

العلاقة بين موقف الحساب الجاري وسعر الصرف (حالة الولايات المتحدة)

د. صبحي حسون

المقدمة

خضعت العلاقة بين موقف الحساب الجاري، سواء اكان بحالة عجز ام فائض، وسعر الصرف، اكان بحالة انخفاض او ارتفاع، لجدل واسع بين اوساط الاقتصاديين بشأن هذه العلاقة واتجاهاتها. الا ان الاعتماد المتزايد لبعض الدول على المستثمرين الاجانب لتمويل العجز في حساباتها الجارية قد يصطدم بعدم رغبة هولاء المستثمرون في الاستمرار باقتناء موجودات معينة مقومة بعملات تلك الدول. وتنشأ الطامة الكبرى لاقتصاديات وعملات هذه الدول عندما يقرر المستثمرون التخلي عن هذه الموجودات كلية (بيعها).

وكان المضاربون على هبوط العملات **bears** يؤكدون على ان زيادة عجز الحساب الجاري لدولة ما يفضي بالضرورة الى انخفاض حاد في قيمة تلك العملة. الا ان هولاء المضاربين قد ثبت خطأ تقديراتهم في عدة مواضع.

فعلى الرغم من تفاقم عجز الحساب الجاري الامريكي في عقد التسعينات الى مستويات قياسية، فقد ارتفعت قيمة الدولار، ولم تنخفض خلال تلك المدة، كما هو من المفروض ان يحصل.

ان الغرض من هذا البحث هو تحديد علاقة عجز الحساب الجاري بسعر الصرف على المدى المتوسط والطويل. ويبدأ البحث بمناقشة العوامل الاساسية التي اسهمت بتوسيع عجز الحساب الجاري الامريكي مع الاشارة الى تدهوره في الاونة الاخيره الى مستويات قياسية.

ثم يعرج البحث لمناقشة في ما اذا كانت هذه الزيادة في العجز تمثل ظاهرة اختلالية يتحتم تصحيحها او ان هناك عوامل معينة تجعل الولايات المتحدة تتحمل عجوزات كبيرة بالحساب الجاري بشكل اكبر من المستوى الطبيعي (بشكل مستدام ولسنوات قادمة).

ان التطورات التكنولوجية في مضمار تكنولوجيا المعلومات قد افضت الى رفع المعدل الذي نما به الاقتصاد الامريكي بدون استفحال التضخم في عقد التسعينات. كما ان الإنفاق الاستثماري الامريكي ارتفع في ذات المدة، بسبب الابتكارات المثيرة في تكنولوجيا المعلومات، مما افضى الى إحداث فجوة متوسعة باستمرار بين المدخرات والاستثمار الامريكي لصالح الأخير.

وظالما ان عجز الحساب الجاري يساوي الفجوة بين المدخرات والاستثمار، فأن الفجوة المتزايدة بين الاستثمار والمدخرات المحلية تتضمن وجود عجز متزايد باستمرار في الحساب الجاري.

ثم يحاول البحث التعرّيج على اهم الطرق المختلفة لمعالجة عجز الحساب الجاري من الناحية النظرية والتطبيقية.

ويختتم البحث بملاحظات استنتاجية عن علاقة موقف الحساب الجاري وسعر الصرف وأثره عليه عبر عدة قنوات. ويلخص بما توصل إليه البحث بشأن دراسة الحالة (الولايات المتحدة).

توطئة

ازدياد التدهور في الحساب الجاري العالمي

يلاحظ انه منذ اندلاع الازمة المالية الاسبوية في عام 1997, تدهور الحساب الجاري العالمي بوضوح, كما يظهر في الجدول ادناه. فمن فائض معتدل يبلغ 8,8 بليون دولار في 1997, اصبح موقف الحساب الجاري العالمي بحالة عجز وصل الى 171,7 بليون دولار في 1999 . وهذا يمثل عجز قياسي للعالم مع نفسه , ومن ثم وصل العجز الى 232 بليون دولار في 2000 .

جدول (1) : رصيد الحساب الجاري العالمي للمدة 1992-2000 (بليون دولار)

السنة	موقف الحساب الجاري (+ فائض, - عجز)
1992	100 -
1993	63 -
1994	54 -
1995	57 -
1996	48 -
1997	8,8+
1998	72,0-
1999	171,7 -
2000	232,0 -

Source : IMF, World Economic Outlook, Washington, D.C., May 2001, P.8.

وفي التقرير السنوي الاخير لمصرف التسويات الدولية, قسمت مختلف دول العالم الى مجموعتين, احدهما واجهت تحسنا صافيا في حساباتها الجارية عبر المدة 1991-1999 بينما واجهت المجموعة الأخرى تدهورا صافيا في حساباتها الجارية وكما هو موضح في الجدول ادناه:

جدول (2) : التغيرات في أرصدة الحسابات الجارية للمدة 1997 – 1999
(بليون دولار)

حالات التدهور		حالات التحسن	
195,4-	الولايات المتحدة	85,3	آسيا الناشئة
61,0-	منطقة اليورو	20,8	الاقتصاديات المتحوّلة
31,5-	المملكة المتحدة	15,2	اليابان
9,6-	استراليا	9,9	امريكا الجنوبية
9,6-	الشرق الأوسط	7,3	كندا
9,4-	إفريقيا	3,2	سويسرا
3,9-	دول صناعية أخرى	2,4	دول صناعية أخرى
320,4-	المجموع	144,1	المجموع

Source: BIS, Annual Report, Basle, 2000, P.31.

من الجدول أعلاه، يلاحظ بان حالات التدهور (320,4 بليون دولار)، التي واجهتها مجموعة معينة من الدول، تجاوزت حالات التحسن (144,1 بليون دولار) التي واجهتها مجموعة أخرى من الدول .
كما يلاحظ بان تدهور الحساب الجاري الأمريكي لوحده (195,4 بليون دولار) يتجاوز مقدار الكسب المتحقق من قبل مجموعة الدول التي واجهت تحسنا صافيا في حساباتها الجارية (144,1 بليون دولار)
ان التفسير المتوقع لهذه الحالة هو ان المبيعات الكلية للشركات الامريكية في الاسواق الخارجية، الناجمة اما عن الصادرات الأمريكية، او مبيعات الفروع الخارجية لهذه الشركات، تجاوزت المبيعات الكلية للشركات الأجنبية في السوق الأمريكية، كما هو واضح في الجدول أدناه :
(1)

جدول (3) : نفاذ الشركات الأمريكية إلى الأسواق الخارجية إزاء نفاذ الشركات الاجنبية الى السوق الامريكية للمدة (1997- 1987)
(بليون دولار)

1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	
2606,6	2458,5	2264,8	1975,5	1794,4	1737,1	1778,4	1666,8	1457,9	1328,2	1146,9	النفاذ الكلي للشركات الامريكية الى الاسواق الخارجية
2484,2	2339,9	2173,3	2002,2	1832,4	1692,9	1609,3	1603,2	1459,8	1272,7	1098,2	النفاذ الكلي للشركات الاجنبية الى السوق الامريكية

Source: Deutch Bank, FX Research Special Report Series, No. 3, Frankfurt, 5 July 2000, P.36.

ما علاقة كل ذلك وما قيل سابقا عن موقف الحساب الجاري بسعر صرف الدولار ؟ ان احد الاسباب التي جعلت الولايات المتحدة تعاني من عجز كبير ومتزايد في حسابها الجاري هو ان الشركات الامريكية، عموما، تعمل على تلبية الطلب الخارجي المتزايد عن طريق التمركز في الخارج، بينما تتجه الشركات الاجنبية، عموما، إلى إشباع الطلب الأمريكي المتزايد عن طريق التصدير الى الولايات المتحدة من سوقها المحلي (دون التمركز في الولايات المتحدة). ولذلك فإن الحساب الجاوري يتعرض الى التدهور عبر الزمن، حتى ولو كانت الحصة السوقية العالمية للشركات الامريكية تتزايد ولا تتناقص .

وهذا قد يفسر حالة اللاتماثل السائدة بين مرونة الطلب على الصادرات والواردات الامريكية. فعندما يزداد الطلب المحلي الامريكي، مثلا، فستزداد الواردات الامريكية بشكل مماثل اذا قامت الشركات الاجنبية بتلبية الزيادة في الطلب الامريكي عن طريق زيادة الصادرات الى الولايات المتحدة من الخارج .

وبالمقابل، عندما يزداد الطلب الخارجي على المنتجات الامريكية بنفس مقدار الزيادة في الطلب المحلي الامريكي، فان الصادرات الامريكية قد لا تزداد بشكل مماثل اذا تمت تلبية الزيادة في الطلب والنتيجة النهائية لكل ذلك هو ان استجابة الواردات الامريكية للتغيرات في الطلب المحلي الامريكي ستتجاوز استجابة الصادرات الامريكية للتغيرات في الطلب الخارجي، لان الشركات الخارجية، ليس عن طريق المصدرين الأمريكيين، ولكن عن طريق فروع الشركات الامريكية العاملة في الخارج. الامريكية ترغب او تفضل التمركز بالقرب من الاسواق التي ترغب البيع فيها .

الأسباب الرئيسية لعجز الحساب الجاري الأمريكي

لقد ارتفع عجز الحساب الجاري الامريكي بأكثر من 50% ما بين 1997 و 1998 حيث ارتفع من 143,5 بليون دولار الى 217,1 بليون دولار . ومن ثم ارتفع بنسبة 50% مرة اخرى ما بين 1998 و 1999 الى مستوى قياسي بلغ 331,5 بليون دولار كما يتضح ذلك من الجدول ادناه : (2)

جدول (4) : مكونات الحساب الجاري الامريكي للمدة 1993-1999 (بليون دولار)

1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	
3456,6-	246,9-	196,7-	191,3-	173,7-	166,2-	132,6-	ميزان السلع
80,6	88,0	91,9	87,2	76,2	67,8	62,7	ميزان الخدمات
269,5-	166,9	-	104,3-	97,5-	98,4-	69,9-	ميزان السلع والخدمات
18,5-	6,2-	104,3-	17,2	19,4	15,9	23,2	دخل الاستثمار
48,0-	44,0-	3,2	42,2-	35,4-	39,2-	38,5-	التحويلات من جانب واحد
		42,0-					
331,5-	217,1-	143,5-	129,3-	113,5-	121,7-	85,2-	رصيد الحساب الجاري

Source : Federal Reserve Bank of Dallas, Annual Report, Dallas, 1999, P.50.

وبحسب توقعات صندوق النقد الدولي، من المحتمل ان يرتفع عجز الحساب الجاري الى اكثر من 460 بليون دولار عام 2001 بعد ان كان 420 بليون دولار في 2000 . وهذا يعني ان العجز تضاعف بمقدار (3) مرات ما بين 1997 و 2000 . (3)

ويلاحظ من الجدول أعلاه، بان جميع المكونات الرئيسية لرصيد الحساب الجاري الامريكي اسهمت بتدهور الحساب الجاري في المدة (1998 - 1999) . فالميزان السلعي، الذي هو عادة

مايسهم بنسبة عالية من عجز ميزان المتفوعات الامريكي، تدهور بشكل معتدل ما بين 1994 و1997 الا انه تدهور بشدة في 1998 - 1999 .

اما ميزان الخدمات فقد كان بحالة فائض مطرد ما بين 1994 - 1997، الا انه تقلص في المدة 1998 - 1999. وميزان السلع والخدمات معا، الذي كان بحالة عجز بما يقارب 100 بليون دولار لكل سنة عبر المدة 1994 - 1997، تدهور بحدة في 1998 - 1999، لان تدهور الميزان السلعي تجاوز التحسن الصاف في ميزان الخدمات لغاية 1997

اما التحويلات من جانب واحد، وهي عادة ما تكون فقرة بحالة عجز في ميزان المدفوعات الامريكي، فقد شهد هذا الميزان تدهورا حادا في 1998 - 1999 .

وحتى وقت قريب، لم يكن ميزان دخل الاستثمار الصاف مساهما رئيسيا بتدهور الحساب الجاري، الا انه بدأ بالتدهور في 1997، وولج حالة العجز في 1998، لأول مرة منذ 1914، ومنذ ذلك الحين اضحى مساهما بارزا في اتجاه تدهور ميزان المدفوعات، لان ارتفاع الدين الخارجي الصاف ادى الى حصول تدفقات كبيرة لمدفوعات الفائدة الى الخارج(4) .

وبعد هذا الاستعراض لحالة ميزان الحساب الجاري الامريكي نحاول الان استقصاء تفسير تدهور ميزان الحساب الجاري، او اسبابه(5)

التفسير الاول هو اختلال المدخرات- الاستثمار، الذي يضع اللوم في مشكلة الحساب الجاري الامريكي على عدم كفاية المدخرات المحلية المتاحة لمجاراة النمو السريع الحاصل في الاستثمار المحلي.

اما التفسير الاخر فهو النمو النسبي/ سعر الصرف، الذي يضع اللوم في المشكلة على الزيادة السريعة في الطلب المحلي نسبة الى الطلب الضعيف في الخارج، وايضا على الزيادة الكبيرة في قيمة الدولار في السنوات الاخيرة (انظر الشكل 1)، والتي خفضت القدرة التنافسية السعرية للسلع والخدمات الأمريكية .

وهناك تفسير ثالث يتعلق بمنظور او بمفهوم الاقتصاد الجديد (ثورة تكنولوجيا المعلومات) .

ان التفسيرين الاول والثاني يعرضان حولا مختلفة لمشكلة الحساب الجاري. فاولئك الذين يرون المشكلة من منظور اختلال المدخرات - الاستثمار، يؤكدون بان المدخرات المحلية يجب ان ترتفع، او ان طلب الاستثمار يجب ان يتقلص لتضييق الفجوة بين المدخرات والاستثمار. وهذا ما يتحقق عن طريق رفع معدلات الفائدة بحدة، او عن طريق زيادة الضرائب او تقليص الانفاق الحكومي.

اما الذين يرون المشكلة من منظور النمو النسبي / سعر الصرف، فانهم يؤكدون على انه يجب انتهاج سياسات معينة تبطيء نمو الطلب المحلي، ورفع نمو الطلب الاجنبي، وتشجيع حصول انخفاض في قيمة الدولار بغية رفع القدرة التنافسية السعرية للسلع والخدمات المصدرة. وفيما يلي توضيح لكل منظور على حدة :-

1- منظور اختلال المدخرات- الاستثمار

يعرض هذا المنظور طريقة ملائمة للتمييز بين العناصر الأساسية التي أسهمت بتدهور الحساب الجاري الأمريكي في عقد الثمانينات، والقوى الأساسية التي أسهمت بتدهوره في عقد التسعينات . فطبقاً لمطابقات حسابات الدخل القومي، فإن الفجوة بين المدخرات المحلية لدولة ما (S) والاستثمار المحلي الخاص (I) يجب ان تساوي تلك الخاصة برصيد الحساب الجاري لتلك الدولة (CAB):

$$CAB = I - S$$

وطالما ان المدخرات المحلية تتألف من المدخرات الخاصة (pS) والمدخرات الحكومية (gS)، فيمكن إعادة كتابة مطابقة حسابات الدخل القومي بالطريقة الآتية:

$$sP - S_G - I = CAB$$

وطبقاً لهذه المعادلة، تعاني دولة ما من عجز بحسابها الجاري بشكل مستمر إذا انخفض مجموع المدخرات الخاصة والحكومية باستمرار عن الاستثمار المحلي الخاص. وهذا ما حصل تماماً في الولايات المتحدة، خلال عقدي الثمانينات والتسعينات، حيث انخفضت المدخرات المحلية عن الاستثمار الخاص .

وطبقاً لهذا المنظور، ففي عقد الثمانينات، تدهور الحساب الجاري بسبب انخفاض المدخرات المحلية بالنسبة الى الاستثمار الخاص، كما توجهت نسبة ضئيلة من المدخرات لتمويل العجز المتزايد في الموازنة الأمريكية، كما موضح بالجدول أدناه : (6)

جدول (5) : فجوة المدخرات - الاستثمار ورصيد الحساب الجاري الأمريكي :

مقارنة بين عقدي الثمانينات والتسعينات

(% من GDP)

الحساب الجاري	الاستثمار المحلي	المدخرات الكلية	المدخرات الخاصة	المدخرات الحكومية	
0,2	20,7	20,9	18,7	2,2	1981
0,1-	18,6	18,5	18,7	0,2-	1982
2,1-	18,7	16,6	17,4	0,8-	1983
2,5-	21,6	19,1	18,7	0,4	1984
2,8-	20,5	17,7	17,3	0,4	1985
1,2-	17,5	16,3	15,3	1,0	1995
1,3-	17,9	16,6	14,6	2,0	1996
1,3-	18,7	17,4	14,3	3,1	1997
1,7-	20,5	18,8	15,7	3,1	1998
2,0-	20,7	18,7	14,7	3,9	1999
3,0-	0,2-	3,2-	1,4-	1,8-	1985-1981
0,8-	3,2	2,4	0,6-	2,9	1999-1995

Source : BIS, Annual Report, Basle, 2000, P. 89.

من الجدول اعلاه، يلاحظ بانه في التسعينات ارتفعت المخرات المحلية نوعاً ما، مما يعكس تحسن موقف الميزانية الأمريكية. الا انه في عام 1999، يلاحظ انخفاض المدخرات المحلية الخاصة

وعند الأخذ بنظر الاعتبار ارتفاع الانفاق الاستثماري المحلي الخاص في التسعينات (انظر الجدول اعلاه)، فإن الفجوة بين الاستثمار المحلي الخاص والمدخرات المحلية اتسعت باطراد. وبإيجاز يؤكد منظور المدخرات - الاستثمار على ان هذه الفجوة المتوسعة بين معدل الاستثمار المحلي الخاص المرتفع ومعدل المدخرات المحلية المنخفضة هي المسؤولة عن التدهور الحاد لعجز الحساب الجاري الأمريكي في السنوات الاخيرة.

2- منظور النمو النسبي/ سعر الصرف

في ظل هذا التفسير، يجري الحديث عن منظورين مترابطين، وهما منظور النمو النسبي، ومنظور سعر الصرف. وفيما يلي توضيح لكل منهما:

أ- منظور النمو النسبي

يعزي منظور النمو النسبي التدهور المستمر لميزان الحساب الجاري الأمريكي، عبر عقدي الثمانينات والتسعينات، الى عدم التماثل في المرونات الدخلية للطلب على الصادرات والواردات الأمريكية، كما موضح في الجدول ادناه (7) :

مرونة الواردات	مرونة الصادرات	مصدر الدراسة
1,8	0,8	المصرف المركزي الأمريكي (FED)
2,2	1,3	صندوق النقد الدولي (IMF)
2,0	1,3	بنك التسويات الدولية (BIS)

Source: IMF, IMF Survey, Washington, D.C., 15 Jan. 2001, P. 2.

من الجدول اعلاه، يلاحظ بان المرونة الدخلية للطلب على الواردات الأمريكية يبلغ متوسطها حوالي (2%) . وهذا يعني ان كل زيادة مقدارها (1%) في الطلب الأمريكي المحلي تؤدي الى رفع الطلب على الواردات بالمتوسط بمقدار (2%) . اما المرونة الدخلية للطلب على الصادرات الأمريكية، فيبلغ متوسطها حوالي 1,0 فقط . وهذا يعني ان كل زيادة مقدارها (1%) في الطلب الخارجي تؤدي الى زيادة الصادرات الأمريكية بمقدار (1%) بالمتوسط فقط .

ان هذا الفارق الكبير نسبيا بين المرونات الدخلية للواردات والصادرات يولد مشكلة للحساب الجاري . فإذا كانت سرعة نمو الطلب المحلي الأمريكي مماثلة لسرعة نمو الطلب الخارجي، فسيكون نمو الواردات الأمريكية اعلى من نمو الصادرات الأمريكية. وعبر الزمن، سيفضي هذا الامر الى وجود عجز متزايد باستمرار في الميزان التجاري والحساب الجاري.

وعند مقارنة حالة الولايات المتحدة هذه مع معظم الدول الاخرى، نرى انه باستثناء المملكة المتحدة، فإن المرونات الدخلية للطلب على الصادرات والواردات في معظم الدول الصناعية هي تقريبا متماثلة، كما نلاحظ في الجدول ادناه (8) :

جدول (7) : تقديرات المرونات الداخلية للطلب على الصادرات والواردات في الدول صناعية مختارة

الدولة	مرونة الصادرات	مرونة الواردات
الولايات المتحدة	0,8	1,8
المملكة المتحدة	1,1	2,2
اليابان	1,1	0,9
ألمانيا	1,4	1,5
فرنسا	1,5	1,6

Source : IMF, World Economic Outlook, Washington, D.C., April 2000, P.13.

وعند الأخذ بنظر الاعتبار هذا التباين في المرونة الداخلية للطلب على الصادرات والواردات الأمريكية، نرى أن الطريقة الوحيدة لمنع تدهور الميزان التجاري الأمريكي هي ارتفاع الطلب المحلي الأمريكي بمعدل أقل من نمو الطلب الخارجي، أو انخفاض أسعار صرف الدولار، بالتعبير الحقيقي لتحديد أثر التباين في المرونة الداخلية.

وتظهر التقديرات بأن الدولار يجب أن ينخفض بما يقارب (1-2%) كل سنة، بالتعبير الحقيقي، لتحديد الآثار السلبية الناتجة عن التباين في مرونة تجارة الواردات والصادرات الأمريكية. وبدون هذا الانخفاض في القيمة الحقيقية للدولار، فإن عبء التكيف يجب أن يقع على نمو الطلب المحلي، فيلاحظ أن الفترات الوحيدة التي حصل فيها توازن في الحساب الجاري الأمريكي في العقود الثلاثة الماضية هي الفترات التي واجه الاقتصاد الأمريكي ركود تام! كما في الفترات 1973-1975 و1980 و1982 و1990-1991.⁽⁹⁾

وهكذا، كان لوجود المرونة التجارية المتباينة، ونمو الطلب المحلي الأمريكي المرتفع نسبياً، سبباً لارتفاع نمو الواردات الأمريكية، وببطء نمو الصادرات، مما أفضى إلى توسيع حاد للعجز التجاري الأمريكي في النصف الأخير من عقد التسعينات (انظر الجدول 4)⁽¹⁰⁾

أن هناك تدهوراً في التجارة الأمريكية مع جميع الدول أو المناطق الرئيسية في العالم. فبينما يعزى لليابان والصين جزء كبير من الاختلال التجاري الأمريكي الإجمالي، فإن حصة اليابان والصين من العجز التجاري الأمريكي انخفضت من (50%) في 1997 إلى (39%) في 1999، كما هو موضح في الجدول أدناه⁽¹¹⁾ :

جدول (8) : الموازين التجارية الثنائية الأمريكية مع عينة مختارة من الدول للمدة 1990-1999 (بليون دولار)

	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	
كندا	22,1-	20,4-	25,5-	19,2-	17,1-	13,3-	10,7-	8,6-	10,3-	
المكسيك		15,8-	17,3-	15,2-	0,5	0,9	4,5	1,4	2,2-	
البرازيل	5,0	6,3	3,9	2,6	0,6-	1,4-	1,9-	0,6-	2,9-	
أوروبا الغربية	28,9-	17,7-	16,1-	10,5-	12,6-	1,9-	6,4	16,5	4,0	
ألمانيا	23,2-	18,6-	15,5-	14,4-	12,5-	9,6-	7,6-	4,8-	9,4-	
المملكة المتحدة	4,3	3,8	2,0	2,0	1,8	4,7	2,7	3,6	3,2	
اليابان	64,1-	55,7-	47,6-	-59,4	65,7-	59,3-	49,6-	43,3-	41,1-	
الصين	56,9-	49,7-	39,5-	33,8-	29,5-	22,8-	18,3-	12,7-	10,4-	
هونغ كونغ	2,4	4,8	4,1	3,9	1,7	0,3	0,7-	1,1-	2,8-	
كوريا الجنوبية	7,5-	1,9	4,0	1,2	1,6-	2,3-	2,0-	1,5-	4,1-	
سنغافورة	2,7-	2,4-	3,6-	3,2-	2,3-	1,1-	1,7-	1,2-	1,8-	
تايوان	15,0-	12,3-	11,4-	9,7-	9,6-	8,9-	9,3-	9,8-	11,2-	
الميزان التجاري الكلي الأمريكي	260,5-	209,9-	197,0-	186,1-	176,0-	138,5	105,9	86,6-	123,4 -	

Source : Scholl, R.P., "The International Investment Position of the

US, US SERVEY, 1999, P. 99.

ويعزى هذا التدهور في التجارة مع الخارج الى ارتفاع الاستثمار في الولايات المتحدة، والى زيادات كبيرة في الانفاق الاستهلاكي الامريكي، الذي ارتفع جزئيا بسبب الزيادات الكبيرة في ثروة الاسر الامريكية. (12) ان ردم هذه الفجوة المتزايدة بين الواردات والصادرات الامريكية دون تعريض الاقتصاد لركود حاد هي القضية الاساسية المطروحة امام صناع السياسة والمستثمرين معا . الا انه توجد عدة عقبات تحول دون ذلك .

واحدى هذه العقبات الناجمة عن محاولة تقليص الفجوة خلال فترة زمنية معقولة هي ما يشار اليه بمشكلة عنصر او عامل الفجوة gap factor . وتتسأ هذه الفجوة عندما تكون الهوة بين الصادرات والواردات واسعة جدا (13) .

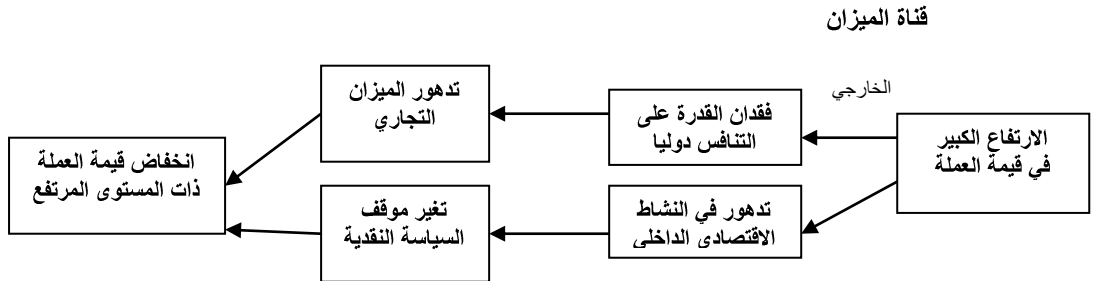
في عام 2000 ، كان الطلب المحلي الامريكي معتدلا ، وتصاعد الطلب الخارجي ، بينما ارتفعت الصادرات والواردات بنسبة 10% ، وهكذا ارتفع مستوى الواردات الامريكية الى 1,35 ترليون دولار ، بينما ارتفع مستوى الصادرات الى 1,05 ترليون دولار . ولذلك كانت الفجوة التجارية الناتجة هي 300 بليون دولار في عام 2000 ، وهي فجوة اوسع من فجوة عام 1999 بمقدار 30 بليون دولار . (14)

ب - منظور سعر الصرف

ان قابلية تاثر اية عملة باي اجراء تصحيحي باتجاه تخفيضها او رفعها، تعتمد على ما يلي (15):

- 1- موقف الحساب الجاري ، فإذا كان هذا الحساب بحالة عجز حاد، مثلا، فان ذلك يولد ضغوطا على العملة، خصوصا اذا كان هناك صعوبات في مجال تمويل المدفوعات المتزايدة .
 - 2- ان ارتفاع قيمة العملة بشكل مستمر يجعلها تدخل حيز القيمة المرتفعة بأفراط (أي تصبح قيمتها اعلى من مستواها الحقيقي)، وفقا لمبدأ تكافؤ او تعادل القوة الشرائية purchasing power parity (ppp) ازاء عدد كبير من العملات .
- من الناحية النظرية، يجب ان يولد الارتفاع المستمر في قيمة عملة معينة، عبر الزمن، تغيرا في واقع المتغيرات الاقتصادية الرئيسية. وهذا الارتفاع الكبير في تكافؤ القوة الشرائية يولد ذلك التغير عن

طريق قناتين : قناة الميزان الخارجي وقناة الميزان الداخلي، وكما يظهر في المخطط التالي: (16)



من المخطط السابق، يلاحظ انه عن طريق قناة الميزان الخارجي، يؤدي الارتفاع المستمر في تكافؤ القوة الشرائية الى فقدان القدرة على التنافس على المستوى الدولي مما يفضي الى تدهور الميزان التجاري.

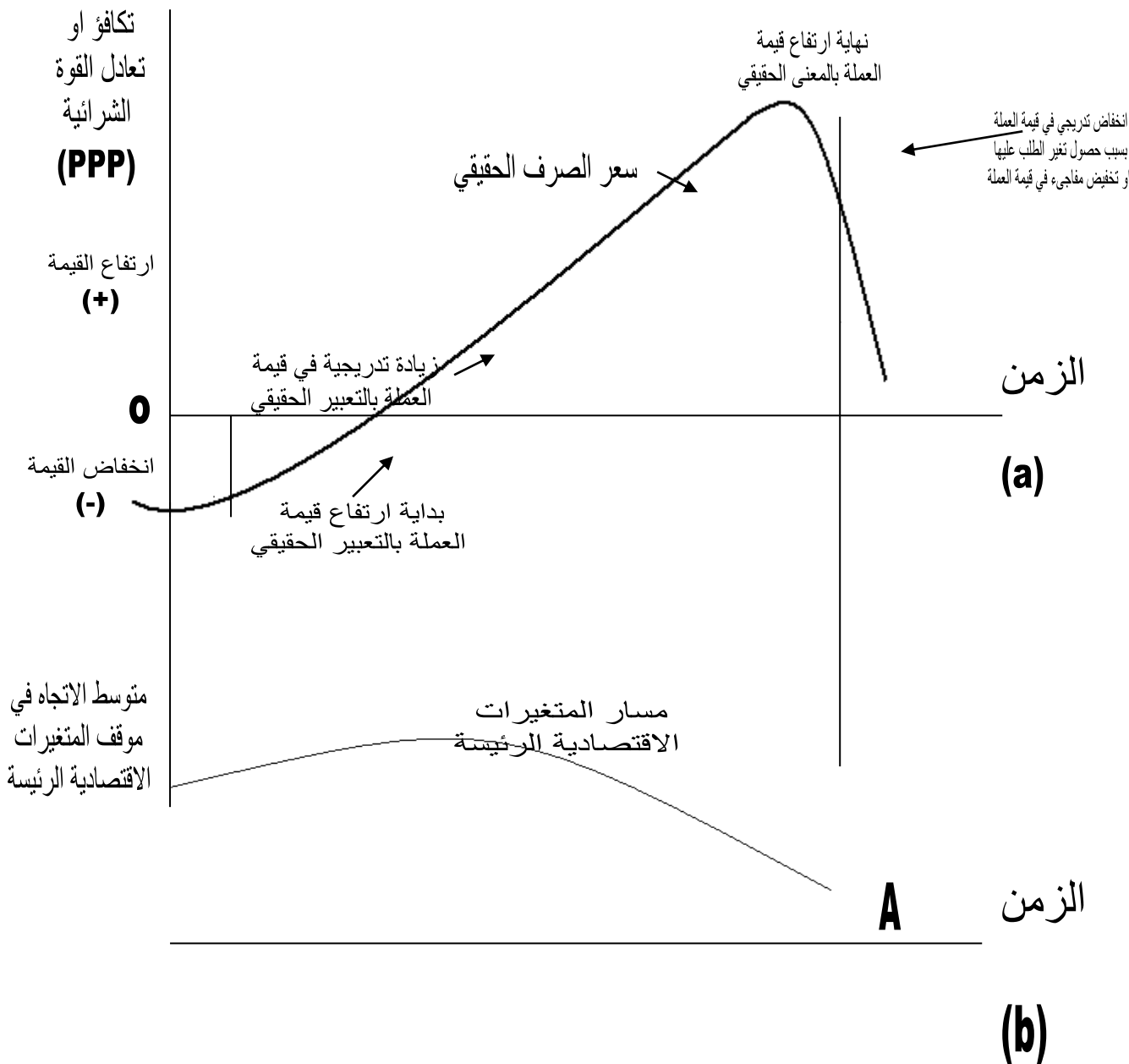
وعن طريق الميزان الداخلي، يؤدي الارتفاع المستمر في تكافؤ القوة الشرائية الى ضعف النشاط الاقتصادي الداخلي، مما يحفز المصرف المركزي الى اتخاذ اجراءات غير معتادة، عن طريق زيادة مرونة السياسة النقدية.

الا ان هذا التدهور في الميزان التجاري، مع المرونة في السياسة النقدية، يجب ان يحفز المضاربية على مبادلة العملة ذات القيمة المرتفعة. ومن الناحية النظرية، تؤدي هذه المبادلة المضاربيين الى توجيه العملة مرة اخرى الى مستواها التوازني. وبتلك الوسيلة يتم تصحيح المستوى اللاتوازني لتكافؤ القوة الشرائية.

غير ان المضاربيين يحتاجون الى ادلة دامغة على تدهور المتغيرات الاقتصادية الرئيسية قبل الشروع بمبادلة عملة معينة ذات قيمة مرتفعة. فإذا كان متوسط اتجاه المتغيرات الرئيسية في الميزان الداخلي والخارجي لا يظهر اية اشارة على التدهور، فان المضاربيين يتكبدون خسائر فادحة اذا حاولوا بيع عملة معينة لا يمتلكونها عند عقد الصفقة short . (17)

ويمكن توضيح التحليل السابق في الشكل التالي، حيث يستمر وجود مستوى اختلافي معين لتكافؤ القوة الشرائية حتى ينتقل متوسط اتجاه المتغيرات الرئيسية للميزان الداخلي والخارجي من المنطقة الموجبة الى المنطقة السالبة عند النقطة (A)

وعندما تتدهور المتغيرات الاقتصادية الرئيسية إلى ما هو ابعد من هذه النقطة، فعندئذ يشعر المضاربيين بالثقة عند مبادلة العملة ذات القيمة المرتفعة . (18)



الشكل (1) : مسار تكافؤ القوة الشرائية في حالة اختلال سعر الصرف وتصحيحه

- (a) اتجاه قيمة العملة للارتفاع تدريجيا بالمعنى الحقيقي والانخفاض فجأة
 (b) تدهور المتغيرات الاقتصادية الرئيسية تدريجيا استجابة لحصول اختلال تكافؤ القوة الشرائية

Source: Isard peter and Hamid Faruqee, " Exchange Rate Assessment
 IMF, Occasional Extensions of the Macroeconomic Balance Approach",
 Paper No 167, Washington, 2000, P.81.

بماذا يفيدنا الشكل اعلاة لتحليل الحالة محل البحث وهي الولايات المتحدة وعملتها
 الدولار؟

من غير الواضح بان الزيادة الكبيرة في تكافؤ القوة الشرائية للدولار قد اسهمت بتدهور
 متوسط اتجاه المتغيرات الاقتصادية الرئيسية الأمريكية فعلى الرغم من ارتفاع عجز الحساب الجاري
 الأمريكي الى مستويات قياسية في السنوات الاخيرة، الا ان الولايات المتحدة تمتعت باداء ملائم على
 صعيد الميزان الداخلي.

فما يلاحظ، ان أداء الولايات المتحدة على صعيد الميزان الداخلي كان افضل من أداء ميزانها
 الخارجي، مما جعل متوسط او معدل اتجاه المتغيرات الاقتصادية الرئيسية بحالة موجبة. (19)
 ويعزى هذا الاتجاه الايجابي على صعيد الميزان الداخلي الأمريكي الى ارتفاع النشاط الاستثماري،
 مما جعل نمو الانتاجية الأمريكية، ونمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي، بمستوى اعلى من
 المستوى العادي السابق مسبقا. (20)

الا انه ليس هنالك ضمان راسخ بان هذا الاداء الايجابي على صعيد الميزان الداخلي الأمريكي
 سيستمر بالمستقبل خصوصا وانه تلوح في الافق الان اشارات على بدء تدهور معدل اتجاه
 المتغيرات الاقتصادية الرئيسية، بما يكفي للحث على زيادة مبادلة الدولار .

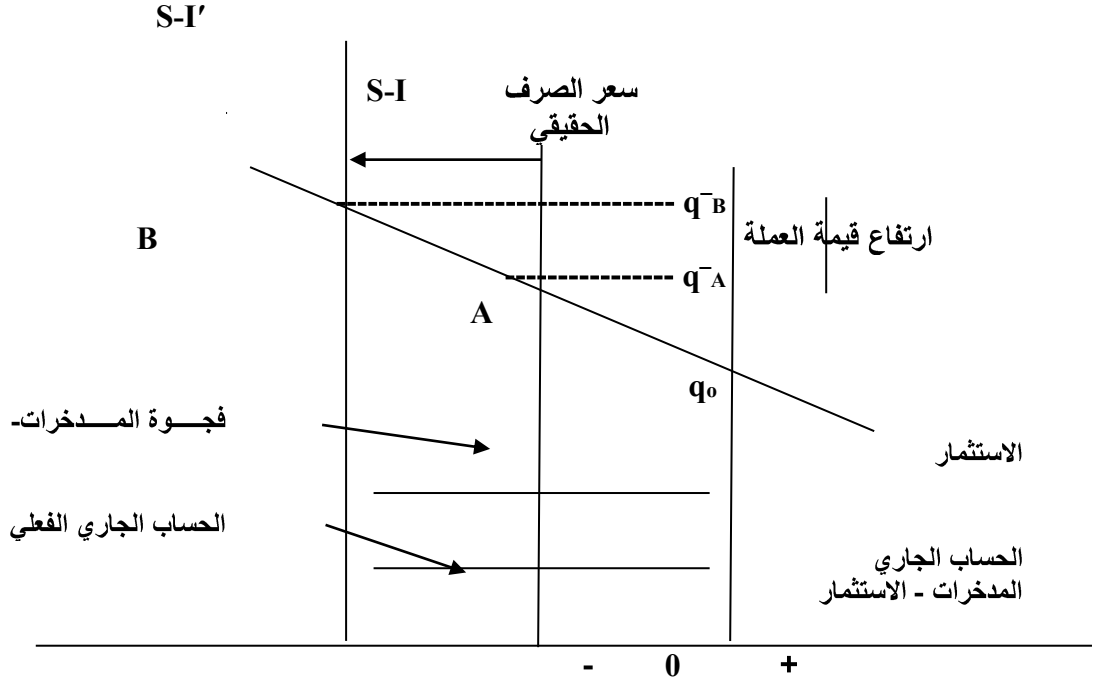
3- منظور مفهوم الاقتصاد الجديد

يسعى نهج صندوق النقد الدولي بخصوص سعر الصرف التوازني الاساسي FEER
 المستخدم لتقدير ذلك السعر، الى تحديد مستوى اختلال الحساب الجاري. الا انه من المفترض ان
 يكون هناك حد معين للمدى الذي يمكن ان يتجاوز عنده الاستثمار المحلي المدخرات المحلية في مدة
 الاجل المتوسط، طالما ان الفجوة بين المدخرات والاستثمار يجب ان تتحول بتدفقات لراس المال من
 الخارج في مدة الاجل الطويل. ولكن ماذا يحصل لو لم يجر العمل في ظل الظروف الطبيعية.
 بعبارة اخرى، ماذا يحصل لو ان ظروف معينة خلقت موقفا معينا يؤدي فيه ادخال تكنولوجيا
 جديدة الى زيادة كبيرة في الطلب على الاستثمار المحلي الجديد بشكل يفوق قدرة المواطنين
 الامريكان على تمويله من مدخراتهم المتاحة في الاجل المتوسط؟

وماذا يحصل لو ان المدخرين الاجانب كانوا اكثر استعدادا لتمويل هذه الفجوة بين الاستثمار
 المحلي الخاص والادخار الأمريكي، على الرغم من التوسع في هذه الفجوة بشكل اكبر من الحالة
 الطبيعية؟

للجابة على هذه الاسئلة، نقول انه اذا كنت الولايات المتحدة تجتاز الان ثورة صناعية جديدة في
 مضمار تكنولوجيا المعلومات (او ما يدعى بالاقتصاد الجديد)، واذا كان لا بد من وجود زيادة مستمرة
 في الانفاق الاستثماري كشرط ضروري لتعزيز هذه الثورة، فعندئذ قد تتوسع الفجوة بين الاستثمار
 والادخار الأمريكي في الاجل الطويل .

وكما يتضح من الشكل الآتي ، فقد يتحول منحني الادخار - الاستثمار (S-I) للولايات المتحدة
 باتجاه اليسار الى (S-I') ، مما يفضي الى زيادة مماثلة في عجز الحساب الجاري الأمريكي . واذا
 حصل ذلك ، فان قيمة الدولار عند المستوى (-q_B) ستمثل مستوى توازني جديد اعلى من
 السابق . ومن ثم لن يتطلب الامر اجراء تعديل معين في قيمة الدولار باتجاه تخفيضه الى (-q_A)
 (21).



الشكل 2 : تدهور الحساب الجاري الامريكي وزيادة سعر الصرف

Source : Lowe, Jeffrey, " An Ownership-Based Disaggregating of the US Current Account, 1982-97, US commerce Department Survey, Jan. 2000, P.131.

يلاحظ من الشكل أعلاه، ان هناك علاقة عكسية بين موقف الحساب الجاري الأساسي وسعر الصرف الحقيقي. فإذا كانت القيمة الحقيقية للعملة عند (q_0) ، فان الحساب الجاري الأساسي يكون بحالة توازن عند (0) . وعندما ترتفع القيمة الحقيقية للعملة الى (q^-A) ، يصبح موقف الحساب الجاري بحالة عجز (عند A). وعندما ترتفع هذه القيمة الى (q^-B) ، تتفاقم حدة العجز الى (B) . وتقدم دراسة حديثة لمصرف الاحتياطي الاتحادي (المصرف المركزي الامريكي) دليلاً اضافياً داعماً لهذا التفسير الخاص باختلال عجز الحساب الجاري الامريكي. فطبقاً لهذه الدراسة، فان التدهور الكبير للحساب الجاري الامريكي في عقد التسعينات نشأ اساساً من زيادة الاستثمار الامريكي في العقد الماضي.

فقد ارتفع الانفاق الاستثماري الامريكي، كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، في عقد التسعينات، الى أعلى مستوى له في غضون 40 سنة. ولم تتمكن المدخرات المحلية الامريكية من الارتفاع بشكل يجري الزيادة الكبيرة في الانفاق الاستثماري الامريكي. وكنتيجة لذلك، اتسعت الفجوة بين الاستثمار والمدخرات الامريكية في عقد التسعينات. وكان يجب ان تمول الفجوة المتوسعة الناتجة بين الاستثمار والمدخرات بتدفقات كبيرة لراس المال الاجنبي الى داخل الولايات المتحدة. وطالما ان رصيد الحساب الجاري يسوي فائض او عجز حساب راس المال، فقد اتسع عجز الحساب الجاري الى مستويات كبيرة جداً بعد تدفق راس المال الى الداخل (فائض في حساب راس المال). (22)

سبل معالجة عجز الحساب الجاري الامريكى

من حيث المبدأ ، هناك ثلاثة طرق يمكن للولايات المتحدة ان تستخدمها لردم العجز الكبير في حسابها الجاري، وهي : (23)

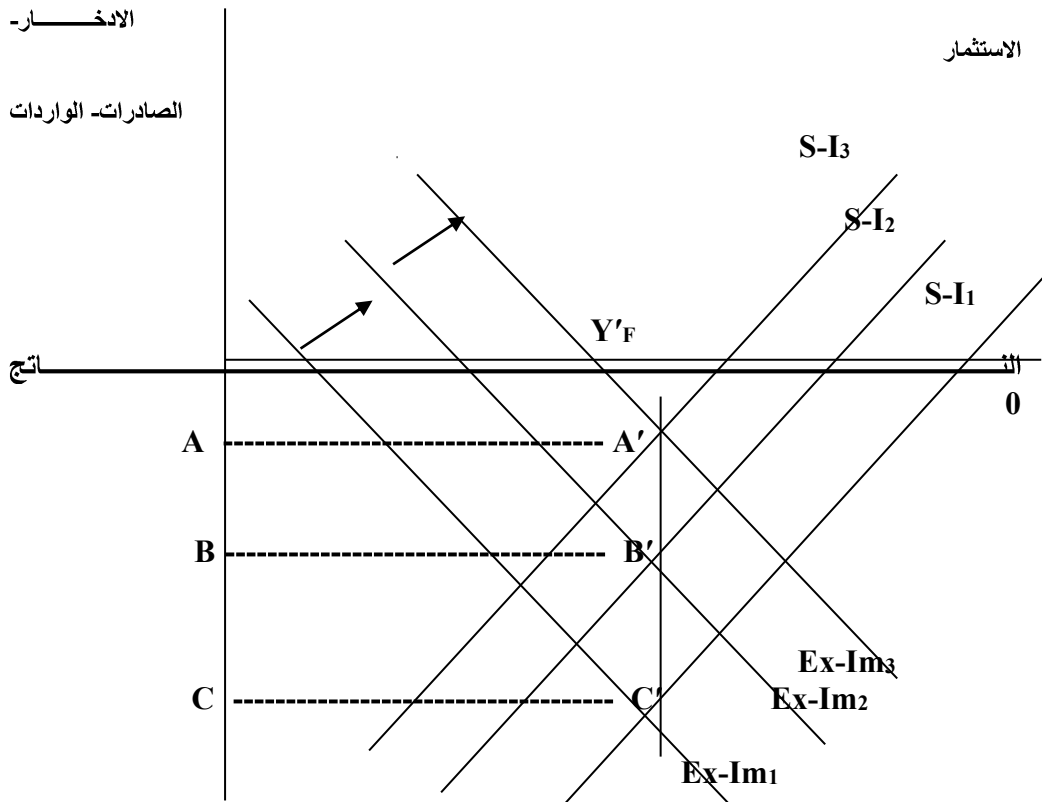
اولا : اتباع سياسات معينة تفضي الى تشجيع المدخرات المحلية و/او تثبيط الاستثمار المحلي، ربما عن طريق اتباع سياسة مالية تقييدية و/او سياسة نقدية تقييدية .

ثانيا : لازالة العجز الكبير في الحساب الجاري الامريكى، يجب العمل على تخفيض الدولار، بغية تحسين القدرة التنافسية، ومن ثم يجري تعزيز الصادرات .

الا ان المشكلة مع هذه الاستراتيجية هي انها تخلق مشاكل اخرى، وقد نفشل في معظم الاحيان، لانه اذا كان الاقتصاد الامريكى يعمل عند مستوى الناتج السائد في حالة الاستخدام الكامل، فسيعمل انخفاض الدولار على توجيه مستوى الناتج الامريكى الى ما هو ابعد من مستواه المحتمل عند الاستخدام الكامل.

وطالما ان هذا المستوى هو مستوى تضخمى، فان المصرف المركزي يجب ان يقوم بتقييد السياسة النقدية. وعندئذ، سيكون هذا المصرف مجبرا على رفع معدلات الفائدة الامريكىة بحدّة. غير ان هذا الاجراء سيحث رؤوس الاموال على التدفق الى داخل الولايات المتحدة، مما يدعم الدولار باتجاه رفعه، بحيث ينتفي اثر الانخفاض الاولي في الدولار.

ثالثا : لازالة العجز الكبير جدا من عجز الحساب الجاري الامريكى، يمكن الجمع بين استراتيجيتي التقييد والتخفيض الموضحتين اعلاه. فالاجراء التقييدي على صعيد السياسة المالية يحول منحني الادخار - الاستثمار من $(I-S_1)$ الى $(I-S_2)$ ، بينما يمكن ان يحول انخفاض معتدل للدولار منحني الصادرات- الواردات من $(Ex-Im_1)$ ، كما ينضح من الشكل ادناه :



الشكل (3) : معالجة اختلال الحساب الجاري عن طريق اتباع سياسات مالية/نقدية تقييدية وكذلك تخفيض الدولار

Source : Williamson, John (editor), " Estimating Equilibrium Exchange Rates", Institute for International Economics, 1994, P.122.

من الشكل اعلاه، يلاحظ ان الانخفاض الكبير في الدولار يمكن ان يحول المنحنى Ex-Im الى اليمين، حيث ان تحول المنحنى Ex-Im₁ الى Ex-Im₂ ضروريا لتقليص العجز من (0C) الى (0B)، بينما يعمل تخفيض اكبر في الدولار الى نقل المنحنى Ex-Im₂ الى Ex-Im₃ لتقليص العجز الى (0A). ويمكن ان تؤدي الفجوة بين الادخار والاستثمار لصالح الاخير الى ازالة العجز (تحول موقف الحساب الجاري الى التوازن (0)، حيث يصبح الناتج عند مستوى ابعد من مستوى الاستخدام الكامل (Y'F)).

وفي نفس الوقت، تعمل السياسات المالية والنقدية على تحويل المنحنى (S-I) الى اليسار من (S-I₁) الى (S-I₃)، ليتقلص العجز من (0C) الى (0A). ان اتجاه المنحنى (S-I) الى اليسار دلالة على تقليص الفجوة بين الادخار والاستثمار لصالح الاول، لتدفق راس المال للداخل اثر اتباع سياسة تقييدية.

الاستنتاجات

تؤكد النظرية الاقتصادية بان الدول التي تتمتع بفوائض مستمرة في حساباتها الجارية ترتفع قيم عملاتها عبر الزمن، بينما تنخفض قيم عملات الدول التي تعاني من عجز مستمر في حساباتها الجارية.

ان اختلالات الحساب الجاري يمكن ان تؤثر باسعار الصرف عن طريق احدى القنوات الاتية:

- 1- ان وجود اختلالات خارجية حادة يمكن ان يؤثر بتدفق العرض والطلب على العملات، كل منهما على انفراد. وبتلك الوسيلة يتم التأثير مباشرة بالمسار الذي يمكن ان يسلكه سعر الصرف.
 - 2- ان اختلالات الحساب الجاري الحادة يمكن ان تغير موقع تمرکز الثروة المالية ما بين دول العجز ودول الفائض، بحيث تهرب من الاولى وتلوذ بالاخيرة. وهذه التغيرات في موطن اقامة الثروة المالية يمكن ان تعمل على تغيير تفضيلات الموجودات الدولية، والتي تباعا، يمكن ان تؤثر بالمسار الذي يتخذه سعر الصرف.
 - 3- هناك تصور شائع مفاده بان هناك حد معين لقدرة الدول على تحمل عجز ضخم ومستمر في حساباتها الجارية، لان مثل هذا العجز يمكن ان يؤدي الى زيادة غير محدودة في ديون دول العجز لصالح المستثمرين الاجانب. واذا اعتقد المستثمرون الاجانب بان الزيادة في الدين الخارجي غير خطيرة، فسيفتقنون بان الانخفاض في قيمة عملة دولة العجز ضروريا لضمان تقليص عجز الحساب الجاري.
- لقد سعى هذا البحث الى تسليط الضوء على التدهور الخطير لعجز الحساب الجاري الامريكي خلال السنوات الاخيرة، بحيث انه خلق وضعاً اقتصادياً معيناً يمكن ان تؤدي أي معالجة فيه للعجز الى خلق مخاطر شديدة على الاقتصاد والدولار الامريكي.

وعند الاخذ بنظر الاعتبار الآثار السلبية على التجارة الامريكية والناتجة عن خالة اللاتماثل في المرونة الداخلية للطلب على الصادرات والواردات الامريكية، مضافاً اليها التدهور المطرد لرصيد عائد الاستثمار الصافي الامريكي، فان عجز الحساب الجاري من المتوقع ان يرتفع في المستقبل. وطالما ان المستثمرين الاجانب لن يستمروا في تمويل هذا العجز الى ما لانهاية، فيمكن ان يحقق بالاقتصاد الامريكي والدولار تدهوراً خطيراً اذا ماقرّر المستثمرون الاجانب الخروج من الولايات المتحدة.

وطالما ان ادخال تكنولوجيات جديدة يولد زيادة في الطلب على استثمارات جديدة (مفهوم الاقتصاد الجديد)، فان الانفاق الاستثماري المحلي الامريكي يزداد الان بسرعة تتجاوز الزيادة في الادخار المحلي.

وطالما ان العائد من راس المال المستثمر في التكنولوجيات الجديدة كبير جداً، فان المستثمر الاجنبي هو اكثر استعداداً لتمويل هذه الفجوة بين الادخار والاستثمار الامريكي، ولو انها فجوة اكبر

من المستوى الطبيعي. وكنتيجة لذلك ، تجاوز تدفق راس المال الاجنبي الى الولايات المتحدة التدفق المعتاد سابقا لراس المال.

وطالما ان عجز الحساب الجاري لدولة ما يساوي فائض حساب راس المال فيها، والذي يسوي ايضا فجوة الادخار - الاستثمار، فان ثورة تكنولوجيا في الولايات المتحدة رفعت، بشكل متزامن، كل من معدل النمو ومدى عجز الحساب الجاري، والذي يمكن ان تتحملة الولايات المتحدة بدون توليد مخاطر على الدولار.

وفي الواقع، جعلت ثورة تكنولوجيا المعلومات، التي تهيمن عليها الان الشركات الامريكية، المستوى التوازني الحقيقي للدولار في الاجل الطويل مرتفعا، بحيث بقى بمنأى عن التعرض للتأثر بأي تدهور حاد.

ان عناصر الاقتصاد الجديد قد رفعت نسبة عجز الحساب الجاري الامريكي/ الناتج المحلي الاجمالي من 2% الى 3-4%. وعند الاخذ بنظر الاعتبار النمو المرتفع للاقتصاد الامريكي، فقد يتوسع عجز الحساب الجاري بسرعة تتجاوز مستواه المرتفع الان. واذا حصل ذلك، فلايد من اتخاذ اجراء تصحيحي على صعيد سعر الصرف لمعالجة التدهور الكبير في الحساب الجاري الامريكي .

المصادر والهومش

- 1- Deutsche Bank, FX Research Special Report Series, No. 3, Frankfurt, July 2000, P.21.
- 2- IMF, IMF staff Country Report No. 98/105, Washington, D.C., 1998, P.42.
- 3-----,World Economic Outlook, Washington, D.C., May 2001, P.11.
- 4- -----, IMF staff, op.cit., P.43.
- 5- Pakko, Michael R., " The US Trade Deficit and the New Economy ", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Sep.-Oct., 1999,P.10.
- 6- Pakko, Michael R., op.cit., P.13.
- 7- Warnock, Francis E., "US International Transactions in 1999, Federal Reserve Bulletin, May 2000, P.P. 301-02.
- 8- Scholl, Russell B., "The International Investment Position of the United States ", Commerce Department July 1999, P.30.
- 9- Mann Catherine L., " Is the US Trade Deficit Sustainable ", Institute for International Economics, Washington, D.C., 1999, P.83.
- 10- Federal Reserve Bank of Dallas, Annual Report, Dallas, 1999, P.11. 11- Scholl, Russell B., op.cit., P. P.45-6.
- 12- Mann Catherine L., op.cit., P. 85.
- 13- Lowe, Jeffrey H., " An Ownership – Based Disaggregating of the US Current Account, 1962-97 ", US Commerce Department Survey of Current Business, January 2000, P.131.
- 14- Mann Catherine L., op.cit., P. 86.
- 15- Williamson, John (editor), " Estimating Equilibrium Exchange Rates ", Institute for International Economics, Washington, D.C., 1994, P.122.
- 16- Oliner, Stephen D., and Daniel E. Sichel, " The Resurgence of Growth in the late 1990s : Is Information Technology the story ",

**Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Paper
No. 2000-20, 2000, P.34.**

17- Williamson, John, op.cit., P. 123. 17-

**18- Isard, Peter and Hamid Faruquee, " Exchange Rate Assessment
Extentions of the Macroeconomic Balance Approach, IMF
Occasional Paper No. 167, Washington, 2000, P.22.**

19- Warnock, Francis E., op.cit., P. 303.

20- Isard, Peter and Hamid Faruquee, op.cit., P. 87.

21- Lowe, Jeffrey H., op.cit., P. 133.

22- Oliner, Stephen D., and Daniel E. Sichel, op.cit., P. 37.

23- Williamson, John, op.cit., P. 123. op.cit., P.P. 127- 28.