. وفي واقع الأمر، تشير التقديرات إلى أن تأثير التحولات التدريجية في الحافظة سيكون بسيطاً في الأجل البعيد. ومع هذا لا تأخذ تقديرات النموذج إمكانية حدوث آثار غير مباشرة في الحساب، حينما تأتي ردود أفعال المستثمرين الآخرين إزاء التغير في سلوك صناديق الثروة السيادية. وتشير النتائج بوجه عام إلى أن انخفاض الطلب على الأصول الأمريكية سيساعد في تقليل العجز في الحساب الجاري الأمريكي وخفض قيمة الدولار.

بوجه عام في هيئة أذون صادرة عن الخزنة الأمريكية أو سندات للمؤسسات العامة. ويشير ذلك إلى انخفاض التدفقات الداخلة صوب أسواق السندات الحكومية، مع ما يقترن بذلك من انعكاسات على أسعار الفائدة. ويمكن أن يكون للتحول بعيداً عن الأصول الاحتياطية أكبر الأثر على الأسواق في الولايات المتحدة إذا اتجهت البلدان إلى التنويع بعيداً عن الحيازات بالدولار.

- يتضح من التقديرات أن التدفقات الداخلة صوب الولايات المتحدة قد تنخفض بمقدار ٠,٥-١٪ من إجمالي الناتج المحلي الأمريكي سنوياً في المتوسط، وذلك اعتماداً على عدد البلدان في العينة والفرضية الموضوعية بشأن تكوين عملات الاحتياطيات في أكبر عشرة اقتصادات صاعدة حائزة للاحتياطيات. كذلك تتوقع النتائج على استراتيجية تخصيص الأصول المستخدمة لبناء نماذج الاستثمار من جانب صناديق الثروة السيادية المستقبلية.
- ستؤدي الحوافز التي تميل أكثر من غيرها نحو الاستثمار في الاقتصادات الصاعدة — مثل الحافظة المتنوعة المبسطة — إلى خفض التدفقات نحو الأصول بالدولار واليورو على السواء، بينما تميل التدفقات نحو الاقتصادات الصاعدة إلى زيادة القدرة على الاستمرار. وعلى النقيض من ذلك، فمن شأن أي حافظة مشابهة لصندوق الثروة السيادية في النرويج — التي تميل كثيراً نحو الاستثمار في أوروبا — أن تشير إلى حد ما إلى انخفاض الاستثمار في الأصول المقومة بالدولار وانخفاض حجم التدفقات الداخلة نحو الأسواق الصاعدة وإن كانت لا تزال موجبة.
- أجريت عمليات محاكاة باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل (GIMF5)<sup>٦</sup> الذي وضعه

<sup>٦</sup> أجريت عمليات محاكاة لصيغة تضم خمس مناطق من «النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل» (GIMF5). ويمثل هذا النموذج صيغة موسعة من نموذج Kumhof and Laxton ويضم نماذج منفصلة

للولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان وآسيا الصاعدة و «باقي العالم» راجع دراسة (Kumhof and Laxton 2007).

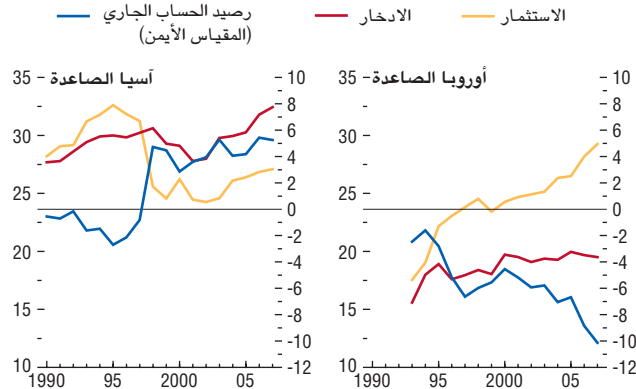
أوروبا الصاعدة كذلك مستورداً كبيراً لرؤوس الأموال غير الاستثمار الأجنبي المباشر، بما في ذلك ما يرتبط منها بالسندات وبتدفقات رؤوس الأموال السهمية الداخلة. وتراكمت الاحتياطيات الكلية بمعدل يتراوح بين ٢-٣٪ من إجمالي الناتج المحلي في السنة. وهناك أسلوب آخر لفهم التغيرات التي تطرأ على رصيد الحساب الجاري يتمثل في النظر إلى تطورات الادخار

المحلي) صغير مقارنة بالتدفقات الداخلة إلى الاقتصادات الصاعدة في مناطق أخرى، ولم يتغير كثيراً منذ مطلع التسعينات. وفي أوروبا الصاعدة، يسهم صافي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى حد كبير في تغطية العجز المتصاعد في الحساب الجاري، ويمثل مصدراً مستقراً نسبياً للتمويل، وذلك رغم أن زيادات العجز قد فاقت صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في السنوات القليلة الماضية. وتمثل

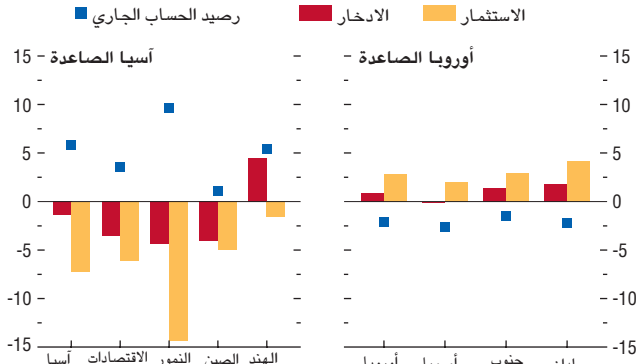
### الشكل البياني ٣-٦: رصيد الحساب الجاري والادخار والاستثمار

(% من إجمالي الناتج المحلي: متوسط بسيط)

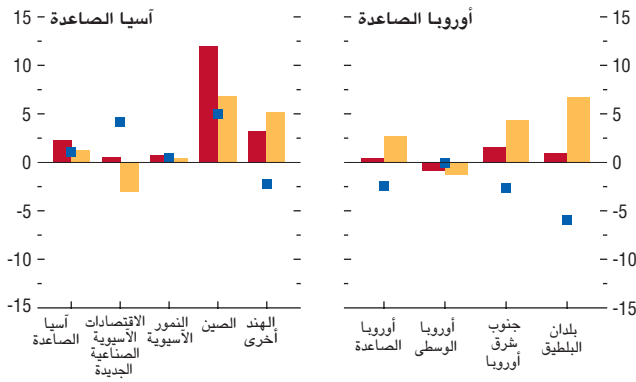
تراجع الادخار والاستثمار في آسيا بعد عام ١٩٩٧، وتراجع الاستثمار على نحو مفاجئ في النورم لآسيوية. وبرغم بقاء الاستثمار عند مستويات أدنى من الوضع قبل الأزمة، أدت الارتفاعات التي جاءت مؤخرًا في الصين والهند وبلدان أخرى إلى دفع الادخار والاستثمار. وعلى العكس من ذلك، شهد الاستثمار نمواً سريعاً في أوروبا الصاعدة، لا سيما البلدان الأقل دخلاً، واقترن بتحسين بسيط في الادخار.



التغير في رصيد الحساب الجاري والادخار والاستثمار ١٩٩٦-١٩٩٤ مقابل ٢٠٠٢-١٩٩٩



٢٠٠٣-٢٠٠٢ مقابل ١٩٩٩-٢٠٠٢



المصادر: شركة CEIC Data Company Limited؛ وإحصاءات الحسابات القومية الصادرة عن الأمم المتحدة؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. راجع الحاشيتين ١ و ٢ في الشكل البياني ١-٦ للاطلاع على التقسيمات الإقليمية.

والاستثمار (الشكلان البيانيان ٣-٦ و ٤-٦). وأدت أزمة ١٩٩٧-١٩٩٨ في بلدان آسيا الصاعدة إلى حدوث انخفاض شديد في (معظم) استثمارات القطاع الخاص في كوريا والنورم الآسيوية. كذلك تراجع الادخار، خاصة ادخار القطاع العام، ولكن بدرجة أقل. وعلى العكس من ذلك، يرجع ارتفاع الفائض في الصين خلال الفترة الأخيرة (٢٠٠٣-٢٠٠٦) إلى حدوث انتعاش كبير للادخار الخاص (معظمه في قطاع الشركات) واستمرار تزايد الادخار في القطاع العام. كذلك ارتفعت استثمارات القطاع الخاص والقطاع العام، وإن كان بمقادير أصغر. ويرجع عجز الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة إلى حدوث طفرة في استثمار القطاع الخاص (مما يعكس ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر) واستثمار القطاع العام، بقدر أقل، لا سيما في بلدان البلطيق وجنوب شرق أوروبا. كذلك ازداد ادخار القطاع العام زيادة متواضعة في هذه البلدان (ما عدا أوروبا الوسطى)، بينما كان ادخار القطاع الخاص ثابتاً نسبياً. وفي آسيا الصاعدة، أدى تزايد ادخار الشركات إلى موازنة الادخار السالب لقطاع الأسر، رغم ما شهدته السنوات الأخيرة من بعض الادخار السالب في القطاع الخاص على الصافي.

وبالمقارنة مع نوبات انطلاق النمو الأخرى، يعتبر عجز الحساب الجاري الذي شهدته أوروبا الصاعدة في الفترة الأخيرة كبير جداً (الشكل البياني ٦-٥). وفي الاقتصادات التي شهدت انطلاقة في النمو عند نقطة ما خلال الخمسة وثلاثين عاماً الماضية، بلغ متوسط عجز الحساب الجاري حوالي ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي خلال الثماني سنوات الأولى اللاحقة لانطلاقة النمو، بالمقارنة مع متوسطات العجز التي بلغت من ٦-٧٪ من إجمالي الناتج المحلي في أوروبا الصاعدة على مدار الفترة المكافئة. وشوهد كذلك نمط مماثل، مع وجود اختلاف أقل، أثناء نوبات انطلاق النمو في عدد من

٤ رصيد الحساب الجاري هو الفرق بين المدخرات الوطنية وإجمالي الاستثمارات.

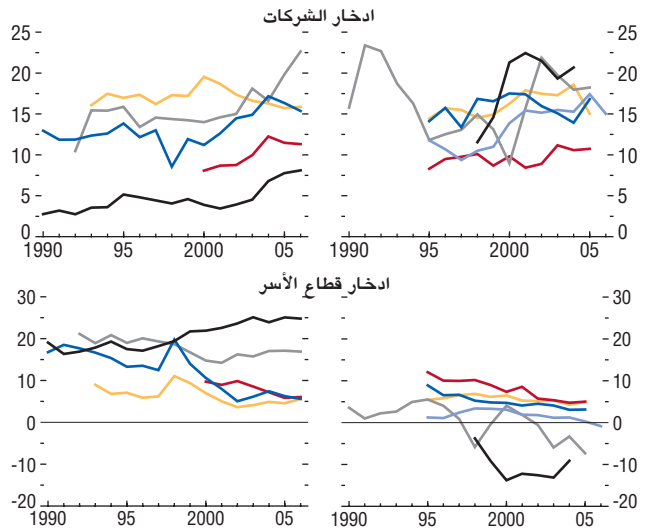
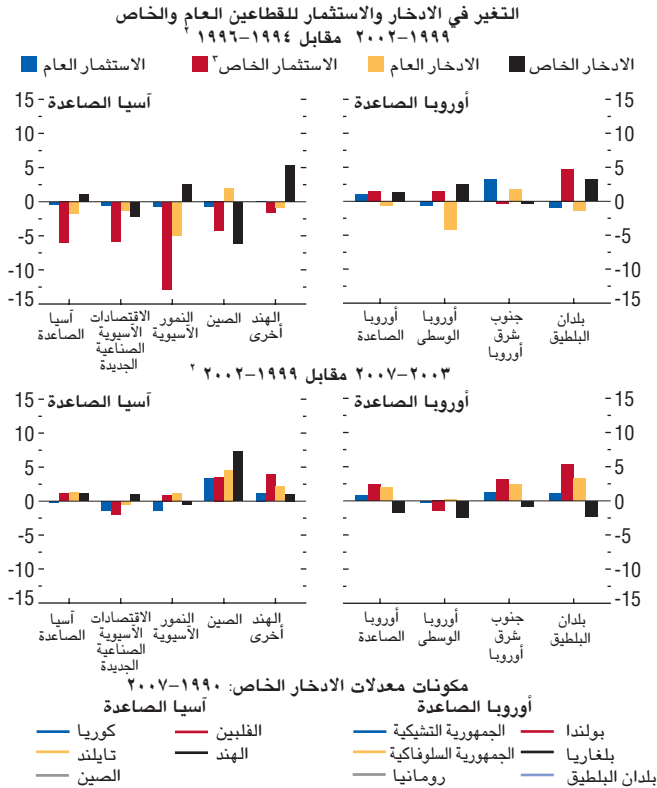
٥ طرّح هذا الجدول ليبيّن أن الفائض الذي سجلته الصين هو ارتفاع في معدل ادخار قطاع الأسر، ويرجع ذلك إلى افتقار وجود شبكات أمان اجتماعي أو نقص استهلاك بحكم العادة. ومع ذلك، اقترن ارتفاع الحساب الجاري للصين مؤخراً بحدوث ارتفاع في معدل ادخار قطاع الشركات وليس معدل ادخار قطاع الأسر. وتذهب دراسة (Aziz and Cui 2007) إلى أن تراجع حصة دخل العمالة — وليس ارتفاع معدل ادخار الأسر — كانت هي العامل الرئيسي وراء تراجع حصة الاستهلاك في إجمالي الناتج المحلي للصين.

٦ يعرض الملحق ٦-١ مزيد من التفصيل المعايير المستخدمة في تحديد انطلاقات النمو والبلدان والسنوات التي شهدتها.

## أنماط الحسابات الجارية الأخيرة في الاقتصادات الصاعدة

### الشكل البياني ٦-٤: الادخار والاستثمار حسب المكونات<sup>١</sup> (% من إجمالي الناتج المحلي: متوسط بسيط)

جاء ظهور فائض كبير في الحساب الجاري في الصين علي مدار السنوات الأخيرة نتيجة للارتفاع الحاد في مدخرات الشركات، وتراجعت مدخرات قطاع الأسر في المنطقتين طوال العقد الماضي وانخفضت بصفة خاصة في أوروبا الصاعدة.



المصدر: شركة CEIC Data Company Limited، ودليل إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وإحصاءات الحسابات القومية الصادرة عن الأمم المتحدة، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> راجع الحاشيتين ٢ و١ في الشكل البياني ٦-١ للاطلاع على التقسيمات الإقليمية.  
<sup>٢</sup> استبعدت إندونيسيا وبولندا وسلوفينيا من متوسطات المجموعة بسبب نقص البيانات، ونتيجة لذلك لا تضاف البيانات الواردة في الشكل البياني ٦-٤ إلى المستويات في الشكل البياني ٣-٦.  
<sup>٣</sup> الاستثمار الخاص يشمل التغيرات في المخزون.

بلدان آسيا الصاعدة ماعدا الصين.<sup>٧</sup> وبوجه عام اقترنت زيادة عمق العجز في الحساب الجاري بحدوث طفرة في الاستثمار وارتفاع صغير موازن في الادخار عبر نوبات انطلاق النمو. وعلى سبيل المقارنة، أدت الانطلاقة في أوروبا الصاعدة إلى زيادة تسارع الاستثمار، وليست هناك سابقة لهذه التجربة إلا نوبات الانطلاق في النمر الآسيوية في مطلع السبعينات. ويختلف الوضع في أوروبا الصاعدة عن انطلاقات النمو النمطية من حيث ارتفاع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة ونوبات العجز الأطول أمدا.

والأمر المثير للاهتمام هو أن نوبات انطلاق النمو المحددة هنا تشمل عددا من بلدان أوروبا الغربية التي كانت من أوائل بلدان الاتحاد الأوروبي. كذلك سجلت هذه البلدان عجزا شديدا في الحساب الجاري وارتفاعا كبيرا في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة، ولكن بقدر أقل كثيرا بالمقارنة مع أوروبا الصاعدة. ويمكن عزو ذلك في جانب منه إلى عدم فتح البلدان المذكورة لحساباتها الرأسمالية بصورة مكتملة إلا في مطلع التسعينات، وذلك بعد انطلاقة النمو في معظم الحالات.

وتتسم التحولات في مسار الحسابات الجارية لبلدان آسيا الصاعدة أثناء أزمة ١٩٩٧-١٩٩٨ بأنها متميزة مقارنة بالتجارب التي شهدتها أثناء نوبات الأزمات الأخرى. وبالمقارنة مع أزمات العملة والأزمات المصرفية التي وقعت منذ عام ١٩٨٠، بدأت اقتصادات آسيا الصاعدة بعجوزات أكبر في المتوسط، وأجريت عمليات مواءمة أكبر بكثير للحسابات الجارية ومستويات الاستثمار وعلى نحو أكثر فجائية (الشكل البياني ٦-٦).<sup>٨</sup> وترتب على ذلك عدم اكتمال جزء من هذه التحولات الكبيرة. ومع هذا، ظلت الفوائض مرتفعة بعد انقضاء خمسة أعوام على الأزمة مقارنة بمستوياتها في أعقاب نوبات أخرى لأزمات مختلفة.

ويتمثل أحد الخصائص المشتركة بين اقتصادات آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة في ارتفاع معدلات نموها. ويشير الشكل البياني ٦-٧ أن من بين البلدان التي تشهد نموا كبيرا (أي أن نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي تفوق ٢٪ في السنة)، تميل البلدان التي تحقق معدلات نمو أعلى إلى تسجيل أرصدة أقل في حساباتها

<sup>٧</sup> راجع أيضا الفصل الثاني في عدد إبريل ٢٠٠٤ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

<sup>٨</sup> أخذت تواريخ بدء أزمات العملة والأزمات المصرفية من دراسة Laeven and Valencia (قيد الإصدار).

الجارية، وذلك اتساقا مع النظرية السائدة. ويصدق هذا الارتباط السالب على جميع الاقتصادات، ولكنه ينطبق أيضا داخل كل منطقة من المناطق الصاعدة (تمثل الصين مرة أخرى استثناء واضحا).<sup>٩</sup> وتشير الأدلة المتوافرة على تطورات الحسابات الجارية في الاقتصادات المتقدمة في مراحل صعودها أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين إلى أن رؤوس الأموال كانت تتدفق نحو البلدان التي سجلت معدلات نمو مرتفعة (الإطار ٦-٣).

### ما هي العوامل التي أسهمت في تكوين أنماط الحسابات الجارية مؤخرا؟

تتأثر أرصدة الحسابات الجارية في الاقتصادات الصاعدة بعوامل متعددة.<sup>١٠</sup> ويتناول هذا القسم بدقة البيانات القطرية المقارنة التي تربط بين مستوى رصيد الحساب الجاري ومجموعة كبيرة من المتغيرات التي قد تكون مهمة في تحديد أرصدة الحسابات الجارية في أوروبا الصاعدة وآسيا الصاعدة. ويسعى التحليل التجريبي في البداية إلى شرح تطورات الحسابات الجارية بصورة منفردة استنادا إلى العوامل المعيارية التي ألفت الدراسات الاقتصادية الضوء عليها باعتبارها محددات مهمة لأرصدة الحسابات الجارية. وتشمل هذه المحددات رصيد الحكومة، ونسب الشباب وإعالة كبار السن، ومركز الأصول الأجنبية الصافية، وفرص النمو التي يمثلها مستوى الدخل المبدئي والنمو المتأخر.<sup>١١</sup> وتفسر هذه

<sup>٩</sup> وينطبق هذا الاستنتاج أيضا إذا أُدرجت جميع الاقتصادات الصاعدة وليس الاقتصادات الصاعدة التي تحقق نموا عاليا فقط. وما عدا الصين، كانت رؤوس الأموال تتدفق بصورة كلية نحو الاقتصادات الصاعدة. وتتناقض هذه الأدلة مع ما ورد في الدراسات الاقتصادية في الفترة الأخيرة التي توصلت إلى وجود علاقة ارتباط موجب بين النمو والحساب الجاري (راجع على سبيل المثال دراستي Prasad, Rajan, and Subramanian, 2007 وGourinchas and Jeanne, 2007). وأحد التفسيرات الممكنة لذلك هو أن كثيرا من هذه الدراسات لا يتضمن بلدان أوروبا الصاعدة ويتضمن عددا كبيرا من البلدان الإفريقية التي تأتي معظم التدفقات الرأسمالية الداخلة إليها في صورة التدفقات الداخلة للمعونة الرسمية وليس في شكل تدفقات رأسمالية خاصة داخلة بدافع من اعتبارات السوق. وتشير البحوث الأخيرة إلى إمكانية تأثير تدفقات المعونة الداخلة تأثيرا غامضا أو حتى سلبا على النمو من خلال رفع سعر الصرف وكبح احتمالات النمو في قطاع السلع التجارية (راجع على سبيل المثال دراسة Rajan and Subramanian, 2005).

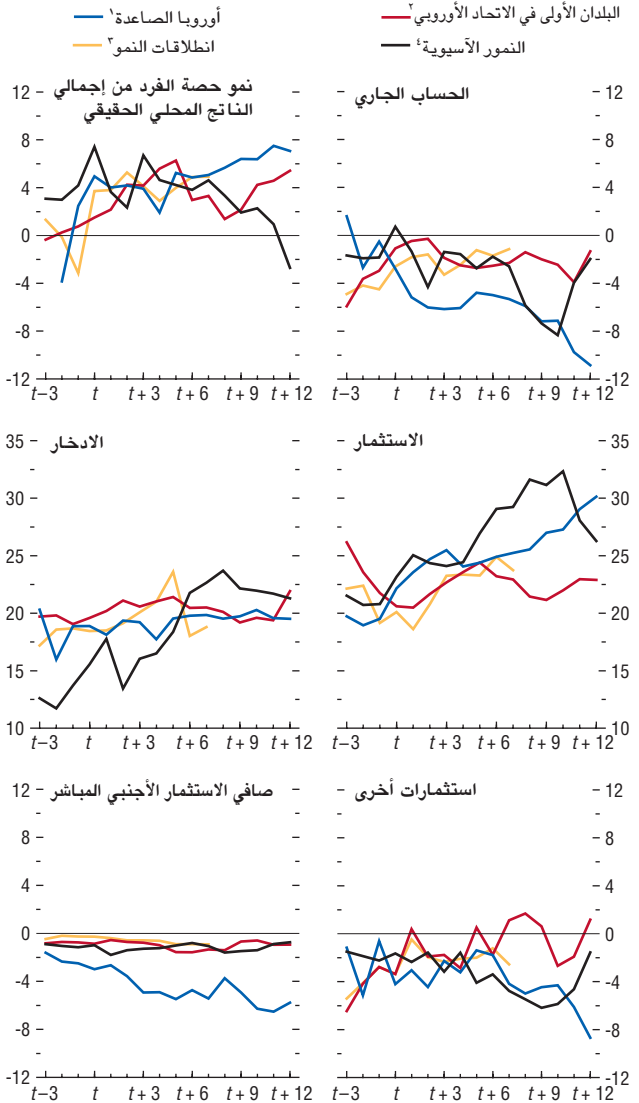
<sup>١٠</sup> راجع على سبيل المثال دراسات Chinn وAristovnik (2006) وHerrmann وGruber and Kamin (2007-2008) وIto (2006) and Jochem (2005).

<sup>١١</sup> راجع دراسة Lee and others (2008). ويُتوقع أن تؤدي فرص النمو إلى خفض الحساب الجاري من خلال ارتفاع الاستثمار وانخفاض الادخار. وبالمثل، يؤدي ارتفاع نسب الإعالة إلى خفض الحساب الجاري عن طريق تقليل الادخار. وفي المقابل، يؤدي الفائض الحكومي إلى رفع

### الشكل البياني ٦-٥: انطلاقات النمو

(٧٪ من إجمالي الناتج المحلي؛ متوسط بسيط؛ السنوات السابقة على الأزمة واللاحقة لها على المحور السيني)

اقترن انطلاق النمو في أوروبا الصاعدة منذ عام ١٩٩٥ بتسجيل عجوزات أكبر في الحساب الجاري وحدث ارتفاع كبير في صافي التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر نسبيا إلى انطلاقات النمو القابلة للمقارنة في بلدان أخرى.



المصدر: دليل إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> يُفترض أن سنة الانطلاق لأوروبا الصاعدة هي ١٩٩٥.  
<sup>٢</sup> كانت سنوات الانطلاق بالنسبة للبلدان الأولى في الاتحاد الأوروبي كما يلي: اليونان (١٩٩٦) وأيرلندا (١٩٨٥) والبرتغال (١٩٨٥) وإسبانيا (١٩٨٤).  
<sup>٣</sup> تُعرّف انطلاقة النمو بأنها بدء تسارع النمو الذي يتسم بارتفاع معدل النمو الحقيقي في حصة الفرد بمقدار ٢٪ على الأقل وبلوغ متوسط معدل النمو ٣.٥٪ على الأقل بصورة متواصلة على مدى أفق زمني يبلغ ثمانية أعوام استنادا إلى دراسة Hausmann, Pritchett, and Rodrik (2005). ويوضح الشكل البياني قيمة الوسيط لكل متغير عبر جميع نوبات تسارع النمو (ما عدا في أوروبا الصاعدة).  
<sup>٤</sup> النور الآسيوية تشمل إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند وسنة الانطلاق بالنسبة لها هي ١٩٧٣.

## ما هي العوامل التي أسهمت في تكوين أنماط الحسابات الجارية مؤخرًا؟

المتغيرات جزءا كبيرا من أنماط الحسابات الجارية في أنحاء العالم، ولكنها غير قادرة على تفسير كنه الفوائض الكبيرة في آسيا الصاعدة والعجز الكبير في أوروبا الصاعدة. وبعد ذلك يجمع التحليل التجريبي هذه العوامل المعيارية مع مجموعة من المتغيرات الإضافية التي تميز تطورات القطاع المالي الذي ربما قام بدور رئيسي في دفع أنماط الحسابات الجارية في السنوات الأخيرة.

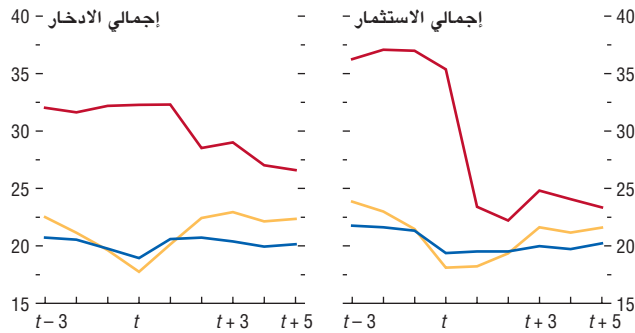
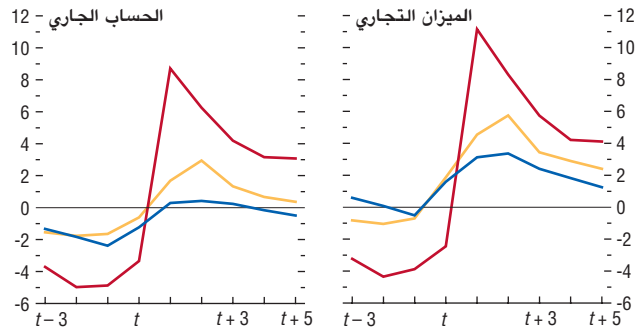
وعلى مدار العشر سنوات الماضية، قامت اقتصادات أوروبا الصاعدة بتحرير نظمها المالية المحلية وفتح حساباتها الرأسمالية بسرعة فائقة (الشكل البياني ٦-٨).<sup>١٢</sup> وينعكس مزيج عمليتي التحرير المذكورتين على حدوث طفرة في عدد البنوك الأجنبية في هذه البلدان.<sup>١٣</sup> ورغم إحراز بلدان آسيا الصاعدة لبعض التقدم نحو التحرير المالي المحلي، لا تزال النظم المالية لهذه الاقتصادات أقل تحررا بكثير، باستثناء النظم في الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة. وأثناء الأزمة الآسيوية، وضعت النظم الآسيوية وكذلك الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة قيودا على معاملات الحسابات الرأسمالية. وبعد انقضاء أكثر من عشر سنوات، لا تزال الحسابات الرأسمالية بوجه عام منغلقة كثيرا في هذه الاقتصادات باستثناء الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة.

### الشكل البياني ٦-٦: انعكاس مسار الحساب الجاري عند الأزمات<sup>١</sup>

(% من إجمالي الناتج المحلي، متوسط بسيط: السنوات السابقة للأزمة واللاحقة لها على المحور السيني)

كانت مواءمة الحساب الجاري أثناء الأزمة الآسيوية أكثر فجائية مقارنة بنوبات الأزمات الأخرى. وظلت آسيا تسجل فوائض أكبر من المناطق الأخرى بعد مرور خمس سنوات على الأزمة.

— الأزمة الآسيوية  
— اقتصادات صاعدة أخرى واجهت أزمات العملة  
— اقتصادات صاعدة أخرى واجهت أزمات عملة وأزمات مصرفية مشتركة



المصادر: دليل إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تشمل بلدان الأزمة الآسيوية إندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وتايلند. وواجهت بلدان أخرى صاعدة أزمات تشمل الأرجنتين والبرازيل والمكسيك وروسيا وتركيا، حيث تم تحديد ١٥ نوبة أزمات منها استنادا إلى دراسة Laeven and Valencia (قيد الإصدار) على مدار الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٧.

الحساب الجاري إذا لم يوازنه انخفاض الادخار الخاص و/أو ارتفاع الاستثمار الخاص على نحو تام. وأخيرا، من المتوقع أن يؤدي ارتفاع صافي الأصول الأجنبية إلى رفع الحساب الجاري عن طريق زيادة صافي دخل الاستثمار. ويشمل التحليل كذلك متغيرا صوريا للمراكز المالية حيث إنها عادة ما تصدر رؤوس الأموال، ورسيد النفط، وأثار الزمن لرصد التطورات التي تؤثر تأثيرا مشابها على جميع البلدان في فترة زمنية محددة.

<sup>١٢</sup> يستخدم هذا الفصل مؤشرا للتحرير المالي المحلي يضم معلومات عن ضوابط أسعار الفائدة، والضوابط الائتمانية، والقيود على المنافسة، وملكية الدولة، وجودة الرقابة والتنظيم المصرفيين، والسياسات الرامية إلى تشجيع إنشاء أسواق للسندات والأسهم، والسياسات التي تسمح بتعامل الأجانب في أسواق الأسهم المحلية (دراسة Abiad, Detragiache, and Tressel, قيد الإصدار). وأخذ مؤشر انفتاح الحساب الرأسمالي من دراسة Chinn and Ito (2006). وهناك ارتباط كبير بين هذين المؤشرين يعزى في جانب منه إلى تضمين التحرير المالي المحلي لمقياس حواجز دخول المستثمرين الأجانب. ومن ثم خضوع الدلالة الإحصائية لهذه المتغيرات للفحص معا في الانحدارات.

<sup>١٣</sup> وسبب آخر وراء الارتفاع في ملكية البنوك الأجنبية هو وجود فرص أفضل نسبيا لتحقيق النمو أمام البنوك الأم التي تواجه أوضاع أكثر تشديدا على صعيد الدخل في أسواقها المحلية. وتشير دراسة Ayden (قيد الإصدار) إلى أن الفروق الضيقة — أي الفرق بين معدلات العائد على الإقراض والودائع — في الأسواق في بلدان البنوك الأم تقترن بارتفاع معدلات الإقراض من فروعها العاملة في أوروبا الوسطى والشرقية.



ولا تقدم النظرية توجيهات واضحة فيما يخص علامات الأثر الصافي المترتب على تحرير القطاع المالي وانفتاح الحساب الرأسمالي على الحساب الجاري. ومن المرجح أن تتحسن مسألة الحصول على رؤوس أموال أجنبية لتمويل الاستثمار المحلي، ومن ثم خفض الحساب الجاري، إذا ازداد انفتاح الحساب الرأسمالي وارتفع مستوى تطور النظام المالي.<sup>١٤</sup> ومع ذلك، ربما أدت زيادة تحرير النظم المالية المحلية واتساع فرص الوساطة كذلك إلى تشجيع الادخار المحلي، مع ما يحدثه ذلك من تأثير معاكس على الحساب الجاري. ومن ناحية أخرى، يمكن أن ينطوي التحرير المالي المحلي كذلك على تحسن إمكانية الحصول على ائتمان وعلى منتجات مالية جديدة، ويميل ذلك إلى خفض الادخار المحلي والحساب الجاري على السواء. ومن ثم فإن الأثر الصافي على الحساب الجاري بسبب تحرير القطاع المالي وانفتاح الحساب الرأسمالي هو أمر غير مؤكد ويظل مسألة تجريبية.

ويأتي العمق المالي للاقتصاد ضمن العوامل المالية الأخرى التي يحتمل أن تؤثر على الحساب الجاري، ويقاس بحصة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص ورسملة أسواق الأسهم في إجمالي الناتج المحلي.<sup>١٥</sup> ويمكن أن يمثل زيادة العمق المالي إشارة على تطور النظام المالي، ومن شأن ذلك أن يرفع الحساب الجاري إذا أدى إلى حفز الادخار الوطني ولكن قد يخفض الحساب الجاري إذا أدى إلى جذب مزيد من المدخرات الخارجية ودفع الاستثمارات المحلية بناء على ذلك. وتبدو شدة العمق المالي أكبر في آسيا الصاعدة مقارنة بأوروبا الصاعدة، رغم التزايد المشاهد في المنطقتين (باستثناء النمر الآسيوية).

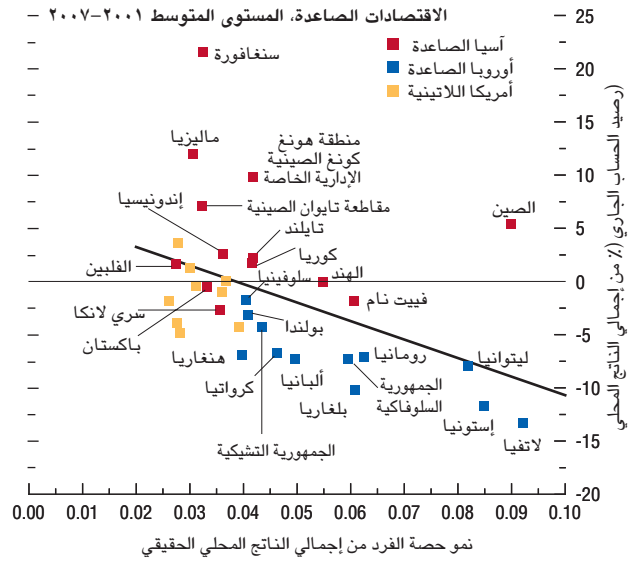
ويتمثل أحد العناصر التي استرعت كثيرا من الاهتمام في سياق فوائض الحسابات الجارية الآسيوية في سياسة سعر الصرف والمزايا التفضيلية لتكوين الاحتياطات المتراكمة. ومع هذا، فمن الصعب التوصل إلى مقياس خارجي لهذه السياسات لأن أسعار الصرف والاحتياطات

<sup>١٤</sup> في حالة وقوع أزمة أو إذا كان البلد المعني لا يدار إدارة جيدة، يمكن أن تقترن زيادة انفتاح الحساب الرأسمالي أيضا بزيادة التدفقات الرأسمالية الخارجة.

<sup>١٥</sup> راجع دراسات Chinn and Prasad (2003) و Gruber and Kamin (2007, 2008) و Chinn and Ito (2006) للاطلاع على تحليلات تشمل هذا المقياس (وانفتاح الحساب الرأسمالي).

### الشكل البياني ٦-٧: رصيد الحساب الجاري ونمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي

تميل أرصدة الحساب الجاري إلى الانخفاض في الاقتصادات الصاعدة سريعة النمو.

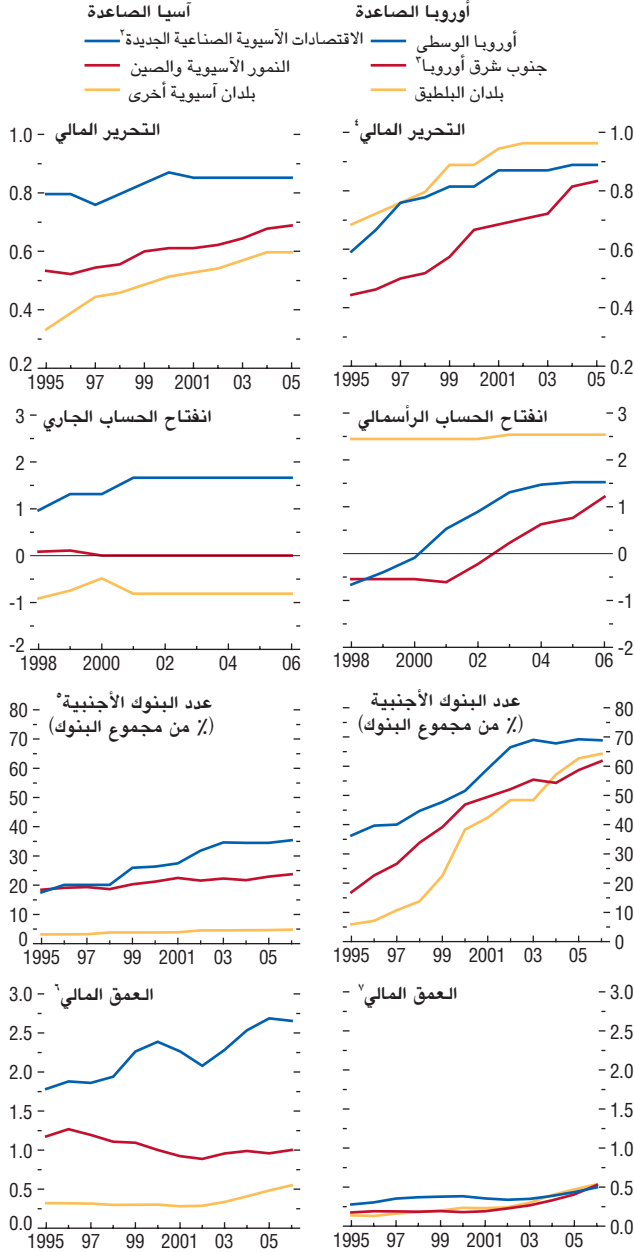


المصادر: دليل إحصاءات مالية الحكومة، صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> لا يضم الشكل البياني البلدان التي سجل نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بها أقل من ٢٪.

## ما هي العوامل التي أسهمت في تكوين أنماط الحسابات الجارية مؤخرًا؟

### الشكل البياني ٦-٨: أنماط التطور المالي<sup>١</sup>

استمرت عملية تحرير الأسواق المالية المحلية في أوروبا الصاعدة بوتيرة أسرع من آسيا الصاعدة (ما عدا الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة التي كانت عند مرحلة أكثر تقدماً بالفعل). واقترن فتح الحسابات الرأسمالية بسرعة تدفق البنوك الأجنبية.



المصادر: دراسات Abiad, Detragiache, and Tresselt (٢٠٠٦، قيد الإصدار)؛ Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine (٢٠٠٠، updated)؛ و Chinn and Ito (٢٠٠٦، updated)؛ و Claessens and others (٢٠٠٨)؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> راجع الملحق ٦-١ للاطلاع على تعريف المتغيرات. راجع الحاشيتين ١ و ٢ في الشكل البياني ٦-٨ للاطلاع على التقسيمات الإقليمية.

<sup>٢</sup> ما عدا مقاطعة تايوان الصينية.

<sup>٣</sup> ما عدا جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة.

<sup>٤</sup> ما عدا كرواتيا والجمهورية السلوفاكية وسلوفينيا.

<sup>٥</sup> ما عدا باكستان وسري لانكا.

<sup>٦</sup> ما عدا فييت نام.

<sup>٧</sup> ما عدا ألبانيا.

تتحدد بصورة آنية مع رصيد الحساب الجاري. ومن ثم، لا تمثل هذه العوامل جزءاً من هذا التحليل المقنن رغم تقديم بعض الأدلة على دورها المحتمل في تحديد حجم فوائض آسيا الصاعدة. وأخيراً، قد يؤثر أيضاً نظام سعر الصرف ذاته (الثابت مقابل المرن) على رصيد الحساب الجاري، إلى جانب ما يمكن أن تؤدي إليه أنظمة سعر الصرف الثابت من اختلالات أكبر (مؤقتاً) كرد فعل إزاء الصدمات الاقتصادية. ومع هذا، فإن اتجاه الأثر غير واضح، ويعتمد على طبيعة الصدمة الأولية التي تلحق برصيد الحساب الجاري.

### التحليل التجريبي

يركز التحليل التجريبي على محددات رصيد الحساب الجاري في الأجل المتوسط (بتقدير متوسطات البيانات عن فترات تبلغ مدة كل منها أربع سنوات) ويغطي بيانات الانحدار الطولي لمجموعة اقتصادات متقدمة وصاعدة (غير مصدرة للنفط) يبلغ عددها ٥٨ اقتصاداً خلال الفترة من ١٩٨٣-٢٠٠٦، وتشمل أوروبا الصاعدة للفترة الفرعية ١٩٩٥-٢٠٠٦ (راجع الملحق ٦-٢ للاطلاع على مزيد من التفاصيل بشأن جودة البيانات).<sup>١٦</sup> ويبدأ التحليل بتقدير نموذج معياري للحساب الجاري ثم يضيف إليه مجموعة من المتغيرات المالية ومقياس للهيكل السياسي.<sup>١٧</sup> وأخيراً يتم إدخال العوامل الخاصة التي أثرت على أوروبا الصاعدة لتمثل انعكاساً لظروفها الخاصة بها.<sup>١٨</sup>

<sup>١٦</sup> يتسم الانحدار الطولي بأنه غير متوازن، حيث إن المتغيرات لم تكن دائماً متوافرة لجميع الفترات الفرعية على مستوى كافة البلدان.

<sup>١٧</sup> مؤشر الهيكل السياسي هو متغير "مؤشر النظام السياسي ٢" (Polity2) المأخوذ من مشروع مؤشر النظام السياسي الرابع (Polity IV) (دراسة (Marshall, Jaggers, and Gurr, 2004)). ويغطي عدداً من الأبعاد، بما في ذلك وجود مؤسسات وإجراءات يعبر المواطنون من خلالها على أفضلياتهم بشأن السياسات البديلة والقادة ووجود قيود تأخذ شكل مؤسسي على ممارسة الجهاز التنفيذي لصلاحياته.

<sup>١٨</sup> أولاً، فمنذ انهيار مجلس التعاون الاقتصادي الدولي «الكوميكون»، شرعت معظم هذه البلدان في عملية الاندماج في الاتحاد الأوروبي التي تنطوي على زيادة استقرار الاقتصاد الكلي وتحسين السياسات. ومن ثم، ربما أدى التقدم نحو الاندماج في الاتحاد الأوروبي إلى منح هذه البلدان ميزة الحصول على رؤوس أموال أجنبية. وثانياً، ربما كانت احتياجات الاستثمار في أوروبا الصاعدة كبيرة بصفة خاصة، حيث أدى انهيار الكوميكون إلى تراجع الأرصدة الرأسمالية كثيراً بينما القوى العاملة على مستوى تعليمي جيد.

### الإطار ٦-٣: المنظور التاريخي للنمو والحساب الجاري

#### الحسابات الجارية والتدفقات الرأسمالية: مصادرها وأحجامها واستمراريتها

شهد الاقتصاد العالمي عصرا ذهبيا للاندماج منذ منتصف القرن التاسع عشر حتى الحرب العالمية الأولى. واستندت التغييرات إلى عوامل متعددة هي: تحسن الاتصالات بفضل انتشار التلغراف والسكك الحديدية، والتراجع الكبير في تكاليف الشحن، والهجرات الهائلة غير المسبوقة، وانتشار قاعدة الصرف بالذهب، وتماسك الإمبراطورية البريطانية، وزيادة تقدم الأسواق المالية في لندن. وكانت بريطانيا العظمى أكبر مورد للنقود حيث بلغت حصتها أكثر من ٥٠٪ من كافة التدفقات الرأسمالية الخارجة من البلدان التي سجلت فوائض<sup>١</sup>، وكانت البلدان الأخرى المصدرة لرؤوس الأموال هي فرنسا وألمانيا وهولندا.

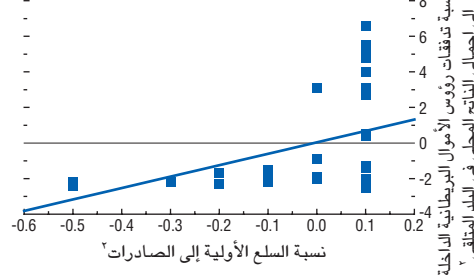
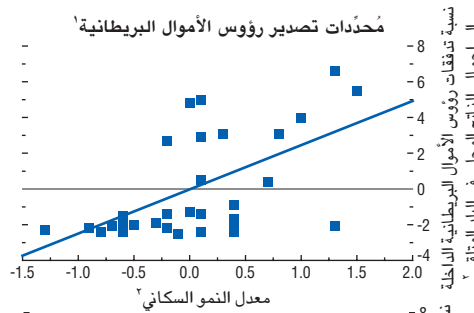
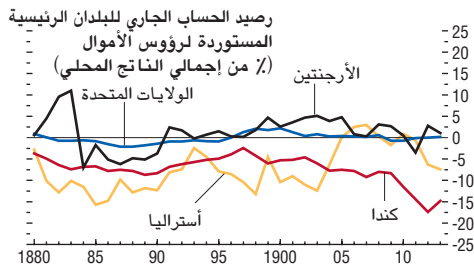
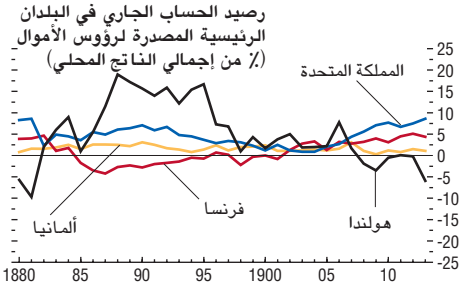
ولم تكن الضوابط على التدفقات الداخلة قد وُضعت بعد، حيث كان الأمر متروكا للمستثمرين إلى حد بعيد ليقرروا وجهة إرسال رؤوس أموالهم، رغم أن الأهداف السياسية للبلدان التي سجلت فوائض حينذاك كانت هي التي تحدد وجهة التدفقات الرأسمالية في بعض الحالات. وتعرض لوحات الشكل البياني الحسابات الجارية للبلدان التي سجلت فوائض (أو إجمالي التدفقات الرأسمالية الخارجة) خلال الفترة بين ١٨٧٠ و١٩١٣ وكذلك البلدان الرئيسية المستوردة لرؤوس الأموال: الأرجنتين وأستراليا وكندا والولايات المتحدة (راجع دراسة Stone, 1999).

وكانت التدفقات الرأسمالية الداخلة متواصلة في أغلب الأحيان. واستمر عجز الحساب الجاري في كثير من البلدان الرئيسية المستوردة لرؤوس الأموال طوال عقد أو أكثر. أما البلدان الأخرى التي كان مسارها المالي أكثر هشاشة فقد مرت بنوبات عجز أقصر أمدا. وتشير التقديرات الواردة في دراسة Meissner and Taylor (2008) إلى أن البلدان المستوردة لرؤوس أموال طائلة مثل الأرجنتين وأستراليا وكندا والولايات المتحدة سجلت عجزا لفترات طويلة، مع بلوغ الأعمار النصفية لحالات عجز الحساب الجاري حوالي ثلاث سنوات مقارنة بالأعمار النصفية التي بلغت حوالي

المؤلف الرئيسي لهذا الإطار هو كريستوفر مايسنر.

<sup>١</sup> راجع دراسة Obstfeld and Taylor (2004) للاطلاع على فكرة عامة بعيدة المدى عن الأسواق الرأسمالية؛ ودراسة O'Rourke and Williamson (1999) للاطلاع على فحص تاريخي للفترة الأولى من العولمة؛ ودراسة López Córdova and Meissner (2003) للاطلاع على قاعدة الصرف بالذهب والتبادل التجاري؛ ودراسة Mitchener and Weidenmier (2003) (قيد الإصدار) للاطلاع على الإمبراطورية البريطانية والتبادل التجاري.

#### التدفقات الرأسمالية ودوافع تصدير رؤوس الأموال، ١٨٦٥-١٩١٣



المصادر: دراستا Clemens and Williamson (2004) و Bordo, Cavallo, and Meissner (2007).

<sup>١</sup> تشمل الأرجنتين وأستراليا والنمسا والبرازيل وكندا وشيلي والدانمرك ومصر وفنلندا واليونان وإيطاليا والهند واليابان وهولندا ونيوزيلندا والنرويج والبرتغال وروسيا وجنوب إفريقيا وإسبانيا والسويد والولايات المتحدة وأوروغواي.

<sup>٢</sup> الفرق عن الوسيط.

## ما هي العوامل التي أسهمت في تكوين أنماط الحسابات الجارية مؤخرًا؟

هذه البلدان كميات هائلة من السندات لأغراض غير محددة.

### استمرارية التدفقات الرأسمالية والأزمات المالية

انتهت بعض هذه التدفقات الرأسمالية الكبيرة الداخلة فجأة مع حدوث أزمات مالية أدت إلى انخفاض النمو مؤقتًا إلى أدنى من معدلات الاتجاه طويل المدى (دراسة Bordo, Cavallo and Catão, 2007). وتبين دراسة (Meissner 2007) أن حالات التوقف أو التحول المفاجئ في التدفقات الرأسمالية تقترب بارتفاع مستويات التدفقات الرأسمالية الداخلة ومخاطر النقد الأجنبي في فترات سابقة. وعلى النقيض من ذلك، تؤدي قوة مراكز الاحتياطيات، وارتفاع نمو الصادرات، والعلاقات السياسية الوطيدة مع جهة الإقراض إلى خفض احتمالات حدوث توقف مفاجئ للتدفقات الرأسمالية الداخلة في أي سنة محددة. وبصفة خاصة، كانت أكبر البلدان المقترضة التي لديها مصداقية مالية أو روابط مع الإمبراطورية البريطانية (مثل كندا) قادرة على الحفاظ على التدفقات الرأسمالية الداخلة حتى في أوقات انخفاض السيولة الدولية.

وتختلف التجارب اللاحقة للأزمات اختلافًا كبيرًا، ولكنها كانت أكثر حدة في الاقتصادات الأقل انفتاحًا وفي البلدان التي كانت قطاعاتها المالية متأخرة. وتمثل تجربتنا الأرجنتين وأستراليا في مطلع تسعينات القرن التاسع عشر مثالًا على ذلك. فواجهت الأرجنتين أزمة كبيرة في المصارف والعملة والديون عام ١٨٩٠ تعرف بأزمة بيرينغ (Baring crisis).<sup>٤</sup> ولم تسوى مسألة التخلف عن السداد لعدة سنوات وأدى ضعف النظام المالي وتراجع المصداقية أمام المستثمرين الدوليين إلى كبح الاستثمارات الأجنبية لعقد آخر. وفي نفس الوقت، واجهت أستراليا أيضًا أزمة مصرفية كبرى استمرت لعدة سنوات.<sup>٥</sup> ومع هذا لم تتخلف المستعمرات التي تألفت منها الإمبراطورية أبدًا عن سداد التزاماتها الخارجية، وساعدت مصداقيتها كجهات مقترضة في الحيلولة دون وقوع أزمة عملة لديها.<sup>٦</sup> وبرغم

ثلاثة أرباع السنة في البلدان التي كان تتلقى تدفقات أقل (مثل شيلي وفنلندا واليابان وأوروغواي).

### محددات التدفقات الرأسمالية

كانت البلدان الرئيسية المتلقية للتدفقات الرأسمالية البريطانية هي الأرجنتين وأستراليا وكندا والولايات المتحدة. وكانت رؤوس الأموال من فرنسا وألمانيا تتجه بالدرجة الأولى صوب روسيا وتركيا وبلدان أوروبية أخرى. وخلص البحث الذي أجراه مؤخرًا Clemens and Williamson (2004) حول بواعث التدفقات الرأسمالية البريطانية الخارجة إلى أن الاحتمالات المستقبلية للنمو طويل الأجل كانت أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين. وكانت رؤوس الأموال تتدفق على الأرجح نحو المناطق التي شهدت معدلات نمو سكاني مرتفعة وكذلك معدلات مرتفعة في صافي الهجرة، والمناطق التي كانت تركز على تصدير السلع الأولية اعتمادًا على الموارد الطبيعية الكبيرة، وحيث كان المستويات التعليمية للسكان أعلى (راجع اللوحات السفلية في الشكل البياني). وكانت العلاقات الإمبراطورية، وسجلات التوقف عن السداد، والاستقرار النقدي عوامل إضافية تمثل جزءًا صغيرًا من دوافع التدفقات الداخلة المشاهدة. كذلك كان للبواعث الاقتصادية المشابهة دور رئيسي في البلدان الأخرى المصدرة لرؤوس الأموال مثل ألمانيا (دراسة Esteves, 2008).<sup>٢</sup>

وجاءت التدفقات الداخلة مكتملة لمعدلات الادخار المحلي المنخفضة في البلدان المتلقية الرئيسية مثل كندا والأرجنتين وأستراليا. وكانت معظم الاستثمارات موجهة نحو مشروعات البنية التحتية الرئيسية (السكك الحديدية والموانئ وخدمات البلديات) وساعدت في رفع الطاقة الإنتاجية. وكانت البلدان التي تحصل على تدفقات داخلة أقل تميل إلى استخدام رؤوس الأموال الأجنبية لأغراض الاستهلاك ولتكميل أو تمهيد الإيرادات الحكومية المنخفضة.<sup>٣</sup> كذلك أصدر كثير من

<sup>٢</sup> تفند هذه النتيجة قناعة امتدت لفترة طويلة بأن التدفقات الرأسمالية الفرنسية والألمانية كانت تتحدد إلى حد كبير حسب الضرورات السياسية في باريس وبرلين.

<sup>٣</sup> استخدم المستثمرون في أولى موجات العولمة كثيرًا من المصادر العامة للحصول على معلومات عن جودة استثماراتهم. وقدم دليل المستثمرين Fenn on the Funds مقتطفات من نشرات الاكتتاب في السندات السابقة لكل مقترض سيادي في سوق لندن. وشملت الأمثلة على هذه المقتطفات حول البلدان التي اقترضت لسد فجوات الإيرادات أو تمويل الحروب التي كلفتها كثيرًا روسيا (إصدار لتعزيز صندوق الاحتياطيات الخاصة) واليابان (لسداد رسوم المعاشات التقاعدية)

ومصر (قرض الباشا لسداد الديون القائمة) والنمسا (إصدار في عام ١٨٥١ لرفع قيمة الفلورين الورقية).

<sup>٤</sup> بدأت الأزمة بسبب الاستثمار المفرط في التفاوض من جانب بنك بيرينغ برانرز (Baring Brothers Bank) ومقره لندن، ولكنها شهدت أيضًا انتعاش مبكر في الائتمان تولد عن وجود قطاع مصرفي محلي صغير وضعيف التنظيم. وانتهى الأمر بوقوع أزمة مصرفية كبرى، وانهايار العملة، والتخلف عن سداد الديون.

<sup>٥</sup> وقعت الأزمة في أستراليا بسبب حدوث جفاف مقترنا بانتعاش الائتمان في وقت سابق.

<sup>٦</sup> لم تصدر أستراليا العملة الخاصة بها في ذلك الوقت، ولكن سُمح باستخدام أوراق البنكنوت الخاصة كعملة قانونية أثناء الأزمة.

### الإطار ٦-٣ (تتمة)

من البلدان المقترضة الكبيرة ذات المصدقية. وقد جاء معظم التدفقات بدافع من رغبة المستثمرين من البلدان الصناعية في الاستثمار في بلدان تحقق نمواً سريعاً وأمامها آفاق نمو مستقبلية قوية، ولم تكن هناك أمثلة على تدفق رؤوس الأموال إلى البلدان المصدرة لها. وكانت هناك عدة نوبات من الأزمات المالية الفادحة جاءت في أعقاب التوقف المفاجئ لرؤوس الأموال، وخاصة حينما كان التطور المالي ضعيفاً وكانت البلدان أقل انفتاحاً أمام التجارة.

أن الاقتصاد الأسترالي لم يتعاف إلا ببطء، أدى ارتفاع الادخار المحلي إلى توافر القدرة على سداد الديون السابقة وحفز الاستثمار.

### الاستنتاجات

شهدت الفترة الممتدة بين ١٨٧٠ و١٩١٣ مستويات غير مسبقة تاريخياً من التدفقات الرأسمالية الدولية. وعادة ما كانت هذه التدفقات تستمر لفترات طويلة وتمول مشروعات رئيسية في مجال البنية التحتية في كثير

ارتفاع العجز في أوروبا الصاعدة حيث كانت تمثل ٤,٦ نقطة مئوية (نحو ٦٠٪) من العجز الذي بلغ ٧,٤ نقطة مئوية (انحراف عن متوسط العينة) (الشكل البياني ٦-٦). ومن بين هذه المتغيرات، يعد التحرير المالي المحلي هو العامل الذي يحدث أكبر تأثير حتى الآن.<sup>٢٢</sup> وأسهمت فرص النمو — معرفة بأنها نطاق التقارب من خلال انخفاض مستوى حصة الفرد من الدخل المبدئي وارتفاع أداء النمو في الفترة الأخيرة — بنقطة مئوية أخرى في العجز. وشملت العوامل الثانوية الأخرى انخفاض صافي الأصول الخارجية، ورصيد المالية العامة، ورصيد سالب للنقط. وبعد أخذ الآثار الأوروبية الخاصة في الحسبان (الوارد وصفها أدناه)، يصبح الجزء المتبقي دون تفسير في المنطقة ككل أقل من نصف نقطة مئوية.

وفي آسيا الصاعدة، وجد أن العوامل الهيكلية قد ساعدت في رفع الحساب الجاري، غير أن هناك عوامل أخرى أدت إلى موازنة هذا التأثير (لا سيما فرص النمو الكبيرة). ومن ثم، لا يزال هناك نحو ٧٥٪ من فائض الحساب الجاري دون تفسير. وأسهمت عوامل هيكلية في تحقيق فائض الحساب الجاري ومنها نقص التحرير المالي، والسكان الأصغر سناً، وأقل القيم في مؤشر الهيكل السياسي مع مساهمات تبلغ ١,٦ و ٠,٩ و ٠,٦ نقطة، على التوالي. وأدى

ويعد النموذج المعياري مناسباً جداً للبيانات ككل ولكنه لا يفسر سوى جزء صغير من نمط أرصدة الحسابات الجارية في آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة (الجدول ٦-١، العمود (أ)).<sup>١٩</sup> وفيما يخص الفترة الفرعية ٢٠٠٣-٢٠٠٦ في آسيا الصاعدة، يتنبأ النموذج بأن يكون رصيد الحساب الجاري أدنى من متوسط العينة بمقدار ١,٤ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي، حيثما كان رصيد الحساب الجاري أعلى فعلياً من متوسط العينة بمقدار ٣,٣ نقطة مئوية.<sup>٢٠</sup> وبالمثل، من شأن النموذج في أوروبا الصاعدة التنبؤ ببلوغ رصيد الحساب الجاري مستوى أدنى قليلاً عن متوسط العينة، بمقدار ١,٨ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي، بينما كان الرصيد الفعلي للحساب الجاري على مدار الفترة الفرعية ٢٠٠٣-٢٠٠٦ أقل من متوسط العينة بمقدار ٧,٤ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي.

وكان النموذج المفضل، بما في ذلك العوامل المالية والآثار الخاصة على أوروبا الصاعدة، أكثر ملاءمة خاصة في بلدان أوروبا الصاعدة.<sup>٢١</sup> واستناداً إلى النموذج المفضل (المبين في العمود (هـ) من الجدول ٦-١)، كانت المتغيرات المالية هي العامل الرئيسي الذي أسهم في

<sup>١٩</sup> لا تزال هناك متغيرات صورية كثيرة وذات دلالة إحصائية كبيرة لآسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة بعد الأزمة.

<sup>٢٠</sup> تستند هذه العملية الحسابية إلى النموذج النهائي الوارد في العمود (هـ) من الجدول ٦-١ ويجمع حاصل مساهمات العوامل الهيكلية المعيارية.

<sup>٢١</sup> يظل هناك متغير صوري كبير وذو دلالة إحصائية لآسيا الصاعدة في أعقاب أزمة ١٩٩٧-١٩٩٨.

<sup>٢٢</sup> يرصد تأثير التحرير المالي المحلي إلغاء الحواجز أمام دخول رأس المال الأجنبي. ويؤدي الانفتاح الكبير في الحساب الرأسمالي أيضاً إلى خفض الحساب الجاري، مثلما يؤدي إلى ذلك الانخفاض النسبي في مستوى التطور المالي في أوروبا الصاعدة (ويقتض أن يجري ذلك من خلال إضعاف الادخار). ومع هذا، فإن حجم التأثيرين الآخرين صغير جداً.

ما هي العوامل التي أسهمت في تكوين أنماط الحسابات الجارية مؤخرًا؟

## الجدول ٦-١: محددات رصيد الحساب الجاري<sup>١</sup>

(% من إجمالي الناتج المحلي)

العوامل المعيارية زائد العوامل المالية وعوامل أوروبا المساعدة			العوامل المعيارية زائد العوامل المالية		النموذج المعياري
(هـ)	(د)	(ج)	(ب)	(أ)	
<b>المتغيرات المعيارية</b>					
٠,٠٣٥	٠,٠٣٥	٠,٠٣٦	٠,٠٣٥	٠,٠٤٠	صافي الأصول الأجنبية (% من إجمالي الناتج المحلي، متأخر)
*** (٤,٤٥)	*** (٤,٣٢)	*** (٤,٤٧)	*** (٤,٣٧)	*** (٥,٢٩)	
٠,١١٨	٠,١١٥	٠,١٠٨	٠,٠٧	٠,٠٥٥	رصيد الحكومة العامة (% من إجمالي الناتج المحلي)
* (١,٧٧)	* (١,٦٦)	(١,٥٩)	(١,٠٨)	(٠,٨٧)	
٠,٢٣١	٠,٢٣٢	٠,٢٢٩	٠,٢٢٦	٠,٢٤٧	رصيد النفط
*** (٣,١٦)	*** (٣,١٣)	*** (٣,١١)	*** (٣,٠٧)	*** (٣,١٧)	
٠,١٣٤-	٠,١٣٦-	٠,١٤٣-	٠,١٧٨-	٠,٢٣٤-	نسبة إعالة كبار السن
* (١,٦٨-)	* (١,٦٩-)	* (١,٨٠-)	** (٢,٢٧-)	*** (٣,٠٤-)	
٠,٦٨١-	٠,٦٨٢-	٠,٧٢٧-	٠,٧٥٥-	٠,٧٥٥-	النمو السكاني
* (١,٦٩-)	(١,٦٥-)	* (١,٨٠-)	* (١,٨٨-)	* (١,٧٧-)	
<b>فرص النمو</b>					
٥,٥٨٢	٥,٦٢٢	٥,٦٧٩	٦,٦٩٣	٥,١٦٢	حصة الفرد من الدخل النسبي (متأخر)
*** (٣,٠٣)	*** (٣,٠٠)	*** (٣,٠٦)	*** (٣,٦٩)	*** (٣,٣٣)	
٠,١٦٧-	٠,١٦٢-	٠,١٧٣-	٠,١٨١-	٠,١٣٥-	نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي (متأخر)
** (٢,٥٩-)	** (٢,٢٥-)	** (٢,٥٨-)	** (٢,٦٤-)	* (١,٨٩-)	
<b>العوامل المالية والهيكل السياسي</b>					
٠,٨٢٠	٠,٨٠٤	٠,٧٩٥	٠,٨٣٩		العمق المالي (% من إجمالي الناتج المحلي، متأخر)
(١,٦٤)	(١,٥٩)	(١,٥٨)	* (١,٦٦)		
٢,٧٤٣-	٢,٧١٩-	٢,٦٩٩-	٣,٠٣٤-		التحرير المالي
* (١,٦٨-)	(١,٦٥-)	(١,٦٤-)	* (١,٨٥-)		
٠,٢٢٩-	٠,٢٣٣-	٠,٢٣٩-	٠,٢٧٨-		انفتاح الحساب الرأسمالي
(١,٢٥-)	(١,٢٠-)	(١,٢٤-)	(١,٤٩-)		
<b>الدلالة المشتركة للمتغيرات المالية (قيمة الاحتمال)</b>					
** ٠,٠٣	** ٠,٠٤	** ٠,٠٤	** ٠,٠١		
٠,١٤٦-	٠,١٤٥-	٠,١٤٥-	٠,١٤٠-		الهيكل السياسي
*** (٣,٥٤-)	*** (٣,٥٠-)	*** (٣,٥٥-)	*** (٣,٤٥-)		
<b>عوامل أوروبا المساعدة</b>					
	٠,١٠٨-	٠,٦٤٢-			رصيد الحكومة العامة متفاعل مع المتغير السوري لأوروبا
	(٠,٢٨-)	*** (٤,٥٨-)			الصاعدة
٤,٤٨٤-	٣,٨٨٣-	٤,٧٣٩-			التحرير المالي متفاعل مع المتغير السوري لأوروبا المساعدة
*** (٤,٤٧-)	(١,٥٤-)	٢(٠,٨٢-)			
١,٣١٩-	١,١٢٣-				رصيد الحكومة العامة متفاعل مع الاندماج في الاتحاد الأوروبي
*** (٥,٣٢-)	(١,٦٢-)				
	٠,٠٧٧-				التحرير المالي متفاعل مع الاندماج في الاتحاد الأوروبي
	(٠,٠١-)				
	١,١٨٢-				الاندماج في الاتحاد الأوروبي
	(٠,٠٩-)				
<b>العوامل الإقليمية (أثار غير مُفسّرة)</b>					
		٠,٠٧٤	٣,٥١٥-	٤,٠٩٦-	المتغير السوري لأوروبا المساعدة
		٢(٠,٠١)	*** (٣,٩٤-)	*** (٤,٤٥-)	
٢,٥١٨	٢,٤٧٩	٢,٤٣٠	٢,٣٥٢	٢,٩٢١	تحول الأزمات الآسيوية
*** (٣,٠٣)	*** (٢,٨٩)	*** (٢,٩٠)	*** (٢,٧٩)	*** (٣,٦٦)	
٢١٥	٢١٥	٢١٥	٢١٥	٢١٥	المشاهدات الإحصائية
٠,٥٩	٠,٥٨	٠,٥٨	٠,٥٧	٠,٥٤	معامل التحديد المعدل

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> إحصاءات أ الثابتة بين أقواس؛ وتشير الرموز \* و \*\* و \*\*\* إلى الدلالة الإحصائية عند مستويات ١٠٪ و ٥٪ و ١٪ على التوالي. وتشتمل جميع الانحرافات على متغير ثابت وصوري المراكز المالية والأثار الزمنية الثابتة. وتقدر الانحرافات باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.  
<sup>٢</sup> ذات دلالة مشتركة عند مستوى ١٪.

ارتفاع فرص النمو إلى موازنة جانب من هذه العوامل، مما أسهم في خفض رصيد الحساب الجاري بمقدار ١,٨ نقطة، وفي وجود رصيد نفطي سالب (بالإضافة إلى عدد من العوامل الثانوية الأخرى).

ويكشف تفكيك التغير في الحسابات الجارية بمرور الوقت عن وجود صورة مشابهة: فيفسر التحرير المالي وفرص النمو إلى حد كبير اتساع عجز الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة، غير أن ارتفاع فائض الحساب الجاري في آسيا الصاعدة لا يزال إلى حد كبير دون تفسير. وأسهمت التطورات التي شهدتها باقي العالم في زيادة رصيد الحساب الجاري للمنطقتين.

### عوامل خاصة في أوروبا الصاعدة

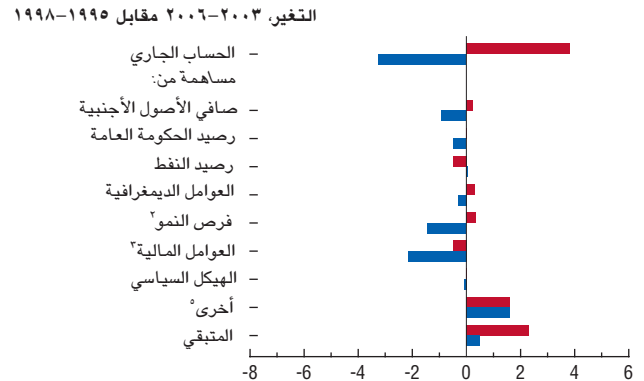
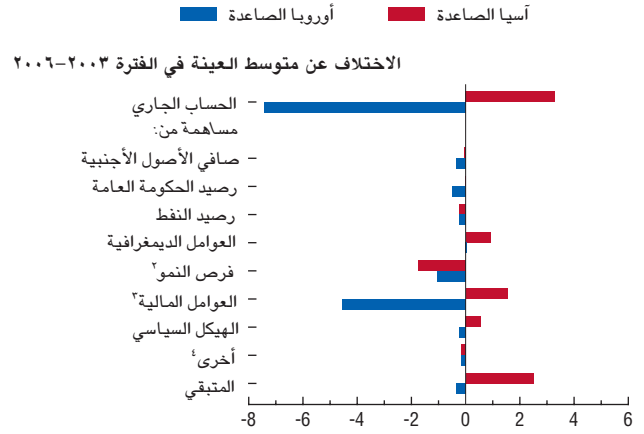
ما هي العوامل الخاصة الفعالة في أوروبا الصاعدة؟ من أجل استكشاف ذلك يأخذ النموذج المفضل في اعتباره وجود معاملات انحدار منفصلة لأوروبا الصاعدة، ومن ثم يخفض المتغير الصوري لأوروبا الصاعدة إلى صفر (راجع الجدول ٦-١، العمود (ج)). وتنشأ التأثيرات المتميزة الرئيسية من رصيد المالية العامة والتحرير المالي. فقد ثبت أولاً أن التحرير المالي تأثيراً أوضح على أرصدة الحسابات الجارية في أوروبا الصاعدة مقارنة بباقي العينة. ومن ثم، فإن مساهمة التحرير المالي الكبيرة في عجز الحساب الجاري لأوروبا الصاعدة ترجع إلى ارتفاع مستوى التحرير المالي وزيادة وضوح التأثير الذي تحدثه درجة معينة من التحرير المالي على الحساب الجاري. وثانياً، فرغم أن الفائض الحكومي يؤدي إلى رفع الحساب الجاري في العينة ككل (وإن لم يكن لذلك دلالة كبيرة من الناحية الإحصائية)، فإنه يخفض الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة.

ويتمثل أحد التفسيرات الممكنة لهذه التأثيرات المتميزة في عملية الاندماج في الاتحاد الأوروبي التي اعتمدها معظم بلدان أوروبا الصاعدة بعد انهيار روابطها التجارية مع الاتحاد السوفييتي السابق.<sup>٢٣</sup> وكان الاندماج في الاتحاد الأوروبي عاملاً رئيسياً وراء التحرير

<sup>٢٣</sup> راجع دراسة Herrmann and Winkler (2008) للاطلاع على مناقشة حول دور الاندماج الاقتصادي الأوروبي في تسجيل عجوزات الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة. وكما ورد في هذا التحليل، تحدد الدراسة الآثار الإقليمية التي أدت إلى ظهور ما يشيرون إليه باسم "منقديات التقارب".

### الشكل البياني ٦-٩: تفسير أرصدة الحسابات الجارية في آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة<sup>١</sup> (لـ من إجمالي الناتج المحلي)

تستخدم العوامل المالية بشكل أساسي في تفسير عجوزات الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة، بينما لا تفسر العوامل المعيارية جزءاً كبيراً من الفوائض في آسيا.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تحسب مساهمة كل متغير في اللوحة العليا (السفلى) على أساس انحراف المتغير عن متوسط العينة (التغير الذي يطرأ على المتغير خلال الفترتين ١٩٩٥-١٩٩٨ و ٢٠٠٣-٢٠٠٦) مضروباً في معامل انحدار المتغير عن العمود (هـ) في الجدول ٦١. راجع الملحق ٦-٢ للاطلاع على البلدان المدرجة في التقسيمات الإقليمية.  
<sup>٢</sup> مساهمة فرص النمو في حاصل مساهمات حصة الفرد النسبية من الدخل ونمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي.  
<sup>٣</sup> مساهمة العوامل المالية هي حاصل مساهمات التحرير المالي، وانفتاح الحساب الرأسمالي، والعمق المالي.  
<sup>٤</sup> "أخرى" هي مساهمة متغير صوري للمراكز المالية.  
<sup>٥</sup> "أخرى" هي مساهمة الآثار الزمنية.

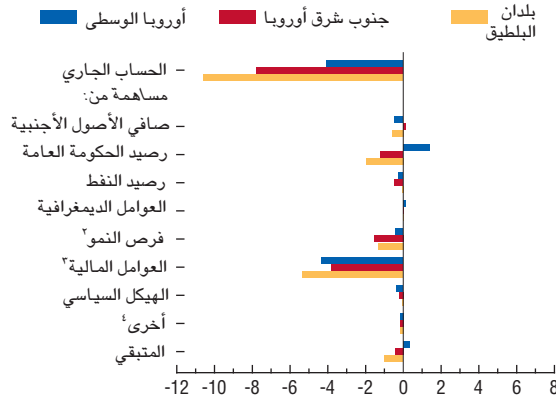
## ما هي العوامل التي أسهمت في تكوين أنماط الحسابات الجارية مؤخرًا؟

### الشكل البياني ٦-١٠: تفسير أرصدة الحسابات الجارية: النتائج حسب المناطق الفرعية<sup>١</sup>

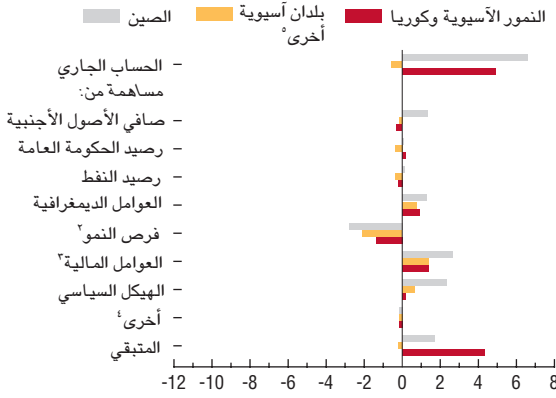
(% من إجمالي الناتج المحلي: الاختلاف عن متوسط العينة للفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٦)

تُستخدم أوجه التباين في أداء المالية العامة بشكل أساسي في تفسير الفروق الإقليمية داخل أوروبا الصاعدة. ولا تفسر العوامل الهيكلية جزءًا كبيرًا من الفروق الإقليمية في آسيا الصاعدة.

#### أوروبا الصاعدة



#### آسيا الصاعدة



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> تُحتسب مساهمة كل متغير على أساس انحراف المتغير عن متوسط العينة مضروبًا في معامل انحدار المتغير عن العمود (هـ) في الجدول ٦.١. راجع الملحق ٦-٢ للاطلاع على البلدان المدرجة في التقسيمات الإقليمية.

<sup>٢</sup> مساهمة فرص النمو هي حاصل مساهمات حصة الفرد النسبية من الدخل ونمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

<sup>٣</sup> مساهمة العوامل المالية هي حاصل مساهمات التحرير المالي، وانفتاح الحساب الرأسمالي، والعمق المالي.

<sup>٤</sup> "أخرى" هي مساهمة متغير صوري للمراكز المالية.

<sup>٥</sup> ما عدا فييت نام نظرا لمسألة توافر البيانات.

المالي، وقد انعكس ذلك في اتساع حجم الملكية الأوروبية الغربية للبنوك في المنطقة وتزايدها. كذلك كان التقدم نحو الاندماج في الاتحاد الأوروبي ينطوي على انضباط مالي أكبر — كأحد معايير معاهدة ماستريخت — ربما منح ذلك هذه البلدان ميزة الحصول على رؤوس أموال أجنبية عن طريق الإشارة إلى تحقيق مزيد من الاستقرار على صعيد الاقتصاد الكلي وتحسن السياسات. ومن أجل اختبار هذه الفرضية، بني مقياس لدرجة الاندماج الأوروبي كعلامة على الوصول إلى المراحل المختلفة في عملية الاندماج الرسمية، وهي التقدم للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي، وبدء المفاوضات بشأن عضوية الاتحاد، والانضمام إلى الاتحاد، والدخول في آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية، واعتماد اليورو.

ويؤدي التفاعل بين متغير الرصيد الحكومي والمقياس المذكور للتقدم نحو الاندماج في الاتحاد الأوروبي إلى مساندة التفسير التالي: تزداد قوة التأثير السلبي لفائض المالية العامة على الحساب الجاري كلما اقترب البلد المعني من الانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي (ويجعل ذلك التفاعل مع المتغير الصوري البسيط لأوروبا الصاعدة بلا دلالة إحصائية) (راجع الجدول ٦-١، العمود (د)). ويؤدي وجود عجز حكومي أصغر إلى كسب ثقة المستثمرين الأجانب في تقدم عملية الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي وإلى تقليص علاوة المخاطر كلما تقدمت عملية الاندماج.<sup>٢٤</sup> ويعزى قدر كبير من الاختلاف في الحسابات الجارية داخل أوروبا الصاعدة إلى التفاوت بين أداء المالية العامة بين بلدان البلطيق وجنوب شرق أوروبا، التي تمكنت من تحسين مراكزها المالية، وأوروبا الوسطى التي شهدت تراجعًا في مراكز المالية العامة (الشكل البياني ٦-١٠).<sup>٢٥</sup>

وفي المقابل، لا توجد علاقة مباشرة بين التأثير المتميز للتحرير المالي على رصيد الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة من ناحية والمقياس المؤسسي للاندمج الأوروبي من ناحية أخرى. غير أن هناك بعض الأدلة على أن دخول البنوك الأجنبية على نطاق واسع،

<sup>٢٤</sup> وهناك تفسير آخر محتمل وهو أن استجابة رصيد المالية العامة المسابرة للاتجاهات الدورية إزاء الانتعاش الاقتصادي تأتي بدافع من التدفقات الرأسمالية الأجنبية الداخلة، التي ربما تكون كبيرة بصفة خاصة في أوروبا الصاعدة.

<sup>٢٥</sup> نظرا لحدوث تطورات المالية العامة العكسية في مختلف المناطق الفرعية لأوروبا الصاعدة، يعتبر هذا العامل مساهم رئيسي في مركز العجز الكلي لأوروبا الصاعدة.



والذي اتسمت به عملية التحرير المالي في هذه البلدان، ربما أدى إلى حدوث الأثر الأوضح على الحساب الجاري، حيث إن البنوك الأجنبية قد تسحب معها مزيداً من رؤوس الأموال الأجنبية، وبصورة أعم، ربما سهلت الحصول على رؤوس أموال أجنبية على نحو أفضل (راجع الملحق ٢٦-٢).

### تفسير فائض الحساب الجاري المتبقي في آسيا الصاعدة

رغم إحراز النموذج لبعض النجاح في تفسير أوجه عجز الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة باستخدام عوامل هيكلية، لا سيما التحرير المالي المحلي، فإن الفوائض التي سجلتها آسيا الصاعدة في المرحلة اللاحقة للأزمة لا تزال إلى حد بعيد دون تفسير، حتى بعد إضافة متغيرات مالية إلى العوامل الهيكلية المعيارية.<sup>٢٧</sup> وأدت معظم العوامل الهيكلية داخل آسيا الصاعدة، بما في ذلك فرص النمو، والتحرير المالي، والهيكل السياسي، والعوامل الديمغرافية، إلى حدوث أثر مماثل على أرصدة الحسابات الجارية للمناطق الفرعية المختلفة، رغم ما كان لها من تأثير كبير إلى حد ما على رصيد الحساب الجاري للصين (راجع الشكل البياني ٦-١٠). غير أنه لا يزال هناك جزء كبير من فائض الحساب الجاري لدى النور الآسيوية (بما فيها كوريا)، وإلى حد أقل، دون تفسير في الصين من جانب العوامل الهيكلية. وعادة ما يُشار إلى تقويم أسعار

الصرف كأحد العوامل في تفسير الفوائض الكبيرة التي سجلتها آسيا الصاعدة. ويشير أحد مقاييس انحراف سعر الصرف الفعلي الحقيقي عن مستواه المفترض إلى أنه منذ وقوع الأزمة الآسيوية، فإن أسعار الصرف في النور الآسيوية والصين أخذت في التراجع أو هي منخفضة مقارنة بالمستويات المفترضة، وذلك رغم إجراء بعض التصحيح منذ عام ٢٠٠٣ (الشكل البياني ٦-١١).<sup>٢٨</sup> ومن ناحية أخرى، كانت أسعار الصرف في البلدان الآسيوية ذات الدخل المنخفض متدنية ولكنها أخذت في الارتفاع في معظم الفترة. وقد طُرحت أسباب مختلفة لانخفاض أسعار الصرف و/أو الأخذ في التراجع، كالرغبة في تكوين احتياطات كبيرة لدوافع احترازية، وربما كان ذلك أمر مهم في بلدان الأزمة لبعض الوقت بعد وقوع الأزمة الآسيوية، ووجود نموذج للنمو قائم على الصادرات (راجع دراسات Becker and others, 2006, 2007; Aizenman, 2006, 2007; و Jeanne, 2007; و Cheung and Qian, 2007; و 2007).<sup>٢٩</sup>

وهناك علاقة ارتباط سالب واضحة بين المكون غير المفسر في رصيد الحساب الجاري — بعد أخذ العوامل الهيكلية في الاعتبار — وانحراف سعر الصرف عن مستواه المفترض، مما يشير إلى أن انخفاض سعر الصرف

<sup>٢٨</sup> يستند انحراف سعر الصرف الفعلي الحقيقي إلى المنهج التوازني لسعر الصرف الحقيقي الذي وضع كجزء من تقييم مجموعة التنسيق المعنية بقضايا أسعار الصرف المنبثقة عن صندوق النقد الدولي، ويحسب كمتبق من إجراء انحدار لسعر الصرف الفعلي الحقيقي الذي يستند إلى مؤشر أسعار المستهلك على تمايز الإنتاجية بين السلع التجارية والسلع غير التجارية (لرصد تأثير بالاسا-صامويلسون)، وعوامل أخرى تؤثر على الأسعار النسبية (الاستهلاك الحكومي ومؤشر القيود التجارية، وضوابط الأسعار، ومعدل التبادل التجاري للسلع الأولية)، وصافي الأصول الخارجية (راجع دراسة Lee and others, 2008). وتتمثل ميزة استخدام المتبقي من منهج سعر الصرف الحقيقي التوازني، بخلاف مقياس الانحراف عن المستوى التوازني القائم على الكم، في عدم استخدام معلومات تتعلق بحجم الحساب الجاري.

<sup>٢٩</sup> تخلص دراسة Cheung and Qian (2007) إلى وجود أدلة على أن التنافس في اكتناز الاحتياطات في آسيا الصاعدة كان يرمي إلى الحيلولة دون ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ومن ثم فقدان القدرة التنافسية. ووضعت الدراسة تقديراً من خلال تحييد أثر المتغيرات التقليدية بأن ارتفاع الاحتياطات الدولية بمقدار دولار واحد من جانب بلد واحد اقترن بزيادة تبلغ نحو ٠.٦ من الدولار من جانب البلدان الأخرى في المنطقة. وتذهب دراسة Zhang (قيد الإصدار) إلى أن ارتفاع الحساب الجاري للصين، وخاصة في ادخار الشركات، يرجع جزئياً إلى التدفقات الرأسمالية الداخلة المستترة (من خلال المغالاة في قيم فواتير التصدير) تحسباً لارتفاع سعر صرف العملة.

<sup>٢٦</sup> تخلص دراسة Abiad, Leigh, and Mody (2007) إلى قيام الاندماج المالي بدور مهم في تفسير أوجه العجز في الحسابات الجارية لأوروبا الصاعدة. وتخلص دراسة Herrmann and Winkler (2008) كذلك إلى توافق أدلة على أن وجود بنوك أجنبية كان عاملاً مهماً أسهم في تفسير الفرق بين أرصدة الحسابات الجارية لآسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة. وتخلص دراسة Mihaljek (2007) إلى أهمية دور البنوك الأجنبية في زيادة نمو الائتمان في اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية عن طريق استحداث منتجات جديدة، ورفع كفاءة القطاع المالي، وتعزيز إدارة المخاطر.

<sup>٢٧</sup> خضعت متغيرات إضافية للفحص غير أنه لم تكن لها دلالة إحصائية. وقد شملت هذه حصة العمالة في القطاع الزراعي وتمايز الإنتاجية بين القطاع الزراعي وباقي الاقتصاد (لرصد مجمع كبير من العمالة غير المستغلة في آسيا الصاعدة)، وحصة الدعم والتحويلات الاجتماعية في إجمالي الناتج المحلي (كمتغير بديل لشبكات الضمان الاجتماعي)، ومؤشر لمعدلات التبادل التجاري والانحراف المعياري لهذا المؤشر (كحافز على الادخار التحوطي)، ومقياس للانفتاح التجاري، ونظام سعر الصرف، ومتغير يشير إلى بدء وقوع أزمات مصرفية.

## استمرارية الاختلالات في الحساب الجاري

مرتبط بارتفاع رصيد الحساب الجاري (الشكل البياني ٦-١٢).<sup>٣٠</sup> وهناك أيضا علاقة ارتباط موجب ولكنه أضعف بين رصيد الاحتياطيات (متغير بديل لأفضليات تراكم الاحتياطيات) ورصيد الحساب الجاري. ويؤكد وجود انحدار بسيط (غير مبين) أن انحراف سعر الصرف عن مستواه المفترض، وارتفاع رصيد الاحتياطيات (بقدر أقل) يخفف فوائض الحساب الجاري التي ليس لها تفسير في آسيا الصاعدة إلى النصف، أي إلى نحو نقطة مئوية واحدة من إجمالي الناتج المحلي.

ومع هذا، لا تحقق هذه الانحدارات البسيطة نتائج موثوقة بشأن السببية حيث إن انحراف سعر الصرف عن قيمته المفترضة ليس خارجيا في الحقيقة، ولكنه يتحدد على نحو مشترك مع الحساب الجاري. ومن ثم فمن الصعب تمييز ما إذا كانت أسعار الصرف المنخفضة و/أو الأخذ في التراجع في آسيا الصاعدة هي نتيجة لاتخاذ إجراءات متعمدة على صعيد السياسات أو نتيجة داخلية لعوامل أساسية غير محددة أغفلها نموذج الحساب الجاري وقد أثرت على الحساب الجاري وسعر الصرف. غير أنه يصعب التوصل إلى مقياس خارجي لسياسة سعر الصرف.

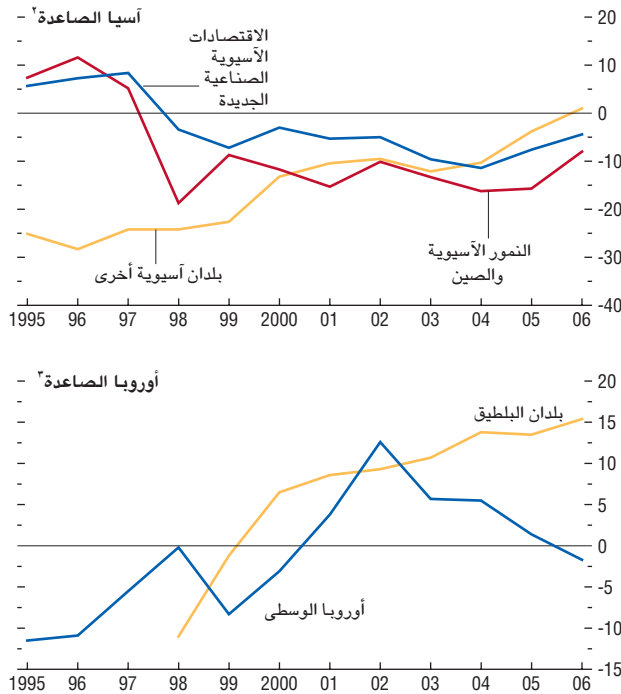
## استمرارية الاختلالات في الحساب الجاري

تؤدي اختلالات الحساب الجاري الكبيرة وطويلة الأمد في أوروبا الصاعدة إلى إثارة تساؤلين هما: إلى متى يمكن أن تستمر هذه الاختلالات؟ وهل من المحتمل أن تنتهي بشكل مفاجئ أو يمكن حلها بسهولة؟ ويمكن عزو عجز الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة إلى حد كبير إلى المتغيرات الهيكلية والمالية، ولكن ذلك لا يعني أن العجز يمكنه الاستمرار حتما. ولم تؤد سرعة انفتاح القطاع المالي في أوروبا الصاعدة إلى تعجيل الحصول على رؤوس أموال فحسب، وإنما أدت أيضا إلى تسهيل

<sup>٣٠</sup> توجد علاقة تناسبية بين شبه المرونة التي تتسم بها نسبة رصيد الحساب الجاري كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي إلى سعر الصرف من ناحية، والانفتاح التجاري للبلد المعني من ناحية أخرى (دراسة Lee and others, 2008). ومن ثم، وضع مقياس انحراف سعر الصرف في تفاعل مع نسبة حاصل الصادرات والواردات (معدل حسب تجارة السلع الوسيطة) إلى إجمالي الناتج المحلي.

### الشكل البياني ٦-١١: الانحراف عن أسعار الصرف الفعلية الحقيقية المتوقعة<sup>١</sup> (%)

كانت أسعار الصرف في آسيا الصاعدة مقومة بأقل من قيمتها في السنوات الأخيرة مقارنة بالمستويات المتوقعة، بينما كانت مقومة بأعلى من قيمتها في أوروبا الصاعدة. وعادت أسعار الصرف في وقت أقرب إلى المستويات التوازنية في أوروبا الوسطى، بينما ازداد الانحراف عن المستويات المتوقعة في بلدان البلطيق.



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ استنادا إلى منهج سعر الصرف الحقيقي التوازني الذي وُضع كجزء من تقييم مجموعة التنسيق المعنية بقضايا أسعار الصرف المنبثقة عن صندوق النقد الدولي (دراسة Lee and others, 2008).

<sup>٢</sup> الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة هي منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة. والنمور الآسيوية هي إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلاند. وبلدان آسيوية أخرى تشمل الهند وباكستان.

<sup>٣</sup> أوروبا الوسطى تشمل الجمهورية التشيكية وهنغاريا وبولندا والجمهورية السلوفاكية. ولم تتوافر بيانات قابلة للمقارنة عن جنوب شرق أوروبا.

انتعاش الائتمان، مع ما صاحب ذلك من مخاطر توجيه الأموال نحو استخدامات أقل إنتاجية (راجع دراستي: Duenwald, Gueorguiev, and Schaechter, 2005 و Rioja and Valev, 2004). ويحدد الفصل عددا من النوبات التاريخية للفوائض والعجزات الكبيرة المستمرة ويحللها بغية استقاء دروس حول مدى ترجيح استمرار الاختلالات الحالية في أوروبا الصاعدة وآسيا الصاعدة.<sup>٣١</sup>

وتعرف الاختلالات الكبيرة المستمرة في الحسابات الجارية بأنها عجزات أو فوائض الحساب الجاري التي تتجاوز ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي لمدة ثلاث سنوات على الأقل، وذلك شريطة عدم حدوث حالات تحول كبيرة أثناء هذه الفترة.<sup>٣٢</sup> وتم التوصل باستخدام هذا المعيار إلى حدوث ٦٩ نوبة عجز و ١٥ نوبة فائض خلال الفترة من ١٩٦٠-٢٠٠٧، وكانت أكثر انتشارا خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٥ (الشكل البياني ٦-١٣): راجع الملحق ٦-٢ للاطلاع على قائمة تشمل جميع النوبات). والأمر المثير للاهتمام أنه بينما يمكن وصف الغالبية العظمى من نوبات عجز الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة بأنها اختلالات كبيرة ومستمرة، فإن ماليزيا والصين فقط هما اللتان تستوفيان معايير الفوائض الكبيرة والمستمرة في أعقاب الأزمة الآسيوية.<sup>٣٣</sup> ويزداد التمييز بين نوبات العجز سواء كان يمكن حلها بشكل مفاجئ أم لا، مع تمييز النهايات المفاجئة التي تتسم بتحسّن الحساب الجاري بمقدار ٤ نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي في السنة

<sup>٣١</sup> يوجد عدد قليل من الدراسات التجريبية حول استمرارية نوبات اختلال الحساب الجاري في الاقتصادات الصاعدة. وتشير دراسة Edwards (2007) إلى أن فترة استمرار الفوائض الكبيرة في الحسابات الجارية تبدو قليلة. وتخلص دراسة Aizenman and Sun (2008) إلى وجود علاقة سلبية بين طول أمد العجز في الحساب الجاري والحجم النسبي للعجز.

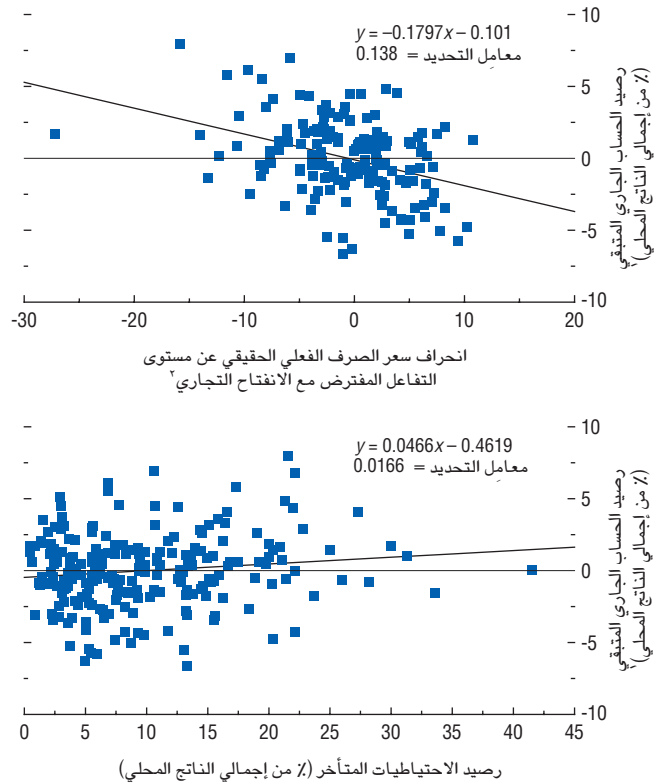
<sup>٣٢</sup> راجع الملحق ٦-٢ للاطلاع على وصف تفصيلي للمنهجية التي تستند إلى لوغاريتم المواءمة الذي وضعه الفصل الثالث من عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وتنشابه المعايير مع تلك المستخدمة لتعريف التحولات الكبيرة في الدراسات الاقتصادية (راجع على سبيل المثال دراسة Freund and Warnock, 2005).

<sup>٣٣</sup> هنالك أيضا فوائض كبيرة ومستمرة محددة في بعض الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة. ومع هذا فلم تعد هذه الاقتصادات اقتصادات صاعدة، ويختلف الوضع في سنغافورة ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة نظرا لأنهما مركزان ماليان.

### الشكل البياني ٦-١٢: رصيد الحساب الجاري المتبقي، وانحراف سعر الصرف الفعلي الحقيقي عن المستوى المفترض ورصيد الاحتياطيات

(٪ من إجمالي الناتج المحلي مالم يُذكر خلاف ذلك)

يقترن انخفاض سعر الصرف وارتفاع رصيد الاحتياطيات بارتفاع رصيد الحساب الجاري المتبقي ويمكن عزو ذلك إلى أفضليات تراكم الاحتياطيات.

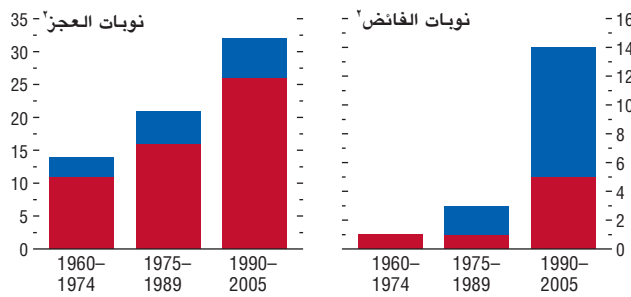
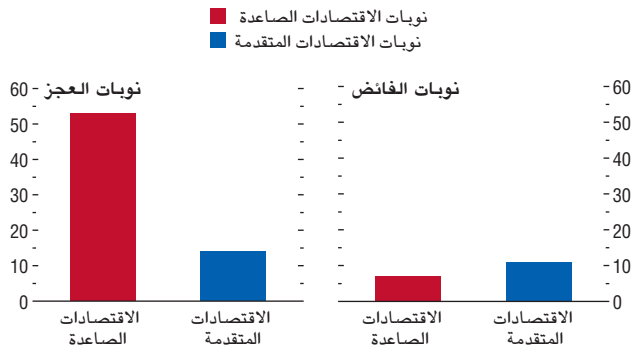


المصادر: إحصاءات مالية الحكومة، صندوق النقد الدولي؛ والإحصاءات المالية الدولية، صندوق النقد الدولي؛ ودراسة Lee and others (2008) وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. <sup>١</sup> رصيد الحساب الجاري المتبقي هو رصيد الحساب الجاري الذي ليس له تفسير متى أدخلت العوامل الهيكلية في الاعتبار، استنادا إلى الانحدار في العمود (هـ) في الجدول ٦-١. <sup>٢</sup> يُقاس الانفتاح التجاري كنسبة حاصل الصادرات والواردات (معدلة حسب تجارة السلع الوسيطة) إلى إجمالي الناتج المحلي.

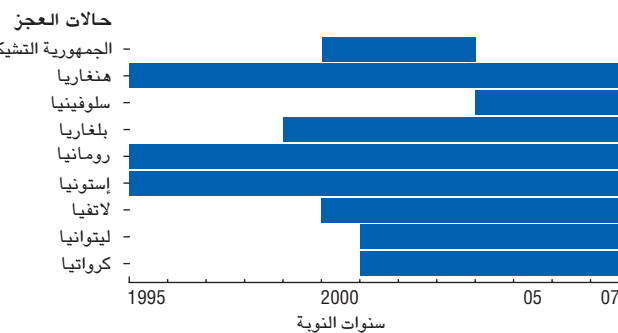
## استمرارية الاختلالات في الحساب الجاري

### الشكل البياني ٦-١٣: نوبات العجز والفائض الكبيرة المستمرة في الحساب الجاري، ١٩٦٠-٢٠٠٧<sup>١</sup> (عدد النوبات، ما لم يُذكر خلاف ذلك)

معظم نوبات الاختلال في الاقتصادات الصاعدة هي نوبات عجز وقد أصبحت أكثر شيوعاً منذ التسعينات.



#### النوبات المستمرة في الفترات الأخيرة



المصادر: إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> تُعرّف نوبات العجز والفائض الكبيرة المستمرة بأنها الحالات التي يتجاوز رصيد الحساب الجاري فيها ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي على نحو متتال لفترة ٣ سنوات كحد أدنى، مع عدم إجراء تصحيح كبير (تحسن أو تدهور) أثناء النوبة، كما ورد تعريفها في الفصل الثالث في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.  
<sup>٢</sup> سنوات بدء النوبات.

اللاحقة لنهاية النوبة.<sup>٣٤</sup> وقد انتهى نحو ثلث نوبات العجز المكتملة على نحو مفاجئ.

وتتسم نوبات الفائض في الصين وماليزيا بأنها غير معتادة تاريخياً. وهناك عدد قليل من نوبات فائض الحساب الجاري الكبيرة والمستمرة — لا تمثل سوى ربع نوبات الاختلال المستمرة ككل — وقد جاءت في اقتصادات متقدمة بصورة أساسية. كذلك خلصت دراسات سابقة إلى أن التصحيحات المفاجئة لنوبات الفائض أمر نادر الحدوث (دراسة Edwards, 2007).<sup>٣٥</sup> ومن ثم يركز الجزء المتبقي من هذا القسم على نوبات العجز، وهي إلى حد بعيد أكثر أنواع الاختلالات الكبيرة المستمرة شيوعاً خاصة في الاقتصادات الصاعدة.<sup>٣٦</sup>

وتبرز نوبات العجز الجارية في أوروبا الصاعدة بسبب طول أمدها وحجمها (الشكل البياني ٦-١٤). وفي المتوسط، استمرت نوبات عجز الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة لمدة تسع سنوات ونصف السنة، أي حوالي ثلاث سنوات أطول من الاقتصادات الصاعدة الأخرى، ولا يزال معظم هذه النوبات قائماً حتى الآن. والأمر المثير للانتباه هو أن الأدلة التاريخية تبين أن نوبات العجز الأطول أمداً ليست بالضرورة أكثر ضحالة من النوبات الأقصر أمداً (وتتناسب النوبات الجارية في بلدان أوروبا الصاعدة مع هذا النمط بوضوح)؛ كما أنه ليس من الأرجح أن تنتهي هذه النوبات فجأة.<sup>٣٧</sup> وقد يرجع ذلك حقيقة إلى أن العجز المستمر قد يمثل أيضاً إشارة إلى قوة الاقتصاد، التي تعكس وجود وفرة من الفرص الاستثمارية أو للحاق بإنتاجية تعويضية تجذب تدفقات داخلة أكبر من رؤوس الأموال الأجنبية وتؤدي في نهاية المطاف إلى تسوية هذه النوبات بسلاسة.<sup>٣٨</sup>

<sup>٣٤</sup> لتعريف مماثل راجع دراسة Edwards (2007).

<sup>٣٥</sup> يخلص الفصل الثالث في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي إلى أن حالات التحول في مسار الفائض في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة كانت تقترب بتسارع نمو إجمالي الناتج المحلي وارتفاع سعر الصرف الحقيقي.

<sup>٣٦</sup> هذا النمط يتسق مع فكرة تدفق رؤوس الأموال من الاقتصادات الأغنى إلى الاقتصادات الأفقر في البلدان التي لديها مزيد من فرص النمو ومع النتائج التي خلصت إليها الدراسات الاقتصادية مؤخراً (راجع عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، ودراسة Edwards, 2007).

<sup>٣٧</sup> تتسم هذه النتيجة بأنها ثابتة أمام الاختلافات في حجم التصحيح، وذلك باستخدام ٢ أو ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي كحد فاصل لتحديد التصحيح المفاجئ.

<sup>٣٨</sup> أحد الأسباب المحتملة الأخرى لوجود علاقة ارتباط موجب بين طول النوبات وعمقها هو أن فترات الاقتراض الخارجي الأطول أمداً تميل إلى إضعاف مراكز الأصول الخارجية الصافية التي تؤثر بدورها سلباً على مكون الدخل الصافي للحساب الجاري. راجع أيضاً دراسة Lane and Milesi-Ferretti (2007).

وتظهر الاختلافات الإقليمية فيما يخص طول أمد الاختلالات بوضوح في دالات البقاء من خلال تحليل الفترة الزمنية (الشكل البياني ٦-١٥) الذي يشير إلى الاحتمال التقديري باستمرار العجز الكبير لفترة معينة استناداً إلى تحليل إحصائي للملاحظات باتباع طريقة كابلان-ميير (Kaplan-Meier) في تقدير منحنيات البقاء. ويشير المنحنى الأكثر تسطيحاً في حالة أوروبا الصاعدة (اللوحة العليا على الجانب الأيسر) إلى زيادة احتمالات استمرار العجز الكبير وينطوي من ثم على فترات زمنية أطول من المناطق الأخرى.<sup>٣٩</sup> ويتبين من خلال المقارنة بين دالات البقاء حسب المجموعات الفرعية والخصائص المختلفة، أن نوبات العجز تستمر لفترات أطول عندما يتسم الاقتصاد المعني بارتفاع مركز الأصول الأجنبية الصافية المبدئية، وزيادة انفتاح حسابه الرأسمالي، وانخفاض حصة الفرد من الدخل الحقيقي، وارتفاع معدل نمو إجمالي الناتج المحلي. ويبدو أن هناك أدلة قليلة مباشرة على أن نوع نظام سعر الصرف المتبع يؤثر على طول نوبات العجز.

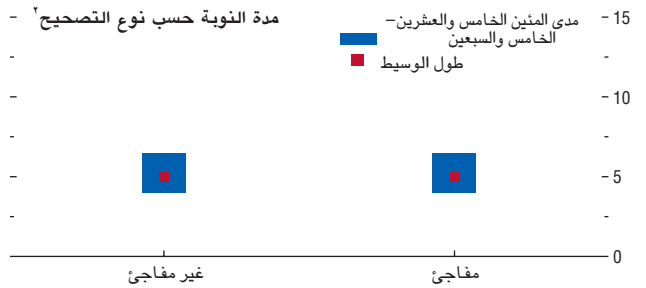
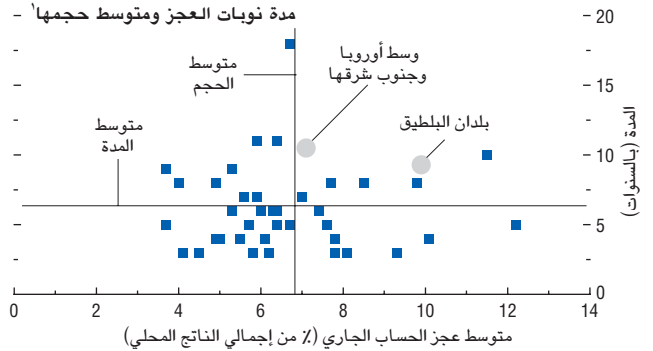
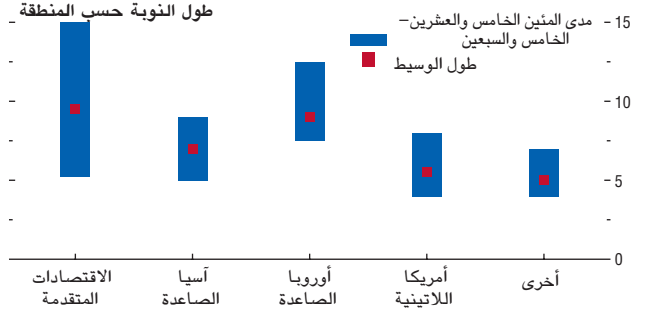
ويشير تحليل أكثر تقنياً بشأن الفترات التي تستغرقها الاختلالات إلى أن فرص النمو، وانفتاح الحساب الرأسمالي، وتحرير النظام المالي، وارتفاع مراكز الأصول الأجنبية الصافية المبدئية لها دور مهم في تفسير طول فترات نوبات العجز في أوروبا الصاعدة (الجدول ٦-٢؛ راجع الملحق ٦-٢ للاطلاع على مزيد من التفاصيل).<sup>٤٠</sup> وهي بوجه عام نفس العوامل التي تفسر ازدياد حجم نوبات العجز في تلك الاقتصادات (راجع الشكلين البيانيين ٦-٩ و ٦-١٠). ويؤدي ازدياد فرص النمو، مقيساً بانخفاض المستوى المبدئي لحصة الفرد من الدخل وارتفاع النمو المشاهد خلال نوبات العجز، إلى توفير مزيد من فرص

<sup>٣٩</sup> تستخدم دراسة (Berg, Ostry, Zettelmeyer (2008) منهجا تجريبياً مشابهاً، لكنها تحلل الفترات الزمنية ومعدلات البقاء للارتفاعات الحادة في النمو.

<sup>٤٠</sup> نجح النموذج في التنبؤ بأن هذه النوبات ستكون أطول أمداً في أوروبا الصاعدة، أي أطول بعامين أو ثلاثة أعوام في المتوسط عن الاقتصادات الصاعدة الأخرى، مما يتماشى مع المشاهدات الحالية. وفضلاً على ذلك، فمتى أخذت العوامل الهيكلية في الاعتبار تنتفي الدلالة الإحصائية للعوامل الإقليمية (الجدول ٦-٢، العمودان (أ) و(هـ)). ويؤكد تحليل الانحدار أن عمق العجز في الحساب الجاري أثناء النوبة لا يؤثر على طول أمدها. وهناك عوامل أخرى تؤدي إلى إطالة فترة نوبات العجز ومنها بطء النشاط الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة مما يحذر رؤوس الأموال التي تتدفق نحو الاقتصادات الصاعدة، وارتفاع العلامة في مؤشر الهيكل السياسي.

### الشكل البياني ٦-١٤: مدة نوبات العجز الكبير المستمر في الحساب الجاري، ١٩٦٠-٢٠٠٧ (بالسنوات)

تميل النوبات في أوروبا الصاعدة إلى أن تكون أطول أمداً من الاقتصادات الصاعدة الأخرى. وليست النوبات طويلة الأمد أكثر ضحالة مقيسة بمتوسط عجز الحساب الجاري، كما أنها لا تنتهي فجأة.

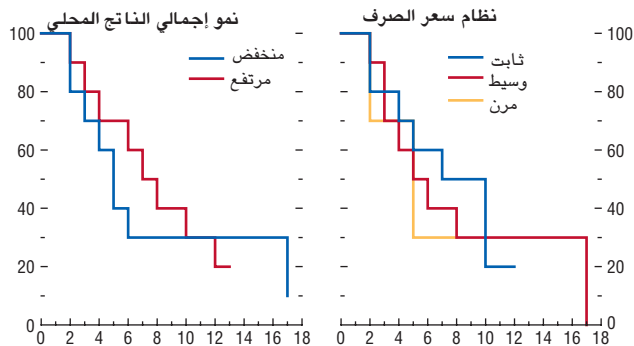
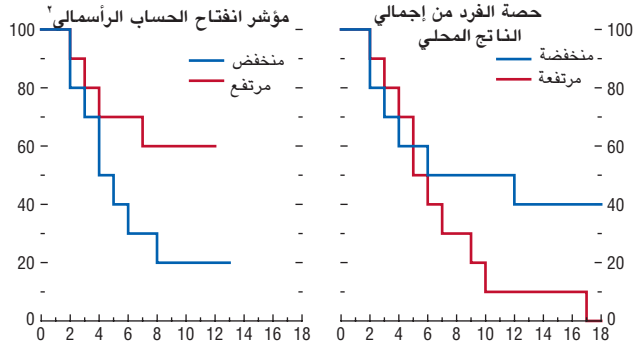
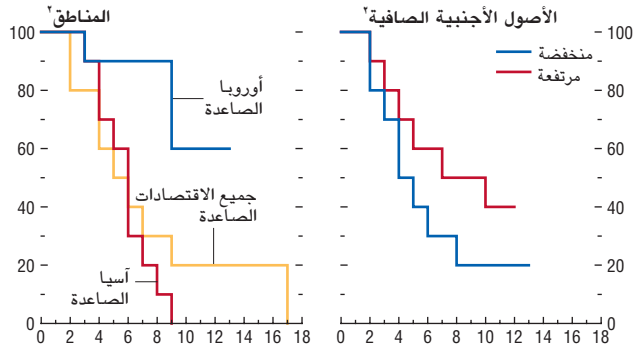


المصادر: إحصاءات ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> لا تضم العينة سوى النوبات المكتملة في الاقتصادات الصاعدة. وتدرج النوبات غير المكتملة في أوروبا الصاعدة لأغراض المقارنة. ولا يوجد ربط بين مدة نوبة العجز وحجمها.  
<sup>٢</sup> يُعرّف التصحيح المفاجئ بأنه تحسن رصيد الحساب الجاري بأكثر من ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي في السنة اللاحقة لانتهاج النوبة.

## استمرارية الاختلالات في الحساب الجاري

### الشكل البياني ٦-١٥: دالات البقاء في نوبات العجز<sup>١</sup> (عدد السنوات على المحور السيني، و٪ على المحور الصادي)

تتمثل العوامل الأساسية التي تقترن بالاقتراض الخارجي لفترات مطولة (أي ارتفاع معدلات البقاء) في ارتفاع مراكز الأصول الأجنبية الصافية المبدئية، وانفتاح الحساب الرأسمالي، وفرص النمو المواتية.



المصادر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.  
١ طريقة كابلان-ميير (Kaplan-Meier) في وضع تقديرات دالة البقاء. تُعرّف المستويات المرتفعة والمنخفضة نسبياً إلى مستوى الوسيط.  
٢ يعتبر الفرق في دالات البقاء ذو دلالة إحصائية عند مستوى ١٠٪ أو أقل (اختبار لوغاريتم الرتب).

الاستثمار المنتجة، ومن ثم يميل إلى إطالة أمد حصول الاقتصاد المعني على رؤوس أموال أجنبية. ويؤدي انفتاح الحساب الرأسمالي إلى تسهيل الحصول على رؤوس أموال أجنبية، كما يمكن أن يؤدي التحرير المالي إلى تحسين وساطة الأموال مما يزيد من قابلية العجز للاستمرار.<sup>٤١</sup> ويشير التحليل التجريبي كذلك إلى أن ضعف مساهمة صافي الصادرات في نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي يميل إلى تقليل أمد نوبات الاختلال.<sup>٤٢</sup>

ويمكن استخدام النموذج التقديري والأساسيات المشاهدة للتنبؤ بأمد استمرار نوبات العجز في أوروبا الصاعدة. وتشير التنبؤات إلى استمرار معظم نوبات العجز هذه لفترات أطول من المتوقع (الشكل البياني ٦-١٦).<sup>٤٣</sup> ونتيجة لأن معظم نوبات العجز في أوروبا الصاعدة لا تزال قائمة حتى الآن، تستند المواصفة المستخدمة للتنبؤ بالفترات الزمنية إلى معلومات تستبعد منها هذه البلدان (راجع الجدول ٦-٢، العمود (و))؛ ويضمن ذلك أيضاً ألا تتحدد النتائج وفقاً لخصائصها المحددة. ومن المتوقع أن تحدث الطفرات الأطول أمداً في إستونيا ورومانيا والجمهورية السلوفاكية حيث يبلغ متوسط الفترة الزمنية ٨,٩ سنة. ويتوقع أن تمتد نوبات العجز في بلدان البلطيق المتبقية (لاتفيا وليتوانيا) إلى ٧,٨ سنة، بينما يُتوقع حدوث طفرات أقصر كثيراً (٤,٢ سنة) في بلغاريا وهنغاريا.<sup>٤٤</sup>

٤١ هناك ثلاثة عوامل جديرة بالملاحظة لا توجد علاقة ارتباط من الناحية التجريبية بينها وبين الفترة الزمنية لنوبات العجز الكبيرة وهي: (١) عمق العجز في الحساب الجاري أثناء النوبة، رغم أن انخفاض التزامات السداد على الخصوم الأجنبية — مقيسة بمتوسط رصيد الدخل الصافي — يؤدي إلى تحسين القدرة على مواصلة الاقتراض الخارجي؛ (٢) نوع التدفقات الرأسمالية الداخلة، لا سيما الحجم المتوسط لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة؛ (٣) نوع نظام سعر الصرف (الثابت مقابل المرن). رغم أن النظام المرن لا يساعد في تفسير كيفية تسوية نوبات الاختلال (راجع المزيد فيما يلي). راجع الملحق ٦-٢ للاطلاع على التفاصيل حول النتائج ذات الصلة بالتحرير المالي المحلي.

٤٢ أدى قصور البيانات إلى مواجهة صعوبة في بناء عينة كبيرة بما يكفي لإجراء اختبار مباشر للأثر المترتب على انحرافات سعر الصرف الحقيقي عن قيمته المفترضة. وتشير نتائج إحدى العينات الصغيرة إلى أن تقيوم سعر الصرف بأعلى من قيمته الحقيقية يميل إلى تقليل أمد نوبات العجز، ولكن المعامل لم يكن ذي دلالة إحصائية.

٤٣ يمكن كذلك أن تقدم العولمة المالية تفسيراً لطول أمد نوبات الاقتراض لفترات تفوق المتوقع، وذلك من خلال تأثيرها الإيجابي على توافر التمويل الخارجي.

٤٤ إذا وضعت التوقعات "داخل العينة" أي أنها استندت إلى نموذج تقديري يشمل كذلك بيانات من أوروبا الصاعدة، فإن فترات العجز المتوقعة ستكون أطول كثيراً وتتجاوز الضعف في بلدان البلطيق.

الجدول ٦-٢ انحدرات زمنية لعجوزات الحساب الجاري المستمرة والكبيرة<sup>١</sup>

السيناريو الأساسي مع العوامل المعيارية وعوامل أخرى ماعدا أوروبا الصاعدة (و)	السيناريو الأساسي مع العوامل المعيارية وعوامل أخرى (هـ)	عوامل إقليمية ومعيارية وعوامل أخرى (د)	عوامل إقليمية ومعيارية وعوامل أخرى (ج)	عوامل إقليمية ومعيارية (ب)	عوامل إقليمية فقط (أ)
<b>المتغيرات المعيارية</b>					
**٠,٩٦	*٠,٩٨	٠,٩٨	٠,٩٨	١,٠٠	المستوى المبدي للأصول الأجنبية الصافية (% من إجمالي الناتج المحلي)
(٢,٢١-)	(١,٧٩-)	(١,٣٧-)	(١,٠٢-)	(٠,١٦-)	لوغاريتم المستوى المبدي لحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي
***٤,٨٤	***٣,١٣	***٨,٣٣	١,٩٦	١,٠٨	متوسط رصيد الحساب الجاري
(٣,٢٤)	(٢,٧٤)	(٢,٨٦)	(١,١٣)	(٠,١٦)	متوسط رصيد حساب الدخل الصافي
١,٠٢	١,١٧	١,٠٩	١,٠٣	٠,٩٧	متوسط فجوة الناتج (الاقتصادات المتقدمة)
(٠,١٣)	(١,٢٣)	(٠,٧٠)	(٠,٢٩)	(٠,٢٥-)	
٠,٨٣	٠,٨٣	٠,٧٤	*٠,٦٨	*٠,٦٧	
(١,٠١-)	(١,٢٢-)	(١,٦٠-)	(١,٦٨-)	(١,٨٩-)	
***١,٠١	***١,٠٢	***١,٠١	***١,٠١	***١,٠١	
(٣,٤٢)	(٤,٠٧)	(٣,١٦)	(٣,١٨)	(٢,٣٣)	
<b>العوامل المالية والهيكل السياسي<sup>٢</sup></b>					
***٠,٤٧	***٠,٥٨	***٠,٥٢	***٠,٦٢		متوسط انفتاح الحساب الرأسمالي
(٣,٩١-)	(٣,١٤-)	(٣,٥٨-)	(٢,٦٨-)		متوسط الهيكل السياسي
**٠,٩٢	***٠,٨٩	٠,٩٣	**٠,٩٢		
(٢,١٣-)	(٢,٩٠-)	(١,٦١-)	(١,٩٩-)		
<b>عوامل أداء النمو</b>					
١,٠١	**٠,٧٧	٠,٨٤			متوسط نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
(٠,١١)	(٢,١١-)	(١,١٥-)			متوسط صافي مساهمة نمو الصادرات <sup>٣</sup>
**٠,٦٧	*٠,٧٥	**٠,٥٨			
(٣,٥١-)	(١,٩٤-)	(٢,٩٩-)			
<b>العوامل الإقليمية</b>					
		٠,١٣	**٠,٠٤	**٠,٠٧	*٠,١٣
		(١,٤١-)	(٢,٤٨-)	(٢,٢٦-)	(١,٨٧-)
		١١,٢	٠,٩	٢,٣٤	*٢,٧٢
		(١,٥٨)	(٠,٠٩-)	(٠,٨٩)	(١,٧٠)
		٣,٤٩	٠,٥٧	١,٢٨	×٢,٣٥
		(٠,٩٦)	(٠,٥٣-)	(٠,٢٩)	(١,٦٦)
		٤,٥٢	٢,٠٣	**٦,١٣	**٥,٤٩
		(١,٥٠)	(٠,٧٤)	(٢,٠٤)	(١,٩٨)
٤٩	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨	٤٨
٣٠	٣١	٣١	٣١	٣١	٣١
٣,٣	٧,٣	٦,٨	١٤,٤	١٢,٧	٢٢,٣

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
<sup>١</sup> ملحوظة: إحصاءات أ بين أقواس؛ وتشير الرموز \* و \*\* و \*\*\* إلى الدلالة الإحصائية عند مستويات ١٠٪ و ٥٪ و ١٪ على التوالي. وتحتسب المتوسطات كقيم بسيطة طوال نوبة العجز. انحدر وبيبل (Weibull regression). وتشير المعاملات إلى الخطر النسبي مع القيم الأقل (الأعلى) من ١ مع قياس انخفاض (ارتفاع) المخاطر من انتهاء النوبة، وتظوي على فترات زمنية أطول (أقصر) لنوبات العجز المستمرة.  
<sup>٢</sup> يبيح الملحق ٦-٢ الأثر المترتب على تحرير القطاع المالي المحلي.  
<sup>٣</sup> يعرف صافي مساهمة نمو الصادرات بأنه متوسط معدل النمو السنوي لإجمالي الناتج المحلي الحقيقي أثناء النوبة الذي يمكن عزوه إلى التغيرات في صافي رصيد التصدير.  
<sup>٤</sup> راجع الجدول ٦-٤ في الملحق ٦-٢ للتعرف على البلدان المدرجة في التقسيمات الإقليمية.  
<sup>٥</sup> متوسط مربع الخطأ في التنبؤات لأمد النوبات المكتملة.

البلدان. ومع هذا، كان متوسط مساهمة صافي الصادرات في النمو منخفضا مقارنة بنوبات الافتراض المستمرة في الاقتصادات الصاعدة الأخرى. ومن المرجح أن يرتبط ذلك بقوة أسعار الصرف في العديد من هذه البلدان وقد يرجع كذلك إلى انخفاض نمو الإنتاجية في قطاعات السلع

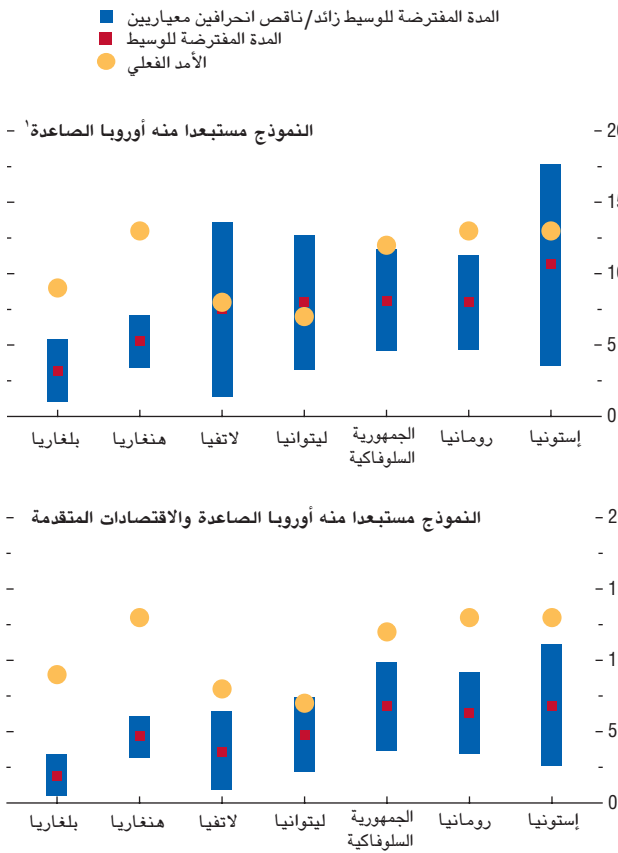
وكانت اقتصادات أوروبا الصاعدة قادرة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لفترات متواصلة ويرجع ذلك جزئيا إلى الأوضاع المبدئية المواتية (مثل ارتفاع صافي الأصول الأجنبية بالمقارنة مع نوبات العجز المستمرة الأخرى) وسرعة فتح الحسابات الرأسمالية في معظم

## استمرارية الاختلالات في الحساب الجاري

التجارية، حيث كانت هناك حصة كبيرة من الاستثمارات تتجه نحو قطاع السلع غير التجارية (راجع الشكل البياني ١١-٦).<sup>٤٥</sup> وهناك بعض الإشارات التحذيرية في بلدان البلطيق وبلغاريا على تباطؤ نمو الإنتاجية (وإن كان من مستويات عالية) وكانت هذه المستويات منخفضة على وجه الخصوص في قطاع الصناعة منذ عام ٢٠٠٣ (الشكل البياني ١٧-٦).

### الشكل البياني ٦-١٦: المدة المفترضة والأمد الفعلي لنوبات العجز الحالية (بالسنوات)

تبدو نوبات العجز الجارية في أوروبا الصاعدة طويلة جدا مقارنة بتنبؤات النموذج القائم على الأساسيات الاقتصادية، لا سيما عند مقارنتها بالبيانات عن الاقتصادات الصاعدة الأخرى.



المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. استنادا إلى العمود (و) في الجدول ٦-٢.

وهناك امتداد للنموذج التجريبي يفحص ما أظهره أسلوب زوال نوبات الاختلال في الماضي من أن بلدان البلطيق وبلغاريا تواجه مخاطر أعلى من انتهاء نوبات العجز فيها على نحو مفاجئ بسبب الانفتاح البالغ في حساباتها الرأسمالية ونظم سعر الصرف الثابت المتبعة فيها.<sup>٤٦</sup> وتتصاعد هذه المخاطر بسبب قوة أسعار الصرف في هذه البلدان، وخاصة بلدان البلطيق. وبوجه عام، اقترنت زيادة انفتاح الحساب الرأسمالي بنوبات العجز المطولة التي تميل إلى الانتهاء فجأة. كذلك تقترن نظم سعر الصرف الثابت بالنهايات المفاجئة، ولكن تميل هذه النوبات إلى أن تكون أقصر أمدا (للاطلاع على التفاصيل راجع الملحق ٦-٢).<sup>٤٧</sup> وجاءت ماليزيا (١٩٩٥) ضمن البلدان التي كانت لديها حسابات رأسمالية بالغة الانفتاح وشهدت نهايات مفاجئة لنوبات العجز، بينما شهدت تايلند (١٩٨٢) نهاية مفاجئة في ظل نظام لسعر الصرف الثابت. ومن ناحية أخرى، يقترن ارتفاع القيمة في مؤشر الهيكل السياسي بالنوبات الأطول أمدا التي تنتهي بصورة أكثر سلاسة.

<sup>٤٥</sup> بينما تؤدي أوجه التحسن في قطاعات النقل والخدمات المالية والمرافق حقيقة إلى تعزيز الإنتاجية، هناك قدر كبير من الاستثمارات في قطاعي العقارات وتجارة التجزئة، وتترتب ذلك منافع معززة للإنتاجية أقل وضوحا (دراسة Rahman, 2008). راجع أيضا دراسة Bems and Schellekens (2007).

<sup>٤٦</sup> ناقش الفصل الثالث في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي العوامل المحددة للتحويلات في مسار الحساب الجاري وانعكاساتها. ويخلص هذا التحليل إلى أن التحويلات في مسار الحساب الجاري كانت مسبوقه بفقوة موجبة في الناتج وأدت إلى حدوث انعكاسات متنوعة على نمو الناتج: فاقترنت تحولات المسار الانكماشية بانخفاض الانفتاح التجاري وبوجود عجوزات مبدئية كبيرة. وفي المقابل، اقترنت تحولات المسار التوسعية بوصول مجموع الانخفاضات في سعر الصرف الحقيقي والزيادات في معدلات الادخار إلى مستويات أعلى من المتوسط (في القطاع العام بشكل رئيسي)، مما سمح باستمرار معدلات الاستثمار.

<sup>٤٧</sup> تأتي هذه النتيجة مكتملة للنتائج التجريبية في الفترة الأخيرة حول استمرار اختلالات الحسابات الجارية في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة. وتخلص دراسة Chinn and Wei (2008) إلى عدم وجود ربط مباشر بين أنظمة سعر الصرف واستمرارية الحساب الجاري. وتصدق على هذه النتيجة دراسة Ghosh, Terrones, and Zettelmeyer (2008) التي تشير إلى ما يبدو من وجود علاقة ارتباط بين التحويلات الكبيرة في المسار وأنظمة أسعار الصرف الثابتة.



## الاستنتاجات والانعكاسات على صعيد السياسات

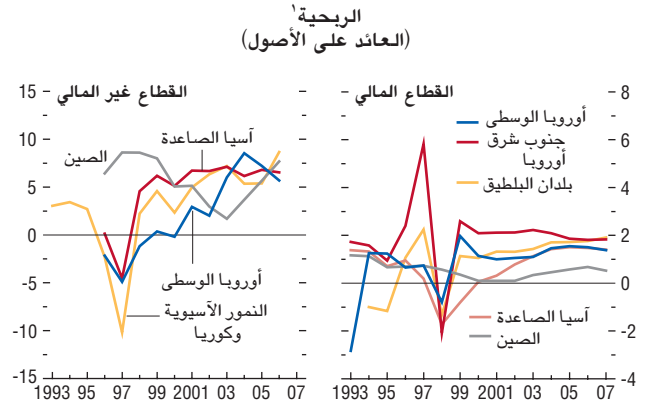
أثار التفاوت المتنامي بين اختلالات الحسابات الجارية في الاقتصادات الصاعدة مزيداً من النقاش حول الأسباب الكامنة وراءه وانعكاساته على النمو والقدرة على الاستمرار. ويشير البعض إلى انطواء الفوائض الكبيرة في آسيا النامية على إمكانية تحقيق التقارب في الدخل دون الحاجة إلى اقتراض مقادير كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية وبالتالي دون مواجهة مخاطر الاستقرار الخارجي المصاحبة. وفي المقابل، تشير قدرة أوروبا الصاعدة على اقتراض رؤوس أموال أجنبية لفترات مطولة إلى أن نموذج النمو المعياري لتدفق رؤوس الأموال من الاقتصادات الأغنى إلى الاقتصادات الأفقر لا يزال صالحاً للتطبيق. ويبحث هذا الفصل الأسباب وراء تلك الاتجاهات المتفاوتة ويقيم استمرارية الاختلالات المتنامية في الحساب الجاري.

ويشير التحليل التجريبي إلى أن التغيرات الهيكلية كانت أحد العوامل الرئيسية في تفسير الاتجاهات الإقليمية المختلفة. ففي أوروبا الصاعدة، ترتبط حالات العجز الكبير في الحسابات الجارية بالتحريك السريع للأسواق المالية المحلية والحسابات الرأسمالية المفتوحة، مما استقطب تدفقات رأسمالية داخلية كبيرة واستحث زيادة سريعة في ملكية البنوك الأجنبية. وأدى الاندماج في الاتحاد الأوروبي أيضاً إلى تعزيز تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة عن طريق تحسين آفاق الاستقرار على مستوى الاقتصاد والسياسات.

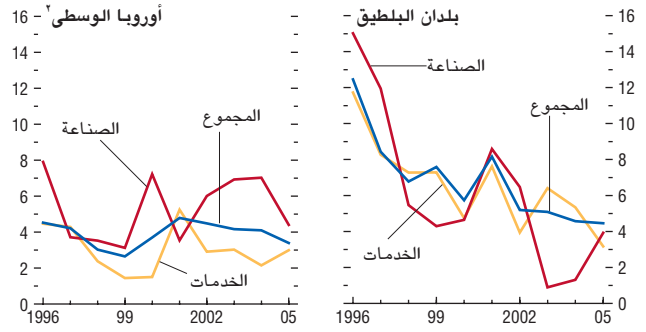
وعادة ما تتسم الحسابات الرأسمالية في اقتصادات آسيا الصاعدة بدرجة انفتاح أقل، وقد تأخر تحرير الأسواق المالية المحلية في هذه المنطقة مقارنة بالمناطق الأخرى. كذلك تتبع عدة بلدان في آسيا الصاعدة هيكل سياسية مختلفة كما أن سكانها أصغر سناً. وتفسر هذه العوامل، لا سيما الافتقار إلى التحرير المالي، جزءاً كبيراً من فوائض الحسابات الجارية في المنطقة. وبينما تتحرك هذه البلدان نحو زيادة التحرير المالي في المستقبل، فربما يساعد ذلك في خفض الفوائض من خلال زيادة الاستهلاك ورفع التمويل الأجنبي للاستثمار على السواء. غير أن جانباً كبيراً من فوائض الحساب الجاري المستمرة في هذه الاقتصادات لا يزال دون تفسير. ومن الأسباب المحتملة لهذه الفوائض أسعار صرف العملات المقومة بأقل من قيمتها الصحيحة. غير أنه من الصعب الجزم

## الشكل البياني ٦-١٧: ربحية الشركات ونمو الإنتاجية (٧)

تتسم ربحية الشركات بالثبات في آسيا الصاعدة وأوروبا الصاعدة. ومع هذا، يعطي نمو الإنتاجية إشارات على التباطؤ في بلدان البلطيق.



## نمو إنتاجية العمل في الساعة



المصادر: دراسة Brooks and Ueda (2005, updated July 2008) وقاعدة بيانات Groningen Growth and Development Centre, 60-industry database, September 2006.  
<sup>١</sup> أوروبا الوسطى تشمل الجمهورية التشيكية وهنغاريا وبولندا والجمهورية السلوفاكية. وجنوب شرق أوروبا يشمل ألمانيا وبلغاريا وكرواتيا وجمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة ورومانيا. وبلدان البلطيق هي إستونيا ولاتفيا وليتوانيا. وآسيا الصاعدة تشمل الصين والهند وإندونيسيا وكوريا وماليزيا وباكستان والفلبين وتايلاند. والنمور الآسيوية هي ماليزيا وإندونيسيا والفلبين وتايلاند.  
<sup>٢</sup> أوروبا الوسطى تشمل الجمهورية التشيكية وهنغاريا وبولندا والجمهورية السلوفاكية وسلوفاكيا.

تجاوبا مع قوى السوق.<sup>٤٨</sup> ومن شأن الرجوع تدريجيا إلى مستويات أسعار الصرف التوازنية أن يساعد في معالجة هذه المخاوف والتعرف الاستباقي على نوع الآثار السلبية التي تترتب على الإنتاجية والنمو والتي شهدتها بلدان أخرى وتطورت بسرعة على مدار فترات طويلة إلى جانب ارتفاع معدلات الاستثمار. وفي الوقت ذاته، فكما تم تأكيده من خلال جولة المشاورات متعددة الأطراف بشأن الاختلالات العالمية التي أُجريت بقيادة صندوق النقد الدولي، فإن من شأن وجود مجموعة سياسات أوسع نطاقا أن يساعد في التمهيد لعملية التصحيح، بما في ذلك إعادة التوازن إلى مكونات الطلب الكلي وزيادة التحرير المالي بغية تحسين إمكانية الحصول على ائتمان ورفع مستوى جودة الوساطة المالية.

## الملحق ٦-١: تعاريف المتغيرات ومصادر البيانات

المؤلفان الرئيسيان لهذا الملحق هما ستيفان دانيغز وفلورنس جوموت.

يقدم هذا الملحق مزيدا من التفاصيل حول إنشاء المتغيرات المستخدمة في الفصل السادس ومصادر البيانات. ويستند التحليل إلى البيانات السنوية منذ عام ١٩٨٠ وحتى أحدث فترة. ويغطي البلدان التي تجاوز فيها مستوى حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ٢٠٠٠ دولار وبلغ عدد سكانها على الأقل ٢ مليون نسمة في عام ٢٠٠٦. ويستبعد البلدان المصدرة للنفط (وفقا لتعريف تقرير آفاق الاقتصاد العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي).

## بيانات ميزان المدفوعات

المصدر الرئيسي لبيانات ميزان المدفوعات هو دليل إحصاءات ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي وتكملها البيانات المأخوذة من قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي لصندوق النقد الدولي وقاعدة بيانات External Wealth of Nations Mark II التي وضعها Lane and Milesi-Ferretti (2006) (بيانات أرصدة الأصول والخصوم الأجنبية).

بما إذا كانت مستويات أسعار الصرف المنخفضة ترجع إلى إجراء متعمد على مستوى السياسات — كسعي بعض البلدان لتكوين احتياطيات دولية كبيرة بعد الأزمة الآسيوية — أو غير ذلك من العوامل غير المعروفة التي نقلت الحسابات الجارية إلى حالة الفائض بعد ١٩٩٧-١٩٩٨.

ومع تزايد اختلالات الحساب الجاري طال أيضا أمد نوبات الاختلال، مما أثار المخاوف بشأن استمراريتها. وبالفعل ازداد عدد نوبات العجز الكبيرة المستمرة في الحساب الجاري بوتيرة سريعة منذ التسعينات، مع وجود العديد منها في أوروبا الصاعدة. ويعزى طول أمد نوبات العجز إلى عوامل اقتصادية رئيسية هي مراكز الأصول الأجنبية الصافية المواتية، وتوافر فرص النمو، وانفتاح الحسابات الرأسمالية. وعلى العكس من ذلك، يندر وجود نوبات فائض مطولة بين الاقتصادات الصاعدة.

واستنادا إلى تحليل للأنماط التاريخية، يتوقع استمرار حالات العجز القائمة حاليا في أوروبا الصاعدة لفترات أطول من المناطق الأخرى، رغم وصول معظمها إلى الحد الأعلى للمدة المتوقعة أو تجاوزها بالفعل. وتفسر الخصائص الأساسية للاقتصادات الأوروبية الصاعدة طول مدة العجز فيها، ولكن هذا لا يستبعد حدوث حالات من الهبوط العنيف في النشاط الاقتصادي. ويحدد التحليل التجريبي عوامل الخطر من انتهاء نوبات العجز بشكل مفاجئ، بما في ذلك نظم أسعار الصرف الثابتة والحسابات الرأسمالية المفتوحة، والتي هي من سمات العديد من هذه الاقتصادات. وربما كان اختيار هذه البلدان لنظام لسعر الصرف الثابت مدفوعا بكثير من العوامل، لا سيما الرغبة في الانضمام لمنطقة اليورو، ولكن متى تم هذا الاختيار يتعين على هذه البلدان حماية أنفسهم من التعرض لمواطن الضعف الخارجية عن طريق ضمان مرونة أسواق المنتجات وأسواق العمل، ووجود أطر قوية للتنظيم والرقابة الماليين، واتساق السياسات الاقتصادية الكلية مع مقتضيات التوازن الداخلي والخارجي (راجع IMF, 2007).

وربما كانت الفوائض الكبيرة في آسيا الصاعدة أكثر أمانا من منظور المخاطر الخارجية. ومع هذا، فربما أدت أيضا إلى انخفاض الاستهلاك إلى مستوى أقل من المرغوب في الأجل القريب وتخصيص أقل كفاءة لرؤوس الأموال نظرا لإدراج خيارات الادخار والاستثمار ضمن النظم المالية ونظم حوكمة المؤسسات التي يتعين أن تكون أكثر

<sup>٤٨</sup> راجع الإطار ٣-٢ في عدد سبتمبر ٢٠٠٦ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي والإطار ٢-٣ في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

### الادخار والاستثمار

الدولي. ويمثل التحرير المالي مؤشرا يجمع بين المعلومات حول ضوابط أسعار الفائدة، والضوابط الائتمانية، والقيود على المنافسة، وملكية الدولة، وجودة الرقابة والتنظيم المصرفيين، وسياسات التشجيع على إنشاء أسواق للسندات والأسهم، وسياسات السماح للأجانب بالتعامل في سوق الأسهم المحلية. وأخذ هذا المؤشر من دراسة Abiad, Detragiache, and Tressel (قيد الإصدار). وأخيرا أخذ الجزء الخاص بالبنوك الأجنبية من دراسة Claessens and others (2008). ويعتبر البنك مملوكا لجهة أجنبية إذا كانت نسبة ٥٠٪ من أسهمه على الأقل في حيازة مواطنين أجانب خلال سنة معينة (لا ينظر إلا للملكية المباشرة).

### سعر الصرف

يستند انحراف سعر الصرف الفعلي الحقيقي عن قيمته المفترضة إلى منهج سعر الصرف الحقيقي التوازني الذي تم وضعه كجزء من تقييم المجموعة الاستشارية المعنية بقضايا أسعار الصرف المنبثقة عن صندوق النقد الدولي، وبحسب كمتبق من انحدار سعر الصرف الفعلي الحقيقي الذي يستند إلى مؤشر أسعار المستهلك على تفاوت الإنتاجية بين السلع التجارية والسلع غير التجارية (ما يطلق عليه تأثير بالاسا-صامويلسون)، وعوامل أخرى تؤثر على الأسعار النسبية (الاستهلاك الحكومي، ومؤشر القيود التجارية، وضوابط الأسعار، ومعدلات التبادل التجاري للسلع الأساسية)، وصافي الأصول الأجنبية (راجع دراسة Lee and others, 2008). ولا تتوافر مقاييس انحراف أسعار الصرف في بلدان البلطيق من خلال تقييم المجموعة الاستشارية المعنية بقضايا أسعار الصرف المنبثقة عن صندوق النقد الدولي، ومن ثم فإنها تستند إلى تقديرات خبراء الصندوق التي تتبع منهجية مماثلة. ويأتي تصنيف نظم سعر الصرف إلى نظم ثابتة ووسيلة ومرنة كمؤشر "واقعي" لنظم أسعار الصرف وفقا للصندوق، وقد تفضل بتقديره السيد هارالد أندرسون، الموظف في صندوق النقد الدولي.

### العوامل السياسية

مؤشر الهيكل السياسي هو متغير «مؤشر النظام السياسي ٢» (Polity2) المأخوذ من مشروع مؤشر النظام السياسي الرابع (Polity IV Project) (دراسة، Marshall, Jagers, and Gurr, 2004). ويغطي عددا من الأبعاد، بما في ذلك وجود مؤسسات وإجراءات يعبر المواطنون من خلالها على أفضليتهم بشأن السياسات البديلة والقادة ووجود قيود تأخذ شكل مؤسسي على ممارسة السلطة التنفيذية لصلاحياتها.

أخذت بيانات الادخار والاستثمار من قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي لصندوق النقد الدولي. ويؤخذ تقسيم الادخار والاستثمار إلى مكوناتها العامة والخاصة من قاعدة بيانات إحصاءات الحسابات القومية للأمم المتحدة وقاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي لصندوق النقد الدولي. وتتم تجزئة الادخار الخاص مرة أخرى إلى معدلات ادخار الشركات وادخار قطاع الأسر باستخدام قاعدة بيانات إحصاءات الحسابات القومية للأمم المتحدة، وباستخدام قاعدة بيانات CEIC Asia database، إذا اقتضى الأمر. وتستند البيانات عن معدلات ادخار الشركات وقطاع الأسر في الصين في الفترة اللاحقة لعام ٢٠٠٣ إلى تقديرات خبراء الصندوق.

### المحددات المعيارية

أخذت بيانات رصيد الحكومة العامة والرصيد النفطي (معرفا بأنه الفرق بين الصادرات والواردات النفطية)، ونمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي، بينما أخذت بيانات حصة الفرد من الناتج بالمعدلات الثابتة لتعادل القوى الشرائية من مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي. وتتم قسمة حصة الفرد من الناتج بالمعدلات الثابتة لتعادل القوى الشرائية على المستوى السائد في الولايات المتحدة للوصول إلى حصة الفرد النسبية من الدخل. وأخيرا أخذت بيانات النمو السكاني ونسبة إعاله كبار السن من مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي.

### العوامل الإضافية

#### العوامل المالية

يُقاس العمق المالي باستخدام حاصل الائتمان الممنوح للقطاع الخاص من بنوك الإيداع النقدي والمؤسسات المالية الأخرى ورأسمال سوق الأسهم مقسوما على إجمالي الناتج المحلي. والمصدر المستخدم هو قاعدة بيانات الهيكل المالي (Financial Structure Database) التي أعدها Beck, Demirgüç-Kunt and Levine (2000) المحدثة في عام ٢٠٠٧. وتستند بيانات الصين إلى حسابات خبراء صندوق النقد الدولي. وأخذ مؤشر انفتاح الحساب الرأسمالي من دراسة Chinn and Ito (2006) المحدثة وتستند إلى المكونات الرئيسية المأخوذة من المقاييس المجزأة للقيود على الحساب الرأسمالي والحساب الجاري الواردة في التقرير السنوي حول ترتيبات وقيود الصرف الصادر عن صندوق النقد

ومتى بدأت عملية تعجيل النمو، يستند تحديد انتهاء حالة التعجيل إلى معيارين كما يلي: تراجع معدل النمو المتوسط إلى أقل من ٢٪، وانخفاض النمو إلى أقل من ٣٪ في السنة اللاحقة لنهاية الحدث. وقد طبق هذان المعياران على عينة الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة غير المصدرة للنظير الواردة في هذا الفصل في الفترة بين ١٩٦٠ و ٢٠٠٧،<sup>٤٩</sup> وتم تحديد ما مجموعه ٦٣ نوبة، استبعدت منها ١٠ نوبات من أوروبا الصاعدة نظرا لتداخلها مع البلدان المتخذة أساسا للمقارنة. وأدى قصور البيانات إلى استبعاد استخدام ٣٨ نوبة أخرى — ٢٩ نوبة تعجيل منها بدأت في تواريخ قبل عام ١٩٧٠ — ومن ثم تألفت مجموعة النوبات النهائية من ١٥ نوبة لتعجيل النمو شملت البلدان التالية: الكاميرون والصين وشيلي والجمهورية الدومينيكية ومصر وفنلندا واليونان والهند وإندونيسيا وأيرلندا وجمهورية لاو الديمقراطية الشعبية والبرتغال. وبلغ معدل النمو المتوسط قبل بدء نوبات التعجيل المحددة ١,١٪.

## الملحق ٦-٢: منهج الاقتصاد القياسي

المؤلفان الرئيسيان لهذا الملحق هما ستيفان دانيغز وفلورنس جوموت.

يصف هذا الملحق بمزيد من التفصيل النموذج الذي استند إليه تحليل الاقتصاد القياسي لمحددات أرصدة الحسابات الجارية وتقديره. ويقدم كذلك بعض النتائج الإضافية عن عدم تجانس المعاملات عبر المناطق المختلفة. وأخيرا، يعرض تفاصيل فنية عن تحليل المدة الزمنية.

### محددات رصيد الحساب الجاري

يربط النموذج المستخدم في التحليل التجريبي بين رصيد الحساب الجاري (معبرا عنه كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي) وعدد من المحددات المعيارية وطائفة من العوامل الجديدة. وتعتمد المعادلة التالية باعتبارها مواصفة التحليل:

$$\frac{CA}{Y} = \alpha_1 + \alpha_2 \left( \frac{NFA}{Y} \right) + \alpha_3 \left( \frac{GGB}{Y} \right) + \alpha_4 \left( \frac{NX_{out}}{Y} \right)$$

<sup>٤٩</sup> قدم جيرومين زتلماير وجون سالغاتي اللوغاريتم المستخدم في تحديد نوبات تعجيل النمو.

ويرصد مقياس الاندماج في الاتحاد الأوروبي مدى ما حققته بلدان أوروبا الصاعدة (وتركيا) في المراحل المختلفة لعملية الاندماج الرسمية، وهي التقدم للانضمام إلى عضوية الاتحاد الأوروبي، وبدء المفاوضات للانضمام إلى عضوية الاتحاد، والانضمام إلى الاتحاد، والدخول في آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية، واعتماد اليورو. وتعطى علامة ٠,٢ لكل مرحلة؛ إذا فالحد الأعلى للعلامات هو ١.

### مؤشرات التعرض للمخاطر

تُحسب ربحية القطاع غير المالي كنسبة صافي الدخل زائد نفقات الفوائد إلى أصول العام الماضي، معدلة حسب التضخم في مؤشر أسعار المستهلك. وتمثل ربحية القطاع المالي في المكاسب قبل حساب البنود غير العادية والضرائب كنسبة مئوية من مجموع الأصول. وأخذت البيانات من تحديث يوليو ٢٠٠٨ لدراسة (Brooks and Ueda (2005) التي تستند إلى البيانات من Datastream و Worldscope. وأخذت بيانات نمو إنتاجية العمل في الساعة لقطاعي الصناعة والخدمات والاقتصاد ككل فيما يخص بلدان البلطيق وأوروبا الوسطى من قاعدة بيانات Groningen Growth and Development Centre, 60-Industry database، سبتمبر ٢٠٠٦.

### دراسة الحدث: تعجيل النمو وتطورات الحساب الجاري

أجري تحليل لدراسة حدث استنادا إلى تعريف حالات التعجيل بالنمو المقترح في دراسة Hausmann, Pritchett, and Rodrik (2005). وذلك من أجل المقارنة بين تطورات الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة والتجارب السابقة للتعجيل بالنمو. ويعرف الحدث بأنه تعجيل النمو لمرة واحدة لا تتكرر مع تحديد موعد البدء وفقا لمعيارين كما يلي:

- النمو السريع:  $g_{t,t+n} \geq 5\%$  سنويا، و  $g_{t,t+8} = \ln(y_{t+8}) - \ln(y_t)$  هو معدل نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الوقت  $t$  الذي يتعدى أفق ثماني سنوات، بالإضافة إلى ما يلي:
- حالات تعجيل النمو:  $\Delta(g_t) = (g_{t,t+8}) - (g_{t8,t})$  و  $\Delta(g_t) \leq 2\%$  هو التغير في معدل النمو في الوقت  $t$ .

على جميع البلدان في سنة معينة (مثل الرصيد الإجمالي للاذخار والاستثمار). ويقدر النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية والأخطاء المعيارية الثابتة إزاء الأخطاء غير متجانسة التباين.<sup>٥٠</sup>

وتتألف عينة البلدان من ٥٨ اقتصادا متقدما وصاعدا توافرت بشأنها جميع المتغيرات المستخدمة في الانحدارات، منها ٢١ اقتصادا متقدما و٣٧ اقتصادا صاعدا. وأدرجت البلدان استنادا إلى توافر البيانات على النحو التالي:

- الاقتصادات المتقدمة: أستراليا والنمسا وبلجيكا وكندا والدانمرك وفنلندا وفرنسا وألمانيا واليونان وأيرلندا وإيطاليا واليابان وهولندا ونيوزيلندا والنرويج والبرتغال وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.
  - الاقتصادات الصاعدة: الأرجنتين وبوليفيا والبرازيل وبلغاريا وشيلي والصين وكولومبيا وكوستاريكا والجمهورية التشيكية ومصر والسلفادور وإستونيا وجورجيا وهنغاريا والهند وإندونيسيا وإسرائيل وجامايكا والأردن وكوريا ولاتفيا وليتوانيا وماليزيا والمكسيك والمغرب وباكستان وباراغواي وبيرو والفلبين وبولندا ورومانيا وجنوب إفريقيا وسري لانكا وتايلند وتونس وتركيا وأوروغواي.
- وترد نتائج التقديرات في متن النص.

### نتائج أخرى: التنافر الإقليمي

أخذ التحليل التجريبي في حسابه وجود معاملات مختلفة لهذه المجموعة القطرية نسبيا إلى بقية العينة وقام بفحصها، وذلك انعكاسا للظروف الخاصة في أوروبا الصاعدة. وامتدت المعادلة (١) لتشمل حدود التفاعل بين كل متغير من متغيراتها ومتغير صوري لبلدان أوروبا الصاعدة. ولم يكن في الإمكان رفض فرضية أن المتغير الصوري لأوروبا الصاعدة وجميع حدود التفاعل تساوي صفرا (أي أن آثار المتغيرات متشابهة في حالة أوروبا الصاعدة والبلدان الأخرى في العينة) ما عدا فيما يخص

<sup>٥٠</sup> النتائج تظل ثابتة إزاء إدراج نسبة الحساب الرأسمالي إلى إجمالي الناتج المحلي كمتغير تفسيري لتحديد أثر التغيرات بمرور الوقت في تصنيف التحويلات الرأسمالية.

$$\begin{aligned} & + \alpha_5 \left( \frac{Pop_{old}}{Pop_{wa}} \right) + \alpha_6 g_{pop} + \alpha_7 \left( \frac{y}{y_{US}} \right) + \alpha_8 (g_y) \\ & + \sum_k \beta_k X_k + \gamma_1 EE + \gamma_2 APC + \gamma_3 FC \\ & + \sum_l \delta l_l + \varepsilon, \end{aligned} \quad (١)$$

حيث  $CA$  هو رصيد الحساب الجاري، و  $Y$  هو إجمالي الناتج المحلي الاسمي، و  $NFA$  هو صافي الأصول الخارجية، و  $GGB$  هو رصيد الحكومة العامة، و  $NX_{oil}$  هو الرصيد النفطي، و  $Pop_{old}$  تمثل السكان في عمر ٦٥ عاما أو أكثر، و  $Pop_{wa}$  تمثل السكان في سن العمل، و  $g_{pop}$  هو معدل نمو السكان، و  $y$  حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي بالمعدلات الثابتة لتعادل القوى الشرائية، و  $g_y$  هو معدل نمو حصة الفرد من الدخل الحقيقي، و  $EE$  متغير صوري قيمته "١" لأوروبا الصاعدة وقيمته صفر لما عدا ذلك، و  $APC$  متغير صوري قيمته "١" لآسيا الصاعدة بدءا من عام ١٩٩٩ (بعد سنوات الأزمة الآسيوية)، و  $FC$  متغير صوري قيمته "١" للمراكز المالية، و  $l$  هي الآثار الزمنية، و  $X$  تشير إلى طائفة من العوامل الجديدة المضافة إلى النموذج المعياري على عدة مراحل (راجع متن النص). وتمثل تلك متغيرات الهيكل المالي (العمق المالي، والتحرير المالي المحلي، وانفتاح الحساب الرأسمالي) ومقياسا للهيكل السياسي.

ووفقا للدراسات الاقتصادية، يُحسب عدد من المتغيرات كانحرافات عن متوسط باقي العالم (راجع على سبيل المثال دراسة Lee and others, 2008). وتلك هي نسبة رصيد الحكومة العامة إلى إجمالي الناتج المحلي، والمتغيرات الديمغرافية، ونمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي، ومقياس الهيكل السياسي. وتمثل البيانات المتوسطة لفترات تبلغ أربع سنوات للتركيز على محدودات التحركات متوسطة الأجل في الحساب الجاري. ومن أجل تقليص المشكلات الداخلية إلى أدنى حد، يُقاس صافي الأصول الأجنبية وحصة الفرد النسبية من الدخل، والعمق المالي في السنة السابقة على فترة الأربع سنوات قيد البحث؛ ويقاس معدل نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي على مدار الأربع سنوات السابقة على فترة الأربع سنوات الحالية. ولا تشمل المعادلتان على آثار قطرية ثابتة وتحفظ بالمعلومات المستعرضة حيث إنها تُستخدم في تفسير الفروق بين البلدان. وتدرج آثار الزمن الثابتة لرصد التطورات التي لها أثر مماثل

الجدول ٦-٣ تفسير التأثيرات المتميزة في أوروبا الصاعدة

زائد تواجد البنوك الأجنبية		عينة محدودة	عينة كاملة	
(د)	(ج)	(ب)	(أ)	
٠,١٨٦ (٠,٢١)	٠,٢٠٧ (٠,٢٥)	٠,٢١٧ (٠,٢٧)	٠,٨٢ (١,٦٤)	العوامل المالية والهيكل السياسي العمق المالي (% من إجمالي الناتج المحلي، متأخر)
٦,١٨٦- (١,١٧-)	٣,٨٢٣- (٠,٦٤-)	٣,٧٥٧- (٠,٦٤-)	٢,٧٤٣- ×(١,٦٨-)	التحرير المالي
٠,٤٢٣- (١,٠٥-)	٠,٤٤٤- (١,١١-)	٠,٤٣٥- (١,٠٧-)	٠,٢٢٩- (١,٢٥-)	انفتاح الحساب الرأسمالي
٠,١ ٠,٠٣٨- (٠,٣٩-)	٠,٢٢ ٠,٠٣- (٠,٣٢-)	٠,٢٣ ٠,٠٣٣- (٠,٣٦-)	××٠,٠٣ ٠,١٤٦- *** (٣,٥٤-)	الدلالة المشتركة للمتغيرات المالية (قيمة الاحتمال) الهيكل السياسي
١,٤٤٣- *** (٣,٣٥-)	١,٣٧١- *** (٣,٣٣-)	١,٣٤٨- *** (٣,٤٣-)	١,٣١٩- *** (٥,٣٢-)	عوامل أوروبا الصاعدة رصيد الحكومة العامة متفاعلا مع الاندماج في الاتحاد الأوروبي
٣,١٢٨- ** (٢,٢٧-)	٣,٢٨٧- (١,٣٥-)	٣,٥٣٣- * (١,٨٥-)	٤,٤٨٤- *** (٤,٤٧-)	التحرير المالي متفاعلا مع المتغير السوري لأوروبا الصاعدة
	٠,٤٧٦- (٠,٢٦-)			جزء البنوك الأجنبية
٤,٥٠٩ *** (٣,٧٦)	٤,١٩٢ *** (٣,١٩)	٤,٢ *** (٣,٢١)	٢,٥١٨ *** (٣,٠٣)	العوامل الإقليمية (أثار غير مفسرة) تحول الأزمة الآسيوية
٧٧	٧٧	٧٧	٢١٥	المشاهدات الإحصائية
٠,٦٤	٠,٦٥	٠,٦٦	٠,٥٩	معامل التحديد المعدل

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: إحصاءات t الثابتة بين أقواس؛ وتشير الرموز \* و \*\* و \*\*\* إلى الدلالة الإحصائية عند مستويات ١٠٪ و ٥٪ و ١٪ على التوالي. جميع الانحدارات تحيد أثر صافي الأصول الأجنبية، ورصيد الحكومة العامة، والرصيد النفطي، ونسبة إعالة كبار السن، والنمو السكاني، وحصّة الفرد من الدخل النسبي، ونمو حصّة الفرد من إجمالي الناتج المحلي، ومتغير صوري للمراكز المالية، ومتغير ثابت والآثار الزمنية الثابتة. وتقدر الانحدارات باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. راجع الحاشيتين ١ و ٢ في الشكل البياني ٦-١ للاطلاع على التقسيمات الإقليمية.

مع المتغير السوري لأوروبا الصاعدة) على جزء البنوك الأجنبية عند إدخالهما معا، فهناك تشابه من حيث الحجم والدلالة الإحصائية بين معامل جزء البنوك الأجنبية ومعامل التحرير المالي المحلي (متفاعلا مع المتغير السوري لأوروبا الصاعدة) عند إدخاله بمفرده (الجدول ٦-٣، العمودان (ج) و(د)). ويقدم ذلك بعض الأدلة المساندة على أن التواجد الأقوى للبنوك الأجنبية في أوروبا الصاعدة ربما أسهم في زيادة قوة تأثير التحرير المالي المحلي على الحساب الجاري.

تحليل المدة ونوبات اختلال الحساب الجاري

يقدم هذا الجزء تفاصيل أكبر عن تحديد الاختلالات الكبيرة المستمرة في الحساب الجاري ويصف منهجية الاقتصاد القياسي والنتائج الأخرى لتحليل المدة الواردة مناقشته في متن النص.

حدود التفاعل التي تنطوي على رصيد الحكومة العامة والتحرير المالي المحلي.<sup>٥١</sup> وبينما يبين النص إمكانية عزو التأثير المتميز لرصيد المالية العامة مباشرة إلى عملية الاندماج في الاتحاد الأوروبي، يقدم هذا القسم أدلة أخرى على سبب التأثير المتميز للتحرير المالي. فيحدث التحرير المالي أثرا سالباً أقوى على الحساب الجاري في أوروبا الصاعدة مقارنة بباقي العينة. ويرجح عزو ذلك إلى تواجد البنوك الأجنبية فيها على نحو أقوى بكثير. وتم التوصل إلى بعض الأدلة المساندة لهذه الفرضية باستخدام البيانات المتوافرة عن جزء البنوك الأجنبية من دراسة Claessens and others (2008) (وينخفض حجم العينة إلى ٧٧ مشاهدة). وبينما يهيمن التحرير المالي المحلي (متفاعلا

<sup>٥١</sup> قيمة الاحتمال في هذا الفحص هي ١١٪.

$$\lambda(t, x(t)) = \exp(\beta x(t)) \lambda_0(t),$$

مع استخدام مواصفة ويبل (Weibull) لنسبة المخاطرة في السيناريو الأساسي  $\lambda_0 = p t^{p-1}$  ومن خلال الجوازية الكبرى توضع تقديرات للمعلمتين  $p$  و  $\beta$  وتحدد شكل دالة نسبة المخاطرة في السيناريو الأساسي  $\lambda_0$  وحجم التحركات النسبية لنسبة المخاطرة في السيناريو الأساسي إلى المحددات  $x(t)$ . ويستخدم النموذج ضوابط لا تتغير مع الوقت  $x^{\circ}$  نتيجة للمخاوف من النشأة الداخلية لعوامل أساسية فيما يخص طول مدة النوبة المعنية.

ويقوم التحليل التجريبي على ٤٨ نوبة عجز كبيرة ومستمرة في الحساب الجاري ويغطي نوبات من اقتصادات متقدمة (٣٥٪) واقتصادات صاعدة (٦٥٪). وترد النتائج الرئيسية في متن الفصل. وتم استكشاف متغيرات تفسيرية ومواصفات أخرى — على سبيل المثال يُحدث انفتاح الحساب الرأسمالي أثرا أكبر عندما تكون مستويات حصة الفرد من الدخل أعلى — ولكنها لم تؤد إلى تحسين درجة مطابقة النموذج. وتتعلق النتائج الأخرى الواردة في الجدول ٦-٥ بدور التحرير المالي المحلي في الفترات الزمنية للنوبات، التي أُلغيت في متن النص بسبب انخفاض التغطية القطرية. ويتبين من التحليل أن تحرير القطاع المالي المحلي يؤدي إلى إطالة أمد النوبة (العمود (أ))، ولكن هذا الأثر يتلاشى متى أُدرجت مقاييس الهيكل السياسي وانفتاح الحساب الرأسمالي. وتوجد مع ذلك أدلة على أن سرعة التحرر تطيل أمد النوبة (العمود (ج))، ولكن لا ينطبق ذلك على سرعة تحرير الحساب الرأسمالي والتغير في المؤسسات السياسية (غير مبينة). وهذه النتيجة تتسق مع تفسير نتائج الانحدار الطولي الوارد في متن النص وعندها يلقى الضوء على الأثر الكبير الذي أحدثه تحرير القطاع المالي المحلي على التدفقات الرأسمالية الداخلة في العقد الماضي.

### نوبات العجز وتسوية الاختلالات

وُضع نموذج للمخاطر المتنافسة باستخدام نفس المجموعة من المحددات كما في الجدول ٦-٢ وذلك لاستكشاف الرابط بين المدة الزمنية لنوبات العجز

ويستند أسلوب تحديد اختلالات الحساب الجاري الكبيرة المستمرة إلى المنهج الذي وُضع في الفصل الثالث في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي ولكن مع تعديل المعلمات. ولأغراض هذا الفصل، فإن القيم القاطعة لنوبات الاختلالات الكبيرة في الحساب الجاري هي تسجيل عجز أو فائض يبلغ ٣٪ أو أكثر من إجمالي الناتج المحلي لمدة ثلاث سنوات على الأقل ولا يحدث خلالها تحول في مسار الحساب الجاري.<sup>٥٢</sup> ويضمن هذا المعيار تحديد تاريخ انتهاء النوبة عند البدء في إجراء أي تصحيحات كبيرة، بصرف النظر عما إذا كان الاختلال يتعدى الحد الفاصل البالغ ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي. ويحتوي الجدول ٦-٤ على قائمة لجميع نوبات الاختلالات الكبيرة المستمرة في الحساب الجاري المستوفاة لهذه المعايير.

### تحليل المدة

أجري تحليل المدة بغرض الربط بين المحددات الأساسية المختلفة وطول أمد اختلالات الحساب الجاري. واقتصر التحليل على حالات العجز نظرا لوجود عدد قليل من حالات الفائض المستمرة.

ويضع المنهج التجريبي نموذجا لنسبة المخاطرة في مدة نوبة من نوبات الاختلال وهي مكافئة لاحتمال المشروط بانتهاء النوبة في الفترة التالية، وذلك بالنظر إلى مجموعة من المحددات  $x$ :

$$\lambda(t, x(t)) = \lim_{h \geq 0} F(t \leq T < t+h | x) / h = f(t|x) / (1 - F(t|x)).$$

وتُعرف نسبة المخاطرة رسميا بأنها نسبة دالة الكثافة  $f(t|x)$  للمدة  $T$ ، ودالة البقاء  $1-F(t,x)$ . حيث  $F(t,x)$  هي دالة التوزيع التراكمي فيما يخص  $T$ .<sup>٥٣</sup> ويستند التطبيق التجريبي لتقدير نسبة المخاطرة إلى نموذج تناسبي لنسبة المخاطرة كما يلي:

<sup>٥٢</sup> راجع الملحق ٣-١ في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على وصف للأسلوب المستخدم في تحديد حالات التحول في مسار الحساب الجاري والاختلالات المستمرة.  
<sup>٥٣</sup> راجع دراستي Kiefer (1988) و Wooldridge (2002) للاطلاع على تفاصيل حول مفاهيم تحليل المدة.

<sup>٥٤</sup> تم تقدير مواصفة باستخدام ضوابط تتغير مع الوقت وأدت إلى نتائج مماثلة لتلك الواردة في متن نص هذا الفصل.

الجدول ٦-٤ قائمة نوبات اختلال الحساب الجاري الكبيرة المستمرة

متوسط رصيد الحساب الجاري (من إجمالي الناتج المحلي)				متوسط رصيد الحساب الجاري (من إجمالي الناتج المحلي)			
البلد	سنة البداية	سنة الانتهاء	طول المدة بالسنوات	البلد	سنة البداية	سنة الانتهاء	طول المدة بالسنوات
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>				<b>نوبات العجز</b>			
الولايات المتحدة	١٩٩٩	٢٠٠٧	٩	إسرائيل	١٩٧٨	١٩٨٢	٥
الدانمرك	١٩٧٩	١٩٨٦	٨	مصر	١٩٧٠	١٩٧٥	٦
النرويج	١٩٧٤	١٩٧٧	٤	سري لانكا	١٩٨٦	١٩٩٤	٩
كندا	١٩٨٩	١٩٩٣	٥	إندونيسيا	١٩٦٧	١٩٧١	٥
اليونان	١٩٧٩	١٩٨٥	٧	كوريا	١٩٦٥	١٩٧٤	١٠
اليونان	١٩٩٦	٢٠٠٧	١٢	ماليزيا	١٩٩١	١٩٩٥	٥
أيرلندا	١٩٦٩	١٩٨١	١٣	باكستان	١٩٨٨	١٩٩٦	٩
البرتغال	١٩٩٦	٢٠٠٧	١٢	الفلبين	١٩٧٦	١٩٨٢	٧
إسبانيا	١٩٧٤	١٩٧٦	٣	سنغافورة	١٩٧٧	١٩٨٠	٤
إسبانيا	١٩٩٠	١٩٩٢	٣	تاييلند	١٩٧٧	١٩٨١	٥
إسبانيا	٢٠٠٠	٢٠٠٧	٨	تاييلند	١٩٩٠	١٩٩٦	٧
أستراليا	١٩٨١	٢٠٠٧	٢٧	تونس	١٩٨٠	١٩٨٤	٥
نيوزيلندا	١٩٧٩	١٩٨٤	٦	ألبانيا	١٩٩٩	٢٠٠٧	٩
نيوزيلندا	١٩٩٢	٢٠٠٧	١٦	بلغاريا	١٩٩٩	٢٠٠٧	٩
<b>الاقتصادات الصاعدة</b>				<b>نوبات الفائض</b>			
بوليفيا	١٩٨٣	١٩٨٧	٥	الجمهورية التشيكية	٢٠٠٠	٢٠٠٣	٤
بوليفيا	١٩٩٠	١٩٩٢	٣	الجمهورية السلوفاكية	١٩٩٦	٢٠٠٧	١٢
بوليفيا	١٩٩٥	١٩٩٨	٤	إستونيا	١٩٩٥	٢٠٠٧	١٣
البرازيل	١٩٧١	١٩٧٤	٤	لاتفيا	٢٠٠٠	٢٠٠٧	٨
البرازيل	١٩٧٧	١٩٨٢	٦	هنغاريا	١٩٩٥	٢٠٠٧	١٣
البرازيل	١٩٩٩	٢٠٠١	٣	ليتوانيا	٢٠٠١	٢٠٠٧	٧
شيلي	١٩٨١	١٩٨٤	٤	كرواتيا	٢٠٠١	٢٠٠٧	٧
شيلي	١٩٩٦	١٩٩٨	٣	جمهورية مقدونيا	١٩٩٤	٢٠٠٤	١١
كوستاريكا	١٩٦٧	١٩٧٤	٨	اليوغوسلافية السابقة	١٩٩٥	٢٠٠٧	١٣
كوستاريكا	١٩٧٧	١٩٨١	٥	رومانيا	١٩٩٥	٢٠٠٧	١٣
كوستاريكا	١٩٨٧	١٩٨٩	٣	<b>الاقتصادات المتقدمة</b>			
كوستاريكا	١٩٩٧	٢٠٠٧	١١	بلجيكا	٢٠٠١	٢٠٠٧	٧
الجمهورية الدومينيكية	١٩٦٧	١٩٧٣	٧	الدانمرك	٢٠٠١	٢٠٠٧	٧
الجمهورية الدومينيكية	١٩٧٨	١٩٨٠	٣	هولندا	١٩٨٨	١٩٩٧	١٠
السلفادور	٢٠٠٣	٢٠٠٧	٥	هولندا	٢٠٠١	٢٠٠٧	٧
غواتيمالا	١٩٨٧	١٩٩٠	٤	النرويج	١٩٩١	١٩٩٧	٧
غواتيمالا	١٩٩٦	٢٠٠٧	١٢	النرويج	٢٠٠١	٢٠٠٧	٧
هندوراس	١٩٧٥	١٩٨٠	٦	السويد	١٩٩٩	٢٠٠٧	٩
هندوراس	١٩٩١	١٩٩٦	٦	سويسرا	١٩٨٤	٢٠٠٧	٢٤
هندوراس	١٩٩٩	٢٠٠٧	٩	اليابان	١٩٩١	٢٠٠٧	١٧
المكسيك	١٩٧٤	١٩٨١	٨	فنلندا	٢٠٠٥	٢٠٠٧	٣
بنما	١٩٩٧	١٩٩٩	٣	<b>الاقتصادات الصاعدة</b>			
بنما	٢٠٠٣	٢٠٠٧	٥	الأرجنتين	٢٠٠٤	٢٠٠٧	٤
باراغواي	١٩٦٧	١٩٧٤	٨	مصر	٢٠٠٤	٢٠٠٧	٤
باراغواي	١٩٧٧	١٩٨٧	١١	منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة	١٩٦٧	١٩٧٥	٩
بيرو	١٩٩٠	١٩٩٥	٦	منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة	١٩٨٥	١٩٨٩	٥
جامايكا	١٩٦٧	١٩٨٤	١٨	ماليزيا	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٦
جامايكا	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٦	سنغافورة	١٩٩٨	٢٠٠٧	١٠
إسرائيل	١٩٦٢	١٩٦٤	٣	ناميبيا	١٩٩٣	٢٠٠٧	١٥
إسرائيل	١٩٦٨	١٩٧٥	٨	الصين	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٦

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: تعرف الاختلالات الكبيرة المستمرة بأنها حدوث اختلال في الحساب الجاري يبلغ ٣٪ على الأقل من إجمالي الناتج المحلي ويستمر لمدة ثلاث سنوات على أقل تقدير وذلك استناداً إلى الطريقة المبينة في الملحق ٣-١ في عدد إبريل ٢٠٠٧ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.



## الفصل ٦ تفاوت أرصدة الحساب الجاري عبر الاقتصادات الصاعدة

الجدول ٦-٦ تحليل المدة ومخاطر الانتهاء المفاجئ وغير المفاجئ للنوبات

نموذج المخاطر المتنافسة	النموذج المعياري		عوامل المخاطر المشتركة
	(ب)	(أ)	
٠.٩٨	**٠.٩٧	٠.٩٨	المستوى المبدئي لصافي الأصول المالية (% من إجمالي الناتج المحلي)
(١.١٠-)	(٢.٠٣-)	(١.٣٨-)	لوغاريتم المستوى المبدئي لحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي
*٢.١٤	**٢.٤٨	**٢.١٦	متوسط رصيد حساب الدخل الصافي
(١.٧٢)	(٢.٢٨)	(٢.٢٧)	متوسط فجوة الناتج (الاقتصادات المتقدمة)
٠.٨١	٠.٩٤	٠.٨٥	متوسط افتتاح الحساب الرأسمالي
(١.١٢-)	(٠.٣٦-)	(١.١٩-)	متوسط الهيكل السياسي
**١.٠١	**١.٠١	**١.٠١	متوسط نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
(٣.١١)	(٣.٣٧)	(٤.٢٢)	متوسط نمو الصادرات بالقيمة الحقيقية
٠.٧٨	٠.٨٠	**٠.٦٦	متوسط المرونة في نظام الصرف
(١.٥٨-)	(١.٤٢-)	(٣.٠٠-)	عوامل مواجهة مخاطر من الانتهاء المفاجئ للنوبات
**٠.٨٩	**٠.٨٨	**٠.٩٢	المستوى المبدئي لصافي الأصول المالية (% من إجمالي الناتج المحلي)
(٣.٠٢-)	(٣.٢٢-)	(٢.٥٥-)	لوغاريتم المستوى المبدئي لحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي
**٠.٧٩	**٠.٧٧	٠.٨٤	متوسط رصيد حساب الدخل الصافي
(٢.٢٣-)	(٢.٨٥-)	(١.٦٢-)	متوسط فجوة الناتج (الاقتصادات المتقدمة)
٠.٨	٠.٩٣	٠.٨٦	متوسط افتتاح الحساب الرأسمالي
(١.٢٥-)	(٠.٥١-)	(١.٥٧-)	متوسط الهيكل السياسي
**٣.٥٠			متوسط نمو الصادرات بالقيمة الحقيقية
(٢.٧٠)			متوسط المرونة في نظام الصرف
١.٠٤	**١.٠٥		عوامل مواجهة مخاطر من الانتهاء المفاجئ للنوبات
(١.٥٤)	(٢.١٩)		المستوى المبدئي لصافي الأصول المالية (% من إجمالي الناتج المحلي)
٠.٤١	٠.٣٧		لوغاريتم المستوى المبدئي لحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي
(٠.٩٣-)	(١.٠٤-)		متوسط رصيد حساب الدخل الصافي
٠.٧٤	٠.٦٤		متوسط فجوة الناتج (الاقتصادات المتقدمة)
(٠.٨٤-)	(١.٢١-)		متوسط افتتاح الحساب الرأسمالي
٠.٩٩	٠.٩٩		متوسط الهيكل السياسي
(١.٤١-)	(١.٢٠-)		متوسط نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
*٠.٣٨	*٠.٣٩		متوسط نمو الصادرات بالقيمة الحقيقية
(١.٧٤-)	(١.٧٩-)		متوسط المرونة في نظام الصرف
١.١٧	*١.١٥		المشاهدات الإحصائية
(١.٥٢)	(١.٦٥)		
١.٥٤	١.٥٨		
(١.٠٥)	(١.١٢)		
١.١٧	٠.٨٤		
(٠.٤١)	(٠.٧١-)		
*٠.٠٧٧			
(١.٧١-)			
٩٦	٩٦		
٤٨	٤٨		

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
ملحوظة: إحصاءات Z بين أقواس؛ وتشير الرموز \* و\*\* و\*\*\* إلى الدلالة الإحصائية عند مستويات ١٠٪ و٥٪ و١٪ على التوالي. وتحتسب المتوسطات كقيم وسيطة على مدار نوبة العجز، وتحتسب التغيرات كمتوسط الفروق في قيم المتغيرات بين بداية النوبة وانتهائها. وتشير المعاملات إلى الخطر النسبي في حالة القيم الأقل (الأعلى) من ١ مع قياس انخفاض (ارتفاع) المخاطر من انتهاء النوبة، وتنطوي على الفترات الزمنية الأطول (الأقصر) المتوقعة للنوبات.

حسب نوع الخروج. ويُطبق النموذج من خلال نموذج شبه معلمي هو نموذج كوكس للأخطار المتناسبة.

ويعرض الجدول ٦-٦ النتائج التقديرية لسيناريو أساسي وموصفتين لنموذج المخاطر المتنافسة. وتتشابه معاملات المحددات المعيارية (العمود أ) مع تلك الواردة

الجدول ٦-٥ تحليل المدة وتحرير القطاع المالي المحلي

نموذج المخاطر المتنافسة	النموذج المعياري		عوامل المخاطر المشتركة
	(ب)	(أ)	
٠.٩٧	*٠.٩٧	*٠.٩٧	المستوى المبدئي لصافي الأصول المالية (% من إجمالي الناتج المحلي)
(١.٩٠-)	(١.٩٢-)	(١.٨٠-)	لوغاريتم المستوى المبدئي لحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي
**٣.١٩	**٣.٤٧	**٢.٤٤	متوسط رصيد حساب الدخل الصافي
(٢.٣٦)	(٢.٦٥)	(٢.١٢)	متوسط فجوة الناتج (الاقتصادات المتقدمة)
١.١١	١.٢٢	١.١٦	متوسط افتتاح الحساب الرأسمالي
(٠.٧٦)	(١.٥٣)	(١.٤٧)	متوسط الهيكل السياسي
٠.٨	٠.٩	٠.٩٦	متوسط نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
(١.١٩-)	(٠.٦٢-)	(٠.٢٦-)	متوسط نمو الصادرات بالقيمة الحقيقية
**١.٠١	**١.٠١	**١.٠١	متوسط المرونة في نظام الصرف
(٣.٤٧)	(٣.٦٦)	(٢.٩٢)	عوامل أداء النمو
٢.٦١	٠.٢٦	**٠.٠٣	متوسط نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
(٠.٥٩)	(١.٠٢-)	(٣.٣٥-)	متوسط افتتاح الحساب الرأسمالي
**٠.٠٢			متوسط الهيكل السياسي
(٢.٥٩-)			عوامل أداء النمو
**٠.٤٨	**٠.٦٣		متوسط نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
(٢.٨٥-)	(٢.١٨-)		متوسط افتتاح الحساب الرأسمالي
**٠.٩٢	**٠.٩٢		متوسط الهيكل السياسي
(١.٩٨-)	(٢.١٦-)		عوامل أداء النمو
١.٠٠	٠.٨٣	٠.٩	متوسط نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
(٠.٠١)	(١.٣٩-)	(٠.٩٠-)	متوسط افتتاح الحساب الرأسمالي
*٠.٧٦	٠.٧٨	٠.٨١	متوسط نمو الصادرات بالقيمة الحقيقية
(١.٦٩-)	(١.٥٨-)	(١.٣٤-)	المشاهدات الإحصائية
٤٣	٤٣	٤٣	

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.  
ملحوظة: إحصاءات Z بين أقواس؛ وتشير الرموز \* و\*\* و\*\*\* إلى الدلالة الإحصائية عند مستويات ١٠٪ و٥٪ و١٪ على التوالي. وتحتسب المتوسطات كقيم وسيطة على مدار نوبة العجز، وتحتسب التغيرات كمتوسط الفروق في قيم المتغيرات بين بداية النوبة وانتهائها. وتشير المعاملات إلى الخطر النسبي في حالة القيم الأقل (الأعلى) من ١ مع قياس انخفاض (ارتفاع) المخاطر من انتهاء النوبة، وتنطوي على الفترات الزمنية الأطول (الأقصر) المتوقعة للنوبات.

المستمرة من ناحية وتسويتها من ناحية أخرى. وتتبع المواصفة التجريبية منها مقترحا في دراسة Lunn (1995) and McNeil وتتكشف نسب المخاطرة في مختلف أنواع الخروج (النهايات المفاجئة وغير المفاجئة). ويفترض النموذج أنه يمكن تقسيم مجموع مخاطر الخروج لكل فترة إلى مخاطر قابلة للتقسيم الانجماعي حسب النهايات المفاجئة وغير المفاجئة. ويضيف المنهج حدودا للتفاعل بين المحددات الأساسية ومتغير لنوع الخروج، مما يسمح بتقدير الفروق في نسب المخاطرة

## المراجع

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache, and Thierry Tresselt, forthcoming, "A New Database of Financial Reforms," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Abiad, Abdul, Daniel Leigh, and Ashoka Mody, 2007, "International Finance and Income Convergence: Europe Is Different," IMF Working Paper 07/64 (Washington: International Monetary Fund).
- Aizenman, Joshua, 2006, "International Reserves Management and the Current Account," NBER Working Paper No. 12734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, "Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture," NBER Working Paper No. 13277 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Yi Sun, 2008, "Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters," NBER Working Paper No. 13734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Aristovnik, Aleksander, 2006, "The Determinants and Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe and the Former Soviet Union," William Davidson Institute Working Paper No. 827 (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).
- Ayden, B., forthcoming, "Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Aziz, Jahangir, and Li Cui, 2007, "Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income," IMF Working Paper 07/181 (Washington: International Monetary Fund).
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2000, "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 597–605.
- Becker, Törlbjörn, Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry, and Romain Rancière, 2007, *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, IMF Occasional Paper No. 254 (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, R., and I. de Carvalho Filho, forthcoming, "Savings and the Precautionary Motive for Exporters of Exhaustible Resources," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

في متن النص في هذا الفصل باستخدام مواصفة ويبيل (Weibull) (راجع الجدول ٦-٢). ومع هذا تجدر ملاحظة أن عدد المشاهدات يبلغ الضعف مقارنة بالمواصفة الأصلية لنموذج المدة حيث يجرى إدخال كل مشاهدة مرتين لكي تؤخذ آثار المخاطر المختلفة (المتنافسة) في الاعتبار. وتشير نتائج العمودين (ب) و(ج) إلى نماذج نسبة المخاطرة تتعلق بنسبة مخاطرة مشتركة في السيناريو الأساسي (اللوحة العليا) والفروق بين المخاطر المرتبطة بالنهايات المفاجئة (اللوحة السفلى). وتنطوي مواصفة الآثار التفاعلية على أن مجموع نسبة المخاطر للنهايات المفاجئة تتحدد حسب حاصل الآثار المباشرة والآثار التفاعلية.

ولا تتضمن غالبية المتغيرات التفسيرية عوامل ذات دلالة للمخاطر الانجماعية (اللوحة السفلى) وبالتالي لا تشير إلى نسب المخاطر المختلفة حسب نوع الخروج. ومع هذا، تم التوصل إلى آثار تفاعلية ذات دلالة لصافي الأصول الأجنبية، وانفتاح الحساب الرأسمالي، والهيكل السياسي.<sup>٥٥</sup> وتشير النتائج من خلال الجمع بين الآثار المباشرة والآثار التفاعلية إلى انطواء الطفرات الأطول أمدا بسبب زيادة انفتاح الحساب الرأسمالي على مخاطر متصاعدة من حدوث نهايات مفاجئة (العمود ب في الجدول ٦-٦). وتختلف النتائج في حالة صافي الأصول الخارجية والهيكل السياسي بسبب إشارات الموازنة بين الآثار المباشرة والتفاعلية. وتنطوي على أن ارتفاع القيم في المؤشرين يؤدي إلى إطالة أمد النوبات غير المفاجئة، ولكن ليس هناك آثار على النهايات المفاجئة.

ويتم استحداث متغير لرصد مرونة نظام سعر الصرف في العمود (ج) من الجدول ٦-٦. ويحدث هذا المتغير أثرا مباشرا سالباً على طول النوبات غير المفاجئة، بينما تكون إشارة الأثر التفاعلي عكسية وتوازن جانبا كبيرا من الأثر المباشر. ويشير ذلك إلى أن زيادة المرونة في نظام سعر الصرف تقلل أمد النوبات التي تنتهي على نحو غير مفاجئ — مما يدعم الرأي بتقليل المرونة للاستمرارية — وارتباط نظم سعر الصرف الثابت بالنوبات الأقصر التي تنتهي على نحو أكثر فجائية.

<sup>٥٥</sup> اختبار الدلالة المشتركة للآثار المباشرة والآثار التفاعلية غير مقبول بالنسبة لصافي الأصول الأجنبية.

- Bems, Rudolfs, and Philip Schellekens, 2007, "Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe?" IMF Working Paper 07/244 (Washington: International Monetary Fund).
- Berg, Andrew, Jonathan D. Ostry, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, "What Makes Growth Sustained?" IMF Working Paper 08/59 (Washington: International Monetary Fund).
- Bordo, Michael, Alberto Cavallo, and Christopher M. Meissner, 2007, "Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization, 1880–1913," NBER Working Paper No. 13489 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Brooks, Robin, and Kenichi Ueda, 2005, "User Manual for the Corporate Vulnerability Utility" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Catão, L.A.V., 2007, "Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look," in *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, National Bureau of Economic Research Conference Report, ed. by S. Edwards, G. Esquivel, and G. Márquez (Chicago: University of Chicago Press), pp. 243–89.
- Cheung, Y.-W., and X.W. Qian, 2007, "Hoarding of International Reserves: Mrs. Machlup's Wardrobe and the Joneses," CESifo Working Paper No. 2065 (Munich: Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research).
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81 (October), pp. 163–92. Available from: [www.web.pdx.edu/~ito](http://www.web.pdx.edu/~ito).
- Chinn, Menzie D., and Eswar S. Prasad, 2003, "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration," *Journal of International Economics*, Vol. 59 (January), pp. 47–76.
- Chinn, Menzie, and Shang-Jin Wei, 2008, "A Faith-Based Initiative: Do We Really Know That a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment?" (unpublished; Madison, Wisconsin: University of Wisconsin). See [www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn\\_wei\\_ca.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_wei_ca.pdf).
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar, and Joaquin Mercado Sapiain, 2008, "Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends" (unpublished; Washington: World Bank, March).
- Clemens, Michael A., and Jeffrey G. Williamson, 2004, "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870–1913," *Economic Journal*, Vol. 114, No. 495, pp. 304–37.
- Duenwald, Christoph K., Nikolay Gueorguiev, and Andrea Schaechter, 2005, "Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine," IMF Working Paper 05/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Edwards, Sebastian, 2007, "On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances," NBER Working Paper No. 12904 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Esteves, Rui Pedro, 2008, "Between Imperialism and Capitalism. European Capital Exports Before 1914" (unpublished; Oxford, United Kingdom: Oxford University).
- Freund, Caroline, and Frank Warnock, 2005, "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?" NBER Working Paper No. 11823 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., and Jonathan D. Ostry, 1995, "The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach," *World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 305–33.
- Ghosh, Atish R., Marco Terrones, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, "Exchange Rate Regimes and External Adjustment: New Answers to an Old Debate" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle," CEPR Discussion Paper No. 6561 (London: Centre for Economic Policy Research, November).
- Gruber, Joseph W., and Steven B. Kamin, 2007, "Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26 (June), pp. 500–22.
- , 2008, "Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?" International Finance Discussion Paper No. 923 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, March).
- Hausmann, Ricardo, Lant Pritchett, and Dani Rodrik, 2005, "Growth Accelerations," *Journal of Economic Growth*, Vol. 10 (December), pp. 303–29.

- Herrmann, Sabine, and Axel Jochem, 2005, "Determinants of Current Account Developments in Central and East European EU Member States—Consequences for the Enlargement of the Euro Area," Economic Studies Discussion Paper No. 32 (Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank).
- Herrmann, Sabine, and Adalbert Winkler, 2008, "Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account—Emerging Europe versus Emerging Asia," ECB Occasional Paper No. 88 (Frankfurt am Main: European Central Bank, June).
- International Monetary Fund (IMF), 2007, *Euro Area: 2007, Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 07/260 (Washington, July).
- Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 1–79.
- Kiefer, Nicholas M., 1988, "Economic Duration Data and Hazard Functions," *Journal of Economic Literature*, Vol. 26 (June), pp. 646–79.
- Kozack, Julie, Douglas Laxton, and Krishna Srinivasan, forthcoming, "Macroeconomic Implications of Sovereign Wealth Funds," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, forthcoming, "Systemic Banking Crises: A New Database," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2007, "Europe and Global Imbalances," IMF Working Paper 07/144 (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- López-Córdova, J. Ernesto, and Christopher M. Meissner, 2003, "Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era," *American Economic Review*, Vol. 93 (March), pp. 344–53.
- Lucas, Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol. 80 (May), pp. 92–96.
- Lunn, Mary, and Don McNeil, 1995, "Applying Cox Regression to Competing Risks," *Biometrics*, Vol. 51 (June), pp. 524–32.
- Marshall, Monty, Keith Jagers, and Ted Gurr, 2004, "Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2004," Center for International Development and Conflict Management (College Park, Maryland: University of Maryland).
- Meissner, Christopher M., and Alan M. Taylor, 2006, "Losing our Marbles in the New Century? The Great Rebalancing in Historical Perspective," in *Global Imbalances: As Giants Evolve*, Proceedings of the Federal Reserve Bank of Boston conference on Global Imbalances, Chatham, Massachusetts, June 14–16. Also appearing as NBER Working Paper No. 12580 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), and CEPR Discussion Paper No. 5917 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Mihaljek, Dubravko, 2007, "The Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks in the Credit Expansion in Central and Eastern Europe," in *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* ed. by Inci Ötker and Charles Enoch (Washington: International Monetary Fund).
- Mitchener, Kris J., and Marc Weidenmier, forthcoming, "Trade and Empire," *Economic Journal*.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- O'Rourke, Kevin, and Jeffrey Williamson, 1999, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Ostry, Jonathan, 1997, "Current Account Imbalances in ASEAN Countries—Are They a Problem?" IMF Working Paper 97/51 (Washington: International Monetary Fund).
- Prasad, Eswar S., Raghuram G. Rajan, and Arvind Subramanian, 2007, "Foreign Capital and Economic Growth," IZA Discussion Paper No. 3186 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Rahman, Jesmin, 2008, "Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria," IMF

- Working Paper 08/92 (Washington: International Monetary Fund).
- Rajan, Raghuram G., and Arvind Subramanian, 2005, "Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?" NBER Working Paper No. 11513 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rioja, Felix, and Neven Valev, 2004, "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development," *Economic Inquiry*, Vol. 42 (January), pp. 127–40.
- Stone, Irving, 1999, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865–1914* (New York: St. Martin's Press).
- Thomas, Alun, Jun Il Kim, and Aqib Aslam, 2008, "Equilibrium Non-Oil Current Account Assessments for Oil Producing Countries," IMF Working Paper 08/198 (Washington: International Monetary Fund).
- Warnock, Francis E., and Veronica Cacadac Warnock, 2006, "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," NBER Working Paper No. 12560 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Wooldridge, Jeffrey M., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Zhang, Zhiwei, forthcoming, "Dark Matters in China's Current Account: Under-Recorded Profits for Foreign Investment," Working Paper (unpublished; Hong Kong SAR: Hong Kong Monetary Authority).

# مناقشة المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي، سبتمبر ٢٠٠٨

أدى رئيس المجلس التنفيذي بالنيابة بالتعليقات التالية في ختام مناقشة المجلس  
لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي في ١٩ سبتمبر ٢٠٠٨.

## آفاق الاقتصاد العالمي وقضايا السياسات

ذكر المديرين التنفيذيين أن الاقتصاد العالمي يمر بحالة من التباطؤ السريع بعد فترة توسع دامت أربع سنوات، حيث ظل حتى وقت قريب خلال الشهور الماضية يتعرض لضربات من مختلف القوى، لا سيما الأزمة المالية العميقة، والهبوط في سوق المساكن في عدد من الاقتصادات المتقدمة، والارتفاع الحاد والمفاجئ في أسعار السلع الأولية. وأصبح الكثير من الاقتصادات المتقدمة في وضع قريب من الركود، بينما يواصل النمو تراجعها في الاقتصادات الصاعدة. وبالنظر إلى الفترة المقبلة، اتفق المديرين على أن استمرار الضغوط المالية سوف يفرض عبئاً ثقيلاً على احتمالات النمو العالمي. وبالتالي يصبح الخفض الضروري لنسبة الرفع المالي بمثابة عملية صعبة ومطولة، الأمر الذي يضيق المجال كثيراً أمام توفير الائتمان. وشدد المديرين على أوجه عدم اليقين الاستثنائية في الآفاق العالمية وعلى صعوبة التنبؤ بحدة التباطؤ. وبالرغم من ذلك، إذا ما افترضنا أن المبادرات العامة الكثيرة الجاري تنفيذها نجحت في خفض توترات الأسواق المالية وإعادة بناء الثقة، فلا يزال خبراء الصندوق يرون أن استمرار سلامة الميزانيات العمومية نسبياً في الشركات غير المالية بالاقتصادات المتقدمة وصمود الطلب المحلي في الاقتصادات الصاعدة هما مصدر الدعم لبدء الانتعاش الاقتصادي العالمي في أواخر ٢٠٠٩، وذلك مع زوال آثار صدمات أسعار السلع الأولية واستقرار النشاط العقاري في الولايات المتحدة.

وذكر المديرين أن الآفاق الاقتصادية تكتنفها أجواء غموض كثيفة على غير العادة، بينما تميل كفة ميزان المخاطر بوضوح نحو التطورات دون المتوقعة. وترتبط أهم هذه المخاطر باحتمال زيادة تدهور الأوضاع المالية واستمرار تعديلات الميزانية العمومية لفترة مطولة. وأقر المديرين بأن الأزمة المالية، كما برهنت أحداث الأسابيع الأخيرة، لم تصل بعد إلى أقصى مداها، وأن هناك اضطرابات جسيمة أخرى ينتظر حدوثها في المرحلة المقبلة. فقد ازدادت مخاطر تفاقم دائرة الآثار المرتدة السلبية فيما بين النظام المالي وقطاعات الاقتصاد الحقيقي في الاقتصادات المتقدمة، كما زادت مخاطر انتشار الآثار إلى الأسواق الصاعدة على نطاق واسع. وقد يترتب على أي تراجع ملحوظ في أسعار السلع الأولية مخاطر معاكسة على النمو المتباطئ بالفعل في العديد من الاقتصادات الصاعدة المصدرة للسلع الأولية.

وشدد المديرين على أهمية التحديات المتشعبة التي تواجه صانعي السياسات في هذا المنعطف في ظل غموض التوقعات واضطرابات الأسواق المالية. وقالوا إن صانعي السياسات في الاقتصادات المتقدمة، بحاجة في المقام الأول إلى معالجة الضغوط الواقعة على الأسواق المالية على نحو متماسك ومتسق، مع مواءمة السياسات الاقتصادية الكلية بهدف تحقيق التوازن السليم بين دعم النمو ومكافحة التضخم. وأشاروا إلى ضرورة مواصلة السلطات المالية إعطاء أولوية لتحقيق استقرار الأوضاع المالية، وهو ما يمكن أن يتم بطرق تتضمن الوقاية من الإخفاقات النظامية عن طريق توفير السيولة وسرعة التدخل عند الحاجة، مع الاهتمام بضرورة تجنب الخطر المعنوي. وسوف يقتضي ذلك على الأرجح اتخاذ إجراءات واسعة النطاق وجيدة التنسيق على صعيد السياسات. ففي مجال السياسة النقدية، نظراً لضيق أوضاع الائتمان، وتزايد مخاوف البطالة، ومواصلة السيطرة على نمو الأجور، واستمرار ثبات التوقعات التضخمية، يرى خبراء الصندوق أن المجال متاح أمام تيسير السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة التي تتمتع بأسعار فائدة حقيقية

<sup>١</sup> عقد خبراء الصندوق جلسة إحاطة غير رسمية للمجلس التنفيذي في ٣ أكتوبر ٢٠٠٨ تناولت التعديلات التي أدخلت على تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في ضوء التطورات التي شهدتها الأسواق المالية العالمية وأسواق السلع الأولية منذ مناقشات المجلس المنعقدة في ١٩ سبتمبر، ويمثل هذا الملخص انعكاساً للتحديثات المدخلة على التقرير وما استتبعها من مناقشات في ذلك الوقت.

تعتمد نظام سعر الصرف الثابت ينبغي لها أن تحرص على إعطاء سياسة المالية العامة زمام القيادة في تخفيف ضغوط الطلب المفرط التي تهدد صلاحية نظام الربط. وذهب عدد من المديرين إلى أنه قد لا يلزم اللجوء إلى مزيد من التشديد النقدي والمالي، نظرا لأن معدل التضخم الكلي سوف يتراجع على الأرجح في الأجل القريب ولأن تباطؤ الاقتصاد العالمي سوف يقلل المخاوف من فورة النشاط الاقتصادي.

### الاقتصادات المتقدمة

رغم استمرار نمو الاقتصاد الأمريكي بوتيرة معتدلة في النصف الأول من عام ٢٠٠٨، فقد اتفق المديرين على أن النشاط سيكون أكثر تباطؤًا على الأرجح في النصف الثاني. ونظرا لعدم استقرار الأوضاع بصورة استثنائية في الأسواق المالية، أعرب المديرين عن توقعهم فترة مطولة من النمو المنخفض للغاية، على أن يتبعها فترة تعاف تدريجي تبدأ في أواخر ٢٠٠٩. وقالوا إن الانتعاش سيكون مدفوعا بتحسين الأوضاع في الاستهلاك الخاص والاستثمارات السكنية في ظل استقرار أسعار السلع الأولية والمساكن، رغم توقع استمرار ضيق الأوضاع المالية. وتوقع المديرين أن يتم احتواء ضغوط التضخم الأساسي مع تزايد التباطؤ الاقتصادي في الشهور المقبلة.

وإزاء هذه الخلفية، أقر المديرين بأن السياسة النقدية التيسيرية التي تتبعها السلطات في الولايات المتحدة حتى الآن وفرت الدعم للاقتصاد في مواجهة الضغط المالي والتصحيح المستمر في سوق المساكن. وأعربوا عن رأيهم بضرورة عدم استبعاد حدوث مزيد من التيسير في ضوء استمرار تدهور التوقعات. ومن نفس المنطلق، رأوا أنه ما أن يكتسب الانتعاش الاقتصادي قوة دفع وتستقر الأوضاع المالية سوف يتعين تحويل السياسات نحو موقف أقل مساندة. وقد وفرت الدفعات التنشيطية المالية دعما فعالا وفي حينه للنشاط الاقتصادي. غير أنه بالنظر إلى التحديات المالية طويلة الأجل، سوف يتعين زيادة تركيز مبادرات السياسات على توفير الدعم للقطاع المصرفي وقطاع الإسكان حسب الحاجة بغية المحافظة على الاستقرار الاقتصادي. وقد رحب المديرين بالتدخل الذي تم مؤخرا في المؤسسات اللتين ترعاها الحكومة باعتبارها خطوة مهمة لضمان وفرة التمويل لقطاع الإسكان، مؤكداً على ضرورة إجراء إصلاحات أساسية في هاتين المؤسساتين في الأجل المتوسط. وبصورة أعم،

مرتفعة نسبيا. غير أن عددا من المديرين الآخرين أعرب عن تفضيله توخي منهج حذر إزاء التيسير النقدي، حيث أشاروا إلى مخاطر وقوع الآثار غير المباشرة من جراء الزيادات الأخيرة في معدلات التضخم والتحديات المتمثل في ضمان استمرار ثبات التوقعات. وفيما يتعلق بسياسة المالية العامة، رحب المديرين بما يتم تقديمه من دعم في حينه لعدد من الاقتصادات. غير أنهم استذكروا أهمية ضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط وبالتالي اقترحوا ضرورة اقتصاص مبادرات المالية العامة الجديدة على التعامل مع المشكلات المالية حسب الحاجة.

وتوقع المديرين انخفاض التضخم الكلي في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة في أعقاب الانخفاضات الأخيرة في أسعار السلع الأولية وتوقعات تباطؤ النشاط الاقتصادي. وهو ما يعني أن السياسات الاقتصادية الكلية يمكن أن تظل دون تغيير في عدد كبير من هذه الاقتصادات، أو تتوسع عند ظهور احتمالات بزيادة تدهور التوقعات. وذكر كثير من المديرين أن ضغوط التضخم الأساسي في اقتصادات أخرى لا تزال تشكل مصدر قلق. وقالوا إن هذه الاقتصادات تواجه مخاطر وقوع الآثار المباشرة أكثر من الاقتصادات المتقدمة، وإن ذلك يرجع لارتفاع حصة الغذاء والوقود في سلال الاستهلاك بهذه الاقتصادات وانخفاض الطاقة الإنتاجية الفائضة. وبالتالي أعرب العديد من المديرين عن اعتقادهم بأن صانعي السياسات في هذه البلدان عليهم أن يميلوا نحو تشديد الموقف الكلي للسياسات الاقتصادية الكلية. وإضافة إلى ذلك، شدد هؤلاء المديرين على ضرورة أن تضطلع السياسة النقدية بدور قيادي في تحقيق الاستقرار على المدى القصير في الاقتصادات التي تتبع استراتيجية استهداف التضخم وتعتمد نظام الإدارة المرنة لأسعار الصرف، وذلك على الرغم من إقرارهم باختلاف الظروف القطرية وبما يمكن أن تنشئه الأسواق الرأسمالية المفتوحة من تحديات خاصة في هذه الحالات. وأقروا بالتحديات التي تواجه البلدان التي تتبع منهج الإدارة المكثفة لسعر الصرف والتي تستورد حاليا من الولايات المتحدة موقف السياسة النقدية التيسيرية في الوقت الذي لا تزال تحقق فيه معدلات نمو قوية وفوائض كبيرة في حساباتها الجارية. وقال عدد من المديرين إن من شأن أسعار الصرف الأكثر مرونة أن تساعد في بعض البلدان وذلك بتوفير مساحة لتعديل الأوضاع النقدية وتشجيع إعادة توازن الطلب في اقتصادات هذه البلدان. وشدد العديد من المديرين الآخرين على أن هناك اعتبارات أوسع نطاقا تتدخل في اختيار نظام سعر الصرف، وأن البلدان التي

وأشار المديرين إلى تدهور الآفاق الاقتصادية قريبة الأجل في اليابان. وعلى الرغم من تشدد الأوضاع المالية بدرجة أقل مما هو الحال في الاقتصادات الرئيسية الأخرى، نظرا لانخفاض مستوى تعرض البنوك اليابانية للمنتجات المورقة، فقد توقع المديرين أن يتأثر نشاط المستهلكين والأعمال بارتفاع أسعار الغذاء والوقود. ورأى معظم المديرين أن موقف السياسة النقدية سيظل تيسيريا في ظل استمرار ضعف الاقتصاد وبقاء ضغوط الأسعار الأساسية قيد السيطرة. وبالنسبة لسياسة المالية العامة، لا تزال الأولوية منصبة على ضبط الأوضاع في الأجل المتوسط نتيجة الزيادة السريعة في أعداد المسنين وتزايد الدين العام - وذلك على الرغم من إمكان السماح لأدوات الضبط التلقائي بأن تعمل في حالة حدوث هبوط حاد.

### الاقتصادات الصاعدة والنامية

من المتوقع انخفاض معدلات النمو في الاقتصادات الآسيوية الصاعدة في الأجل القريب، مع بقائها في حدود الاتجاه العام في العديد من الحالات. غير أن المديرين شددوا على تزايد احتمالات تباطؤ النمو تباطؤا ملحوظا من جراء تكثف التوترات المحيطة بالأسواق المالية والتباطؤ الأكثر حدة مما كان متوقعا في اقتصادات الشركاء التجاريين. ومن ناحية أخرى، من المحتمل أن تظل معدلات التضخم مرتفعة في بعض البلدان، بالرغم من انخفاض أسعار السلع الأولية مؤخرا، وذلك نتيجة التراجع الكبير في الطاقة الإنتاجية الفائضة. وبالتالي، يتعين صياغة سياسات البلدان حسب ظروف كل منها، وهي متنوعة. ويرى معظم المديرين أن البلدان التي تتبع منهج الإدارة المكثفة لسعر الصرف سوف تنتفع من التحول إلى منهج الإدارة الأكثر مرونة لسعر الصرف والذي سيوفر مساحة أكبر للتعديلات النقدية ويشجع على استعادة التوازن العالمي. وفي نفس الوقت، أكد المديرين أن استعادة التوازن العالمي سوف يقتضي توفير مزيج من السياسات الملائمة والتكميلية ولا يمكن أن يترك لمجرد إجراء التصحيحات في أسعار الصرف. وقد يسهم الانضباط المالي في تقليل المخاوف التضخمية، بينما تظل الجهود المستمرة لضبط أوضاع المالية العامة من الأولويات المهمة لبلدان أخرى في المنطقة. وذكر المديرين أن اقتصادات أمريكا اللاتينية تواجه مزيجا من التحديات المتمثلة في تباطؤ النشاط وتقلب

رحبوا بجهود السلطات مؤخرا لتسوية الأزمة الحالية بشكل منظم، مع الأخذ في الحسبان الحاجة إلى احتواء الخطر المعنوي.

وذكر المديرين أن النشاط في اقتصادات أوروبا الغربية تباطأ بدرجة كبيرة. وقالوا إن أسعار النفط والغذاء المرتفعة خفضت الدخل المتاحة للإنفاق، بينما أدى ضيق الأوضاع المالية إلى زيادة تكاليف الدين العقاري الذي يتحمله قطاع الأسر وتباطؤ الاستثمار. وفي بعض البلدان، لا سيما المملكة المتحدة وإسبانيا، شكّل ضعف سوق المساكن عبئا ثقيلا على النشاط الاقتصادي. ورغم أن البنوك الأوروبية ولجت فترة الاضطرابات من موقف قوة، فقد تعرضت لدرجات مختلفة من الخسائر في حيازاتها من الأصول المرتبطة بالقروض العقارية في السوق الأمريكية، وضيق أوضاع السيولة لديها، وتدهور جودة الائتمان. وعلى غرار ما حدث في الولايات المتحدة، اهتزت المؤسسات المالية بفعل الأحداث الأخيرة، واحتاج بعضها لدعم من الحكومة. ونظرا للحاجة إلى زيادة الرفح المالي لإعادة بناء الثقة فقد رأى المديرين أن أوضاع الائتمان الكلي ستظل متشددة على الأرجح لبعض الوقت. وسوف يظل النمو ضعيفا لفترة طويلة قبل أن يبدأ في الانتعاش تدريجيا في أواخر ٢٠٠٩، مع استقرار أسواق الائتمان وأسعار السلع واستعادة الثقة.

ومع التوقعات بزيادة ضعف النشاط الاقتصادي وثبات التوقعات التضخمية بوجه عام، فضلا على ارتفاع علاوات المخاطر، فقد ذكر العديد من المديرين أن الضغوط التضخمية سوف تنحسر في الأجل القريب، مما يتيح المجال أمام تيسير السياسات النقدية. وبينما شدد المديرين على مزايا السياسات التي تركز على قواعد محددة وعلى الحاجة إلى ضبط الأوضاع في الأجل المتوسط، شجعوا البلدان على الالتزام التام بأطر سياسات المالية العامة على المستوى الوطني ومستوى الاتحاد الأوروبي، مما سيحقق التوازن عموما مع مجموعات الدفعات التنشيطية المالية، ما لم تتحقق المخاطر الأكثر سلبية. وإضافة إلى ذلك، من شأن قوة الالتزام بمعالجة التوترات المتزايدة في القطاع المالي أن يحقق تقدما كبيرا في استعادة انتظام الأوضاع في الأسواق المالية.



أعربوا عن قلقهم من أثر الارتفاع الأخير في أسعار الوقود والغذاء على مستوى الفقر ومن مخاطر تراجع وتيرة تدفقات التمويل والاستثمار الداخلة. وتواجه البلدان المصدرة للنفط في هذه المنطقة تحدي إدارة المكاسب غير المتوقعة من أسعار السلع الأولية المرتفعة. وفي عدد من البلدان المستوردة للنفط، حيث أدت صدمة التبادل التجاري السالب إلى إضعاف أوضاع المالية العامة والأوضاع الخارجية، سيتعين تشديد السياسات الاقتصادية الكلية، بينما سيصبح الدعم المكثف من البلدان المانحة ضروريا لمساعدة البلدان منخفضة الدخل على التكيف مع أسعار السلع الأولية المرتفعة.

وذكر المديرين أن النشاط في منطقة الشرق الأوسط يواصل النمو بوتيرة سريعة، بدعم من ارتفاع أسعار النفط، وحدث تحسن في بيئة الأعمال، وتزايد الإنفاق الحكومي في البلدان المصدرة للنفط. ولا تزال الضغوط التضخمية في هذه البلدان مرتفعة أو سجلت ارتفاعا كبيرا. وبينما أوصى المديرين بتركيز الإنفاق الحكومي على مشاريع البنية التحتية بهدف معالجة اختناقات العرض، نبه بعضهم إلى أن تزايد الضغوط التضخمية قد يتطلب زيادة القيود على الإنفاق الجاري بغية إحداث التوازن مع قوة نمو الطلب الخاص. واقترح عدد قليل من المديرين ضرورة أن تنظر بعض البلدان في التخلي عن ربط عملاتها بالدولار الأمريكي. وفي نفس الوقت، أكد المديرين الحاجة إلى مواصلة تعزيز أطر السياسات الاقتصادية الكلية وإجراء الإصلاحات الهيكلية الضرورية للآفاق الاقتصادية متوسطة الأجل في المنطقة. وسوف تكون إصلاحات القطاع المالي ضرورية لتطوير النظم المالية التي من شأنها دعم النمو المرتفع والمستمر وزيادة استقلالية السياسة النقدية.

### قضايا أخرى

فيما يتعلق بالتوترات السائدة في الأسواق المالية، أكد المديرين أن المهام المباشرة تتمثل في حماية الاستقرار المالي واستعادة الأوضاع السليمة للميزانيات العمومية المالية عن طريق تشجيع إعادة بناء القواعد الرأسمالية والحماية من الإخفاقات النظامية عن طريق توفير السيولة والتدخل عند الحاجة. وأكدوا أن ذلك سيقضي اتخاذ إجراءات واسعة النطاق وجيدة التنسيق على مستوى السياسات. وعلى المدى الأطول، سوف تنشأ الحاجة لتضافر الجهود لترسيخ الركائز اللازمة للوساطة المالية،

الأوضاع المالية وبقاء الضغوط التضخمية على ارتفاعها. وأكد كثير من المديرين أن أولويات السياسات في العديد من البلدان لا تزال متمثلة في كبح الارتفاع الحاد في التضخم، مع إقرارهم بتزايد مخاطر التطورات دون المتوقعة التي يتعرض لها النمو، مما يرجع غالبا لعوامل خارجية. وقالوا إنه على الرغم من أن تشديد الأوضاع قد حدث بالفعل، لا سيما في البلدان التي لديها نظم لاستهداف التضخم، فالأرجح أنه لا يزال هناك المزيد مما ينبغي عمله في بعض البلدان التي بلغت أسعار الفائدة الحقيقية فيها مستويات سلبية ملحوظة وتراجع مصداقية سياساتها. وذكروا أنه ينبغي السماح بانتقال آثار تقلبات أسعار النفط والغذاء الدولية إلى الأسواق المحلية، مع استخدام برامج موجهة لحماية الفقراء.

وأشار المديرين إلى أن النشاط في أوروبا الصاعدة بدأ في الانخفاض بعض الشيء، بعد فترة مطولة من التوسع الاقتصادي، حيث تمر بلدان البلطيق بفترة تصحيحات حادة مع بدء زوال فترات الرواج السابقة، كما أن بعض البلدان التي تعاني من عجز كبير في الحساب الجاري يمكن أن تكون معرضة لتوقف التدفقات الرأسمالية الوافدة. كذلك لا يزال احتواء الضغوط التضخمية يمثل مصدر قلق في هذه المنطقة، لا سيما في اقتصادات جنوب شرق أوروبا. الأمر الذي يؤكد أهمية السياسات الاقتصادية الكلية التي توجه الاقتصادات إلى مسار «الهبوط الهادئ»، فضلا على أهمية السياسات الرشيدة والتنظيمية بغية احتواء مواطن الضعف في الميزانيات العمومية.

ولا يزال نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي محتفظا بقوته في كومنولث الدول المستقلة، بدعم من مكاسب التبادل التجاري والسياسات الاقتصادية الكلية التوسعية، رغم التزايد الملحوظ في صعوبة الأوضاع الخارجية بالنسبة لعدد من البلدان. وقد اتفق المديرين على ضرورة اتخاذ إجراءات قوية على صعيد السياسات في العديد من بلدان المنطقة لكبح جماح الضغوط التضخمية المتنامية والتصدي للضغوط الخارجية. فاستجابة السياسات الشاملة سوف تقتضي مزيجا من التشديد النقدي وزيادة مرونة أسعار الصرف، على أن تقتزن بسياسة رشيدة للمالية العامة. وفي الأجل الأطول، أكد المديرين ضرورة مواصلة المنطقة العمل على خفض مواطن تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار السلع الأولية من خلال تنويع أنشطتها الاقتصادية بعيدا عن السلع الأولية.

وأعرب المديرين عن تفاؤلهم إزاء توقع صمود النمو في إفريقيا جنوب الصحراء أمام التباطؤ العالمي، ولكنهم

وشدد المديرين التنفيذيين على أن الاستراتيجية متعددة الأطراف التي اعتمدها اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في عام ٢٠٠٥، ثم أسهبت في تفصيلها جولة المشاورات متعددة الأطراف المعنية بالاختلالات العالمية في عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧، لا تزال استراتيجية صالحة للتطبيق وإن كان تطبيقها يتطلب التزام المرونة. وفي هذا السياق، أقرروا بأن القضايا المتعلقة بالاختلالات العالمية تتبدل من حين لآخر. ولا يزال ضبط أوضاع المالية العامة الأمريكية هدفا أساسيا على المدى المتوسط، ولكن المبررات كانت كافية لتقديم الدفعة المالية التنشيطية المضادة للاتجاهات الدورية مؤخرا وإتاحة المساندة الحكومية لقطاع المساكن والقطاع المالي للحد من التباطؤ الراهن وتحقيق الاستقرار في الأسواق. أما منطقة اليورو واليابان، فعليها أن تضي قدما في إصلاحات سوق المنتجات والعمل بهدف زيادة النمو الممكن في اقتصادات كل منها. ويتعين على الصين أن تستثمر التقدم المحرز في تعزيز الطلب المحلي وأن تواصل الإسهام في معالجة الاختلالات العالمية. وفي بلدان الشرق الأوسط المصدرة للنفط تعد الزيادة الأخيرة في الفوائض بمثابة المقابل الحتمي لارتفاع أسعار النفط، نظرا لقيود الطاقة الاستيعابية، ويبدو أن إعادة تدوير الفوائض في الاقتصادات المستوردة قد حقق نجاحا حتى الآن. ومع ذلك، سيتعين توفير بيئة تتسم بالشفافية والانفتاح من أجل التدفقات الرأسمالية، بعدة سبل منها استكمال وضع مجموعة من الممارسات السليمة لصناديق الثروة السيادية. ويفيد تحليل خبراء الصندوق بأن مزيدا من التقدم، وإن كان غير متكافئ، قد تحقق في إعادة اتساق العملات الرئيسية في العالم. فقد تحرك سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي ليصبح متوافقا مع الأساسيات الاقتصادية في الأجل المتوسط، الأمر الذي يفترض فيه المساهمة في خفض عجز الحساب الجاري الأمريكي. غير أن إعادة موازنة سعر صرف الدولار يمكن أن يرجع إلى انخفاض قيمته مقابل اليورو وليس مقابل عملات أهم البلدان التي تتمتع بفوائض في حساباتها الجارية. كذلك لا يزال سعر الصرف الفعلي الحقيقي لليورو مائلا للارتفاع أكثر من مستوى الأساسيات الاقتصادية. وأحاط المديرين علما بتقييم الخبراء الذي يشير إلى أن سعر صرف اليوان الصيني لا يزال دون قيمته الصحيحة. وفي هذا المنعطف، من الضروري مقاومة الضغوط الحمائية وإحراز التقدم في تحرير التجارة متعددة الأطراف عن طريق إزالة العقبات أمام جولة مفاوضات الدوحة.

واستقاء الدروس من مواطن الضعف التي كشفت عنها فترة اضطرابات الأسواق الحالية. ومن أهم الأهداف العمل على إكساب المؤسسات المنفردة درجة أكبر من الفعالية والصلابة في إدارة المخاطر، وإنشاء أساليب جديدة للتوريق لتحسين الحوافز، وتعزيز النظم المحاسبية ونظم قياس الجدارة الائتمانية بهدف رفع مستويات الشفافية. وهناك مهمة حيوية أخرى تتمثل في تحسين مناخ حل الأزمات، بما في ذلك توضيح أدوار الهيئات الرسمية المختلفة، ودعم نظم التأمين على الودائع، والتأكد من توافر أدوات ملائمة للتدخل، مع توخي الحرص لتجنب تفاقم الخطر المعنوي. وفي كثير من هذه المجالات، لا سيما لمنع الضغوط المالية وإدارتها والقضاء عليها، يتعين توثيق التنسيق بين السلطات المعنية عبر الحدود، نظرا لتزايد التكامل بين المؤسسات والأسواق المالية على النطاق الدولي.

ورأى المديرين عموما أنه من المفيد النظر في إدخال عنصر اقتصادي كلي في الإطار المالي الاحترازي ليحقق التوازن مع الطابع المسامر للاتجاهات الدورية الذي تتسم به عملية توليد الائتمان. ورأى العديد من المديرين أنه من المفيد النظر أيضا في توسيع أطر السياسة النقدية لكي تتيح «السير ضد اتجاه الريح»، أي ضد تحركات أسعار الأصول. غير أن عددا آخر منهم أشار إلى ما قد ينطوي عليه هذا الأمر من قضايا معقدة وأثاروا تساؤلات حول المزايا التي يمكن أن ينطوي عليها.

وأكد المديرين أنه سيتعين بذل جهود متعددة الأطراف لتخفيف الضغوط في أسواق السلع والأسواق المالية على نحو دائم. واتفق كثير من المديرين مع ما خلص إليه تحليل خبراء الصندوق في الفصل الثالث من هذا التقرير، والذي يرى أنه لا يوجد من الأدلة القاطعة ما يكفي لإثبات تأثير الأسعار على نمو منتظم أو دائم بتزايد اهتمام المستثمرين بالسلع الأساسية كأصول بديلة أو أدوات للمضاربة، وإن كانت التذبذبات في مشاعر السوق قد أسهمت في الديناميكية السعيرية على المدى القصير. غير أن بعض المديرين كان لديهم المزيد من الاستفسارات وطالبوا بإجراء تحليلات إضافية، على أساس تنقيحات البيانات. وأعرب المديرين عن رأيهم بضرورة أن ينصب التركيز على السياسات المشجعة على تحقيق توازن أفضل بين العرض والطلب، مع تجنب التدابير التي يمكن أن تؤدي إلى زيادة ضيق الأسواق في المدى القصير.



## الملحق الإحصائي

تستند إليها التوقعات بشأن بعض الاقتصادات المتقدمة المختارة.

وبالنسبة لأسعار الفائدة، من المفترض بلوغ متوسط سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) على الودائع لمدة ستة أشهر بالدولار الأمريكي ٣,٢٪ في عام ٢٠٠٨ و٣,١٪ في عام ٢٠٠٩، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لمدة ثلاثة أشهر باليورو ٤,٨٪ في عام ٢٠٠٨، و٤,٢٪ في عام ٢٠٠٩، ومتوسط سعر الفائدة على الودائع لمدة ستة أشهر بالين الياباني ١٪ في عام ٢٠٠٨، و١,٢٪ في عام ٢٠٠٩.

وفيما يتعلق باستحداث عملة اليورو، قرر مجلس الاتحاد الأوروبي في ٣١ ديسمبر ١٩٩٨ أن تكون أسعار التحويل الثابتة النهائية بين اليورو و عملات البلدان الأعضاء التي أقرت استخدامه كما هو مبين فيما يلي اعتباراً من أول يناير ١٩٩٩.

راجع الإطار ٥-٤ في عدد أكتوبر ١٩٩٨ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على وصف مفصل لكيفية تحديد أسعار التحويل.

يقدم الملحق الإحصائي بيانات تاريخية وتوقعات اقتصادية، ويتألف من خمسة أقسام هي الافتراضات، وما الجديد، والبيانات والأعراف المتبعة، وتصنيف البلدان، والجداول الإحصائية.

ويتضمن القسم الأول تلخيصاً للافتراضات التي تقوم عليها التقديرات والتوقعات للفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، والسيناريو متوسط الأجل للفترة ٢٠١٠-٢٠١٣. ويعرض القسم الثاني وصفا موجزاً للتغيرات التي طرأت على قاعدة البيانات والجداول الإحصائية، بينما يقدم القسم الثالث وصفا عاماً للبيانات والأعراف المستخدمة في حساب الأرقام القطرية المجمعة. ويلخص القسم الرابع تصنيف البلدان ضمن المجموعات المختلفة الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

أما القسم الأخير، وهو القسم الرئيسي، فيتضمن الجداول الإحصائية التي أعدت بياناتها على أساس المعلومات المتاحة حتى أوائل أكتوبر ٢٠٠٨. وعلى سبيل التيسير فقط، تظهر الأرقام المتعلقة بعام ٢٠٠٨ وما بعده بنفس درجة التحديد المتوخاة في البيانات التاريخية؛ ولما كانت هذه الأرقام مجرد توقعات، فلا يفترض الاستدلال على أنها تتمتع بنفس الدرجة من الدقة.

### الافتراضات

من المفترض استمرار ثبات أسعار الصرف الفعلية الحقيقية في الاقتصادات المتقدمة عند مستوياتها المتوسطة خلال الفترة من ١٨ أغسطس إلى ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨. وبالنسبة لعامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩، تشير هذه الافتراضات إلى بلوغ متوسط سعر تحويل الدولار الأمريكي مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة ١,٥٩٦ و١,٥٦٧، ومتوسط سعر تحويل الدولار الأمريكي مقابل اليورو ١,٥٢ و١,٥٠، ومتوسط سعر تحويل الين مقابل الدولار الأمريكي هو ١٠٦,٥ و١٠٨,٣، على التوالي. أما متوسط سعر النفط، فمن المفترض بلوغه ١٠٧,٢٥ دولاراً للبرميل في عام ٢٠٠٨ و١٠٠,٥٠ دولاراً للبرميل في عام ٢٠٠٩.

ويفترض كذلك مواصلة السلطات الوطنية تنفيذ السياسات المعتمدة لديها. ويقدم الإطار ألف-١ شرحاً للافتراضات الأكثر تحديداً بالنسبة للسياسات والتي

١ يورو =	١٣,٧٦٠٣	شلتن نمساوي
=	٤٠,٣٣٩٩	فرنك بلجيكي
=	٥,٥٨٥٢٧٤	جنيه قبرصي <sup>١</sup>
=	١,٩٥٥٨٣	مارك ألماني
=	٥,٩٤٥٧٣	ماركا فنلندية
=	٦,٥٥٩٥٧	فرنك فرنسي
=	٣٤٠,٧٥٠	دراخمة يونانية <sup>٢</sup>
=	٠,٧٨٧٥٦٤	جنيه أيرلندي
=	١,٩٣٦,٢٧	ليرة إيطالية
=	٤٠,٣٣٩٩	فرنك لكسمبرغ
=	٠,٤٢٩٣٠	ليرة مالطية <sup>٣</sup>
=	٢,٢٠٣٧١	غيلدر هولندي
=	٢٠٠,٤٨٢	إسكودو برتغالي
=	٢٣٩,٦٤٠	تولار سلوفيني <sup>٤</sup>
=	١٦٦,٣٨٦	بيزيتا إسبانية

<sup>١</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠٨

<sup>٢</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠١

<sup>٣</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠٨

<sup>٤</sup> تحدد في أول يناير ٢٠٠٧

## الإطار ألف-١: افتراضات السياسة الاقتصادية التي استندت إليها التوقعات في بعض الاقتصادات المختارة

الاستنسابي؛ (٣) مواصلة التخفيض الضريبي باستخدام الضريبة الدنيا البديلة فيما بعد السنة المالية ٢٠٠٩. وتفترض التوقعات أيضا عدم إحراز المدخرات المقترحة لبرنامج التأمين الصحي الفيدرالي (Medicare) سوى جزئيا وعدم استحداث حسابات التقاعد الشخصية.

اليابان: تفترض التوقعات متوسطة الأجل للمالية العامة، أن نفقات وإيرادات الحكومة العامة (عدا الضمان الاجتماعي) يجري تعديلها على نحو يتوافق مع هدف الحكومة الحالي المتمثل في تحقيق الميزان الأولي للمالية العامة في أوائل السنة المالية ٢٠١١ (عدا الضمان الاجتماعي).

ألمانيا: تستند التوقعات إلى التدابير المعلنة في تحديثات برنامج الاستقرار لعام ٢٠٠٧. وتتضمن توقعات عام ٢٠٠٨ خسارة في الإيرادات نتيجة إصلاح ضريبة الشركات وخفض معدلات المساهمة في نظام الضمان الاجتماعي (تأمينات البطالة). وفي الأجل المتوسط، تتسارع وتيرة الإنفاق في مجالات الرعاية الصحية بسبب زيادة أعداد السكان المسنين وعدم اتخاذ تدابير إصلاح الرعاية الصحية بعد.

فرنسا: تستند تقديرات المالية العامة لسنة ٢٠٠٨ إلى قانون الميزانية وتفترض زيادة نمو الإنفاق في مجال الضمان الاجتماعي، مما يرجع في معظمه إلى زيادة مصروفات الرعاية الصحية التي فاقت المستويات المستهدفة. وتستند التوقعات متوسطة الأجل إلى التنبؤات الرسمية للسلطات بشأن الإيرادات الضريبية، ولكنها تفترض اختلاف هيكل الإنفاق (أقل تباطؤا) وهيكل الإيرادات غير الضريبية، على نحو يتسق مع عدم تغيير افتراضات السياسات.

إيطاليا: تستند التوقعات لعام ٢٠٠٩ إلى تقديرات خبراء الصندوق لمجموعة تدابير المالية العامة التي وضعت توقعات ميزانية عام ٢٠٠٩ مثلما صدرت في أغسطس ٢٠٠٨. وبالنسبة للأعوام ٢٠١٠-٢٠١٣، يفترض ثبات الرصيد الأولي الهيكلي.

المملكة المتحدة: تتسق توقعات الإيرادات في الأجل المتوسط مع الافتراضات الاقتصادية الكلية التي وضعها خبراء صندوق النقد الدولي. وتفترض توقعات الإنفاق استمرار قياس النفقات كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي حتى نهاية الفترة ٢٠١٢-٢٠١٣، وذلك بعد الضبط المزمع الوارد في ميزانية عام ٢٠٠٨.

تستند افتراضات سياسة المالية العامة قصيرة الأجل المستخدمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي إلى الميزانيات المعلنة رسميا والمعدلة حسب الفروق بين افتراضات السلطات الوطنية وخبراء صندوق النقد الدولي فيما يتعلق بالاقتصاد الكلي وإيرادات المالية العامة المتوقعة. وتنطوي توقعات المالية العامة في الأجل المتوسط على تدابير السياسات التي يرجح تنفيذها. وحينما لا تتوافر المعلومات الكافية لخبراء الصندوق لتقدير خطط السلطات بشأن الميزانية وتوقعات تنفيذ السياسات، يفترض عدم تغير الرصيد الأولي الهيكلي، ما لم يذكر خلاف ذلك. ونقدم فيما يلي عرضا لافتراضات محددة تستخدم في بعض الاقتصادات المتقدمة (راجع أيضا الجداول باء-٥ إلى باء-٧ في الملحق الإحصائي للاطلاع على البيانات المعنية بأرصدة المالية العامة والأرصدة الهيكلية).<sup>١</sup>

الولايات المتحدة: تستند توقعات المالية العامة إلى الميزانية التي وضعتها الإدارة الأمريكية للسنة المالية ٢٠٠٩ وإلى مراجعة منتصف الدورة. ولا تستند توقعات المالية العامة إلى تأثير التدخلات الحكومية مؤخرا في الأسواق المالية، وتعكس بدلا من ذلك الدعم البالغ ٢٥ مليار دولار فقط والمقدم إلى المؤسسات التي ترعاها الحكومة استنادا إلى تقديرات مكتب الميزانية في الكونغرس في يوليو ٢٠٠٨. وتجري التعديلات لمراعاة الاختلافات في التوقعات الاقتصادية الكلية وافتراضات خبراء صندوق النقد الدولي بشأن ما يلي: (١) زيادة النفقات في مجال الدفاع استنادا إلى تحليل مكتب الميزانية في الكونغرس؛ (٢) تخفيض وتيرة التراجع في معدل نمو الإنفاق

<sup>١</sup> تعرف فجوة الناتج بأنها الناتج الفعلي ناقص الناتج الممكن كنسبة مئوية من الناتج الممكن. ويعبر عن الأرصدة الهيكلية كنسبة مئوية من الناتج الممكن. والرصيد الهيكلي للميزانية هو مركز الميزانية الذي سيتحقق إذا ما توافقت مستوى الناتج الفعلي مع الناتج الممكن. لذلك فإن التغيرات في الرصيد الهيكلي للميزانية تشمل آثار التدابير المؤقتة للمالية العامة، وأثر التقلبات في أسعار الفائدة وتكاليف خدمة الدين والتقلبات الأخرى غير الدورية في رصيد الميزانية. وتستند عمليات احتساب الرصيد الهيكلي للميزانية إلى تقديرات خبراء الصندوق لإجمالي الناتج المحلي الممكن ومرونة الإيرادات والنفقات (راجع عدد أكتوبر ١٩٩٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الملحق الأول). ويعرف صافي الدين بأنه إجمالي الدين ناقص الأصول المالية للحكومة العامة التي تشمل أصول نظام تأمين الضمان الاجتماعي. وهناك قدر كبير من عدم اليقين يحيط بتقديرات فجوة الناتج والرصيد الهيكلي للميزانية.

٢٠٠٧ وقدمته للاتحاد الأوروبي. وتفيد التوقعات بانتقال الميزانية من تحقيق فائض مبدئي إلى مركز أكثر اقتراباً من حالة التوازن. ويتوافق ذلك الأمر مع توقعات السلطات بسد فجوة الإنتاج في الأجل المتوسط، كما يتماشى مع أهدافها المتمثلة في استمرارية أوضاع المالية العامة وتخفيض الدين على المدى الطويل.

اليونان: تستند التوقعات إلى ميزانية عام ٢٠٠٨، وإلى التحديث الأخير لبرنامج الاستقرار، والتنبؤات والبيانات الأخرى المقدمة من السلطات.

منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة: تتسق توقعات المالية العامة للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٠ مع استراتيجية السلطات متوسطة الأجل الموضحة في ميزانية السنة المالية ٢٠٠٧-٢٠٠٨، كما تستند توقعات ٢٠١١-٢٠١٣ إلى الافتراضات التي يركز عليها سيناريو الاقتصاد الكلي في الأجل المتوسط الذي وضعه خبراء الصندوق.

الهند: تستند تقديرات عام ٢٠٠٧ إلى البيانات المتاحة عن تنفيذ الميزانية. وتستند توقعات عام ٢٠٠٨ والأعوام اللاحقة إلى المعلومات المتاحة عن خطط المالية العامة التي وضعتها السلطات مع إجراء بعض التعديلات حسب افتراضات خبراء الصندوق.

كوريا: تستند توقعات المالية العامة إلى ميزانية ٢٠٠٨، والميزانية متوسطة الأجل لخمس سنوات ٢٠٠٩-٢٠١٣، المعدلة وفقاً للتدابير المعلنة منذ صدور الميزانية وكذلك فق افتراضات خبراء الصندوق والتوقعات الاقتصادية الكلية.

المكسيك: تستند توقعات المالية العامة لعام ٢٠٠٨ إلى الميزانية التي وضعتها السلطات، وتأخذ في اعتبارها كذلك ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات أعلى من المتوقعة في الميزانية. وتستند توقعات عام ٢٠٠٩ وما بعده إلى حسابات خبراء الصندوق تمثياً مع قانون المسؤولية المالية الصادر عن الحكومة الفيدرالية، الذي يشترط أن يكون الرصيد الكلي صفراً حسب التعريف التقليدي للميزانية.

هولندا: تستند توقعات المالية العامة إلى ميزانية عام ٢٠٠٧ وآخر تحديث لبرنامج الاستقرار، والتنبؤات الأخرى التي قدمتها السلطات.

نيوزيلندا: تستند توقعات المالية العامة حتى نهاية السنة المالية ٢٠١١/٢٠١٢ إلى ميزانية عام ٢٠٠٨ التي صدرت في مايو ٢٠٠٨. ويفترض خبراء الصندوق عدم تغير السياسات في المدة المتبقية من فترة التنبؤ. وكانت نيوزيلندا قد تحولت في حساب المالية العامة نحو تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها اعتباراً من السنة المالية ٢٠٠٦/٢٠٠٧ مع عدم وجود بيانات تاريخية قابلة للمقارنة.

كندا: تلجأ التوقعات إلى استخدام تنبؤات السيناريو الأساسي في الميزانية الفيدرالية لعام ٢٠٠٨ وإلى بيان الوضع الاقتصادي لعام ٢٠٠٧. ويدخل خبراء الصندوق بعض التعديلات على هذه التنبؤات لتعبر عن الفروق في التوقعات الاقتصادية الكلية. وتتضمن تنبؤات خبراء الصندوق آخر بيانات إحصائية أصدرتها مؤسسة الإحصاء الكندية (Statistics Canada)، بما في ذلك نتائج ميزانيات المقاطعات والأقاليم حتى نهاية الربع الأول من ٢٠٠٨. أستراليا: تستند توقعات المالية العامة حتى نهاية السنة المالية ٢٠١١/٢٠١٢ إلى الميزانية التي نشرت في مايو ٢٠٠٨. ويفترض خبراء الصندوق عدم تغير السياسات في المدة المتبقية من فترة التنبؤ.

التمسك: تستند توقعات عام ٢٠٠٨ إلى السياسات الراهنة. وبالنسبة للأجل المتوسط، فإن افتراضات سياسة المالية العامة تأخذ التدابير المعلنة بشأن السياسة المستقبلية في الاعتبار، بما في ذلك التخفيضات الضريبية التي يرجح الخبراء تنفيذها.

بلجيكا: توقعات عام ٢٠٠٨ هي تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي بناء على ميزانية عام ٢٠٠٨ التي صوت عليها البرلمان في مايو ٢٠٠٨ ومعدلة حسب الافتراضات الاقتصادية الكلية. وتوقعات عام ٢٠٠٩ هي تقديرات خبراء الصندوق معدلة حسب الافتراضات الاقتصادية الكلية ويفرض عدم تغير السياسات.

البرازيل: تستند توقعات المالية العامة لعام ٢٠٠٨ إلى قانون المبادئ التوجيهية لميزانية ٢٠٠٨ والمراسيم التي أصدرتها السلطات مؤخراً بشأن ما تعترض القيام به على صعيد السياسات. ويفترض خبراء الصندوق عدم تغير السياسات في السنوات اللاحقة لسنة الميزانية، باستثناء زيادة الاستثمارات العامة تمثياً مع ما تعترض السلطات القيام به.

الصين: تستند التوقعات لعام ٢٠٠٨ إلى تقديرات خبراء الصندوق والبيانات المتاحة عن الثلاثة أشهر الأولى من السنة، مع إجراء بعض التعديلات في تعريف خبراء صندوق النقد الدولي لرصيد الميزانية الكلي. وبالنسبة للأعوام ٢٠٠٩-٢٠١٣ فإن توقعات خبراء الصندوق تفترض زيادة الإنفاق، لا سيما في المجالات الاجتماعية، مع بقاء العجز شبه ثابت عند مستوياته المتوقعة لعام ٢٠٠٨ (حوالي ١٪ من إجمالي الناتج المحلي).

الدايمرك: تتسق التقديرات لعام ٢٠٠٨ والتوقعات لعام ٢٠٠٩ مع أحدث التقديرات الرسمية للميزانية والتوقعات التي تركز عليها، والمعدلة حسبها يكون ملائماً وفق افتراضات خبراء الصندوق في الاقتصاد الكلي. وبالنسبة للفترة ٢٠٠٩-٢٠١٣، تتضمن التوقعات أهم سمات خطة المالية العامة متوسطة الأجل المسبقة حسبها وردت في «برنامج التقارب» الذي أعدته السلطات في نوفمبر

## الإطار ألف-١ (تتمة)

توقعات المالية العامة عدم تغير السياسات في السنوات اللاحقة.

السويد: تستند توقعات المالية العامة إلى المعلومات المتاحة في قانون سياسة المالية العامة لعام ٢٠٠٩ (إبريل ٢٠٠٨)، مع تعديلاته التي تمثل انعكاساً لبيانات المالية العامة الجديدة وآراء خبراء الصندوق حول بيئة الاقتصاد الكلي.

سويسرا: تستند توقعات الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣ إلى حسابات خبراء الصندوق التي تتضمن تدابير لاستعادة توازن الحسابات الفيدرالية وتعزيز الموارد المالية للضمان الاجتماعي.

وتستند افتراضات السياسة النقدية إلى إطار السياسة النقدية المعمول به في كل بلد، مما يعني ضمناً في معظم الحالات أن السياسة النقدية غير مسايرة للتطورات على مدى الدورة الاقتصادية، فترتفع أسعار الفائدة الرسمية عندما تشير المؤشرات الاقتصادية إلى تجاوز التضخم المعدل أو النطاق المقبول، وتنخفض عندما تشير المؤشرات إلى عدم تجاوز التضخم المتوقع هذا المعدل أو النطاق؛ وأن نمو الناتج المتوقع أقل من المعدل الممكن؛ وأن هامش الطاقة الإنتاجية غير المستغلة في الاقتصاد كبير. وعلى هذا الأساس، من المفترض أن يبلغ متوسط سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن على الودائع بالدولار الأمريكي لمدة ستة أشهر ٣,٢٪ في عام ٢٠٠٨ و ٣,١٪ في عام ٢٠٠٩ (راجع الجدول ١-١). ويفترض أن يبلغ متوسط سعر الفائدة على الودائع باليورو لمدة ثلاثة أشهر ٤,٨٪ في عام ٢٠٠٨ و ٤,٢٪ في عام ٢٠٠٩. أما متوسط سعر الفائدة على الودائع بالين الياباني لمدة ستة أشهر فمن المتوقع أن يبلغ ١٪ في عام ٢٠٠٨ و ١,٢٪ في عام ٢٠٠٩.

البرتغال: تستند توقعات المالية العامة للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠ إلى عدم تغير السياسات المحددة في التقرير حول تسيير سياسات الميزانية لعام ٢٠٠٨. وتأخذ في اعتبارها المدخرات المتوقعة نتيجة للإصلاحات التي بدأ تنفيذها بالفعل (مثل نظام الضمان الاجتماعي وإصلاح إدارة القطاع العام). وفي السنوات اللاحقة لعام ٢٠١١ يفترض عدم إجراء ضبط إضافي، والحفاظ على الرصيد الهيكلي الأولي دون تغيير.

روسيا: تستند توقعات المالية العامة في روسيا إلى ميزانية عام ٢٠٠٨، واقتراح السلطات بشأن الميزانية متوسطة الأجل للفترة ٢٠٠٩-٢٠١١، وتستند بالنسبة للسنوات اللاحقة إلى الحد الأقصى من العجز غير النفطي للحكومة الفيدرالية الذي يفرضه قانون الميزانية. وتعزى الفروق بين توقعات الإنفاق لخبراء صندوق النقد الدولي وتوقعات السلطات لعام ٢٠٠٩ والسنوات اللاحقة بصفة أساسية إلى اختلاف الافتراضات بشأن إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والتضخم، والإيرادات.

سنغافورة: تستند التوقعات المعنية بالنفقات للسنة المالية ٢٠٠٧/٢٠٠٨ إلى أرقام الميزانية، بينما تستند توقعات الإيرادات إلى تقديرات خبراء الصندوق لتأثير التدابير الجديدة على صعيد السياسات، بما في ذلك زيادة الضريبة على السلع والخدمات. وتفترض توقعات الإيرادات في الأجل المتوسط إدراج المكاسب الرأسمالية على احتياطات المالية العامة ضمن دخل الاستثمار.

إسبانيا: تستند توقعات المالية العامة حتى نهاية عام ٢٠١٠ إلى ميزانية عام ٢٠٠٨؛ والسياسات المبينة في تحديث برنامج الاستقرار الذي أعدته السلطات للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٠، والمعدلة وفق افتراضات خبراء الصندوق حول الاقتصاد الكلي، وإلى المعلومات المستقاة من آخر الإصدارات الإحصائية، والإعلانات الرسمية. وتفترض

## ما الجديد

لم يتم إدخال أي تعديلات على هذا العدد من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

## البيانات والأعراف المتبعة

تشكل البيانات والتوقعات المتعلقة بعدد ١٨٣ بلدا القاعدة الإحصائية لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي (قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي). وتشترك في حفظ هذه البيانات إدارة البحوث وإدارات المناطق الجغرافية

في صندوق النقد الدولي، حيث تقوم إدارات المناطق الجغرافية بتحديث التوقعات القطرية بانتظام على أساس افتراضات شاملة متسقة.

ورغم أن الهيئات الإحصائية الوطنية هي المرجع النهائي في تقديم البيانات التاريخية والتعاريف المستخدمة، فإن المنظمات الدولية تشارك بدورها في القضايا الإحصائية بغية تحقيق التوافق بين المنهجيات المختلفة لإعداد الإحصاءات على المستوى الوطني، بما في ذلك الأطر التحليلية والمفاهيم والتعاريف والتصنيفات وإجراءات التقدير المستخدمة في إنتاج الإحصاءات

## الملحق الإحصائي

الارتفاع<sup>٢</sup>. وتُتبع في الوقت الحالي منهجية الترجيح بنظام السلسلة في إعداد بيانات الاقتصاد الكلي الحقيقية لكل من ألبانيا وأستراليا والنمسا وأذربيجان وبلجيكا وبلغاريا وكندا وقبرص والجمهورية التشيكية والدانمرك وإستونيا ومنطقة اليورو وفنلندا وفرنسا وجورجيا وألمانيا واليونان ومنطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وأيسلندا وأيرلندا وإيطاليا واليابان وكازاخستان وليتوانيا ولكسمبرغ ومالطة وهولندا ونيوزيلندا والنرويج وبولندا والبرتغال وروسيا وسلوفينيا وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. غير أن البيانات المتوافرة قبل الأعوام ١٩٩٦ (ألبانيا) و١٩٩٤ (أذربيجان) و١٩٩٥ (بلجيكا) و٢٠٠٠ (بلغاريا) و١٩٩٥ (قبرص) و١٩٩٥ (الجمهورية التشيكية) و٢٠٠١ (إستونيا) و١٩٩٥ (منطقة اليورو) و١٩٩٦ (جورجيا) و١٩٩١ (ألمانيا) و٢٠٠٠ (اليونان) و١٩٩٠ (أيسلندا) و١٩٩٥ (أيرلندا) و١٩٩٤ (اليابان) و١٩٩٤ (كازاخستان) و١٩٩٥ (لكسمبرغ) و٢٠٠٠ (مالطة) و١٩٩٥ (بولندا) و١٩٩٥ (روسيا) و١٩٩٥ (سلوفينيا) و١٩٩٥ (إسبانيا) تستند إلى حسابات قومية غير منقحة وقد يطرأ عليها التعديل في المستقبل.

وقد اعتمد أعضاء الاتحاد الأوروبي نظاما متسقا لإعداد الحسابات القومية يعرف باسم النظام الأوروبي للحسابات الاقتصادية الموحدة لعام ١٩٩٥ (ESA 1995)، فأصبحت جميع بيانات الحسابات القومية تقدم على أساس هذا النظام الجديد اعتبارا من عام ١٩٩٥. وقد أحرزت السلطات الوطنية تقدما في مجال تعديل بيانات ما قبل ١٩٩٥ لكي تتوافق مع النظام الجديد غير أنه لم يكتمل بعد في بعض الحالات. وفي هذه الحالات، تمت مواءمة البيانات التاريخية الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي بعناية لتلاني حالات انقطاع تسلسل البيانات. ومع ذلك، ينبغي لمستخدمي بيانات الحسابات القومية بالاتحاد الأوروبي قبل عام ١٩٩٥ أن يتوخوا الحذر حتى يحين الوقت الذي تنتهي فيه الهيئات الإحصائية الوطنية تماما من تعديل البيانات التاريخية. راجع الإطار ١-٢ في عدد مايو ٢٠٠٠ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

وتتضمن البيانات المجمعة للمجموعات القطرية والواردة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي إما مجاميع كلية أو متوسطات مرجحة للبيانات المعنية بكل بلد على

الاقتصادية. وتستند قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي إلى المعلومات المستقاة من مصادر البيانات الوطنية والمنظمات الدولية.

وقد شهدت معايير الإحصاء والتحليل الاقتصادي تحسينات كبيرة نتيجة للتعديل الشامل لكل من نظام الحسابات القومية (SNA) لعام ١٩٩٣ الموحد، ومطبوعات صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة (5MPB)، ودليل الإحصاءات النقدية والمالية (MSFM)، ودليل إحصاءات مالية الحكومة لعام ٢٠٠١ (GFSM 2001).<sup>١</sup> واتسمت مشاركة الصندوق بالفعالية في جميع هذه المشروعات، لا سيما دليل ميزان المدفوعات، ودليل الإحصاءات النقدية والمالية ودليل إحصاءات مالية الحكومة، الأمر الذي يعبر عن مدى اهتمام الصندوق بصفة خاصة بالمراكز الخارجية واستقرار القطاع المالي والأوضاع المالية للقطاع العام في مختلف البلدان. وقد بدأت مواءمة البيانات القطرية مع التعاريف الجديدة جديا مع صدور هذه الأدلة. غير أن تطابق البيانات تماما مع الأدلة يعتمد في نهاية المطاف على تقديم معدي الإحصاءات الوطنية بيانات قطرية منقحة. وبالتالي فإن تقديرات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لا تزال متوائمة جزئيا فقط مع هذه الأدلة.

ومتشيا مع التحسينات التي تحققت مؤخرا في معايير إبلاغ بيانات الإحصاءات الاقتصادية، ألغت عدة بلدان بشكل تدريجي الطريقة التقليدية القائمة على سنة الأساس الثابتة في حساب مستوى متغيرات الاقتصاد الكلي الحقيقية، ومعدل نموها بتحولها إلى احتساب النمو الإجمالي بطريقة الترجيح بنظام السلسلة. ونتيجة للتحولات الكبيرة التي حدثت مؤخرا في هياكل هذه الاقتصادات، قامت البلدان المعنية بمراجعة الطريقة المتبعة لديها في قياس مستويات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ومعدلات نموه. ونتيجة للانتقال إلى أسلوب الترجيح بنظام السلسلة في احتساب النمو الكلي باستخدام المعلومات عن الأسعار الجارية، أصبح بوسع البلدان قياس نمو إجمالي الناتج المحلي بطريقة أدق وذلك بالتغلب على مسألة تحيز البيانات الجديدة نحو

<sup>١</sup> نظام الحسابات القومية لسنة ١٩٩٣. (بروكسل/ لكسمبرغ ونيويورك وباريس وواشنطن، ١٩٩٣) إعداد مفوضية الجماعة الأوروبية وصندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والأمم المتحدة والبنك الدولي؛ ودليل ميزان المدفوعات - الطبعة الخامسة، (واشنطن، ١٩٩٣) إعداد صندوق النقد الدولي؛ ودليل الإحصاءات النقدية والمالية، (واشنطن، ٢٠٠٠) إعداد صندوق النقد الدولي؛ ودليل إحصاءات مالية الحكومة، (واشنطن، ٢٠٠١) إعداد صندوق النقد الدولي.

<sup>٢</sup> راجع دراسة: Charles Steindel, 1995, "Chain-Weighting: The New Approach to Measuring GDP," *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), Vol. 1 (December)".



في نهاية السنة بالنسبة للدين المقوم بعملات أخرى بخلاف الدولار الأمريكي. غير أن الأرقام المجمعة للتغيرات في أحجام وأسعار التجارة الخارجية هي متوسطات حسابية للتغيرات كنسب مئوية في فرادى البلدان مرجحة بقيم الصادرات أو الواردات بالدولار الأمريكي كحصة من مجموع الصادرات أو الواردات العالمية أو صادرات أو واردات المجموعة (في السنة السابقة).

وبالنسبة لبلدان أوروبا الوسطى والشرقية، فإن المعاملات الخارجية المحررة بعملات غير قابلة للتحويل (حتى ١٩٩٠) تحول إلى الدولار الأمريكي بأسعار التحويل الضمنية للدولار الأمريكي/الروبل والمحسوبة على أساس سعر صرف العملة الوطنية لكل بلد مقابل الدولار والروبل.

وتشير جميع البيانات إلى السنوات الميلادية، باستثناء البلدان التالية حيث تستخدم السنوات المالية: أستراليا (يوليو/يونيو)؛ ومصر (يوليو/يونيو)؛ وهاتي (أكتوبر/سبتمبر)؛ وجمهورية إيران الإسلامية (إبريل/مارس)؛ وموريشيوس (يوليو/يونيو)؛ وميانمار (إبريل/مارس)؛ ونيبال (يوليو/يونيو)؛ ونيوزيلندا (يوليو/يونيو)؛ وباكستان (يوليو/يونيو)؛ وساموا (يوليو/يونيو)؛ وتونغا (يوليو/يونيو).

## تصنيف البلدان

### موجز تصنيف البلدان

تُصنف بلدان العالم في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي بتقسيمها إلى مجموعتين رئيسيتين: الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الصاعدة والنامية.<sup>٥</sup> وبدلاً من الاعتماد على معايير جامدة، سواء اقتصادية أو غير اقتصادية، تطور هذا التصنيف بمرور الوقت لتيسير عملية التحليل الاقتصادي من خلال تنظيم البيانات بشكل منطقي معقول. ويقدم الجدول (ألف) نظرة عامة على هاتين المجموعتين المعياريتين في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، ويوضح عدد البلدان في كل مجموعة ومتوسط حصة المجموعتين في عام ٢٠٠٧ من إجمالي الناتج المحلي الكلي المقوم بتبادل القوى الشرائية، ومجموع صادرات السلع والخدمات، والسكان.

وهناك بضعة بلدان غير مدرجة حالياً في هاتين المجموعتين، إما لأنها غير أعضاء في صندوق النقد

<sup>٥</sup> لا يشير مصطلح «بلد» المستخدم في هذا التقرير في جميع الحالات إلى كيان إقليمي يشكل دولة وفقاً للقانون والعرف الدوليين. ويشمل هذا المصطلح أيضاً بعض الكيانات الإقليمية التي لا تشكل دولا ولكن يتم الاحتفاظ ببيانات إحصائية عنها على أساس منفصل ومستقل.

حدة. ويُعبّر عن متوسطات معدلات النمو التي تغطي عدة سنوات بمعدلات تغير سنوية مركبة<sup>٢</sup> ما لم يذكر خلاف ذلك. وتستخدم متوسطات مرجحة حسابياً لجميع البيانات ما عدا التضخم ونمو النقود في مجموعة الاقتصادات الصاعدة والنامية التي تستخدم لها متوسطات هندسية. وفيما يلي الأعراف المتبعة في هذا الخصوص:

- الأرقام المجمعة لأسعار الصرف وأسعار الفائدة ومعدلات نمو المجلات النقدية في المجموعات القطرية المختلفة تكون مرجحة بإجمالي الناتج المحلي المحول إلى دولارات أمريكية بأسعار الصرف السائدة في السوق (متوسط السنوات الثلاثة السابقة) كحصة من إجمالي الناتج المحلي للمجموعة.
- الأرقام المجمعة للبيانات الأخرى المتعلقة بالاقتصاد المحلي، سواء كانت معدلات أو نسب النمو، مرجحة بإجمالي الناتج المحلي المقوم بتبادل القوى الشرائية كحصة من إجمالي الناتج المحلي العالمي الكلي أو إجمالي الناتج المحلي الكلي للمجموعة.<sup>٤</sup>
- الأرقام المجمعة للبيانات المتعلقة بالاقتصاد المحلي لمنطقة اليورو (١٥ بلداً) خلال الفترة بأكملها، ما لم يذكر خلاف ذلك) هي مجملات البيانات الواردة من المصادر الوطنية باستخدام أوزان ترجيحية لإجمالي الناتج المحلي. ولا تعدل البيانات السنوية لتعكس أثر اليوم في الشهر التقويمي. وبالنسبة للبيانات قبل ١٩٩٩، يراعى عند إعداد البيانات المجملة استخدام أسعار صرف وحدة النقد الأوروبية لعام ١٩٩٥.
- الأرقام المجمعة لمعدلات البطالة ونمو العمالة مرجحة بحجم القوى العاملة كحصة من حجم القوى العاملة للمجموعة.
- الأرقام المجمعة المتعلقة بالاقتصاد الخارجي هي حاصل بيانات فرادى البلدان بعد تحويلها إلى دولارات أمريكية بمتوسط أسعار الصرف السائدة في السوق في السنوات المشار إليها بالنسبة لبيانات ميزان المدفوعات وأسعار الصرف السائدة في السوق

<sup>٢</sup> تُحسب متوسطات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ومكوناته، والتوظيف، وحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي، والتضخم، وإنتاجية عوامل الإنتاج، والتبادل التجاري، وأسعار السلع الأساسية بناء على معدلات تغير سنوية مركبة ما عدا معدل البطالة فيتم حسابه على أساس المتوسط الحسابي البسيط.

<sup>٤</sup> راجع الإطار ألف-٢ في عدد إبريل ٢٠٠٤ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي للاطلاع على موجز للأوزان الترجيحية المنقحة المستندة إلى تعادل القوى الشرائية، والملحق الرابع في عدد مايو ١٩٩٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وراجع أيضاً دراسة Anne-Marie Gulde and Marianne Schulze-Ghattas, «Purchasing Power Parity Based Weights for the World Economic Outlook», in Staff Studies for the *World Economic Outlook* (International Monetary Fund, December 1993), pp.106-23.

الملحق الإحصائي

الجدول (ألف) - تصنيف البلدان حسب المجموعات المستخدمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي وحصصها في إجمالي الناتج المحلي المجمع، وصادرات السلع والخدمات، وعدد السكان في عام ٢٠٠٧<sup>١</sup> (% من إجمالي المجموعة أو العالم)

عدد البلدان	إجمالي الناتج المحلي		صادرات السلع والخدمات		عدد السكان	
	الاقتصادات المتقدمة	العالم	الاقتصادات المتقدمة	العالم	الاقتصادات المتقدمة	العالم
الاقتصادات المتقدمة	١٠٠,٠	٥٦,٣	١٠٠,٠	٦٦,٢	١٠٠,٠	١٥,٢
الولايات المتحدة	٣٧,٩	٢١,٣	١٤,٥	٩,٦	٣٠,٧	٤,٧
منطقة اليورو	٢٨,٦	١٦,١	٤٤,٣	٢٩,٤	٣٢,٣	٤,٩
ألمانيا	٧,٧	٤,٣	١٣,٩	٩,٢	٨,٤	١,٣
فرنسا	٥,٦	٣,٢	٦,١	٤,٠	٦,٣	١,٠
إيطاليا	٤,٩	٢,٨	٥,٤	٣,٦	٦,٠	٠,٩
إسبانيا	٣,٧	٢,١	٣,٤	٢,٣	٤,٦	٠,٧
اليابان	١١,٧	٦,٦	٧,١	٤,٧	١٣,٠	٢,٠
المملكة المتحدة	٥,٩	٣,٣	٦,٥	٤,٣	٦,٢	٠,٩
كندا	٣,٥	٢,٠	٤,٤	٢,٩	٣,٣	٠,٥
اقتصادات أخرى متقدمة	١٢,٥	٧,٠	٢٣,٢	١٥,٣	١٤,٤	٢,٢
للذكورة						
الاقتصادات المتقدمة الرئيسية	٧٧,٢	٤٣,٥	٥٧,٩	٣٨,٣	٧٣,٨	١١,٢
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة	٦,٦	٣,٧	١٣,٤	٨,٩	٨,٤	١,٣
الاقتصادات الصاعدة والنامية	١٠٠,٠	٤٣,٧	١٠٠,٠	٣٣,٨	١٠٠,٠	٨٤,٨
المجموعات الإقليمية						
إفريقيا	٦,٨	٣,٠	٧,٤	٢,٥	١٥,٠	١٢,٧
جنوب الصحراء	٥,٣	٢,٣	٥,٥	١,٩	١٣,٦	١١,٥
ما عدا نيجيريا وجنوب إفريقيا	٢,٨	١,٢	٢,٨	٠,٩	١٠,١	٨,٦
أوروبا الوسطى والشرقية	٩,٣	٤,٠	١٣,٦	٤,٦	٣,٢	٢,٨
كومنولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>	١٠,٢	٤,٥	١٠,٢	٣,٤	٥,١	٤,٣
روسيا	٧,٣	٣,٢	٦,٨	٢,٣	٢,٦	٢,٢
آسيا النامية	٤٦,١	٢٠,١	٣٩,٣	١٣,٣	٦٢,٣	٥٢,٩
الصين	٢٤,٨	١٠,٨	٢٣,٢	٧,٨	٢٤,٠	٢٠,٤
الهند	١٠,٥	٤,٦	٤,١	١,٤	٢١,٢	١٨,٠
ما عدا الصين والهند	١٠,٨	٤,٧	١٢,١	٤,١	١٧,١	١٤,٥
الشرق الأوسط	٨,٧	٣,٨	١٤,٣	٤,٨	٤,٣	٣,٧
نصف الكرة الغربي	١٨,٩	٨,٣	١٥,١	٥,١	١٠,٠	٨,٥
البرازيل	٦,٤	٢,٨	٣,٢	١,١	٣,٤	٢,٩
المكسيك	٤,٧	٢,١	٥,٠	١,٧	١,٩	١,٦
المجموعات التحليلية						
حسب مصدر إيرادات التصدير						
الوقود	١٩,٣	٨,٤	٢٦,٨	٩,١	١١,٠	٩,٤
غير الوقود	٨٠,٧	٣٥,٢	٧٣,٢	٢٤,٧	٨٩,٠	٧٥,٥
منها: منتجات أولية	١,٧	٠,٧	٢,١	٠,٧	٤,٠	٣,٤
حسب مصدر التمويل الخارجي						
بلدان المركز المدين الصافي	٥٥,١	٢٤,١	٤٧,١	١٥,٩	٦٤,٨	٥٥,٠
منه: تمويل رسمي	٣,٤	١,٥	٢,٤	٠,٨	١٠,٦	٩,٠
بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين						
بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٢-٢٠٠٦	٩,٧	٤,٣	٦,٩	٢,٣	١٧,١	١٤,٥
بلدان المركز المدين الصافي الأخرى	٤٥,٣	١٩,٨	٤٠,٣	١٣,٦	٤٧,٧	٤٠,٥
مجموعات أخرى						
البلدان الفقيرة المثقلة بالديون	١,٨	٠,٨	١,٢	٠,٤	٨,٤	٧,١
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	١٠,٥	٤,٦	١٦,٤	٥,٦	٦,٥	٥,٥

<sup>١</sup> تستند حصص إجمالي الناتج المحلي إلى تقييم إجمالي الناتج المحلي للبلدان المعنية حسب تعادل القوى الشرائية. ويُعبّر عدد البلدان الذي تتألف منه كل مجموعة عن البلدان التي أدرجت بياناتها في مجملات المجموعة.  
<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

وتشير البيانات المعنية بألمانيا في ١٩٩١ والسنوات اللاحقة إلى ألمانيا الغربية وألمانيا الشرقية (أي جمهورية ألمانيا الديمقراطية السابقة)، وقبل عام ١٩٩١، لم تكن البيانات الاقتصادية متاحة على أساس موحد ومتسق. ومن ثم، فإن الجداول التي تعرض النسبة المئوية للتغير السنوي تتضمن بيانات ألمانيا الغربية حتى نهاية ١٩٩١، وبيانات ألمانيا الموحدة اعتباراً من سنة ١٩٩٢ وما بعدها. وبصفة عامة، فإن بيانات الحسابات القومية والنشاط الاقتصادي والمالي المحلي حتى نهاية عام ١٩٩٠ تغطي ألمانيا الغربية فقط، في حين تشير البيانات المتعلقة بالحكومة المركزية وميزان المدفوعات إلى ألمانيا الغربية حتى نهاية يونيو ١٩٩٠ ثم إلى ألمانيا الموحدة بعد ذلك.

ويورد الجدول (جيم) أسماء البلدان الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، وليست جميعها مصنفة كالاقتصادات متقدمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

### الاقتصادات الصاعدة والنامية

تضم مجموعة الاقتصادات الصاعدة والنامية (١٤١ بلداً) جميع البلدان غير المصنفة كالاقتصادات متقدمة. وتتفق إلى حد كبير التقسيمات الإقليمية للاقتصادات الصاعدة والنامية — إفريقيا، وأوروبا الوسطى والشرقية، وكومنولث الدول المستقلة، وآسيا النامية، والشرق الأوسط، ونصف الكرة الغربي — مع التقسيمات الإقليمية المستخدمة في تقرير الإحصاءات المالية الدولية (IFS) الصادر عن صندوق النقد الدولي. وفي كلا التصنيفين، تدرج مصر وليبيا ضمن منطقة الشرق الأوسط وليس ضمن إفريقيا. وإضافة إلى ذلك، يشير تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في بعض الأحيان إلى المجموعة

الدولي ولا تخضع اقتصاداتها لمراقبة الصندوق، أو لعدم استكمال قواعد بياناتها. ونظراً لنقص البيانات لا تعبر الأرقام المجمعّة عن البلدان التالية: جمهورية أفغانستان الإسلامية، والبوسنة والهرسك، وبروني دار السلام، وإريتريا، والعراق، وليبيريا، والجبل الأسود، وصربيا، والصومال، وتيمور-ليشتي، وزمبابوي. وتعتبر كل من كوبا وجمهورية كوريا الديمقراطية الشعبية مثالاً للبلدان غير الأعضاء في الصندوق، بينما تعد سان مارينو، وهي من الاقتصادات المتقدمة، وأوروبا وجزر مارشال وولايات ميكرونيزيا الموحدة وبالاو، وهي من البلدان النامية، أمثلة لاقتصادات لم تكتمل قواعد بياناتها.

## الخصائص العامة للمجموعات وتكوينها وفقاً للتصنيف المتبع في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي

### الاقتصادات المتقدمة

يورد الجدول (باء) الاقتصادات المتقدمة البالغ عددها ٣١ اقتصاداً. وتتألف المجموعة الفرعية للاقتصادات المتقدمة الرئيسية والتي يُشار إليها عادةً بمجموعة السبعة من أكبر سبعة اقتصادات في هذه المجموعة من حيث إجمالي الناتج المحلي، وهي الولايات المتحدة واليابان وألمانيا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة وكندا. كذلك تصنف في مجموعتين فرعيتين البلدان الأعضاء في منطقة اليورو، وعددها ١٥ بلداً، والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة الأربعة. وتشمل البيانات المجمعّة في الجداول عن منطقة اليورو البلدان الأعضاء الحاليين في كل السنوات رغم توسع العضوية بمرور الوقت.

### الجدول (باء) – الاقتصادات المتقدمة حسب المجموعات الفرعية

مجموعات فرعية أخرى		الاقتصادات المتقدمة الرئيسية		الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة		منطقة اليورو		مناطق العملات الرئيسية	
اقتصادات أخرى متقدمة	أستراليا	كندا	منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة <sup>١</sup>	إيطاليا	النمسا	الولايات المتحدة			
	الدانمرك	فرنسا	كوريا	لكسمبرغ	بلجيكا	منطقة اليورو			
	منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة <sup>١</sup>	ألمانيا	سنغافورة	مالطة	قبرص	اليابان			
	السويد	إيطاليا	مقاطعة تايوان الصينية	هولندا	فنلندا				
	سويسرا	اليابان		البرتغال	فرنسا				
	مقاطعة تايوان الصينية	المملكة المتحدة		سلوفينيا	ألمانيا				
		الولايات المتحدة		إسبانيا	اليونان				
					أيرلندا				

<sup>١</sup> أعيدت هونغ كونغ إلى جمهورية الصين الشعبية في أول يوليو ١٩٩٧ وأصبحت منطقة إدارية خاصة تابعة للصين.

الجدول (هاء) - الاقتصادات الصاعدة والنامية حسب المنطقة والمصدر الرئيسي لإيرادات التصدير

منتجات أولية غير الوقود	الوقود	
بوتسوانا بوركينافاسو بوروندي تشاد جمهورية الكونغو الديمقراطية غينيا غينيا-بيساو ملاوي موريتانيا موزامبيق سيراليون زامبيا	الجزائر أنغولا جمهورية الكونغو غينيا الاستوائية غابون نيجيريا السودان	<b>إفريقيا</b>
منغوليا طاجيكستان أوزبكستان	أذربيجان كازاخستان روسيا تركمانستان	<b>كومونولث الدول المستقلة</b>
بابوا غينيا الجديدة جزر سليمان		<b>آسيا النامية</b>
	البحرين جمهورية إيران الإسلامية الكويت لبنان عمان قطر المملكة العربية السعودية الجمهورية العربية السورية الإمارات العربية المتحدة الجمهورية اليمنية	<b>الشرق الأوسط</b>
شيلي غيانا سورينام	إكوادور ترينيداد وتوباغو فنزويلا	<b>نصف الكرة الغربي</b>

ملحوظة: تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومونولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أنها مؤهلة للاستفادة من مبادرتيها المتعلقة بالديون والمعروفة باسم مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون («هيبيك») وذلك بهدف تخفيف أعباء الديون الخارجية عن جميع البلدان المؤهلة للاستفادة من المبادرة لتصل ديونها إلى مستوى «يمكن الاستمرار في تحمله» خلال فترة زمنية وجيزة معقولة.<sup>٧</sup>

البنوك التجارية. ويشار إلى مجموعة البلدان هذه باسم بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٢-٢٠٠٦.<sup>٧</sup> راجع دراسة David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi, and Sukwinder Singh, *Debt Relief for Low-Income Countries: The Enhanced HIPC Initiative*, IMF Pamphlet Series, No. 51 (Washington: International Monetary Fund, November 1999).

الجدول (جيم) - الاتحاد الأوروبي

النمسا	فنلندا	لاتفيا	رومانيا
بلجيكا	فرنسا	ليتوانيا	الجمهورية السلوفاكية
بلغاريا	ألمانيا	لكسمبرغ	سلوفينيا
قبرص	اليونان	مالطة	إسبانيا
الجمهورية التشيكية	هنغاريا	هولندا	السويد
الدانمرك	أيرلندا	بولندا	المملكة المتحدة
إستونيا	إيطاليا	البرتغال	

الإقليمية لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) وهي المجموعة الممتدة عبر إفريقيا والشرق الأوسط، وتعرف هذه المجموعة بالبلدان الأعضاء في جامعة الدول العربية بالإضافة إلى جمهورية إيران الإسلامية (راجع الجدول دال).

الجدول (دال) - بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

الجزائر	الأردن	المغرب	الجمهورية العربية السورية
البحرين	الكويت	عمان	تونس
جيبوتي	لبنان	قطر	الإمارات العربية المتحدة
مصر	ليبيا	المملكة العربية السعودية	الجمهورية اليمنية
جمهورية إيران الإسلامية	موريتانيا	السودان	

وتصنف الاقتصادات الصاعدة والنامية أيضا حسب معايير تحليلية. وتستند المعايير التحليلية إلى تكوين إيرادات التصدير في تلك البلدان وأي دخل آخر من الخارج؛ فضلا على ترتيبات أسعار الصرف؛ والاختلاف بين بلدان المركز الدائن الصافي وبلدان المركز المدين الصافي؛ وبالنسبة لبلدان المركز المدين الصافي هناك معايير مالية تستند إلى مصادر التمويل الخارجي وتجربة خدمة الدين الخارجي. ويوضح الجدولان (هاء) و (واو) بالتفصيل تكوين الاقتصادات الصاعدة والنامية في المجموعات الإقليمية والمجموعات التحليلية.

ويميز المعيار التحليلي القائم على مصدر إيرادات التصدير بين فئات الوقود (التصنيف الموحد للتجارة الدولية (SITC 3)) وغير الوقود، ثم يركز على المنتجات الأولية غير الوقود (التصنيف الموحد للتجارة الدولية (SITCs 0, 1, 2, 4, and 68)).

وتركز المعايير المالية على بلدان المركز الدائن الصافي، وبلدان المركز المدين الصافي، والبلدان الفقيرة المثقلة بالديون (بلدان «هيبيك»). ويجري التمييز فيما بين بلدان المركز المدين الصافي على أساس معيارين ماليين إضافيين هما: المصدر الرسمي للتمويل الخارجي وتجربة خدمة الدين.<sup>٦</sup> وتتألف مجموعة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون (بلدان «هيبيك») من البلدان التي يرى

<sup>٦</sup> أثناء الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦، تعرض ٤٩ بلدا لتراكم المتأخرات الخارجية أو قام بإبرام اتفاقات لإعادة جدولة الديون الرسمية أو ديون

الجدول (و) - الاقتصادات الصاعدة والنامية حسب المنطقة، والمركز الخارجي الصافي، والبلدان الفقيرة المثقلة بالديون

البلدان الفقيرة المثقلة بالديون	المركز الخارجي الصافي		البلدان الفقيرة المثقلة بالديون	المركز الخارجي الصافي	
	بلدان المركز	بلدان المركز الدائن الصافي		بلدان المركز المثقلة بالديون	بلدان المركز الدائن الصافي
	أوروبا الوسطى والشرقية			إفريقيا	
	*			المغرب العربي	
	*			الجزائر	
	*			المغرب	
	*			تونس	
	*			جنوب الصحراء	
	*			جنوب إفريقيا	
	*			القرن الإفريقي	
	*			جيبوتي	
	*		*	إثيوبيا	
	*		*	السودان	
	*			البحيرات الكبرى	
	*		*	بوروندي	
	*		*	جمهورية الكونغو الديمقراطية	
	*		*	كينيا	
	كومنولث الدول المستقلة <sup>1</sup>			رواندا	
			*	تنزانيا	
			*	أوغندا	
				الجنوب الإفريقي	
				أنغولا	
				بوتسوانا	
				جزر القمر	
				ليسوتو	
			*	مدغشقر	
			*	ملاوي	
				موريشيوس	
	*		*	جمهورية موزامبيق	
			*	ناميبيا	
			*	سيمبيل	
			*	سوازيلند	
			*	زامبيا	
				غرب ووسط إفريقيا	
				الرأس الأخضر	
			*	غامبيا	
			*	غانا	
			*	غينيا	
			*	موريتانيا	
			*	نيجيريا	
			*	سان تومي وبرنسيبي	
			*	سيراليون	
				منطقة فرك الاتحاد المالي الإفريقية	
			*	بنن	
			*	بوركينافاسو	
			*	الكاميرون	
			*	جمهورية إفريقيا الوسطى	
			*	تشاد	
			*	جمهورية الكونغو	
			*	كوت ديفوار	
			*	غينيا الاستوائية	
				غابون	
			*	غينيا-بيساو	
			*	مالي	
			*	النيجر	
			*	السنغال	
			*	توغو	
				الهند	
			*	ملديف	
			*	نيبال	
			*	باكستان	
			*	سري لانكا	



## قائمة بالجداول

### الناتج

- الجدول ألف-١: موجز الناتج العالمي  
 الجدول ألف-٢: الاقتصادات المتقدمة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وإجمالي الطلب المحلي  
 الجدول ألف-٣: الاقتصادات المتقدمة: مكونات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي  
 الجدول ألف-٤: اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية — حسب البلد: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي

### التضخم

- الجدول ألف-٥: موجز بيانات التضخم  
 الجدول ألف-٦: الاقتصادات المتقدمة: أسعار المستهلكين  
 الجدول ألف-٧: اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية — حسب البلد: أسعار المستهلكين

### السياسات المالية

- الجدول ألف-٨: الاقتصادات المتقدمة الرئيسية: أرصدة المالية العامة والدين لدى الحكومة العامة

### التجارة الخارجية

- الجدول ألف-٩: موجز لأحجام وأسعار التجارة العالمية

### معاملات الحساب الجاري

- الجدول ألف-١٠: موجز أرصدة الحساب الجاري  
 الجدول ألف-١١: الاقتصادات المتقدمة: رصيد الحساب الجاري  
 الجدول ألف-١٢: اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية — حسب البلد: رصيد الحساب الجاري

### ميزان المدفوعات والتمويل الخارجي

- الجدول ألف-١٣: بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية: صافي التدفقات الرأسمالية  
 الجدول ألف-١٤: بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية: التدفقات الرأسمالية الخاصة  
 الجدول ألف-١٥: اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية: الاحتياطيات

### تدفق الأموال

- الجدول ألف-١٦: موجز مصادر المدخرات العالمية واستخداماتها

### السيناريو الأساسي متوسط الأجل

- الجدول ألف-١٧: موجز السيناريو الأساسي العالمي في الأجل المتوسط

الجدول ألف - ١ موجز الناتج العالمي<sup>١</sup>  
(التغير السنوي %)

		متوسط										
٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠	
٤,٧	٣,٠	٣,٩	٥,٠	٥,١	٤,٥	٤,٩	٣,٦	٢,٨	٢,٢	٤,٧	٢,٩	<b>العالم</b>
٢,٥	٠,٥	١,٥	٢,٦	٣,٠	٢,٦	٣,٢	١,٩	١,٦	١,٢	٤,٠	٢,٧	الاقتصادات المتقدمة
٢,٣	٠,١	١,٦	٢,٠	٢,٨	٢,٩	٣,٦	٢,٥	١,٦	٠,٨	٣,٧	٣,١	الولايات المتحدة
٢,٢	٠,٢	١,٣	٢,٦	٢,٨	١,٦	٢,١	٠,٨	٠,٩	١,٩	٣,٨	...	منطقة اليورو
١,٧	٠,٥	٠,٧	٢,١	٢,٤	١,٩	٢,٧	١,٤	٠,٣	٠,٢	٢,٩	١,٥	اليابان
٣,٦	١,٦	٢,٢	٣,٩	٣,٨	٣,٣	٤,٠	٢,٥	٣,٣	١,٧	٥,٢	٣,٤	اقتصادات أخرى متقدمة <sup>٢</sup>
٦,٩	٦,١	٦,٩	٨,٠	٧,٩	٧,١	٧,٥	٦,٣	٤,٨	٣,٨	٥,٩	٣,٢	<b>اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية</b>
٥,٤	٦,٠	٥,٩	٦,٣	٦,١	٥,٨	٦,٥	٥,٤	٦,٢	٤,٩	٣,٥	٢,٣	المجموعات الإقليمية
٥,٠	٣,٤	٤,٥	٥,٧	٦,٧	٦,١	٦,٩	٤,٨	٤,٢	٠,٤	٤,٩	١,٢	إفريقيا
٥,٦	٥,٧	٧,٢	٨,٦	٨,٢	٦,٨	٨,٢	٧,٨	٥,٢	٦,١	٩,١	...	أوروبا الوسطى والشرقية
٨,٨	٧,٧	٨,٤	١٠,٠	٩,٩	٩,٠	٨,٦	٨,٢	٦,٩	٥,٨	٧,٠	٧,٢	كومنولث الدول المستقلة <sup>٣</sup>
٥,٤	٥,٩	٦,٤	٥,٩	٥,٧	٥,٧	٥,٨	٧,١	٣,٨	٢,٦	٥,٥	٤,٣	آسيا النامية
٤,٢	٣,٢	٤,٦	٥,٦	٥,٥	٤,٧	٦,١	٢,٢	٠,٥	٠,٧	٤,١	٢,٩	الشرق الأوسط
												نصف الكرة الغربي
												للتنكزة
٢,٨	٠,٦	١,٧	٣,١	٣,٣	٢,٢	٢,٧	١,٥	١,٤	٢,١	٣,٩	٢,٠	الاتحاد الأوروبي
												<b>المجموعات التحليلية</b>
												حسب مصدر إيرادات التصدير
٥,٠	٥,٩	٦,٧	٧,٤	٧,١	٦,٩	٧,٧	٦,٩	٤,٧	٤,٣	٧,٠	٠,٢-	الوقود
٧,٣	٦,١	٦,٩	٨,٢	٨,١	٧,٢	٧,٥	٦,١	٤,٨	٣,٧	٥,٧	٤,٢	غير الوقود
٥,٤	٥,٣	٥,٤	٥,٨	٥,١	٥,٨	٧,٢	٤,٨	٣,٥	٤,٠	٣,٣	٣,١	منها: منتجات أولية
												حسب مصدر التمويل الخارجي
٥,٨	٤,٧	٥,٦	٦,٦	٦,٨	٦,١	٦,٣	٤,٦	٣,٢	٢,٢	٤,٧	٣,١	بلدان المركز المدين الصافي
٦,٤	٥,٧	٦,٤	٧,١	٧,٢	٧,٠	٦,٤	٥,٣	٣,٩	٤,٢	٤,٨	٤,٣	منه: تمويل رسمي
												بلدان المركز المدين الصافي
												حسب تجربة خدمة الدين
٥,٥	٤,٩	٥,٨	٦,٥	٦,٧	٦,٧	٦,٧	٥,٧	١,٦	٢,٦	٣,٣	٣,٣	بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٢-٢٠٠٦
												للتنكزة
												معدل النمو الوسيط
٣,٠	١,٢	١,٨	٣,٧	٣,٤	٢,٩	٣,٧	١,٩	١,٨	١,٩	٣,٩	٣,٠	الاقتصادات المتقدمة
٥,١	٥,٠	٥,٥	٦,٠	٦,٢	٥,٦	٥,٥	٤,٩	٤,٠	٣,٦	٤,٣	٣,٣	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
												حصة الفرد من الناتج
١,٩	٠,١-	٠,٩	١,٩	٢,٤	١,٩	٢,٦	١,٣	١,٠	٠,٥	٣,٣	٢,٠	الاقتصادات المتقدمة
٥,٥	٤,٨	٥,٦	٦,٧	٦,٦	٥,٨	٦,١	٤,٩	٣,٤	٢,٤	٤,٦	١,٦	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
												<b>النمو العالمي على أساس أسعار الصرف السائدة في السوق</b>
٣,٨	١,٩	٢,٧	٣,٧	٣,٩	٣,٤	٤,٠	٢,٧	١,٩	١,٥	٤,٢	٢,٤	قيمة الناتج العالمي بمليارات الدولارات الأمريكية
٨٢,٥٢٣	٦٤,١٦٨	٦٢,٠٥٤	٥٤,٥٨٥	٤٨,٦٦٥	٤٥,٠٢٢	٤١,٦٧٧	٣٧,٠٤٨	٣٢,٩٥٤	٣١,٦٧٧	٣١,٩١٦	٢٧,٣٨٣	بأسعار الصرف السائدة في السوق
٩٣,٣٠٥	٧٢,٣٩٥	٦٩,٢٢٩	٦٥,٢٨١	٦٠,٦١٠	٥٥,٩٢٤	٥٢,٠٠٠	٤٨,٢٥٢	٤٥,٦٣٤	٤٣,٦٥٩	٤١,٧٤٨	٣١,٧٢٩	على أساس تعادل القوى الشرائية

<sup>١</sup> إجمالي الناتج المحلي الحقيقي.

<sup>٢</sup> في هذا الجدول، تعني «اقتصادات أخرى متقدمة» الاقتصادات المتقدمة ما عدا الولايات المتحدة وبلدان منطقة اليورو واليابان.

<sup>٣</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلداً عضواً في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.



الجدول ألف ٢- الاقتصادات المتقدمة: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وإجمالي الطلب المحلي (التغير السنوي %)

الربع الأخير <sup>١</sup>				متوسط										
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠
<b>إجمالي الناتج المحلي الحقيقي</b>														
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>														
١,٠	٠,٧	٢,٦	٢,٥	٠,٥	١,٥	٢,٦	٣,٠	٢,٦	٣,٢	١,٩	١,٦	١,٢	٤,٠	٢,٧
٠,٤	٠,٨	٢,٣	٢,٣	٠,١	١,٦	٢,٠	٢,٨	٢,٩	٣,٦	٢,٥	١,٦	٠,٨	٣,٧	٣,١
٠,٦	٠,٤	٢,١	٢,٢	٠,٢	١,٣	٢,٦	٢,٨	١,٦	٢,١	٠,٨	٠,٩	١,٩	٣,٨	...
٠,٦	٠,٧	١,٧	١,٧	—	١,٨	٢,٥	٣,٠	٠,٨	١,٢	٠,٢-	—	١,٢	٣,٢	٢,٣
٠,٨	٠,١-	٢,٢	٢,٨	٠,٢	٠,٨	٢,٢	٢,٢	١,٩	٢,٥	١,١	١,٠	١,٩	٣,٩	١,٩
٠,٢	٠,١-	٠,١	١,٣	٠,٢-	٠,١-	١,٥	١,٨	٠,٦	١,٥	—	٠,٥	١,٨	٣,٧	١,٤
٠,١	٠,١	٣,٢	٣,٣	٠,٢-	١,٤	٣,٧	٣,٩	٣,٦	٣,٣	٣,١	٢,٧	٣,٦	٥,١	٢,٨
٢,٣	٠,٨	٤,١	٢,٢	١,٠	٢,٣	٣,٥	٣,٤	٢,٠	٢,٢	٠,٣	٠,١	١,٩	٣,٩	٣,١
٠,٩	٠,٤	٢,٤	٢,٤	٠,٢	١,٤	٢,٨	٢,٩	٢,٠	٢,٧	١,٠	١,٤	٠,٩	٣,٨	٢,٣
١,٠	١,٢	٢,٧	٢,٢	٠,٨	٢,٠	٣,١	٣,٤	٢,٩	٢,٥	٠,٨	١,٦	٠,٥	٣,٧	٢,٥
١,٩	١,٦	٤,٠	٢,٣	١,٦	٢,٥	٤,٥	٤,٩	٢,٨	٣,٧	١,٨	١,٦	٢,٦	٥,٠	١,٥
٢,٤	٢,٥	٣,٦	٣,٥	٢,٠	٣,٢	٤,٠	٤,٢	٣,٨	٤,٦	٥,٠	٣,٩	٤,٥	٤,٥	١,٩
٠,٢	٠,٤	١,٩	١,٨	٠,١	٠,٦	١,٩	١,٤	٠,٩	١,٥	٠,٨-	٠,٨	٢,٠	٣,٩	٣,٤
٢,١	٣,٣-	٥,٦	٤,١	٠,٦-	١,٨-	٦,٠	٥,٧	٦,٤	٤,٧	٤,٥	٦,٤	٥,٨	٩,٢	٦,٩
٢,٤	١,٣	٣,١	٣,٤	١,٨	٢,٣	٤,٥	٦,١	٥,٠	٤,٩	٢,١	٤,١	٢,٥	٨,٤	٤,٧
٦,١	٣,٢	٤,٩	٣,٧	٣,٧	٤,٣	٦,١	٥,٧	٤,١	٤,٤	٢,٨	٣,٧	٣,١	٤,١	...
٣,٦	٢,٤	٤,٤	٤,١	٢,٨	٣,٤	٤,٤	٤,٠	٣,٩	٤,٢	١,٩	٢,١	٤,٠	٥,٠	٣,٧
٢,٥	٢,٠	٣,٧	٣,٤	٢,٣	٢,٨	٣,٧	٣,١	٣,٥	١,١	٠,٣-	٢,٦	١,٦-	١,٠-	٥,٠
٠,٩	٠,٢	١,٤	١,٧	٠,٥	٠,٧	٢,١	٢,٤	١,٩	٢,٧	١,٤	٠,٣	٠,٢	٢,٩	١,٥
٠,٧	٠,٣-	٢,٩	٣,١	٠,١-	١,٠	٣,٠	٢,٨	٢,١	٢,٨	٢,٨	٢,١	٢,٥	٣,٩	٢,٢
١,٧	٠,٣	٢,٨	٢,٨	١,٢	٠,٧	٢,٧	٣,١	٢,٩	٣,١	١,٩	٢,٩	١,٨	٥,٢	٢,٤
٥,٢	٢,٤	٥,٩	٤,٧	٣,٥	٤,١	٥,٠	٥,١	٤,٢	٤,٧	٣,١	٧,٠	٣,٨	٨,٥	٦,١
٢,٥	١,٩	٤,٢	٣,٦	٢,٢	٢,٥	٤,٢	٢,٧	٢,٨	٣,٩	٣,٠	٤,٢	٢,١	٣,٥	٣,٣
٥,٨	٢,٥	٦,٤	٥,٠	٢,٥	٣,٨	٥,٧	٤,٩	٤,٢	٦,٢	٣,٥	٤,٦	٢,٢-	٥,٨	٦,٥
١,٧	٠,٧	٢,٤	٣,٠	١,٤	١,٢	٢,٧	٤,١	٣,٣	٤,١	١,٩	٢,٤	١,١	٤,٤	١,٧
١,٧	٠,١	٣,٧	١,٧	٠,٧	١,٧	٣,٣	٣,٤	٢,٥	٢,٥	٠,٢-	٠,٤	١,٢	٣,٦	١,١
٦,١	٢,١	٧,٠	٥,٠	٣,٥	٤,١	٦,٤	٧,٠	٧,١	٨,٥	٣,٠	١,٨	٠,٥	٨,٠	٣,٥
٣,٠-	٣,١	١,٥	١,٦	٠,٥	١,٠	١,٧	٣,٩	٢,٥	٢,٣	٠,٤	٠,٥	٢,٧	٣,٥	٢,٤
٠,٩	١,٤	٤,٧	٢,٢	١,٢	٢,٥	٣,٧	٢,٥	٢,٧	٣,٩	١,٠	١,٥	٠,٠	٣,٣	٣,٦
٤,٢	٢,٤	٥,٨	٣,٧	٢,٨	٤,٣	٥,٤	٥,٢	٥,١	٥,٠	١,٨	٠,٦-	٠,٣-	٨,٩	٥,٤
٤,٤	٤,٠	٥,٤	٥,٥	٣,٥	٣,٦	٧,٧	٨,٢	٧,٣	٩,٠	٣,٥	٤,٢	٢,٤-	١٠,١	٧,٥
١,٥	—	٣,٧	٢,٩	١,٥	٠,٧	٣,٢	١,٩	٢,٧	٤,٥	٤,١	٤,٩	٢,٦	٣,٨	٢,٥
٦,٠-	١,٣-	٦,٤	٣,٣	٣,١-	٠,٣	٤,٩	٤,٤	٧,٤	٧,٧	٢,٤	٠,١	٣,٩	٤,٣	٢,٢
<b>للتذكيرة</b>														
٠,٦	٠,٥	٢,٠	٢,٢	٠,١	١,٢	٢,٢	٢,٧	٢,٣	٢,٩	١,٨	١,٢	١,٠	٣,٦	٢,٥
٥,٤	٢,٦	٦,١	٤,٩	٣,٢	٤,٠	٥,٦	٥,٦	٤,٨	٥,٩	٣,٢	٥,٥	١,٢	٧,٧	٦,١
<b>إجمالي الطلب المحلي الحقيقي</b>														
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>														
٠,٤	٠,١	٢,١	٢,٤	٠,١	٠,٨	٢,٢	٢,٨	٢,٦	٣,٣	٢,١	١,٧	١,١	٤,٠	٢,٧
٠,٣-	٠,٦-	١,٤	٢,٢	٠,٩-	٠,١	١,٤	٢,٦	٣,٠	٤,١	٢,٨	٢,٢	٠,٩	٤,٤	٣,٣
٠,٥	٠,٢	٢,٠	٢,١	٠,١	٠,٨	٢,٢	٢,٦	١,٨	١,٩	١,٥	٠,٤	١,٢	٣,٤	...
١,٠	٠,٣	١,٣	١,٣	٠,٢-	٠,٦	١,١	٢,١	—	٠,١-	٠,٦	٢,٠-	٠,٥-	٢,٢	٢,٣
١,٠	—	٢,٦	٢,٨	٠,٦	٠,٩	٢,٩	٢,٤	٢,٧	٣,٤	١,٨	١,١	١,٧	٤,٤	١,٦
١,١-	—	٠,١	١,٥	٠,٤-	٠,٢-	١,٣	١,٨	٠,٨	١,٣	٠,٨	١,٣	١,٦	٣,٠	١,٣
١,٠-	١,٣-	٣,٦	٣,٠	١,٩-	٠,٨	٤,٢	٥,١	٥,١	٤,٨	٣,٨	٣,٢	٣,٨	٥,٣	٢,٧
١,٠	٠,٤-	٠,١	١,٨	٠,٤	٠,٣-	١,٠	١,٦	١,٧	١,٩	٠,٨	٠,٤-	١,٠	٢,٤	١,٤
٠,٣	١,١-	٣,٥	٣,٢	٠,٦-	٠,٨	٣,٦	٢,٦	١,٩	٣,٤	٢,٩	٣,٢	٣,٠	٣,٩	٢,٢
١,٥	٠,٩	٦,٣	٣,٠	١,٦	٢,٩	٤,٣	٤,٧	٤,٨	٤,٢	٤,٦	٣,٢	١,٢	٤,٨	١,٨
٢,٣	٢,٦	٤,٦	٣,٨	٢,٤	٢,٨	٤,٥	٣,٧	٣,٣	٤,٨	١,٤	٣,٩	٠,٣	٥,٥	٤,١
<b>للتذكيرة</b>														
٠,٢	٠,٤-	١,٦	٢,٢	٠,٣-	٠,٣	١,٧	٢,٥	٢,٣	٣,١	٢,٢	١,٣	١,١	٣,٧	٢,٥
٣,٥	٣,٣	٥,٠	٤,٣	٣,٢	٣,١	٤,٤	٤,٠	٢,٦	٤,٩	٠,١	٤,٥	٠,١-	٧,٨	٥,٩

<sup>١</sup> من الربع الأخير للسنة السابقة.

الناتج: الاقتصادات المتقدمة

الجدول ألف-٣ الاقتصادات المتقدمة: مكونات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي  
(التغير السنوي %)

٢٠٠٩	٢٠٠٨	متوسطات عشر سنوات									
		٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠٩-٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠
<b>الإنفاق الاستهلاكي الخاص</b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
—	٠,٩	٢,٦	٢,٧	٢,٥	٢,٨	١,٩	٢,٢	٢,٣	٣,٨	٢,٢	٢,٨
٠,٩-	٠,٥	٢,٨	٣,٠	٣,٠	٣,٦	٢,٨	٢,٧	٢,٥	٤,٧	٢,٥	٣,٣
٠,١-	٠,٣	١,٥	١,٨	١,٦	١,٦	١,٣	٠,٩	٢,٠	٣,١	١,٤	...
١,١-	١,٠-	٠,٤-	١,٠	٠,٢	٠,١	٠,١	٠,٨-	١,٩	٢,٤	٠,٢	٢,٤
٠,٤	٠,٨	٢,٤	٢,٣	٢,٦	٢,٥	٢,٠	٢,٤	٢,٦	٣,٦	٢,٢	١,٦
٠,٣-	٠,٣-	١,٤	١,١	٠,٩	٠,٧	١,٠	٠,٢	٠,٧	٢,٤	٠,٨	١,٦
١,٣-	١,١	٣,٥	٣,٩	٤,٢	٤,٢	٢,٩	٢,٨	٣,٤	٥,٠	٣,٠	٢,٥
٠,٦	٠,٧	١,٥	٢,٠	١,٣	١,٦	٠,٤	١,١	١,٦	٠,٧	١,٢	١,٩
—	٢,٠	٣,٠	٢,١	١,٩	٢,٩	٣,٠	٣,٥	٣,١	٤,٧	٢,٦	٢,٥
٢,٢	٣,٩	٤,٥	٤,٣	٣,٧	٣,٣	٣,٠	٣,٦	٢,٣	٤,٠	٣,٥	٢,٢
١,٧	٢,٢	٤,٢	٣,٥	٣,٤	٣,٥	١,١	٣,٩	٢,٦	٥,٦	٣,٢	٤,١
<b>للذكورة</b>											
٠,٣-	٠,٦	٢,٣	٢,٥	٢,٣	٢,٦	٢,٠	٢,٠	٢,٢	٣,٦	٢,٠	٢,٦
٢,١	٢,١	٤,٣	٣,٨	٣,٤	٢,٤	٠,٣-	٥,١	٣,٣	٧,٤	٣,٤	٥,٩
<b>الاقتصادات المتقدمة الرئيسية</b>											
<b>الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة</b>											
<b>الاستهلاك العام</b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
١,٧	٢,٢	٢,١	١,٧	١,٢	١,٨	٢,٣	٣,٣	٢,٨	٢,٥	٢,٢	١,٩
١,٧	٢,٥	١,٩	١,٦	٠,٣	١,٥	٢,٥	٤,٣	٣,١	١,٧	٢,١	١,١
١,٦	١,٨	٢,٢	٢,٠	١,٥	١,٤	١,٨	٢,٤	٢,١	٢,٤	١,٩	...
٢,٠	٢,٠	٢,٢	٠,٦	٠,٤	٠,٧-	٠,٤	١,٥	٠,٥	١,٤	١,٠	٢,٠
١,٦	١,٤	١,٤	١,٣	١,٢	٢,٣	٢,٠	١,٩	١,٢	١,٩	١,٦	١,٧
٠,٤	٠,٨	١,٢	٠,٨	١,٩	٢,٢	١,٩	٢,٤	٣,٩	٢,٢	١,٨	٠,٢
٢,٩	٣,٩	٤,٩	٤,٦	٥,٥	٦,٣	٤,٨	٤,٥	٣,٩	٥,٣	٤,٦	٣,٣
١,٠	٠,٤	٠,٧	٠,٤-	١,٦	١,٩	٢,٣	٢,٤	٣,٠	٤,٣	١,٧	٣,٠
٢,٦	٢,٣	١,٨	١,٦	١,٧	٣,٤	٣,٥	٣,٤	٢,٤	٣,١	٢,٦	١,٢
٠,٩	٤,١	٣,٧	٣,٨	١,٥	٢,٠	٣,١	٢,٥	٣,٩	٣,١	٢,٨	٠,٩
٣,٠	٣,٤	٢,٨	٣,٢	٢,٤	١,٩	٢,١	٣,٦	٣,١	٢,٤	٢,٨	٣,٦
<b>للذكورة</b>											
١,٥	٢,٠	١,٧	١,٢	٠,٩	١,٦	٢,٣	٣,٢	٢,٧	٢,٣	١,٩	١,٥
٣,٩	٤,٤	٣,٦	٤,٠	٣,٠	١,٨	٢,٤	٤,٥	٣,٧	٢,٩	٣,٤	٥,٢
<b>الاقتصادات المتقدمة الرئيسية</b>											
<b>الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة</b>											
<b>إجمالي تكوين رأس المال الثابت</b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
١,٩-	٠,٥-	١,٨	٣,٨	٤,٥	٤,٦	٢,٢	١,٥-	٠,٨-	٥,٠	١,٧	٣,٤
٤,٦-	٢,٧-	٢,٠-	٢,٠	٥,٨	٦,١	٣,٢	٣,٥-	١,٧-	٦,١	٠,٨	٥,١
٠,٦-	٢,٢	٤,٣	٥,٠	٣,٠	٢,٤	١,٤	١,٤-	٠,٥	٤,٩	٢,١	...
٠,٥-	٥,٢	٤,٣	٧,٧	١,١	٠,٣-	٠,٣-	٦,١-	٣,٧-	٣,٠	١,٠	٢,٧
٠,١-	١,١	٤,٩	٤,٨	٤,٤	٣,٦	٢,٢	١,٧-	٢,٤	٧,٢	٢,٨	١,٤
٠,٢	٠,٢	١,٢	٢,٥	٠,٧	٢,٣	١,٢-	٣,٧	٢,٧	٦,٣	١,٨	١,١
٦,٠-	١,٩-	٥,٣	٧,١	٧,٠	٥,١	٥,٩	٣,٤	٤,٨	٦,٦	٣,٦	٣,٣
٠,٤-	٢,٣-	٠,٦-	١,٣	٣,١	١,٤	٠,٥-	٤,٩-	٠,٩-	١,٢	٠,٣-	—
٦,١-	٤,٠-	٧,١	٦,٠	٢,٢	٤,٩	١,١	٣,٦	٢,٦	٢,٧	١,٩	٢,٣
٠,٢	١,٣	٣,٩	٧,١	٩,٢	٧,٨	٦,٢	١,٦	٤,٠	٤,٧	٤,٥	١,٩
٣,٥	٣,٥	٦,٦	٥,٤	٤,٧	٧,٣	٢,٨	٣,٨	٤,٤-	٦,٨	٤,٠	٤,٩
<b>للذكورة</b>											
٢,٨-	١,٣-	٠,٥	٣,٢	٤,٤	٤,٣	١,٩	٢,٦-	٠,٦-	٤,٨	١,١	٣,٢
٥,٥	٢,٨	٥,١	٤,٠	٢,٠	٧,٨	٢,٣	٢,٢	٥,٩-	١٠,٥	٣,٦	٧,١

## الجدول ألف-3 (تتمة)

٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	متوسطات عشر سنوات	
										٢٠٠٩-٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠
<b>الطلب المحلي النهائي</b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
الولايات المتحدة											
١,١-	٠,٣	١,٨	٢,٦	٣,١	٣,٨	٢,٨	١,٨	١,٨	٤,٥	٢,١	٣,٣
منطقة اليورو											
٠,١	١,٠	٢,٣	٢,٥	١,٨	١,٧	١,٤	٠,٧	١,٧	٣,٤	١,٧	...
ألمانيا											
٠,٣-	١,٠	١,١	٢,٢	٠,٤	٠,١-	٠,١	١,٤-	٠,٤	٢,٠	٠,٦	٢,٤
فرنسا											
٠,٦	١,٠	٢,٧	٢,٥	٢,٦	٢,٧	٢,١	١,٤	٢,٢	٣,٩	٢,٢	١,٦
إيطاليا											
٠,١-	—	١,٤	١,٣	١,١	١,٤	٠,٧	١,٣	١,٧	٣,١	١,٢	١,٢
إسبانيا											
١,٩-	٠,٧	٤,٢	٤,٩	٥,٢	٤,٨	٤,٠	٣,٢	٣,٩	٥,٤	٣,٤	٢,٨
اليابان											
٠,٤	٠,١-	٠,٩	١,٤	١,٩	١,٦	٠,٥	٠,٢-	١,٢	١,٤	٠,٩	١,٥
المملكة المتحدة											
٠,٥-	١,٠	٣,٤	٢,٦	١,٩	٣,٣	٢,٨	٣,٥	٢,٩	٤,١	٢,٥	٢,٢
كندا											
١,٥	٣,٣	٤,٢	٤,٨	٤,٤	٣,٩	٣,٧	٣,٠	٢,٩	٤,٠	٣,٦	١,٨
اقتصادات أخرى متقدمة											
٢,٥	٢,٧	٤,٦	٣,٨	٣,٤	٤,٠	١,٧	٣,٧	٠,٩	٥,٤	٣,٣	٤,٢
للتذكير											
الاقتصادات المتقدمة الرئيسية											
٠,٤-	٠,٥	١,٨	٢,٤	٢,٥	٢,٨	٢,٠	١,٣	١,٧	٣,٦	١,٨	٢,٥
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة											
٣,٣	٢,٦	٤,٥	٣,٩	٣,٠	٣,٥	٠,٨	٤,١	٠,٨	٧,٦	٣,٤	٦,١
<b>بناء المخزون<sup>١</sup></b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
الولايات المتحدة											
٠,١	٠,٢-	٠,١-	—	٠,١-	٠,٣	٠,١	—	٠,٦-	٠,١	—	—
منطقة اليورو											
٠,٣	٠,١-	٠,٤-	—	٠,١-	٠,٤	—	٠,٤	٠,٩-	٠,١-	—	٠,١
ألمانيا											
—	٠,٢-	—	٠,١	—	٠,٢	٠,١	٠,٣-	٠,٥-	—	٠,١-	...
فرنسا											
٠,١	٠,٦-	٠,١	—	٠,٤-	—	٠,٥	٠,٦-	٠,٩-	٠,١-	٠,٢-	٠,١-
إيطاليا											
—	٠,٢-	٠,٣	٠,١-	٠,١	٠,٧	٠,٣-	٠,٤-	٠,٤-	٠,٥	—	—
إسبانيا											
٠,٣-	٠,٣	٠,١-	٠,٥	٠,٢-	٠,١-	٠,١	—	٠,١	٠,٢-	—	—
اليابان											
—	٠,١	٠,١-	٠,٢	٠,١-	—	٠,١-	—	٠,١-	٠,١-	—	٠,١-
المملكة المتحدة											
—	٠,٢-	٠,١	٠,٢	٠,١-	٠,٣	٠,٢	٠,٣-	٠,٢-	١,٠	٠,١	٠,١-
كندا											
٠,٢	٠,٤-	٠,١	٠,١-	٠,٣	٠,١	٠,٨	٠,٢	١,٧-	٠,٨	—	—
اقتصادات أخرى متقدمة											
٠,١-	٠,٢	—	٠,١-	٠,١-	٠,٦	٠,٢-	٠,١	٠,٥-	٠,١	—	—
للتذكير											
الاقتصادات المتقدمة الرئيسية											
٠,١	٠,٢-	٠,١-	٠,١	٠,١-	٠,٣	٠,١	٠,١	٠,٦-	٠,٢	—	—
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة											
٠,١-	٠,٤	٠,١-	٠,١	٠,٤-	١,١	٠,٦-	٠,٣	٠,٨-	٠,١	—	٠,١-
<b>الميزان الخارجي<sup>١</sup></b>											
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>											
الولايات المتحدة											
٠,٥	٠,٧	٠,٣	٠,١	٠,٢-	٠,٣-	٠,٥-	٠,٢-	—	٠,١-	—	—
منطقة اليورو											
١,٠	١,٤	٠,٦	—	٠,٢-	٠,٧-	٠,٤-	٠,٧-	٠,٢-	٠,٩-	—	٠,٢-
ألمانيا											
٠,٢	٠,٤	٠,٤	٠,٢	٠,٢-	٠,٢	٠,٧-	٠,٥	٠,٧	٠,٥	٠,٢	...
فرنسا											
٠,٢	١,٣	١,٤	١,٠	٠,٧	١,٤	٠,٨-	٢,٠	١,٧	١,١	١,٠	—
إيطاليا											
٠,٤-	—	٠,٨-	٠,٣-	٠,٨-	٠,٩-	٠,٧-	٠,١-	٠,١	٠,٥-	٠,٤-	٠,٣
إسبانيا											
٠,١	٠,٢	٠,١	—	٠,٣-	٠,٢	٠,٨-	٠,٨-	٠,٢	٠,٦	٠,١-	٠,١
اليابان											
١,٧	٠,٥	٠,٧-	١,٢-	١,٦-	١,٧-	٠,٨-	٠,٦-	٠,٢-	٠,٤-	٠,٥-	٠,٢-
المملكة المتحدة											
٠,١	٠,٩	١,١	٠,٨	٠,٣	٠,٨	٠,٧	٠,٧	٠,٨-	٠,٥	٠,٥	٠,١
كندا											
٠,٥	٠,٢	٠,٧-	٠,١	٠,١	٠,٧-	٠,١-	١,١-	٠,٥-	—	٠,٢-	—
اقتصادات أخرى متقدمة											
٠,٤-	٢,١-	١,٥-	١,٣-	١,٧-	٠,٩-	٢,٥-	٠,١-	٠,٧	٠,٦	٠,٩-	٠,٦
٠,٣	٠,٤	٠,٦	١,٠	٠,٩	٠,٥	١,٢	٠,٢	٠,٩	٠,٧	٠,٧	٠,٣
للتذكير											
الاقتصادات المتقدمة الرئيسية											
٠,٥	٠,٩	٠,٤	٠,١	٠,١-	٠,٢-	٠,٤-	٠,٢-	—	٠,٢-	٠,١	—
الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة											
٠,٥	١,٣	١,٩	٢,٢	٢,٥	١,٨	٣,٠	١,١	١,١	٠,٣	١,٦	٠,١

<sup>١</sup> التغيرات كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي في الفترة السابقة.

النتائج: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٤ الاقتصادات الصاعدة والنامية: حسب البلد: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي<sup>١</sup>  
(التغير السنوي %)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	متوسط								١٩٩٩-١٩٩٠	
			٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠		
٥,٤	٦,٠	٥,٩	٦,٣	٦,١	٥,٨	٦,٥	٥,٤	٦,٢	٤,٩	٣,٥	٢,٣	إفريقيا
٥,٢	٤,٥	٤,٩	٤,٦	٢,٠	٥,١	٥,٢	٦,٩	٤,٧	٢,٧	٢,٢	١,٥	الجزائر
٠,١	١٢,٨	١٦,٠	٢١,١	١٨,٦	٢٠,٦	١١,٢	٣,٣	١٤,٥	٣,١	٣,٠	٠,٦	أنغولا
٦,٠	٥,٧	٥,١	٤,٦	٣,٨	٢,٩	٣,١	٣,٩	٤,٥	٦,٢	٤,٩	٤,٩	بنن
٥,٠	٤,٦	٥,٣	٥,٧	٣,٤	٤,٧	٦,٦	٦,٤	٥,٣	٤,٧	٨,٤	٦,٠	بوتسوانا
٦,٠	٥,٦	٤,٥	٣,٦	٥,٥	٧,١	٤,٦	٧,٢	٤,٧	٦,٦	١,٨	٥,١	بوركينافاسو
٥,٥	٥,٠	٤,٥	٣,٦	٥,١	٠,٩	٤,٨	١,٢-	٤,٤	٢,١	٠,٩-	١,٣-	بوروندي
٥,٣	٤,٦	٣,٨	٣,٥	٣,٢	٢,٣	٣,٧	٤,٠	٤,٠	٤,٥	٤,٢	٠,٣	الكاميرون <sup>٢</sup>
٦,٧	٦,٥	٦,٠	٦,٩	١٠,٨	٦,٥	٤,٣	٤,٧	٥,٣	٦,١	٧,٣	٦,١	الرأس الأخضر
٥,٠	٤,٥	٣,٥	٤,٢	٤,٠	٢,٤	١,٠	٧,٦-	٠,٦-	٠,٣	١,٨	٠,٤	جمهورية إفريقيا الوسطى
٢,٤	٥,٠	٠,٤	٠,٢	٠,٢	٧,٩	٣٣,٦	١٤,٧	٨,٥	١١,٧	٠,٩-	٣,٢	تشاد
٤,٥	١,٧	٠,٥	٠,٥	١,٢	٤,٢	٠,٢-	٢,٥	٤,١	٣,٣	١,٤	١,٥	جزر القمر
٧,٣	١٠,٣	١٠,٠	٦,٣	٥,٦	٧,٩	٦,٦	٥,٨	٣,٥	٢,١-	٦,٩-	٥,٦-	جمهورية الكونغو الديمقراطية
١,٤	١٢,١	٩,١	١,٦-	٦,٢	٧,٨	٣,٥	٠,٨	٤,٦	٣,٨	٧,٦	٠,٨	جمهورية الكونغو
٦,٤	٤,٧	٢,٩	١,٦	٠,٧	١,٩	١,٦	١,٧-	١,٦-	—	٤,٦-	٣,٥	كوت ديفوار
٧,٢	٦,٩	٥,٩	٥,٣	٤,٨	٣,٢	٣,٠	٣,٢	٢,٦	٢,٠	٠,٥	١,٢-	جيبوتي
١,٢	٤,٦	٧,٤	٢١,٤	١,٣	٩,٧	٣٨,٠	١٤,٠	١٩,٥	٦٣,٤	١٨,٢	٢٩,٢	غينيا الاستوائية
٤,٨	٢,٠	١,٢	١,٣	١,٠-	٢,٦	١,٥	٢,٧-	٣,٠	٨,٨	١٢,٤-	...	إريتريا
٧,٧	٦,٥	٨,٤	١١,٤	١١,٦	١٢,٦	٩,٨	٣,٥-	١,٢	٧,٧	٥,٩	٢,٦	إثيوبيا
١,٥	٧,٠	٣,٩	٥,٦	١,٢	٣,٠	١,١	٢,٤	٠,٣-	٢,١	١,٩-	٢,٤	غابون
٥,٥	٦,٠	٥,٥	٦,٣	٦,٥	٥,١	٧,٠	٦,٩	٣,٢-	٥,٨	٥,٥	٤,٢	غامبيا
٦,٨	٥,٨	٦,٥	٦,٣	٦,٤	٥,٩	٥,٦	٥,٢	٤,٥	٤,٢	٣,٧	٤,٥	غانا
٥,٣	٤,٧	٤,٥	١,٨	٢,٤	٣,٠	٢,٣	١,٢	٤,٢	٣,٨	٢,٩	٤,٢	غينيا
٣,٩	٣,١	٣,٢	٢,٥	١,٨	٣,٢	٢,٢	٠,٦-	٧,١-	٠,٢	٧,٥	٠,٦	غينيا-بيساو
٦,٥	٦,٤	٣,٣	٧,٠	٦,٤	٥,٩	٤,٦	٢,٨	٠,٣	٤,٧	٠,٦	٢,١	كينيا
٥,٢	٥,٤	٥,٢	٤,٩	٧,٢	٢,٩	٤,٢	٢,٧	٢,٨	١,٨	٢,٣	٤,٠	ليسوتو
١٢,٠	١٤,٣	٨,٦	٩,٥	٧,٨	٥,٣	٢,٦	٣١,٣-	٣,٧	٢,٩	٢٩,٣	...	ليبيريا
٦,١	٧,٥	٢,١	٦,٤	٦,٦	٤,٧	٣,٣	١٥,٣	١٢,٤-	٦,٠	٤,٥	١,٦	مدغشقر
٦,٥	٧,٨	٧,١	٧,٩	٨,٢	٢,٣	٥,٠	٤,٢	١,٩	٤,١-	٠,٨	٣,٩	ملاوي
٤,٥	٥,٢	٤,٨	٣,١	٥,٣	٦,١	٢,٤	٧,٢	٤,٣	١٢,١	٣,٢-	٥,٥	مالي
٦,٢	٦,٨	٥,٠	١,٠	١١,٤	٥,٤	٥,٢	٥,٦	١,١	٢,٩	١,٩	٢,٦	موريتانيا
٥,١	٦,٢	٦,٦	٤,٢	٣,٦	٣,١	٤,٨	٣,٨	١,٥	٤,٢	٧,٢	٥,٨	موريشيوس
٦,٠	٥,٥	٦,٥	٢,٧	٧,٨	٣,٠	٤,٨	٦,٣	٣,٣	٧,٦	١,٨	٢,٦	المغرب
٦,٥	٦,٧	٦,٥	٧,٠	٨,٧	٨,٤	٧,٩	٦,٥	٩,٢	١٢,٣	١,٥	٦,٤	جمهورية موزامبيق
٤,٦	٤,٢	٣,٩	٣,٦	٣,٩	٤,٧	٦,٦	٣,٥	٦,٧	٢,٤	٣,٥	٣,٨	ناميبيا
٤,٤	٤,٥	٤,٤	٣,٢	٥,٢	٧,٤	٠,٨-	٧,٧	٥,٣	٧,٤	٢,٦-	١,١	النيجر
٧,٠	٨,١	٦,٢	٥,٩	٦,٢	٥,٤	١٠,٦	١٠,٣	٢١,٢	٨,٢	٥,٣	٢,٦	نيجيريا
٥,٦	٥,٦	٦,٠	٦,٠	٥,٥	٧,١	٥,٣	٠,٣	١١,٠	٨,٥	٨,١	٠,١-	رواندا
٨,٠	٦,٠	٥,٨	٦,٠	٦,٧	٥,٧	٦,٦	٥,٤	١١,٦	٣,١	٠,٤	١,٢	سان تومي وبرينسيبي
٥,٤	٥,٨	٤,٣	٤,٨	٢,٣	٥,٦	٥,٩	٦,٧	٠,٧	٤,٦	٣,٢	٢,٧	السنغال
٣,٨	٣,٠	٢,٥	٥,٥	٥,٣	١,٢	٢,٩-	٥,٩-	١,٢	٢,٣-	٤,٣	٤,٨	سيشيل
٦,٥	٥,٩	٥,٥	٦,٨	٧,٤	٧,٣	٧,٤	٩,٥	٢٧,٤	١٨,٢	٣,٨	٧,٨-	سيراليون
٥,٠	٣,٣	٣,٨	٥,١	٥,٤	٥,٠	٤,٩	٣,١	٣,٧	٢,٧	٤,٢	١,٤	جنوب إفريقيا
٤,٧	٧,٧	٨,٥	١٠,٢	١١,٣	٦,٣	٥,١	٧,١	٥,٤	٦,٢	٨,٤	٢,٧	السودان
٢,٥	٢,٥	٢,٦	٣,٥	٢,٩	٢,٢	٢,٥	٣,٩	١,٨	١,٠	٢,٠	٣,٧	سوازيلند
٧,٥	٨,٠	٧,٥	٧,١	٦,٧	٧,٤	٧,٨	٦,٩	٧,٢	٦,٠	٤,٩	٣,١	تنزانيا
٤,٠	٣,٥	٢,٥	٢,١	٤,١	١,٣	٢,٤	٥,٢	٠,٣-	٢,٣-	١,٣-	١,٦	توغو
٥,٨	٥,٠	٥,٥	٦,٣	٥,٥	٤,٠	٦,٠	٥,٦	١,٧	٥,٠	٤,٧	٥,٠	تونس
٦,٠	٨,١	٩,٨	٧,٩	١٠,٨	٦,٣	٦,٨	٦,٦	٨,٦	٥,٢	٥,٤	٦,٣	أوغندا
٦,٠	٦,٤	٥,٨	٦,٣	٦,٢	٥,٣	٥,٤	٥,١	٣,٣	٤,٩	٣,٦	٦,٦-	زامبيا
...	...	...	٦,١-	٥,٤-	٤,٠-	٣,٦-	١٠,٤-	٤,٤-	٢,٧-	٧,٣-	٢,٠	زيمبابوي <sup>٣</sup>

## الجدول ألف-٤ (تابع)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	متوسط ١٩٩٩-١٩٩٠	
٥,٠	٣,٤	٤,٥	٥,٧	٦,٧	٦,١	٦,٩	٤,٨	٤,٢	٥,٤	٤,٩	١,٢	أوروبا الوسطى والشرقية <sup>٤</sup>
٦,١	٦,٣	٦,١	٦,٠	٥,٤	٥,٨	٥,٧	٥,٨	٤,٢	٧,٠	٧,٣	٠,٥-	ألبانيا
٤,٠	٥,٠	٥,٥	٦,٨	٦,٩	٣,٩	٦,٣	٣,٥	٥,٠	٣,٦	٥,٢	...	اليوسنة والهرسك
٦,٥	٤,٢	٦,٣	٦,٢	٦,٣	٦,٢	٦,٦	٥,٠	٤,٥	٤,١	٥,٤	٥,٤-	بلغاريا
٤,٨	٣,٧	٣,٨	٥,٦	٤,٨	٤,٣	٤,٣	٥,٣	٥,٦	٤,٤	٢,٩	...	كرواتيا
٤,٥	٣,٤	٤,٠	٦,٦	٦,٨	٦,٣	٤,٥	٣,٦	١,٩	٢,٥	٣,٦	٠,٣-	الجمهورية التشيكية
٥,٢	٠,٥	١,٥-	٦,٣	١٠,٤	٩,٢	٧,٥	٧,١	٧,٨	٧,٧	٩,٦	...	إستونيا
٣,٤	٢,٣	١,٩	١,٣	٣,٩	٤,١	٤,٨	٤,٢	٤,٤	٤,١	٥,٢	٠,١	هنغاريا
٣,٥	٢,٢-	٠,٩-	١٠,٣	١٢,٢	١٠,٦	٨,٧	٧,٢	٦,٥	٨,٠	٦,٩	...	لاتفيا
٥,٥	٠,٧	٣,٩	٨,٩	٧,٩	٧,٩	٧,٣	١٠,٣	٦,٩	٦,٦	٤,١	...	ليتوانيا
٤,٠	٥,٠	٥,٥	٥,٠	٤,٠	٤,١	٤,١	٢,٨	٠,٩	٤,٥-	٤,٥	...	جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة
٤,٠	٥,٠	٧,٥	٩,٧	٨,٦	٤,٢	٤,٤	٢,٥	١,٩	١,١	...	...	الجبيل الأسود
٥,١	٣,٨	٥,٢	٦,٦	٦,٢	٣,٦	٥,٣	٣,٩	١,٤	١,٢	٤,٣	٢,٦	بولندا
٦,٠	٤,٨	٨,٦	٦,٠	٧,٩	٤,٢	٨,٥	٥,٢	٥,١	٥,٧	٢,١	٢,٥-	رومانيا
٥,٥	٦,٠	٦,٠	٧,١	٥,٦	٦,٠	٨,٢	٢,٨	٣,٦	٥,٤	٤,٥	...	صربيا
٤,٧	٥,٦	٧,٤	١٠,٤	٨,٥	٦,٦	٥,٢	٤,٨	٤,٨	٣,٤	١,٤	...	الجمهورية السلوفاكية
٥,٠	٣,٠	٣,٥	٤,٦	٦,٩	٨,٤	٩,٤	٥,٣	٦,٢	٥,٧-	٦,٨	٣,٩	تركيا
٥,٦	٥,٧	٧,٢	٨,٦	٨,٢	٦,٨	٨,٢	٧,٨	٥,٢	٦,١	٩,١	...	كومنولث الدول المستقلة <sup>٥</sup>
٥,٥	٥,٥	٧,٠	٨,١	٧,٤	٦,٤	٧,٢	٧,٣	٤,٧	٥,١	١٠,٠	...	روسيا
٥,٧	٦,٢	٧,٦	٩,٨	١٠,٢	٧,٧	١٠,٨	٩,١	٦,٦	٨,٩	٦,٦	...	ما عدا روسيا
٦,٠	٨,٠	١٠,٠	١٣,٨	١٣,٣	١٤,٠	١٠,٥	١٤,٠	١٣,٢	٩,٦	٦,٠	...	أرمينيا
١,٨-	١٦,٤	١٦,٠	٢٣,٤	٣٠,٥	٢٤,٣	١٠,٤	١٠,٥	٨,١	٦,٥	٦,٢	...	أذربيجان
٥,٠	٨,٠	٩,٢	٨,٢	١٠,٠	١١,٤	١١,٤	٧,٠	٥,٠	٤,٧	٥,٨	...	بيلاروس
٥,٠	٤,٠	٣,٥	١٢,٤	٩,٤	٩,٦	٥,٩	١١,١	٥,٥	٤,٧	١,٩	...	جورجيا
٦,٨	٥,٣	٤,٥	٨,٩	١٠,٧	٩,٧	٩,٦	٩,٣	٩,٨	١٣,٥	٩,٨	...	كازاخستان
٦,٣	٦,٧	٧,٥	٨,٢	٣,١	٠,٢-	٧,٠	٧,٠	٠,٠-	٥,٣	٥,٤	...	جمهورية قيرغيزستان
٦,٠	٦,٥	٦,٥	٤,٠	٤,٨	٧,٥	٧,٤	٦,٦	٧,٨	٦,١	٢,١	...	مولدوفا
٥,٣	٨,١	٩,٠	٩,٩	٨,٦	٧,٣	١٠,٦	٧,٠	٤,٧	٠,٢	٣,٩	٠,٤-	منغوليا
٧,٠	٧,٠	٦,٠	٧,٨	٧,٠	٦,٧	١٠,٦	١٠,٢	٩,١	١٠,٢	٨,٣	...	طاجيكستان
١٠,٢	١٠,٣	١٠,٨	١١,٦	١١,٤	١٣,٠	١٤,٧	١٧,١	١٥,٨	٢٠,٤	١٨,٦	...	تركمستان
٦,٥	٢,٥	٦,٤	٧,٦	٧,٣	٢,٧	١٢,١	٩,٦	٥,٢	٩,٢	٥,٩	...	أوكرانيا
٦,٠	٧,٥	٨,٠	٩,٥	٧,٣	٧,٠	٧,٧	٤,٢	٤,٠	٤,٢	٣,٨	...	أوزبكستان

النتائج: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٤ (تابع)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	متوسط		
											١٩٩٩-١٩٩٠	١٩٩٠-١٩٩٩	
٨,٨	٧,٧	٨,٤	١٠,٠	٩,٩	٩,٠	٨,٦	٨,٢	٦,٩	٥,٨	٧,٠	٧,٢	٧,٢	آسيا النامية
٧,٢	٨,٣	٧,٥	١١,٥	٨,٢	١٦,١	٨,٨	١٥,١	...	...	...	...	...	جمهورية أفغانستان الإسلامية
٦,٧	٥,٦	٧,٠	٦,٣	٦,٥	٦,٣	٦,١	٥,٨	٤,٨	٤,٨	٥,٦	٤,٨	٤,٨	بنغلاديش
٦,٧	٥,٧	٦,٦	١٧,٩	٨,٨	٧,٠	٦,٨	٧,٢	١٠,٩	٦,٨	٧,٢	٥,٣	٥,٣	بوتان
٣,٠	٢,٨	٠,٥-	٠,٦	٤,٤	٠,٤	٠,٥	٢,٩	٣,٩	٢,٧	٢,٩	...	...	بروني دار السلام
٧,٤	٦,٠	٧,٠	١٠,٢	١٠,٨	١٣,٣	١٠,٣	٨,٥	٦,٦	٨,١	٨,٨	...	...	كمبوديا
١٠,٠	٩,٣	٩,٧	١١,٩	١١,٦	١٠,٤	١٠,١	١٠,٠	٩,١	٨,٣	٨,٤	٩,٩	٩,٩	الصين
٢,٧	٢,٠	٢,٥	٣,١-	٣,٣	٠,٧	٥,٥	١,٠	٣,٢	٢,٠	١,٨-	٥,٨	٥,٨	فجي
٨,٠	٦,٩	٧,٩	٩,٣	٩,٨	٩,١	٧,٩	٦,٩	٤,٦	٣,٩	٥,٧	٥,٦	٥,٦	الهند
٦,٧	٥,٥	٦,١	٦,٣	٥,٥	٥,٧	٥,٠	٤,٨	٤,٥	٣,٦	٥,٤	٤,١	٤,١	إندونيسيا
١,١	٢,٥	٣,٧	٢,٠	٢,٤	١,٧	١,٥-	١,٣-	٨,١	٣,٢	٣,٩	٤,٣	٤,٣	كيريباتي
٧,١	٦,٨	٧,٥	٧,٩	٨,١	٧,١	٦,٤	٦,١	٥,٩	٥,٧	٥,٨	٦,٤	٦,٤	جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية
٦,٠	٤,٨	٥,٨	٦,٣	٥,٨	٥,٣	٦,٨	٥,٨	٥,٤	٠,٥	٨,٧	٧,١	٧,١	ماليزيا
٦,٠	٦,٥	٦,٥	٧,٦	١٨,٠	٤,٦-	٩,٥	٨,٥	٦,٥	٣,٥	٤,٨	٦,٥	٦,٥	ملايف
٤,٠	٦,٠	٢,٠	٥,٥	١٢,٧	١٣,٦	١٣,٦	١٣,٨	١٢,٠	١١,٣	١٣,٧	٦,٠	٦,٠	ميانمار
٥,٥	٥,٥	٤,٧	٣,٢	٣,٧	٣,١	٤,٧	٣,٩	٠,١	٥,٦	٦,١	٤,٩	٤,٩	نيبال
٦,٠	٣,٥	٥,٨	٦,٤	٦,٩	٧,٧	٧,٤	٤,٨	٣,٢	٢,٠	٤,٣	٤,٠	٤,٠	باكستان
٢,٦	٤,٧	٥,٨	٦,٢	٢,٦	٣,٤	٢,٧	٢,٢	٠,٢-	٠,١-	٢,٥-	٤,٥	٤,٥	بابوا غينيا الجديدة
٥,٥	٣,٨	٤,٤	٧,٢	٥,٤	٥,٠	٦,٤	٤,٩	٤,٤	١,٨	٦,٠	٢,٨	٢,٨	الفلبين
٣,٥	٤,٠	٤,٥	٦,٠	١,٨	٦,٠	٢,٤	٢,١	٥,٥	٨,١	٥,٠	٢,٠	٢,٠	ساموا
٣,٢	٤,٠	٧,٣	١٠,٣	٦,١	٥,٠	٨,٠	٦,٥	٢,٨-	٨,٠-	١٤,٣-	٤,٣	٤,٣	جزر سليمان
٥,٠	٥,١	٦,١	٦,٨	٧,٧	٦,٢	٥,٤	٥,٩	٤,٠	١,٥-	٦,٠	٥,٢	٥,٢	سري لانكا
٦,٠	٤,٥	٤,٧	٤,٨	٥,١	٤,٥	٦,٣	٧,١	٥,٣	٢,٢	٤,٨	٥,١	٥,١	تايلند
٣,٨	٠,٦	٢,٥	١٩,٨	٣,٤-	٢,٣	٠,٣	٦,٢-	٦,٧-	١٦,٥	١٥,٥	...	...	جمهورية تيمور-ليشتي الديمقراطية
١,٦	٢,٦	١,٢	٣,٢-	٠,٦	٥,٤	١,٤	٣,٢	٣,٠	٢,٦	٥,٤	١,٥	١,٥	تونغا
٣,٠	٥,٥	٦,٠	٦,٥	٧,٢	٦,٥	٥,٥	٣,٢	٧,٤-	٢,٥-	٢,٧	٣,٦	٣,٦	فانواتو
٧,٤	٥,٥	٦,٣	٨,٥	٨,٢	٨,٤	٧,٨	٧,٣	٧,١	٦,٩	٦,٨	٧,٤	٧,٤	فييت نام
٥,٤	٥,٩	٦,٤	٥,٩	٥,٧	٥,٧	٥,٨	٧,١	٣,٨	٢,٦	٥,٥	٤,٣	٤,٣	الشرق الأوسط
٦,٠	٦,٠	٦,٣	٦,٠	٦,٥	٧,٩	٥,٦	٧,٢	٥,٢	٤,٦	٥,٢	٤,٨	٤,٨	البحرين
٦,٩	٦,٠	٧,٢	٧,١	٦,٨	٤,٥	٤,١	٣,٢	٣,٢	٣,٥	٥,٤	٤,١	٤,١	مصر
٤,٥	٥,٠	٥,٥	٦,٤	٥,٨	٤,٧	٥,١	٧,٢	٧,٥	٣,٧	٥,١	٥,١	٥,١	جمهورية إيران الإسلامية
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	العراق
٦,٠	٥,٣	٥,٥	٦,٠	٦,٣	٧,١	٨,٦	٤,٢	٥,٨	٥,٣	٤,٣	٤,٢	٤,٢	الأردن
٦,٠	٥,٨	٥,٩	٤,٦	٦,٣	١١,٤	١٠,٧	١٧,٣	٣,٠	٠,٢	٤,٧	٠,١	٠,١	الكويت
٥,٠	٥,٠	٦,٠	٤,٠	—	١,١	٧,٥	٤,١	٣,٣	٤,٥	١,٧	٥,٤	٥,٤	لبنان
٧,٩	٨,١	٧,١	٦,٨	٦,٧	١٠,٣	٤,٤	١٣,٠	١,٣-	٤,٣-	٣,٧	٢,٤-	٢,٤-	ليبيا
٥,٦	٦,٠	٧,٤	٦,٤	٦,٨	٦,٠	٥,٣	٢,٠	٢,٦	٧,٥	٥,٥	٤,٩	٤,٩	عمان
٥,٥	٢١,٤	١٦,٨	١٥,٩	١٥,٠	٩,٢	١٧,٧	٦,٣	٣,٢	٦,٣	١٠,٩	٤,٢	٤,٢	قطر
٥,٠	٤,٣	٥,٩	٣,٥	٣,٠	٥,٦	٥,٣	٧,٧	٠,١	٠,٥	٤,٩	٣,١	٣,١	المملكة العربية السعودية
٤,٧	٥,٢	٤,٢	٣,٩	٤,٤	٣,٣	٢,٨	١,١	٥,٩	٣,٧	٢,٣	٥,٦	٥,٦	الجمهورية العربية السورية
٥,٦	٦,٠	٧,٠	٧,٤	٩,٤	٨,٢	٩,٧	١١,٩	٢,٦	١,٧	١٢,٤	٥,٤	٥,٤	الإمارات العربية المتحدة
٤,٤	٨,١	٣,٥	٣,٣	٣,٢	٥,٦	٤,٠	٣,٧	٣,٩	٣,٨	٦,٢	...	...	الجمهورية اليمنية

الجدول ألف-٤ (تتمة)

			متوسط ١٩٩٩-١٩٩٠									
٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠		
٤,٢	٣,٢	٤,٦	٥,٦	٥,٥	٤,٧	٦,١	٢,٢	٠,٥	٠,٧	٤,١	٢,٩	نصف الكرة الغربي
٤,٥	٤,٠	٢,١	٦,١	١٢,٢	٥,٥	٥,٢	٤,٣	٢,٠	١,٥	٣,٣	٣,٣	أنتيغوا وبربودا
٣,٠	٣,٦	٦,٥	٨,٧	٨,٥	٩,٢	٩,٠	٨,٨	١٠,٩-	٤,٤-	٠,٨-	٤,٢	الأرجنتين
٢,٠	١,٢	١,٠	٢,٨	٣,٤	٢,٥	١,٣	١,٠	٢,٣	٠,٨	١,٩	١,٨	جزر البهاما
٣,٠	١,٠	١,٧	٣,٣	٣,٣	٤,٣	٤,٨	٢,٠	٠,٧	٢,٦-	٢,٣	٠,٤	بربادوس
٢,٥	٢,٥	٤,٠	١,٢	٤,٧	٣,١	٤,٦	٩,٣	٥,١	٥,٠	١٣,٠	٥,٨	بليز
٤,٥	٥,٠	٥,٩	٤,٦	٤,٨	٤,٤	٤,٢	٢,٧	٢,٥	١,٧	٢,٥	٤,٠	بوليفيا
٤,٠	٣,٥	٥,٢	٥,٤	٣,٨	٣,٢	٥,٧	١,١	٢,٧	١,٣	٤,٣	١,٧	البرازيل
٥,٠	٣,٨	٤,٥	٥,١	٤,٣	٥,٦	٦,٠	٤,٠	٢,٢	٣,٥	٤,٥	٦,٤	شيلي
٥,٠	٣,٥	٤,٠	٧,٧	٦,٨	٥,٧	٤,٧	٤,٦	٢,٥	٢,٢	٢,٩	٢,٩	كولومبيا
٥,٥	٣,٥	٤,٠	٧,٣	٨,٨	٥,٩	٤,٣	٦,٤	٢,٩	١,١	١,٨	٥,٤	كوستاريكا
٣,٠	٢,٨	٢,٦	١,٥	٤,٠	٣,٣	٣,٠	٠,١	٥,١-	٤,٢-	١,٣	٢,٦	دومينيكا
٦,٣	٢,٨	٤,٧	٨,٥	١٠,٧	٩,٣	١,٣	٠,٣-	٥,٨	١,٨	٥,٧	٤,٩	الجمهورية الدومينيكية
٤,٥	٣,٠	٣,٠	٢,٥	٣,٩	٦,٠	٨,٠	٣,٦	٤,٢	٥,٣	٢,٨	٢,٢	إكوادور
٤,٥	٢,٦	٣,٠	٤,٧	٤,٢	٣,١	١,٩	٢,٣	٢,٣	١,٧	٢,٢	٤,٩	السلفادور
٤,٢	٤,٢	٣,٧	٤,٣	١,١-	١١,٥	٦,٤-	٧,١	١,٦	٣,٠-	٧,٠	٤,٣	غرينادا
٤,٥	٤,٠	٤,٥	٥,٧	٥,٢	٣,٣	٣,٢	٢,٥	٣,٩	٢,٤	٢,٥	٣,٧	غواتيمالا
٣,٦	٤,٥	٤,٦	٥,٥	٥,١	١,٩-	١,٦	٠,٧-	١,١	٢,٣	١,٣-	٤,٧	غيانا
٤,٠	٤,٠	٢,٥	٣,٢	٢,٣	١,٨	٣,٥-	٠,٤	٠,٣-	١,٠-	٠,٩	٠,٢	هايتي
٤,٢	٤,٠	٤,٢	٦,٣	٦,٣	٦,١	٦,٢	٤,٥	٣,٨	٢,٧	٥,٧	٢,٧	هندوراس
٢,٧	٠,٩	٠,٧	١,٢	٢,٥	١,٤	١,٠	٢,٣	١,١	١,٥	٠,٧	٠,٩	جامايكا
٤,٤	١,٨	٢,١	٣,٢	٤,٩	٣,١	٤,٠	١,٧	٠,٨	٠,٢-	٦,٦	٣,٣	المكسيك
٥,٠	٣,٥	٣,٠	٣,٨	٣,٩	٤,٤	٥,٣	٢,٥	٠,٨	٣,٠	٤,١	٣,١	نيكاراغوا
٦,٥	٧,٨	٨,٣	١١,٥	٨,٥	٧,٢	٧,٥	٤,٢	٢,٢	٠,٦	٢,٧	٦,١	بنما
٥,٠	٤,٢	٥,٥	٦,٨	٤,٣	٢,٩	٤,١	٣,٨	—	٢,١	٣,٣-	٢,٤	باراغواي
٦,٥	٧,٠	٩,٢	٨,٩	٧,٧	٦,٧	٥,١	٤,٠	٥,٠	٠,٢	٣,٠	٣,١	بيرو
٢,٠	٢,٧	٣,٥	٣,١	٦,٤	٤,٨	٧,٦	٠,٥	١,٠	٢,٠	٤,٣	٤,٠	سانت كيتس ونيفس
٤,٤	٣,١	٢,٣	١,٧	٤,٩	٤,٤	٣,٨	٣,٥	٠,٦	٤,١-	—	٣,١	سانت لوسيا
٤,٣	٤,٧	٥,٠	٦,٦	٦,٩	٢,٦	٦,٨	٢,٨	٣,٢	٠,١-	٢,٠	٣,٥	سانت فنسنت وجزر غرينادين
٤,٨	٤,٨	٦,٥	٥,٥	٤,٨	٤,٥	٨,٢	٦,٠	٢,٦	٦,٨	٠,١-	٠,٥	سورينام
٣,٧	٤,٥	٥,٠	٥,٥	١٢,٢	٦,١	٧,٨	١٤,٤	٧,٩	٣,٨	٧,٦	٣,٩	ترينيداد وتوباغو
٤,٠	٥,٥	٦,٥	٧,٤	٧,٠	٦,٦	١١,٨	٢,٢	١١,٠-	٣,٤-	١,٤-	٣,٢	أوروغواي
٢,٠	٢,٠	٦,٠	٨,٤	١٠,٣	١٠,٣	١٨,٣	٧,٨-	٨,٩-	٣,٤	٣,٧	٢,٤	فنزويلا

<sup>١</sup> بالنسبة للعديد من البلدان، تمثل أرقام السنوات الأخيرة تقديرات خبراء الصندوق. وتشير بيانات بعض البلدان إلى السنوات المالية.

<sup>٢</sup> النسبة المئوية للتغيرات في عام ٢٠٠٢ محسوبة على مدار ١٨ شهرا، وتستند إلى حدوث تغير في دورة السنة المالية (من يوليو-يونيو إلى يناير-ديسمبر).

<sup>٣</sup> نظرا للاتجاهات الأخيرة، ليست هناك إمكانية للتنبؤ بإجمالي الناتج المحلي بدقة، ومن ثم لا يبين الجدول توقعات لعام ٢٠٠٨ وما بعده.

<sup>٤</sup> تشير بيانات بعض البلدان إلى الناتج المادي الصافي الحقيقي (NMP) أو هي تقديرات تستند إليه. وتمثل الأرقام الخاصة بالسنوات الأخيرة تقديرات خبراء الصندوق بالنسبة لعدد كبير من البلدان. وينبغي تفسير البيانات باعتبارها مجرد أرقام تقريبية دلالية نظرا لعدم توافر بيانات موثوق بها وقابلة للمقارنة بصورة عامة. والأرقام الأخيرة على وجه الخصوص، لا تعطي صورة كاملة عن نمو ناتج المؤسسات الخاصة الجديدة في الاقتصاد غير الرسمي.

<sup>٥</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف-٥ موجز بيانات التضخم  
(٪)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	متوسط ١٩٩٩-١٩٩٠	
<b>مخفضات إجمالي الناتج المحلي</b>												
١,٩	١,٧	٢,٢	٢,١	٢,١	٢,١	٢,٠	١,٧	١,٦	١,٩	١,٥	٢,٦	الاقتصادات المتقدمة
١,٩	١,٦	٢,٢	٢,٧	٣,٢	٣,٣	٢,٩	٢,١	١,٧	٢,٤	٢,٢	٢,٢	الولايات المتحدة
٢,١	١,٨	٢,٤	٢,٢	٢,٠	٢,٠	١,٨	٢,٢	٢,٦	٢,٤	١,٥	...	منطقة اليورو
١,١	٠,٣	٠,٦-	٠,٨-	١,٠-	١,٢-	١,١-	١,٦-	١,٥-	١,٢-	١,٧-	٠,٦	اليابان
١,٩	٢,٥	٣,٢	٢,٤	١,٩	٢,٠	٢,٢	٢,١	١,٧	٢,٠	٢,١	٣,٣	اقتصادات أخرى متقدمة <sup>١</sup>
<b>أسعار المستهلكين</b>												
٢,٠	٢,٠	٣,٦	٢,٢	٢,٤	٢,٣	٢,٠	١,٨	١,٥	٢,١	٢,٢	٣,٠	الاقتصادات المتقدمة
٢,١	١,٨	٤,٢	٢,٩	٣,٢	٣,٤	٢,٧	٢,٣	١,٦	٢,٨	٣,٤	٣,٠	الولايات المتحدة
١,٩	١,٩	٣,٥	٢,١	٢,٢	٢,٢	٢,١	٢,١	٢,٣	٢,٤	٢,٢	...	منطقة اليورو <sup>٢</sup>
١,٥	٠,٩	١,٦	—	٠,٣	٠,٣-	—	٠,٣-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٨-	١,٢	اليابان
٢,٢	٣,٠	٣,٩	٢,١	٢,١	٢,١	١,٧	١,٨	١,٧	٢,١	١,٨	٣,٥	اقتصادات أخرى متقدمة
٤,٨	٧,٨	٩,٤	٦,٤	٥,٤	٥,٧	٥,٩	٦,٦	٦,٨	٧,٧	٨,٥	٥١,٣	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
<b>المجموعات الإقليمية</b>												
٤,٨	٨,٣	١٠,٢	٦,٢	٦,٣	٧,١	٦,٤	٨,٦	٩,٠	١١,٠	١١,٧	٢٤,٩	إفريقيا
٣,٢	٥,٧	٧,٨	٥,٦	٥,٤	٥,١	٦,٣	١٠,١	١٦,٤	٢١,٥	٢٤,٩	٦٠,١	أوروبا الوسطى والشرقية
٧,٥	١٢,٦	١٥,٦	٩,٧	٩,٤	١٢,١	١٠,٤	١٢,٣	١٤,٠	٢٠,٣	٢٤,١	...	كومنولث الدول المستقلة <sup>٣</sup>
٣,٧	٦,٢	٧,٨	٥,٤	٤,٢	٣,٨	٤,١	٢,٦	٢,١	٢,٨	١,٩	٨,٧	آسيا النامية
٨,٢	١٤,٤	١٥,٨	١٠,٦	٧,٠	٦,٢	٧,١	٦,١	٥,٣	٣,٨	٤,١	١٠,٩	الشرق الأوسط
٥,٦	٧,٣	٧,٩	٥,٤	٥,٣	٦,٣	٦,٦	١٠,٥	٨,٧	٦,٥	٨,٣	٩٨,٤	نصف الكرة الغربي
<b>للتذكرة</b>												
٢,١	٢,٤	٣,٩	٢,٤	٢,٣	٢,٣	٢,٣	٢,٢	٢,٥	٣,٠	٣,١	١٠,٠	الاتحاد الأوروبي
<b>المجموعات التحليلية</b>												
<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>												
٨,٧	١٣,٤	١٥,٢	٩,٨	٨,٥	٩,٦	٩,٨	١١,٥	١١,٨	١٣,٤	١٤,٤	٧٦,٠	الوقود
٣,٩	٦,٥	٨,١	٥,٦	٤,٧	٤,٨	٥,٠	٥,٥	٥,٦	٦,٣	٧,١	٤٥,١	غير الوقود
٤,٨	٨,٣	١٠,٧	٦,٥	٧,٤	٧,٢	٤,٠	٦,٦	٨,٤	١٥,٤	١٧,٨	٥٥,٠	منها: منتجات أولية
<b>حسب مصدر التمويل الخارجي</b>												
٤,٣	٧,٥	٨,٧	٥,٩	٦,١	٥,٩	٥,٤	٧,٣	٨,١	٨,٤	٩,٤	٥٢,٢	بلدان المركز المدين الصافي
٦,٠	١٢,٩	١٥,٦	٨,٩	٧,٥	٧,٩	٧,٣	٦,٦	٤,٧	٤,٣	٤,٢	١٧,٥	منه: تمويل رسمي
<b>بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين</b>												
٥,٨	١٠,٦	١٠,٧	٧,٢	٩,٩	٨,٦	٥,٨	٧,٦	١١,٢	٨,٣	٧,٢	٢٨,٥	بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٦-٢٠٠٢
<b>للتذكرة</b>												
<b>معدل التضخم الوسيط</b>												
٢,٠	٢,٦	٣,٨	٢,١	٢,٢	٢,١	١,٩	٢,١	٢,٣	٢,٥	٢,٧	٢,٨	الاقتصادات المتقدمة
٤,٠	٧,٤	٩,٦	٦,٢	٥,٦	٥,٧	٤,٥	٤,٣	٣,٣	٤,٧	٤,٠	١٠,١	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية

١ في هذا الجدول، تعني «اقتصادات أخرى متقدمة» الاقتصادات المتقدمة ما عدا الولايات المتحدة وبلدان منطقة اليورو واليابان.

٢ على أساس المؤشر المنسق لأسعار المستهلكين الصادر عن المكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي.

٣ تدخل منغوليا، وهي ليست بلداً عضواً في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.



الجدول ألف-٦ الاقتصادات المتقدمة: أسعار المستهلكين  
(التغير السنوي %)

نهاية الفترة			متوسط												
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠	
<b>أسعار المستهلكين</b>															
<b>الاقتصادات المتقدمة</b>															
١,٧	٣,٢	٣,١	٢,٠	٢,٠	٣,٦	٢,٢	٢,٤	٢,٣	٢,٠	١,٨	١,٥	٢,١	٢,٢	٣,٠	
١,٦	٣,١	٤,١	٢,١	١,٨	٤,٢	٢,٩	٣,٢	٣,٤	٢,٧	٢,٣	١,٦	٢,٨	٣,٤	٣,٠	
١,٧	٢,٩	٣,١	١,٩	١,٩	٣,٥	٢,١	٢,٢	٢,٢	٢,١	٢,١	٢,٣	٢,٤	٢,٢	...	
٠,٨	٢,٤	٣,١	١,٧	١,٤	٢,٩	٢,٣	١,٨	١,٩	١,٨	١,٠	١,٤	١,٩	١,٤	٢,٤	
١,٦	٢,٦	٢,٨	١,٨	١,٦	٣,٤	١,٦	١,٩	١,٩	٢,٣	٢,٢	١,٩	١,٨	١,٨	١,٩	
١,٦	٤,٦	١,٨	٢,٠	١,٩	٣,٤	٢,٠	٢,٢	٢,٢	٢,٣	٢,٨	٢,٦	٢,٣	٢,٦	٤,١	
٢,٢	٣,٦	٤,٣	٢,٤	٢,٦	٤,٥	٢,٨	٣,٦	٣,٤	٣,١	٣,٦	٢,٨	٣,٥	٤,٣	٤,٣	
٢,٦	٢,٩	١,٦	٢,٠	٢,٦	٢,٩	١,٦	١,٧	١,٥	١,٤	٢,٢	٣,٨	٥,١	٢,٣	٢,٣	
٢,٢	٤,١	٣,١	١,٩	٢,٨	٤,٦	١,٨	٢,٣	٢,٥	١,٩	١,٥	١,٦	٢,٤	٢,٧	٢,٠	
١,٨	٢,٩	٣,٥	١,٨	٢,٣	٣,٥	٢,٢	١,٧	٢,١	٢,٠	١,٣	١,٧	٢,٣	٢,٠	٢,١	
٢,٧	٤,٥	١,٩	٢,٠	٢,٥	٣,٩	١,٦	١,٣	٠,٨	٠,١	١,٣	٢,٠	٢,٧	٣,٠	٢,١	
٢,٩	٣,٧	٣,٩	٢,٥	٣,١	٤,٤	٣,٠	٣,٣	٣,٥	٣,٠	٣,٤	٣,٩	٣,٧	٢,٩	١٠,٨	
٢,٠	٣,٢	٢,٤	٢,١	٢,٠	٣,٢	٢,٤	٣,٠	٢,١	٢,٥	٣,٣	٣,٧	٤,٤	٢,٨	٥,٧	
٢,٢	٣,٣	٣,٢	٢,٠	٢,٤	٣,٥	٢,٩	٢,٧	٢,٢	٢,٣	٤,٠	٤,٧	٤,٠	٥,٣	٢,٤	
٣,٠	٢,٨	٣,٤	٢,٠	١,٨	٣,٧	٢,٣	٢,٧	٢,٥	٢,٢	٢,٠	٢,١	٢,٧	٣,٢	٢,٢	
٣,٠	٤,٧	٥,٦	٣,٣	٣,٣	٥,٩	٣,٦	٢,٥	٢,٥	٣,٦	٥,٦	٧,٥	٨,٤	٨,٨	...	
٢,٩	٤,٤	٣,٧	٢,٠	٣,٥	٤,٦	٢,٢	٢,٢	٢,٠	١,٩	٤,٠	٢,٨	٢,٠	٤,٩	٣,٧	
٢,٤	٢,٨	٣,١	٢,٤	٢,٢	٣,٧	٠,٧	٢,٦	٢,٥	٢,٧	١,٩	٢,٦	٢,٥	٣,٠	٣,١	
٠,٥	١,٩	٠,٧	١,٥	٠,٩	١,٦	—	٠,٣	٠,٣-	—	٠,٣-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٨-	١,٢	
٢,٠	٤,٦	٢,٠	٢,٠	٢,٩	٣,٨	٢,٣	٢,٣	٢,٠	١,٣	١,٤	١,٣	١,٢	٠,٩	٣,٣	
١,٩	٢,٩	٢,٤	٢,٠	٢,١	٢,٥	٢,١	٢,٠	٢,٢	١,٨	٢,٧	٢,٣	٢,٥	٢,٧	٢,٢	
<b>اليابان</b>															
<b>المملكة المتحدة<sup>١</sup></b>															
٣,٠	٥,٠	٣,٦	٣,٠	٤,٠	٤,٨	٢,٥	٢,٢	٢,٨	٣,٦	٣,٥	٢,٨	٤,١	٢,٣	٥,٧	
٣,٢	٤,٨	٣,٠	٢,٨	٣,٦	٤,٦	٢,٣	٣,٥	٢,٧	٢,٣	٢,٨	٣,٠	٤,٤	٤,٥	٢,٥	
١,٨	٤,٣	٣,٣	١,٥	٢,٥	٤,٢	١,٨	٠,٦	٢,٣	١,٦	٠,٣-	٠,٢-	—	١,٣	٢,٩	
٢,٤	٣,٣	٢,٥	٢,٠	٢,٨	٣,٤	١,٧	١,٥	٠,٨	١,٠	٢,٣	١,٩	٢,٧	١,٣	٣,٦	
١,٥	١,٢	٢,٠	١,٠	١,٥	٢,٦	٠,٧	١,٠	١,٢	٠,٨	٠,٦	٠,٦	١,٠	١,٦	٢,٣	
٥,١	٣,٨	٣,٨	٣,٠	٤,٣	٤,٨	٢,٠	٢,٠	٠,٩	٠,٤-	٢,٦-	٣,٠-	١,٦-	٣,٧-	٦,٨	
٢,٤	٣,٧	٢,٣	١,٩	٢,٨	٣,٤	١,٧	١,٩	١,٨	١,٢	٢,١	٢,٤	٢,٤	٢,٩	٢,١	
٢,٤	١,٤	٢,٨	٢,٥	٢,٧	٣,٢	٠,٨	٢,٣	١,٦	٠,٤	٢,٥	١,٣	٣,٠	٣,١	٢,٤	
١,٩	٥,١	٣,٤	٢,٠	٣,٣	٤,٨	٠,٥	٢,١	١,٣	٠,٤-	٠,٧	٥,٧	١,١	١,١	١١,٢	
٢,٦	٥,٦	٣,٩	١,٧	٣,٣	٦,٥	٢,١	١,٠	٠,٥	١,٧	٠,٥	٠,٤-	١,٠	١,٣	١,٩	
٢,٩	٤,٨	٣,٢	٢,٢	٣,٨	٤,٢	٢,٤	٣,٤	٣,٠	٢,٣	١,٧	٢,٦	٢,٦	٢,٦	٢,١	
٩,١	١٤,٩	٥,٩	٢,٠	١١,٢	١٢,١	٥,٠	٦,٨	٤,٠	٣,٢	٢,١	٤,٨	٦,٦	٥,١	٤,١	
<b>للتذكرة</b>															
<b>الاقتصادات المتقدمة الرئيسية</b>															
١,٤	٣,٠	٣,٠	١,٩	١,٧	٣,٥	٢,٢	٢,٤	٢,٣	٢,٠	١,٧	١,٣	١,٩	٢,١	٢,٦	
٢,٩	٤,٧	٣,٦	٢,٥	٣,٥	٤,٨	٢,٢	١,٦	٢,٢	٢,٤	١,٤	١,٠	١,٩	١,٢	٤,٧	
<b>الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة</b>															

<sup>١</sup> على أساس المؤشر المنسق لأسعار المستهلكين الصادر عن المكتب الإحصائي للاتحاد الأوروبي.

التضخم: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٧ الاقتصادات الصاعدة والنامية: حسب البلد: أسعار المستهلكين<sup>١</sup>  
(التغير السنوي (%))

نهاية الفترة			متوسط												
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠	
٦,٨	١١,٢	٧,١	٤,٨	٨,٣	١٠,٢	٦,٢	٦,٣	٧,١	٦,٤	٨,٦	٩,٠	١١,٠	١١,٧	٢٤,٩	إفريقيا
٣,٩	٤,٢	٤,٤	٢,٩	٤,٠	٤,٣	٣,٦	٢,٥	١,٦	٣,٦	٢,٦	١,٤	٤,٢	٠,٣	١٧,٣	الجزائر
٨,٠	١١,٠	١١,٨	٤,٥	٩,٣	١٢,١	١٢,٢	١٣,٣	٢٣,٠	٤٣,٦	٩٨,٣	١٠٨,٩	١٥٢,٦	٣٢٥,٠	٤٦٣,٠	أنغولا
٣,٧	١٣,١	٠,٣	٢,٨	٦,٥	٨,٨	١,٣	٣,٨	٥,٤	٠,٩	١,٥	٢,٤	٤,٠	٤,٢	٧,٢	بنن
١٠,٧	١٣,٤	٨,١	٩,٥	١١,٩	١٢,٦	٧,١	١١,٦	٨,٦	٧,٠	٩,٢	٨,٠	٦,٦	٨,٥	١٠,٩	بوتسوانا
٣,٥	٥,٥	٢,٣	٢,٠	٥,٠	٩,٥	٠,٢-	٢,٤	٦,٤	٠,٤-	٢,٠	٢,٣	٤,٧	٠,٣-	٤,٣	بوركينافاسو
٩,٨	٢٣,٧	١٤,٧	٥,٢	١٥,٤	٢٤,٣	٨,٣	٢,٨	١٣,٤	٨,٠	١٠,٧	١,٣-	٩,٣	٢٤,٣	١٣,٥	بوروندي
١,٧	٢,٥	٣,٥	٢,٠	٢,١	٤,١	٠,٩	٥,١	٢,٠	٠,٣	٠,٦	٦,٣	٢,٨	٠,٨	٤,٩	الكاميرون <sup>٢</sup>
٤,١	٦,٥	٣,٤	٢,٠	٤,٩	٥,٧	٤,٤	٤,٨	٠,٤	١,٩-	١,٢	١,٩	٣,٧	٢,٤-	٧,٣	الرأس الأخضر
٣,٨	١٣,٠	٠,٢-	٢,٥	٦,٧	٨,٥	٠,٩	٦,٧	٢,٩	٢,٢-	٤,٤	٢,٣	٣,٨	٣,٢	٣,٥	جمهورية إفريقيا الوسطى
٣,٠	٢,٩	٠,٨	٣,٠	٣,٠	٥,٠	٨,٨-	٧,٩	٧,٩	٥,٤-	١,٨-	٥,٢	١٢,٤	٣,٨	٤,١	تشاد
١,٦	٩,٦	٢,٢	٣,١	٥,٦	٥,٩	٤,٥	٣,٤	٣,٠	٤,٥	٣,٧	٣,٦	٥,٦	٥,٩	٢,٥	جزر القمر
١١,٥	٢٣,٥	١٠,٠	١٠,٠	١٥,١	١٧,٥	١٦,٧	١٣,٢	٢١,٤	٤,٠	١٢,٨	٢٥,٣	٣٥٧,٣	٥٥٠,٠	٨٤٨,٤	جمهورية الكونغو الديمقراطية
٣,٠	٥,٠	١,٧-	٣,٠	٤,٠	٤,٠	٢,٦	٤,٧	٢,٥	٣,٨	١,٥	٣,١	٠,٨	٠,٤	٧,٣	جمهورية الكونغو
٣,٠	٩,٠	١,٥	٣,٠	٥,٧	٥,٦	١,٩	٢,٥	٣,٩	١,٥	٣,٣	٣,١	٤,٤	٠,٤-	٦,٠	كوت ديفوار
٦,٠	٨,١	٥,٠	٣,٠	٦,٠	٨,١	٥,٠	٣,٥	٣,١	٣,١	٢,٠	٠,٦	١,٨	١,٦	٤,٢	جيبوتي
٥,٢	٦,٥	٣,٧	٤,٠	٥,٥	٦,٤	٢,٨	٤,٥	٥,٧	٤,٢	٧,٣	٧,٦	٨,٨	٤,٨	٦,١	غينيا الاستوائية
١٠,٠	١١,٠	١٢,٣	٨,٥	١٠,٥	١١,٠	٩,٣	١٥,١	١٢,٥	٢٥,١	٢٢,٧	١٦,٩	١٤,٦	١٩,٩	...	إريتريا
١٨,٠	٥٥,٣	١٥,١	٩,١	٤٠,٨	٢٥,٣	١٥,٨	١٢,٣	٦,٨	٨,٦	١٥,١	٧,٢-	٥,٢-	٦,٢	٧,١	إثيوبيا
٥,٥	٥,١	٥,٩	٢,٥	٥,٧	٥,١	٥,٠	١,٤-	١,٢	٠,٤	٢,١	٠,٢	٢,١	٠,٥	٥,٥	غابون
٥,٠	٦,٠	٦,٠	٤,٠	٥,٥	٦,٠	٥,٤	٢,١	٥,٠	١٤,٣	١٧,٠	٨,٦	٤,٥	٠,٩	٥,٤	غامبيا
١٣,٠	١٧,٨	١٢,٧	٥,٠	١٣,٣	١٦,٨	١٠,٧	١٠,٢	١٥,١	١٢,٦	٢٦,٧	١٤,٨	٣٢,٩	٢٥,٢	٢٦,٨	غانا
١٠,٠	١٥,٠	١٢,٨	٥,٠	٩,٣	١٧,٩	٢٢,٩	٣٤,٧	٣١,٤	١٧,٥	١١,٠	٣,٠	٥,٤	٦,٨	٨,٥	غينيا
٣,٠	٩,٨	٩,٣	٣,٠	٦,٢	٩,٦	٤,٦	٢,٠	٣,٤	٠,٨	٣,٥-	٣,٣	٣,٣	٨,٦	٣٥,٦	غينيا-بيساو
٦,٥	٢٤,٠	١٢,٠	٥,٠	٦,٥	٢٥,٠	٩,٨	١٤,٥	١١,٣	١١,٦	٩,٨	٢,٠	٥,٨	١٠,٠	١٦,٠	كينيا
٩,١	١٢,٧	١٠,٥	٤,٩	٩,٥	١١,٢	٨,٠	٦,١	٣,٤	٥,٠	٧,٣	١٢,٥	٦,٩	٦,١	١١,١	ليسوتو
٨,٥	١٨,٨	١١,٧	٥,٠	١١,٤	١٩,٢	١١,٤	٧,٢	٦,٩	٣,٦	١٠,٣	١٤,٢	١٢,١	٥,٣	...	ليبيريا
٨,٥	١١,٠	٨,٢	٥,٠	٨,٨	٩,٤	١٠,٣	١٠,٨	١٨,٤	١٤,٠	١,١-	١٦,٢	٦,٩	١٠,٧	١٦,٤	مدغشقر
٢,٥	٨,٢	٧,٥	٦,٧	٧,٩	٨,٢	٧,٩	١٣,٩	١٥,٥	١١,٤	٩,٦	١٧,٣	٢٧,٢	٢٩,٦	٢٩,٠	ملawi
٧,٠	٢,٥	٢,٥	٢,٥	٢,٥	٢,٥	٢,٥	١,٩	٦,٤	٣,١-	١,٣-	٥,٠	٥,٢	٠,٧-	٣,٨	مالي
٧,٠	١٢,٠	٧,٤	٥,٠	٩,٥	١٢,٥	٧,٣	٦,٢	١٢,١	١٠,٤	٥,٣	٥,٤	٧,٧	٦,٨	٥,٠	موريتانيا
٧,٥	٩,٧	١٠,٠	٥,٠	٨,٦	٨,٨	٩,١	٨,٩	٤,٩	٤,٧	٣,٩	٦,٥	٥,٤	٤,٢	٨,٢	موريشيوس
٣,٥	٣,٩	٢,٠	٢,٦	٣,٥	٣,٩	٢,٠	٣,٣	١,٠	١,٥	١,٢	٢,٨	٠,٦	١,٩	٤,٤	المغرب
٨,١	٩,٢	١٠,٣	٥,٤	٨,٤	١٠,١	٨,٢	١٣,٢	٦,٤	١٢,٦	١٣,٥	١٦,٨	٩,١	١٢,٧	٣١,٨	جمهورية موزامبيق
٧,٠	٩,١	٧,١	٤,٧	٨,١	٨,٧	٦,٧	٥,١	٢,٣	٤,١	٧,٢	١١,٣	٩,٣	٩,٣	١٠,٢	ناميبيا
٣,٥	٦,٤	٤,٧	٢,٠	٣,٥	٨,٣	٠,١	٠,١	٧,٨	٠,٤	١,٨-	٢,٧	٤,٠	٢,٩	٤,٥	النيجر
٩,٨	١٣,١	٦,٦	٨,٥	١١,١	١١,٠	٥,٥	٨,٣	١٧,٨	١٥,٠	١٤,٠	١٣,٧	١٨,٠	٦,٩	٢٨,٥	نيجيريا
٥,٠	١٥,٥	٦,٦	٥,٠	٨,٠	١٢,٠	٩,١	٨,٩	٩,٠	١٢,٠	٧,٤	٢,٠	٣,٤	٣,٩	١٦,٣	رواندا
١٦,٠	٢٤,٥	٢٧,٦	٥,٠	١٩,٨	٢٥,٩	١٨,٥	٢٣,١	١٧,٢	١٣,٣	٩,٨	١٠,١	٩,٢	١١,٠	٣٩,٢	سان تومي وبرينسيبي
٢,٢	٤,١	٦,٢	٢,٢	٢,٨	٥,٤	٥,٩	٢,١	١,٧	٠,٥	—	٢,٣	٣,٠	٠,٧	٤,٠	السنغال
٣٥,٢	٢١,٢	١٦,٨	٣,٠	٢٨,٧	٢٧,٣	٥,٧	١,٤-	٠,٨	٣,٩	٣,٣	٠,٢	٦,٠	٦,٣	٢,٠	سيشيل
١٢,١	١٥,٧	١٣,٨	٦,٥	١٣,٩	١٥,٣	١١,٧	٩,٥	١٢,١	١٤,٢	٧,٥	٣,٧-	٢,٦	٠,٩-	٤٢,٦	سيراليون
٦,٦	١٢,٧	٩,٠	٤,٥	٨,٠	١١,٨	٧,١	٤,٧	٣,٤	١,٤	٥,٨	٩,٢	٥,٧	٥,٤	٩,٨	جنوب إفريقيا
٨,٠	١٢,٠	٨,٨	٤,٥	١٠,٠	١٦,٠	٨,٠	٧,٢	٨,٥	٨,٤	٧,٧	٨,٣	٤,٩	٨,٠	٧٥,٢	السودان
٧,٥	١٣,٥	٩,٨	٥,٣	٨,٩	١٢,٧	٨,٢	٥,٣	٤,٨	٣,٤	٧,٤	١١,٧	٧,٥	٧,٢	٩,٥	سوازيلند
٥,٠	٨,٣	٦,٤	٥,٠	٦,٥	٩,٢	٧,٠	٧,٣	٤,٤	٤,١	٤,٤	٤,٦	٥,١	٦,٢	٢١,٣	تنزانيا
٤,٥	٤,٩	٣,٤	٣,٤	٥,٢	٥,٢	١,٠	٢,٢	٦,٨	٠,٤	٠,٩-	٣,١	٣,٩	١,٩	٦,٠	توغو
٤,٥	٤,٧	٥,٣	٢,٧	٤,٥	٥,١	٣,١	٤,٥	٢,٠	٣,٦	٢,٧	٢,٧	٢,٠	٢,٣	٤,٨	تونس
٤,٥	١٢,٥	٤,٤	٤,٥	٧,٨	٧,٣	٦,٨	٦,٦	٨,٠	٥,٠	٥,٧	٢,٠-	٤,٥	٥,٨	١٦,٣	أوغندا
٩,٠	١٢,٧	٨,٩	٥,٠	٨,٦	١١,٨	١٠,٧	٩,٠	١٨,٣	١٨,٠	٢١,٤	٢٢,٢	٢١,٧	٢٦,١	٦٨,٣	زامبيا
...	...	١٠٨ ٨٤٤,١	...	...	...	١٠ ٤٥٢,٦	١٠ ١٦,٧	٢٣٧,٨	٣٥٠,٠	٣٦٥,٠	١٣٣,٢	٧٣,٤	٥٥,٦	٢٨,١	زمبابوي <sup>٣</sup>

الجدول ألف-٧ (تابع)

نهاية الفترة			متوسط												
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠	
٥,٥	٧,٣	٦,٦	٣,٢	٥,٧	٧,٨	٥,٦	٥,٤	٥,١	٦,٣	١٠,١	١٦,٤	٢١,٥	٢٤,٩	٦٠,١	أوروبا الوسطى والشرقية <sup>٤</sup>
٣,٠	٣,٩	٣,١	٢,٨	٣,٠	٤,٠	٢,٩	٢,٤	٢,٤	٢,٩	٢,٣	٥,٢	٣,١	—	٣٤,٧	ألبانيا
٣,٥	٨,١	٤,٩	٢,٥	٥,٢	٨,٥	١,٥	٦,١	٣,٦	٠,٣	٠,٥	٠,٣	٤,٥	٥,٠	...	البوسنة والهرسك
٦,٥	٩,٦	١١,٦	٣,٤	٧,٠	١٢,٢	٧,٦	٧,٤	٦,٠	٦,١	٢,٣	٥,٨	٧,٤	١٠,٣	١١٠,٣	بلغاريا
٤,٠	٦,٥	٥,٨	٣,٠	٤,٩	٧,٠	٢,٩	٣,٢	٣,٣	٢,٠	١,٨	١,٧	٣,٨	٤,٦	...	كرواتيا
٣,٤	٥,٧	٥,٤	٢,٠	٣,٤	٦,٧	٢,٨	٢,٥	١,٨	٢,٨	٠,١	١,٨	٤,٧	٣,٨	١٣,٩	الجمهورية التشيكية
٥,٢	٦,٩	٩,٦	٢,٩	٥,١	١٠,٢	٦,٦	٤,٤	٤,١	٣,٠	١,٣	٣,٦	٥,٨	٤,٠	...	إستونيا
٣,٤	٥,٥	٧,٤	٣,٠	٤,١	٦,٣	٧,٩	٣,٩	٣,٦	٦,٨	٤,٦	٥,٣	٩,٢	٩,٨	٢٢,٠	هنغاريا
٨,٨	١٤,٦	١٤,٠	٣,١	١٠,٦	١١,٩	١٠,١	٦,٥	٦,٧	٦,٢	٢,٩	١,٩	٢,٥	٢,٦	...	لاتفيا
٥,٧	٩,٢	٨,٢	٢,٤	٦,٢	١١,٣	٥,٨	٣,٨	٢,٧	١,٢	١,١	٠,٣	١,٦	١,١	...	ليتوانيا
٣,٠	٥,٥	٦,٧	٣,٠	٣,٠	٨,٥	٢,٣	٣,٢	٠,٥	٠,٤	١,٢	٢,٢	٥,٥	٦,٤	...	جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة
...	...	...	٣,٠	٥,٢	٩,٢	٣,٥	٢,١	٣,٤	٣,١	٧,٥	١٩,٧	٢٣,٧	...	...	الجبيل الأسود
٤,٣	٣,٠	٤,٠	٢,٥	٣,٣	٤,٠	٢,٥	١,٠	٢,١	٣,٥	٠,٨	١,٩	٥,٥	١٠,١	٥١,٤	بولندا
٦,٢	٧,٩	٦,٦	٣,٥	٦,٦	٨,٢	٤,٨	٦,٦	٩,٠	١١,٩	١٥,٣	٢٢,٥	٣٤,٥	٤٥,٧	١١٠,٣	رومانيا
٨,٠	٨,٥	١٠,١	٧,٥	٧,٥	١٠,٧	٦,٨	١٢,٧	١٧,٣	١٠,١	١١,٧	١٩,٥	٩١,٨	٧٠,٠	...	صربيا
٣,٠	٤,١	٢,٥	٢,٥	٣,٦	٣,٩	١,٩	٤,٣	٢,٨	٧,٥	٨,٤	٣,٥	٧,٢	١٢,٢	...	الجمهورية السلوفاكية
٧,٥	١٠,٩	٨,٤	٤,٠	٨,٤	١٠,٥	٨,٨	٩,٦	٨,٢	٨,٦	٢٥,٣	٤٥,١	٥٤,٢	٥٥,٠	٧٦,١	تركيا
١٠,٧	١٤,٨	١٣,٠	٧,٥	١٢,٦	١٥,٦	٩,٧	٩,٤	١٢,١	١٠,٤	١٢,٣	١٤,٠	٢٠,٣	٢٤,١	...	كومنولث الدول المستقلة <sup>٥</sup>
١٠,٥	١٣,٨	١١,٩	٧,٧	١٢,٠	١٤,٠	٩,٠	٩,٧	١٢,٧	١٠,٩	١٣,٧	١٥,٨	٢١,٥	٢٠,٨	...	روسيا
١١,٣	١٧,٢	١٥,٧	٦,٩	١٤,٢	١٩,٧	١١,٦	٨,٩	١٠,٧	٩,١	٨,٦	٩,٢	١٧,١	٣٤,١	...	ماعداروسيا
٥,٠	٧,٥	٦,٦	٤,٠	٥,٠	٩,٤	٤,٤	٢,٩	٠,٦	٧,٠	٤,٧	١,١	٣,١	٠,٨	...	أرمينيا
١٥,٠	٢٥,٠	١٩,٥	١٥,٠	٢٠,٠	٢٢,٤	١٦,٦	٨,٤	٩,٧	٦,٧	٢,٢	٢,٨	١,٥	١,٨	...	أذربيجان
٦,٣	١٦,٣	١٢,١	٧,٢	٩,٦	١٥,٣	٨,٤	٧,٠	١٠,٣	١٨,١	٢٨,٤	٤٢,٦	٦١,١	١٦٨,٦	...	بيلاروس
٨,٠	٨,٠	١١,٠	٦,٠	٧,٦	١٠,٠	٩,٢	٩,٢	٨,٣	٥,٧	٤,٨	٥,٦	٤,٧	٤,٠	...	جورجيا
٨,٠	١١,٥	١٨,٨	٦,٠	٩,٨	١٧,٦	١٠,٨	٨,٦	٧,٦	٦,٩	٦,٤	٥,٩	٨,٤	١٣,٣	...	كازاخستان
١٢,٠	٢٠,٠	٢٠,١	٥,١	١٢,٢	٢٤,٥	١٠,٢	٥,٦	٤,٣	٤,١	٣,١	٢,١	٦,٩	١٨,٧	...	جمهورية قيرغيزستان
٩,٥	١١,٥	١٣,١	٥,٠	٩,٧	١٣,٧	١٢,٤	١٢,٧	١١,٩	١٢,٥	١١,٧	٥,٣	٩,٨	٣١,٣	...	مولدوفا
١٠,٠	٢٧,٥	١٥,١	٥,٣	١٨,٨	٢٦,٠	٩,٠	٥,١	١٢,٥	٧,٩	٥,١	٠,٩	٦,٢	١١,٦	...	منغوليا
١٣,٠	١٨,٠	١٩,٨	٦,٠	١٥,٥	٢١,٦	١٣,٢	١٠,٠	٧,٣	٧,٢	١٦,٤	١٢,٢	٣٨,٦	٣٢,٩	...	طاجيكستان
١٢,٠	١٢,٠	٨,٦	٦,٠	١٢,٠	١٣,٠	٦,٣	٨,٢	١٠,٧	٥,٩	٥,٦	٨,٨	١١,٦	٨,٠	...	تركمانستان
١٤,٧	٢١,٦	١٦,٦	٥,٨	١٨,٨	٢٥,٣	١٢,٨	٩,١	١٣,٥	٩,٠	٥,٢	٠,٨	١٢,٠	٢٨,٢	...	أوكرانيا
١٠,٠	١١,٠	١١,٩	٨,٠	١٠,٦	١١,١	١٢,٣	١٤,٢	١٠,٠	٦,٦	١١,٦	٢٧,٣	٢٧,٣	٢٥,٠	...	أوزبكستان

التضخم: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-٧ (تابع)

نهاية الفترة			متوسط												
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠	
٦,٢	٧,٤	٦,٣	٣,٧	٦,٢	٧,٨	٥,٤	٤,٢	٣,٨	٤,١	٢,٦	٢,١	٢,٨	١,٩	٨,٧	آسيا النامية
٦,٠	١٥,٦	٢٠,٧	٥,٠	٩,٥	٢٤,٠	١٣,٠	٥,١	١٢,٣	١٣,٢	٢٤,١	٥,١	...	...	...	جمهورية أفغانستان الإسلامية
٩,٤	١٠,٥	٩,٦	٤,٧	١٠,٠	١٠,١	٩,١	٧,١	٧,٠	٦,١	٥,٤	٣,٧	١,٩	٢,٥	٦,٤	بنغلاديش
٤,٥	٦,٤	٤,٨	٣,٩	٥,٠	٧,٧	٥,٢	٥,٠	٥,٣	٤,٦	٢,١	٢,٥	٣,٤	٤,٠	٩,٨	بوتان
...	...	...	١,٢	١,٠	٠,٨	٠,٣	٠,٢	١,١	٠,٩	٠,٣	٢,٣-	٠,٦	١,٢	...	بروني دار السلام
٩,٦	١٦,٣	١٠,٨	٤,٣	٩,٠	٢٠,١	٥,٩	٤,٧	٥,٨	٣,٩	١,٢	٣,٣	٠,٢	٠,٨-	...	كمبوديا
٥,٥	٤,٥	٦,٦	٣,٣	٤,٣	٦,٤	٤,٨	١,٥	١,٨	٣,٩	١,٢	٠,٨-	٠,٧	٠,٤	٧,٥	الصين
٦,٠	٧,٠	٦,٠	٤,٠	٦,٠	٧,٠	٤,٣	٢,٥	٢,٤	٢,٨	٤,٢	٠,٨	٤,٣	١,١	٤,٢	فيجي
٥,١	٩,٢	٥,٥	٣,٩	٦,٧	٧,٩	٦,٤	٦,٢	٤,٢	٣,٨	٣,٨	٤,٣	٣,٨	٤,٠	٩,٥	الهند
٧,٥	١٢,٠	٥,٦	٤,٧	٨,٨	٩,٨	٦,٢	١٣,١	١٠,٥	٦,١	٦,٨	١١,٨	١١,٥	٣,٨	١٣,٦	إندونيسيا
٢,٥	٢,٨	٣,٧	٢,٥	١,٥	١,٠	٠,٢	٠,٢-	٠,٥-	١,٩-	٢,٥	٣,٢	٦,٠	٠,٤	٣,٤	كيريباتي
٥,٠	٧,٣	٥,٦	٤,٥	٥,٤	٨,٤	٤,٥	٦,٨	٧,٢	١٠,٥	١٥,٥	٩,٢	٩,٣	٢٣,٢	٢٢,٦	جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية
٣,٣	٧,٢	٢,٢	٢,٥	٤,٧	٦,٠	٢,٠	٣,٦	٣,٠	١,٤	١,١	١,٨	١,٤	١,٦	٣,٧	ماليزيا
٣,٥	٩,٥	١٠,٣	٣,٠	٤,٠	١٥,٠	٧,٤	٣,٥	٣,٣	٦,٣	٢,٨-	٠,٩	٠,٧	١,٢-	٨,٤	ملديف
٢٠,٠	٤٠,٠	٢٩,٠	١٨,٠	٣٠,٠	٣٤,٥	٣٣,٩	٢٥,٧	١٠,٧	٣,٨	٢٤,٩	٥٨,١	٣٤,٥	١,٧-	٢٦,٩	ميانمار
٥,٣	١٣,٤	٥,١	٤,٠	٨,٥	٨,٠	٦,٤	٨,٠	٤,٥	٤,٠	٤,٧	٢,٩	٢,٤	٣,٤	٩,٨	نيبال
٢٠,٠	٢١,٥	٧,٠	٧,٠	٢٣,٠	١٢,٠	٧,٨	٧,٩	٩,٣	٤,٦	٣,١	٢,٥	٤,٤	٣,٦	٩,٦	باكستان
٤,٥	٥,٥	٣,٢	٤,٠	٥,٠	٥,٠	٠,٩	٢,٤	١,٨	٢,١	١٤,٧	١١,٨	٩,٣	١٥,٦	٨,٦	بابوا غينيا الجديدة
٤,٣	١٢,٢	٣,٩	٣,٥	٧,٠	١٠,١	٢,٨	٦,٢	٧,٧	٦,٠	٣,٥	٢,٩	٦,٨	٤,٠	٩,٦	الفلبين
٤,٧	٦,٠	٥,١	٣,٠	٥,١	٧,١	٦,٠	٣,٨	١,٩	٧,٩	٤,٣	٧,٤	١,٩	٠,٢-	٤,٤	ساموا
٦,٥	٦,٧	١٠,٩	٥,٠	٨,٨	١٥,١	٧,٧	١١,٢	٧,٤	٦,٩	١٠,٠	٩,٣	٧,٦	٦,٩	١٠,٧	جزر سليمان
١٧,٧	٢٢,٢	١٨,٧	١٤,٨	٢٠,٠	٢٣,٧	١٥,٨	١٠,٠	١١,٠	٩,٠	٩,٠	٩,٦	١٤,٢	٦,٢	١١,٢	سري لانكا
٦,٥	٢,٥	٣,٢	١,٦	٣,٢	٥,٧	٢,٢	٤,٦	٤,٥	٢,٨	١,٨	٠,٦	١,٧	١,٦	٥,٠	تايلند
٣,٥	٤,٠	٧,٨	٣,٢	٣,٥	٤,٠	٧,٨	٤,١	١,٨	٣,٢	٧,٠	٤,٨	٣,٦	٦٣,٦	...	جمهورية تيمور-ليشتي الديمقراطية
٦,٠	٦,٠	٥,٦	٤,٢	١٢,٣	١٤,٥	٥,١	٧,٠	٩,٧	١١,٧	١١,١	١٠,٤	٦,٩	٥,٣	٤,٤	تونغا
٢,٥	٣,٨	٤,١	٢,٥	٣,٠	٣,٨	٣,٩	٢,٠	١,٢	١,٤	٣,٠	٢,٠	٣,٧	٢,٥	٣,٢	فانواتو
١١,٠	٢٥,٠	١٢,٦	٦,٠	١٥,٠	٢٤,٠	٨,٣	٧,٥	٨,٢	٧,٧	٣,٢	٤,٠	٠,٤-	١,٦-	١٩,٢	فييت نام
١٣,٨	١٦,١	١١,٤	٨,٢	١٤,٤	١٥,٨	١٠,٦	٧,٠	٦,٢	٧,١	٦,١	٥,٣	٣,٨	٤,١	١٠,٩	الشرق الأوسط
٦,٠	١٠,٥	٤,٠	٣,٠	٦,٠	٤,٥	٣,٤	٢,٢	٢,٦	٢,٣	١,٧	٠,٥-	١,٢-	٠,٧-	٠,٨	البحرين
١٢,٠	٢٠,٢	٨,٦	٧,٥	١٦,١	١١,٧	١١,٠	٤,٢	٨,٨	٨,١	٣,٢	٢,٤	٢,٤	٢,٨	١٠,٧	مصر
٢٢,٠	٢٤,٠	٢٢,٥	١٥,٠	٢٢,٠	٢٦,٠	١٨,٤	١١,٩	١٠,٤	١٥,٣	١٥,٦	١٥,٧	١١,٣	١٢,٨	٢٣,٥	جمهورية إيران الإسلامية
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	العراق
٥,٥	١٦,١	٥,٧	٢,٨	٧,٦	١٥,٨	٥,٤	٦,٣	٣,٥	٣,٤	١,٦	١,٨	١,٨	٠,٧	٥,٠	الأردن
٧,٥	٩,٠	٥,٥	٤,٥	٧,٥	٩,٠	٥,٥	٣,١	٤,١	١,٣	١,٠	٠,٨	١,٤	١,٦	٣,٦	الكويت
٣,٨	٨,٦	٦,٠	٢,٢	٦,٢	١١,٠	٤,١	٥,٦	٠,٧-	١,٧	١,٣	١,٨	٠,٤-	٠,٤-	٢٤,٩	لبنان
١٠,٠	١٢,٠	٧,٣	٦,٠	١٠,٠	١٢,٠	٦,٢	١,٤	٢,٩	١,٠	٢,١-	٩,٩-	٨,٨-	٢,٩-	٦,٢	ليبيا
٨,٠	١٠,٠	٨,٦	٥,٠	٩,٠	١١,٢	٥,٩	٣,٤	١,٩	٠,٧	٠,٢	٠,٣-	٠,٨-	١,٢-	١,٦	عمان
١٣,٠	١٥,٠	١٣,٨	٥,٠	١٣,٠	١٥,٠	١٣,٨	١١,٨	٨,٨	٦,٨	٢,٣	٠,٢	١,٤	١,٧	٢,٩	قطر
١٠,٠	١١,٥	٤,١	٥,٠	١٠,٠	١١,٥	٤,١	٢,٣	٠,٦	٠,٤	٠,٦	٠,٢	١,١-	١,١-	١,٢	المملكة العربية السعودية
٧,٠	١٠,٠-	٤,٨	٥,٠	٧,٠	٨,٠	٤,٧	١٠,٤	٧,٢	٤,٤	٥,٨	٠,٥-	٣,٤	٣,٩-	٧,٢	الجمهورية العربية السورية
...	...	...	٣,٤	١٠,٨	١٢,٩	١١,١	٩,٣	٦,٢	٥,٠	٣,٢	٢,٩	٢,٧	١,٤	٣,٦	الإمارات العربية المتحدة
١٣,٠	١٥,٩	٨,٦	١٠,٤	١٤,٤	١٧,٢	١٢,٥	١٨,٢	١١,٨	١٢,٥	١٠,٨	١٢,٢	١١,٩	١٠,٩	٣٧,٠	الجمهورية اليمنية

## الجدول ألف-٧ (تتمة)

نهاية الفترة			متوسط											
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠
٦,٦	٨,٥	٦,٣	٥,٦	٧,٣	٧,٩	٥,٤	٥,٣	٦,٣	٦,٦	١٠,٥	٨,٧	٦,٥	٨,٣	٩٨,٤
٢,٠	٣,٠	٥,١	٢,٠	٢,٠	٣,٠	١,٤	١,٨	٢,١	٢,٠	٢,٠	٢,٤	١,٧	٠,٦-	٣,٤
٩,٠	٩,٠	٨,٥	٩,٠	٩,١	٩,١	٨,٨	١٠,٩	٩,٦	٤,٤	١٣,٤	٢٥,٩	١,١-	٠,٩-	٥٩,٣
٢,٠	٥,٧	٢,٩	٢,٠	٣,٥	٤,٥	٢,٥	١,٨	٢,٢	١,٠	٣,٠	٢,٢	٢,٠	١,٦	٢,٨
٢,٧-	١٤,٥	٤,٨	٢,٦	٦,٤	٩,٠	٤,٠	٧,٣	٦,١	١,٤	١,٦	١,٢-	٢,٦	٢,٤	٢,٩
٢,٥	٤,٠	٤,١	٢,٥	٣,٣	٤,٦	٢,٣	٤,٢	٣,٧	٣,١	٢,٦	٢,٢	١,٢	٠,٧	٢,٠
٩,٩	١٣,٠	١١,٧	٤,٠	١٠,٦	١٤,٣	٨,٧	٤,٣	٥,٤	٤,٤	٣,٣	٠,٩	١,٦	٤,٦	١٠,٤
٤,٥	٦,٣	٤,٥	٤,٥	٥,١	٥,٧	٣,٦	٤,٢	٦,٩	٦,٦	١٤,٨	٨,٤	٦,٨	٧,١	٣٢٥,٤
٤,٩	٨,٥	٧,٨	٣,٠	٦,٥	٨,٩	٤,٤	٣,٤	٣,١	١,١	٢,٨	٢,٥	٣,٦	٣,٨	١١,٥
٤,٩	٧,٢	٥,٧	٣,٤	٥,٥	٧,٣	٥,٥	٤,٣	٥,٠	٥,٩	٧,١	٦,٣	٨,٠	٩,٢	٢٢,٠
٩,٠	١٣,٠	١٠,٨	٤,٥	١٠,٩	١٢,٢	٩,٤	١١,٥	١٣,٨	١٢,٣	٩,٤	٩,٢	١١,٣	١١,٠	١٦,٧
١,٥	٢,٤	٣,٤	١,٥	١,٥	٢,٢	٢,٧	٢,٦	١,٦	٢,٤	١,٦	٠,١	١,٦	٠,٩	٢,٣
٧,٧	١٤,٣	٨,٩	٧,٩	١٠,٧	١٢,٣	٦,١	٧,٦	٤,٢	٥١,٥	٢٧,٤	٥,٢	٨,٩	٧,٧	١٤,٢
٤,٠	٩,٥	٣,٣	٢,٥	٥,١	٨,٥	٢,٣	٣,٣	٢,١	٢,٧	٧,٩	١٢,٦	٣٧,٧	٩٦,١	٣٨,٦
٦,٠	٩,٠	٤,٩	٣,٠	٧,٤	٧,٦	٣,٩	٤,٠	٤,٧	٤,٥	٢,١	١,٩	٣,٨	٢,٣	١٠,٤
٣,٩	٦,٢	٧,٤	٢,٣	٤,٥	٧,٨	٣,٩	٤,٢	٣,٥	٢,٣	٢,٢	١,١	١,٧	٠,٦	٢,٩
٦,٥	٩,٨	٨,٧	٤,١	٧,٧	١٠,٦	٦,٨	٦,٦	٩,١	٧,٦	٥,٦	٨,١	٧,٣	٦,٠	١٤,٥
٧,٠	٩,٠	١٤,٠	٥,٠	٦,٨	٨,٦	١٢,٢	٦,٧	٦,٩	٤,٧	٦,٠	٥,٤	٢,٧	٦,١	٢١,٨
٩,٥	١٦,٠	٧,٩	٥,٥	١١,٥	١٤,٥	٩,٠	١٤,٢	١٦,٨	٢٨,٣	٢٦,٧	٩,٣	١٦,٥	١١,٥	٢٠,٧
٨,٤	١٢,١	٨,٩	٥,٥	١٠,٣	١١,٢	٦,٩	٥,٦	٨,٨	٨,١	٧,٧	٧,٧	٩,٧	١١,٠	١٩,٥
١٢,٠	١٨,٣	١٦,٨	٤,٥	١٥,٤	٢٠,٢	٩,٣	٨,٥	١٥,١	١٣,٥	١٠,١	٧,٠	٦,٩	٨,١	٢٦,٧
٣,٣	٥,٧	٣,٧	٣,٠	٤,٢	٤,٩	٤,٠	٣,٦	٤,٠	٤,٧	٤,٥	٥,٠	٦,٤	٩,٥	٢٠,١
٩,٢	١٧,١	١٦,٩	٧,٠	١١,٤	٢٠,٥	١١,١	٩,١	٩,٦	٨,٥	٦,٥	٤,٠	٤,٧	٩,٩	٦٦,٥
٤,٨	٩,٦	٦,٤	٤,٠	٥,٩	٩,٢	٤,٢	٢,٥	٢,٩	٠,٥	٠,٦	١,٠	٠,٣	١,٤	١,١
٥,٠	٨,٦	٥,٩	٤,٠	٥,٦	١٠,٥	٨,١	٩,٦	٦,٨	٤,٣	١٤,٢	١٠,٥	٧,٣	٩,٠	١٦,٢
٣,٥	٥,٨	٣,٩	٢,٠	٤,٤	٥,٦	١,٨	٢,٠	١,٦	٣,٣	٢,٣	٠,٢	٢,٠	٣,٨	١١٢,١
٣,٥	٤,٥	٢,١	٢,٢	٤,٠	٢,٦	٤,٥	٨,٥	٣,٤	٢,٢	٢,٣	٢,١	٢,١	٢,١	٣,٥
٣,٩	٦,٠	٦,٨	٢,٢	٤,٩	٧,٢	١,٩	٣,٦	٣,٩	١,٥	١,٠	٠,٣-	٥,٤	٣,٧	٣,٢
٣,٨	٩,٦	٨,٣	٣,٤	٦,٢	٩,٣	٦,٩	٣,٠	٣,٧	٣,٠	٠,٢	٠,٨	٠,٨	٠,٢	٣,١
٩,٥	١٥,٠	٨,٤	٦,١	٩,٥	١٥,٥	٦,٤	١١,٣	٩,٩	٩,١	٢٣,٠	١٥,٥	٣٩,٨	٥٨,٦	٧٠,٩
٨,٥	١١,٥	٧,٦	٦,٠	١٠,٠	١٠,١	٧,٩	٨,٣	٦,٩	٣,٧	٣,٨	٤,٢	٥,٥	٣,٦	٥,٩
٦,٥	٧,٠	٨,٥	٥,٠	٦,٢	٦,٨	٨,١	٦,٤	٤,٧	٩,٢	١٩,٤	١٤,٠	٤,٤	٤,٨	٤٥,١
٣٥,٠	٣٢,٠	٢٢,٥	٣٠,٠	٣٣,٥	٢٧,٢	١٨,٧	١٣,٧	١٦,٠	٢١,٧	٣١,١	٢٢,٤	١٢,٥	١٦,٢	٤٦,١

<sup>١</sup> حسب المعتاد في تقرير أفاق الاقتصاد العالمي، يُشار إلى حركات أسعار المستهلكين كمتوسطات سنوية، وليس كتغيرات تحدث خلال السنة من شهر ديسمبر إلى ديسمبر الذي يليه كما هي الممارسة المتبعة في بعض البلدان. وتمثل الأرقام الخاصة بالسنوات الأخيرة تقديرات خبراء الصندوق بالنسبة للعديد من البلدان، وتستند بيانات بعض البلدان إلى السنوات المالية.

<sup>٢</sup> النسبة المئوية للتغيرات في عام ٢٠٠٢ محسوبة على امتداد فترة ١٨ شهرا، ويرجع ذلك إلى حدوث تغير في دورة السنة المالية (من يوليو-يونيو إلى يناير-ديسمبر).

<sup>٣</sup> بيانات ٢٠٠٧ هي بيانات تقديرية. ولا توجد توقعات لعام ٢٠٠٨ وما بعده لأن زمبابوي تشهد تضخما مفرطا ولم يعد من الممكن وضع تنبؤات للتضخم بطريقة ذات مغزى. وإذا لم تتغير السياسات فيمكن أن يتصاعد التضخم بدون حدود.

<sup>٤</sup> بالنسبة للعديد من البلدان، يقاس التضخم في السنوات السابقة على أساس مؤشر أسعار التجزئة. وتستخدم في العادة مؤشرات لأسعار المستهلكين بنطاق تغطية أوسع وأكثر حداثة بالنسبة للسنوات الأقرب.

<sup>٥</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف-٨ الاقتصادات المتقدمة الرئيسية: أرصدة المالية العامة والدين لدى الحكومة العامة<sup>١</sup>  
(٪ من إجمالي الناتج المحلي)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	متوسط ٢٠٠١-١٩٩٢	
<b>الاقتصادات المتقدمة الرئيسية</b>										
٢,٤-	٣,٧-	٣,٢-	٢,٢-	٢,٤-	٣,٤-	٤,٢-	٤,٨-	٤,٠-	٢,٨-	الرصيد الفعلي
٠,١-	١,٨-	٠,١-	٠,٧	٠,٧	٠,٣	٠,٢	٠,٤-	٠,١-	٠,١	فجوة الناتج
٢,٣-	٢,٩-	٣,٢-	٢,٥-	٢,٦-	٣,٤-	٤,٢-	٤,٥-	٤,٠-	٢,٧-	الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>
<b>الولايات المتحدة</b>										
٢,٩-	٤,٦-	٤,١-	٢,٧-	٢,٢-	٣,٣-	٤,٤-	٤,٨-	٣,٨-	١,٨-	الرصيد الفعلي
—	١,٦-	٠,٤	١,٢	١,٦	١,٤	١,٢	٠,٣	٠,٤	٠,٦	فجوة الناتج
٢,٨-	٣,٩-	٤,٣-	٣,١-	٢,٨-	٣,٨-	٤,٧-	٤,٩-	٣,٩-	٢,٠-	الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>
٥٦,٩	٥٠,٧	٤٦,٣	٤٣,٢	٤٢,٥	٤٣,٤	٤٣,٠	٤١,٥	٣٨,١	٤٧,٧	صافي الدين
٧٠,٤	٦٥,٤	٦١,٥	٦٠,٧	٥٩,٩	٦٠,٧	٦٠,٤	٥٩,٤	٥٦,١	٦٤,٢	إجمالي الدين
<b>منطقة اليورو</b>										
٠,٨-	٢,٠-	١,٥-	٠,٦-	١,٣-	٢,٥-	٣,٠-	٣,١-	٢,٦-	٣,٥-	الرصيد الفعلي
—	١,١-	٠,٢	٠,٥	٠,٢-	١,٠-	٠,٧-	٠,٩-	٠,٢	٠,١-	فجوة الناتج
٠,٥-	١,١-	١,١-	٠,٩-	١,٤-	٢,١-	٢,٥-	٢,٧-	٢,٧-	٣,٠-	الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>
٥٤,٣	٥٧,١	٥٦,٤	٥٦,٩	٥٨,٧	٦٠,٦	٦٠,٢	٥٩,٧	٥٨,٣	٥٨,٣	صافي الدين
٦٦,٧	٧٠,٦	٦٩,٩	٦٦,٥	٦٨,٦	٧٠,٣	٦٩,٧	٦٩,٣	٦٨,٢	٧٠,٣	إجمالي الدين
<b>ألمانيا<sup>٣</sup></b>										
—	٠,٨-	٠,٣-	٠,٢-	١,٥-	٣,٣-	٣,٨-	٤,٠-	٣,٧-	٢,٢-	الرصيد الفعلي
—	٠,٣-	١,٠	٠,٤	٠,٨-	٢,٣-	١,٩-	١,٧-	٠,٢-	٠,٢	فجوة الناتج
—	٠,٣-	٠,٨-	٠,٢-	١,٢-	٢,٣-	٢,٨-	٣,٢-	٢,٩-	١,٨-	الرصيد الهيكلي <sup>٢,٤</sup>
٥٥,٨	٥٦,٨	٥٦,١	٥٧,٧	٦٠,٢	٦١,٨	٦٠,٠	٥٧,٧	٥٤,٣	٤٦,٨	صافي الدين
٧٣,٥	٧٧,٠	٧٦,٤	٦٣,٢	٦٦,٠	٦٦,٤	٦٤,٧	٦٢,٨	٥٩,٦	٥٤,٣	إجمالي الدين
<b>فرنسا</b>										
١,٥-	٣,٩-	٣,٣-	٢,٧-	٢,٤-	٣,٠-	٣,٦-	٤,١-	٣,١-	٣,٧-	الرصيد الفعلي
—	٢,٧-	١,٠-	٠,٢	٠,١	—	٠,٢	٠,٢-	٠,٧	٠,٨-	فجوة الناتج
١,٥-	٢,٣-	٢,٧-	٢,٦-	٢,٣-	٣,٢-	٣,٥-	٣,٨-	٣,٥-	٣,١-	الرصيد الهيكلي <sup>٢,٤</sup>
٥٧,١	٥٧,٨	٥٥,٥	٥٤,٢	٥٣,٩	٥٦,٧	٥٥,٣	٥٣,٢	٤٩,١	٤٤,٨	صافي الدين
٦٦,٨	٦٧,٥	٦٥,٢	٦٣,٩	٦٣,٦	٦٦,٤	٦٥,٠	٦٢,٩	٥٨,٨	٥٤,١	إجمالي الدين
<b>إيطاليا</b>										
٢,٤-	٢,٩-	٢,٦-	١,٦-	٣,٤-	٤,٢-	٣,٥-	٣,٥-	٢,٩-	٥,٥-	الرصيد الفعلي
١,٠-	١,٦-	٠,٦-	٠,٢	٠,٢-	٠,٨-	٠,٢-	٠,٥-	٠,٧	٠,٥-	فجوة الناتج
١,٩-	٢,١-	٢,٣-	١,٨-	٣,٣-	٤,٠-	٣,٧-	٣,٤-	٤,١-	٥,٣-	الرصيد الهيكلي <sup>٢,٤</sup>
١٠١,٩	١٠٢,٥	١٠١,٣	١٠١,١	١٠٢,٧	١٠٢,٧	١٠٠,٨	١٠١,٥	١٠٢,١	١٠٩,٥	صافي الدين
١٠٤,٩	١٠٥,٥	١٠٤,٣	١٠٤,٠	١٠٦,٥	١٠٥,٨	١٠٣,٨	١٠٤,٤	١٠٥,٧	١١٤,٩	إجمالي الدين
<b>اليابان</b>										
٣,٢-	٣,٩-	٣,٤-	٢,٢-	٣,٨-	٥,٠-	٦,٢-	٨,٠-	٨,٠-	٤,٦-	الرصيد الفعلي
٣,١-	٣,٤-	٢,٧-	٢,٧-	٣,٨-	٥,٤-	٦,٦-	٨,١-	٧,٩-	٦,٢-	ما عدا الضمان الاجتماعي
—	١,٨-	٠,٧-	٠,٢	٠,٢-	٠,٩-	١,١-	١,٢-	٢,٣-	٠,٥-	فجوة الناتج <sup>٢</sup>
٣,٢-	٣,٢-	٣,١-	٣,٣-	٣,٧-	٤,٧-	٥,٧-	٧,١-	٧,٠-	٤,٤-	الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>
٣,١-	٣,٠-	٢,٦-	٢,٧-	٣,٨-	٥,٢-	٦,٤-	٧,٦-	٧,٣-	٦,٨-	ما عدا الضمان الاجتماعي
٩٩,٢	٩٧,٦	٩٤,٣	٩٠,٦	٨٨,٤	٨٤,٦	٨٢,٧	٧٦,٥	٧٢,٦	٣٧,٠	صافي الدين
١٩١,١	٢٠٠,٩	١٩٨,٦	١٩٥,٤	١٩٤,٧	١٩١,٦	١٧٨,١	١٦٧,٢	١٦٠,٩	١٠٨,٥	إجمالي الدين
<b>المملكة المتحدة</b>										
٣,٥-	٤,٤-	٣,٥-	٢,٧-	٢,٦-	٣,٣-	٣,٤-	٣,٣-	١,٩-	٣,٠-	الرصيد الفعلي
—	٣,٢-	١,١-	٠,٣	٠,١-	٠,٤-	٠,١	٠,١-	٠,١-	٠,٤-	فجوة الناتج <sup>٢</sup>
٢,٦-	٢,٨-	٢,٩-	٢,٨-	٢,٦-	٣,٠-	٣,٤-	٢,٩-	١,٩-	٢,٥-	الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>
٣٩,٧	٣٨,٥	٣٧,٦	٣٨,٣	٣٨,١	٣٧,٤	٣٥,٦	٣٣,٧	٣٢,٠	٣٧,١	صافي الدين
٤٥,٨	٤٤,٣	٤٣,٤	٤٤,١	٤٣,٣	٤٢,١	٤٠,٣	٣٨,٥	٣٧,٢	٤٢,٦	إجمالي الدين
<b>كندا</b>										
١,٢	٠,٦	٠,٧	١,٤	١,٣	١,٥	٠,٩	٠,١-	٠,١-	٢,٧-	الرصيد الفعلي
—	٢,٨-	١,٤-	٠,٦	٠,٥	٠,٠	٠,٢-	٠,٧-	٠,٢	٠,٢-	فجوة الناتج
١,٢	١,٧	١,٢	١,١	١,١	١,٥	١,٠	٠,٢-	٠,٢-	٢,٤-	الرصيد الهيكلي <sup>٢</sup>
١٢,٢	٢٠,٤	٢١,٥	٢٣,٢	٢٦,٤	٣٠,٠	٣٤,٥	٣٨,٧	٤٢,٦	٦٠,٤	صافي الدين
٤٣,١	٥٨,٤	٦٠,٧	٦٤,٢	٦٧,٩	٧٠,٥	٧٢,٤	٧٦,٦	٨٠,٦	٩٣,٥	إجمالي الدين

ملحوظة: يتناول الإطار ألف-١ في الملحق الإحصائي مناقشة المنهجية المتبعة في كل بلد والافتراضات المعنية بكل على حدة.  
١ بيانات الدين تشير إلى نهاية السنة. ولا تكون بيانات الدين قابلة للمقارنة عبر البلدان في كل الأحوال.  
٢ ٪ من إجمالي الناتج المحلي المحتمل.

٣ اعتباراً من بداية عام ١٩٩٥ ألت إلى الحكومة العامة مسؤولية التزامات الديون وخدمة ديون مؤسسة ترويهاندانشتات (Treuhandanstalt) (بالإضافة إلى عدة مؤسسات أخرى). وتعادل هذه الديون ٨٪ من إجمالي الناتج المحلي، بينما تعادل مدفوعات خدمتها ما يتراوح بين ٠,٥٪ و ١٪ من إجمالي الناتج المحلي.  
٤ لا يشمل الإيرادات المحققة لمرة واحدة من بيع تراخيص التليفونات المحمولة (بما يعادل ٢,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٠) و٠,١٪ من إجمالي الناتج المحلي عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٢ في فرنسا، و ١,٢٪ من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٠ في إيطاليا). ولا يشمل أيضاً الإيرادات المحققة لمرة واحدة من المعاملات الكبيرة في الأصول، لا سيما نسبة ٠,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٥ في فرنسا.

الجدول ألف-٩ موجز أحجام وأسعار التجارة العالمية  
(التغير السنوي %)

		متوسطات عشر سنوات										
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠٩-٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠	
<b>تجارة السلع والخدمات</b>												
<b>التجارة العالمية<sup>١</sup></b>												
٤.١	٤.٩	٧.٢	٩.٣	٧.٦	١٠.٧	٥.٤	٣.٥	٠.٣	١٢.٣	٦.٥	٦.٥	الحجم
٠.٢	١٥.٣	٨.١	٥.٠	٥.٦	٩.٧	١٠.٤	١.٢	٣.٦-	٠.٥-	٥.٠	—	مخفض الأسعار
٢.٠	١٠.٦	٣.٩	٥.٥	٥.٨	٣.٧	٢.١	٠.٦-	٠.١-	٣.١	٣.٦	٠.٧-	بالدولار الأمريكي
بوحدة حقوق السحب الخاصة												
<b>حجم التجارة</b>												
الصادرات												
٢.٥	٤.٣	٥.٩	٨.٤	٦.١	٩.١	٣.٣	٢.٤	٠.٥-	١١.٩	٥.٣	٦.٥	الاقتصادات المتقدمة
٧.٤	٦.٣	٩.٥	١١.٠	١٠.٨	١٣.٩	١٠.٥	٦.٩	٢.٦	١٣.٨	٩.٢	٧.٥	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
الواردات												
١.١	١.٩	٤.٥	٧.٥	٦.٤	٩.٤	٤.١	٢.٧	٠.٥-	١١.٩	٤.٨	٦.٤	الاقتصادات المتقدمة
١٠.٥	١١.٧	١٤.٢	١٤.٧	١٢.٠	١٦.٠	١٠.٠	٦.٢	٣.٢	١٣.٨	١١.٢	٦.٥	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
<b>معدلات التبادل التجاري</b>												
٠.١-	١.٨-	٠.٣	١.٢-	١.٥-	—	١.٠	٠.٨	٠.٤	٢.٦-	٠.٥-	—	الاقتصادات المتقدمة
٠.٩-	٥.٥	١.٧	٤.٩	٥.٢	٣.٠	١.١	٠.٣	٢.٣-	٦.٠	٢.٤	٠.٧-	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
<b>تجارة السلع</b>												
<b>التجارة العالمية<sup>١</sup></b>												
٤.٤	٥.٢	٦.٥	٩.٣	٧.٦	١٠.٩	٦.٣	٣.٧	٠.٤-	١٣.٠	٦.٦	٦.٧	الحجم
٠.١-	١٦.٠	٨.٢	٥.٧	٦.١	٩.٨	٩.٩	٠.٦	٣.٩-	٠.٢	٥.١	٠.٣-	مخفض الأسعار
١.٨	١١.٣	٤.٠	٦.١	٦.٤	٣.٨	١.٦	١.١-	٠.٤-	٣.٩	٣.٧	٠.٩-	بالدولار الأمريكي
بوحدة حقوق السحب الخاصة												
<b>أسعار التجارة العالمية بالدولار الأمريكي<sup>٢</sup></b>												
المصنوعات												
٠.٥	١٣.٨	٨.٨	٣.٧	٣.٦	٩.٥	١٤.٤	٢.١	٣.٤-	٥.٣-	٤.٦	٠.٣	النفط
٦.٣-	٥٠.٨	١٠.٧	٢٠.٥	٤١.٣	٣٠.٧	١٥.٨	٢.٥	١٣.٨-	٥٧.٠	١٨.٨	—	السلع أولية غير الوقود
٦.٢-	١٣.٣	١٤.١	٢٣.٢	٦.١	١٥.٢	٥.٩	١.٩	٤.٨-	٤.٢	٦.٩	٢.٢-	المواد الغذائية
٥.٨-	٢٩.٨	١٥.٢	١٠.٥	٠.٩-	١٤.٠	٦.٣	٣.٥	٢.٠-	٢.٥	٦.٩	٢.٣-	المشروبات
٧.١-	٢٧.٥	١٣.٨	٨.٤	١٨.١	٠.٩-	٤.٨	٢٤.٣	١٣.٣-	١٨.٤-	٤.٦	٠.٥-	المواد الخام الزراعية
٢.٧-	٣.٦	٥.٠	٨.٨	٠.٥	٤.١	٠.٦	٠.٢-	٣.٤-	٥.٥	٢.١	٠.٦-	المعادن
٨.٤-	١.٩-	١٧.٤	٥٦.٢	٢٢.٤	٣٤.٦	١١.٨	٣.٥-	١٠.٣-	١٣.٢	١١.٥	٤.١-	
<b>أسعار التجارة العالمية بوحدة حقوق السحب الخاصة<sup>٢</sup></b>												
المصنوعات												
٢.٤	٩.٢	٤.٥	٤.٢	٣.٩	٣.٦	٥.٧	٠.٤	٠.١	١.٨-	٣.٢	٠.٣-	النفط
٤.٦-	٤٤.٧	٦.٤	٢١.٠	٤١.٦	٢٣.٦	٧.١	٠.٨	١٠.٧-	٦٢.٨	١٧.٢	٠.٦-	السلع أولية غير الوقود
٤.٥-	٨.٧	٩.٦	٢٣.٨	٦.٣	٩.٠	٢.١-	٠.٢	١.٣-	٨.١	٥.٥	٢.٩-	المواد الغذائية
٤.١-	٢٤.٥	١٠.٧	١١.٠	٠.٧-	٧.٨	١.٧-	١.٨	١.٥	٦.٢	٥.٤	٢.٩-	المشروبات
٥.٤-	٢٢.٣	٩.٤	٨.٨	١٨.٣	٦.٣-	٣.١-	٢٢.٢	١٠.٢-	١٥.٤-	٣.٢	١.١-	المواد الخام الزراعية
٠.٩-	٠.٦-	٠.٩	٩.٣	٠.٨	١.٦-	٧.٠-	١.٩-	٠.١	٩.٤	٠.٧	١.٢-	المعادن
٦.٧-	٥.٩-	١٢.٨	٥٦.٩	٢٢.٧	٢٧.٣	٣.٣	٥.١-	٧.٠-	١٧.٤	١٠.٠	٤.٨-	
<b>أسعار التجارة العالمية باليورو<sup>٢</sup></b>												
المصنوعات												
١.٩	٢.٤	٠.٤-	٢.٩	٣.٤	٠.٤-	٤.٥-	٣.١-	٠.٣-	٩.٣	١.١	٠.٧	النفط
٥.٠-	٣٥.٦	١.٤	١٩.٥	٤١.٠	١٨.٩	٣.٣-	٢.٨-	١١.١-	٨١.٣	١٤.٨	٠.٤	السلع أولية غير الوقود
٤.٩-	١.٩	٤.٥	٢٢.٣	٥.٩	٤.٨	١١.٦-	٣.٣-	١.٨-	٢٠.٤	٣.٣	١.٩-	المواد الغذائية
٤.٥-	١٦.٨	٥.٦	٩.٦	١.١-	٣.٧	١١.٢-	١.٨-	١.١	١٨.٣	٣.٣	٢.٠-	المشروبات
٥.٨-	١٤.٧	٤.٢	٧.٥	١٧.٨	٩.٩-	١٢.٥-	١٧.٩	١٠.٥-	٥.٧-	١.١	٠.١-	المواد الخام الزراعية
١.٣-	٦.٨-	٣.٨-	٨.٠	٠.٣	١٦.٠-	١٦.٠-	٥.٤-	٠.٤-	٢١.٨	١.٣-	٠.٣-	المعادن
٧.١-	١١.٨-	٧.٥	٥٥.٠	٢٢.٢	٢٢.٤	٦.٧-	٨.٤-	٧.٤-	٣٠.٧	٧.٨	٣.٨-	

التجارة الخارجية: موجز

الجدول ألف-٩ (تتمة)

		متوسطات عشر سنوات										
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠٩-٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٠	
<b>تجارة السلع</b>												
<b>حجم التجارة</b>												
<b>الصادرات</b>												
٢,٦	٤,٣	٥,١	٨,٥	٥,٦	٨,٨	٣,٩	٢,٣	١,٣-	١٢,٧	٥,٢	٦,٤	الاقتصادات المتقدمة
٧,٤	٦,٩	٩,٢	١٠,٩	١٠,٩	١٤,٠	١١,٦	٧,٠	٢,٠	١٣,٩	٩,٣	٧,٥	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
٤,٣	٥,١	٤,٠	٤,٢	٥,٤	٨,٩	١٢,١	٣,٠	٠,٥	٧,٥	٥,٥	٢,٨	مصدرة للوقود
٨,٦	٧,٥	١١,٤	١٣,٦	١٢,٨	١٥,٨	١١,٥	٨,٣	٢,٦	١٥,٨	١٠,٧	٩,٥	مصدرة لغير الوقود
<b>الواردات</b>												
١,٤	٢,٣	٣,٨	٧,٨	٦,٣	٩,٧	٥,٠	٣,١	١,٤-	١٢,٦	٥,٠	٦,٧	الاقتصادات المتقدمة
١٠,٨	١١,٨	١٣,٢	١٢,٨	١٢,٥	١٧,٠	١١,٤	٦,٣	٣,١	١٤,٦	١١,٣	٦,٨	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
١٥,٨	١٧,٣	٢٠,٢	١٤,٢	١٧,٥	١٦,١	٩,٦	٨,٧	١٦,٠	١١,٣	١٤,٦	٠,٥-	مصدرة للوقود
٩,٧	١٠,٦	١١,٨	١٢,٥	١١,٦	١٧,٢	١١,٧	٥,٨	١,٠	١٥,١	١٠,٦	٩,٠	مصدرة لغير الوقود
<b>مخفضات الأسعار بوحدة حقوق السحب الخاصة</b>												
<b>الصادرات</b>												
١,٨	٩,٣	٣,٧	٤,٢	٣,٧	٣,٠	٢,٥	٠,٩-	٠,٢-	٠,٣	٢,٧	١,١-	الاقتصادات المتقدمة
١,٦	١٦,١	٥,٤	١٠,٨	١٣,٩	٧,٥	١,٤	٠,١	١,٠-	١٤,٨	٦,٩	—	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
١,١-	٣٣,١	٨,٠	١٨,١	٣٣,٢	١٧,١	٤,٢	٠,٦	٧,٣-	٤٣,٧	١٣,٨	٠,٥	مصدرة للوقود
٢,٦	٩,٦	٤,٣	٧,٨	٧,٠	٤,٣	٠,٥	٠,١-	١,٤	٦,١	٤,٣	٠,٢-	مصدرة لغير الوقود
<b>الواردات</b>												
١,٧	١٠,٩	٣,٥	٥,٦	٥,٦	٣,١	١,٢	١,٩-	٠,٨-	٣,٤	٣,٢	١,٤-	الاقتصادات المتقدمة
٢,٣	١٠,٦	٤,٢	٦,٦	٦,٨	٤,١	٠,٣	٠,٦-	١,١	٦,٦	٤,١	٠,٧	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
٢,٣	٨,١	٤,٦	٧,٨	٧,٣	٤,٢	٠,٧	٠,٩	٠,٤	١,٩	٣,٨	١,٠	مصدرة للوقود
٢,٢	١١,٢	٤,٢	٦,٣	٦,٧	٤,١	٠,٢	٠,٩-	١,٢	٧,٥	٤,٢	٠,٥	مصدرة لغير الوقود
<b>معدلات التبادل التجاري</b>												
٠,١	١,٤-	٠,٢	١,٤-	١,٨-	٠,١-	١,٢	١,٠	٠,٦	٣,٠-	٠,٥-	٠,٣	الاقتصادات المتقدمة
٠,٧-	٤,٩	١,١	٤,٠	٦,٧	٣,٣	١,٠	٠,٧	٢,١-	٧,٧	٢,٦	٠,٧-	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
<b>المجموعات الإقليمية</b>												
٣,٢-	١٦,٦	٣,٩	٩,٧	١٤,٤	٤,٠	٢,٨	٠,٢	٣,٥-	١٣,٧	٥,٦	٠,٤-	إفريقيا
٠,٥	٠,٦-	١,١	١,٥-	٠,٨-	١,٤	—	٠,٩	٣,٥	٣,٣-	٠,٢	٠,٦-	أوروبا الوسطى والشرقية
٣,٦-	١٧,٥	٢,٨	٨,٩	١٤,٦	١٢,١	٩,٠	٢,٠-	٢,٦-	٢٣,٣	٧,٧	٢,٢-	كومنولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>
١,٧	٢,٧-	٠,٧-	٠,١-	٠,٨-	١,٩-	٠,٦-	٠,٥	٠,٩	٣,٩-	٠,٨-	٠,٢-	آسيا النامية
٣,٢-	١٨,٦	١,٧	٥,٩	٢٥,٤	١٠,٦	٠,٨-	١,٧	٨,٣-	٣٩,٧	٨,٣	٠,٣	الشرق الأوسط
٢,٨-	٤,٣	٢,٢	٨,٨	٥,٨	٥,٩	٣,١	١,٧	٤,٢-	٧,٤	٣,١	٠,٩-	نصف الكرة الغربي
<b>المجموعات التحليلية</b>												
<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>												
٣,٣-	٢٣,١	٣,٢	٩,٥	٢٤,١	١٢,٤	٣,٤	٠,٢-	٧,٦-	٤١,١	٩,٧	٠,٥-	مصدرة للوقود
٠,٣	١,٤-	٠,١	١,٤	٠,٤	٠,٢	٠,٢	٠,٨	٠,١	١,٣-	٠,١	٠,٧-	مصدرة لغير الوقود
<b>للمتذكرة</b>												
<b>الصادرات العالمية بمليارات الدولارات الأمريكية</b>												
٢١,٦٢٢	٢٠,٧٧٠	١٧,١٣٠	١٤,٧٥٩	١٢,٨٣٤	١١,٢٩٩	٩,٣٠٩	٧,٩٩٢	٧,٦١٢	٧,٨٨٠	١٣,١٢١	٥,٧٥٥	السلع والخدمات
١٧,٥٦٠	١٦,٨٦٠	١٣,٧٥١	١١,٩٠٣	١٠,٢٩٥	٩,٠٢٢	٧,٤٢٩	٦,٣٥٥	٦,٠٧٦	٦,٣٤٩	١٠,٥٦٠	٤,٥٨٣	السلع
٦,٣-	٥٠,٨	١٠,٧	٢٠,٥	٤١,٣	٣٠,٧	١٥,٨	٢,٥	١٣,٨-	٥٧,٠	١٨,٨	—	متوسط سعر النفط <sup>٤</sup>
١٠٠,٥	١٠٧,٣	٧١,١	٦٤,٣	٥٣,٤	٣٧,٨	٢٨,٩	٢٥,٠	٢٤,٣	٢٨,٢	٥٤,٠٧	١٨,٢٠	بالدولار الأمريكي للبرميل
٠,٥	١٣,٨	٨,٨	٣,٧	٣,٦	٩,٥	١٤,٤	٢,١	٣,٤-	٥,٣-	٤,٦	٠,٣	قيمة وحدة الصادرات من المصنوعات <sup>٥</sup>

<sup>١</sup> متوسط التغير السنوي للصادرات والواردات العالمية كنسبة مئوية.

<sup>٢</sup> كما هي ممثلة، على التوالي، بمؤشر قيمة وحدة الصادرات من مصنوعات الاقتصادات المتقدمة؛ ومتوسط أسعار النفط الفورية لخام برنت المملكة المتحدة وخام دبي وخام غرب تكساس الوسيط؛ ومتوسط أسعار السوق العالمية للسلع الأولية غير الوقود مرجحاً بحصصها من صادرات السلع الأساسية العالمية في الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٤.

<sup>٣</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلداً عضواً في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

<sup>٤</sup> متوسط أسعار النفط الفورية لخام برنت المملكة المتحدة وخام دبي وخام غرب تكساس الوسيط.

<sup>٥</sup> للمصنوعات المصدرة من الاقتصادات المتقدمة.



الملحق الإحصائي

الجدول ألف-١٠ موجز أرصدة الحساب الجاري  
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	
١٩٩,٥-	٢٦٨,٦-	٤٣٠,٢-	٣٦٨,٨-	٤٥٤,٠-	٣٩٢,٢-	٢٠٦,١-	٢٠٩,٣-	٢١٣,٢-	٢٠٠,٩-	٢٦٤,٨-	الاقتصادات المتقدمة
٤٧٩,١-	٤٨٥,٩-	٦٦٤,١-	٧٣١,٢-	٧٨٨,١-	٧٢٩,٠-	٦٢٥,٠-	٥٢٣,٤-	٤٦١,٣-	٣٨٢,٤-	٤١٧,٤-	الولايات المتحدة
١٤,٦-	٥٤,٣-	٦٥,٥-	٢٩,٣	٣٢,٩	٤٦,٧	١٢٠,٣	٤٨,٤	٤٩,٨	٨,٣	٣٥,٢-	منطقة اليورو <sup>١</sup>
١٥٣,٣	١٧٩,٢	١٩٤,٣	٢١١,٠	١٧٠,٤	١٦٥,٧	١٧٢,١	١٣٦,٢	١١٢,٦	٨٧,٨	١١٩,٦	اليابان
١٤١,٠	٩٢,٤	١٠٥,٢	١٢٢,١	١٣٠,٨	١٢٤,٥	١٢٦,٥	١٢٩,٦	٨٥,٧	٨٥,٤	٦٨,٢	اقتصادات أخرى متقدمة <sup>٢</sup>
											للتذكرة
١٠٢,٨	٨١,٨	٨٤,١	١٠٦,١	٨٤,٤	٧٥,٠	٨١,٩	٨٠,٥	٥٥,٣	٤٧,٥	٣٨,٩	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة
٤٩٣,٣	٦١٢,٩	٧٨٤,٩	٦٣٤,٢	٦١٧,٠	٤٤٥,٩	٢١٥,١	١٤٤,٥	٧٦,٩	٤١,٢	٨٦,٥	اقتصادات الأسواق الصاعدة والبلدان النامية
											المجموعات الإقليمية
٤٦,٧-	٣,٦	٤٠,١	٤,٠	٢٧,٨	١٥,٦	٢,١	٤,١-	٨,٨-	١,٠	٨,١	إفريقيا
٢١٨,٥-	١٧٤,٢-	١٦٤,٤-	١٢٠,٧-	٨٧,٧-	٥٩,٤-	٥٧,٦-	٣٦,٨-	٢٣,١-	١٥,٥-	٣١,٤-	أوروبا الوسطى والشرقية
١٠٦,٩-	٨٠,٩	١٢٧,٩	٧٤,٣	٩٧,٧	٨٨,٣	٦٣,٨	٣٦,٠	٣٠,٣	٣٣,٠	٤٨,٣	كومنولث الدول المستقلة <sup>٣</sup>
٦٩٧,٣	٤١٠,٢	٣٨٠,٠	٤٠٣,٤	٢٧٧,٦	١٦١,٥	٨٩,٣	٨٢,٥	٦٤,٦	٣٦,٦	٣٨,٦	آسيا النامية
٢٨٠,٣	٣٦٥,٠	٤٣٨,٦	٢٥٧,٠	٢٥٣,٩	٢٠٤,٧	٩٧,٠	٥٩,١	٣٠,٣	٣٩,٩	٧١,٥	لشرق الأوسط
١١٢,١-	٧٢,٦-	٣٧,٣-	١٦,٢	٤٧,٧	٣٥,٢	٢٠,٦	٧,٨	١٦,٣-	٥٣,٩-	٤٨,٥-	نصف الكرة الغربي
											للتذكرة
٢٤٣,٠-	٢٢٣,٠-	٢٣٢,١-	١١١,٠-	٦٠,٥-	١٠,٧-	٦٥,٠	٢١,٢	١٨,٧	٢٥,٣-	٨٢,٩-	الاتحاد الأوروبي
											المجموعات التحليلية
											حسب مصدر إيرادات التصدير
٢٣٩,٥	٥٥٨,٨	٧١١,٣	٤٠٥,٥	٤٣٩,٦	٣٥٣,٩	١٨٥,٨	١٠٦,٤	٦١,٦	٨٣,٥	١٥١,٧	الوقود
٢٥٣,٨	٥٤,١	٧٣,٦	٢٢٨,٦	١٧٧,٥	٩٢,٠	٢٩,٤	٣٨,١	١٥,٣	٤٢,٣-	٦٥,٢-	غير الوقود
٥,٢-	٤,٣-	١,٧-	١٠,٣	٩,٢	٠,٩	٠,٢	٣,٠-	٤,٦-	٣,٨-	٢,٥-	منها: منتجات أولية
											حسب مصدر التمويل الخارجي
٥٠٣,٩-	٣٧١,٦-	٣٢٢,٠-	١٧٩,٤-	١٠٤,٤-	٩٩,٨-	٦٨,٦-	٣٠,٧-	٣٤,٥-	٧٢,٥-	٩٥,٩-	بلدان المركز المدين الصافي
٣٢,٥-	٢٧,٧-	٢٦,٧-	١٧,٠-	٦,٥-	٦,٢-	٥,٥-	٥,٨-	٤,٢-	٣,٩-	٥,١-	منه: تمويل رسمي
											بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين
٦٧,٤-	٤٨,٣-	٣٦,٨-	١٤,٧-	٠,٧	٩,٧-	٠,١	١٥,٠	١٢,١	٥,٢-	٨,٤-	بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٢-٢٠٠٦
٢٩٣,٨	٣٤٤,٣	٣٥٤,٧	٢٦٥,٣	١٦٣,٠	٥٣,٧	٩,٠	٦٤,٨-	١٣٦,٣-	١٥٩,٧-	١٧٨,٤-	العالم <sup>١</sup>
											للتذكرة
٠,٥	٠,٨	٠,٩	٠,٨	٠,٦	٠,٢	—	٠,٣-	٠,٨-	١,٠-	١,١-	كنسبة مئوية من مجموع معاملات الحساب الجاري العالمي
٠,٤	٠,٥	٠,٦	٠,٥	٠,٣	٠,١	—	٠,٢-	٠,٤-	٠,٥-	٠,٦-	كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي العالمي

<sup>١</sup> تشمل السهو والخطأ وعدم الاتساق في إحصاءات موازين مدفوعات الحساب الجاري، وكذلك البيانات المستبعدة المتعلقة بالمنظمات الدولية وعدد محدود من البلدان. وهي محسوبة على أساس حاصل رصيد فرادى بلدان منطقة اليورو. راجع «تصنيف البلدان» في مقدمة هذا الملحق الإحصائي.

<sup>٢</sup> في هذا الجدول، تعني «اقتصادات أخرى متقدمة» الاقتصادات المتقدمة ما عدا الولايات المتحدة وبلدان منطقة اليورو واليابان.

<sup>٣</sup> تدخل مغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الحساب الجاري: الاقتصادات المتقدمة

الجدول ألف-١١ الاقتصادات المتقدمة: رصيد الحساب الجاري  
(% من إجمالي الناتج المحلي)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	
٠,٤-	٠,٦-	١,٠-	٠,٩-	١,٣-	١,١-	٠,٦-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٨-	١,٠-	الاقتصادات المتقدمة
٢,٨-	٣,٣-	٤,٦-	٥,٣-	٦,٠-	٥,٩-	٥,٣-	٤,٨-	٤,٤-	٣,٨-	٤,٣-	الولايات المتحدة
٠,١-	٠,٤-	٠,٥-	٠,٢	٠,٣	٠,٥	١,٢	٠,٦	٠,٧	٠,١	٠,٦-	منطقة اليورو <sup>١</sup>
٦,٥	٦,٨	٧,٣	٧,٦	٦,١	٥,٢	٤,٧	٢,٠	٢,٠	—	١,٧-	ألمانيا
٢,٩-	٢,٧-	٢,٨-	١,٢-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٦	٠,٨	١,٤	١,٩	١,٦	فرنسا
١,٠-	٢,٤-	٢,٨-	٢,٥-	٢,٦-	١,٦-	٠,٩-	١,٣-	٠,٨-	٠,١-	٠,٥-	إيطاليا
٥,٦-	٧,٧-	١٠,١-	١٠,١-	٨,٩-	٧,٤-	٥,٣-	٣,٥-	٣,٣-	٣,٩-	٤,٠-	إسبانيا
٤,٢	٥,١	٥,٦	٦,٨	٨,٢	٧,١	٧,٥	٥,٥	٢,٥	٢,٤	١,٩	هولندا
٠,٩-	١,١-	—	٢,١	٢,٧	٢,٦	٣,٥	٤,١	٤,٦	٣,٤	٤,٠	بلجيكا
٢,١	٢,٤	٢,٨	٣,٢	٢,٤	٢,٠	٢,١	١,٧	٢,٧	٠,٨-	٠,٧-	النمسا
٢,٣	٢,٩	٣,٤	٤,٦	٤,٦	٣,٦	٦,٥	٥,١	٨,٨	٨,٦	٨,١	فنلندا
١١,٥-	١٤,١-	١٤,٠-	١٤,١-	١١,١-	٧,٤-	٥,٨-	٦,٦-	٦,٥-	٧,٢-	٧,٨-	اليونان
١١,٢-	١٢,٧-	١٢,٠-	٩,٨-	١٠,١-	٩,٥-	٧,٦-	٦,١-	٨,١-	٩,٩-	١٠,٢-	البرتغال
٣,٢-	٤,٤-	٥,٠-	٥,٤-	٣,٦-	٣,٥-	٠,٦-	—	١,٠-	٠,٦-	٠,٤-	أيرلندا
٥,٨	٨,٢	٨,٦	٩,٩	١٠,٥	١١,١	١١,٩	٨,٢	١٠,٥	٨,٨	١٣,٢	لكسمبرغ
٣,٧-	٤,٧-	٤,٧-	٤,٩-	٢,٨-	٢,٠-	٢,٧-	٠,٨-	١,٠	٠,٢	٢,٧-	سلوفينيا
٤,٥-	٧,٨-	٩,٧-	٩,٧-	٥,٩-	٥,٦-	٥,٠-	٢,٢-	٣,٧-	٣,٣-	٥,٢-	قبرص
٣,٥-	٦,٤-	٧,٧-	٥,٤-	٨,٢-	٨,٧-	٥,٨-	٣,١-	٢,٥	٤,١-	١٣,١-	مالطة
٢,٨	٣,٧	٤,٠	٤,٨	٣,٩	٣,٦	٣,٧	٣,٢	٢,٩	٢,١	٢,٦	اليابان
٣,٠-	٣,٤-	٣,٦-	٣,٨-	٣,٤-	٢,٦-	٢,١-	١,٦-	١,٧-	٢,١-	٢,٦-	المملكة المتحدة
١,٣	—	٠,٩	٠,٩	١,٤	١,٩	٢,٣	١,٢	١,٧	٢,٣	٢,٧	كندا
—	٠,٧-	١,٣-	٠,٦	٠,٦	١,٩	٤,١	٢,٠	١,٠	١,٧	٢,٤	كوريا
٥,٠-	٤,٣-	٤,٩-	٦,٢-	٥,٣-	٥,٨-	٦,١-	٥,٣-	٣,٧-	٢,٠-	٣,٨-	أستراليا
٤,٩	٦,٥	٧,٨	٨,٦	٧,٢	٤,٩	٦,٠	١٠,٠	٨,٩	٦,٥	٢,٨	مقاطعة تايوان الصينية
٤,١	٥,٨	٦,٤	٨,٥	٨,٥	٦,٨	٦,٧	٧,٢	٥,٠	٤,٣	٤,٠	السويد
١٢,٠	٨,٧	٩,٣	١٦,٦	١٤,٧	١٣,٦	١٢,٩	١٢,٩	٨,٣	٧,٨	١٢,٣	سويسرا
٦,٧	١٠,٣	١١,٧	١٣,٥	١٢,١	١١,٤	٩,٥	١٠,٤	٧,٦	٥,٩	٤,١	منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة
١,٧	١,٨	١,٣	١,١	٢,٩	٤,٤	٣,١	٣,٤	٢,٥	٣,١	١,٤	الدانمرك
١٧,٧	١٨,٠	١٩,١	١٥,٤	١٧,٣	١٦,٣	١٢,٧	١٢,٣	١٢,٦	١٦,١	١٥,٠	النرويج
١,٥	٠,٥	٠,٤	٣,٢	٥,٩	٣,٢	٢,٤	١,٢	٠,٨-	١,١-	٠,٨-	إسرائيل
١٧,٥	١٧,٠	١٩,١	٢٤,٣	٢١,٨	١٨,٦	١٦,٧	٢٣,٢	١٢,٦	١٢,٥	١١,٦	سنغافورة
٥,٦-	٨,١-	٩,٣-	٨,٢-	٨,٧-	٨,٥-	٦,٤-	٤,٣-	٣,٩-	٢,٨-	٥,١-	نيوزيلندا
٥,٥-	١٣,٧-	١٨,٢-	١٤,٦-	٢٥,٤-	١٦,١-	٩,٨-	٤,٨-	١,٥	٤,٣-	١٠,٢-	آيسلندا
											للتذكيرة
٠,٧-	٠,٩-	١,٣-	١,٥-	٢,٠-	١,٨-	١,٤-	١,٥-	١,٥-	١,٤-	١,٦-	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٠,٢-	٠,٥-	٠,٥-	٠,٣	—	٠,٢	٠,٨	٠,٤	٠,٨	٠,٣-	١,٥-	منطقة اليورو <sup>٢</sup>
٤,٠	٤,٣	٤,٧	٦,٢	٥,٣	٥,٢	٦,٤	٦,٩	٥,٠	٤,٦	٣,٥	الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة

<sup>١</sup> محسوبا على أساس حاصل أرضة فرادى بلدان منطقة اليورو.

<sup>٢</sup> مصححا لإبلاغ أوجه التفاوت في المعاملات داخل كل منطقة.

الجدول ألف-١٢ الاقتصادات الصاعدة والنامية: حسب البلد: رصيد الحساب الجاري  
(% من إجمالي الناتج المحلي)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	
٢,٢-	٠,٢	٣,٠	٠,٤	٢,٩	١,٩	٠,٣	٠,٧-	١,٩-	٠,٢	١,٨	إفريقيا
١٠,٤	١٩,٨	٢٨,١	٢٢,٨	٢٤,٨	٢٠,٦	١٣,١	١٣,٠	٧,٧	١٢,٩	١٦,٧	الجزائر
١٠,٧	١٥,٩	١٨,٠	١١,٣	٢٣,٣	١٦,٨	٣,٥	٥,٢-	١,٣-	١٦,٠-	٨,٧	أنغولا
٥,٥-	٨,١-	٩,٨-	٦,٧-	٥,٧-	٥,٥-	٧,٢-	٨,٣-	٨,٤-	٦,٤-	٧,٧-	بنن
١١,٣	٧,٦	٩,٣	١٥,٩	١٧,٦	١٤,٨	٣,٦	٥,٦	٣,٣	٩,٩	٨,٨	بوتسوانا
٨,٧-	١٢,١-	١٢,٧-	٨,٣-	٩,٦-	١١,٧-	١٠,٦-	٨,٧-	١٠,٠-	١١,٢-	١٢,٣-	بوركينافاسو
١٠,٨-	١٤,٨-	٢١,٩-	١٦,٠-	١٤,٥-	١,٢-	٨,٤-	٤,٦-	٣,٥-	٤,٦-	٨,٦-	بوروندي
٤,٩-	١,١-	١,٢	١,٩-	٠,٦	٣,٤-	٣,٨-	١,٨-	٥,١-	٣,٦-	١,٤-	الكاميرون
١٠,٧-	١٠,٩-	١٠,٦-	٩,١-	٥,٠-	٣,٤-	١٤,٤-	١١,٢-	١١,٢-	١٠,٧-	١٠,٩-	الرأس الأخضر
٥,٦-	٥,٩-	٦,٣-	٤,٤-	٢,٧-	٦,٢-	٠,٤	٢,٢-	١,٦-	١,٧-	١,٣-	جمهورية إفريقيا الوسطى
٢,٩-	١,٨-	١٠,٠	١,٧	١٠,٦-	٣,١	١٦,٧-	٤٧,٨-	٩٣,٨-	٣١,٣-	١٥,٤-	تشاد
٧,٩-	٩,٥-	٨,١-	٦,٧-	٦,١-	٧,٢-	٤,٦-	٣,٢-	١,٧-	٣,٠	١,٧	جزر القمر
٤,٧-	١٢,٦-	١,٩-	١,٨-	٢,٤-	١٠,٤-	٢,٤-	١,٠	١,٦-	٤,٠-	٤,٠-	جمهورية الكونغو الديمقراطية
٩,٤	٢١,٤	١٠,٧	١٩,٣-	٢,٣	٥,٣	١٢,٧	٤,١-	٠,٦	٥,٦-	٧,٩	جمهورية الكونغو
٤,٩-	٠,٦-	٣,٨	٠,٧-	٢,٨	٠,٢	١,٦	٢,١	٦,٧	٠,٦-	٢,٨-	كوت ديفوار
١٣,٨-	٣٢,٩-	٣٣,٥-	٢٤,٨-	١٤,٧-	٣,٢-	١,٣-	٣,٤	١,٦-	٢,٩-	٩,٠-	جيبوتي
٣,٨	٢,٨	١٢,٥	٤,٣	٧,١	٦,٢-	٢١,٦-	٣٣,٣-	٠,٩	٤١,٢-	١٥,٨-	غينيا الاستوائية
٢,٦	٢,١	٣,٠-	٣,٧-	٣,٦-	٠,٣	٠,٧-	٩,٧	٦,٨	٤,٦-	٠,٦-	إريتريا
٤,٧-	٥,٢-	٥,٠-	٤,٥-	٩,١-	٦,٠-	٤,٠-	١,٤-	٤,٧-	٣,٠-	٤,٢-	إثيوبيا
٦,٨	١٨,١	١٧,٠	١٤,٨	١٨,٧	٢٢,٩	١١,٢	٩,٥	٦,٨	١١,٠	١٩,٧	غابون
١١,١-	١٢,٥-	١٣,٩-	١٢,٥-	١١,٥-	١٥,١-	٦,١-	٥,١-	٢,٨-	٢,٦-	٣,١-	غامبيا
١٢,٢-	١٣,٢-	١٣,١-	١٠,٩-	٩,٠-	٧,٠-	٢,٨-	١,٧	٠,٥	٥,٣-	٨,٤-	غانا
٦,٧-	٦,٧-	٦,٣-	٢,٠-	٠,٥	٠,٦-	١,٩-	٠,٢-	٢,٥-	٢,٧-	٦,٤-	غينيا
١١,٨-	١١,٦-	٠,٢	٢,٢-	١٣,٩-	٥,١-	١,٨	٢,٨-	١٠,٧-	٢٢,١-	٥,٦-	غينيا-بيساو
٤,١-	٤,٥-	٦,١-	٣,١-	٢,٣-	٠,٨-	٠,١	٠,٢-	٢,٢	٣,١-	٢,٣-	كينيا
٣,٠-	١,٤-	٠,١	٣,٦	٤,٤	٧,٣-	٥,٦-	١٢,٣-	٢٠,١-	١٢,٥-	١٨,٠-	ليسوتو
١١,٠-	٤٣,٩-	٦٥,٩-	١٨,٧-	٢٤,٥-	٣٩,١-	٢٦,٢-	٣٥,٤-	١٨,٢-	٢٥,٠-	١٩,٢-	ليبيريا
٦,٥-	٢١,٢-	٢٣,١-	١٣,٩-	٨,٤-	١٠,٦-	٨,٨-	٤,٧-	٦,٠-	١,٣-	٥,٦-	مدغشقر
٧,٣-	٥,٤-	٨,٢-	٢,١-	٦,٤-	١٠,١-	٧,٣-	٥,٨-	١٢,٥-	٦,٨-	٥,٣-	ملدي
٣,٤-	٦,٩-	٦,٦-	٣,٧-	٨,٣-	٤,٦-	٨,٤-	٦,٢-	٣,١-	١٠,٤-	١٠,٠-	مالي
٥,٤	٣,٠-	٦,٣-	١١,٤-	١,٣-	٤٧,٢-	٣٤,٦-	١٣,٦-	٣,٠	١١,٧-	٩,٠-	موريتانيا
٣,٥-	٦,٦-	٤,٧-	٨,٠-	٥,٣-	٣,٥-	٠,٨	٢,٤	٥,٧	٣,٤	١,٥-	موريشيوس
٠,١-	٠,٣-	٠,٤	٠,١-	٢,٢	١,٨	١,٧	٣,٢	٣,٦	٤,٣	١,٣-	المغرب
١٢,١-	١٣,٣-	١٣,٦-	٩,٥-	٩,٢-	١١,٤-	٨,٩-	١٥,٥-	١٨,٨-	١٧,٦-	١٦,٢-	جمهورية موزامبيق
٦,٣	١٢,٤	١٤,٠	١٨,٢	١٦,٠	٥,٥	٨,٢	٦,٧	٣,٧	١,٩	٩,٠	ناميبيا
٧,٦-	٢٠,٦-	١٠,٧-	٧,٧-	٨,٦-	٩,٣-	٧,٨-	٨,٣-	٦,٦-	٥,١-	٦,٧-	النيجر
٣,٥-	٠,٦	٦,٢	٢,١	٩,٥	٧,١	٥,٠	٦,١-	١٣,١-	٤,٩	١١,٧	نيجيريا
١٠,١-	١٢,٤-	٩,٣-	٥,٠-	٧,٣-	١,١-	١,٩-	١٢,٤-	١٠,٧-	٦,٠-	٦,٥-	رواندا
٣٠,٢-	٣٤,٥-	٢٩,٦-	٣٠,٢-	٤١,٣-	١٠,٣-	١٦,٨-	١٣,٩-	١٧,٠-	٢٢,٧-	١٧,٥-	سان تومي وبرينسيبي
١٢,١-	١١,٤-	١١,١-	١٠,٤-	٩,٤-	٧,٨-	٦,١-	٦,١-	٥,٦-	٤,٣-	٦,٥-	السنغال
٤٤,٠-	٣٥,١-	٣٨,٣-	٣٧,٠-	١٧,٢-	٢٣,٦-	٧,٠-	٠,٤	١٦,٣-	٢٣,٤-	٧,٣-	سيشيل
٣,٢-	٤,٢-	٦,٣-	٣,٨-	٣,٥-	٧,١-	٥,٨-	٤,٨-	٢,٠-	٦,٣-	٨,٨-	سيراليون
٨,٣-	٨,١-	٨,٠-	٧,٣-	٦,٥-	٤,٠-	٣,٢-	١,١-	٠,٨	٠,٣	٠,١-	جنوب إفريقيا
٥,٨-	٦,٧-	٦,٣-	١٢,٦-	١٥,٢-	١١,١-	٦,٥-	٧,٩-	١٠,٣-	١٢,٧-	٨,٤-	السودان
٢,٦-	٢,٠-	٥,٣-	١,٤-	٧,٤-	٤,١-	٣,١	٦,٨	٤,٨	٤,٣-	٤,٩-	سوازيلند
٩,٨-	١٠,٠-	٩,٨-	٩,٠-	٧,٧-	٤,١-	٣,٦-	٤,٢-	٦,٢-	٤,٥-	٤,٨-	تنزانيا
٦,٥-	٨,٥-	٩,٦-	٦,٤-	٦,٠-	٥,٣-	٣,٠-	٤,٢-	٥,٥-	٩,٣-	٩,٠-	توغو
٢,٧-	٣,٥-	٣,٤-	٢,٦-	٢,٠-	١,١-	١,٩-	٢,٩-	٣,٦-	٥,١-	٤,٢-	تونس
٣,٧-	٥,٨-	٣,٤-	٣,٤-	٣,٥-	٤,٥-	٣,٠-	٥,٥-	٤,٦-	٣,٧-	٦,٧-	أوغندا
٣,٦-	٦,٦-	٩,٥-	٧,١-	٠,٧-	١٠,٠-	١١,٧-	١٤,٧-	١٣,٨-	١٩,٩-	١٨,٢-	زامبيا
...	...	...	٣,٥-	٧,٠-	١٠,٢-	٧,٨-	٦,٠-	٣,١-	٠,٧-	٠,٦	زمبابوي

الحساب الجاري: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-١٢ (تابع)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	
٦,٧-	٧,٢-	٧,١-	٦,٦-	٦,٠-	٤,٦-	٥,٢-	٤,١-	٣,٢-	٢,٥-	٤,٨-	أوروبا الوسطى والشرقية
٥,٠-	٧,١-	١٠,٥-	٩,٢-	٥,٦-	٦,١-	٤,٠-	٥,٢-	٧,٢-	٣,٧-	٣,٧-	ألبانيا
١٣,٠-	١٣,٥-	١٥,٨-	١٢,٧-	٨,٤-	١٨,٠-	١٦,٣-	١٩,٤-	١٧,٨-	١٢,٥-	٦,٩-	البوسنة والهرسك
١٢,٩-	٢١,٥-	٢٤,٤-	٢١,٤-	١٥,٦-	١٢,٠-	٦,٦-	٥,٥-	٢,٤-	٥,٦-	٥,٦-	بلغاريا
٧,٢-	١٠,٢-	١٠,١-	٨,٦-	٧,٩-	٦,٣-	٥,٠-	٦,٢-	٨,٤-	٣,٧-	٢,٩-	كرواتيا
٢,٨-	٢,٥-	٢,٢-	١,٨-	٢,٦-	١,٣-	٥,٣-	٦,٣-	٥,٧-	٥,٣-	٤,٧-	الجمهورية التشيكية
٩,٣-	٨,٧-	١٠,٨-	١٨,١-	١٦,٧-	١٠,٠-	١١,٧-	١١,٣-	١٠,٦-	٥,٢-	٥,٤-	إستونيا
٦,٥-	٦,١-	٥,٥-	٥,٠-	٦,١-	٦,٨-	٨,٤-	٧,٩-	٧,٠-	٦,٠-	٨,٤-	هنغاريا
٥,٣-	٨,٣-	١٥,١-	٢٢,٩-	٢٢,٧-	١٢,٤-	١٢,٨-	٨,٢-	٦,٧-	٧,٥-	٤,٧-	لاتفيا
٨,٣-	٨,٧-	١٤,٩-	١٤,٦-	١٠,٧-	٧,١-	٧,٧-	٦,٩-	٥,٢-	٤,٧-	٥,٩-	ليتوانيا
٨,٩-	١٣,٨-	١٤,٠-	٣,٠-	٠,٩-	٢,٦-	٨,٤-	٤,١-	٩,٤-	٧,٢-	١,٩-	جمهورية مقدونيا اليوغوسلافية السابقة
١٦,٧-	٣٦,٨-	٣٩,٦-	٣٩,٦-	٢٤,٧-	٨,٥-	٧,٢-	٦,٨-	...	...	...	الجزيل الأسود
٥,٩-	٥,٧-	٤,٧-	٣,٨-	٢,٧-	١,٢-	٤,٠-	٢,١-	٢,٥-	٢,٨-	٥,٨-	بولندا
١٢,٧-	١٣,٣-	١٣,٨-	١٤,٠-	١٠,٤-	٨,٩-	٨,٤-	٥,٨-	٣,٣-	٥,٥-	٣,٧-	رومانيا
١٥,٤-	١٩,٣-	١٨,٦-	١٥,٩-	١٠,٠-	٨,٧-	١٢,١-	٧,٢-	٨,٢-	٢,٥-	١,٨-	صربيا
٣,٠-	٤,٧-	٥,١-	٥,٤-	٧,١-	٨,٥-	٧,٨-	٥,٩-	٨,٠-	٨,٣-	٣,٣-	الجمهورية السلوفاكية
٥,٥-	٦,٧-	٦,٥-	٥,٧-	٦,٠-	٤,٦-	٣,٧-	٢,٥-	٠,٣-	٢,٠	٣,٧-	تركيا
٢,٣-	٣,٠	٥,٥	٤,٤	٧,٥	٨,٨	٨,٢	٦,٣	٦,٥	٨,٠	١٣,٧	كومنولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>
٣,٢-	٣,٤	٦,٥	٥,٩	٩,٥	١١,٠	١٠,١	٨,٢	٨,٤	١١,١	١٨,٠	روسيا
١,١	١,٨	٢,٣	٠,٥-	١,١	١,٦	٢,٣	٠,٤	١,٠	٠,٩-	١,٥	ما عدا روسيا
٨,١-	١٠,٨-	٩,٧-	٦,٤-	١,٨-	١,٠-	٠,٥-	٦,٨-	٦,٢-	٩,٥-	١٤,٦-	أرمينيا
١٢,٠	٣٨,٦	٣٨,٣	٢٨,٩	١٧,٧	١,٣	٢٩,٨-	٢٧,٨-	١٢,٣-	٠,٩-	٣,٥-	أذربيجان
٧,٢-	٨,٠-	٥,٩-	٦,٨-	٣,٩-	١,٤	٥,٢-	٢,٤-	٢,٢-	٣,٣-	٣,٢-	بيلاروس
١١,٩-	١٨,٧-	٢٠,٨-	٢٠,٠-	١٥,٩-	١١,٩-	٨,٩-	٨,٦-	٦,٨-	٦,٤-	٧,٩-	جورجيا
٣,٣	٣,٣	٤,٣	٦,٩-	٢,٤-	١,٨-	٠,٨	٠,٩-	٤,٢-	٥,٤-	٣,٠	كازاخستان
٢,٠-	٥,٤-	٤,٢-	٠,٢-	٣,١-	٢,٨	٤,٩	١,٧	٤,٠-	١,٥-	٤,٣-	جمهورية قيرغيزستان
١٦,٤-	١٩,١-	١٩,٩-	١٧,٠-	١١,٨-	١٠,٣-	٢,٣-	٦,٦-	١,٢-	١,٨-	٧,٦-	مولدوفا
٠,١	١٢,٦-	١٢,٦-	٢,٥	٧,٠	١,١	١,٣	٧,١-	٨,٧-	١٣,٠-	٥,٠-	منغوليا
٤,٥-	٨,١-	٨,٥-	١١,٢-	٢,٨-	٢,٧-	٣,٩-	١,٣-	٣,٥-	٤,٩-	١,٦-	طاجيكستان
٣٥,٦	٣٣,٠	٢٦,٥	١٥,٤	١٥,٧	٥,١	٠,٦	٢,٧	٦,٧	١,٧	٨,٢	تركمانستان
٥,٧-	٩,٢-	٧,٢-	٣,٧-	١,٥-	٢,٩	١٠,٦	٥,٨	٧,٥	٣,٧	٤,٧	أوكرانيا
٨,٤	١٢,٨	١٦,٨	١٩,١	١٧,٢	١٣,٦	١٠,١	٨,٧	١,٢	١,٠-	١,٨	أوزبكستان

الجدول ألف-١٢ (تابع)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	
٥,٨	٥,٢	٥,٤	٧,٠	٥,٩	٤,٠	٢,٦	٢,٧	٢,٤	١,٥	١,٧	آسيا النامية
٤,٦-	٣,٠-	٠,٩	٠,٨	٤,٩-	٢,٨-	٤,٩-	١٥,٧-	٣,٧-	...	...	جمهورية أفغانستان الإسلامية
٠,٥-	٠,٩	١,٠	١,١	١,٢	—	٠,٣-	٠,٣	٠,٣	٠,٩-	١,٤-	بنغلاديش
٢٨,٦-	٢,٨	١١,٧	١١,٠	٤,٣-	٣٠,٤-	١٧,٩-	٢٣,٦-	١٥,٨-	٨,٥-	٩,٠-	بوتان
٥٦,٧	٥٥,٦	٥٥,٠	٤٨,٨	٥٦,٣	٥٢,٨	٤٨,٦	٤٧,٧	٤١,٢	٤٨,٤	٥٠,٠	بروني دار السلام
٥,٧-	٩,٨-	١٠,٣-	٣,٦-	١,١-	٤,٢-	٢,٢-	٣,٦-	٢,٤-	١,١-	٢,٨-	كمبوديا
٩,٩	٩,٢	٩,٥	١١,٣	٩,٤	٧,٢	٣,٦	٢,٨	٢,٤	١,٣	١,٧	الصين
١٥,٠-	٢١,٤-	٢١,٣-	١٥,٥-	٢٢,٦-	١٤,٠-	١٣,٦-	٦,١-	١,٢-	٧,٠-	٥,٦-	فيجي
٢,١-	٣,١-	٢,٨-	١,٤-	١,١-	١,٣-	٠,١	١,٥	١,٤	٠,٣	١,٠-	الهند
٢,٠-	٠,١-	٠,١	٢,٥	٣,٠	٠,١	٠,٦	٣,٥	٤,٠	٤,٣	٤,٨	إندونيسيا
٥٣,٦-	٤٧,٠-	٤٣,٧-	٣١,١-	٢٧,٦-	٤٢,٢-	٣,٤-	١٢,٦	١٠,٥	٢٢,٢	١,٢-	كيريباتي
٦,٥-	١٦,٥-	١٦,٣-	١٧,٣-	١٠,٨-	١٧,٤-	١٦,٩-	١٢,١-	١١,٦-	١٢,٨-	٩,١-	جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية
١١,٢	١٣,٢	١٤,٨	١٥,٦	١٦,١	١٤,٥	١٢,١	١٢,٠	٨,٠	٧,٩	٩,٠	ماليزيا
٤,٠-	٣٧,٠-	٤٨,٣-	٤٥,٠-	٤٠,٣-	٣٥,٩-	١٦,٢-	٤,٦-	٥,٦-	٩,٤-	٨,٢-	ملديف
٤,٨-	١,٦	٣,٦	٦,٨	٩,٥	٣,٧	٢,٤	١,٠-	٠,٢	٢,٤-	٠,٨-	ميانمار
٠,٦-	١,٧	١,٩	٠,٥	٢,٢	٢,٠	٢,٧	٢,٤	٤,٢	٤,٥	٢,٩	نيبال
٣,٥-	٦,٤-	٨,٧-	٤,٨-	٣,٩-	١,٤-	١,٨	٤,٩	٣,٩	٠,٤	٠,٣-	باكستان
٣,٧-	١,٧	٣,٣	٤,٣	٢,٩	٤,٢	٢,٢	٤,٥	١,٠-	٦,٥	٨,٥	بابوا غينيا الجديدة
٠,٥	٢,٢	٢,٤	٤,٤	٤,٥	٢,٠	١,٩	٠,٤	٠,٤-	٢,٤-	٢,٩-	الفلبين
٠,٢	٨,٤-	٩,٤-	٦,١-	٤,٦-	١,٦-	٦,٨-	٩٥,٣-	١,١-	٠,١	١,٠	ساموا
١١,٩-	٩,٦-	٦,٨-	٢,٨-	٥,٦-	٩,٨-	٢٣,٥	٩,١	٦,٥-	٩,٤-	١٠,١-	جزر سليمان
٧,٠-	٧,١-	٧,٥-	٤,٢-	٥,٣-	٢,٧-	٣,١-	٠,٤-	١,٤-	١,١-	٦,٣-	سري لانكا
٠,٤-	٢,٠	٣,١	٦,٤	١,١	٤,٣-	١,٧	٣,٤	٣,٧	٤,٤	٧,٦	تايلند
٩٤,٣	١٧٨,١	٢٣٠,٥	٢٥٣,٣	١٩٢,٢	٦١,٠	١٤,٨	٢١,٤-	٢٢,٩-	١٩,٣-	١٥,٠-	جمهورية تيمور-ليشتي الديمقراطية
٧,٦-	٨,٨-	١٠,٤-	١٠,٤-	٩,٧-	٢,٦-	٤,٢	٣,١-	٥,١	٩,٥-	٦,٢-	تونغا
٦,٥-	١٣,٢-	١١,٤-	٩,٩-	٥,٧-	٧,٤-	٥,٠-	٦,٦-	٥,٤-	٢,٠	٢,٠	فانواتو
٦,٣-	١٠,٤-	١١,٧-	٩,٩-	٠,٣-	٠,٩-	٣,٥-	٤,٩-	١,٧-	٢,١	٣,٥	فييت نام
٨,٧	١٧,١	٢٢,٩	١٨,٤	٢١,١	٢٠,٠	١١,٧	٨,٣	٤,٧	٦,٣	١١,٣	الشرق الأوسط
٩,٠	١٥,٠	١٨,٠	١٦,٧	١٣,٨	١١,٠	٤,٢	٢,٠	٠,٧-	٢,٨	١٠,٦	البحرين
٢,٧-	٠,٩-	٠,٦	١,٥	٠,٨	٣,٢	٤,٣	٢,٤	٠,٧	—	١,٢-	مصر
١,١-	٦,٧	١١,٢	١٠,١	٩,٢	٨,٨	٠,٩	٠,٦	٣,١	٥,٢	١٣,٠	جمهورية إيران الإسلامية
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	العراق
١١,٥-	١٦,٣-	١٨,٥-	١٧,٥-	١١,٣-	١٧,٤-	٠,٨	١٢,٢	٥,٧	٠,١	٠,٧	الأردن
٣٩,١	٣٩,٣	٤٤,٦	٤٣,١	٥٢,٢	٤٦,٦	٣٠,٦	١٩,٧	١١,٢	٢٣,٩	٣٨,٩	الكويت
٩,٣-	١٣,٧-	١٤,٠-	١٢,٧-	٥,٦-	١٣,٦-	١٥,٥-	١٣,٢-	١٤,١-	١٩,٣-	١٧,٢-	لبنان
٢٤,٣	٢٩,٥	٣٦,٥	٣٤,٠	٤٥,٨	٣٨,٤	٢٢,٣	١٩,٩	٣,٠	١٢,٣	٢٩,٨	ليبيا
٥,٤	٥,٦	١٠,١	٨,٠	١٢,١	١٥,٢	٢,٤	٣,٨	٦,٧	٩,٨	١٥,٥	عمان
٢٣,٠	٣٥,٦	٤٢,٩	٢٩,٢	٢٨,٤	٣٣,٢	٢٢,٤	٢٥,٣	٢١,٩	٢٧,٣	٢٣,٢	قطر
٨,٦	٢٣,٨	٣٢,٥	٢٥,١	٢٧,٩	٢٨,٧	٢٠,٨	١٣,١	٦,٣	٥,١	٧,٦	المملكة العربية السعودية
٤,٢-	٢,٩-	٢,٧-	١,٤-	٢,٩-	٢,١-	١,٩-	١,٠	٧,٢	٥,٧	٥,٢	الجمهورية العربية السورية
١٠,٩	١٨,٨	٢٢,٦	٢٠,٥	٢٢,٦	١٨,٠	٩,١	٨,٥	٤,٩	٩,٥	١٧,٣	الإمارات العربية المتحدة
—	٢,١	٢,٩	٦,١-	١,١	٣,٨	١,٦	١,٥	٤,١	٦,٨	١٣,٨	اليمن

الحساب الجاري: الاقتصادات الصاعدة والنامية

الجدول ألف-١٢ (تتمة)

٢٠١٣	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	
١,٩-	١,٦-	٠,٨-	٠,٤	١,٥	١,٣	٠,٩	٠,٤	٠,٩-	٢,٧-	٢,٣-	نصف الكرة الغربي
١١,٦-	١٤,٦-	١٨,٢-	١٩,٤-	١٦,١-	١٢,٤-	٨,٣-	١٢,٩-	١١,٥-	٨,٠-	٩,٨-	أنتيغوا وبربودا
٠,٨-	٠,٦-	٠,٨	١,٧	٢,٦	٢,٠	٢,١	٦,٣	٨,٩	١,٤-	٣,٢-	الأرجنتين
٨,٩-	١٢,٨-	١٥,١-	٢١,٩-	٢٥,٠-	١٤,٣-	٥,٤-	٨,٦-	٧,٨-	١١,٦-	١٢,٦-	جزر البهاما
٦,٤-	٩,١-	٩,٩-	٧,٢-	٨,٧-	١٢,٨-	١٢,٤-	٦,٣-	٦,٨-	٤,٤-	٥,٧-	بربادوس
٦,٠-	٣,٠-	٤,١-	٤,٢-	٢,١-	١٣,٦-	١٤,٧-	١٨,٢-	١٧,٧-	٢١,٩-	٢٠,٣-	بليز
٤,٧	٧,٤	١٢,١	١٣,١	١١,٣	٦,٥	٣,٨	١,٠	٤,١-	٣,٤-	٥,٣-	بوليفيا
١,٧-	٢,٠-	١,٨-	٠,١	١,٣	١,٦	١,٨	٠,٨	١,٥-	٤,٢-	٣,٨-	البرازيل
٢,٥-	٠,٩-	١,١-	٤,٤	٤,٧	١,٢	٢,٢	١,١-	٠,٩-	١,٦-	١,٢-	شيلي
١,٣-	١,٩-	٢,٢-	٢,٩-	١,٨-	١,٣-	٠,٨-	١,١-	١,٥-	١,٢-	٠,٨	كولومبيا
٥,٧-	٦,٦-	٧,٨-	٥,٨-	٤,٩-	٥,٢-	٤,٣-	٥,٠-	٤,٩-	٣,٧-	٤,٣-	كوستاريكا
١٧,٤-	٢٢,٩-	٢٧,٥-	٢٣,٦-	١٧,٨-	٢٨,٠-	١٦,٥-	١٢,٨-	١٣,٦-	١٨,٤-	١٩,٧-	دومينيكا
٧,٧-	١٢,٤-	١٣,٥-	٥,٤-	٣,٦-	١,٤-	٤,٨	٤,٩	٣,٦-	٣,٠-	٤,٢-	الجمهورية الدومينيكية
٠,١-	١,٥	٥,٦	٢,٣	٣,٩	٠,٨	١,٧-	١,٥-	٤,٨-	٣,٢-	٥,٣	إكوادور
٣,٩-	٥,٣-	٦,١-	٥,٥-	٣,٦-	٣,٣-	٤,٠-	٤,٧-	٢,٨-	١,١-	٣,٣-	السلفادور
٢٤,٤-	٣٥,١-	٣٦,٤-	٣٢,٦-	٣٣,١-	٣١,٤-	٩,٧-	٢٥,٣-	٢٦,٦-	١٩,٧-	١٧,٧-	غرينادا
٥,٠-	٥,٩-	٥,٨-	٥,٠-	٥,٠-	٤,٥-	٤,٩-	٤,٦-	٦,١-	٦,٧-	٦,١-	غواتيمالا
٩,٤-	١٨,٧-	٢٢,٢-	١٨,٢-	١٩,٤-	١٤,٨-	٩,٣-	٨,٦-	١١,٩-	١٥,٠-	١٤,١-	غيانا
—	٢,٩-	٣,٠-	١,١-	١,٤-	٢,٦	١,٦-	١,٦-	٠,٩-	٢,٠-	١,٠-	هايتي
٧,٩-	١٠,٥-	١٣,٩-	١٠,٠-	٤,٧-	٣,٠-	٧,٧-	٦,٨-	٣,٦-	٦,٣-	٧,١-	هندوراس
٨,٠-	١٢,٨-	١٦,٠-	١٦,٤-	١١,٧-	١٠,٦-	٧,٣-	٨,٦-	١٢,٧-	٨,٣-	٥,٠-	جامايكا
٢,٨-	٢,٢-	١,٤-	٠,٦-	٠,٢-	٠,٦-	٠,٩-	١,٢-	٢,٠-	٢,٦-	٣,٠-	المكسيك
١٦,٤-	٢١,١-	٢٣,٩-	١٨,٣-	١٣,٦-	١٤,٦-	١٤,٥-	١٦,٢-	١٧,٧-	١٩,٤-	٢٠,١-	نيكاراغوا
٨,٩-	١٣,٩-	١١,٧-	٨,٠-	٣,٢-	٤,٩-	٧,٥-	٤,٥-	٠,٨-	١,٥-	٥,٩-	بنما
٠,٣-	٠,٥	١,٤	١,٩	١,٥	٠,٨	٢,١	٢,٣	١,٨	٤,٢-	٢,٣-	باراغواي
١,٣-	١,٨-	٢,٠-	١,٤	٣,٠	١,٤	—	١,٥-	١,٩-	٢,١-	٢,٨-	بيرو
٢٤,٨-	٣٠,٢-	٣٠,٦-	٢٨,٤-	٢١,١-	١٨,٣-	٢٠,١-	٣٤,٨-	٣٩,١-	٣٢,٠-	٢١,٠-	سانت كيتس ونيفس
١٧,٩-	٢٦,٧-	٢٨,٣-	٢٩,١-	٢٩,٧-	١٧,١-	١٠,٩-	١٤,٧-	١٥,٠-	١٥,٦-	١٣,٤-	سانت لوسيا
١٩,٢-	٢٢,٨-	٢٦,٥-	٢٦,٥-	٢٤,٠-	٢٢,٣-	٢٤,٨-	٢٠,٨-	١١,٥-	١٠,٤-	٧,١-	سانت فنسنت وجزر غرينادين
١,٤	٠,٨	١,٣	٢,٩	١,٨	٤,٣-	٢,١-	١٠,٨-	٥,٦-	١٥,٢-	٣,٨-	سورينام
٩,٢	١٩,٧	٢٢,٣	٢٥,٨	٢٥,٢	٢٣,٧	١٢,٥	٨,٧	٠,٩	٥,٠	٦,٦	ترينيداد وتوباغو
١,٤-	١,٩-	٢,٦-	٠,٨-	٢,٤-	—	٠,٣	٠,٥-	٣,٢	٢,٩-	٢,٨-	أوروغواي
—	٣,٤	٨,٥	٨,٨	١٤,٧	١٧,٧	١٣,٨	١٤,١	٨,٢	١,٦	١٠,١	فنزويلا

<sup>١</sup> نظرا للاتجاهات الأخيرة، ليست هناك إمكانية للتنبؤ بإجمالي الناتج المحلي الاسمي بدقة، ومن ثم لا يبين الجدول توقعات عام ٢٠٠٨ وما بعده.

<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف - ١٣ الاقتصادات الصاعدة والنامية: صافي التدفقات الرأسمالية<sup>١</sup>  
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

	متوسط										
	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٧
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	٢٨٦,٦	٥٢٨,٦	٦٣٢,٨	٢٢٣,٠	٢٤٨,٧	٢٣٦,٥	١٦٢,٥	٧٧,١	٧٥,٥	٧١,٦	١١٨,٩
الاستثمار المباشر الخاص، صاف	٤١٤,٦	٤٤٣,٦	٣٧٩,٠	٢٤٦,٠	٢٦١,٨	١٨٩,٠	١٦٦,٢	١٥٦,٦	١٨٧,٢	١٧٢,٠	١٦٣,٤
تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية	٨٩,١-	٦,٦-	٥٤,٥	١٠٧,٣-	٣٠,٤-	١٢,٧	١٣,٠-	٩١,٩-	٧٨,٧-	١٦,٠	٥٢,٠
تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية	٣٨,٧-	٩١,٨	١٩٩,٥	٨٤,٤	٧,٣	٣٤,٨	٩,٢	١٢,٤	٣٣,٠-	١١٦,٣-	٩٦,٥-
التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>	١٣٥,٤-	١٥٨,٦-	١٤٠,٧-	١٥٨,٠-	١٠٩,٩-	٧١,١-	٥٠,٥-	١,٠-	٠,٤-	٣٤,٢-	١٨,١
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>	٩٢٠,٣-	١٢٧٠,١-	١٢٥٦,١-	٧٥٤,٣-	٥٩٥,٨-	٥٠٨,٤-	٣٦٤,٠-	١٩٥,١-	١٢٤,٧-	١٣٨,٠-	٧٤,٤-
<b>للتذكرة</b>											
الحساب الجاري <sup>٥</sup>	٦٩٥,٦	٨٦٩,٦	٧٤٥,٥	٧٠٩,٩	٥٢٥,١	٣٠٠,٠	٢٢٦,٤	١٣١,٣	٨٧,٤	١٢٤,٣	٢٧,٣-
<b>إفريقيا</b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	٦٢,٣	٤٣,٧	٣٩,٦	٣٦,٠	٢٦,٣	١٣,١	٣,٩	١,٨	٢,٣	٣,١-	٨,٦
الاستثمار المباشر الخاص، صاف	٣٤,٠	٣١,٤	٣١,٣	٢١,٨	٢٣,٨	١٦,٢	١٧,٦	١٤,٤	٢٣,٢	٧,٧	٧,٤
تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية	١١,٠	٨,٣	١٢,١	١٨,٤	٣,٦	٦,٠	٠,٤-	١,٦-	٧,٩-	٢,١-	٦,٩
تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية	١٧,٥	٤,٣	٣,٦	٤,١-	١,١-	٩,٢-	١٣,٣-	١٠,٩-	١٣,١-	٨,٧-	٥,٦-
التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>	٣,٧	٦,٥	١,٨	١٦,٦	٥,٣-	١,٦-	١,١	٣,٩	٠,١	١,٠	٢,١
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>	٧٨,٣-	٩٩,٣-	٦٠,٣-	٥٤,٢-	٤٣,٣-	٣١,٩-	١١,٥-	٥,٧-	١٠,٦-	١٣,٤-	٢,٦-
<b>أوروبا الوسطى والشرقية</b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	١٨١,٧	١٧٩,٩	١٧٣,٨	١١٩,٩	١١٩,٢	٧٤,٣	٥٢,٦	٥٣,٧	١١١,١	٣٨,٦	٣٢,٤
الاستثمار المباشر الخاص، صاف	٨١,٨	٧٧,٣	٧٤,٨	٦٤,٣	٥١,٧	٣٦,١	١٧,١	٢٤,٥	٢٤,٠	٢٣,٥	١٨,١
تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية	١٥,٥	١٠,٤	٧,٧-	٩,٩	٢١,٥	٢٨,٤	٨,٠	٢,١	٠,٩	٣,٨	٤,٣
تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية	٨٤,٥	٩٢,٢	١٠٦,٧	٤٥,٦	٤٥,٩	٩,٨	٢٨,٥	٢٧,٢	١٣,٨-	١١,٤	١٠,٠
التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>	٢,٢-	٢,٤-	٢,٤-	٤,٧-	٧,٩-	٦,٠-	٥,١-	٧,٥-	٦,٠	١,٦	١,٥-
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>	٢١,٣-	٢٢,٩-	٤١,٦-	٢٢,٨-	٤٥,٩-	١٤,٧-	١٢,٨-	١٨,١-	٢,٧-	٦,٢-	١٠,١-
<b>كومنولث الدول المستقلة</b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	٢٦,٠	١٩,٨	١٢٥,٣	٥٦,٨	٣١,٧	٣,١	١٩,٣	١٥,٤	٦,٨	٢٧,٩-	٧,٢-
الاستثمار المباشر الخاص، صاف	٣٥,٠	٢٨,٧	٢٦,٠	٢١,٠	١١,٥	١٣,٠	٥,٤	٥,٢	٤,٩	٢,٣	٥,٤
تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية	٥,٤	٠,٣-	١٥,٥	١٢,٨	٤,٨-	٤,٤	٠,٥-	٠,٤	١,٢-	١٠,٠-	١,٠
تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية	١٤,٥-	٨,٨-	٨٣,٨	٢٣,١	٢٥,٠	١٤,٣-	١٤,٣	٩,٩	٣,٠	٢٠,٢-	١٣,٦-
التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>	٤,٩-	٨,٤-	٥,٧-	٢٩,٧-	٢٠,٣-	٧,٤-	٩,٣-	١٠,٥-	٥,٠-	٥,٨-	٠,٥-
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>	٩٢,١-	١٢٩,٩-	١٦٨,٣-	١٢٨,٦-	٧٧,٢-	٥٤,٩-	٣٢,٨-	١٥,١-	١٤,٤-	٢٠,٤-	١,٦
<b>آسيا الصاعدة<sup>٦</sup></b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	٢٢,٠	٢٩١,٦	١٦٣,٠	٤٨,٣	٩٠,٩	١٤٧,٨	٦٤,٢	٢٣,١	٢٣,٥	٦,٣	١,٣
الاستثمار المباشر الخاص، صاف	١٨١,٢	٢٢٤,٥	١٦٠,٤	٩٦,٥	١٠٤,٣	٦٤,٥	٧٠,٤	٥٣,٣	٥٤,٠	٦١,٦	٦٣,١
تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية	١٠٨,٤-	٢٤,٨-	١٤,٨	١١٠,٧-	٩,٣-	١٣,٤	٧,٩	٦٠,٠-	٥٠,١-	١٩,٧	٢٣,٤
تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية	٥٠,٧-	٩١,٩	١٢,٢-	٦٢,٥	٤,٠-	٦٩,٩	١٤,١-	٢٩,٩	١٩,٥	٧٥,٠-	٨٥,٣-
التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>	١٨,٩-	٩,٥-	٣٧,٠-	٢٢,٠-	٢١,٢-	١٣,٤-	١٨,٠-	٢,٨	١٣,٠-	١,٨-	١٠,٧
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>	٥٤٦,٢-	٧٥٢,٤-	٦٦٦,٨-	٣٧٣,٣-	٢٨٨,٣-	٣٣٨,٧-	٢٣٦,٧-	١٥٤,٨-	٨٧,٧-	٦٠,١-	٥٩,٠-
<b>الشرق الأوسط<sup>٧</sup></b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	٨٦,٢-	٩٩,٦-	٣٣,٧	٤٧,٥-	٥٧,٥-	١٦,٩-	٢,٦	٢٢,١-	٧,٣-	٥,٢-	٩,٣
الاستثمار المباشر الخاص، صاف	١١,٨	٨,٠	٧,٠	١٥,١	١٨,٣	١٠,٢	١٧,٥	٩,٢	١٢,٣	٦,٠	٧,٢
تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية	٣١,٢-	٢٣,٤-	١٢,٧-	٢٤,٣-	٣٦,٥-	٢٠,٨-	١٧,٠-	١٧,٤-	١٢,٦-	٣,١	٥,٠-
تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية	٦٦,٩-	٨٤,٢-	٣٩,٤	٣٨,٢-	٣٩,٢-	٦,٣	٢,١	١٣,٨-	٧,١-	١٤,٢-	٧,١
التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>	١١٥,٣-	١٤٧,٠-	٩٣,٩-	٦٦,٤-	٢٤,٤-	٣٣,٧-	٢٤,٢-	٨,١-	١٣,٩-	٢٣,٥-	١,٣
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>	١٦١,٩-	١٩١,٧-	١٩٢,٣-	١٢٦,٠-	١٠٧,٥-	٤٦,٢-	٣٦,٧-	٢,٩-	١١,١-	٣١,٣-	٣,٤-
<b>نصف الكرة الغربي</b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	٨٠,٨	٩٣,٢	٩٧,٤	٩,٥	٣٨,١	١٥,٢	١٩,٠	٥,١	٣٩,٢	٦٢,٨	٧٤,٥
الاستثمار المباشر الخاص، صاف	٧٠,٨	٧٣,٧	٧٩,٥	٢٧,٣	٥٢,٣	٤٩,٠	٣٨,٢	٥٠,٢	٦٨,٧	٧١,٠	٦٢,٣
تدفقات الحافظة الاستثمارية الخاصة، صافية	١٨,٦	٢٣,١	٣٢,٦	١٣,٤-	٥,١	١٨,٧-	١١,٠-	١٥,٣-	٧,٩-	١,٥	٢١,٣
تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية	٨,٦-	٣,٦-	١٤,٦-	٤,٤-	١٩,٣-	١٥,١-	٨,٣-	٢٩,٨-	٢١,٦-	٩,٦-	٩,١-
التدفقات الرسمية، صافية <sup>٣</sup>	٢,٢	٢,٣	٠,٠	١٨,٦-	٣٠,٨-	٨,٩-	٤,٩	١٨,٤	٢٥,٤	٥,٨-	٥,٩
التغير في الاحتياطيات <sup>٤</sup>	٢٠,٣-	٧٤,٠-	١٣٠,٨-	٤٩,٥-	٣٣,٨-	٢٢,١-	٣٣,٦-	١,٥	١,٧	٦,٧-	٠,٩-
<b>للتذكرة</b>											
البلدان المصدرة للوقود											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	١٠٣,١-	١٤١,٠-	١٢٠,٩	٣,٨-	٣٨,١-	١٨,٤-	١١,٦	١٦,٤-	٦,٤-	٤٣,٦-	٤,٨-
<b>بلدان أخرى</b>											
التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية <sup>٢</sup>	٣٨٩,٦	٦٦٩,٦	٥١١,٩	٢٢٦,٧	٢٨٦,٨	٢٥٤,٩	١٥٠,٩	٩٣,٦	٨١,٩	١١٥,٢	١٢٣,٧

<sup>١</sup> يتألف صافي التدفقات الرأسمالية من صافي الاستثمار المباشر، وصافي استثمار الحافظة، وصافي تدفقات الاستثمار الأخرى طويلة الأجل وقصيرة الأجل، بما في ذلك الاقتراض الرسمي والخاص. ويشمل هذا الجدول منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة، وإسرائيل، وكوريا، وسنغافورة، ومقاطعة تايوان الصينية.

<sup>٢</sup> نظراً لمحدودية البيانات، قد يشتمل بند «تدفقات رأسمالية خاصة أخرى، صافية» على بعض التدفقات الرسمية.

<sup>٣</sup> لا يشمل المنح ويشتمل على الاستثمارات الخارجية لهيئات الاستثمار الرسمية.

<sup>٤</sup> تشير علامة «ناقص» إلى زيادة.

<sup>٥</sup> حاصل رصيد الحساب الجاري، وصافي التدفقات الرأسمالية الخاصة، وصافي التدفقات الرسمية، والتغير في الاحتياطيات يساوي، بالإشارة العكسية، حاصل الحساب الرأسمالي وينود السهر والخطأ.

<sup>٦</sup> تتألف من بلدان آسيا النامية والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة.

<sup>٧</sup> تشمل إسرائيل.

التمويل الخارجي: حسب المجموعات الإقليمية

الجدول ألف-١٤ الاقتصادات الصاعدة والنامية: التدفقات الرأسمالية الخاصة<sup>١</sup>  
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

		متوسط									
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩-١٩٩٧	
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>											
٢٨٦,٦	٥٢٨,٦	٦٣٢,٨	٢٢٣,٠	٢٤٨,٧	٢٣٦,٥	١٦٢,٥	٧٧,١	٧٥,٥	٧١,٦	١١٨,٩	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
١,٢٩٣,٦	١,٣٤٤,٣	٢,٠١٧,٠	١,٢٧٦,٩	٨٣٨,٩	٦٣٤,٧	٤١٤,٨	١٦٧,٨	١٦٠,١	٣١٤,٣	٢٥٣,١	التدفقات الداخلة
١,٠٠٦,٦-	٨١٥,٧-	١,٣٨٤,٤-	١,٠٥٣,٨-	٥٩١,١-	٤٠٠,٣-	٢٥٦,٤-	٩٠,٤-	٩٠,٥-	٢٤٢,٣-	٨٧,٠-	التدفقات الخارجة
<b>إفريقيا</b>											
٦٢,٣	٤٣,٧	٣٩,٦	٣٦,٠	٢٦,٣	١٣,١	٣,٩	١,٨	٢,٣	٣,١-	٨,٦	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٩٣,١	٧٨,٩	٦٩,٥	٧٠,٢	٤٥,٣	٢٥,٨	١٨,٠	١٤,٠	١٤,٥	٥,٧	٢٠,٤	التدفقات الداخلة
٣٠,٦-	٣٤,٩-	٢٩,٧-	٣٤,١-	١٩,٠-	١٢,٧-	١٤,١-	١٢,٢-	١٢,٣-	٨,٨-	٧,٣-	التدفقات الخارجة
<b>أوروبا الوسطى والشرقية</b>											
١٨١,٧	١٧٩,٩	١٧٣,٨	١١٩,٩	١١٩,٢	٧٤,٣	٥٣,٦	٥٣,٧	١١,١	٣٨,٦	٣٢,٤	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٢٠١,١	٢٠٣,٨	٢١١,٨	١٧٥,٣	١٤٠,١	١٠٣,٨	٦٤,٠	٥٥,٠	٢٠,٤	٤٨,٦	٣٨,١	التدفقات الداخلة
١٩,٤-	٢٣,٨-	٣٨,٠-	٥٥,٤-	٢٠,٩-	٢٩,٥-	١٠,٥-	١,٣-	٩,٣-	٩,٩-	١,٥-	التدفقات الخارجة
<b>دول الكومنولث المستقلة</b>											
٢٦,٠	١٩,٨	١٣٥,٣	٥٦,٨	٣١,٧	٣,١	١٩,٣	١٥,٤	٦,٨	٢٧,٩-	٧,٢-	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
١٩٥,٠	١٨٢,٤	٢٨٢,٨	١٦١,٧	١١٢,٣	٦٣,٢	٤٦,٤	٢٢,٦	١١,٠	٥,٥-	١١,٢	التدفقات الداخلة
١٦٩,٠-	١٦٢,٦-	١٥٧,٥-	١٠٤,٩-	٨٠,٦-	٦٠,١-	٢٧,٢-	٧,١-	٤,٣-	٢٢,٣-	١,٤-	التدفقات الخارجة
<b>آسيا الصاعدة<sup>٢</sup></b>											
٢٢,٠	٢٩١,٦	١٦٣,٠	٤٨,٣	٩٠,٩	١٤٧,٨	٦٤,٢	٢٣,١	٢٣,٥	٦,٣	١,٣	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٥١٢,٨	٦٥٣,٦	٨٢٣,١	٥١٢,٩	٣٦٦,٨	٣٠٨,٧	٢٠٧,١	٦٣,٢	٤٨,٠	١٣٩,٦	٦١,٤	التدفقات الداخلة
٤٩٠,٨-	٣٦٢,٥-	٦٦٠,٧-	٤٦٤,٨-	٢٧٨,٠-	١٦٣,١-	١٤٧,٢-	٤٠,٠-	٢٩,٩-	١٣٢,٩-	٥٦,٢-	التدفقات الخارجة
<b>الشرق الأوسط<sup>٣</sup></b>											
٨٦,٢-	٩٩,٦-	٣٣,٧	٤٧,٥-	٥٧,٥-	١٦,٩-	٢,٦	٢٢,١-	٧,٣-	٥,٢-	٩,٣	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
٩٤,٨	١٨,١	٤٠٣,٦	٢٤٦,٣	٨٣,٩	٦٧,١	٣٢,١	١١,٦-	٣,٧-	٤١,٢	١٧,١	التدفقات الداخلة
١٨٠,٨-	١١٧,٥-	٣٦٩,٧-	٢٩٣,٦-	١٤٠,١-	٨٣,٩-	٢٩,٤-	١٠,٣-	٤,١-	٤٦,٤-	٧,١-	التدفقات الخارجة
<b>نصف الكرة الغربي</b>											
٨٠,٨	٩٣,٢	٩٧,٤	٩,٥	٣٨,١	١٥,٢	١٩,٠	٥,١	٣٩,٢	٦٢,٨	٧٤,٥	التدفقات الرأسمالية الخاصة، صافية
١٩٦,٨	٢٠٧,٥	٢٢٦,٣	١١٠,٥	٩٠,٥	٦٦,٠	٤٧,١	٢٤,٧	٦٩,٨	٨٤,٨	١٠٤,٨	التدفقات الداخلة
١١٦,٠-	١١٤,٣-	١٢٨,٨-	١٠١,٠-	٥٢,٤-	٥٠,٨-	٢٨,١-	١٩,٦-	٣٠,٦-	٢٢,٠-	١٣,٦-	التدفقات الخارجة

<sup>١</sup> تتألف التدفقات الرأسمالية الخاصة من الاستثمار المباشر، واستثمار الحافظة، وتدفقات الاستثمار الأخرى طويلة الأجل وقصيرة الأجل. ويشمل هذا الجدول منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة، وإسرائيل، وكوريا، وسنغافورة، ومقاطعة تايوان الصينية.  
<sup>٢</sup> تتألف من بلدان آسيا النامية والاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة.  
<sup>٣</sup> تشمل إسرائيل.



الجدول ألف-١٥ الاقتصادات الصاعدة والنامية: الاحتياطيات<sup>١</sup>

٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	
بمليارات الدولارات الأمريكية										
٦,٤٥٩,٥	٥,٥٥٢,٧	٤,٣٠٨,٤	٣,٠٩٥,٨	٢,٣٣٩,٦	١,٨٤٨,٥	١,٣٩٥,٦	١,٠٧٢,٩	٨٩٦,١	٨٠١,١	الاقتصادات الصاعدة والنامية
المجموعات الإقليمية										
إفريقيا										
٤٥٩,٥	٣٨١,٢	٢٨١,٩	٢٢١,٦	١٦٠,٥	١٢٦,٤	٩٠,٤	٧٢,٢	٦٤,٦	٥٤,٣	جنوب الصحراء
٢٣٣,٥	١٩٢,٠	١٤٤,٣	١١٦,٢	٨٣,٣	٦٢,٦	٤٠,٢	٣٦,٣	٣٥,٨	٣٥,٣	ما عدا نيجيريا وجنوب إفريقيا
١٠٦,٨	٨٢,٣	٦٢,٥	٥٠,٦	٣٦,٢	٣٢,٢	٢٦,٣	٢٢,٧	١٩,٠	١٩,٠	أوروبا الوسطى والشرقية
٣٢٥,٩	٣٠٤,٦	٢٨١,٧	٢٤٠,٢	٢٠٢,٢	١٧٢,٠	١٤٩,١	١٢١,٧	٩١,٣	٩١,٢	كومنولث الدول المستقلة <sup>٢</sup>
٧٤٧,١	٦٥٥,٠	٥٢٥,١	٣٥٦,٨	٢١٤,٤	١٤٨,٧	٩٢,٤	٥٨,١	٤٣,٩	٣٣,٢	روسيا
٢٣٨,٣	٥٥٨,٧	٤٤٥,٢	٢٩٦,٢	١٧٦,٥	١٢١,٥	٧٣,٨	٤٤,٦	٣٣,١	٢٤,٨	ما عدا روسيا
١٠٨,٨	٩٦,٣	٧٩,٩	٦٠,٦	٣٧,٩	٢٧,٢	١٨,٥	١٣,٥	١٠,٨	٨,٤	آسيا النامية
٣,٣٦٠,٣	٢,٨٣٠,٤	٢,١٠٦,٩	١,٤٨٩,٣	١,١٥٥,٥	٩٣٣,٩	٦٦٩,٧	٤٩٦,٢	٣٧٩,٥	٣٢٠,٧	الصين
٢,٧٠١,٣	٢,٢٠١,٣	١,٥٣١,٣	١,٠٦٩,٥	٨٢٢,٥	٦١٥,٥	٤٠٩,٢	٢٩٢,٠	٢١٦,٣	١٦٨,٩	الهند
٢٤٣,٨	٢٥٤,٠	٢٤٩,٦	١٧١,٣	١٣٢,٥	١٢٧,٢	٩٩,٥	٦٨,٢	٤٦,٤	٣٨,٤	ما عدا الصين والهند
٤١٥,٢	٣٧٥,١	٣٢٦,٠	٢٤٨,٥	٢٠٠,٥	١٩١,٢	١٦١,١	١٣٦,٠	١١٦,٩	١١٣,٤	الشرق الأوسط
١,٠٣٠,٨	٨٦٥,٩	٦٧١,٢	٤٧٧,٢	٣٥١,٦	٢٤٦,٧	١٩٨,٣	١٦٣,٩	١٥٧,٩	١٤٦,١	نصف الكرة الغربي
٥٣٥,٩	٥١٥,٥	٤٤١,٥	٣١٠,٧	٢٥٥,٥	٢٢٠,٨	١٩٥,٦	١٦٠,٧	١٥٨,٨	١٥٥,٧	البرازيل
٢١١,٧	٢٠٧,٤	١٨٠,١	٨٥,٦	٥٣,٦	٥٢,٨	٤٩,١	٣٧,٧	٣٥,٨	٣١,٥	المكسيك
١٠٥,٩	٩٧,١	٨٦,٦	٧٦,٣	٧٤,١	٦٤,١	٥٩,٠	٥٠,٦	٤٤,٨	٣٥,٥	
المجموعات التحليلية										
حسب مصدر إيرادات التصدير										
الوقود										
٢,٠٣٤,٤	١,٧١٦,٢	١,٣١٠,٨	٩٣١,٦	٦٢٦,١	٤٣٦,٧	٣١٠,٢	٢٣٢,٨	٢١٦,٦	١٩٢,٠	غير الوقود
٤,٤٢٥,٠	٣,٨٣٦,٤	٢,٩٩٧,٦	٢,١٦٤,٢	١,٧١٣,٥	١,٤١١,٩	١,٠٨٥,٥	٨٤٠,١	٦٧٩,٥	٦٠٩,١	منها: منتجات أولية
٦١,٦	٥٦,٣	٤٢,٥	٣٩,٨	٣١,٩	٢٩,٢	٢٧,٦	٢٦,٥	٢٥,٢	٢٦,٢	
حسب مصدر التمويل الخارجي										
بلدان المركز المدين الصافي										
١,٦٠١,٣	١,٥١٥,١	١,٣٦٤,٥	١,٠٢٤,٢	٨٢٥,٨	٧٤٥,٤	٦٤٤,٦	٥٢٧,٠	٤٤٣,٧	٤٢٠,٠	منه: تمويل رسمي
٧٨,٦	٦٩,٢	٥٩,٩	٤٤,٣	٣٣,٨	٣٠,٠	٢٦,١	١٨,٨	١٨,٤	١٧,٣	
بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين										
بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٢-٢٠٠٦										
٢٣٢,٨	٢٠٩,٣	١٩٤,٥	١٥٠,٩	١٢٢,٦	١١٠,٦	٩٨,٥	٨١,٦	٧٢,٦	٧٦,٧	
مجموعات أخرى										
البلدان الفقيرة المثقلة بالديون										
٤٧,٣	٣٨,٥	٣٢,٣	٢٧,٠	٢٠,٧	١٩,٦	١٦,٤	١٣,٧	١١,٢	١٠,٦	
١,٢٦٠,٧	١,٠٥٨,٣	٨١٠,٧	٥٨٥,٠	٤٣١,٣	٣١٢,٤	٢٤٩,٦	٢٠٠,٦	١٨٧,١	١٦٥,٥	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

التمويل الخارجي: الاحتياطيات

الجدول ألف-١٥ (تتمة)

٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠
نسبة الاحتياطيات إلى واردات السلع والخدمات <sup>٢</sup>									
٨٨,٥	٨٤,٧	٨٣,٥	٧٣,٥	٦٦,٣	٦٢,٨	٦٠,٦	٥٥,٤	٤٩,٧	٤٤,٩
<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>									
<b>المجموعات الإقليمية</b>									
<b>إفريقيا</b>									
٨٢,٢	٧٥,٩	٧١,٤	٦٨,٦	٥٧,٧	٥٤,٣	٤٨,١	٤٦,٩	٤٦,٣	٣٩,٩
<b>جنوب الصحراء</b>									
٥٤,٥	٤٩,٨	٤٧,١	٤٥,٥	٣٨,٥	٣٥,٢	٢٧,٩	٣١,٣	٣٤,١	٣٤,٤
<b>ما عدا نيجيريا وجنوب إفريقيا</b>									
٤٧,٥	٤٠,٥	٣٩,٣	٣٩,٠	٣٢,٠	٣٥,٢	٣٥,٧	٣٧,٠	٣٢,٦	٣٤,٨
<b>أوروبا الوسطى والشرقية</b>									
٢٦,٩	٢٧,٠	٣٢,٢	٣٤,٦	٣٥,٥	٣٥,١	٣٩,٨	٤٢,٠	٣٥,٧	٣٥,٥
<b>كومنولث الدول المستقلة<sup>٢</sup></b>									
١٠٢,٤	١٠٣,٠	١١١,٠	١٠١,٦	٧٦,٩	٦٥,٣	٥٢,٦	٤٠,٩	٣٤,٣	٣٠,٥
<b>روسيا</b>									
١٤٣,٤	١٤٦,٤	١٥٧,٥	١٤١,٧	١٠٧,٤	٩٣,٠	٧١,٥	٥٢,٩	٤٤,٦	٤٠,٦
<b>ما عدا روسيا</b>									
٣٨,٢	٣٧,٩	٤٢,٠	٤٢,٦	٣٣,١	٢٨,٠	٢٥,٦	٢٣,٣	٢٠,٠	١٧,٥
<b>آسيا النامية</b>									
١١٨,٨	١١٣,٣	١٠٦,٤	٨٩,٧	٨١,٨	٧٩,٥	٧٤,٥	٦٨,١	٥٨,٣	٤٩,١
<b>الصين</b>									
١٧٤,٢	١٦٦,٠	١٤٨,٠	١٢٥,٤	١١٥,٥	١٠١,٥	٩١,١	٨٩,٠	٧٩,٧	٦٧,٤
<b>الهند</b>									
٦١,٩	٧١,٨	٨٨,٢	٧٦,٣	٧٢,٨	٩٧,٠	١٠٧,١	٩٠,٠	٦٥,٠	٥٢,٦
<b>ما عدا الصين والهند</b>									
٤٧,٠	٤٥,٨	٤٩,٣	٤٢,٧	٣٨,٧	٤٣,٧	٤٥,١	٤١,٨	٣٧,٩	٣٤,٥
<b>الشرق الأوسط</b>									
١١٩,٩	١١٥,٥	١١٤,٤	١٠١,٩	٩١,٧	٧٧,٤	٧٨,٠	٧٤,٢	٧٨,٧	٥٥,٦
<b>نصف الكرة الغربي</b>									
٤٨,٢	٤٩,٥	٥٢,١	٤٣,٥	٤٢,٢	٤٤,٣	٤٧,٣	٤٠,١	٣٧,١	٣٥,٨
<b>البرازيل</b>									
٨٧,٧	٩٢,٢	١١٤,٣	٧١,٠	٥٤,٨	٦٥,٩	٧٧,٢	٦١,١	٤٩,٢	٤٣,٥
<b>المكسيك</b>									
٢٨,٥	٢٧,١	٢٨,٣	٢٧,٤	٣٠,٥	٢٩,٨	٣١,٤	٢٧,٣	٢٤,٢	١٨,٦
<b>المجموعات التحليلية</b>									
<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>									
<b>الوقود</b>									
١٢٨,٩	١٢٥,٣	١٢٤,١	١١٤,١	٩٤,١	٨١,٠	٧٢,٤	٦٣,٨	٦٦,٣	٦٤,٦
<b>غير الوقود</b>									
٧٧,٣	٧٣,٩	٧٣,١	٦٣,٨	٥٩,٩	٥٨,٧	٥٧,٩	٥٣,٥	٤٦,١	٤١,٠
<b>منها: منتجات أولية</b>									
٤٣,٠	٤٣,٢	٤١,٦	٤٨,١	٤٣,٩	٤٩,٣	٥٩,٠	٦٣,٣	٦٢,٦	٦٥,٣
<b>حسب مصدر التمويل الخارجي</b>									
<b>بلدان المركز المدين الصافي</b>									
٤٠,٢	٤١,١	٤٦,٧	٤٢,٥	٤٠,٦	٤٤,٣	٤٨,٣	٤٥,٦	٣٩,٦	٣٦,٩
<b>منه: تمويل رسمي</b>									
٣١,١	٢٩,٥	٣٢,٨	٣٠,٥	٢٧,٨	٢٨,٣	٣٠,٨	٢٥,٣	٢٦,٤	٢٤,٧
<b>بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين</b>									
<b>بلدان عليها متأخرات و/أو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٢-٢٠٠٦</b>									
٣٩,١	٣٨,٣	٤٦,٧	٤٣,٣	٤٠,١	٤٥,٥	٥١,١	٤٨,٤	٤١,١	٤٢,٠
<b>مجموعات أخرى</b>									
<b>البلدان الفقيرة المثقلة بالديون</b>									
٣٤,٧	٣١,١	٣٢,٨	٣٣,٠	٢٩,٦	٣٢,٤	٣٤,٦	٣٠,٩	٢٨,٩	٢٨,٥
<b>الشرق الأوسط وشمال إفريقيا</b>									
١٢٥,١	١١٩,٩	١١٧,٧	١٠٦,٧	٩٤,٨	٨٢,١	٨٢,٥	٧٦,٤	٧٨,٣	٧٢,٠

<sup>١</sup> تم تقييم الحيازات الرسمية من الذهب في هذا الجدول بسعر ٣٥ وحدة حقوق سحب خاصة للأوقية. ويؤدي هذا العرف المتبع إلى تقدير منقوص بصورة واضحة لحجم احتياطيات البلدان التي تمتلك حيازات كبيرة من الذهب.

<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلدا عضوا في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

<sup>٣</sup> الاحتياطيات في نهاية السنة كنسبة مئوية من واردات السلع والخدمات في السنة المذكورة.

الجدول ألف-١٦ موجز مصادر المدخرات العالمية واستخداماتها  
(% من إجمالي الناتج المحلي)

متوسط	متوسطات										
	٢٠١٣-٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١-١٩٩٤	١٩٩٣-١٩٨٦
٢٤,٨	٢٤,١	٢٤,٠	٢٤,١	٢٣,٩	٢٢,٩	٢٢,٠	٢٠,٩	٢٠,٦	٢٢,١	٢٢,٧	العالم
٢٤,٤	٢٣,٦	٢٣,٥	٢٣,٥	٢٣,٢	٢٢,٥	٢٢,٠	٢١,١	٢٠,٩	٢٢,٤	٢٢,٣	الادخار
											الاستثمار
١٩,٩	١٩,٦	١٩,٦	٢٠,٥	٢٠,٧	٢٠,١	١٩,٨	١٩,١	١٩,١	٢١,٦	٢٢,٢	الاقتصادات المتقدمة
٢٠,٥	٢٠,٢	٢٠,٧	٢١,٢	٢١,٤	٢١,٠	٢٠,٥	١٩,٩	١٩,٩	٢١,٨	٢٢,٧	الادخار
٠,٦-	٠,٧-	١,١-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٣-	٠,٥-	الاستثمار
٠,٧-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٦-	٠,٥-	٠,٤-	صافي الإقراض
٠,٢	٠,٣	٠,٣	٠,٨	١,١	٠,٨	٠,٤	٠,١	٠,٢	٠,١	٠,٣-	تحويلات تجارية
—	٠,٢-	٠,٦-	٠,٧-	١,١-	٠,٩-	٠,٥-	٠,٤-	٠,٤-	٠,٢	٠,٢	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
١٤,٢	١٣,٤	١٢,٦	١٤,٢	١٥,٥	١٤,٨	١٣,٨	١٣,٣	١٤,٢	١٧,٠	١٦,٣	الولايات المتحدة
١٧,٢	١٦,٧	١٧,٥	١٨,٨	٢٠,١	٢٠,٠	١٩,٤	١٨,٤	١٨,٤	١٩,٦	١٨,٨	الادخار
٣,٠-	٣,٣-	٤,٩-	٤,٦-	٤,٦-	٥,١-	٥,٥-	٥,١-	٤,٣-	٢,٦-	٢,٦-	الاستثمار
٠,٧-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٦-	٠,٤-	صافي الإقراض
٠,٧	١,١	٠,٦	١,٣	١,٨	١,٣	٠,٤	٠,١	٠,٥	٠,١	٠,٤-	تحويلات تجارية
٣,٠-	٣,٦-	٤,٧-	٥,١-	٥,٧-	٥,٧-	٥,٢-	٤,٥-	٤,٠-	٢,٢-	١,٧-	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
٢١,٥	٢١,٤	٢١,٨	٢٢,٥	٢٢,١	٢١,٣	٢١,٧	٢٠,٨	٢٠,٨	٢١,٤	...	منطقة اليورو
٢١,٩	٢١,٨	٢٢,٢	٢٢,١	٢١,٦	٢٠,٨	٢٠,٤	٢٠,١	٢٠,٠	٢١,٠	...	الادخار
٠,٤-	٠,٤-	٠,٤-	٠,٤	٠,٥	٠,٥	١,٣	٠,٧	٠,٨	٠,٥	...	الاستثمار
١,٠-	١,٠-	١,٠-	١,٠-	١,٠-	٠,٩-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٥-	صافي الإقراض
١,٢-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٣-	٠,١	٠,٢-	٠,١-	٠,٧-	٠,٩-	٠,٤-	٠,٣-	تحويلات تجارية
١,٦	١,٤	١,٢	١,٦	١,٢	١,٧	٢,٢	٢,١	٢,٤	١,٦	١,٠	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
٢٤,٨	٢٤,٨	٢٥,٩	٢٥,٩	٢٣,٧	٢٢,١	٢١,٨	١٩,٤	١٩,٣	٢٠,٥	٢٢,٨	ألمانيا
١٨,٢	١٨,٠	١٨,٦	١٨,٣	١٧,٦	١٦,٩	١٧,١	١٧,٤	١٧,٣	٢١,٤	٢١,٨	الادخار
٦,٦	٦,٨	٧,٣	٧,٦	٦,١	٥,٢	٤,٧	٢,٠	٢,٠	٠,٩-	٢,٠	الاستثمار
١,٣-	١,٣-	١,٣-	١,٣-	١,٢-	١,٣-	١,٣-	١,٢-	١,٣-	١,٤-	١,٦-	صافي الإقراض
٠,٥	٠,٦	١,١	١,٧	١,٦	١,١	٠,٩	٠,٧-	٠,٨-	٠,٣-	٠,٨	تحويلات تجارية
٧,٣	٧,٥	٧,٥	٧,١	٥,٦	٥,٣	٥,٠	٣,٩	٤,١	٠,٨	٢,٨	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
١٩,٠	١٩,٢	١٩,٥	٢٠,٩	٢٠,٧	١٩,٦	٢٠,٣	٢٠,٠	٢٠,٥	٢٠,٧	٢٠,٤	فرنسا
٢٣,٤	٢٣,٠	٢٢,٨	٢٢,١	٢١,١	٢٠,٣	١٩,٦	١٨,٩	١٩,٠	١٨,٨	٢٠,٧	الادخار
٤,٣-	٣,٧-	٣,٣-	١,١-	٠,٤-	٠,٦-	٠,٧	١,٢	١,٦	١,٩	٠,٣-	الاستثمار
١,٢-	١,٢-	١,٢-	١,٢-	١,٢-	١,٣-	١,١-	١,١-	١,٠-	٠,٨-	٠,٦-	صافي الإقراض
٠,١-	٠,٣	٠,٦	١,٦	١,٩	١,٢	١,٢	١,٢	٠,٨	٠,٧	٠,٥-	تحويلات تجارية
٣,٠-	٢,٨-	٢,٨-	١,٥-	١,١-	٠,٥-	٠,٦	١,١	١,٧	٢,١	٠,٨	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
١٩,٤	١٩,٤	١٩,٢	١٩,٠	١٩,٠	١٩,١	١٩,٩	١٩,٤	٢٠,٤	٢١,١	٢٠,٣	إيطاليا
٢٠,٩	٢١,٨	٢١,٩	٢١,٥	٢١,٥	٢٠,٨	٢٠,٨	٢٠,٧	٢١,١	١٩,٨	٢١,٧	الادخار
١,٦-	٢,٤-	٢,٨-	٢,٥-	٢,٦-	١,٦-	٠,٩-	١,٣-	٠,٨-	١,٤	١,٣-	الاستثمار
٠,٨-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٧-	٠,٦-	٠,٥-	٠,٤-	٠,٥-	٠,٤-	صافي الإقراض
١,٣-	١,٣-	١,٣-	١,٣-	٠,٩-	١,٠-	١,١-	١,٣-	١,٣-	١,١-	١,٦-	تحويلات تجارية
٠,٦	٠,٣-	٠,٨-	٠,٣-	٠,٧-	—	٠,٧	٠,٦	٠,٨	٣,٠	٠,٧	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
٢٦,٦	٢٧,٠	٢٧,٤	٢٨,٦	٢٧,٨	٢٧,٢	٢٦,٨	٢٦,١	٢٥,٩	٢٩,٣	٣٣,٧	اليابان
٢٣,٤	٢٣,٣	٢٣,٤	٢٣,٨	٢٤,٠	٢٣,٦	٢٣,٠	٢٢,٨	٢٣,١	٢٦,٩	٣٠,٩	الادخار
٣,٢	٣,٨	٤,٠	٤,٧	٣,٩	٣,٦	٣,٧	٣,٢	٢,٩	٢,٣	٢,٧	الاستثمار
٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٣-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	٠,٢-	٠,١-	٠,٢-	٠,١-	صافي الإقراض
٣,٠	٢,٨	٢,٩	٣,١	٢,٧	٢,٣	١,٩	١,٧	١,٧	١,٢	٠,٧	تحويلات تجارية
٠,٤	١,١	١,٣	١,٩	١,٤	١,٥	٢,٠	١,٧	١,٣	١,٣	٢,١	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
١٣,٤	١٢,٧	١٣,٤	١٤,٦	١٤,٢	١٤,٧	١٥,٠	١٥,١	١٥,٣	١٦,١	١٦,١	المملكة المتحدة
١٦,٤	١٦,١	١٧,١	١٨,٤	١٧,٦	١٧,٣	١٧,١	١٦,٧	١٧,١	١٧,٤	١٨,٨	الادخار
٣,٠-	٣,٤-	٣,٦-	٣,٨-	٣,٤-	٢,٦-	٢,١-	١,٦-	١,٧-	١,٣-	٢,٦-	الاستثمار
١,١-	١,١-	١,٠-	١,٠-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٨-	٠,٨-	٠,٧-	صافي الإقراض
٠,٦	٠,٦	٠,٩	٠,٦	٠,٨	١,٧	١,٥	١,٥	١,٧	٠,٣	٠,٤-	تحويلات تجارية
٢,٥-	٣,٠-	٣,٥-	٣,٤-	٣,٣-	٣,٤-	٢,٧-	٢,٣-	٢,٦-	٠,٨-	١,٦-	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد
٢٣,٤	٢٢,٧	٢٣,٥	٢٤,١	٢٤,٣	٢٣,٩	٢٣,٠	٢١,٢	٢١,٠	١٩,٨	١٧,٢	كندا
٢٢,٤	٢٢,٧	٢٢,٦	٢٣,٣	٢٢,٩	٢٢,٠	٢٠,٧	٢٠,٠	١٩,٣	١٩,٦	٢٠,٦	الادخار
١,٠	—	٠,٩	٠,٩	١,٤	١,٩	٢,٣	١,٢	١,٧	٠,٢	٣,٤-	الاستثمار
٠,١-	٠,١-	٠,١-	٠,١-	٠,١-	٠,١-	٠,١-	—	—	٠,١	٠,٢-	صافي الإقراض
١,٠-	١,٠-	٠,٨-	٠,٩-	٠,٩-	١,٦-	١,٩-	٢,٥-	٢,٦-	٣,٢-	٣,٤-	تحويلات تجارية
٢,١	١,١	١,٨	١,٩	٢,٤	٣,٧	٤,٢	٣,٧	٤,٣	٣,٤	٠,٢	دخل عوامل الإنتاج
											رصيد الموارد

تدفق الأموال: موجز

الجدول أف-١٦ (تابع)

متوسط	متوسطات											
	٢٠١٣-٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١-١٩٩٤	١٩٩٣-١٩٨٦	
												<b>الاقتصادات الآسيوية الصناعية الجديدة</b>
	٣١,٩	٣١,٣	٣١,٦	٣٢,٢	٣١,٤	٣١,٣	٣٢,٨	٣١,٥	٢٩,٧	٣٣,٠	٣٥,٧	الادخار
	٢٧,٩	٢٧,١	٢٦,٩	٢٥,٩	٢٦,٠	٢٥,٩	٢٦,٥	٢٤,٧	٢٤,٧	٢٩,٩	٢٩,٨	الاستثمار
	٤,٠	٤,٣	٤,٧	٦,٣	٥,٣	٥,٣	٦,٣	٦,٨	٥,٠	٣,١	٥,٩	صافي الإقراض
	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٧-	٠,٨-	٠,٧-	٠,٣-	٠,١	تحويلات جارية
	١,٠	٠,٨	١,٠	٠,٩	٠,٣	٠,١-	٠,٥	٠,٨	٠,٥	٠,٦	١,٣	دخل عوامل الإنتاج
	٣,٦	٤,٢	٤,٤	٦,١	٥,٨	٦,١	٦,٦	٦,٧	٥,٢	٢,٨	٤,٥	رصيد الموارد
												<b>الاقتصادات الصاعدة والنامية</b>
	٣٣,٤	٣٣,٣	٣٣,٧	٣٣,٤	٣٣,٠	٣١,٥	٢٩,٧	٢٨,٠	٢٦,٣	٢٤,٢	٢٤,٣	الادخار
	٣١,٣	٣٠,٤	٢٩,٧	٢٩,٣	٢٨,٢	٢٧,٣	٢٧,٣	٢٦,٠	٢٥,٠	٢٥,٠	٢٥,٣	الاستثمار
	٢,١	٢,٩	٤,١	٤,١	٤,٨	٤,٢	٢,٤	٢,٠	١,٢	٠,٨-	٢,٥-	صافي الإقراض
	١,١	١,٢	١,٣	١,٥	١,٥	١,٦	١,٥	١,٦	١,٤	٠,٩	٠,٥	تحويلات جارية
	٠,٨-	١,٣-	١,٧-	١,٤-	١,٦-	١,٦-	٢,٠-	٢,٠-	٢,٠-	١,٦-	١,٥-	دخل عوامل الإنتاج
	١,٧	٣,٠	٤,٤	٤,١	٤,٩	٤,٢	٢,٩	٢,٤	١,٨	—	٠,٨-	رصيد الموارد
												<b>للتذكرة</b>
	٦,٥	٧,٤	٩,٣	١٣,٧	١١,٢	٩,٢	٧,٠	٥,٧	٣,٥	٣,٦	١,١	اقتناء الأصول الأجنبية
	٣,٤	٤,٣	٦,٤	٧,٩	٥,٥	٥,٠	٤,٧	٣,٨	٢,٣	١,١	٠,٣	التغير في الاحتياطيات
												<b>المجموعات الإقليمية</b>
												<b>إفريقيا</b>
	٢٤,٦	٢٥,٥	٢٧,٣	٢٥,٠	٢٦,١	٢٤,٢	٢٢,٩	٢١,٤	٢٠,٣	١٨,٥	١٨,٠	الادخار
	٢٥,٨	٢٥,١	٢٤,٢	٢٤,٥	٢٣,٣	٢٢,٥	٢٢,٩	٢١,٨	٢٢,١	٢٠,٢	١٩,٥	الاستثمار
	١,٢-	٠,٤	٣,١	٠,٥	٢,٧	١,٧	٠,١	٠,٤-	١,٨-	١,٦-	١,٥-	صافي الإقراض
	٢,٥	٢,٧	٢,٩	٣,٠	٢,٩	٣,٠	٣,٢	٣,١	٣,٠	٢,٦	٢,٤	تحويلات جارية
	٤,٦-	٥,٥-	٥,٦-	٥,٦-	٥,٠-	٥,٣-	٥,٠-	٤,٤-	٤,٦-	٣,٩-	٣,٦-	دخل عوامل الإنتاج
	٠,٩	٣,٢	٥,٨	٣,١	٤,٨	٤,٠	١,٩	٠,٩	٠,١-	٠,٣-	٠,٣-	رصيد الموارد
												<b>للتذكرة</b>
	٤,١	٥,٩	٨,٥	٦,٥	٦,٩	٥,٨	٤,٤	٣,٣	٢,٨	٢,٦	٠,١	اقتناء الأصول الأجنبية
	٣,٥	٥,٢	٧,٣	٥,٥	٥,٧	٥,٢	٤,٥	٢,٠	١,٢	١,٤	٠,١	التغير في الاحتياطيات
												<b>أوروبا الوسطى والشرقية</b>
	٢٠,٤	١٩,٣	١٨,٩	١٨,٦	١٨,٢	١٧,٧	١٧,٤	١٧,١	١٨,١	١٩,٩	٢٥,٣	الادخار
	٢٦,٧	٢٥,٩	٢٥,٦	٢٥,٠	٢٤,٠	٢٢,٢	٢٢,٥	٢١,٢	٢١,٣	٢٢,٧	٢٦,٣	الاستثمار
	٦,٣-	٦,٦-	٦,٧-	٦,٣-	٥,٨-	٤,٥-	٥,١-	٤,١-	٣,٢-	٢,٨-	١,٠-	صافي الإقراض
	١,٤	١,٣	١,٢	١,٣	١,٤	١,٤	١,٤	١,٥	١,٧	١,٧	١,٤	تحويلات جارية
	٢,٥-	٢,٤-	٢,٥-	٢,٨-	٢,٧-	٢,٥-	٢,٩-	٢,٥-	٢,١-	١,٢-	١,٤-	دخل عوامل الإنتاج
	٥,٢-	٥,٥-	٥,٤-	٤,٨-	٤,٦-	٣,٤-	٣,٦-	٣,٢-	٢,٨-	٣,٤-	٠,٩-	رصيد الموارد
												<b>للتذكرة</b>
	٢,٠	١,٥	١,٩	٤,٧	٤,٨	٥,٠	٣,٣	٢,٢	٣,٣	١,٩	١,١	اقتناء الأصول الأجنبية
	١,٣	٠,٩	١,٠	٢,٣	١,٦	٣,٥	١,٣	١,٤	٢,٥	١,٦	٠,٤-	التغير في الاحتياطيات
												<b>كومونولث الدول المستقلة<sup>٢</sup></b>
	٢٥,٩	٢٨,٣	٣٠,٤	٢٩,٤	٢٩,٨	٢٩,٩	٢٩,٧	٢٧,٥	٢٦,٦	٢٤,٧	...	الادخار
	٢٦,٧	٢٥,٥	٢٥,٠	٢٥,١	٢٢,٤	٢١,١	٢١,٥	٢١,٢	٢٠,٢	٢١,٠	...	الاستثمار
	٠,٨-	٢,٨	٥,٤	٤,٣	٧,٣	٨,٨	٨,٣	٦,٣	٦,٤	٣,٦	...	صافي الإقراض
	٠,٢	٠,٣	٠,٣	٠,٤	٠,٥	٠,٦	٠,٥	٠,٦	٠,٦	٠,٤	...	تحويلات جارية
	٢,٤-	٣,٠-	٣,٤-	٣,٠-	٣,٥-	٢,٨-	٢,١-	٢,٨-	٢,٠-	٢,٠-	...	دخل عوامل الإنتاج
	١,٥	٥,٥	٨,٤	٦,٩	١٠,٤	١١,٠	٩,٩	٨,٤	٧,٩	٥,٢	...	رصيد الموارد
												<b>للتذكرة</b>
	٦,٣	٨,٤	١١,٢	١٧,٥	١٦,٢	١٥,٢	١٣,٩	١١,٦	٥,٥	٤,٧	...	اقتناء الأصول الأجنبية
	٢,٩	٣,٤	٥,٦	٩,٩	٩,٩	٧,٧	٧,١	٥,٧	٣,٣	١,١	...	التغير في الاحتياطيات

## الجدول ألف-١٦ (تابع)

متوسط	متوسطات										
	٢٠١٣-٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١-١٩٩٤	١٩٩٣-١٩٨٦
	<b>آسيا النامية</b>										
	الإدخار										
٤٦,٣	٤٤,٩	٤٤,٦	٤٥,١	٤٣,٨	٤١,٤	٣٨,٤	٣٦,٦	٣٣,٧	٣٢,٧	٣٢,٧	٢٨,٨
٤٠,٦	٣٩,٧	٣٩,٢	٣٨,١	٣٧,٩	٣٧,٣	٣٥,٩	٣٣,٨	٣١,٢	٣٢,٤	٣٢,٤	٣١,٤
٥,٨	٥,٢	٥,٤	٧,٠	٥,٩	٤,١	٢,٦	٢,٨	٢,٥	٠,٤	٠,٤	٢,٦-
١,٧	١,٨	٢,٠	٢,٢	٢,١	٢,١	٢,٠	٢,١	١,٩	١,٣	١,٣	٠,٨
٠,٦	—	٠,٣-	٠,٣-	٠,٦-	٠,٧-	١,٠-	١,١-	١,٥-	١,٤-	١,٤-	١,٨-
٣,٥	٣,٤	٣,٦	٥,٢	٤,٤	٢,٦	١,٦	١,٨	٢,١	٠,٤	٠,٤	١,٦-
	للتذكرة										
٩,١	٩,٢	١٢,١	١٤,٧	١١,٤	٩,٦	٧,٣	٦,١	٥,٢	٥,٩	٥,٩	٢,٤
٥,٦	٦,٧	١٠,٣	١٠,٧	٦,٨	٥,٩	٧,٤	٥,٥	٤,٢	١,٧	١,٧	٠,٩
	<b>الشرق الأوسط</b>										
	الإدخار										
٣٨,٤	٤٢,٨	٤٧,٤	٤٣,٣	٤٣,٦	٤٢,٧	٣٥,٧	٣٢,٥	٢٨,٤	٢٥,٥	٢٥,٥	١٧,٦
٢٦,٥	٢٥,٧	٢٤,٥	٢٤,٩	٢٢,٦	٢٢,٧	٢٤,٠	٢٤,٢	٢٣,٧	٢٢,٤	٢٢,٤	٢٣,٨
١١,٩	١٧,٠	٢٢,٨	١٨,٤	٢١,٠	٢٠,٠	١١,٦	٨,٣	٤,٧	٣,١	٣,١	٦,٣-
١,٤-	١,٤-	١,٤-	١,٦-	١,٨-	١,٧-	٢,٠-	٢,٢-	٢,٥-	٢,٩-	٢,٩-	٣,٥-
٣,٨	٢,٣	١,٣	٢,٧	٢,٤	١,٥	٠,٣	٠,٢	٠,٥	٢,٦	٢,٦	٢,٣
٩,٥	١٦,١	٢٢,٩	١٧,٣	٢٠,٤	٢٠,٣	١٣,٣	١٠,٣	٦,٧	٣,٣	٣,٣	٥,١-
	للتذكرة										
١٣,٤	١٨,٣	٢٠,٢	٤٢,٦	٣٦,٦	٢٦,٢	١٧,٥	١٢,٨	٢,٦	٤,٨	٤,٨	٠,٥-
٤,٤	٧,٧	١٠,١	١٣,٩	١٠,٤	١٠,٣	٥,٥	٥,٠	٠,٦	١,٢	١,٢	٠,٤-
	<b>نصف الكرة الغربي</b>										
	الإدخار										
٢١,٤	٢١,٥	٢٢,٠	٢٢,٧	٢٣,٢	٢٢,٠	٢٢,٠	١٩,٨	١٩,٣	١٧,٧	١٧,٧	١٨,٦
٢٣,٨	٢٣,٤	٢٣,١	٢٢,٤	٢١,٦	٢٠,٥	٢٠,٨	١٩,٢	١٩,٩	٢٠,٧	٢٠,٧	١٩,١
٢,٣-	١,٩-	١,١-	٠,٣	١,٥	١,٥	١,١	٠,٦	٠,٧-	٣,٠-	٣,٠-	٠,٥-
١,٥	١,٥	١,٥	١,٨	٢,٠	٢,٠	٢,٠	١,٩	١,٧	٠,٩	٠,٩	٠,٨
٢,٤-	٢,٥-	٢,٨-	٢,١-	٢,٣-	٢,٢-	٢,٩-	٣,٠-	٢,٧-	٢,٧-	٢,٧-	٢,٣-
١,٤-	١,٠-	٠,٢	٠,٦	١,٩	١,٧	٢,٠	١,٦	٠,٣	١,٢-	١,٢-	١,٠
	للتذكرة										
١,٦	٢,١	٣,٢	٦,١	٣,٢	٣,٠	٢,٨	٢,٩	١,٢	١,٧	١,٧	٠,٧
٠,٣	٠,٤	١,٧	٣,٦	١,٦	١,٣	١,٠	١,٨	٠,١-	٠,٢	٠,٢	٠,٦
	<b>المجموعات التحليلية</b>										
	<b>حسب مصدر إيرادات التصدير</b>										
	<b>الوقود</b>										
	الإدخار										
٣١,٤	٣٥,٤	٣٩,٣	٣٧,٠	٣٨,٦	٣٨,٢	٣٤,١	٣١,١	٢٨,٩	٢٦,١	٢٦,١	٢٦,٦
٢٦,٠	٢٥,١	٢٤,٣	٢٥,٣	٢٢,٩	٢٢,٤	٢٣,٤	٢٣,٣	٢٣,٥	٢٢,٤	٢٢,٤	٢٨,٨
٥,٤	١٠,٣	١٤,٩	١١,٧	١٥,٦	١٥,٨	١٠,٧	٧,٨	٥,٤	٣,٧	٣,٧	٢,٢-
٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	٠,٩-	١,١-	١,٤-	١,٧-	١,٩-	١,٩-	١,٥-
٠,٦-	١,٨-	٢,٦-	١,٩-	١,٩-	٢,٠-	٢,١-	٢,٣-	١,٧-	٠,٧-	٠,٧-	—
٦,٩	١٣,٠	١٨,٣	١٤,٥	١٨,٤	١٨,٧	١٣,٩	١١,٥	٨,٨	٦,٣	٦,٣	٠,٧-
	للتذكرة										
٩,٠	١٢,٧	١٥,٥	٢٦,٣	٢٤,٣	٢٠,٠	١٤,٨	١١,٧	٣,٠	٥,٠	٥,٠	٠,٢
٣,٨	٦,٠	٨,٦	١١,١	١٠,٣	٩,٢	٦,٩	٥,٢	١,٠	٠,٩	٠,٩	٠,٣-
	<b>غير الوقود</b>										
	الإدخار										
٣٤,١	٣٢,٥	٣٢,٠	٣٢,٣	٣١,٥	٢٩,٨	٢٨,٧	٢٧,٣	٢٥,٧	٢٣,٩	٢٣,٩	٢٣,٢
٣٣,٢	٣٢,١	٣١,٤	٣٠,٤	٢٩,٧	٢٨,٧	٢٨,٣	٢٦,٦	٢٥,٤	٢٥,٥	٢٥,٥	٢٥,٠
٠,٩	٠,٤	٠,٦	١,٩	١,٨	١,١	٠,٤	٠,٧	٠,٣	١,٧-	١,٧-	٢,١-
١,٩	١,٩	٢,٠	٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢,١	٢,٢	٢,٠	١,٤	١,٤	١,٢
٠,٨-	١,١-	١,٤-	١,٣-	١,٥-	١,٥-	١,٩-	١,٩-	٢,٠-	١,٨-	١,٨-	١,٧-
٠,٣-	٠,٤-	٠,١-	١,١	١,١	٠,٤	٠,٢	٠,٤	٠,٣	١,٣-	١,٣-	٠,٨-
	للتذكرة										
٥,٧	٥,٦	٧,٣	١٠,١	٧,٥	٦,٤	٥,١	٤,٤	٣,٦	٣,٤	٣,٤	١,٣
٣,٣	٣,٧	٥,٧	٧,٠	٤,٢	٣,٩	٤,٢	٣,٥	٢,٥	١,١	١,١	٠,٥

تدفق الأموال: موجز

الجدول ألف-١٦ (تتمة)

متوسط	متوسطات										
	٢٠١٣-٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	١٩٩٤-٢٠٠١	١٩٩٣-١٩٨٦
<b>حسب مصدر التمويل الخارجي</b>											
<b>بلدان المركز المدين الصافي</b>											
	٢٣.٩	٢٣.٠	٢٢.٩	٢٣.٣	٢٣.٠	٢١.٩	٢١.٧	٢٠.٨	٢٠.١	١٩.٦	٢٠.٨
الإدخار	٢٧.٣	٢٦.٣	٢٦.٠	٢٥.٣	٢٤.٤	٢٣.٤	٢٣.٠	٢١.٤	٢٠.٩	٢٢.٢	٢٢.٩
الاستثمار	٣.٤-	٣.٣-	٣.٠-	٢.٠-	١.٤-	١.٥-	١.٣-	٠.٦-	٠.٨-	٢.٦-	٢.١-
صافي الإقراض	٢.٥	٢.٥	٢.٥	٢.٦	٢.٧	٢.٧	٢.٦	٢.٧	٢.٦	١.٨	١.٥
تحويلات جارية	٢.٤-	٢.٣-	٢.٦-	٢.٤-	٢.٥-	٢.٤-	٢.٧-	٢.٥-	٢.٤-	٢.٤-	٢.٤-
دخل عوامل الإنتاج	٣.٥-	٣.٥-	٣.٠-	٢.٢-	١.٧-	١.٨-	١.٢-	٠.٨-	١.٠-	٢.٥-	١.١-
رصيد الموارد											
للتذكيرة											
اقتناء الأصول الأجنبية	٢.١	٢.٠	٢.٦	٦.٢	٤.٢	٣.١	٢.٩	٣.٠	٢.٤	١.٧	٠.٨
التغير في الاحتياطيات	١.١	٠.٨	١.٥	٤.٠	٢.٣	١.٨	١.٥	٢.٠	١.٥	٠.٨	٠.٥
<b>التمويل الرسمي</b>											
	٢٢.٥	٢٢.٠	٢٢.٤	٢٣.٢	٢٣.٩	٢٣.٢	٢٢.٣	٢١.١	٢٠.٢	١٧.٦	١٤.٢
الإدخار	٢٦.٣	٢٦.٤	٢٧.٤	٢٧.٠	٢٥.٦	٢٤.٨	٢٤.٢	٢٣.٢	٢٢.٠	٢٠.٥	١٧.١
الاستثمار	٣.٨-	٤.٤-	٥.١-	٣.٨-	١.٧-	١.٦-	١.٨-	٢.١-	١.٨-	٢.٩-	٢.٨-
صافي الإقراض	٧.٩	٧.٩	٨.٦	٩.٣	٨.٨	٨.٦	٨.٢	٧.٥	٧.٠	٥.٧	٤.٢
تحويلات جارية	١.٤-	١.٢-	١.٠-	١.٢-	٢.٠-	١.٨-	٠.٨-	١.٥-	٠.٥-	٠.٦-	٠.٨-
دخل عوامل الإنتاج	١٠.٣-	١١.١-	١٢.٧-	١١.٩-	٨.٥-	٨.٥-	٩.٢-	٨.١-	٨.٣-	٧.٩-	٦.٣-
رصيد الموارد											
للتذكيرة											
اقتناء الأصول الأجنبية	٣.٩	٣.٣	٤.٤	٨.٥	٣.٦	٤.٢	٢.٨	٤.٦	١.٥	٢.٨	٠.٥
التغير في الاحتياطيات	٢.٤	١.٨	٢.٠	٤.٢	٢.٩	٢.١	١.٢	٣.٠	٠.٢-	٠.٥	٠.٥
<b>بلدان المركز المدين الصافي حسب تجربة خدمة الدين</b>											
<b>بلدان عليها متأخرات وأو أعيدت جدولة ديونها خلال ٢٠٠٢-٢٠٠٦</b>											
	٢٢.٨	٢٢.٢	٢٢.٤	٢٣.٣	٢٣.٧	٢١.٩	٢١.٦	٢٣.١	٢١.٠	١٩.٣	١٧.١
الإدخار	٢٥.٣	٢٤.٧	٢٤.٣	٢٤.٣	٢٣.٦	٢٢.٦	٢١.٤	٢٠.٦	١٨.٧	٢٢.٣	٢٣.١
الاستثمار	٢.٥-	٢.٤-	١.٩-	٠.٩-	٠.٢	٠.٧-	٠.٢	٢.٥	٢.٣	٣.٠-	٦.٠-
صافي الإقراض	٣.٦	٣.٦	٣.٩	٤.٠	٤.٤	٤.٥	٣.٩	٤.٠	٣.٩	٢.١	١.٦
تحويلات جارية	٢.٥-	٢.٤-	٣.١-	٣.٥-	٣.٧-	٣.٨-	٤.١-	٣.٣-	٤.٠-	٣.١-	٥.٦-
دخل عوامل الإنتاج	٣.٦-	٣.٧-	٢.٧-	١.٤-	٠.٥-	١.٣-	٠.٥	١.٨	٢.٣	٢.٠-	١.٩-
رصيد الموارد											
للتذكيرة											
اقتناء الأصول الأجنبية	١.٥	١.٩	١.٩	٤.٧	٣.٧	٢.٦	٢.٥	٣.٩	٣.٣	٢.٠	١.٠
التغير في الاحتياطيات	١.١	١.٣	٠.٩	٣.٣	٢.٢	١.٧	١.٥	٢.٣	٠.٩	٠.٥	٠.٢

ملحوظة: تستند التقديرات في هذا الجدول إلى إحصاءات الحسابات القومية وميزان المدفوعات لفرادى البلدان. وتُحسب الأرقام المجمعة للمجموعات القطرية المختلفة على اعتبار أنها حاصل قيم للดอลลาร์ الأمريكي في فرادى البلدان ذات الصلة. ويختلف ذلك عن عمليات الحساب في عدد إبريل ٢٠٠٥ والأعداد السابقة من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، حيث كانت الأرقام المجمعة مرجحة بإجمالي الناتج المحلي المقوم بتعديل القوى الشرائية كحصة من مجموع إجمالي الناتج المحلي العالمي. وقد وضعت تقديرات الإدخار القومي في بلدان عديدة، على أساس بيانات إجمالي الاستثمار المحلي في الحسابات القومية وبيانات صافي الاستثمار الأجنبي المستمدة من ميزان المدفوعات. ويتألف صافي الاستثمار الأجنبي الذي يعادل رصيد الحساب الجاري من ثلاثة مكونات هي: التحويلات الجارية، وصافي دخل عوامل الإنتاج، ورصيد الموارد. ويشير التنوع في مصادر البيانات، الذي يفرضه مدى توافرها، إلى وجود أوجه تفاوت إحصائي في التقديرات المشتقة للمدخرات القومية. كذلك فإن السهو والخطأ وعدم الاتساق في إحصاءات ميزان المدفوعات، تؤثر جميعها على تقديرات صافي الإقراض. وعلى المستوى العالمي نجد أن صافي الإقراض، الذي يكون صفراً من الناحية النظرية، يساوي التفاوت في الحساب الجاري العالمي. ورغم هذا القصور الإحصائي، فإن تقديرات تدفق الأموال، كتلك الواردة في هذه الجداول، تعتبر إطاراً مفيداً لتحليل تطورات الإدخار والاستثمار عبر الفترات الزمنية وفي مختلف المناطق والبلدان.

<sup>١</sup> محسوبا من بيانات فرادى بلدان منطقة اليورو.

<sup>٢</sup> تدخل منغوليا، وهي ليست بلداً عضواً في كومنولث الدول المستقلة، في هذه المجموعة لأسباب تتعلق بالعوامل الجغرافية وأوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي.

الجدول ألف-١٧ موجز السيناريو الأساسي العالمي في الأجل المتوسط

متوسط أربع سنوات ٢٠١٣-٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	متوسط أربع سنوات			متوسطات ثماني سنوات		
			٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٩-٢٠٠٦	٢٠٠٥-١٩٩٨	١٩٩٧-١٩٩٠	
التغير السنوي % ما لم يذكر خلاف ذلك								
٤,٦	٣,٠	٣,٩	٥,٠	٥,١	٤,٢	٣,٦	٢,٩	إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي
٢,٥	٠,٥	١,٥	٢,٦	٣,٠	١,٩	٢,٦	٢,٦	الاقتصادات المتقدمة
٦,٩	٦,١	٦,٩	٨,٠	٧,٩	٧,٢	٥,٢	٣,٣	الاقتصادات الصاعدة والنامية
للتذكيرة								
الناتج الممكن								
١,٩	١,٩	٢,٠	٢,١	٢,٢	٢,١	٢,٣	٢,٥	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية
٧,١	٤,١	٤,٩	٧,٢	٩,٣	٦,٤	٦,٢	٦,٩	حجم التجارة العالمية <sup>١</sup>
الواردات								
٥,٢	١,١	١,٩	٤,٥	٧,٥	٣,٧	٦,٠	٦,٢	الاقتصادات المتقدمة
١١,٠	١٠,٥	١١,٧	١٤,٢	١٤,٧	١٢,٨	٧,٧	٨,٠	الاقتصادات الصاعدة والنامية
الصادرات								
٥,٣	٢,٥	٤,٣	٥,٩	٨,٤	٥,٢	٥,٢	٦,٩	الاقتصادات المتقدمة
١٠,١	٧,٤	٦,٣	٩,٥	١١,٠	٨,٥	٨,٤	٨,٣	الاقتصادات الصاعدة والنامية
معدلات التبادل التجاري								
٠,٢	٠,١-	١,٨-	٠,٣	١,٢-	٠,٧-	٠,١-	٠,١-	الاقتصادات المتقدمة
٠,٢-	٠,٩-	٥,٥	١,٧	٤,٩	٢,٨	١,٤	٠,٦-	الاقتصادات الصاعدة والنامية
الأسعار العالمية بالدولار الأمريكي								
المصنوعات								
١,٥	٠,٥	١٣,٨	٨,٨	٣,٧	٦,٦	١,٦	١,٣	
٠,٦	٦,٣-	٥٠,٨	١٠,٧	٢٠,٥	١٧,٢	١٣,٦	٠,٩	النفط
٢,٦-	٦,٢-	١٣,٣	١٤,١	٢٣,٢	١٠,٥	٠,٥	٠,٠	السلع الأولية غير الوقود
أسعار المستهلكين								
٢,٠	٢,٠	٣,٦	٢,٢	٢,٤	٢,٥	١,٩	٣,٤	الاقتصادات المتقدمة
٥,٣	٧,٨	٩,٤	٦,٤	٥,٤	٧,٢	٨,٣	٦٢,٩	الاقتصادات الصاعدة والنامية
أسعار الفائدة (%)								
٣,٢	١,٥	١,٠	٢,٦	٢,١	١,٨	١,٦	٣,١	سعر لييبور الحقيقي لستة أشهر <sup>٢</sup>
٢,٨	١,٨	٠,٤	٢,٠	١,٧	١,٥	٢,٤	٤,٠	سعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل في العالم <sup>٣</sup>
% من إجمالي الناتج المحلي								
موازين مدفوعات الحساب الجاري								
٠,٥-	٠,٦-	١,٠-	٠,٩-	١,٣-	١,٠-	٠,٧-	—	الاقتصادات المتقدمة
٢,٢	٢,٩	٤,١	٤,١	٤,٩	٤,٠	١,٢	١,٦-	الاقتصادات الصاعدة والنامية
إجمالي الدين الخارجي								
٢٣,٥	٢٣,٨	٢٤,٢	٢٦,٩	٢٦,٦	٢٥,٤	٣٥,٨	٣٤,٢	الاقتصادات الصاعدة والنامية
خدمة الدين								
٤,٠	٤,٠	٤,١	٤,٨	٥,٨	٤,٧	٦,٣	٤,٦	الاقتصادات الصاعدة والنامية

<sup>١</sup> تشير البيانات إلى تجارة السلع والخدمات.

<sup>٢</sup> سعر الفائدة بين بنوك لندن على الودائع بالدولار الأمريكي ناقص التغير كنسبة مئوية في مخصص إجمالي الناتج المحلي الأمريكي.

<sup>٣</sup> متوسط أسعار السندات الحكومية لعشر سنوات (أو لأقرب أجل استحقاق) مرجحا بإجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة واليابان وألمانيا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة وكندا.

# آفاق الاقتصاد العالمي، موضوعات مختارة، ٢٠٠٠-٢٠٠٨

## أولاً: منهجية التجميع والنماذج والتنبؤ

الأوزان المنقحة المستندة إلى تعادل القوة الشرائية في

تقرير آفاق الاقتصاد العالمي

فروق في الحساب الجاري العالمي

مايو ٢٠٠٠، الإطار أ-١  
أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الأول،  
الملحق الثاني

مايو ٢٠٠١، الإطار ١-١  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٣-١  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٤-١  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٢-١

سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٢-١  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٤-٣  
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ١-٢  
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ٢-٢  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٢-٢  
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٣-١  
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٤-١  
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٤-١

أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٥-٣  
إبريل ٢٠٠٨، الملحق ١-١  
أكتوبر ٢٠٠٨، الإطار ٣-١  
أكتوبر ٢٠٠٨، الملحق ١-١

ما مدى ثقة دقة التنبؤ بنقاط الانقلاب؟

ثورة تكنولوجيا المعلومات: مسائل القياس

قياس تحرير الحساب الرأسمالي

في دقة التنبؤات بالانتعاش

مشكلة التفاوت الإحصائي العالمي في الحساب الجاري

ومشكلات إحصائية أخرى

نموذج الاقتصاد العالمي

كيف ينبغي قياس النمو الاقتصادي العالمي؟

قياس الاحتياطات الأجنبية

آثار التخفيضات الضريبية في نموذج مالي عالمي

ما هو مدى دقة التنبؤات في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي

الخط الفاصل بين المدخرات الشخصية ومدخرات الشركات

قياس عدم المساواة: قضايا المفاهيم والمنهجيات والقياس

مؤشرات الدورة الاقتصادية الجديدة في أمريكا اللاتينية: إعادة

بناء البيانات التاريخية

انعكاسات التقديرات الجديدة لتعادل القوى الشرائية

على قياس النمو العالمي

قياس فجوات الناتج

تقدير وإيضاح المخاطر المحيطة بالاقتصاد العالمي

## ثانياً: استقصاءات تاريخية

الاقتصاد العالمي في القرن العشرين

النظام النقدي والنمو أثناء الثورة التجارية

الكساد الكبير

الأدلة التاريخية على الأزمات المالية

منظور تاريخي لدورات التوسع والانكماش والركود الاقتصادي

التنمية المؤسسية: تأثير التاريخ والجغرافيا

أسعار الفائدة طويلة الأجل من منظور تاريخي

إعادة تدوير البترودولار في السبعينات

المنظور التاريخي للنمو والحساب الجاري

مايو ٢٠٠٠، الفصل الخامس  
مايو ٢٠٠٠، الإطار ٥-٢  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٣-٢  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٣-٣  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٢-١  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٣-١  
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ١-١  
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٢-٢  
أكتوبر ٢٠٠٨، الإطار ٦-٣



### ثالثا: النمو الاقتصادي—المصادر والأنماط

- كيف يمكن للبلدان الأشد فقرا اللحاق بالركب؟  
اتجاهات عامة في مؤشر التنمية البشرية  
نمو الإنتاجية، وتكنولوجيا المعلومات في الاقتصادات المتقدمة  
التحول الاقتصادي: التجربة وقضايا السياسة  
روابط الدورة الاقتصادية فيما بين الاقتصادات المتقدمة الرئيسية  
كيف تؤثر التقلبات في بلدان مجموعة السبعة على البلدان النامية؟  
محاكاة أوضاع الثقة فيما بين الأسواق  
قنوات انتقال الأوضاع الدورية إلى البلدان النامية  
ثورة تكنولوجيا المعلومات  
هل حدث ثورة تكنولوجيا المعلومات من قلب الناتج؟  
تأثير تحرير الحساب الرأسمالي على الأداء الاقتصادي  
هل يتزايد دور الثروة في توجيه الاستهلاك؟  
دورات الركود والانتعاش  
هل كان ركودا عالميا؟  
ما مدى أثر الثروة على الاستهلاك؟  
أثر الثروة من منظور قطاع الأسر  
قياس الدورات الاقتصادية  
التقلبات الاقتصادية في البلدان النامية  
كيف تؤثر انخفاضات أسعار أسواق الأسهم الأخيرة في النشاط الاقتصادي  
تبدل الطالع: نمو الإنتاجية في أوروبا والولايات المتحدة  
النمو والمؤسسات  
هل مات الاقتصاد الجديد؟  
هل عجلت الركائز الخارجية الإصلاح المؤسسي من الناحية العملية؟  
التنمية المؤسسية: دور صندوق النقد الدولي  
ما هو أثر الحرب في العراق على الاقتصاد العالمي؟  
كيف يمكن تسريع وتيرة النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط  
وشمال إفريقيا  
التغيرات الأخيرة في الأوضاع النقدية والمالية في مناطق العملات الرئيسية  
حساب النمو في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا  
إدارة تدفقات المعونة المتزايدة إلى البلدان النامية  
كيف يؤثر التغير الديمغرافي على الاقتصاد العالمي؟  
نقص المناعة البشرية/الإيدز: الآثار الديمغرافية والاقتصادية والمالية العامة  
آثار التغير الديمغرافي على الاقتصاد العالمي؟  
تحويلات العاملين والتنمية الاقتصادية  
تقلب الناتج في بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية  
كيف يمكن لعدم استقرار الاقتصاد الكلي أن يعيق النمو في إفريقيا  
جنوب الصحراء؟
- مايو ٢٠٠٠، الفصل الرابع  
مايو ٢٠٠٠، الإطار ٥-١  
أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الثاني  
أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الثالث  
أكتوبر ٢٠٠١، الفصل الثاني  
أكتوبر ٢٠٠١، الفصل الثاني  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٢-١  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٢-٢  
أكتوبر ٢٠٠١، الفصل الثالث  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٣-٤  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٤-٢  
إبريل ٢٠٠٢، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٢، الفصل الثالث  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ١-١  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٢-٢  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٢-٢  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٣-١  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٣-٤  
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ١-١  
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ١-٣  
إبريل ٢٠٠٣، الفصل الثالث  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ١-٢  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٣-٢  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٣-٤  
إبريل ٢٠٠٣، الملحق ١-٢  
سبتمبر ٢٠٠٣، الفصل الثاني  
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ١-١  
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ١-٢  
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ١-٣  
سبتمبر ٢٠٠٤، الفصل الثالث  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٣-٣  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٣-٤  
إبريل ٢٠٠٥، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٥، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-٥

إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-٦  
 إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٢-٣  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الفصل الثالث  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٢-٢  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٣-٢  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٣-٣  
 إبريل ٢٠٠٦، الإطار ١-٢  
 إبريل ٢٠٠٦، الفصل الرابع  
 إبريل ٢٠٠٦، الملحق ١-٢  
 سبتمبر ٢٠٠٦، الفصل الثالث  
 سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ٣-١  
 سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ٣-٢  
 إبريل ٢٠٠٧، الفصل الرابع  
 إبريل ٢٠٠٧، الإطار ٤-٣  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٢-١  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الملحق ١-٢  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-٧  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-٨  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-٩  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الفصل الخامس  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٥-١  
 أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٥-٢

كيف ينبغي لبلدان الشرق الأوسط وآسيا الوسطى المصدرة للنفط أن تستخدم إيراداتها النفطية؟  
 ما هي أضرار التقلب؟  
 بناء المؤسسات  
 عائد الاستثمار في البلدان الصناعية والبلدان النامية  
 استخدام أدوات معينة للحد من الفساد  
 اختبار أثر التحويلات بلا مقابل على المؤسسات  
 أثر التصحيحات الأخيرة في أسواق الإسكان في البلدان الصناعية  
 في خضم من السيولة النقدية: ما سبب وفرة المدخرات في قطاع الشركات  
 التداعيات العالمية لوباء أنفلونزا الطيور  
 أنماط التنمية والنمو الاقتصادي  
 النمو الممكن للنتائج والإنتاجية في اليابان  
 تطور جودة حوكمة الشركات وأثره في آسيا  
 فصل القاطرة عن القطار؟ التداعيات والدورات في الاقتصاد العالمي  
 التداعيات وتزامن الدورات الاقتصادية الدولية: من منظور أوسع  
 ما هي المخاطر التي تمثلها أسواق المساكن للنمو العالمي؟  
 تغير المناخ: التأثير الاقتصادي والاستجابات على مستوى السياسات  
 النقاش الدائر حول تطبيق سعر الخصم  
 الضرائب مقارنة بالكميات في ظل عدم اليقين (دراسة Weitzman)  
 تجارب الاتجار في رخص إطلاق الانبعاثات في الاتحاد الأوروبي  
 الدورة الاقتصادية العالمية وديناميكيته المتغيرة  
 الاقتصادات الرئيسية وتقلبات النمو العالمي  
 تحسن أداء الاقتصاد الكلي—هل هو حسن حظ أم حسن سياسات

## رابعاً: التضخم والانكماش وأسواق السلع

مايو ٢٠٠٠، الإطار ٢-٢  
 مايو ٢٠٠٠، الإطار ٢-٣  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الثاني  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٢-٢  
 مايو ٢٠٠١، الفصل الرابع  
 مايو ٢٠٠١، الفصل الأول،  
 الملحق الأول  
 مايو ٢٠٠١، الإطار ٤-١  
 مايو ٢٠٠١، الإطار ٤-٢  
 مايو ٢٠٠١، الإطار ٤-٣  
 أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ١-٢  
 أكتوبر ٢٠٠١، الفصل الأول،  
 الملحق الأول  
 إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٢-٣

دورات السلع من غير الوقود  
 مراحل الازدهار في سوق النفط العالمية  
 أسعار السلع والبلدان المصدرة للسلع  
 تطورات سوق النفط  
 هبوط معدل التضخم في الأسواق الناشئة: هل يمكن الحفاظ عليه؟  
 التباطؤ العالمي وأسعار السلع  
 لماذا ينبغي للأسواق الصاعدة أن تسعى للحفاظ على انخفاض معدل التضخم؟  
 هل توجد علاقة بين عجز المالية العامة والتضخم؟  
 تحديد أهداف التضخم في اقتصادات الأسواق الصاعدة: التنفيذ والتحديات  
 إلى أي حد يعتبر ارتفاع التضخم الكلي مصدراً للقلق؟  
 أسواق السلع الأولية وأشباه الموصلات  
 هل يمكن أن يكون التضخم أقل مما ينبغي؟

إبريل ٢٠٠٣، الإطار ١-١	هل يمكن أن يصبح الانكماش مشكلة عالمية؟
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٢-١	أسواق المساكن في البلدان الصناعية
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ١-١	هل تعود أزمة التضخم العالمي للظهور؟
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ١-٢	ما السبب في طفرة أسعار المساكن مؤخرا؟
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-٤	هل تظل السوق النفطية ضيقة؟
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-٤	هل ينبغي للبلدان أن تشعر بالقلق إزاء تقلبات أسعار النفط؟
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٢-٤	جودة البيانات في السوق النفطية
سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٢-٤	التوقعات التضخمية طويلة الأجل والموثوقية
سبتمبر ٢٠٠٦، الفصل الخامس	ارتفاع أسعار السلع الأساسية غير الوقود — هل يمكن أن يدوم؟
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ٢-٢	صدمات أسعار السلع الأساسية، والنمو، والتمويل في بلدان إفريقيا جنوب الصحراء
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ٤-١	شركات النفط الدولية والوطنية في ظل بيئة متغيرة لقطاع نفطي
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ١-٥	هل أسهمت المضاربة في ارتفاع أسعار السلع؟
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ٢-٥	تحرير التجارة الزراعية وأسعار السلع الأساسية
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-١	من المتضرر من الارتفاع الهائل في أسعار الأغذية؟
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٥-١	اختناقات مرحلة التكرير
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٦-١	تحقيق أقصى استخدام ممكن لأنواع الوقود البيولوجي
إبريل ٢٠٠٨، الملحق ٢-١	المستجدات في أسواق السلع الأساسية واحتمالاتها المستقبلية
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ٤-١	المستجدات في أسواق السلع الأساسية واحتمالاتها المستقبلية
إبريل ٢٠٠٨، الملحق ٥-١	لماذا لم يستجيب عرض النفط بدرجة أكبر لارتفاع الأسعار؟
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ٦-١	أسعار النفط المستخدمة كقواعد معيارية
إبريل ٢٠٠٨، الفصل الخامس	العولمة وأسعار السلع والبلدان النامية
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ٢-٥	الانتعاش الراهن لأسعار السلع في السياق الصحيح
أكتوبر ٢٠٠٨، الفصل الثالث	هل عاد التضخم من جديد؟ أسعار السلع الأولية وتضخم الأسعار
أكتوبر ٢٠٠٨، الإطار ١-٣	هل تؤثر الاستثمارات المالية في سلوكيات أسعار السلع الأولية؟
أكتوبر ٢٠٠٨، الإطار ٢-٣	استجابات المالية العامة إزاء الزيادات الأخيرة في أسعار السلع الأولية: دراسة تقييمية
أكتوبر ٢٠٠٨، الإطار ٣-٣	نظم السياسة النقدية وأسعار السلع الأولية

## خامسا: سياسة المالية العامة

مايو ٢٠٠٠، الإطار ٣-٤	الإففاق الاجتماعي، والحد من الفقر، وتخفيف الدين في البلدان الفقيرة المثقلة بالديون
مايو ٢٠٠١، الفصل الثالث	تحسن أوضاع المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة: إلى متى سيستمر؟
مايو ٢٠٠١، الإطار ٣-٣	تأثير ضبط أوضاع المالية العامة على أداء الاقتصاد الكلي
مايو ٢٠٠١، الإطار ٤-٣	أطر المالية العامة في اقتصادات الأسواق المتقدمة
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ١-٣	بيانات الدين العام في اقتصادات الأسواق الصاعدة
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ٢-٣	مخاطر المالية العامة: الالتزامات الاحتمالية والخصائص السكانية
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ٣-٣	تقدير إمكانية استمرار أوضاع المالية العامة في ظل مناخ من عدم اليقين
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ٤-٣	حالة السندات المرتبطة بمؤشر النمو
سبتمبر ٢٠٠٣، الفصل الثالث	هل الدين العام في الأسواق الصاعدة شديد الارتفاع؟
سبتمبر ٢٠٠٤، الفصل الثاني	هل تغير سلوك المالية العامة في ظل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي؟

- إلحاق أصحاب المشاريع الصغيرة في الاقتصاد الرسمي  
نقص المناعة البشرية/الإيدز: الآثار الديمغرافية والاقتصادية والمالية العامة  
آثار التغيير الديمغرافي على نظم الرعاية الصحية  
أثر زيادة أعداد المسنين على الخطط العامة لمعاشات التقاعد  
كيف ينبغي لبلدان الشرق الأوسط وآسيا الوسطى المصدرة للنفط أن  
تستخدم إيراداتها النفطية؟  
العولمة المالية وإدارة السياسات الاقتصادية الكلية  
هل لا يزال الدين العام شديد الارتفاع في الأسواق الصاعدة  
تحسن أداء المالية العامة في بلدان الأسواق الصاعدة: دوري أم هيكلية؟  
متى تكون الدفعة المالية التنشيطية فعالة؟
- سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ١-٥  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٣-٣  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٣-٤  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٣-٥  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-٦  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٣-٣  
سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ١-١  
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ١-٢  
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ١-٢

## سادسا: السياسة النقدية، والأسواق المالية، وتدفق الأموال

- أسعار الأصول والدورة الاقتصادية  
السيولة العالمية وأسعار الأصول  
تدفقات رؤوس الأموال العالمية إلى الأسواق الناشئة  
تطورات البورصة العالمية  
السياسة النقدية في الولايات المتحدة وفروق الفائدة على الدين  
السيادي في الأسواق الناشئة  
تأثير التصحيح العالمي في أسعار أسهم التكنولوجيا الحديثة على  
الاقتصاد الحقيقي  
السياسة النقدية في عصر التضخم المنخفض  
استحداث أوراق نقد اليورو وعملته المعدنية  
محددات هيكل رأس المال عبر البلدان  
عندما تنفجر فقاعات الأصول  
كيف تؤثر مواطن ضعف الميزانيات على الاستثمار؟  
تعيين دورات التوسع والانكماش في أسعار الأصول  
هل احتياطات النقد الأجنبي في آسيا مفرطة الارتفاع؟  
الاحتياطات والدين قصير الأجل  
هل يعتبر الرواج الائتماني في الأسواق الصاعدة مصدر قلق؟  
كيف تؤثر أسعار الفائدة والصرف الأمريكية على الميزانيات العمومية  
في الأسواق الصاعدة؟  
هل يساعد تطوير القطاع المالي النمو الاقتصادي والرعاية الاجتماعية؟  
التمويل العقاري بالفائدة المتغيرة أم الثابتة: ما الذي يؤثر في اختيارات البلدان؟  
ما هي المخاطر الناجمة عن انخفاض أسعار الفائدة الأمريكية طويلة الأجل؟  
تنظيم التحويلات  
العولمة المالية وإدارة السياسات الاقتصادية الكلية
- مايو ٢٠٠٠، الفصل الثالث  
مايو ٢٠٠٠، الإطار ٣-٢  
أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الثاني  
أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الثاني  
أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٢-١  
مايو ٢٠٠١، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٢، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ١-٣  
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٢-٣  
إبريل ٢٠٠٣، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٢-٣  
إبريل ٢٠٠٣، الملحق ٢-١  
سبتمبر ٢٠٠٣، الفصل الثاني  
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ٢-٣  
إبريل ٢٠٠٤، الفصل الرابع  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٢-١  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٤-١  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٢-٢  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-٢  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٢-٢  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٣-٣

إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٣-٤	السياسات النقدية في عالم تسوده العولمة
سبتمبر ٢٠٠٥، الفصل الرابع	هل تنجح سياسة تحديد أهداف التضخم في الأسواق الصاعدة؟
سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٤-١	نظرة متعمقة على بدائل تحديد أهداف التضخم: أهداف النقود وسعر الصرف
إبريل ٢٠٠٦، الفصل الثالث	كيف أثرت العولمة على التضخم؟
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٢-٣	تأثير البترودولار على عائدات السندات في الولايات المتحدة والأسواق الصاعدة
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٣-١	العولمة والتضخم في الأسواق الصاعدة
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٣-٢	العولمة والتضخم المنخفض من منظور تاريخي
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٣-٣	سريان أثر تغيرات سعر الصرف على أسعار الواردات
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٢-٤	اتجاهات الأرباح والمدخرات في القطاع المالي
سبتمبر ٢٠٠٦، الفصل الرابع	كيف تؤثر النظم المالية على الدورات الاقتصادية
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ٤-١	التمويل بالديون وانكماش الديون
إبريل ٢٠٠٧، الإطار ٤-١	الروابط المالية والتداعيات
إبريل ٢٠٠٧، الإطار ٤-٢	أوضاع الاقتصاد الكلي في البلدان الصناعية والتدفقات المالية
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-٤	إلى الاقتصادات الصاعدة
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-٢	ما هي السيولة العالمية؟
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-٢	الانعكاسات الاقتصادية الكلية للاضطراب المالي الأخير: أنماط
إبريل ٢٠٠٨، الفصل الثالث	مستمدة من الحالات السابقة
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ٣-١	دورة أسعار المساكن المتغيرة وانعكاساتها على السياسة النقدية
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ١-١	تقييم احتمالات تعرض أسواق المساكن للتصحيح
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ١-١	هل هناك أزمة ائتمان؟

## سابعا: قضايا سوق العمل والفقر وعدم المساواة

إبريل ٢٠٠٣، الفصل الرابع	البطالة ومؤسسات سوق العمل: المنافع المتحققة من الإصلاحات
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٤-١	الفروق الإقليمية في معدلات البطالة
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٤-٢	إصلاحات سوق العمل في الاتحاد الأوروبي
إبريل ٢٠٠٧، الفصل الخامس	عولمة العمالة
إبريل ٢٠٠٧، الإطار ٥-١	الهجرة والتجارة: كيف يؤثران على البلدان النامية؟
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٢-٢	إصلاحات سوق العمل في منطقة اليورو والمفاضلة بين الأجور والبطالة
أكتوبر ٢٠٠٧، الفصل الرابع	العولمة وعدم المساواة

## ثامنا: قضايا أسعار الصرف

مايو ٢٠٠٠، الإطار ١-٤	مزايا «الدولرة» وعيوبها
أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ١-١	ما السبب وراء الانخفاض الحاد في سعر اليورو؟
أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٤-٤	التقارب وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية في البلدان المرشحة
مايو ٢٠٠١، الفصل الثاني	لعضوية الاتحاد الأوروبي
مايو ٢٠٠١، الإطار ٢-١	ما الذي يدفع ضعف اليورو وقوة الدولار؟
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ١-٢	ضعف العملات الأسترالية والنيوزيلندية
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ١-٢	توقعات السوق لحركات أسعار الصرف

سبتمبر ٢٠٠٣، الفصل الثاني	هل احتياطات النقد الأجنبي في آسيا مفرطة الارتفاع؟ إلى أي مدى ينبغي أن تشعر البلدان النامية بالقلق إزاء تقلب أسعار الصرف في مجموعة الثلاثة؟
سبتمبر ٢٠٠٣، الفصل الثاني	الاحتياطات والدين قصير الأجل
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ٢-٣	آثار هبوط قيمة الدولار
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ١-١	تعلم التعويم: تجربة بلدان الأسواق الصاعدة منذ أوائل التسعينات
سبتمبر ٢٠٠٤، الفصل الثاني	كيف تعلمت شيلي والهند والبرازيل التعويم؟
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٢-٣	تطوير أسواق النقد الأجنبي والتدخل فيها
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ٢-٤	كيف سيتسنى تصحيح الاختلالات العالمية؟
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ١-٣	أسعار الصرف وتصحيح الاختلالات الخارجية
إبريل ٢٠٠٧، الفصل الثالث	انتقال آثار أسعار الصرف إلى أسعار التجارة وعلاقته بعملية التصحيح الخارجي
إبريل ٢٠٠٧، الإطار ٣-٣	انخفاض قيمة الدولار الأمريكي: أسبابه وآثاره
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ١-٢	

## تاسعا: المدفوعات الخارجية، والتجارة وتحركات رأس المال والديون الأجنبية

أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الأول، الملحق الثاني	فروق في الحساب الجاري العالمي
مايو ٢٠٠١، الفصل الثاني	التكامل التجاري في إفريقيا جنوب الصحراء
مايو ٢٠٠٢، الإطار ١-٢	مدى إمكانية استمرار أوضاع الحساب الجاري في الولايات المتحدة الحد من الاختلالات الخارجية
مايو ٢٠٠١، الفصل الأول، الملحق الثاني	
أكتوبر ٢٠٠١، الفصل الثاني	نظام التبادل التجاري العالمي: من سياتل إلى الدوحة
أكتوبر ٢٠٠١، الفصل الرابع	التكامل المالي الدولي والبلدان النامية
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٢-٣	التحسن المعيشي الذي يمكن تحقيقه من عقد جولة مفاوضات تجارية جديدة
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٢-٤	الانتقادات الموجهة لعقد جولة مفاوضات تجارية جديدة
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٤-٣	الاستثمار الأجنبي المباشر والبلدان الأفقر
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٤-٤	تجارب البلدان في تحديد تتابع خطوات تحرير الحساب الرأسمالي
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ٣-٥	أزمات الحساب الرأسمالي في بلدان الأسواق الصاعدة
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٢-٢	كيف تحقق التصحيح في العجوزات الخارجية في الماضي
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٣-١	استخدام الأسعار لقياس تكامل أسواق السلع
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٣-٢	تكاليف النقل
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٣-٣	نموذج الجاذبية الخاص بالتجارة الدولية
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٣-٤	التخصص الرأسي في الاقتصاد العالمي
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ٣-٥	التجارة والنمو
سبتمبر ٢٠٠٢، الفصل الثاني	إلى أي حد تعد الاختلالات الخارجية مدعاة للقلق
سبتمبر ٢٠٠٢، الفصل الثاني	كيف تؤثر السياسات الزراعية للبلدان الصناعية على البلدان النامية
سبتمبر ٢٠٠٢، الفصل الثالث	التكامل التجاري والمالي

- المخاطر التي تهدد النظام التجاري المتعدد الأطراف  
هل عادت جولة الدوحة إلى المسار الصحيح؟  
الاتفاقيات التجارية والتكامل التجاري على المستوى الإقليمي:  
التجربة مع اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (نافتا)  
العولمة والاختلالات الخارجية  
إلغاء نظام الحصص في تجارة المنسوجات العالمية  
ما مدى التقدم المحرز في تنفيذ السياسات الرامية إلى تقليص الاختلالات العالمية  
قياس صافي المركز الخارجي للبلدان  
الاختلالات العالمية: منظور للاذخار والاستثمار  
أثر التغيرات الديمغرافية على الادخار والاستثمار وأرصدة الحساب الجاري  
الملحق ٢-١: كيف تصحح الاختلالات العالمية في المستقبل؟  
أسعار النفط والاختلالات العالمية  
ما هو مقدار التقدم المحرز في معالجة الاختلالات العالمية؟  
جولة الدوحة بعد اجتماعات هونغ كونغ  
التدفقات الرأسمالية إلى بلدان الأسواق الصاعدة: نظرة طويلة الأجل  
تحسن أداء المالية العامة في بلدان الأسواق الصاعدة: دوري أم هيكلي؟  
إمكانية استمرار المركز الخارجي وعلاقتها بالتكامل المالي  
الاختلالات الكبيرة والمستمرة في الحساب الجاري  
المشاورات متعددة الأطراف بشأن الاختلالات العالمية  
إدارة الآثار الاقتصادية الكلية لتدفقات المعونة الكبيرة والمتقلبة  
إدارة التدفقات الرأسمالية الداخلة الكبيرة  
هل يمكن أن تنجح القيود على رأس المال؟  
المشاورات متعددة الأطراف بشأن الاختلالات العالمية: تقرير مرحلي  
كيف تؤثر العولمة التجارية والمالية على النمو؟ النظرية والأدلة
- إبريل ٢٠٠٤، الإطار ١-٣  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ١-٣  
سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ١-٤  
إبريل ٢٠٠٥، الفصل الثالث  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٣-١  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-٤  
إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٣-٢  
سبتمبر ٢٠٠٥، الفصل الثاني  
سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٢-٣  
سبتمبر ٢٠٠٥، الملحق ١-٢  
إبريل ٢٠٠٦، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ١-٤  
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ١-٥  
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ١-١  
سبتمبر ٢٠٠٦، الإطار ١-٢  
إبريل ٢٠٠٧، الإطار ١-٣  
إبريل ٢٠٠٧، الإطار ٢-٣  
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٣-١  
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٣-٢  
أكتوبر ٢٠٠٧، الفصل الثالث  
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ١-٣  
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ٣-١  
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ١-٥

## عاشرا: قضايا إقليمية

- الأثر الاقتصادي لفيروس نقص المناعة البشرية/متلازمة  
نقص المناعة المكتسب في إفريقيا  
انضمام اقتصادات التحول إلى الاتحاد الأوروبي: التوقعات والضغوط  
صندوق النقد الدولي وبلدان التحول الاقتصادي  
حالات التوسع القابلة في عضوية الاتحاد الأوروبي  
مبادرة «هيبك» المعززة في إفريقيا  
حالات العجز الشديد في الحسابات الجارية لبلدان التحول الاقتصادي  
الساعية إلى الانضمام لعضوية الاتحاد الأوروبي  
تجارة إفريقيا ونموذج الجاذبية  
تباطؤ النشاط الياباني وشرق آسيا
- أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ١-٤  
أكتوبر ٢٠٠٠، الفصل الرابع  
أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ١-٣  
أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٢-٤  
مايو ٢٠٠١، الإطار ٤-١  
مايو ٢٠٠١، الإطار ١-٥  
مايو ٢٠٠١، الإطار ٢-٢  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٤-١

- أداء النمو النسبي في منطقة اليورو: لماذا تأخرت ألمانيا وإيطاليا عن الركب؟  
 النمو الاقتصادي والصراع المدني وتخفيض حدة الفقر في إفريقيا جنوب الصحراء  
 تكنولوجيا المعلومات والنمو في آسيا الصاعدة  
 الركود في قطاع تكنولوجيا المعلومات وعلاقته باحتمالات النمو  
 قصيرة الأجل في شرق آسيا  
 أزمت الدين: لماذا تختلف في أمريكا اللاتينية؟  
 الاستثمار الأجنبي المباشر في إفريقيا  
 المؤسسات والنمو: الشراكة الجديدة لتنمية إفريقيا  
 كيف يمكن تسريع وتيرة النمو الاقتصادي في منطقة الشرق  
 الأوسط وشمال إفريقيا؟  
 مجلس التعاون الخليجي: تحديات على طريق الاتحاد النقدي  
 حساب النمو في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا  
 هل أصبحت بلدان آسيا الصاعدة محرك النمو العالمي؟  
 مقومات النجاح الاقتصادي في إفريقيا  
 التكامل الاقتصادي والإصلاحات الهيكلية: التجربة الأوروبية  
 ما هي مخاطر تباطؤ النمو في الصين؟  
 تحديات الحكم الرشيد والتقدم المحرز تجاهه في بلدان إفريقيا جنوب الصحراء  
 تسونامي المحيط الهندي: أثره على اقتصادات جنوب آسيا  
 تحولات العاملين والهجرة في منطقة الكاريبي  
 بماذا يفسر التفاوت في أداء القطاعات الخارجية في منطقة اليورو؟  
 تصاعد الضغوط على منتجي القطن في إفريقيا  
 هل الاستثمار في بلدان آسيا الصاعدة منخفض للغاية؟  
 تطوير المؤسسات انعكاس للأوضاع المحلية: مثال تحويل الملكية  
 في الصين مقارنة بأوروبا الوسطى والشرقية  
 ما مدى سرعة إنفاق الإيرادات الإضافية في البلدان المصدرة للنفط
- أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ١-٥  
 أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ١-٧  
 أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٣-٣  
 أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٣-٥  
 إبريل ٢٠٠٢، الفصل الثاني  
 سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ١-٦  
 إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٣-٣  
 سبتمبر ٢٠٠٣، الفصل الثاني  
 سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ١-٥  
 سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ٢-١  
 إبريل ٢٠٠٤، الإطار ١-٤  
 إبريل ٢٠٠٤، الإطار ١-٥  
 إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٣-٤  
 سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ١-٢  
 سبتمبر ٢٠٠٤، الإطار ١-٦  
 إبريل ٢٠٠٥، الإطار ١-١  
 إبريل ٢٠٠٥، الإطار ٢-١  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ١-٣  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ١-٥  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٢-٤  
 سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٣-١  
 إبريل ٢٠٠٦، الإطار ٢-١

## حادي عشر: التحليلات الخاصة ببلدان معينة

- برنامج مكافحة التضخم في تركيا الذي تدعمه موارد الصندوق  
 الإنتاجية وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة  
 الهند: إعادة تنشيط عملية الإصلاح  
 أوضاع محفوفة بالمخاطر: تقلب الناتج وأخطار التنبؤ في اليابان  
 انضمام الصين المرتقب إلى منظمة التجارة العالمية  
 معالجة مشكلة تجارة المقايضة والمتأخرات في روسيا  
 لا مركزية المالية العامة في بلدان التحول الاقتصادي: الصين وروسيا  
 انضمام تركيا إلى عضوية الاتحاد الأوروبي  
 مبادرات اليابان الأخيرة في مجال السياسة النقدية والهيكلية
- مايو ٢٠٠٠، الإطار ٢-١  
 مايو ٢٠٠٠، الإطار ٣-١  
 مايو ٢٠٠٠، الإطار ٤-٢  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ١-٢  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ١-٣  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٣-٣  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٣-٥  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٤-٣  
 أكتوبر ٢٠٠٠، الإطار ٤-٣  
 مايو ٢٠٠١، الإطار ١-٣



- اليابان: هل تمثل ماليتها العامة حالة شاذة؟  
الآثار المالية لانكماش المعروض من الأوراق المالية التي  
تصدرها الخزنة الأمريكية  
ارتباط النمو بالفقر في الهند  
هل ازدادت سرعة نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في الولايات المتحدة  
خارج قطاع تكنولوجيا المعلومات؟  
تحديات المالية العامة أمام الصين في الأجل المتوسط  
إعادة بناء أفغانستان  
انتعاش روسيا  
البرازيل: في سبيل استعادة الثقة في السوق  
أين تقف الهند الآن من تحرير التجارة؟  
ما مدى أهمية ضعف النظام المصرفي في تفسير الركود الاقتصادي في ألمانيا؟  
الأوضاع المالية للشركات: وحدة الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة  
إعادة بناء العراق في مرحلة ما بعد الصراع  
كيف يؤثر عجز الميزانية الأمريكية على بقية العالم؟  
بزوغ الصين وأثرها على الاقتصاد العالمي  
هل تستطيع الصين مواصلة نمو الناتج السريع؟  
معايرة الأثر الدولي لانضمام الصين إلى منظمة التجارة العالمية  
الإصلاحات الهيكلية والنمو الاقتصادي: تجربة نيوزيلندا  
الإصلاحات الهيكلية في المملكة المتحدة خلال الثمانينات  
هولندا: كيف أدى التفاعل بين إصلاحات سوق العمل والتخفيضات  
الضريبية إلى نمو قوي للعمالة  
لماذا يواصل حساب الدخل الدولي في الولايات المتحدة تحقيق فائض،  
وهل سيستمر على هذا المنوال؟  
هل تصبح الهند محركا للنمو العالمي؟  
الادخار والاستثمار في الصين  
تعديل تقديرات إجمالي الناتج المحلي في الصين: ماذا يعني ذلك  
بالنسبة للصين والاقتصاد العالمي؟  
ما هي الدروس المستفادة من الدراسات القطرية لتأثير العولمة على  
عدم المساواة؟ أمثلة من المكسيك والصين والهند
- مايو ٢٠٠١، الإطار ٣-١  
مايو ٢٠٠١، الإطار ٣-٢  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ١-٦  
أكتوبر ٢٠٠١، الإطار ٣-٢  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ١-٤  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ١-٥  
إبريل ٢٠٠٢، الإطار ١-٦  
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ١-٤  
سبتمبر ٢٠٠٢، الإطار ١-٥  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ١-٣  
إبريل ٢٠٠٣، الإطار ٢-٢  
سبتمبر ٢٠٠٣، الإطار ١-٤  
إبريل ٢٠٠٤، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٤، الفصل الثاني  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٢-٣  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٢-٤  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٣-١  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٣-٢  
إبريل ٢٠٠٤، الإطار ٣-٣  
سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ١-٢  
سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ١-٤  
سبتمبر ٢٠٠٥، الإطار ٢-١  
إبريل ٢٠٠٦، الإطار ١-٦  
أكتوبر ٢٠٠٧، الإطار ٤-٢

## ثاني عشر: قضايا خاصة

- تغير المناخ والاقتصاد العالمي  
الارتفاع المستمر في ملكية السيارات في الاقتصادات الصاعدة: انعكاساته  
على تغير المناخ  
جنوب آسيا: التأثير التوضيحي لصدمة مناخية مفاجئة
- إبريل ٢٠٠٨، الفصل ٤  
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ٤-١  
إبريل ٢٠٠٨، الإطار ٤-٢

موضوعات مختارة، ٢٠٠٠-٢٠٠٨

٣-٤ إبريل ٢٠٠٨، لإطار

٤-٤ إبريل ٢٠٠٨، الإطار

٥-٤ إبريل ٢٠٠٨، الإطار

٦-٤ إبريل ٢٠٠٨، الإطار

السياسات الاقتصادية الكلية الرامية إلى التكيف بشكل أكثر سلاسة مع  
صدمة المناخ المفاجئة  
التأمين ضد الكوارث وسندات الكوارث: الأدوات الجديدة للتحوط من مخاطر  
الأحوال الجوية المتطرفة  
المبادرات الأخيرة على مستوى السياسات من أجل تخفيض الانبعاثات  
جوانب التعقيد في تصميم سياسات التخفيف المحلية