

متطلبات الاستقرار المالي الدولي التحوط الكلي وموازن مدفوعات ما بعد الأزمة

* □

□

المستخلص

أثارت الأزمة الأخيرة الأحاساس العميق بضرورة مراجعة الأسس التي أعتمدها الاقتصاد الكلي ونماذج السياسات التي إنبثقت عنه. إذ رغم التقدم الجلي في أدوات القياس، والتحليل الكمي، كانت ضالة الأداء التنبؤي واضحة ومدعاة للشعور بالاحباط. لقد ركز البحث على مراجعة الفرضيات والاطروحات المتداولة حول العلاقة بين الاختلال الدولي والتدفقات الرأسمالية والاضطراب المالي. وذلك انطلاقاً من الإطار المفاهيمي للاستقرار والذي كان موقوفاً على التضخم ومحاولة السيطرة عليه بآليات السياسة النقدية وسعر الفائدة منها بالذات. وقد تبين إن تعريف شروط الاستقرار بالكيفية الساندة ضعيفة الصلة بالمتطلبات الواقعية له، والتي أصبح محورها قطاع المال الذي كانت السياسة النقدية تتحاشاه لحد الآن. ولقد حظيت المقترحات الأحدث لسياسات التحوط الكلي التي تحاول التركيز على المصارف ومؤسسات الاسواق المالية بالعناية. وكان لابد من الاهتمام باختلال موازين المدفوعات كونه يمثل أحد العناصر المهمة في التفسير المتداول للاضطرابات المالية العنيفة. ووجد البحث ان هذه المشكلة انعكاس لتفاوت الخصائص البنويية والسياسات بين البلدان المتقدمة والصاعدة وخاصة الصين. وفي حين ركزت السياسات في المجموعة الاولى على استهداف التضخم فإن المجموعة الثانية تريد الاستمرار في تعزيز قدراتها التنافسية الدولية، وبالتالي تدعم معدلات عالية للدخار والصادرات والنمو وفائض موازين المدفوعات. وإن القواعد التي أقرت في إجتماعات مجموعة العشرين لتنسيق السياسات قد لاتجد لها حظاً في المجري الفعلي لاتخاذ القرارات. ولذلك لابد من اعتماد منهج أكثر واقعية وفي أوضاع سياسة ملائمة .

International Financial Stability: Macroprudential policies and Global Imbalances

ABSTRACT

The mainstream paradigm of macroeconomic policy models allows no room for crises of the sort the major economies are experiencing.

The apparatus of economic Analysis although provides good ex post interpretation has delivered no robust forecasts well head of the turmoil. The article has reviewed the assumptions and conclusions of the ongoing discussions in an attempt to rethinking of macroeconomic theorizing.

There are many dead ends in the prevailing macroeconomics along with promising strands of thought to be pursued.

The concept of stability is the main concern of the article highlighting the failure of inflation as a proxy for overall performance. Inflation targeting proved to be neither necessary nor sufficient to stabilization of the financial sector which has been the crux of the post Breton woods economies. Furthermore, the economics of special case, like our oil dominated economy, and Asian emergent of successful performance like china, and other members of group of 20, have not been effectively contained in the main body of the profession. As a result, the economists are no longer the true advisors to their government in economic management.

Dissatisfaction with these shortcomings may lead to fruitful inventions in the way of thinking and tools of policy formulation. The article, tried to assess the findings of the relationships between global imbalance, differential economic structures, of the major players in the world, and monetary policies. The new proposals of macro prudential tools to maintain financial stability are investigated.

* نائب محافظ البنك المركزي العراقي.

The article is more inclined to saving- investment gaps in understanding the global imbalances and the challenge of high capital flows. Also, the sovereign indebtedness, particularly of peripheral Europe, is incorporated.

The main conclusions are: the conceptual framework of stabilization policy need to be radically changed. Fiscal and monetary policies in advanced economies would most likely be reoriented to check irregularities of the financial sector. International competitive power is the main policy target of emerging economies. And the rules of international coordination, which have been formally established, lack the conditions of compliance due to significant divergence in national interests. Therefore, a realistic approach is required and better political environment to move forward.

مقدمة :

كان الانتعاش الاقتصادي مطلع عام 2011 قويا" في البلدان الناهضة ، وهي لم تكن منشأ الازمة ولا الامتداد الرئيسي لها ، بل وصلت لها لانها انطلقت من المركز المالي للعالم ، الولايات المتحدة والتي اخفق اقتصادها في الاستجابة لمتطلبات خفض البطالة . وكان الانتعاش متناقلا" في اوربا ، وهي المركز الثاني لازمة الاخيرة .

السياسات التي اتخذتها البلدان في مواجهتها للمشكلات اختلفت بحسب وضع كل منها على مسار الدورة والاولويات . مع الاتفاق على توصيف السياسات النقدية بأنها تكميلية سائدة لبرامج التدخل الحكومي من اجل دفع الاقتصاد على مسار الانتعاش . وعلى خلاف بين مع النموذج المرسوم للسلطة النقدية المستقلة في الادبيات المدرسية المدعومة رسميا" .

وينحو التحليل المتداول باللائمة على انخفاض اسعار الفائدة في الفترة السابقة لازمة ، والتي اشاعت توقعات بدوام هذا الانخفاض ، ما ادى الى ركوب المخاطر وتشوهات في اسعار الاصول . تلك البيئة ساعدت على نمو انفجاري في دين القطاع الخاص وتوسيع الاختلال في الموازين الخارجية . وتزايدت التدفقات نحو البلدان الناهضة محفزة بالتفاوت في اسعار الفائدة . وتضغط هناك لتحسين اسعار صرف البلدان المستقبلية مما حدا ببعضها الى التدخل لكبح ميل العملات الوطنية للارتفاع حماية لصادراتها . الاتجاهات الرائجة في العالم ، الآن ، تنسجم مع اختلالات خارجية كبيرة ولا تحدد من تأثيرها المخاوف المؤقتة والتساؤلات التي تثيرها اوساط لاتمثل التيار الرئيسي . اذ لا ترى فيها ظاهرة سيئة ، بالضرورة ، بل هي مرغوبة لاستثمار المدخرات بأنتاجية اعلى ، مع ان تدفقات رأس المال لا تتجه في السنوات الاخيرة ، على الاغلب نحو الانتاجية الحدية الاعلى لرأس المال كما سيوضح . بل يفسر عدم التوازن الخارجي باختلاف البلدان في الميل للادخار ، مع تفاوت معدلات العائد على رأس المال والمخاطر والوفرة النسبية للاموال الباحثة عن فرص استثمارية ، وايضا" يمكن النظر الى دوام الاختلالات بأنها تعكس تشوهات في حوافز الادخار والاستثمار وتسعير المخاطر والسيولة وعوامل اخرى .

لقد اتفقت مجموعة العشرين ، عام 2009 ، على ضرورة التحرك من اجل توازن الطلب على المستوى العالمي ، وحث بلدان الفوائض والاحتياطات الدولية الكبيرة على انعاش طلب القطاع الخاص ، واعتماد سياسات من جانب العرض لمعالجة المشاكل البنوية في البلدان الاكثر تقدما" . لكن السياسات ركزت على توفير متطلبات النمو المستدام والمتوازن ولم تتخذ الا القليل من الاجراءات من اجل التوازن الخارجي .

لقد غيرت الازمة الاخيرة الفهم المتداول حول وظيفة وادوات الرقابة على المصارف ، والرقابة الكلية وذلك باتجاه تأكيد اهمية استهداف الاستقرار المالي بأدوات اكثر فاعلية ومباشرة ، اي التحرك نحو النظر الى الاستقرار من زاوية القطاع المالي .

سياسات التحوط الكلي :

لقد استحدثت مؤسسات التحوط الكلي لمراقبة عدم التوازن المالي وتحاشي المخاطرة النظامية بعد الازمة الاخيرة ضمن صندوق النقد الدولي ، وأنشأت الولايات المتحدة الامريكية مجلس رصد الاستقرار المالي FSOC . وكذلك استحدث المجلس الاوربي للمخاطر النظامية . ويراد للمؤسسات الجديدة مزاولة الدور الذي كانت السياسة النقدية ، كما هي لحد الآن ، واجهته الرقابة على المصارف والاسواق المالية قاصرة عن ادائه . ويتفاوت تعريف وظيفة هذه المؤسسات الجديدة من العموم وعدم التحديد ، مثل تقليل احتمال وقوع الازمات والحفاظ على مناعة ورصانة النظام المالي ، الى تعيين مهمة بمنتهى الوضوح مثل " تعديل دورة الائتمان " Moderating the credit cycle " . ان التعريف الواسع لمهام هذه المؤسسات يقتضي متابعة كل صغيرة وكبيرة قد تؤدي او تسهم في صيرورة الازمة . وعلى هذا المدى الواسع في تعريف الدور قد تتضارب التحليلات ما يقود الى تفاوت التوصيات بشأن ما يجب عمله اولاً . وايضاً يصعب ، في هذه الحالة ، تقييم واقع الامتثال للواجبات المناطة بتلك المؤسسات . كما ان الازمات الكبرى قد تحدث مرة في عشرين سنة فهل تبقى مؤسسات التحوط الكلي وبالتعريف الواسع لولايتها فاعلة ما بين الازمات بصفة مستمرة ؟

وقد يؤدي حصر وظيفة التحوط الكلي بنشاط معين دون سواه ، مثل ضبط الائتمان ضمن حدود الامان ، الى عدم الاكتشاف المبكر اذا ما نشأت الازمة وتفاقت خارج ميدان المسؤولية بتعريفه الرسمي (Draghi) . ولهذا اختار المجلس الاوربي للمخاطر النظامية المسؤولية الواسعة وكذلك المجلس الامريكي لرصد الاستقرار المالي .

ستكون وظيفة المؤسسات الجديدة مستقلة عن السياسة النقدية رغم اشتراكهما في التأثير على متغيرات توصف بأنها من مصادر الازمة . وايضاً ، ومع استمرار تركيز السياسة النقدية على ضبط التضخم ، ينبغي التهيؤ لمجابهة التطورات التي تعني اتساع الاختلال حتى في حالة غياب المخاطر الوشيكة للتضخم . ومن المحتمل فشل التنسيق بين السياسة النقدية وسياسة التحوط الكلي . اي من الصعب ضبط العلاقة بين التضخم وتدابير البنك المركزي المرتبطة به وعناصر الاستقرار المالي مثل الائتمان ومصدات راس المال Capital buffers ونسب الائتمان من قيمة الموجودات الضامنة ، عندما تتحكم بها السلطة التقديرية لمؤسسات التحوط الكلي . ومما يقلل عدم الاتساق تمثيل البنوك المركزية في مجالس المؤسسات الجديدة والطبيعة الانتقائية في سياسات التحوط في مقابل شمولية السياسة النقدية . ان بقاء التضخم عند مستويات منخفضة ، قبيل الازمة واثانها ، كان بسبب المرونة غير المحدودة للعرض في البلدان المتقدمة وعلى المستوى العالمي ، وقد يتبين فيما بعد ان تزايد مرونة العرض وبالترافق مع تقدم تقني مستمر يقود الى خفض منتظم للتكاليف ، ويجعل التضخم منخفضاً لمدة طويلة ، ويكرس الانفصام بين دورة اسعار السلع واسعار الاصول .

ولقد ركزت السياسات اكثر من اللازم على حركة الرقم القياسي العام للاسعار واهملت المؤشرات الاخرى ذات الدلالة على امكانية الازمة ، ومنها خاصة اسعار الاصول والسلع الاساسية . وحتى

عندما بدأت اسعار الفائدة المستهدفة من الاحتياطي الفدرالي بالارتفاع ، منذ النصف الثاني للعقد الاول من القرن الحالي ، بقيت اسعار الفائدة للامد البعيد على حالها . وشجع فائض السيولة ورخصها توقع دوامها ما دفع الكثير من المصارف على المغامرة في أنشطة اقراض عالية المخاطرة واسهم في عدم الاستقرار المالي .

وتوصف السياسات المالية للبلدان المتقدمة ، الولايات المتحدة ودول اليورو ، بأنها معاضدة للدورة Procyclical وبالتالي لم تتمكن من تحقيق بعض الفوائض في فترات الانتعاش برفع العائد الضريبي ، اذ توسعت في الانفاق اكثر دون ان تعتمد تدابير كاجحة للتوسع . وعندما دخلت الازمة في طور الانهيار وانخفضت الضرائب بحدة ظهر ضعف المالية العامة لتلك البلدان بوضوح .

تفاوت الميل للأدخار وموازن المدفوعات والاحتياطيات الدولية :

ينخفض الميل للأدخار من الدخل العائلي الممكن التصرف به في الولايات المتحدة الامريكية ، وتشير البيانات ان نسبة ما يدخر من الدخل العائلي لم تتجاوز ١% الان نادراً ولسنوات قليلة تقع في الفترة 1972 - 1984 ، ولم تتعد عن ١١% أبداً منذ مطلع الخمسينات وحتى الازمة الاخيرة. وانخفضت دون ٦% بعد عام 1993 ودون ٤% بين 1999 و 2008 . وعندما تشكلت بدايات الازمة الاخيرة عام 2005 قارب الميل للأدخار من الدخل العائلي حوالي ٢% . اي ان الاقتصاد الذي يزاوئ دور المركز للنظام المالي الدولي يعمل مع مستويات واطنة للأدخار تستدعي الاعتماد على ادخار فائض من اماكن أخرى في العالم . ومن الصعب ادامة هذا الوضع الا بتمويل رخيص واعتماد الاقتصاد الامريكي على دين خارجي يبينه المركز المالي الدولي المدين ، ومما ساعد على استدامته الثقة بالنظام المالي الأمريكي ، والقبول العالمي للدولار بصفته العملة الرئيسية في الاحتياطيات الدولية . وكانت اليابان والمانيا وبلدان الفائض النفطي تؤدي وظيفة التمويل لعجوزات الولايات المتحدة وغيرها .

ومن الواضح ان اليابان ، وحتى بعد عام 1995 عندما دخل الاقتصاد في ازمة مالية وركود ، حافظ على فائض في حسابه الجاري السنوي وصل الى اعلاه عام 2007 بمبلغ 211 مليار دولار ، وميل مرتفع ، نسبياً ، للأدخار ، مقارنة مع الولايات المتحدة ، من الناتج المحلي الاجمالي كان اعلاه عام 1995 بنسبة ٣% وادناه ٢٣% عام 2009 . ويقال نفس الشيء عن المانيا حيث الادخار مرتفع نسبياً مع استعداد لتوليد فائض في الحساب الجاري .

أما الصين فقد وصلت نسبة الادخار من الناتج المحلي الاجمالي ٥٣% عام 2006 ، وفائض الحساب الجاري 436 مليار دولار ، لنفس السنة ، في حين كان عجز الحساب الجاري في الولايات المتحدة عام 2006 (803) مليار دولار والادخار ١٦% من الناتج المحلي الاجمالي . واعلى ما وصل اليه الادخار في الولايات المتحدة ١٨% عام 2000 ، وانخفض الى ١١% عام 2009 . وحسب تقديرات صندوق النقد الدولي سيكون ، فائض الصين 778 مليار دولار عام 2015 ، وعجز الولايات المتحدة الامريكية في نفس السنة 652 مليار دولار . وتبقى المانيا واليابان من بلدان الفائض . نذاك . يقدر النمو الاقتصادي للصين 10.3% عام 2010 ، مايؤكد انسجام سياساتها النقدية والمالية مع هدف النمو المرتفع لحد الان . ومن الملاحظ ان البلدان المتقدمة تريد تخفيض عملاتها لتنشيط صادراتها وهو المسلك الواقعي لتقليص العجز الخارجي.

تشير البيانات (Glenn) الميل للادخار في بلدان آسيا ، عدا الصين والهند ، قد ارتفع من حوالي 25 % الى 33 % من الناتج المحلي الاجمالي بين 1980 و 2008 . اما في الصين فقد تحرك من 35 % الى 54 % تقريبا في نفس الفترة .

ولعل ما حدث في الازمة الاخيرة يماثل ازمة مطلع الثمانينات من القرن الماضي عند تدوير الفائض النفطي . فلقد تزايد الفائض التجاري من البلدان النامية المصدرة (الصين والدول النفطية خاصة) وتراكمت الاحتياطيات الدولية لتلك البلدان لتستثمر في حوالات الخزانة الامريكية واصول سائلة أخرى .

ويمكن وصف الفائض في مقابل العجز لموازين المدفوعات في العالم بأنه حلقة مفرغة من نوع خاص انخرطت بها الدول المتقدمة والنامية على حد سواء . في رأي محافظ البنك الروسي ، واخرين ، تمادت الدول المتقدمة في سياسات نقدية داعمة للتوسع المالي .

ومن جهة اخرى فقد كانت سياسات البلدان النامية ، الناهضة والنفطية ، قد شجعت الصادرات والنمو الاقتصادي بالحفاظ على قيمة منخفضة لعملاتها . وربما عمدت تلك البلدان ، مثل الصين ، الى تلك السياسات عندما لم تجد بديلا لها يمكن التعويل عليه لتحقيق معدلات نمو مرتفعة . وخاصة عندما يكون التصدير اكثر فاعلية في قيادة النمو الاقتصادي مقارنة بالسياسات ذات الطابع الحمائي التي تتجه الى الداخل والتي فشلت عندما جربت ، من قبل ، في بلدان امريكا اللاتينية واسيا وغيرها . اذ لاتستطيع البلدان النامية الغاء تأثير فارق التقدم التكنولوجي ، وهو الميزة التنافسية للبلدان المتقدمة ، الا بخفض التكاليف من خلال سعر صرف واطئ لعملاتها واجور متدنية ايضا . وعندما يكون النمو محورا "اساسيا" في ستراتييجياتها التنموية لابد من ضبط المتغيرين انفي الذكر خلف الانتاجية لادامة قدراتها التنافسية الدولية .

ومثلما يرى البعض ان اللاتوازن Imbalance يعكس حالة اختلال Disequilibrium عالمي وبالتالي لايتصف بالاستدامة ، من زاوية أخرى يلاحظ ان العلاقة بين مجموعتي بلدان الفائض والعجز سوف تستمر لاسباب بنيوية ، وتتكيف اسعار الصرف والسياسات المالية للانسجام معها . ولكن التوافق على ربط الازمة الأخيرة باللاتوازن الخارجي يعني التوجه الى البلدان المعنية نحو تصحيح سياساتها وتنسيقها باتجاه تقليص تدريجي لمديات اللاتوازن .

ويفسر ميل بعض البلدان ، مثل روسيا ، نحو الادخار ومراكمتها ، في احتياطيات ، لتعاشي تكرار ما حصل في الازمة الاسيوية وازمة روسيا 1997 - 1998 . اذ ان الصادرات والتدفقات الرأسمالية الداخلة تتسم بعدم الاستقرار والرافد الاخير عرضة للتوقف المفاجيء وربما الانعكاس . ولان الاسواق المالية لازالت ضعيفة في تلك المجموعة من الدول فسوف تواجه صعوبات جمة لتمويل عجوزاتها وادامة المستويات المطلوبة من السيولة ايام الازمات . ولذلك تلجأ الى مراكمة الفوائض لكن هذا الفهم ، والسياسات المنبثقة عنه ، بحاجة الى بيان كيفية تصرف السلطة المالية بالاحتياطيات التي تتراكم بصفة موجودات للسلطة النقدية . خذين بالاعتبار التشدد في التحذير من اقراض البنوك المركزية للحكومات . هذه المسائل تحتاج حقا الى مواجهة اكثر صراحة ، خاصة عند ملاحظة الممارسة التي يستنتج منها ان استقلال البنوك المركزية اصبح اقرب الى الشعار منه الى القاعدة الصارمة .

يتفاوت ما توصلت اليه الابحاث ، والملاحظة الخبيرة حول الحجم الامثل للاحتياطيات الدولية . ويبدو ان المستويات الحالية للاحتياطيات تجاوزت كثيرا "تقديرات الحجم الامثل" . كان المفروض ، اولاً ، معرفة ما اذا كانت تلك الاحتياطيات مستهدفة بذاتها ام ناتج عرضي للتعلق بأهداف

أخرى . والإجابة على هذا التساؤل تفسح المجال لتغيير نطاق قياس الأمثلية . إذ كانت التدفقات الرأسمالية وعدم انتظامها عنصراً هاماً في حساب أمثلية الاحتياطيات الدولية للبلدان . سياً . ومن زاوية أخرى يقترح البعض اعتماد الدين قصير الأمد حداً أدنى للاحتياطيات . ويبدو أن الدول النامية كانت حريصة على ادامة السيولة وتوفير عرض كافٍ من العملة الأجنبية أيام الأزمة الأخيرة وليست مصرة على استقرار أسعار صرف عملاتها بل تميل إلى خفضها لخدمة أهداف اقتصادية أخرى . واستخدمت احتياطياتها بمرونة عالية وجمعت بين خفض الاحتياطيات وخفض أسعار الصرف بسياسات تقوم على الاجتهاد والتقدير Discretion أكثر منها على قاعدة مقرر سلفاً ومنذ 2008 حتى نهاية 2010 بلغ أقصى تخفيض للعملة البرازيلية 60% تجاه الدولار ولم تنخفض احتياطياتها الدولية ، وروسيا 48% والتي انخفضت احتياطياتها بنسبة 36% . وكوريا الجنوبية 45% مقترناً بانخفاض الاحتياطيات بنسبة 19% ، والهند 22% في مقابل نفس نسبة انخفاض الاحتياطيات في كوريا الجنوبية .

تفيد التجارب أن تغيرات سعر الصرف ليس لها الا أثر ضئيل على وضع الحساب الجاري في الأمد القصير . وأن جانبي الحساب الجاري ذات مرونة سعرية واطنة . وفي البلدان النفطية يكون هذا التأثير شديد الضعف لاستقلال الصادرات النفطية تماماً عن تغيرات سعر الصرف ، من جهة ، ومن المتوقع أن يكون أثر الدخل في المستوردات كبيراً من جهة أخرى . وهذا لا ينفي استخدام تغيرات سعر الصرف في مزاولة السياسات المالية والنقدية من أجل الاستقرار المالي بل والتأثير في ميزان المدفوعات عند تقبل مرونة واسعة في تحريك سعر الصرف .

ويفسر عدم التوازن في موازين المدفوعات على المستوى الدولي بعدم انسجام أسعار الصرف misalignments ما بين الدول الرئيسية في الاقتصاد الدولي . وأظهرت البيانات (kim) وضوح العلاقة العكسية بين سعر الصرف الحقيقي الفعال للدولار وعجز الحساب الجاري الأمريكي . ويقال أن السياسة الاقتصادية الأمريكية راغبة في التخفيض الحقيقي لقيمة الدولار من أجل تصحيح ميزان مدفوعاتها ولكنها تواجه عدم المرونة في أسعار صرف عملات الشركاء الرئيسيين . إن استمرار وتزايد الاختلال الخارجي يعكس ، أيضاً ، التفاوت في صافي الادخار للبلدان الكبيرة اقتصادياً . في عام 2008 كان الادخار الصافي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (أي الفرق بين نسبتي الادخار والاستثمار إلى الناتج) 7.9% في الصين و 6.7% في ألمانيا في مقابل عجز (-5.7%) في الولايات المتحدة الأمريكية لنفس العام . وفي بريطانيا كان صافي الادخار سالباً (-3.4%) عام 2006 وهو أقصى عجز منذ عام 1996 وحتى عام 2008 .

الاستثمار المالي

والتمويل الدولي للعجز :

لا أن تزايد حصة البلدان من غير ذوات العملات الاحتياطية في التجارة الخارجية كانت ملحوظة في العقد الأول من القرن الحالي في إنتظام من أدنى ما وصلت إليه عام 1990 ، حوالي 42% ، إلى أكثر من 56% حسب أحدث البيانات والذي أسهم في عدم الاستقرار المالي بسبب عدم التناسب بين الدور المالي لدول العملات الاحتياطية وأسهمها بالاقتصاد العالمي .

وهو ما نبه إليه Robert Triffin عام 1947 بعد نشوء نظام بريتون وودز الذي يعتمد على الدولار ، وذلك حسب تصوره ، وهو موضوعي بشكل واضح ، لأن توسع التجارة الخارجية يقتضي التوسع في إصدار عملة الدولار وينتج عن ذلك دين كبير للعالم على بلد العملة الرئيسية

تصعب إدارته . وبين عامي 2001 و 2007 ازداد الاستثمار الأجنبي في حوالات الخزنة الامريكية وسندات الشركات بشكل لافت للنظر .

ان هيمنة الدولار وأدوات الاستثمار المالي الامريكي لا تتناسب مع الدور العالمي للاقتصاد الامريكي في الانتاج والتجارة . ولو قادت التطورات الى دور دولي لعملة الصين فقد يساعد ذلك على دعم مقومات الاستقرار ، اذا توفرت فرص واسعة للاستثمار المالي بتلك العملة ، الى جانب الين واليورو والباوند الانكليزي ، بما يفضي تدريجيا الى تناسب بين دور العملات والاهمية النسبية لاقتصاد بلدانها في العالم . ولكن العقبة التي تعرقل التحول بهذا الاتجاه ان الصين ومعها روسيا والبرازيل والدول النفطية ليست في مثل استعداد الاقتصاد الامريكي لاستقبال استثمارات أجنبية . أي ان العلاقة بين هيمنة الدولار والعجز الامريكي النسبي في الادخار والصادرات لا يمكن إغفالها . ويجد التوسع النقدي الامريكي ، في مثل هذا الوضع ، مناخاً ملائماً من زاوية الهدف .

انشاء الأزمة إزدادات المديونية الرسمية للحكومات ما أدى الى تفاقم مشاكل عدم التوازن العالمي اذ يعتمد تمويل العجوزات الخارجية على الثقة في ادوات الدين الحكومي ، بالدرجة الاولى ، والتي تسمى الاصول الخالية من المخاطر . وعندما تصبح تلك الادوات خطرة يفقد النظام المالي الدولي أحد المرتكزات الداعمة للاستقرار . واصبحت ادوات الدين الحكومي مرتكز النظام المالي الدولي . إن ضخ كميات كبيرة من السيولة يحفز تدفق رأس مال مضاربي الى البلدان الناهضة تجتذبه اسعار فائدة مرتفعة . وهذه الحركات تزيد من مخاطر عدم الاستقرار المالي وفقاعات أسعار الاصول ثم إنعكاس التدفقات الرأسمالية على نحو مفاجئ . وربما تؤيد الوقائع ان الانفتاح المالي ، وتحرير حساب رأس المال (والذي يسمى حالياً الحساب المالي) ، من كل القيود قد ادى الى تشكل بيئة دولية تشجع على الاستثمار في الاصول الأكثر خطورة ، وفي ذات الوقت ترفع الخطورة في الاصول التي كانت منة من قبل . ويلاحظ ان صندوق النقد الدولي الذي دعا من قبل الى تحرير رأسمال بدأ يتحدث عن وجهة إجراءات التقييد للحد من تدفقات رأسمال الداخل Capital inflows عندما تنطوي على ثار تقوض الاستقرار . لكن المشكلة في بعض البلدان وهذا العراق ، عدم توفر منظومة إجراء ت فعالة وسهلة التطبيق لتقييد حركات رأس المال دخولا أو خروجاً .

ظهر في الاونة الاخيرة إن تقييد دخول رأس المال أسهل من تقييد الخروج . وعندما كانت الكثير من البلدان تحصر التحويل الخارجي بالاستيرادات ، وترغم المصدر على تسليم العملة الاجنبية للبنك المركزي ، كانت العملية مخترقة بشتى ألوان الفساد الاداري والمالي . مع سوق سوداء للعملة الاجنبية وأخرى لاجازات الاستيراد والتصدير . وقد يحفز تقييد التدفقات الداخلة الشركات على زيادة ادخاراتها وتتكيف المالية العامة على الاكتفاء بمصادر التمويل الداخلي وتجري لذلك تعديلات على جانبي الإيرادات والنفقات . وفي السنوات الاخيرة استخدمت الضرائب على عوائد الاستثمار الوافد الى جانب احتجاز بعض التدفقات الداخلة بصفة إحتياطيات بما يماثل الإحتياطي الإلزامي على الودائع المصرفية . وفي المقابل لم يتبين بعد نجاح الجهود الجديدة نالت قبولاً واسعاً لتقييد الاستثمارات الخارجة . ان إجراءات تقييد التدفقات الداخلة من طرف البلدان الناهضة وحرب العملات ، وايضا الحواجز التي فرضت او يراد اعتمادها للسيطرة على التجارة الخارجية ، كلها ذات طبيعة حمائية حاول العالم التخلص منها ، بيد أن عدم اتساق السياسات

المالية والنقدية بين الدول أعاد اليها الحياة . وفي رأي البعض ربما تنفع للامد القصر غير ان أضرارها في الامد البعيد قد تكون كبيرة .

وفي رأي الاوساط الروسية ، المسؤولة عن السياسة المالية والنقدية ، إن مراكمة الاحتياطات الدولية للبنك المركزي ، وأموال صندوق الاستقرار المالي للحكومة كلها ، لاتضمن الاستقرار لوحدها في فترات الازمات الحادة عندما تكون التوقعات متشائمة وتؤدي إلى الاندفاع بغريزة القطيع herding behaviour .

لقد تزايدت الاحتياطات الدولية الرسمية الى مايزيد على 8 ترليون دولار عام 2009 ، بعد ان كانت دون 2 ترليون دولار عام 1995 . ان هذه المبالغ عبارة عن استثمارات للدول النامية والناهضة ، خاصة ، في الخارج ولدى الاسواق المالية للدول المتقدمة ، بالذات ، ولعلها من اسباب الازمة . ومن الضروري تقييم سياسات الاحتياطات التي انتهجتها الدول من زاوية متطلبات الاستقرار المالي الدولي .

في ظل نظام بريتون وودز السابق كانت اوربا واليابان بمثابة توابع لمركز النظام المالي الدولي المتمثل في الولايات المتحدة الامريكية التي تستقبل الاستثمارات من تلك البلدان . في السنوات الاخيرة ، او مايسمى نظام بريتون وودز الثاني ، برزت البلدان الناهضة لتلعب دور التوابع peripheries تجاه الولايات المتحدة التي استمرت في مزاولة دور المركز توسعت صادرات البلدان الناهضة الى بلدان العملات الرئيسية وخاصة الولايات المتحدة عن طريق خفض قيمة عملاتها في مقابل حيازة الاصول المالية لبلد المركز والتي تعد بمثابة الضمانات للاستثمار المباشر من البلدان المتقدمة . وهذا الطراز من العلاقات المالية الدولية كان له اساس ترسخ منذ الستينات حيث تستقبل الولايات المتحدة رؤوس اموال قصيرة الامد وتصدر رأس المال بعيد الامد ، كل تلك الاليات اسهمت في دوام عدم التوازن الخارجي.

في الماضي القريب ، أصبح الاستثمار في بلدان السوق الناهضة اكثر جاذبية لأسباب عدة . من بينها معدل النمو المرتفع في تلك البلدان التي خرجت من الازمة دون اضرار بنيوية ذات أهمية ولديها حرية اوسع في تنفيذ السياسات المحفزة للنمو .

ان التدفقات الكبيرة نحو البلدان الناهضة تدفع نحو ارتفاع قيمة عملاتها مايقود الى انقاص زخم الصادرات التي يعتمد عليها النمو وهي بحاجة اليه لاستكمال الاشواط الضرورية للاقتراب من مستوى البلدان المتقدمة .

ان من مصلحة البلدان الناهضة تشجيع الاستثمارات بعيدة الامد في الانشطة المنتجة على حساب التدفقات قصيرة الاجل المحفزة بتراخي السياسة النقدية للبلدان المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الامريكية .

يرى البعض ان صلة الازمة الاخيرة باللاتوازن الخارجي هي الاوثق والتي تكونت نتيجة تراكم الاثار السلبية لتحرير رأس المال وإرخاء الضوابط التنظيمية للأتمان والنشاط المصرفي والابتكارات المالية التي اضافت الكثير من ادوات الاستثمار المالي الجديدة ومنها مبتكرات المشتقات وتوريق الديون لتوزيع المخاطر واخفائها . بيد انه لا توجد اسباب موضوعية كافية لنفي ارتباط الازمة الاسيوية بتدفقات رأس المال والتي اسهمت في ارتفاع مديونية القطاع الخاص وظهرت عند انعكاس التدفقات الرأسمالية وانكشاف المؤسسات المدينه بانحسار مصادر التمويل لتجديد الديون . وهذا ما كان ليحصل لولا تحرير حساب رأس المال والانفتاح المالي المبالغ به . وسميت الازمة الاسيوية ازمة عملات اذ بدأت الدورة التي كانت الازمة في نهايتها

بالاندفاع لاقتناء اصول مالية بالعملات المحلية عند تزايد التدفقات وحصول العكس عند انسحاب رؤوس الاموال أي وفرة في العملة الاجنبية في بداية العملية وشحتها الشديدة في نهايتها عند الأزمة . كما ان أزمة المديونية في أمريكا اللاتينية كانت مرتبطة بتدوير الدولار النفطي أي فانض موازين مدفوعات الدول النفطية التي انعكست في وفرة السيولة وشجعت على الاقراض الخطر تحت تأثير التوقعات المتفائلة . لذلك من الصعب الاتفاق مع kim في حصر الأزمة الاخيرة باللاتوازن الخارجي وتقليل تأثيره او نفيه في الازمات السابقة .

وصل عجز الحساب الجاري التركي عام 2010 الى 6.6 % من الناتج المحلي الاجمالي وهي ذروة لم يبلغها من قبل . وارتبط ذلك العجز بانتعاش ادى الى زيادة المستوردات التي تجاوزت الصادرات على نحو واضح انعكس في العجز المشار اليه . وهذا يحدث خاصة عندما تكون العوامل الداخلية هي التي قادت الانتعاش ، مع قصور الادخار عن الاستثمار . واصبحت تركيا بحاجة الى راس المال الاجنبي لتمويل العجز ويبدو انها اصبحت اكثر اعتمادا على تدفقات قصيرة الامد ومتذبذبة .

وفي عام 2011 قد يرتفع العجز الى 8 % من الناتج المحلي الاجمالي او 60 مليار دولار . النموذج التركي قريب من مجمل اوربا الناهضة حيث الادخار منخفض مع ميل قوي لزيادة الطلب الكلي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري مع الحاجة الى تدفقات راسمالية خارجية ومع هذه الخصائص يكون الاقتصاد في حرج دائم اذ ما ان تتوقف التدفقات الخارجية حتى ينهار الائتمان وينخفض النمو ويتعثر الاقتصاد لعدة سنوات . ومن المعلوم ان عجز الحساب الجاري يكاد يكون خاصة دائمة للاقتصاد التركي كما تشير البيانات الى علاقة عكسية واضحة بين معدل نمو الناتج المحلي ووضع الحساب الجاري . اذ ظهر فائض الحساب الجاري لاربع سنوات بين 1% - 2.5 % عندما كان النمو سالبا للفترة 1989 – 2010 وفيما عدا تلك السنوات كان الحساب في حالة عجز ، ولم يسبق ان تجاوز العجز ما وصل اليه اخيرا " بل اقترب عام من هذا المستوى في ثلاث سنوات للمدة كلها مرة عام 2004 والآخرى مطلع للتسعينات .

بدأت في الاونة الاخيرة تظهر مشاكل تثير القلق بشأن التفاوت في توزيع الثروة والدخل اضافة على البطالة ما يهدد الاستقرار الاجتماعي . وفي حين اتجهت رؤوس الاموال يعيد الأزمة الى البلدان الناهضة كما متوقع نظريا " عادت الى نمطها السابق للأزمة مع فشل محاولة تعديل اسعار الصرف بالاتجاه الذي يساعد على تقليص الاختلال مع (استمرار) تراكم الاحتياطات الدولية . ان استمرار الفائض في الصين وبلدان اخرى وتدفعه نحو بلدان السوق المتقدمة مفيد في الامد القصير لتهدئة التوقعات وتغذية الانتعاش ولكن قد يغرس بذور أزمة قادمة .

نهوض الصين وبلدان نامية أخرى والاداء المقارن :

حافظت الصين على مستوى مرتفع من النشاط الاستثماري وحتى عندما انخفضت الصادرات كثيرا" في سنتي الازمة 2008 - 2009 ارتفع الاستثمار من ٤٢% الى ٤٧% من الناتج المحلي الاجمالي للصين ، ووصل الى ٥٠% بين 2010 ومطلع 2011. ومن الواضح ان الصين تشهد نهضة عمرانية على نطاق واسع وفي جميع الميادين ، وفي البناء التحتي خاصة ، اضافة على الاستثمار الصناعي . ويتشائم البعض من ان ذلك البلد سوف يواجه عطالة في الطاقة الانتاجية نتيجة للاستثمار الزائد ولمدة طويلة في مقابل انخفاض الاستهلاك ، والذي يعود الى ارتفاع نسبة المخصص للاستثمار من الموازنة العامة مع محدودية الدخل العائلي من مجموع الدخل الوطني . ويبدو ان الدخل الوطني ينقسم مناصفة بين الدولة والقطاع العائلي ويدخر من الجزء الاول 70% ومن الجزء الثاني 30% وتكون النتيجة ان الميل للدخار حوالي 50% من الدخل . والذي يدل على ثقافة تقشف واردة قوية للتنمية . ولذلك يمكن القول ان الصين تمثل الخصائص العكسية للاقتصاد الامريكي . وربما ساعد هذا التعاكس التام على انتعاش اقتصاد العالم في العقد السابق لازمة كما اسهم في تكوينها .

السياسات الاقتصادية في الصين ، بمجموعها ، تعود الى تحويل الدخل من العوائل ، الضعيفة سياسيا" ، الى الشركات . العملة الضعيفة تخفض القوة الشرائية للدخل العائلي وتجعل الاستثمارات مكلفة وتدعم الصادرات . كما ان اسعار الفائدة المنخفضة تجعل كلفة التمويل سالبة وتعني ايضا" تحويل دخل حقيقي من المدخرين الى المستثمرين . ومما ينسجم مع منظومة الزخم التنموي ان الاجور تنمو بمعدل اقل من الانتاجية . يبدو ان الدول التي تتعرض الى مزيد من منافسة الصين تضغط لدفع الصين نحو سياسات تؤدي بمجموعها الى انخفاض قدراتها التنافسية الدولية والميل للدخار والفائض الخارجي . وتتضمن مجموعة المقترحات تحرير اسعار الفائدة ورفع سعر صرف عملتها الوطنية وخصخصة المنشآت العامة لتحويل جزء من ارباحها للقطاع العائلي ونمو الاجور بوتيرة اسرع . ولكن هذه المقترحات تنطوي على امكانية تراجع في نمو الصين او حتى توقفه .

نشير الى ان تكامل الصين والهند والبلدان الناهضة الاخرى في الاقتصاد العالمي تمثل تغيراً بنوياً هاماً وغير مسبوق خاصة عندما يلاحظ حجم سكان الدولتين بحوالي 2.5 مليار إنسان وهو أكثر من نصف سكان البلدان المتقدمة . وكذلك يعني ان القوى العاملة في انتاج السلع المتاجر بها والتي كانت معزولة نسبياً ، في الهند والصين وربما بلدان ناهضة أخرى ، أصبحت تشترك في سوق عالمي للانتاج حيث تتنافس التكاليف والاسعار والانتاجية والابتكارات التقنية لتشكيل المسار العالمي للنمو الاقتصادي . وعند نهاية عام 2010 وعلان تقديرات النمو أصبحت الصين ثاني أكبر اقتصاد في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية . وحسب توقعات صندوق النقد الدولي يبلغ الناتج المحلي الاسمي في الصين عام 2011 حوالي 6.4 ترليون دولار وفي اليابان 7.5 ترليون دولار لنفس السنة . وفي عام 2009 كان في الدولتين على التوالي 4.9 و 5.1 ترليون دولار وعند حساب الناتج المحلي بالدولار الدولي متعادل القوة الشرائية PPP يقدر 8.8 ترليون دولار في الصين و 4.2 ترليون دولار في اليابان عام 2009 . ولنفس السنة 14.8 لمجموعة اليورو و 14.3 للولايات المتحدة الأمريكية . وفي عام 2010 كانت في الصين واليابان ومجموعة اليورو والولايات المتحدة 10 ، 4.3 ، 15.2 ، 14.6 على التوالي بالدولار

الدولي متعادل القوة الشرائية PPP . وإذا استمرت الفروقات في معدلات النمو بين الصين والبلدان المتقدمة فقد تصل الصين الى ما يعادل الحجم الاقتصادي للولايات المتحدة او مجموعة اليورو في اقل من 10 سنوات وذلك بوحدة القوة الشرائية المتساوية . ولكن معدل الدخل للفرد منخفض في الصين وعند تواصل النجاح الاقتصادي تحتاج الى مدة طويلة نسبياً للانتماء الى نادي البلدان المتقدمة . وأمامها فرصة للتوسع الصناعي إذا استطاعت حماية قطاعها الزراعي من التراجع وضبط نمو قطاع الخدمات . وتفيد بيانات 2009 ان البنية القطاعية للنتاج في الصين لازالت ملائمة لمرحلتها في التطور إذ لا زالت قطاعات الخدمات مقيدة نسبياً لصالح قطاعات السلع ، وهذه الخاصية في ايران ايضا" . وكما يبين الجدول ادناه :-

البنية النسبية للنتاج المحلي الاجمالي % عام 2009

الدولة أ المجموعة	الزراعة	الصناعة	الخدمات	المجموع
العالم	6	30.6	63.4	100
منطقة اليورو	1.9	25.2	72.8	100
الولايات المتحدة الأمريكية	1.2	21.9	76.9	100
اليابان	1.6	21.9	76.5	100
الصين	10.6	46.8	42.6	100
تركيا	9.3	25.6	56.1	100
إيران	10.9	45.2	43.9	1000
السعودية	3.0	59.1	37.9	100

الجدول من اعداد الباحث البنك الدولي .

والتغيير البنوي الثاني ان اقتصاد العالم شهدا انفتاحا" تجاريا" وماليا" واسعا" فاق التصورات الاكثر ليبرالية . وتقدر التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود في السنوات الاخيرة بحوالي ١٥% من الناتج المحلي الاجمالي للعالم . وهذا يعني انتقال الصدمات الحقيقية والمالية بسرعة عبر الاسواق المالية .

لا يمكن فهم فانض الحساب الجاري للبلدان الناهضة بمعزل عن الاسعار والاجور واسعار الصرف . ولا شك ان المرونة لازالت غير كافية لتكييف جانبي العرض والطلب نحو التوازن . كما ان اسعار الصرف عرضة للتحكم فهي بين التثبيت والتعويم المدار . ومن المعلوم ان بلدان الفانض اسهل عليها اقتصاديا" ، وحتى سياسيا" ، ادامة وضعها لمدة طويلة مقارنة مع بلدان العجز التي تستنفد احتياطاتها ثم تظطر لتخفيض عملاتها . يلاحظ ان الصين والهند وروسيا والبرازيل ، وهي البلدان المهمة في مجموعة العشرين ، استطاعت الحفاظ على سعر الصرف الحقيقي لعملاتها ، مجتمعة ، ضمن النطاق الذي يساعد على دوام الفانض (Carney) اذ لم تسمح لسعر الصرف الحقيقي بالارتفاع اكثر من 5% طيلة العقد الاول من القرن الحالي . وهذا من النادر حصوله مع مستويات عالية من الانفاق الحكومي ونمو مرتفع اي في بيئة مولدة لضغوط التضخم . ما يفيد ان تلك البلدان تراقب سعر الصرف الحقيقي وليس سعر الصرف الاسمي وهي سياسة حكيمة وضرورية للتنمية . لقد اهمل سعر الصرف الحقيقي في العراق ، على سبيل المثال ، وارتفع بمعدلات كبيرة في الاعوام 2003 - 2008 له ثار لا زالت لم تؤخذ جديا" بالاعتبار . يمكن السماح لسعر الصرف الحقيقي بالارتفاع بمعدلات لا تتجاوز النمو السنوي لانتاجية العمل .

وعلى هذا الاساس فإن 5% زيادة في سعر الصرف الحقيقي لدولة معينة في عقد من الزمن ، من شأنه الحفاظ على القدرة التنافسية الدولية لتلك الدولة تجاه القسم المتقدم من العالم . واستطاعت الصين خلال السنوات 2000 - 2008 المحافظة على زخم الاستثمار (تكوين راس المال الثابت) الذي تزايد من 35% من الناتج المحلي الاجمالي في بداية الفترة الى حوالي 43% في نهايتها. ولكن الادخار تزايد بوتيرة اسرع من حوالي 37% الى 52% (Carney)

ان التغيرات المطلوبة في سعر الصرف الحقيقي في ظل ثبات سعر الصرف الاسمي لابد ان تنجز من خلال الاجور والاسعار وهي مهمة في غاية الصعوبة . البلدان التي تمسكت بسعر ثابت لعملاتها تجاه الدولار عكست تغيرات الدولار في اسعار مستورداتها وتصبح القوة الشرائية الدولية للاجور والارباح في تلك البلدان محكومة بعوامل خارجية تماما" . يلاحظ ان حركة التضخم صعودا" ونزولا" متماثلة تقريبا" بين البلدان الناهضة الاربعة (روسيا ، البرازيل ، الهند ، الصين) ومجموعة اليورو . في الدول الاربعة كان التضخم السنوي ، مطلع عام 2008 ، حوالي 7% ، ثم وصل الى حوالي 10% منتصف السنة ، وانخفض الى حوالي 4% منتصف عام 2009 ، وارتفع الى حوالي 6% منتصف عام 2010 . وفي مجموعة اليورو لنفس النقاط الزمنية تحرك من 3% الى حوالي صفر ، أو دون ذلك بقليل ، وارتفع الى حوالي 2% ، اي ان الفرق ، تقريبا" ، 4% . وفي الولايات المتحدة انخفض بين منتصف 2008 ونفس الوقت من عام 2009 بحوالي 8 نقاط مئوية من حوالي 5.8% الى -2% . وقبل نهاية سنة 2009 تصاعد التضخم الى 3% وانخفض الى 1% نهاية 2010 . اي ان تقلبات التضخم كانت في الولايات المتحدة عنيفة وبحاجة الى اعادة بحث ولمراجعة العلاقة بين التضخم وأدوات السياسة النقدية لذلك البلد . وربما اسهمت تقلبات سعر الصرف وانعكاسها في اسعار المستوردات اضافة على التوقعات في تغيرات التضخم .

ان الدول المشاركة في نظام اليورو فقدت حريتها في تغيير سعر الصرف ولذلك ليس لها الا البحث عن وسائل للتأثير في الاجور والاسعار بالاتجاه الملائم . وهذه الخاصية تشترك بها الدول التي تلتزم بسعر صرف ثابت تجاه عملة بعينها . البلدان الناهضة لا تستطيع الحفاظ على زخم النمو اذا استجابت لضغوط البلدان المتقدمة الهادفة الى تخفيض الادخار وزيادة الاستهلاك . ان زيادة الاستهلاك لا تتناسب مع مرحلة تلك البلدان في التطور . وان التفاوت في متوسط الميل للادخار بين البلدان الناهضة 32% والبلدان المتقدمة 18% ، من الناتج المحلي الاجمالي ، يعكس فجوة التنمية بين المجموعتين من البلدان . واذا ما افلح ضغط البلدان المتقدمة في تغيير سياسات البلدان الناهضة قد يقود الى توريث تلك المجموعة بمشاكل اقتصادية في المستقبل المنظور . لانه يتضمن التوسع في الخدمات على حساب الانتاج السلعي وزيادة الاجور بمعدلات تقوض مقومات نشاط الصادرات اذ تلغي المزايا النسبية لتلك البلدان . لقد كان معدل نمو الاستهلاك في البلدان الناهضة مرتفعاً ، و احياناً يتجاوز معدل نمو الناتج المحلي ، اذ تجاوز 10% سنوياً عام 2007 وهبط الى الصفر او دون ذلك بقليل في الربع الاخير من عام 2008 . وعاد في الربع الاول من عام 2009 الى 8% سنوياً عام 2010 .

السيولة وأسعار الفائدة :

افادت التجارب بأن التدفقات الرأسمالية الكبيرة ، نحو البلدان الناهضة ، يمكن ان تؤدي الى تدذب في اسعار الصرف ، وادارة ليست كفوءة لمخاطر الائتمان ، وفقاعات اسعار الاصول . وعندما تتوجه الى بلد متقدم مثل الولايات المتحدة بحجوم كبيرة تقود ايضا الى ارتفاع سعر الصرف الدولار فوق المستوى الذي تسمح به اساسيات الاقتصاد الامريكي ، وانخفاض اسعار الفائدة والتوسع في الائتمان في تجاوز للضوابط الحكيمة وعدم اكرات بالمخاطر . وتواجه البلدان الناهضة مثل البرازيل والمكسيك والبلدان التي في مثل اوضاعها الاقتصادية تحديات جدية في بيئة عدم التوازن الدولي . اي كيف تستطيع تلك البلدان الجمع بين منافع الاستثمار الاجنبي وتجنب سلبيات التدفقات الرأسمالية الفائقة . وفي العراق والبلدان النفطية المماثلة سوف تعمق التدفقات الرأسمالية الداخلة خصائص المرض الهولندي الذي لم يحظ بالعناية والاهتمام المنهجي حتى في الاوساط الاكاديمية ، والذي يهدد امكانية التنمية اصلا .

ان تدفقات الاستثمار المالي تساعد على تمويل مستوى اعلى من الطلب الكلي الفعال وهكذا تسهم في زيادة اسعار الاصول كما حصل في الولايات المتحدة الامريكية عندما ارتفعت اسعار المساكن مما قاد الى زيادة القروض المضمونة بها تحت اغراءات السيولة الفائضة وانخفاض اسعار الفائدة .

وتحظى فرضية فيض الادخار على مستوى العالم بالتأييد من بعض الاوساط . وهذه تختلف عن اللاتوازن ، حيث الفائض في مقابل العجز ، وقد يصعب اختيار هذه الفرضية إذ يتعذر فصل الطلب على الاستثمار عن وفرة التمويل وتكاليفه ، كما إن الحركية التامة للموارد لا زالت غير متحققة لاصدار حكم على مستوى العالم . ويبدو ان استمرار الوضع في سياق الازمة وبعدها ، كما قبلها ، لا يفسر الا بأضافة تأثير السياسات الحكومية خارج اليات السوق . وما يؤيد هذا المقترح ان اغلب فوائض البلدان الناهضة كانت حكومية او لمؤسسات مملوكة للدولة او احتياطات . فهي على الاغلب ليست فوائض ادخار خاص تحركت عبر الحدود بحثا عن اختبار فرص استثمار منة ، لان الاستثمار الخاص يبحث عن عوائد اعلى ويتحمل قدرا من المخاطر . يبدو ان الرأي الغالب في الاحتياطي الفدرالي الامريكي ان العوامل الداخلية كانت السبب الاساسي لارتفاع اسعار المساكن ثم انخفاضها والازمة المالية المرتبطة بها . واثرت العوامل الخارجية ، التي شجعت الاستثمار الاجنبي في الولايات المتحدة الامريكية ، في تكوين الازمة عبر تخفيض العائد على الاصول طويلة الامد ، دون المتوقع ، قياسا باسعار الفائدة قصيرة الامد والاساسيات الاقتصادية الكلية **Macrocosmic Fundamentals** ، او ما سمي باللغز المحير **Conundrum** .

والملاحظ ان اسعار الفائدة بعيدة الامد لا تستجيب لتغيرات اسعار الفائدة قصيرة الامد . وهذا يعني ضالة تأثير السياسة النقدية على اسعار الفائدة في الامد البعيد . فيلاحظ ان سعر الفائدة على اوراق الدين الحكومي لعشر سنوات تحركت بين 6.5 % في بداية الفترة و 3.5 % في وسطها و 5 % في نهايتها للسنوات 2000 - 2007 وسعر الفائدة الثابت على القروض العقارية لثلاثين سنة بين 8.5 % و 5.1 % ونهاية الفترة 6.7 % وكلاهما باتجاه نزولي ، وبفرق **spread** تقريبا 2 % . وكان الفرق مستقرا من الناحية الاحصائية وباتجاه نزولي بطيء وقد لا يتأكد احصائيا بينما تقلب سعر الفائدة للامد القصير ، المدار من الاحتياطي الفدرالي لاعادة اقراض فوائض احتياطات المصارف **Federal Funds Rate** ، بين 6.5 % و 1 % مبتدأ بحوالي 5.2 % ومنتها 5.1 % . وفي عام 2006 تساوي مع سعر الفائدة على الدين الحكومي بعيد الامد ثم تجاوزه مثل بداية الفترة كما لو انه لا علاقة بينهما . وكانت ظاهرة انخفاض عوائد

السندات ، في الولايات المتحدة الامريكية وغيرها ، دون المستويات المنسجمة مع اساسيات الاقتصاد الكلي مثل التضخم ونمو الناتج المحلي الاجمالي والموازن المالية ، موضع اهتمام ودراسات بلا جدوى من الناحية العملية . وبذلك من الصعب ان يعد انخفاض اسعار الفائدة على القروض العقارية لغزا" بذاته كما يرى Bernanke لان ارتباطه وثيق مع سعر الفائدة على الدين الحكومي طويل الامد . هل يمكن القول ان ادارة الدين الحكومي في امريكا اكثر تأثيرا" في السوق المالية من السياسة النقدية . ولكن اسعار الفائدة لا تفسر ارتفاع رصيد اوراق الدين ذات الاساس العقاري والقروض العقارية غير المورقة الى 11.1 ترليون دولار عام 2007 عن 6.4 ترليون دولار عام 2002 . بل ان عرض الاموال المعدة للاقراض من المصادر الخارجية والداخلية وتفضيلات المستثمرين كان لها الدور الكبير . وحتى الفروقات المحيرة بين اسعار الفائدة قصيرة الامد وبعيدة الامد على اوراق الدين الحكومي لا تفسر بتفضيلات المستثمرين كي تكون محيرة حقاً بل هي سياسة من جانب العرض لغرض الاستثمار واطى المخاطر . ان زيادة طلب الاسيويين والدول النفطية من الخارج ، ومؤسسات الاستثمار المؤسسي في الداخل الامريكي ، على الاصول بعيدة الامد قاد الى تخفيض اسعار الفائدة عليها لاشك في ذلك . بيد ان السياسات الحكومية ، من الطرف الامريكي والخارجي ، كان تأثيرها واضحا" على اسعار الفائدة وانماط الاستثمار المالي معا" . وفي ذات الوقت لا تستطيع الحكومات السيطرة على الاسواق في الفترة الحساسة للتوقعات . ان تركيز استثمارات بلدان الفائض على ادوات الدين الحكومي واصداريات الوكالات التي ترعاها الدولة ادى الى ندرتها النسبية في السوق مما خفض العائد عليها لان دوافع الاستثمار كانت محكومة بمبادئ ادارة الاحتياطات ، كما تقدم ، وليست هي تدفقات استثمارية اعتيادية . وبقية المستثمرين اندفعوا نحو الاستثمار فيما يرونه بديلا" عن اوراق الدين الحكومي ما ادى الى انخفاض اسعار الفائدة بعيدة الامد على ديون القطاع الخاص ايضا" . الاستثمار الاجنبي في الولايات المتحدة الامريكية لم يقتصر ، بطبيعة الحال ، على بلدان الفائض بل الاستثمارات من المصدر الاوربي تكاد تقترب في حجمها من استثمارات بلدان الفائض . لكن الحافظة الاوربية اكثر تنوعا" وبالمتوسط اكثر قبولا" للمخاطرة (Bernanke) لان مصادر ودوافع الاستثمار تختلف . وعلى المستوى التجميعي ، الذي لا يستبعد الحركات فيما بين الدول الاعضاء ، كان المركز المالي الدولي الاوربي مديناً بحوالي 12% من مجموع الجانب الدائن الذي يقدر بحوالي 33 ترليون دولار عام 2007 ومجموع الاستثمارات الاجنبية في جميع الدول الاوربية تقدر بحدود 37 ترليون دولار . وهذا يشير ، ايضا" ، الى دور بلدان فائض الادخار في تمويل العجز واهميتها في النظام المالي الدولي . لكن الاحصاء قد لا يستطيع متابعة التدوير والحركة الاخطبوطية للاموال عبر الحدود ولذلك تبقى الكثير من الحقائق خارج نطاق البحث . لقد ازدادت الاصول المالية للولايات المتحدة الامريكية من 29.6 ترليون دولار عام 2003 الى 40.2 ترليون عام 2007 بنسبة 35.8% وهي زيادة كبيرة مقارنة بزيادة الناتج المحلي لنفس الفترة . والجزء الذي يملكه الاجانب منها ازداد من 5.2 ترليون دولار الى 9.8 ترليون دولار اي بنسبة 88% . وشكلت الزيادة في ملكية الاجانب 43.8% من الزيادة في الاصول . وكانت حصة بلدان الفائض الاسيوي والنفطي بما فيها اليابان 870 مليار حوالي 0.9 ترليون دولار عام 2003 ازدادت الى 2082 مليار حوالي 2.1 ترليون دولار .

وملكية الاوربيين من 2.2 ترليون دولار الى حوالي 4 ترليون دولار والمقصود بالاوربيين مجموعة اليورو وبريطانيا . ويلاحظ ان تراكم الاستثمارات الخارجية لهذه المجموعة صافية من

المبادلات داخل هذه الدول للسنوات 2003 - 2007 كان قرابة 5 ترليون دولار واستقبلت من خارجها استثمارات مقارنة لهذا الحجم . لقد ازدادت قيمة الاسهم للولايات المتحدة من 14.3 ترليون دولار عام 2003 الى حوالي 20 ترليون دولار عام 2007 بنسبة 40% وهي عالية مقارنة مع كافة مؤشرات الاقتصاد الكلي والمالي . وملكية الاجانب من تلك الاصول بلغت 3.2 ترليون دولار عام 2007 وكانت 1.8 ترليون دولار عام 2003 اي بنسبة ٧٦%. ومن كل تلك المؤشرات يتبين النمو السريع لمجموع الاصول المالية وزيادة حصة الاجانب منها . ومن المفيد الاشارة الى ان الاصول لا تتضمن الودائع المصرفية ولا الاصول الحقيقية بما فيها العقارات بأنواعها عدا المتضمنة بالاسهم اي المملوكة لشركات مساهمة .

ولقد اصبح بحكم المتفق عليه الاعتراف بان السياسة النقدية التي تركز على استهداف التضخم ليست كافية لتهيئة الاطار المناسب للاستقرار على فرض نجاحها في استهداف التضخم ، واصبحت عاجزة تماما" في خضم الازمة . ولابد اذا" من سياسة اخرى الى جانبها . او قد تؤدي الابحاث واعادة دراسة التجارب ، بتحرر من قيود الافكار المسبقة ، الى منظومة جديدة من السياسة الكلية . وبما يساعد على التعامل الكفوء مع واقع هيمنة المالية العامة والتناقض الحالي بين سياسات الدين العام والسياسة النقدية عندما ينظر اليها باستقلال مفترض .

اما في البلدان النفطية بالذات فان هذا المطلب اكثر الحاحا" . ولم يعد ممكنا" للبنوك المركزية اهمال تضخم اسعار الاصول والفقاعات خاصة وان الاسواق لا تمتلك اليات تصحيح ذاتي .

قبل الازمة الاخيرة كانت تدفقات رأس المال قد تضاعفت في اقل من عقد واتسعت مستويات الاختلال .

تقليديا" ، ينظر الى حركات رأس المال عبر الحدود بأنها تساعد على زيادة انتاج العالم لانها تعني انتقال الادخار من الاقطار حيث الانتاجية الحدية لرأس المال واطئة نحو انتاجية حدية أكبر . ولكن في الوقت الحاضر نجد بلدانا" تستمر على عجز في موازين مدفوعاتها مثل الولايات المتحدة الامريكية وبريطانيا ، واخرى مثل الصين والبلدان النفطية تعمل مع فائض دائم . ولذلك توجد عوامل ذات أهمية ، دون الفروقات في الانتاجية الحدية لرأس المال ، تفسر الانتقال . لان الانتاجية الحدية لرأس المال يفترض انها اعلى في البلدان كثيفة العمل منها في البلدان الناضجة ولذلك يقال ان تدفقات رأس المال اتجهت عكس المتوقع نظريا" uphill " ، اذ بدلا" من الاتجاه الى انتاجية حدية أعلى لرأس المال في البلدان كثيفة العمل ذهبت الى البلدان المتقدمة كثيفة رأس المال . ان جملة عوامل تضافت على ادامة الفائض في بلدان مثل الصين منها : سياسة توسيع الصادرات الصناعية لادامة نمو فرص العمل وهذه تطلبت انخفاض اسعار صرف العملات الوطنية والتي ادت الى تراكم احتياطات كبيرة من العملات الاجنبية .

ومما له علاقة يؤدي التخلف النسبي للقطاع المالي الى تعزيز الميل لدى العوائل للتحوط بزيادة ادخاراتها وربما لنفس الاسباب تحتفظ الشركات بجزء اكبر من ارباحها لتمويل استثماراتها المستقبلية . وفي المقابل اتبع متخذو القرارات في البلدان المتقدمة استراتيجية للحفاظ على مستوى مرتفع من الطلب الفعال طالما ان معدلات التضخم منخفضة وذلك يتضمن عمل اقتصاد تلك البلدان مع العجز .

دراسات المقارنة بين الحقب 1820 - 2008 ، أظهرت (king) تفوق فترة نظام بريتون وودز (1948 - 1972) على ما عداها من جهة استمرار النمو ومستواه المرتفع 2.8% سنويا" على

مستوى العالم في متوسط الدخل للفرد ، وبالدولار الدولي بقوة شرائية ثابتة وايضا" كانت ازمات العملة والمصارف في ادناها . وقد لا تكون وراء تلك النتائج علاقات سببية ولكن في نفس الوقت تدحض هذه المؤشرات مصداقية القول بالعلاقة الاكيدة بين الانفتاح المالي والتعويم والنجاح الاقتصادي .

ومن زاوية النمو الاقتصادي يفترض ان البلدان النامية توظف كل ادخاراتها وما تحصل عليه من تدفقات خارجية لرفع الاستثمار والاستهلاك معا" وهو نموذج مجموعة بلدان اوربا الشرقية . وربما لاغرابية في التساؤل هل ان بلدان الغرب والمجتمعات التي تمثلت انماط سلوكها اصبحت اقل استعدادا" للتعيش بل واكثر ميلا" للترف مع شيء من عدم الاكتراث بالعواقب الاقتصادية في حين لازالت المجتمعات الآسيوية محافظة في سلوكها الاستهلاكي متحسبة للمستقبل . وهل ثمة جدوى اوحماس لبحث السلوك الادخاري - الاستهلاكي من هذه الزوايا وفي حالة اكتشاف معالم مستقرة لانماط سلوك متميزة كيف يمكن التأثير عليها لتغيير الميل للادخار ؟ .

الدين السيادي في اوربا

والولايات المتحدة :

ان زيادة العجزات المالية عزز عجز الحساب الجاري في دول اوربية متقدمة والولايات المتحدة الامريكية . لقد اسهم التركيب العمري للسكان والبطالة والموقف من الضريبة بالعلاقة مع متطلبات التحفيز لاسنناف النمو وغيرها ، مثل زيادة الانفاق العسكري في الولايات المتحدة الامريكية ، كلها اسهمت في استمرار او زيادة العجز المالي والذي غذى العجز الخارجي عبر اعتماد تمويل العجز على تدفقات من الخارج نتيجة للاستثمار في اصول منة .

من المتوقع وصول الدين الفدرالي الامريكي الى سقفه المقرر وهو 14.3 ترليون دولار . وسوف يزداد رصيد الدين في السنوات المقبلة وربما حتى عام 2020 . وعندما تصل الموازنة الى التوازن ، بموجب خطة يراد الاتفاق عليها بين الحزبين الرئيسيين عام 2013 ، يكون رصيد الدين الامريكي قد بلغ حجما" كبيرا" نسبة الى ناتجها المحلي والى مجموع الاصول المالية في العالم ما يعني استمرار التأثير الجوهري للاصول المالية الدولية في الاسواق المالية الدولية والاستقرار العالمي لمدة طويلة . والحكومة الامريكية لا يمكن ان تصل الى حالة الفشل في سداد الديون لانها مجرد وعد بدفع دولارات مقابل اوراق الدين . وعلى فرض انها لم تتمكن من تدوير الدين ، بيع ديون جديدة لشراء ديون قديمة ، فسوف تلجأ للتوسع النقدي حتى ولو ادى ذلك الى تضخم او خفض سعر صرف الدولار في حينها .

والاخير مستبعد لان اليورو ، والذي سيبقى الشريك والمنافس الرئيس في النظام المالي الدولي في الاماد المنظوره ، هو ضعيف ايضا" ، ولحث الولايات المتحدة الامريكية على التزام سياسة صارمة تجاه دين الحكومة اثار اطراف فاعلة في السوق المالية الدولية الى احتمال زيادة تكاليف الاقتراض في الولايات المتحدة الامريكية كثيرا" ما يؤثر على قطاعات واسعة في المجتمع ويخفض الاستثمار والاستخدام ويسد شهية الاجانب الى اقتناء الاصول الامريكية ويضعف الدولار ويزعزع مكانة الولايات المتحدة الامريكية في النظام النقدي الدولي . ولكن هذا الخطاب التحذيري يفقر الى الاسناد النظري . اذ ان ارتفاع كلفة الدين تعني عائدا" مرتفعا" على الاصول الدولية ولكنه في ذات الوقت يضعف دوافع الاستثمار الحقيقي في الولايات المتحدة الامريكية ويكرس عجز الميزان الخارجي وهي لية متعارف عليها لعمل الاقتصاد الامريكي تجاه الخارج . ولكن

يمكن القول ، ايضا" ، ان تلك الاوضاع قد تصعب استدامتها في المستقبل وذلك للتغيرات الواسعة في الحجوم النسبية : الدين الحكومي الى الناتج في الولايات المتحدة والوزن النسبي لاقتصادها في العالم مع احتمال فوائض البلدان الناهضة .

ان ازمة المديونية في بلدان اليورو مثل اليونان والبرتغال ، وربما اسبانيا في الطريق ، اضافة الى ثقل الدين العام في ايطاليا من شأنها اطالة فترة الانتقال الى الوضع الاعتيادي . وفي رأي وزير الخزانة الامريكي ان مشكلة المديونية في الولايات المتحدة الامريكية اخف وطأة منها في اليابان واوروبا . ما يعني ان الاسواق المالية والمالية ، العامة للجزء المتقدم من العالم ، لا تساعد على تعزيز الثقة بقرب انتقال اقتصاد العالم ما لم تعتمد الى احداث تغييرات جوهرية في اقتصادها .

وفي رأي الاحتياطي الفدرالي ان ارتفاع اسعار النفط والسلع الاخرى وعدم الاستقرار السياسي في الشرق الاوسط ، ومشاكل الدول المدينة في منطقة اليورو ، كلها لا تكفي لانحراف الاقتصاد عن مسار الانتعاش . كما ان الكثير من الطاقات الانتاجية العاطلة والبطالة سوف تمنع حدوث زيادة في التضخم . ولهذا سوف تبقى اسعار الفائدة منخفضة .

ولعله من المناسب عرض المؤشرات التالية حول المديونية السيادية للولايات المتحدة واوروبا واليابان .

المديونية نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي لعام 2010 %

الاجمالي الدين الحكومي	صافي الدين الحكومي	صافي الدين الحكومي الاجنبي	صافي الدين الحكومي الاجنبي على الاقتصاد
الولايات المتحدة	100	72	32
الامريكية	100	72	32
اليابان	229	128	7
بريطانيا	83	75	27
كندا	84	35	20
المجموعة الاوربية	87	67	29
اليونان	152		61
ايرلندا	114	95	59
ايطاليا	120	101	47
البرتغال	91	86	57
اسبانيا	64	53	50

المصدر : IMF، Global Financial Stability Report, April 2011 P7

ملاحظات : مؤشر صافي الدين الحكومي الاجنبي نسبة مئوية محسوبة بقسمة ديون الاجانب على الحكومة مقسوما" على اجمالي الدين الحكومي .

ويبين الجدول ثقل الدين الحكومي عموما" في هذه البلدان واصبح عجز الموازنة أداة لتحويل الموارد عن القطاع الخاص . وايضا" يسلط بعض الضوء حول ابعاد الازمة التي اصبحت معلنة ومؤثرة في الاسواق المالية لليونان وايرلندا وربما البرتغال واسبانيا فيما بعد . اذ يتضح ان هذه البلدان مولت جزءا" مهما" من الدين الحكومي اعتمادا" على الاجانب وفي نفس الوقت كان حجم صافي المطلوبات الاجنبية على اقتصادها كبير . وثمة بلدان متقدمة اخرى كان الجزء الاكبر من دينها الحكومي يمول من الخارج ايضا" بنسبة 68% و 64% و 53% لبلجيكا وفرنسا والمانيا

على التوالي (المصدر نفسه) ، ولكن عند التدقيق يتضح ان اوراق الدين الحكومي لهذه البلدان مطلوبة للاستثمار المالي وجذابة لتنويع الاحتياطيات الدولية للبنوك المركزية خاصة . وليس مثل المجموعة السابقة من البلدان المأزومة حاليا" . وقد لوحظ ، ايضا" ، ان القطاع العائلي في الولايات المتحدة الامريكية واليابان وبريطانيا كان ممولا" رئيسيا" للدين الحكومي ودين قطاع الاعمال ايضا" بالنتيجة الصافية ونسبة ٢٣ % و 231 % و 184 % من الناتج المحلي لتلك البلدان الثلاثة على التوالي . ما يفيد استنفاد قدرة القطاع المذكور على تمويل المزيد من الدين او عدم امكانية اللجوء اليه لتخفيف الازمة ، وقد وصل الحال الى مستوى مماثل في ايطاليا 178 % . ولكنه في البلدان المأزومة لا زالت مؤشرات الاستدانة الصافية من القطاع العائلي واطنة نسبيا" .

وعندما يكون الدين ثقيلًا" تصبح ادامته اكثر حساسية لكلفة أسعار الفائدة مع هامش المخاطرة حسب تقديرات المقرضين ، وقد تحدث تحولات عنيفة في امزجة المقرضين ارتباطا" مع التوقعات التي يزداد احتمال تحولها المفاجيء . ان ثقل الدين الحكومي ذو علاقة معقدة مع القطاع المالي اذ اسهم انقاذ الاخيرة في زيادته ، كما ان مخاوف مؤسسات الاقراض ومشكلاتها الذاتية تؤدي الى الانحسار التدريجي في مصادر تمويل الدين الحكومي الاضافي او تدويره . في نهاية المطاف من المتوقع الركود ، اكثر فأكثر ، الى التوسع النقدي لادارة المشكلة وقد تساعد العطالة في الطاقة الانتاجية الكلية والبطالة في استيعاب التمويل الاضافي دون ضغوط تضخمية .

خاتمة :

كشفت الازمة المالية الدولية الاخيرة عن دور الحقائق الجديدة في اقتصاد العالم ، وضرورة التعامل معها لتحسين اداء الاقتصاد وتفادي الازمات المدمرة ما أمكن . تزامنت النجاحات الاقتصادية التي حققتها الصين وبلدان ناهضة اخرى مع ميل مرتفع للادخار وفائض في الحساب الجاري وخصائص اخرى يبدو ان علاقتها السببية بذلك النجاح اصبحت بحكم المتفق عليها . وانسجم العجز في الولايات المتحدة الامريكية مع استثمار الفوائض مالياً بكيفية اثرت في بنية اسعار الفائدة حسب الآماد والسلوك الانتماني . ومن الملاحظ ان المحاور التقليدية للسياسة النقدية وادواتها لم تعد كافية للاستقرار الاقتصادي الكلي الذي اصبحت اداء القطاع المالي من اهم محدداته . وفي ذات الوقت تزايد تأثير السياسة المالية و ليات تمويل العجز في معدل الفائدة للامد القصير ومعدل الامد البعيد . وأثارت جميع تلك الخصائص الجديدة في سياق العولمة التساؤل جدياً حول مصداقية الاسس التي تقوم عليها سياسات الاقتصاد الكلي لحد الآن ، وفيما اذا يمكن تعديل مناهج السياسة النقدية ام الانتقال الى طراز جديد من التحليل يتخذ من القطاع المالي اساساً له ويتوجه بالسياسات اليه .

المصادر :

Draghi Mario , " Complementarily " and coordination of macro economic and financial policies to tackle internal and external imbalances , Banyu de France . Financial stability Review . No 15 . February 2011 .

Ignatiev , Sergey , Global Imbalances : Common Problem to solve for both Advanced and Emerging market Economies , bank de France , Financial stability Review . No . 15 February 2011 .

* KIM, choongsoo, " global balance and financial stability:

tvinobjectives to warda "resilient global economic system. In ihid.

**Carstens ,Agustin, " Global imbalances: the perspectives of the Banko de Mexico, "in ibid,

*** Carney, mark, " global inbalances: the antirational monetary system and financial stability," in ibid.

De Campos Meirelles , Henrique , " The challenge of High Capital inflows to Financial stability : an Emerging Market Perspective , " in ibid .

Bernanke , Bens . , " International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States " in ibid .

AL - Jasser , Muhammad , " Global imbalances : the Perspectives of the Saudi Arabian Monetary Agency , " in ibid .

King Mervyn , " Global limb lanes of England " in ibid .

Stevens , Glenn , " Global imbalances through the prism of saving and investments , " in ibid .

Roubini Nouriel , " china's Unbalanced , Uncoordinated and www.roubini.com/analysis Unsustainable Growth Model , " in

Roubini Nouriel , " china's Unbalanced , Uncoordinated and www.roubini.com/analysis Unsustainable Growth Model , " in

Rogovic , David , " Turkey's External Balance : Trouble with a Capital T , Roubini Global Economics , Apr . 20 . 2011

Roubini Nouriel and Das Arnab , " washout in Washington : key IMF Meeting Takeaways , " Roubal Global Economics April 19 , 2011 .

Global Financial Stability Report , chapter 1 , IMF April 2011 .