

العلاقة بين موقف الحساب الجاري وسعر الصرف

(حالة الولايات المتحدة)

د. صبحي حسون

المقدمة

حضرت العلاقة بين موقف الحساب الجاري، سواء أكان بحالة عجز أم فائض، وسعر الصرف، أكان 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 هؤلاء المستثمرون في الاستمرار باقتناه موجودات معينة مقومة بعملات تلك الدول. وتنشأ الطامة الكبرى لاقتصاديات وعملات هذه الدول عندما يقرر المستثمرون التخلى 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 هؤلاء المضاربين قد ثبت خطأ تقديراتهم في عدة موضع .

فعلى الرغم من تفاقم عجز الحساب الجاري الامريكي في عقد التسعينات الى مستويات قياسية، فقد ارتفعت قيمة الدولار، ولم تخفيض خلال تلك المدة، كما هو من المفترض ان يحصل. ان الغرض من هذا البحث هو تحديد علاقة عجز الحساب الجاري بسعر الصرف على المدى المتوسط والطويل. ويبدا البحث بمناقشة العوامل الاساسية التي اسهمت بتوسيع عجز الحساب الجاري الامريكي مع الاشارة الى تدهوره في الاونة الاخيرة 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) .

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

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

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

ويختتم البحث بملحوظات استنتاجيه 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 الاسيوية 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)

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

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، احداهما 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 المتحولة
31,5-	المملكة المتحدة	15,2	اليابان
9,6-	استراليا	9,9	أمريكا 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 تحسناً صافياً في حساباتها الجارية (144,1 بليون دولار)

ان التفسير المتوقع لهذه الحالة هو ان المبيعات الكلية للشركات الأمريكية 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 :

جدول (3) : نفاذ الشركات الأمريكية إلى الأسواق الخارجية إزاء نفاذ الشركات الأجنبية إلى السوق الأمريكية 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 الأمريكية إلى الأسواق 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 الأجنبية إلى السوق الأمريكية

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

ما علاقة كل ذلك وما قيل سابقاً 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، عموماً، تعمل على تلبية الطلب الخارجي المتزايد عن طريق التمرير في الخارج، بينما تتجه الشركات الاجنبية، عموماً، إلى إشباع الطلب الأمريكي المتزايد عن طريق التصدير الى الولايات المتحدة من سوقها المحلي (دون التمرير 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 الالتمان السائدة بين مرويات الطلب على الصادرات والواردات الامريكية. فعندما يزداد الطلب المحلي الامريكي، مثلاً، فستزيد 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، لأن الشركات الخارجية، ليس عن طريق المصادرين الامريكيين، ولكن عن طريق فروع الشركات الامريكية العاملة في الخارج. الامريكية ترغب او تفضل التمرير بالقرب من الاسواق التي ترغب البيع فيها.

الأسباب الرئيسية لعجز الحساب الجاري الامريكي

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- 80,6	246,9- 88,0	196,7- 91,9	191,3- 87,2	173,7- 76,2	166,2- 67,8	132,6- 62,7	ميزان السلع ميزان الخدمات
269,5- 18,5-	166,9	-	104,3-	97,5-	98,4-	69,9-	ميزان السلع والخدمات
48,0-	6,2- 44,0-	104,3 - 3,2	17,2 42,2-	19,4 35,4-	15,9 39,2-	23,2 38,5-	دخل الاستثمار التحويلات من جانب واحد
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، بأن 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 و 1997 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 مليون دولار لكل سنة عبر المدة 1994 - 1997 ، تدهور بحدة في 1998 - 1999 ، لأن تدهور الميزان السليعى 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 مساهميا بتدور الحساب الجاري، الا انه بدأ بالتدور في 1997 ، وولج حالة العجز في 1998 ، لأول مرة منذ 1914 ، ومنذ ذلك الحين اضحت مساهمة بارزا في اتجاه تدهور ميزان المدفوعات، لأن ارتفاع الدين الخارجي الصاف ادى الى حصول تدفقات كبيرة لمدفوعات الفائدة الى الخارج⁽⁴⁾ .

وبعد هذا الاستعراض لحالة ميزان الحساب الجاري الامريكي نحو ان استقصاء تفسير تدهور ميزان الحساب الجاري، او اسبابه⁽⁵⁾ .

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

وهناك تفسير ثالث يتعلق بمنظور او بمفهوم الاقتصاد الجديد (ثورة تكنولوجيا المعلومات) . ان التفسيرين الاول والثاني يعرضان حلولا 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 لتضيق 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 :-

١- منظور اختلال المدخرات- الاستثمار

يعرض هذا المنظور طريقة ملائمة للتمييز بين العناصر الأساسية التي اسهمت بتدور الحساب الجاري الامريكي في عقد الثمانينات، والقوى الأساسية التي أسهمت بتدوره في عقد التسعينات . فطبقاً لمطابقات حسابات الدخل القومي، فإن الفجوة بين المدخرات المحلية لدولة ما (S) والاستثمار المحلي الخاص (I) يجب أن تساوي تلك الخاصة برصد الحساب الجاري لتلك الدولة :

$$(CAB)$$

$$S - I = CAB$$

وطالما ان المدخرات المحلية تختلف من المدخرات الخاصة (S_p) والمدخرات الحكومية (S_G)، فيمكن إعادة كتابة مطابقة حسابات الدخل القومي بالطريقة الآتية:

$$P_S - S_G = CAB$$

وبطبقاً لهذه المعادلة، تعاني دولة ما من عجز بحسابها الجاري بشكل مستمر اذا 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 الامريكية، كما موضح بالجدول ادناه :^(٦)

جدول (٥) : فجوة المدخرات - الاستثمار ورصيد الحساب الجاري الامريكي :

مقارنة بين عقدي الثمانينات والتسعينات

(GDP % من

الحساب الجاري	المدخرات المحلية	الاستثمار الكلي	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 بأنه في التسعينات ارتفعت المدخرات المحلية نوعاً ما، مما يعكس تحسن موقف الميزانية الامريكية. الا انه في عام 1999، يلاحظ انخفاض المدخرات المحلية الخاصة

و عند الاخذ بنظر الاعتبار ارتفاع الانفاق الاستثماري المحلي الخاص في التسعينات (انظر الجدول اعلاه)، فإن الفجوة بين الاستثمار المحلي الخاص والمدخرات المحلية اتسعت باطراد. وبما يجاز يؤكد منظور المدخرات - الاستثمار على ان هذه الفجوة المترسبة بين معدل الاستثمار المحلي الخاص المرتفع ومعدل المدخرات المحلية المنخفضة هي المسؤولة عن التدهور الحاد لعجز الحساب الجاري الامريكي في السنوات الاخيرة.

2- منظور النمو النسبي / سعر الصرف

في ظل هذا التفسير، يجري الحديث عن منظوريين متراطبين، وهما منظور النمو النسبي، ومنظور سعر الصرف. وفيما يلي توضيح لكل منها:

أ- منظور النمو النسبي

يعزى منظور النمو النسبي التدهور المستمر لميزان الحساب الجاري الامريكي، عبر عقدي الثمانينات والتسعينات، الى عدم التماثل في المروونات الداخلية للطلب على الصادرات والواردات الامريكية، كما موضح في الجدول ادناه⁽⁷⁾ :

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

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

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

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

و عند مقارنة حالة الولايات المتحدة هذه مع معظم الدول الاخرى، نرى انه باستثناء المملكة المتحدة ، فإن المروونات الداخلية للطلب على الصادرات والواردات في معظم الدول الصناعية هي تقريبا متماثلة، كما نلاحظ في الجدول ادناه⁽⁸⁾ .

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

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

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

و عند الاخذ بنظر الاعتبار هذا التباين في المرونات الداخلية للطلب على الصادرات والواردات الامريكية، نرى ان الطريقة الوحيدة لمنع تدهور الميزان التجاري الامريكي هي ارتفاع الطلب المحلي الامريكي بمعدل اقل من نمو الطلب الخارجي ، او انخفاض اسعار صرف الدولار، بالتعبير الحقيقي لتحديد اثر التباين في المرونات الداخلية.

وتظهر التقديرات بأن الدولار يجب ان ينخفض بما يقارب (1-2%) كل سنة، بالتعبير الحقيقي، لتحديد الآثار السلبية الناتجة عن التباين في مرونات تجارة الواردات والصادرات الامريكية. وبدون هذا الانخفاض في القيمة الحقيقة للدولار، فإن عباء التكيف يجب ان يقع على نمو الطلب المحلي، فيلاحظ ان الفترات الوحيدة التي حصل فيها توازن في الحساب الجاري الامريكي في العقود الثلاثة الماضية هي الفترات التي واجه الاقتصاد الامريكي ركود تام! كما في الفترات 1973-1975 و 1980 و 1982 و 1990-1991. ⁽⁹⁾

وهكذا، كان لوجود المرونات التجارية المتباينة، ونمو الطلب المحلي الامريكي المرتفع نسبيا، سببا لارتفاع نمو الواردات الامريكية، وبطء نمو الصادرات، مما افضى الى توسيع حاد للعجز التجاري الامريكي في النصف الاخير من عقد السبعينيات (انظر الجدول 4) ⁽¹⁰⁾

ان هناك تدهورا في التجارة الامريكية مع جميع الدول او المناطق الرئيسية في العالم . في بينما يعزى لليابان والصين جزء كبير من الاختلال التجاري الامريكي الاجمالي، فان حصة اليابان والصين من العجز التجاري الامريكي انخفضت من (50%) في 1997 الى (39%) في 1999، كما هو موضح في الجدول ادناه ⁽¹¹⁾ :

جدول (8) : الموازن التجاريه الثانية الامريكية مع عينة مختارة من الدول للمنهدة 1999-1990 (بليون دولار)

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

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

US, US SURVEY, 1999, P. 99.

ويعزى هذا التدهور في التجارة مع الخارج إلى ارتفاع الاستثمار في الولايات المتحدة، وإلى زيادات كبيرة في الإنفاق الاستهلاكي الأميركي ، الذي ارتفع جزئياً بسبب الزيادات الكبيرة في ثروة الأسر الأميركيّة .⁽¹²⁾ إن ردم هذه الفجوة المتزايدة بين الواردات والصادرات الأميركيّة دون تعريض الاقتصاد لركود حاد هي القضية الأساسية المطروحة أمام صناع السياسة والمستثمرين معاً . إلا أنه توجد عدة عقبات تحول دون ذلك .

واحدى هذه العقبات الناجمة عن محاولة تقليص الفجوة خلال فترة زمنية معقولة هي ما يشار إليه بمشكلة عنصر أو عامل الفجوة gap factor . وتنشأ هذه الفجوة عندما تكون الهوة بين الصادرات والواردات واسعة جداً⁽¹³⁾ .

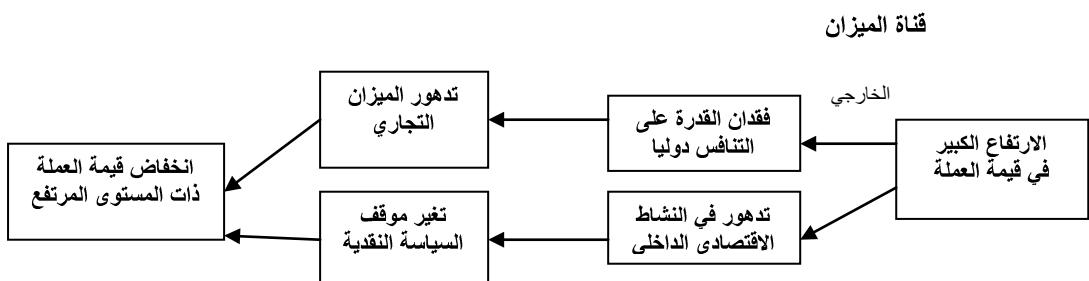
في عام 2000 ، كان الطلب المحلي الأميركي معتدلاً ، وتصاعد الطلب الخارجي ، بينما ارتفعت الصادرات والواردات بنسبة 10% ، وهكذا ارتفع مستوى الواردات الأميركيّة إلى 1,35 تريليون دولار ، بينما ارتفع مستوى الصادرات إلى 1,05 تريليون دولار . ولذلك كانت الفجوة التجارّية الناتجة هي 300 بليون دولار في عام 2000 ، وهي فجوة أوسع من فجوة عام 1999 بمقدار 30 بليون دولار .⁽¹⁴⁾

ب - منظور سعر الصرف

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

- 1- موقف الحساب الجاري ، فإذا كان هذا الحساب بحالة عجز حاد، مثلاً، فإن ذلك يولد ضغوطاً على العملة، خصوصاً إذا كان هناك صعوبات في مجال تمويل المدفوعات المتزايدة .
 - 2- ان ارتفاع قيمة العملة بشكل مستمر يجعلها تدخل حيز القيمة المرتفعة بأفراط (أي تصبح قيمتها أعلى من مستواها الحقيقي)، وفقاً لمبدأ تكافؤ أو تعادل القوة الشرائية purchasing power parity (ppp) ازاء عدد كبير من العملات .
- من الناحية النظرية، يجب أن يولد الارتفاع المستمر في قيمة عملة معينة، عبر الزمن، تغيراً 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.

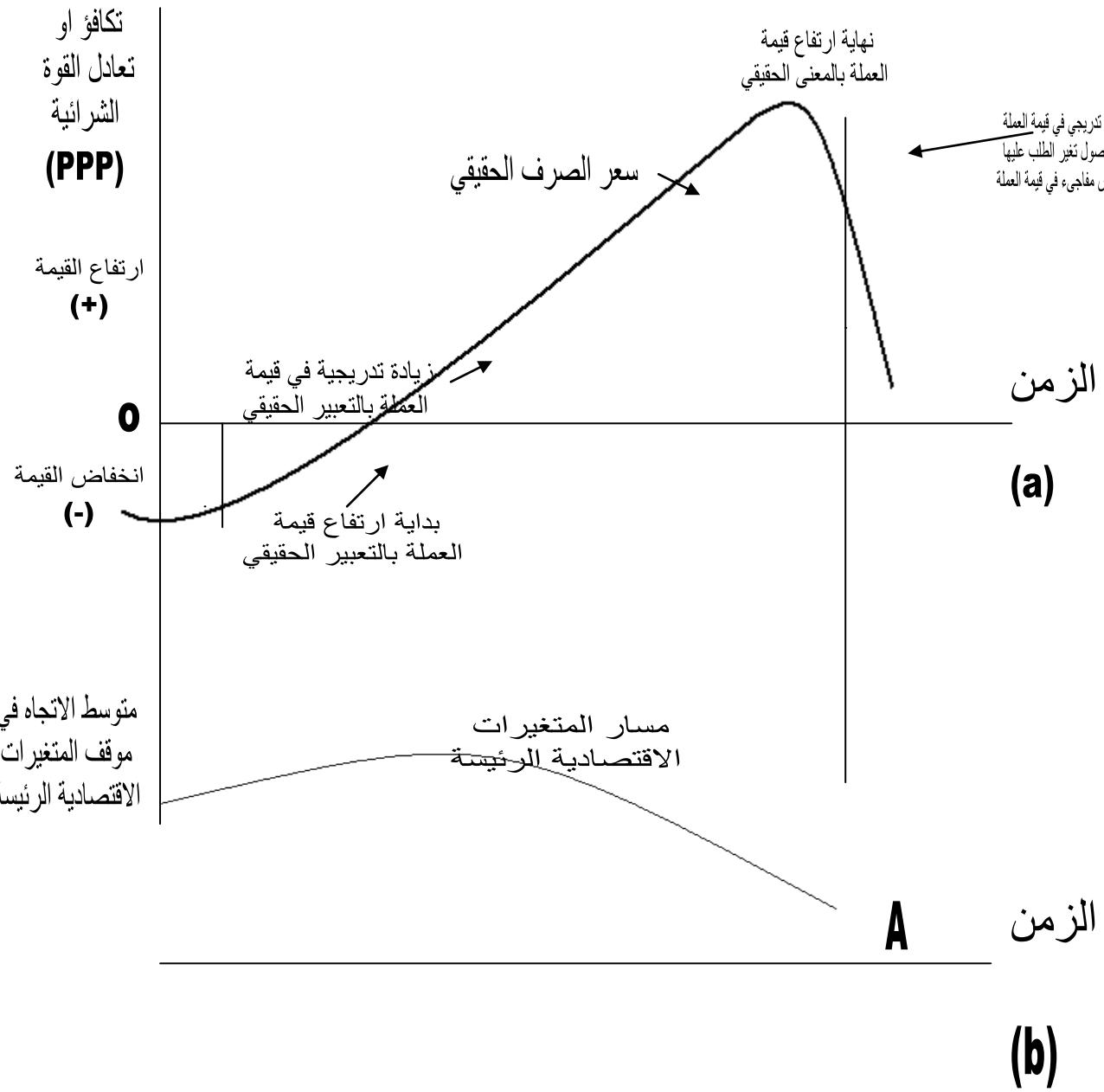
وعن طريق الميزان الداخلي، يؤدي الارتفاع المستمر في تكافؤ القوة الشرائية الى ضعف النشاط الاقتصادي الداخلي، مما يحفز المصرف المركزي الى اتخاذ اجراءات غير معتادة، عن طريق زيادة مرونة السياسة النقدية.

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

غير ان المضاربين يحتاجون الى ادلة دامجة على تدهور المتغيرات الاقتصادية الرئيسة قبل الشروع بمبادلة عملة معينة ذات قيمة مرتفعة. فإذا كان متوسط اتجاه المتغيرات الرئيسية في الميزان الداخلي والخارجي لا يظهر اي اشاره على التدهور، فان المضاربين يتكدبون خسائر فادحة اذا حاولوا بيع عملة معينه لا يمتلكوها عند عقد الصفقة short .⁽¹⁷⁾

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

وعندما تتدحرج المتغيرات الاقتصادية الرئيسة الى ما هو ابعد من هذه النقطة، فعندئذ يشعر المضاربين 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 تدريجياً بالمعنى الحقيقي والانخفاض فجأة
(b) تدهور المتغيرات الاقتصادية الرئيسية تدريجياً 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 اعلاه 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 تمنتت باداء ملائم على صعيد الميزان الداخلي.

فما يلاحظ، ان اداء الولايات المتحدة على صعيد الميزان الداخلي كان افضل من اداء 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 مسبقاً.⁽²⁰⁾

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

3- منظور مفهوم الاقتصاد الجديد

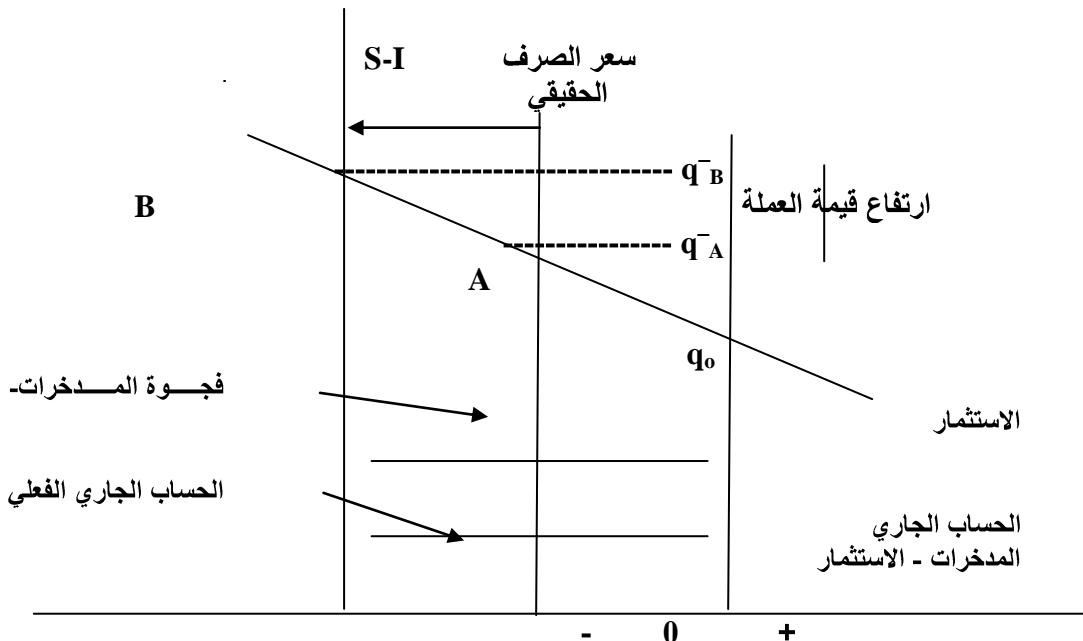
يسعى نهج صندوق النقد الدولي بخصوص سعر الصرف التوازنی الاساسي FEER المستخدم لتقدير ذلك السعر، الى تحديد مستوى اختلال الحساب الجاري. الا انه من المفترض ان يكون هناك حد معين للمدى الذي يمكن ان يتجاوز عنده الاستثمار المحلي المدخرات المحلية في مدة الاجل المتوسط، طالما ان الفجوة بين المدخرات والاستثمار يجب ان تموّل بتدفقات لرأس 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 موقفاً معيناً يؤدي فيه ادخال تكنولوجيات جديدة الى زيادة كبيرة في الطلب على الاستثمار المحلي الجديد بشكل يفوق قدرة المواطنين الامريكان على تمويله من مخراتهم المتاحة في الاجل المتوسط؟

وماذا يحصل لو ان المدخرين الاجانب كانوا اكثراً استعداداً لتمويل هذه الفجوة بين الاستثمار المحلي الخاص والادخار الامريكي، على الرغم من التوسيع في هذه الفجوة بشكل اكبر من الحالة الطبيعية؟

للإجابة على هذه الأسئلة، 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 الإنفاق الاستثماري كشرط ضروري لتعزيز هذه الثورة، فعندها قد تتسع الفجوة بين الاستثمار والادخار الامريكي في الاجل الطويل .

وكما يتضح من الشكل الآتي ، فقد يتحول منحنى 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 توازن جديد اعلى من السابق . ومن ثم لن يتطلب الامر اجراء تعديل معين في قيمة الدولار باتجاه تخفيضه الى ($-q_A$)⁽²¹⁾.

S-I'



الشكل 2 : تدهور الحساب الجاري الامريكي وزيادة سعر الصرف

Source : Lowe, Jefrey, " 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) ، فإن الحساب الجاري الأساسي يكون بحالة توازن عند (0) . وعندما ترتفع القيمة الحقيقة للعملة إلى (q_A^-) ، يصبح موقف الحساب الجاري بحالة عجز (عند A) . وعندما ترتفع هذه القيمة إلى (q_B^-) ، تتفاقم حدة العجز إلى (B) . وتقدم دراسة حديثة لمصرف الاحتياطي الاتحادي (المصرف المركزي الامريكي) دليلاً اضافياً داعماً لهذا التفسير الخاص باختلال عجز الحساب الجاري الامريكي. فطبقاً لهذه الدراسة، فإن التدهور الكبير للحساب الجاري الامريكي في عقد التسعينات نشأ أساساً 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 يجارى الزيادة الكبيرة في الانفاق الاستثماري الامريكي. و كنتيجة لذلك، اتسعت الفجوة بين الاستثمار والمدخرات الامريكية في عقد التسعينات. وكان يجب ان تمول الفجوة المتوضعة الناتجة بين الاستثمار والمدخرات بتدفقات كبيرة لرأس المال الاجنبي الى داخل الولايات المتحدة. وطالما ان رصيد الحساب الجاري يسوى فائضاً او عجز حساب راس المال، فقد اتسع عجز الحساب الجاري الى مستويات كبيرة جداً بعد تدفق رأس المال الى الداخل (فائض في حساب راس المال). (22)

سبل معالجة عجز الحساب الجاري الامريكي

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

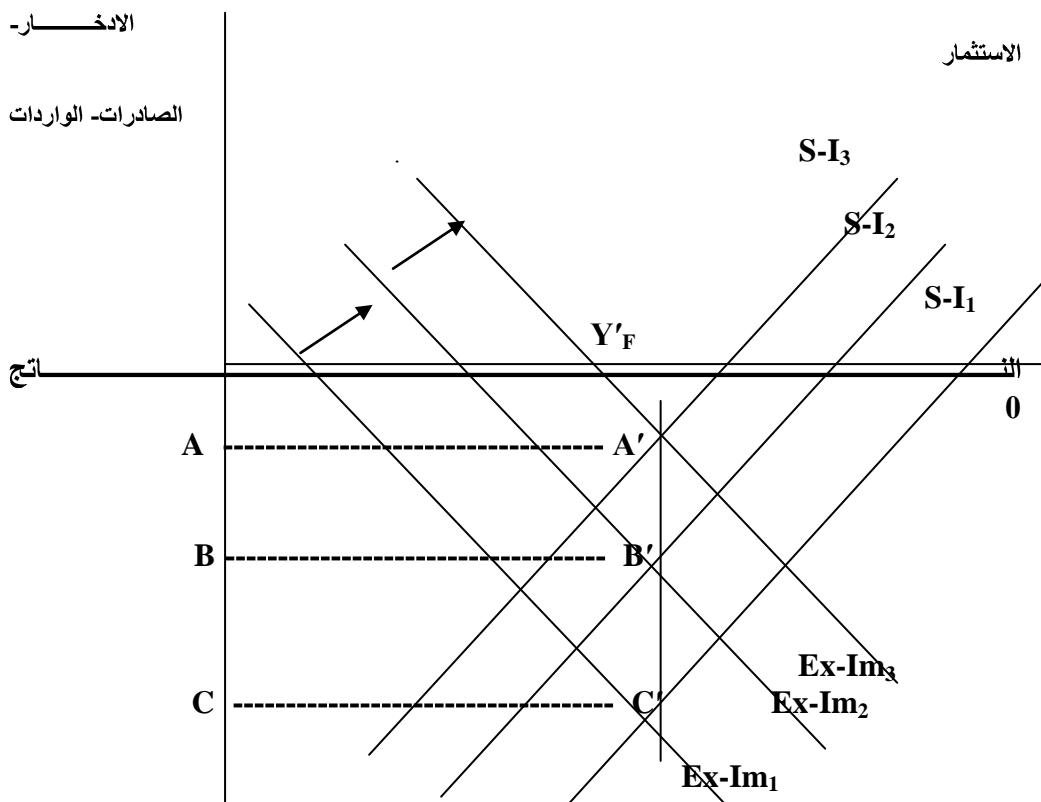
اولا : اتباع سياسات معينة تفضي الى تشجيع المدخرات المحلية و/او تشبيط الاستثمار المحلي، ربما عن طريق اتباع سياسة مالية تقيدية و/او سياسة نقية تقيدية .

ثانيا : لازالة العجز الكبير في الحساب الجاري الامريكي، 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 الامريكي يعمل عند مستوى الناتج السائد في حالة الاستخدام الكامل، فسيعمل انخفاض الدولار على توجيه مستوى الناتج الامريكي الى ما هو ابعد من مستوى المحتمل عند الاستخدام الكامل.

وطالما ان هذا المستوى هو مستوى تضخي، فان المصرف المركزي يجب ان يقوم بتقيد السياسة النقدية. وعندئذ، سيكون هذا المصرف مجبى على رفع معدلات الفائدة الامريكية بحدة. غير ان هذا الاجراء سيحث روؤس الاموال على التدفق الى داخل الولايات المتحدة، مما يدعم الدولار باتجاه رفعه، بحيث ينتفي اثر الانخفاض الاولى في الدولار.

ثالثا : لازالة العجز الكبير جدا من عجز الحساب الجاري الامريكي، يمكن الجمع بين استراتيجية التقيد والتخفيف الموضحتين اعلاه. فالاجراء التقيدي على صعيد السياسة المالية يحول منحنى الادخار - الاستثمار من (I-S₁) الى (I-S₂) ، بينما يمكن ان يحول انخفاض معتدل للدولار منحنى الصادرات- الواردات من (Ex-Im₁) ، كما يتضح من الشكل ادناء :



الشكل (3) : معالجة اختلال الحساب الجاري عن طريق اتباع سياسات مالية/نقدية تقييدية وكذلك
تحفيض 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 $Ex-Im_1$ الى $Ex-Im_2$ ضروريا لتفليس العجز من (0C) الى (0B)، بينما يعمل تخفيض اكبر في الدولار الى نقل المنحنى $Ex-Im_2$ الى $Ex-Im_3$ لتفليس العجز الى (0A). ويمكن ان تؤدي الفجوة بين الاذخار 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 ($S-I_1$) الى ($S-I_3$ ، ليقتصر العجز من (0C) الى (0A)). ان اتجاه المنحنى ($S-I$) الى اليسار دالة على تفليس الفجوة بين الاذخار والاستثمار لصالح الاول، لتدفق راس المال للداخل اثر اتباع سياسة تقيدية.

الاستنتاجات

تؤكد النظرية الاقتصادية بأن 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 الآتية:
- 1- ان وجود اختلالات خارجية حادة يمكن ان يؤثر بتدفق العرض والطلب على العملات، كل منها على انفراد. وبذلك الوسيلة يتم التأثير مباشرة بالمسار الذي يمكن ان يسلكه سعر الصرف.
 - 2- ان اختلالات الحساب الجاري الحادة يمكن ان تغير موقع تمركز الثروة المالية مابين دول العجز ودول الفائض، بحيث تهرب من الاولى وتلوذ بالأخيرة. وهذه التغيرات في موطن اقامة الثروة المالية يمكن ان تعمل على تغيير تفضيلات الموجودات الدولية، والتي تباع، يمكن ان تؤثر بالمسار الذي يتبعه سعر الصرف.
 - 3- هناك تصور شائع مفاده بن هناك حد معين لقدرة الدول على تحمل عجز ضخم ومستمر في حساباتها الجارية، لأن مثل هذا العجز يمكن ان يؤدي الى زيادة غير محدودة في ديون دول العجز لصالح المستثمرين الاجانب. وإذا اعتقد المستثمرون الاجانب بان الزيادة في الدين الخارجي غير خطيرة، فسيقتلون بان الانخفاض في قيمة عملة دولة العجز ضروريا لضمان تفليس عجز الحساب الجاري.

لقد سعى هذا البحث الى تسليط الضوء على التدهور الخطير لعجز الحساب الجاري الامريكي خلال السنوات الاخيرة، بحيث انه خلق وضعا اقتصاديا معينا يمكن ان تؤدي أي معالجة فيه للعجز الى خلق مخاطر شديدة على الاقتصاد والدولار الامريكي.

وعند الاخذ بنظر الاعتبار الاثار السلبية على التجارة الامريكية والناجمة عن حالة الالتمائش في المروّنات الداخلية للطلب على الصادرات والواردات الامريكية، مضافة اليها التدهور المطرد لرصيد عائد الاستثمار الصاف الامريكي، فإن عجز الحساب الجاري من المتوقع ان يرتفع في المستقبل. وطالما ان المستثمرين الاجانب لن يستمروا في تمويل هذا العجز الى ما لا نهاية، فيمكن ان يتحقق بالاقتصاد الامريكي والدولار تدهورا خطيرا اذا ما قرر المستثمرون الاجانب الخروج من الولايات المتحدة.

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

وطالما ان العائد من راس المال المستثمر في التكنولوجيات الجديدة كبير جدا ، فإن المستثمر الاجنبي هو اكثر استعدادا لتمويل هذه الفجوة بين الاذخار والاستثمار الامريكي، ولو انها فجوة اكبر

من المستوى الطبيعي. و كنتيجة لذلك ، تجاوز تدفق راس المال الاجنبي الى الولايات المتحدة التدفق المعتاد سابقاً لرأس المال.

و ظالماً ان عجز الحساب الجاري لدولة ما يساوي فائض حساب راس المال فيها، والذي يسوى ايضاً فجوة الاذخار - الاستثمار، فان ثورة تكنولوجيا في الولايات المتحدة رفعت، بشكل متزامن، كل من معدل النمو ومدى عجز الحساب الجاري، والذي يمكن ان تتحمله الولايات المتحدة بدون توليد مخاطر على الدولار.

وفي الواقع، جعلت ثورة تكنولوجيا المعلومات، التي تهيمن عليها الان الشركات الامريكية، المستوى التوازنى الحقيقى للدولار في الاجل الطويل مرتفعاً، بحيث بقى بمنأى عن التعرض للتاثير بأى تدهور حاد.

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

المصادر والهوامش

- 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 Faruqee, " 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 Faruqee, 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.