

تدفقات رأس المال الصافية إلى الدول: كم نقبل؟ وكم نرفض؟* هيلموت رايزن

ترجمة: أميمة عبد العزيز**

أحمد هاشم خاطر***

١-١٠ مقدمة

فى يناير ١٩٩٤ أجاب محافظان لبنكين مركزيين بشكل مختلف تماماً حول التساؤل بشأن القلق من العجز الضخم فى الحساب الجارى حيث قال محافظ البنك المركزى للهند فى محاضرة عامة (مجلة بنك التسويات الدولية ، العدد ١٤ - ١٩٩٤) : " إن السهولة التى يمكن بها تمويل عجز (الحساب الجارى) يجب ألا تصبح معياراً لتحمل الديون . وعند مراعاة عدة عناصر ، ينبغى على الهند أن تنحو نحو الطريق الذى يوصلها إلى مستوى عجز فى الحساب الجارى لايزيد عن ١٪ من الناتج القومى الإجمالى " .

وفى نفس الوقت قال محافظ بنك المكسيك لمجلة الايكونومست " إن عجز الحساب الجارى لم يكن مشكلة ، لأنه كان مرتبطاً بتدفق رأس المال الأجنبى داخل البلاد ، أكثر من كونه مرتبطاً بسياسة مالية أو نقدية توسعية . وبعد مرور عام أجبر المستثمرون الأجانب والمحليون المكسيك على تخفيض العجز فى الحساب الجارى من نحو ٨٪ من الناتج المحلى الإجمالى فى عام ١٩٩٤ إلى مايقرب من الصفر " .

* هذه الترجمة الفصل العاشر من كتاب:

Helmut Reisen. Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from Pacific Basin, U.K., Cambridge University Press, 1998, pp.289-321.

** أميمة عبد العزيز: وكيل أول وزارة التعاون الدولى سابقا.

*** أ. أحمد هاشم خاطر : مدير مركز التوثيق والنشر - معهد التخطيط القومى.

وحالياً تعاني بعض الدول مثل ماليزيا وبيرو وتايلاند عجزاً مرتفعاً، يمثل نفس القدر من العجز أو أكبر مما كانت تعاني منه المكسيك قبل ظهور أزمة العملة الأخيرة.

وتتشترك حالات عجز الحساب الجارى التى سيتم تحليلها فى هذا الفصل فى ثلاث خصائص هامة.

أولاً: أن المتسبب فيها هو " القطاع الخاص " بالمعنى (غير الراديكالى)، أى أنها لاتعكس عجز الموازنة الحكومية . ويتناول هذا الفصل تجارب أربع دول آسيوية، وأربع دول أخرى من أمريكا اللاتينية، لم يكن لديها عجز فى القطاع العام خلال التسعينات، ولكنها حصلت على واردات وأسماوية ضخمة-ومع توازن الموازنة العامة وحرية إنتقال رأس المال الخاص دولياً إلى هذه الدول ، فإن الحساب الجارى يتحدد بقرارات من القطاع الخاص بإستثمار المدخرات .

وثانياً: تتصف حالات عجز الحساب الجارى المذكورة " بإفراط فى التمويل " (باستثناء فترات أزمات العملات طبعاً) ، مما يتضمن وجود موازين مدفوعات إيجابية بصفة عامة ، ومستويات متزايدة من احتياطات النقد الأجنبى.

وثالثاً: تمول هذه الحالات جزئياً بتدفق رأس مال دورى إلى البلاد ، كما حدث بصفة عامة بالنسبة لجزء كبير من تدفقات الأسواق الصاعدة خلال التسعينات.(أنظر مثلاً:Leiderman and Reinhart ١٩٩٦).

ولكن هذه الطبيعة الدورية تجعل هذه التدفقات عرضه لأن تكون عكسية الاتجاه. وتواجه وفرة تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل العديد من سلطات آسيا وأمريكا اللاتينية بمشكلة التحويلات التى ينبغى أن تقرر ما إذا كانت ستقبل أم ترفض هذه التدفقات الرأسمالية، وما هو المقدار الذى عليها أن تقبله ، أو ترفضه .

ويحاول هذا الفصل تحليل هذا القرار من خلال التركيز على التكلفة والعائد لهذه التدفقات. ولكنه لايقدم توصيات بشأن كيفية رفض التدفقات الرأسمالية من خلال بعض السياسات مثل فرض القيود على الاقتصاد الكلى ، أو امتصاص السيولة ، أو التحكم فى رأس المال .وكذلك لايقدم نصائح بسياسات لتفادى الأزمات المالية . (أنظر مثلاً : Reisen ، Goldstein، ١٩٩٦) .

ويتكون هذا الفصل من التالي. أولاً : مراجعة عوائد تدفقات الادخار الأجنبي (وليس تحرك رأس المال الإجمالي في حد ذاته). وتشمل هذه العوائد زيادة النمو من خلال تراكم رأس المال وتهدئة الاستهلاك من خلال المشاركة في المخاطرة. ويلخص الجزء (١٠ - ٢) مضامين النماذج التقليدية الجديدة ونماذج النمو الجديدة ، بالإضافة إلى المدخل الزمني في دراسة الحساب الجارى بالنسبة لحجم هذه العوائد . وثانياً : يعرض الجزء (١٠-٣) مختلف مقاييس الاستمرارية طويلة الأجل لتدفقات رأس المال التي تضخم الديون . ونظراً لأن الأجانب لن يستمروا إلى الأبد في تمويل العجز الضخم في الحساب الجارى، لذا يجب أن تدرك السلطات الحجم المطلوب والمدى الزمني المناسب للتكيف اللاحق للعودة إلى توازن المدفوعات . وحيث إن العجز غير القابل للاستمرار في الأجل الطويل لا يمثل بالضرورة عجزاً مفروضاً في الأجل القصير ، فإن حجم عجز الحساب الجارى لا يؤدي إلى ظهور أحكام معيارية ، فالهم هو " مصدر " هذا العجز .

ويعرض الجزء (١٠ - ٤) حالة رفض بعض أو كل المدخرات الأجنبية عندما يتزامن ارتفاع قيمة العملة غير القابل للاستمرار ، مع الإفراط في تحمل المخاطر في النظام المصرفي ، ومع الانخفاض الحاد في الادخار الخاص . وهكذا تتمثل استجابة السياسات المناسبة في إقامة التوازن بين منافع تهدئة الاستهلاك وتمويل الاستثمار الحيوى من ناحية، والتكاليف الاقتصادية للإفراط في الاقتراض الخاص من ناحية أخرى . ويمكن القول إن الاستثمار الأجنبي المباشر يقل تأثيره عن التدفقات الرأسمالية الأخرى من حيث تشجيع الإفراط في الاستهلاك الخاص وخلق مشكلة حقيقية في رفع قيمة العملة .

١٠-٢ عوائد (صافي) تدفقات رأس المال :

يلخص هذا الجزء عوائد الاقتراض الأجنبي ، كما يتضح من مختلف أدبيات التنمية والاقتصاد الكلى في الاقتصادات المفتوحة . وطبقاً للكتابات التي صدرت حول التنمية الهيكلية "ذات الفجوتين" :

(Chenery and Bruno , 1996 , Mckinnon , 1964) ، يتحدد النمو بقدرة الدولة على

الادخار ، وكذلك بالادخار الأجنبي الذى يساعد على شراء المدخلات المستوردة الضرورية .

ومع ذلك ، فنظراً لافتراض أن عجز الحساب الجارى الذى نتناوله في هذا الفصل يتم تمويله

بإفراط من خلال تدفقات رأس المال الأجنبي، فإن وفرة النقد الأجنبي وليس ندرته تكون هي الأساس في هذا التحليل . ولذلك سنتجنب مناقشة الكتابات التي تتناول الفجوتين . إذ يمكن أن تنتقل مباشرة من المدخل الهيكلي إلى التفكير الاقتصادي العام الذى يتعلق بمنافع تدفقات رأس المال التى تدخل البلاد .

١٠-٢-١ الاعتبارات التقليدية الجديدة :

يلاحظ فى إطار التوازن العام التقليدى الجديد أن منافع تدفقات رأس المال نحو الدول الفقيرة (رأسمالياً) تنتج من الاختلاف فى الانتاجية الحدية لرأس المال بين الدول . فإذا كان العمل فى الدول المتقدمة مزوداً برأسمال أكثر وأفضل من العمل فى الدول النامية ، فإنه يمكن استخدام رأس المال بطريقة أكثر إنتاجية بنقله إلى الدول النامية .

ويوضح أسط النماذج التقليدية الجديدة وهو نموذج البلدين Kemp - Mac Dougall (Mac Dougall , 1960) النقاط الأساسية المتعلقة بمنافع تدفقات رأس المال بالإضافة إلى حجمها الأمثل . ويفترض النموذج أن الادخار يمثل نسبة ثابتة من دخل الفرد فى كل دولة . ويكون الناتج الحدى لرأس المال أعلى فى الدولة الفقيرة منه فى الدولة الغنية فى حالة الاكتفاء الذاتى، ولكنه يتناقص فى كل دولة مع ارتفاع معدل رأس المال - العمل .

ومع الحرية الكاملة لانتقال رأس المال، تستفيد الدولة الفقيرة من تدفقات رأس المال، حتى يتساوى ناتجها الحدى من رأس المال مع نظيره فى الدولة الغنية، ومن ثم يتساوى كل منهما مع سعر الفائدة العالمى.

ويرتفع حجم صافى تدفقات رأس المال الأمثل مع الفرق بين الناتج الحدى لرأس المال فى الدولة الفقيرة فى حالة الاكتفاء الذاتى وسعر الفائدة العالمى . وينخفض كلما زادت سرعة انخفاض انتاجيتها الحدية لرأس المال مع ارتفاع معدل رأس المال - العمل .

ويرتفع دخل الفرد فى الدولة الفقيرة بمقدار يساوى الناتج الحدى لرأس المال ، مضروباً فى مقدار تدفق رأس المال ، مطروحاً منه مدفوعات الدخل على رصيد رأس المال الواقع فى الداخل . (وبالطبع تستفيد الدولة الغنية أيضاً من تصدير رأسماليها ، وذلك لأن خسارة الناتج بسبب نقل رأس المال تعويضها وتزيد عنها مدفوعات الفائدة والأرباح الناتجة عن الاستثمار فى الدولة الفقيرة) .

وفى التوازن الجديد طويل الأجل ينمو الناتج بنفس المعدل السائد فى الاقتصاد المغلق .
 ويفترض هذا النموذج ايضا أن تدفق رأس المال يستثمر ولاستهلك ، وأن معدل رأس المال -
 العمل يرتفع بهذا التدفق حتى الوصول إلى رأس المال المضطرد .

ولاستهلك هذا التدفق الداخلى للبلاد طالما أن سعر الفائدة العالمى يزيد عن معدل التفضيل
 الزمنى للدولة . ويتضمن النموذج سيناريو لدورة الديون يتم بمقتضاه تحول عجز الحساب التجارى
 والحساب الجارى، الذى نتج أولا بسبب استيراد رأس المال ، إلى فائض تجارى ثم إلى فائض فى
 الحساب الجارى بعد توسع الناتج وتوقف مدفوعات الاقتراض الأجنبى . ولاداعى للقلق من رصيد
 الديون وحجم التحويل المالى والحقيقى خلال دورة الدين لأنها تتكيف تلقائيا . ويفترض أن
 المستثمرين الأجانب يأتون بسلع رأسمالية ويأخذون جزءا من الانتاج الاضافى من خلال مدفوعات
 الأرباح ، وبالتالي يحلون مشكلة التحويل. وهكذا يبدو أن هذا النموذج التقليدى الجديد المتعارف
 عليه أكثر ملاءمة لوصف الاستثمار الاجنبى المباشر بالمقارنة بالأنواع الاخرى من تدفقات رأس المال.
 ولكن مجرد تراكم رأس المال لا يضمن أن الدولة تستفيد من تدفقات رأس المال: أولا، يلاحظ
 فى حالة وجود سياسات خاطئة أن التدفقات يمكن أن " تؤدى إلى الفقر " .

ثانيا، يتضمن عرض رأس المال المتصاعد تزايد التدفقات الرأسمالية عند الحدية. وهكذا
 تفسر هذه الظروف كيف أن الحكومات تستطيع تبرير رفض جزء من تدفقات رأس المال ، حتى على
 الأسس التقليدية المعيارية الجديدة .

وقد ظهرت نماذج التدفقات الرأسمالية " المؤدية للفقر " لدى Bhagwati (١٩٧٣)،
 Johnson (١٩٦٧)، Brecher and Diaz Aleijandro (١٩٧٧) .

وتؤدى تدفقات رأس المال الناتجة عن التعريفات إلى انحسار فى معدلات الرفاهية بسبب
 أنماط الاستهلاك والانتاج المشوهة من خلال تشجيع تراكم رأس المال فى القطاعات المحمية ويجذب
 رأس المال الأجنبى إلى هذه القطاعات ، إذا تلقى رأس المال الأجنبى القيمة الكاملة (بدون ضرائب)
 لنتائجه الحدى .

وكما يقول Calvo (١٩٩٦) فإن الإصلاح الهيكلى العنيف فى معظم الدول المستوردة لرأس

المال جعل حجة " التدفق المزدى للفقير " أقل ملاءمة الآن. ولكن هذه الإصلاحات لا تضمن أن الدول انتقلت إلى وضع " باريتو" الأمثل. بينما استمرار تشوهات أخرى - ناتجة على سبيل المثال من ارتفاع معدلات الضرائب الحدية بالإضافة إلى استقطاع مدفوعات الفائدة بالكامل - قد يؤدي إلى تشجيع رواج الائتمان الخاص، وقد تظهر اختلالات إضافية عن طريق صانعي السياسات من القيود التي تطبق أثناء أزمات خروج تدفقات رأس المال .

وهناك أيضاً حالة " التعريف المثلثي " لفرض الضرائب على دخول تدفقات رأس المال. حيث يقترح (1985) Harberger فرض ضريبة مثلى على الاقتراض الأجنبي إذا كانت الدولة المستقبلية تواجه عرضاً متزايداً من الائتمان ، وذلك لمساواة التكلفة المتوسطة شاملة الضرائب مع التكلفة الحدية المرتفعة . وهناك حجة أخرى يمكن تقديمها للدول المدينة المستوردة لرأس المال ، إذا نجحت مثل هذه الضريبة في تحسين شروط تجارة رأس المال المشتركة بتخفيض سعر الفائدة العالمى .

وحتى فى حالة عدم وجود أية اختلالات أو تكلفة للوفورات الخارجية ، فإنه يمكن تقديم المزيد من الأدلة على أن تدفقات رأس المال إلى البلاد قد تكون محدودة فى الاطار التقليدى المعيارى الجديد وذلك من خلال محاسبة النمو (1993) Krugman. وبإضافة تراكم رأس المال البشرى إلى نموذج نمو Solow المعيارى ، يمكن كتابة معادلة نمو الناتج على النحو التالى :

$$y = \alpha \kappa + \beta H + (1 - \alpha - \beta) L - \theta \quad (1)$$

حيث تشير النقاط إلى معدلات نمو الناتج y ورأس المال العينى k ورأس المال البشرى H ، والعمل L وتشير α ، β إلى نصيبى رأس المال العينى والبشرى من الدخل القومى، و θ تمثل معدل نمو المتبقى التكنولوجى وذلك لدى Solow.

وقد وجد Mankiw , Romer and Weil (1992) أن المتغيرات الثلاثة K , H , L فى نموذج Solow الموسع تفسر حوالى ٨٠٪ من التباين بين الدول فى دخل الفرد لعينة Heston Summers البالغة (٩٨) دولة غير نفطية.

وتتضمن تقديراتهم ان نصيب رأس المال العينى α يبلغ نحو ٣١ ، وان نصيب رأس المال البشرى β يبلغ نحو ٢٨ ، . ومع افتراض ان متوسط معدل رأس المال / الناتج يبلغ ٢ ، ٥ ، وان

متوسط عجز الحساب الجارى يبلغ ٤٪ من الناتج المحلى الاجمالي (وهذا وصف نمطى لكبار مستوردي رأس المال) ، فإن نموذج Solow يتنبأ بحدوث زيادة فى معدل نمو رأس المال تبلغ نحو ١.٦٪ . ولكن الزيادة الناتجة فى نمو الناتج فى الأجل القصير ستكون ٠.٥٠٪ فقط .

١٠-٢-٢ النمو الداخلى :

تتسم نماذج النمو الداخلى - على عكس النماذج التقليدية الجديدة التى تتضمن تناقص العائد على رأس المال - بافتراض عدم تناقص العوائد على مجموعة عناصر الانتاج القابلة لاعادة الانتاج .

وتشير المعادلة (١) إلى النمو الداخلى إذا كان $\alpha + \beta = 1$ حيث إن :

$$Y = \alpha k + \beta H \quad (٢)$$

وتقول المعادلة (٢) إنه يمكن تفسير النمو طويل الأجل كله بالنمو فى رأس المال ، وذلك بدون الحاجة إلى المتبقى التكنولوجى الخارجى لدى Solow.

ويتضمن هذا وجود وفورات خارجية لتراكم رأس المال : أى أن مرونة الناتج بالنسبة لرأس المال تزيد كثيراً عن نصيبه من الناتج المحلى الاجمالي بأسعار السوق. وتؤدى مثل هذه الوفورات الخارجية إلى افتراض أن عوائد تدفقات رأس المال الداخلة يجب أن تكون أعلى كثيراً من تلك التى يتضمنها الاتجاه التقليدى المعيارى الجديد^(١) .

وفى نموذج النمو التقليدى الجديد، يجب على الدول المستفيدة من دخول تدفقات ضخمة مبدئياً أن يتكون لديها زيادات كبيرة فى تراكم رأس المال، حيث ترتفع معدلات النمو بسبب ذلك ، ثم تعود تدريجياً إلى المعدل المستقر . ومع ذلك فإن تغيير معدل النمو فى الدولة المتلقية لرأس المال بصورة دائمة ، يتطلب أن يؤدى التدفق داخل البلاد إلى زيادة مستوى الناتج والمعدات الرأسمالية فى الاقتصاد ، وكذلك ينبغى أن يؤثر على دالة انتاج هذا الاقتصاد .

وعلى عكس إطار نمو Solow (حيث يتحدد التغيير التكنولوجى خارجياً) ، تركز كتابات النمو الحديثة على اعتماد معدلات النمو على الوضع التكنولوجى بالنسبة إلى بقية العالم .

وبالرغم من التنبؤات المتفائلة لنموذج النمو الداخلى بالنسبة لعوائد التدفقات ، اكتشف

Cohen (١٩٩٣) فى عينة من ٣٤ دولة نامية مدينة استفادت من تجدد الوصول إلى أسواق المال العالمية فى السبعينات، أن تراكم رأس المال كان أقل مما تحقق لدى الدول النامية الأخرى . ولا يمكن تفسير هذه الملاحظة بعناصر داخلية مثل الرصيد المبدئى والنتائج المبدئى لمستوى رأس المال. إذ أن تراكم رأس المال لم يتزايد لأن كثيراً من تدفق رأس المال تسرب للاستهلاك .

وبالنسبة لتدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر، وهى عكس التدفقات المسببة للديون ، فإن التقييم المتفائل للنمو الداخلى قد أثبتته Borensztein , De Gregorio and Lee (١٩٩٥). حيث وجدوا فى إطار انحدار شمل (٦٩) دولة نامية خلال الفترة (١٩٧٠ - ١٩٨٩) ، أنه لكل نقطة مئوية من الزيادة فى معدل الاستثمار الأجنبى المباشر إلى الناتج المحلى الاجمالى ، يزيد معدل نمو الاقتصاد المضيف بنحو ٨.٠ نقطة مئوية . حيث يسهم الاستثمار الاجنبى المباشر فى النمو طويل الأجل من خلال عاملين : أولاً ، يضيف هذا الاستثمار إلى تراكم رأس المال ، لأنه يشجع الاستثمار المحلى ، ولايزاحم الاستثمار المحلى بالتنافس فى أسواق المنتجات المحلية أو الأسواق المالية . ويمكن تفسير تكامل الاستثمار الاجنبى والاستثمار المحلى بتكاملهما فى الانتاج وبالانتشار الايجابى للتكنولوجيا . وثانياً، يشجع الاستثمار الأجنبى المباشر النمو من خلال الانتقال الفعلى للتكنولوجيا والكفاءة ، وذلك بشرط أن يكون لدى الدولة المضيفة الحد الأدنى من رصيد رأس المال البشرى الذى يستطيع استغلال هذه المكاسب .

١٠- ٢- ٣ المدخل الزمنى فى تحليل الحساب الجارى :

رأينا فى النماذج التى استعرضناها حتى الآن أن عوائد تدفقات رأس المال تنتج عن صافى تدفقات رأس المال الداخلة للبلد والتى تستثمر كلها وترفع مستوى معدل نمو الناتج المحلى الاجمالى. ومع ذلك ، لا تتحقق عوائد هذه التدفقات من مجرد توجيه المدخرات العالمية إلى أفضل فرص الاستثمار انتاجية فقط ، ولكنها تتحقق أيضاً من السماح للأفراد بتهدئة حدة الاستهلاك بمختلف الأوجه بالاقتراض أو بتنوع الحوافز المالية فى الخارج . ومن المحتمل أن تستفيد الدول النامية كثيراً من التجميع الدولى للمخاطر الخاصة بالدول المختلفة والذى يمكن أن يؤدي إلى خفض وقتى لمستويات الاستهلاك (٢) .

أولاً ، تعتبر الدول النامية أكثر تعرضاً للصدمات بدرجة أكبر من الدول الغنية . وثانياً، نظراً لانخفاض مستوى دخل الفرد، يؤدي أى تكيف نزولى إلى الإضرار بعدد كبير من الأفراد بالمقارنة بالدول ذات مستويات الاستهلاك الأعلى .

ومن حيث المبدأ، يستطيع المدخل الزمني في تحليل الحساب الجارى المساعدة فى الاجابة عن السؤال الخاص بمقدار تدفق رأس المال الذى يمكن قبوله من خلال ادارة عجز الحساب الجارى . حيث يتيح انتقال رأس المال الدولى الفرصة للموازنة بين المستويات الحالية والمستقبلية للاستيعاب . فإذا انخفض الادخار عن الاستثمار المرغوب ، يجب على الأجانب تمويل عجز الحساب الجارى الناتج عن ذلك ، مما يؤدي إلى ارتفاع فى صافى الخصوم الخارجية للدولة . ومن وجهة نظر المدخل الزمني أن الحساب الجارى يمثل نتاجاً لقرارات الادخار والاستثمار المستقبلية الفعالة (Obs + Feld and Rogoff ، ١٩٩٤) ، والتي تحركها توقعات نمو الانتاجية مستقبلاً ، وكذلك أسعار الفائدة ، وغير ذلك من العوامل . وفى مقدور هذا المدخل مبدئياً أن يقدم أساساً لتعريف عجز الحساب الجارى " المفرط " فى سياق النماذج التى تعطى تنبؤات بشأن مسار توازن الاختلالات الخارجية Milesi Ferretti and Razin - ١٩٩٦) .

ويعرض جدول ١٠-١ تنبؤات المدخل الزمني المتعلقة بكيفية استجابة " توازن " الحساب الجارى (فى الفترة الأولى) لحدوث انخفاض فى سعر الفائدة العالمى وارتفاع الانتاجية نتيجة الإصلاح - وهذان الحافزان ظهرا بقوة فى مناقشة محددات تدفقات رأس المال المعاصرة إلى الأسواق الواعدة .

جدول رقم (١٠-١)

أثار الحساب الجارى التى يتوقعها الاتجاه الزمني

المستمر			المؤقت			الرصيد
الحساب الجارى	الاستثمار	الادخار	الحساب الجارى	الاستثمار	الادخار	
NA	NA	NA	+	0	+	انخفاض سعر الفائدة العالمى عن متوسط السعر الدائم:
			-	0	-	- الدول المدينة
						- الدول الدائنة
						الارتفاع فى الانتاجية
-	+	-	+	0	+	- حسب الدولة
5	+	+	+	0	+	- الارتفاع العالمى

Source : See Glick and Rogoff (1995), and Razin (1995)

وتتضمن نتائج الجدول مايلي :

أ- يجب على الدول المستوردة لرأس المال (كالمدينين والأجانب ذوى المديونيات الصافية) أن ترفع مستوى ادخارها استجابة لتدفقات الحوافظ الدورية التى تحركها أسعار الفائدة . وينبغى أن ينخفض عجز الحساب الجارى (أو يتحول إلى فائض) عندما يقوم الأفراد بتخفيض استهلاكهم فى مواجهة مدفوعات الفائدة المنخفضة مؤقتاً . وبالنسبة للدول ذات المديونية الصافية ، وينبغى أن تودى أسعار الفائدة المنخفضة مؤقتاً إلى آثار عكسية فى الحساب الجارى . فإذا قامت دولة مدينة بتوسيع عجز حسابها الجارى استجابة لتخفيضات سعر الفائدة المؤقت، فإن الاستجابة قد تودى إلى اضطراب وليس تهدئة مسار الاستهلاك الزمنى .

ب- وكذلك فإن هذا المدخل لا يتنبأ بالضرورة بزيادة عجز الحساب الجارى عندما تنجذب رؤوس الأموال بموجات معينة من زيادة الانتاجية فى دولة ما . حيث تعتمد استجابة التوازن للحساب الجارى أساساً على توقع ما إذا كانت هذه الموجات من زيادة الانتاجية مؤقتة أم دائمة .

وفى كلا الحالتين يودى ارتفاع الانتاجية إلى زيادة الناتج فى الحال، ولكن الزيادة المستمرة فى الانتاجية فقط هى التى تحقق الزيادة الدائمة فى الدخل . ويرجع ذلك إلى أن زيادة الانتاجية المستمرة هى فقط التى تشجع الاستثمار وارتفاع حصة رأس المال مستقبلاً . ويؤدى الارتفاع فى الدخل الدائم إلى ارتفاع الاستهلاك أكثر من الناتج ، مما يودى إلى زيادة عجز الحساب الجارى نتيجة انخفاض الادخار وارتفاع الاستثمار. وعلى العكس ، فإن الزيادة المؤقتة فى الانتاجية يجب أن تودى إلى أثر عكسى فى الحساب الجارى (عجز أقل) ، وذلك لعدم وجود تأثير على الاستثمار، ولأن الاطراف المختلفة ستدخر جزءاً من أية زيادة مؤقتة فى الدخل (فى نموذج الدخل الدائم للاستهلاك) .

ج - يجب ألا تفسر زيادة الانتاجية بالضرورة على انها خاصة بدولة معينة فى الأصل ، بل يمكن أن تكون جزءاً من هزة عالمية أشمل . ونظراً لأن كل الدول لاتستطيع استيراد حساباتها الجارية استجابة لهزة مستمرة ترفع الانتاجية فى كل الدول ، فإن أسعار الفائدة العالمية سترتفع حتى تتوازن المدخرات والاستثمارات العالمية . وينبغى أن يودى هذا إلى تخفيض الاستهلاك فى الدول ذات المديونيات الصافية بقدر يكفى لمعادلة آثار الاستهلاك الناتجة عن الدخل الأكثر ارتفاعاً

والمستمر الناتج عن الزيادة الأكبر في الاستثمار . وعلى العكس، فإن هزات الانتاجية العالمية المؤقتة تؤدي إلى فائض في الادخار العالمي، وبالتالي تمارس ضغطاً نزولياً على أسعار الفائدة .

ويؤدي الانخفاض المؤقت في أسعار الفائدة العالمية إلى انخفاض في عجز الحساب الجارى للدول ذات المديونية الصافية ، كما أوضح التحليل السابق .

ومن الجدير بالذكر أن المدخل الزمنى من بين محددات تدفق رأس المال المذكورة هنا - لا يتنبأ باتساع عجز الحساب الجارى (للدول ذات المديونيات الصافية) إلا إذا كانت الدولة تتمتع بارتفاع مستمر في الانتاجية خاص بها وحدها^(٣) .

١٠-٢-٤ أدلة تشير للمنافع :

ماهو مقدار المنافع الاقتصادية التي حققتها دول هذه العينة من تدفقات رأس المال الاجنبى إليها ؟ وهل كان عجز الحساب الجارى مفرطاً فى ضوء هذه المنافع أو التكاليف ؟ (أنظر المناقشة التالية) دعونا الآن نستخدم بعض البيانات لمواجهة النظريات التي أشرنا إليها حتى الآن . ولنتذكر أن المدخل التقليدى المعيارى الجديد يفترض أن الادخار الاجنبى يستثمر بالكامل وأن الاستثمار يرفع معدل رأس المال - العمل فى الدولة . وتستورد الدولة المدخرات الاجنبية لسد الفجوة بين كفاءة وتكلفة اقتراض الأموال المستثمرة .

ويوضح جدول ١٠ - ٢ أن كل دول العينة يجب أن تكون قد استفادت من الادخار الاجنبى، وذلك فى ظل التباين القوى بين مقاييس الكفاءة والتكاليف . حيث كان هذا التباين قوياً بصفة خاصة فى كل من تايلاند وماليزيا وشيلى ، وكان أضعف فى كل من المكسيك، وبيرو، والفلبين ، وجاءت الأرجنتين وإندونيسيا فى مرحلة وسط. ومن الطريف أن العمل كان مدعماً بالمزيد من رأس المال فى تلك الدول التي كان رأس المال فيها أكثر كفاءة (أى الأرجنتين وشيلى وإندونيسيا وماليزيا وتايلاند) . وعلى العكس، انخفض معدل رأس المال- العمل بشدة فى المكسيك خلال فترة التدفق، مما حال دون الحصول على أى منافع تتأتى من الاعترافات التقليدية المعيارية الجديدة.

فما الذى حدث للنمو وتقارب الدخل منذ بدأت تدفقات رأس المال لهذه الدول؟ يوضح جدول ١٠-٣ مستويات نصيب الفرد من الدخل القومى الاجمالى المعدلة بمكافىء القوة الشرائية ، بالإضافة إلى تقديرات معدلات النمو المحتملة .

جدول رقم (١٠-٢)

الكفاءة ، ومتوسط تكلفة الاقتراض ومعدلات رأس المال - الناتج

(٪)

الدولة	الكفاءة (أ) متوسط ٨٧- ١٩٩٤	تكلفة الفائدة الحقيقية (ب) متوسط ٨٨- ١٩٩٤	السنة الاولى لتدفق رأس المال الى البلاد	معدل رأس المال- العمل، نسبة التغير حتى عام ١٩٩٣
الارجنتين	١٨,٩	٣,٥	١٩٩١	٨,٠+
شيلي	٢٤,٤	٣,٨	١٩٩٠	٢١,٢+
المكسيك	١٣,٢	٤,٣	١٩٨٩	٢٣,١-
بيرو	غير متاح	٣,٢	١٩٩٢	١,٠-
اندونيسيا	٢٠,٤	٣,٠	١٩٩٠	١٨,١+
ماليزيا	٢٢,٧	٢,٩	١٩٨٩	٢٤,٠+
الفلبين	١٣,٥	٣,٠	١٩٩٢	١,٢+
تايلاند	٢٧,٨	٣,٣	١٩٨٨	٤٠,٦+

أ-تعرف الكفاءة بأنها مقلوب نسبة معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي.

ب-تعرف بأنها التكلفة المتوسطة للالتزامات الجديدة مقدرة بالدولار الامريكى مطروحات منها معدل التضخم محسوبا بالرقم القياسى لاسعار المستهلكين بالدولار.

Source: J.P. Morgan, Emerging Markets Economic Outlook, Sept. 1995., World Bank. World Debt Tables, 1996, Vol.2, and World Bank data Files.

ونظراً لأنه يمكن إعتبار تحقق الناتج المحلي الإجمالى من تحول عوامل الانتاج إلى ناتج ، فإن الاسلوب المناسب نظرياً لتقدير الناتج المحلي الإجمالى المحتمل يتمثل فى الجمع بين تقدير انتاج الكميات المتاحة من مدخلات العوامل باستخدام دالة انتاج محددة رقمياً . ومع ذلك ، نجد أنه حتى أخطاء التقدير البسيطة للمعلومات الفردية لدالة الانتاج (مثل مرونة الناتج أو معدل التقدم التقنى ، أو درجة القدرة الزائدة) يمكن أن تؤدي إلى تقديرات غير مقبولة نوعاً للناتج المحتمل . ولذلك سنستخدم مدخلاً أبسط هو أسلوب من "الذروة - للذروة" والذي يستخدم بيانات الناتج المحلي الاجمالي الحقيقية فقط .

ويطبق هذا الأسلوب لكل دولة بتحديد ذروة الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي لديها عبر الدورات الاقتصادية ، وتوصيل نقاط هذه البيانات تقديراً . ويطبق هذا الاجراء على فترتي مشاهدة مختلفتين ، للفترة ٦٠ - ١٩٩٥ (وماليزيا فى الفترة ٧٠ - ١٩٩٥) ، وللفترة التى تبدأ من سنة الاصلاح (الانفتاح) حسب تصنيف Sachs & Warner (١٩٩٥) حتى سنة ١٩٩٥ . وبالنسبة للارجنتين وبيرو ، فإن سنة الانفتاح هى ١٩٩١ ، وللفلبين سنة ١٩٨٨ ، وللمكسيك سنة ١٩٨٦ ، ولشيلي سنة ١٩٧٦ . وتتفق فترات المشاهدة بالنسبة للدول الاخرى . وتستخدم بيانات الناتج المحلي الاجمالي السنوية ، فيما عدا بيرو والفلبين حيث توجد بيانات ربع سنوية سليمة ، بالاضافة إلى قصر فترة الاصلاح نسبياً . ويمكن اعتبار سلسلة ذروات الناتج المحلي الاجمالي المقدرة بمثابة تقريب لأعلى مستويات ناتج يمكن تحقيقها عند كل نقطة فى الوقت المطلوب .

وفى خطوة تالية يحسب متوسط معدل الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي إلى أقصى ناتج محلي اجمالى يمكن تحقيقه فى كل دورة ، مما يعطى مقياساً لدرجة الركود (العادية) فى كل اقتصاد . ثم يستخدم هذا المعدل للوصول لسلسلة أعلى ناتج محلي اجمالى يمكن تحقيقه لاشتقاق تقديرات الناتج المحلي الاجمالي المحتمل . وبعد ذلك نحصل على المعدلات السنوية لنمو الناتج المحلي الاجمالي المحتمل من خلال انحدار السلسلة المحتملة للناتج المحلي الاجمالي خلال فترة معينة ربما باستثناء المكسيك والفلبين ، حيث إن النمو المحتمل للفترة منذ الانفتاح يقل عن نظيره للفترة كلها . وتستخدم النتائج الواردة فى جدول ١٠ - ٣ معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي المحتمل الخاصة بالفترة منذ بدء الاصلاح .

ويلاحظ من جدول ١٠-٣ أنه باستثناء المكسيك والفلبين - تقارب دخل الفرد المعدل بمكافئ القوة الشرائية فى كل الدول المتلقية . ويلاحظ أيضاً أنه - باستثناء لافى للنظر - أن المكسيك وبيرو ، تزيد فيهما معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي " الحقيقية " منذ بدأت التدفقات عن تقديرات معدلات النمو " المحتملة " منذ بداية "انفتاح " دول العينة . ومع ذلك ، فما زال الوقت مبكراً جداً للتوصل إلى أى حكم سليم بشأن ما إذا كانت تدفقات رأس المال الجديدة قد رفعت كفاءة ومعدلات النمو بصورة مستمرة .

والآن إلى أى مدى يقدم المدخل الزمنى تفسيراً مقبولاً لموازن الحسابات الجارية الفعلية فى دول العينة الثمانى؟

جدول رقم (١٠-٣)

نمو وتقارب الدخل

الدولة	تقديرات مكافئ القوة الشرائية لنصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي (الولايات المتحدة = ١٠٠)		معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي منذ السنة الاولى للتدفق	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي المحتمل من اصلاح الانفتاح (أ)
	١٩٩٤	١٩٩٠		
الارجنتين	٢١,٩	٣٣,٧	٥,٤	٤,٣
شيلي	٢٩,٠	٣٣,٤	٦,٤	٤,٢
المكسيك	٢٨,٠	٢٧,٢	١,٧	١,٨
بيرو	١٢,٧	١٣,٩	٥,٩	٧,٨
إندونيسيا	١١,٠	١٣,٩	٧,١	٦,١
ماليزيا	٢٧,٦	٣٢,٦	٨,٩	٦,٥
الفليين	١٠,٩	١٠,٦	٣,٨	٢,٦
تايلاند	٢١,٦	٢٦,٩	٩,٧	٧,٢

أ- محسوبة بأسلوب من الذروة إلى الذروة، انظر النص:

Source: World Bank , World Development Report, 1992 and 1996, and J.P Morgan. World Financial Markets, Various issues.

ويتناول جدول ١٠-٤ المسألة بمزيد من التفصيل من خلال دراسة التغيرات فى موازين الادخار والاستثمار التى تتلو تدفقات رأس المال الداخلة لكل دولة . وكما يوضح جدول ١٠-٤ نجد أن التغير الملحوظ فى موازين الادخار - الاستثمار لدول العينة لا يتناسب غالباً مع التوقعات النظرية كالتالى :

أ- ارتفع الاستثمار الخاص بقوة فى الأرجنتين وبيرو ، ولا يبرر الارتفاع الملحوظ فى معدلات الاستهلاك سوى الارتفاع الدائم فى الانتاجية ، الذى يجب أن يرفع معدلات الاستثمار أيضاً ، أو الانخفاض المؤقت فى الناتج الحقيقى عن المحتمل . ولكن لم يكن هناك ارتفاع فى معدلات الاستثمار الملحوظة ، بينما ارتفع الناتج الفعلى بشدة.

ب- تعتبر حالة المكسيك مختلفة قليلاً ، وذلك لأن نمو الناتج ظل منخفضاً للغاية خلال فترة تدفق رأس المال داخل البلاد . وكان هناك بعض الارتفاع المعتدل فى معدلات الاستثمار،

جدول رقم (١٠-٤)
التغيرات في موازين الادخار والاستثمار

الدولة	التغير (أ)					
	الحساب الجارى	الاستثمار	الادخار	الاستهلاك الخاص	السنة الاولى لتدفق رأس المال	سنة ذروة عجز الحساب الجارى
الارجنتين	٢,١-	٠,٤+	١,٧-	٤,٢+	١٩٩١	١٩٩٤
شيلي	١,٣+	٤,٣+	٥,٦+	٠,٢-	١٩٩٠	١٩٩٣
المكسيك	٥,٣-	١,٨+	٣,٥-	٥,٨+	١٩٨٩	١٩٩٤
بيرو	٢,٥-	٠,٨-	٣,٤-	٣,٩+	١٩٩٢	١٩٩٥
اندونيسيا	١,١+	٤,٦+	٥,٧+	٤,٣-	١٩٩٠	١٩٩٥
ماليزيا	٨,٢-	٨,٨+	٠,٦+	٢,٤+	١٩٨٩	١٩٩٥
الفلبين	٢,٤-	٣,٥+	١,١+	٣,٦+	١٩٩٢	١٩٩٤
تايلاند	٥,٤-	١١,٨+	٦,٤+	٥,٦-	١٩٨٨	١٩٩٥

أ- تحسب التغيرات على انها مستوى المتوسط السنوى منذ السنة الاولى للتدفقات حتى سنة ١٩٩٤ مطروحا منه مستوى المتوسط السنوى منذ عام ١٩٨٦ حتى السنة الاولى لتدفقات رأس المال . كل الموازين محسوبة كنسبة من الناتج المحلى الاجمالى وبناء على بيانات الحسابات القومية اشتقت معدلات الادخار على انها المتبقى :

ب- بيانات عام ١٩٩٥ عبارة عن تقديرات ، وبيانات عام ١٩٩٦ عبارة عن تنبؤات

Source : IMF. International Financial Statistics for all Countries except Mexico: IMF, World Economic PPOutlook. May 1995, For Mexico data, J.P. Morgan. World Financial Markets, Second quarter 1996 for Peak current account deficit data.

ولكن معظم التحول فى ميزان الحساب الجارى كان بسبب رواج الاستهلاك الخاص . وكان يمكن تبرير هذا الرواج جزئياً بارتفاع أكبر فى الادخار العام، أو انخفاض مستويات الدخل الجارى عن الممكن تحقيقه ، أو توقعات بارتفاع أكبر فى الدخل الدائم (كما يتضح من زيادة الاستثمار) ، ولكن حجم التحول فى الاستهلاك الخاص يعتبر مفرطاً بصورة واضحة .

ج - كان هناك أيضاً ارتفاع فى الاستهلاك الخاص ، كجزء من الناتج المحلى الاجمالى ،

فى ماليزيا والفلبين . وفى كلا الدولتين كان هذا الارتفاع يعادله زيادة فى الادخار العام ويثبت ذلك ارتفاع أكبر فى معدلات الاستثمار (التى توضح توقعات المزيد من ارتفاع مستويات الدخل الدائم) .

ذ- استجابات شيلى واندونيسيا وتايلاند لتدفقات رأس المال الداخلى للبلاد بانخفاض الاستهلاك الخاص ، بالرغم من أن نمو الناتج ارتفع مبدئياً (فوق المتوقع) ، وارتفعت المدخرات العامة (غير متضمنة أى تعويض ريكاردى) ، ومن المؤكد أن الارتفاع الكبير فى معدلات الاستثمار والانتاجية كان يبرر توقعات ارتفاع الدخل الدائم .

ويلاحظ أخيراً أن اندونيسيا وشيلى خفضتا عجزهما الخارجى نتيجة للزيادات الكبيرة فى المدخرات . ومع ذلك، تختلف اندونيسيا عن شيلى وتايلاند فى أحد الجوانب ، وهو أن الانتاجية انخفضت خلال فترة تدفق رأس المال داخل البلاد ، مما يشير إلى توقع انخفاض فى المستقبل فى معدل استثمار الدولة وتدهور فى عجز حسابها الجارى .

وتقدم هذه الأدلة درسين ، أحدهما للمنظرين والآخر للتطبيقيين . ففيما يتعلق بالنظرية نجد أن المدخل الزمنى يفشل فى التنبؤ باستجابات الاقتصاد الكلى لمعظم الدول المتلقية لرأس المال . وفى حالة شيلى ، فإن وجود ضوابط رأسمالية فعالة قد تقدم تفسيراً ما لفشل المدخل الزمنى (الذى يفترض حرية حركة رأس المال تماماً) . وفى حالة دول العينة الأخرى (التى يفترض فيها الانفتاح الكامل لتدفق رأس المال) ، ينبغى تفسير الاستهلاك الخاص " المفرط " (الأرجنتين، المكسيك ، بيرو) والادخار " المفرط " (تايلاند) بمحددات لا يجذبها مدخل تهذئة الاستهلاك .

وفىما يتعلق بالتطبيق ، فإن عجز الحسابات الجارية كان مفرطاً فى المكسيك ، وقد يكون كذلك الآن فى بيرو أيضاً . ولكن عجز ماليزيا وتايلاند لا يمكن وصفه بأنه " مفرط " بالرغم من ارتفاعه . وفى هاتين الدولتين كانت تدفقات رأس المال داخل البلاد تستخدم للاستثمار الذى يستغل الكفاءة المرتفعة وزيادة معامل الانتاجية الكلى . وكذلك فإن تدفق الادخار الأجنبى كان حتى الآن مصحوباً بارتفاع معدلات الادخار القومى فى هاتين الدولتين .

١٠-٢-٥ الاستنتاجات :

قام هذا الفصل بمسح مستويات عديدة من الكتابات الاقتصادية الخاصة بالفرضيات المتعلقة

بالمنافع التي تعود على بعض الدول من صافي تدفقات رأس المال . وقد يكون من المدهش في السياق الحالي لتدفقات الحوافظ المالية الوفيرة وقيود أسعار الصرف غير الملزومة (والتي ركزت عليها مبكراً كتابات الفجوتين) ، أن تكون عوائد صافي تدفقات رأس المال الكبيرة ضئيلة بصفة عامة .

وحتى إذا تم استثمار كل صافي تدفقات رأس المال ولم تستهلك ، فإن نماذج النمو التقليدية الجديدة لاتضمن تحقيق عوائد ضخمة . إذ أن الارتفاع المحقق في رأس المال يؤثر فقط على النمو في الأجل القصير، وليس على معدل النمو في الأجل الطويل، طالما أن تدفقات رأس المال لاتؤثر على دالة الانتاج . ولكن حتى هذه العوائد المتواضعة يمكن ألا تتحقق ، وذلك عندما تسبب تدفقات رأس المال المزيد من الفقر نتيجة الاختلالات، أو عندما تراعى العوامل الاقتصادية ارتفاع التكاليف الحديثة للاقتراض الأجنبي . وتقدم نماذج النمو الداخلي وعوداً أكثر . ولكنها لاتضمن حدوث تدفقات رأس مال كبيرة للدول الفقيرة رأسمالياً، عندما لاتتناقص عوائد رأس المال الحديثة .

علاوة على ذلك ، ترتفع قيمة المنافع عندما تحمل تدفقات رأس المال وفورات خارجية تحسن من كفاءة الدولة . وهذه الوفورات لايمكن استغلالها إلا عند توافر مستوى معين من رأس المال البشري في الدولة. ويحدد المدخل الزمني في تحليل الحساب الجارى الظروف التي تبرر عجز الحساب الجارى المشجع لنشر الرفاهية . ومع ذلك ، نجد أن هذا المدخل يتنبأ بعجز الحساب الجارى الضخم في حالة ارتفاع الدخل الدائم بسبب زيادة الانتاجية في دولة معينة ، وذلك من بين محددات تدفقات رأس المال الجديدة إلى الأسواق الواعدة.

ونلاحظ أيضاً أن زيادة الانتاجية الدائمة والانتشار التكنولوجي اللذين تركز عليهما كتابات النمو الحديثة يحتمل أن يتجسدا بدرجة كبيرة في تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر إلى اقتصاد غير مشوه.

١٠-٣ الاستدامة طويلة الأجل لعجز الحساب الجارى

١٠-٣-١ ديناميات القرض :

ثمة فكرة خاطئة شائعة تخلط بين عدم الاستدامة وعدم الرغبة . إن المدخرات الأجنبية لا ينبغي بالضرورة مقاومتها لأنها تمول عجز حساب جارى يكون ضخماً وغير مستمر . وبصفة خاصة ففي فترات الإصلاح ربما يحدث العجز بسبب الرغبة فى تعديل المخزون من أصول مالية إلى أصول حقيقية فى حالة ازدهار الاستثمار . لأن الربحية المتوقعة من الأصول الحقيقية قد تحسنت . ولامر من أن يكون العجز المصاحب لذلك فى الحساب الجارى عجزاً مؤقتاً ، ولكنه فى نفس الوقت يكون عجزاً مرغوباً فيه . هذا درس هام نستنتجه من المدخل الزمنى .

ولكن العجز الضخم لن يتم تمويله من قبل الأجانب إلى ما لانهاية . فسيأتى وقت دون شك ينبغي فيه العودة لتسوية ميزان المدفوعات . وبالتالي فليس من المهم فقط معرفة مصادر عجز الميزان الجارى ولكن المهم كذلك حجم والفترة الزمنية لتسوية الموازنة وهذا يجعل الاستدامة طويلة الأجل لعجز الميزان الجارى نقطة أساسية ينبغي أن يعيها المسئولون .

ويقدم هذا الفصل معادلة متفق عليها لديناميات الدين تستخرج مقياساً للفتترات الزمنية للوفاء بالدين ، مع التأكيد على دور نمو الناتج المحلى الاجمالي الممكن ، وأسعار العملة الحقيقية، والمستوى المطلوب للاحتياطى من العملات الأجنبية ^(٤) ويتأسس هذا الفصل على الأعمال الأخيرة لكل من . (1996) Milesi - Ferretti , Razin , Losada (1995) Edwards , Steiner

وفى البداية دعنا نتصور اقتصاداً فى حالة ثبات بخصوص كجزء من الناتج المحلى الاجمالي للدولة مما يجعل الأجانب مستعدين لتقديم توازن يشار إليه بحرف d ويمكن أن يفسر " كنصيب معادل فى محفظة أوراق مالية " . وينبغى ملاحظة أن الاستثمار الأجنبى المباشر ليس محكوماً بصفة خاصة باعتبارات الأوراق المالية، حيث تبحث الشركات متعددة الجنسية عن تجميع منافع شخصية من خلال تركيز (أكثر من تنوع) تدفقات استثماراتهم الأجنبية المباشرة . وبينما تتولى الأسواق متابعة معدل الدين الخارجى للدولة / الناتج المحلى الإجمالى فإنهم لا يهتمون بنفس الدرجة بمستوى خصوم الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتصلة بذلك . وبالتالي ، فإن تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر مستبعده من المناقشات التالية على مستوى الاستدامة طويلة الأجل . وفى التوازن (أى مع

الاحتفاظ بالدين ثابتاً) فإن الدولة تراكم الخصوم الصافية موازيه لعجز الحساب الجارى . فإذا أضفنا عجز الحساب الجارى CAD إلى الاحتياطي الدولى التراكمى الصافى FX وكلاهما أجزاء من الناتج المحلى الإجمالى ، بالنسبة لمعدل نمو الناتج المحلى الاجمالى على المدى الطويل ينتج الآتى : y:

$$CAD + \Delta FX = y d \quad (3)$$

ويعارس نمو الناتج المحلى الاجمالى طويل الأجل تأثيرين غير مباشرين على الوضع الثابت للحساب الجارى وهما متسقان مع معدل مستقر للدين - الناتج المحلى الإجمالى :

أولاً ، حينما يتوسع الاقتصاد فإن المستوى المطلوب من الاحتياطي الدولى أيضاً يرتفع - ويعتقد كل من Edwards , Steiner , & Losada (1995) أنه فى حالة التوازن تضع السلطات مائلكه من الاحتياطي المطلوب محسوباً بعدد أشهر الواردات . وربما يعتمد الطلب من الاحتياطات الدوليه كذلك على عدم التيقن الناشئ من التغير فى ميزان المدفوعات (Heller & Khan (1978) ومع ذلك ، فإن عدم التيقن هنا لا يلتفت إليه . ويتحدد η لنمو الواردات السنوى الحقيقى يمكن كتابة التغير فى معدل الاحتياطي المطلوب كالتالى :

$$\Delta FX = [(1 + \eta) / (1 + y)] FX - FX \quad (4)$$

ودمج 3 + 4 تكون النتيجة :

$$y d = CAD + [(\eta - \gamma) / (1 + \gamma)] FX \quad (5)$$

أما التأثير الثانى غير المباشر لنمو الناتج المحلى الإجمالى على ديناميات الدين فهو تأثير Balassa - Samuelson والذي بموجبه - تولد تناقضات نسبية لنمو الناتج ارتفاعاً لمعدل أسعار الصرف الحقيقية، تدفعها ظهور اختلافات انتاجية من السلع القابلة للتجارة وغير القابلة للتجارة فى الاقتصاد المحلى وفى باقى أنحاء العالم . والارتفاع الحقيقى لمعدل سعر الصرف لوحدة نمو الناتج المحلى الإجمالى ، والمشار إليه بالحرف ε يخفض كلا من الدين والاحتياطي من العملات الأجنبية كجزء من الناتج المحلى الإجمالى، وبالتالي فإن المعادله رقم (5) يمكن إعاده ترتيبها كالتالى :

$$CAD = (\gamma + \varepsilon) d - [(\eta + \varepsilon - \gamma) / (1 + \gamma)] FX \quad (6)$$

تصف المعادلة (٦) الحالة المستقرة لعجز الحساب الجارى التى يمكن ان تستمر على المدى الطويل إذا ما استمر معدل الدين ثابتا ١٨٢ وارتفعت الاحتياطيات المطلوبة بالنسبة لنمو الواردات . ويقدم جدول (١٠-٥) تقديرات رقمية للمعادلة رقم (٦) لأربع دول من أمريكا اللاتينية وأربع دول آسيوية . وتشير المتغيرات d الدين الخارجى / الناتج المحلى الاجمالى) و FX (الاحتياطى الدولى / الناتج المحلى الاجمالى) إلى تقديرات عام ١٩٩٥ كما جاءت فى J.P. Morgan , World Financial Markets وبالنسبة لأرقام معدل النمو المحتمل فى معلمة γ فهى محسوبة بأسلوب من الذروة للذروة كما جاء فى جدول (١٠-٣) . أما معلمات η & ϵ فهى مقدرة كما سيجىء فيما بعد .

جدول رقم (١٠-٥)

عجز الحساب الجارى فى حالة ثبات
(كنسبة من الناتج المحلى الاجمالى)

الدولة	عجز الحساب الجارى = $(\eta + \epsilon) d - (1 + \epsilon) PFX^* - M$	d	FX
الارجنتين	١,٦	٣٣	٥,٠
شيلي	٢,٠	٣٤	٢٢,٠
المكسيك	٠,٦-	٦٨	٥,٨
بيرو	٣,٨	٥١	١٢,٧
اندونيسيا	٣,٠	٥٤	٨,٨
ماليزيا	١,٧	٤٢	٢٩,١
الفلبين	٠,٦-	٥٩	٨,٧
تايلاند	٢,٨	٤٨	١٩,٢

* ارجع للنص للشرح

وأخذت تقديرات تأثير ارتفاع معدل أسعار الصرف الحقيقية لنمو الناتج المحلي الاجمالي بالنسبة لمعدلات الولايات المتحدة من (Larrain 1996) وهو تحليل لمحددات معدلات اسعار الصرف الحقيقية لعينة من ثمان وعشرين دولة من آسيا وأمريكا اللاتينية خلال الفترة ١٩٦٠ - ١٩٩٠ . وهذه التقديرات تحكم تأثير المحددات الأخرى، أى الإنفاق الحكومى ودرجة الشفافية، وشروط التجارة . وحسبت المعلمة β من خلال وضع جدول لهذه الأرقام بمعدل النمو السنوى للناتج المحلي الاجمالي المحتمل. وينبغى ملاحظة أنه طالما ظلت العلاقة بين معدلات الصرف الحقيقية ومستويات الناتج المحلي الإجمالي النسبية غير مستقيمة، فإن التقدير المعطى لمعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي المحتمل ينطوى على ارتفاع أكبر لمعدل توازن الصرف الحقيقي عند مستويات أعلى نسبياً من الدخل ، والدليل على ذلك الفرق بين ماليزيا وإندونيسيا على سبيل المثال .

أما التقديرات المستقبلية لمعدل نمو الواردات السنوى الحقيقي π فقد تم استنتاجها من عينة فترة الإصلاح لكل دولة . وقد يبدو النمو السنوى لواردات الأرجنتين مرتفعاً بطريقة مبالغ فيها ولكن ينبغى أن ندرك أن الأرجنتين مازالت اقتصاداً مغلقاً للغاية فيما يتعلق بمعدل الواردات m وان احتمالات التجارة الطبيعية من خلال - مثلاً - اتفاقية التجارة الحرة Mercosur مازالت بعيدة عن الاستنزاف .

ويشير جدول (١٠-٥) إلى نتائج تقويم معادلة رقم (٦) لمعدل الحساب الجارى فى حاله ثباته على المدى الطويل مستهدفاً ديناً ثابتاً ومستويات من الاحتياطى قريبة من الناتج المحلي الإجمالي . وطالما أن معدل الدين المرتفع يمكن أن يصاحبه عجز أكبر فى الحساب الجارى عن معدل الدين الأصغر ، فإنه من المعتقد لكل الدول تحت الدراسة أن المستثمرين الأجانب يصبحون مطمئنين أكثر حين يتحملون معدل دين ٥٠٪ أى $d = 50.0\%$ وهذا تقريباً هو نفس المستوى الموجود فى بيرو وأتايالند وهى من بين الدول التى أقلقت وسائل الإعلام المالى . ويعتبر المستوى المستهدف من الاحتياطى من العملات الأجنبية لكل الدول FX مساوياً لنصف معدل الواردات (يكفى ٦ أشهر من الواردات) - وينبغى ملاحظة أنه بسبب احتمال انخفاض معدلات النمو ، فعلى المكسيك والفلبين أن يحققا فائضاً فى الحساب الجارى فى حالة الثبات .

ويقارن جدول (١٠-٦) مقياس الحالة الثابتة لميزان المدفوعات الجارى مع الميزان الفعلى وكذلك مع مقياس الميزان المعدله دورياً والمعدله بالاستثمار الأجنبى المباشر وكلها فى عام ١٩٩٤

جدول رقم (١٠-٦)

مقاييس ميزان المدفوعات الجارى ١٩٩٤

(كنسبة من الناتج المحلى الاجمالى)

الدولة	فعلى	يعدل دوريا (أ)	يعدل دوريا وطبقا للاستثمار الاجنبى المباشر (ب)	ثابت (ج)
الارجنتين	٣,٥-	٣,٠-	٢,٦-	١,٦-
شيلي	١,٥-	١,٥-	٢,١+	٢,٠-
المكسيك	٧,٨-	٧,١-	٤,٩-	٠,١-
بيرو	٤,٥-	٣,٥-	١,٢+	٣,٨-
اندونيسيا	١,٦-	٠,٤-	٠,٩+	٣,٠-
ماليزيا	٥,٩-	٠,٠+	٦,٥+	١,٧-
الفلبين	٤,٤-	٤,٣-	٢,٨-	٠,٦+
تايلاند	٥,٩-	١,١-	٢,٠+	٢,٨-

أ- يعدل العجز الدورى الواردات بالنسبة للفارق بين الفعلى والمحتمل من الناتج المحلى الاجمالى.
ب- يعدل العجز الدورى من خلال إضافة تدفقات الاستثمار الاجنبى المباشر الناتج المحلى الإجمالى.
ج- مأخوذة من جدول ١٠-٥ بعد عكس العلامة.

(وهى السنة الأخيرة التى اتاحت عنها أرقام الاستثمار الأجنبى المباشر) - مع ملاحظة أن عجز الحساب الجارى المعدل بالاستثمار الأجنبى المباشر والمعدل دورياً كان أعلى من عجز الحالة الثابتة فى الأرجنتين والمكسيك والفلبين. وعلى العكس من ذلك، فإن العجز المرتفع فى دول مثل ماليزيا وتايلاند يبدو مستديماً.

١٠-٣-٢ الخلاصة

يقترح هذا الفصل الإجراءات التى يمكن من خلالها الحكم عما إذا كان العجز فى الحساب الجارى الحقيقى مستمراً على المدى الطويل. إن أرقام العجز الحقيقى بمفردها لاتعطى معلومات عن الاستمرارية طويلة الأجل ويحتاج أى حكم تقدير مستويات الدين - الناتج المحلى الإجمالى (الجارى مقابل احتمالات ما يقدمه المستثمرون) والاحتياطي الأجنبى الرسمى (الجارى مقابل

المستهدف) والمعدل المحتمل لنمو الناتج المحلي الإجمالى ، ونمو الواردات ، وتأثير نظرية Balassa Samuelson وهيكل تدفقات رأس المال داخل البلاد . ولاتشكل اعتبارات الاستمرارية أى معنى لتدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر طالما لا يتوفر مفهوم متسع لاستمرارية الالتزامات الأجنبية الصافية المصاحبة بإجمالى الاستثمار الأجنبى المباشر المستثمر فى الدولة .

١٠-٤ المشاكل التى يصاحبها عجز متفاقم فى الحساب الجارى

يتناول هذا الفصل بعض المشاكل التى تترتب على العجز المتفاقم فى الحساب الجارى. إن فوائد تدفقات الادخار الأجنبى - تقليل الاستهلاك ونمو الدخل - لن تتحقق طالما أن العجز فى الحساب الجارى يمثل استهلاكاً جارياً مفرطاً أو طالما يساء تخصيص الموارد الأجنبية ، وفى هذه الحالة لافتر من حدوث أزمة فى ميزان المدفوعات . ومع ذلك فمن المفيد عرض بعض الآراء التى تشير إلى سبب حدوث استهلاك مفرط وموجات غير سليمة من الاستثمار حتى فى غياب العجز والخلل فى القطاع العام .

١٠-٤-١ نظرية Lawson

فى تعليقه على قلق الملكة المتحدة بشأن ميزان المدفوعات قال المستشار البريطانى Nigel Lawson فى اجتماع لصندوق النقد الدولى عقد فى سبتمبر ١٩٨٨ (قبل سنة من حدوث كارثة كبيرة مع هبوط فى الناتج وارتفاع فى البطالة "إننا سجناء للماضى حين كان العجز فى الحساب الجارى البريطانى مصاحباً تقريباً بدون تغيير لعجز ضخيم فى الموازنة ، وأداء اقتصادى ضعيف واحتياطات منخفضة وأصول خارجية صافية هزيلة . والوضع الحالى لا يختلف كثيراً عن ذلك " . وما سمي دولياً فيما بعد " نظرية لوسون " يعتبر مقترحاً تم التعبير عنه جيداً بواسطة W. Max Corden 1977 ومع بعض التحسينات عام ١٩٩٤) ، أصبح كالتالى :

" إن الحساب الجارى هو النتيجة الصائبة للمدخرات والاستثمار الخاص والعام . وستؤدى القرارات غير المركزية الأفضل بشأن المدخرات الخاصة والاستثمار إلى ميزان صافى - الحساب الجارى - والذي سيكون كذلك هو الأفضل . وليس هناك مبرر للاعتقاد بأن الحكومات أو المراقبين الخارجيين يدركون أكثر إلى أى مدى ينبغى أن يستثمر ويدخر وكلاء القطاع الخاص أكثر مما يعرف هؤلاء انفسهم إلا إذا كان هناك اختلالات حكومية مفروضة . ويتلو ذلك أن ارتفاعاً فى عجز الحساب الجارى ينتج عن تغيير فى سلوك القطاع الخاص لا ينبغى أن يكون مصدراً للقلق على

الإطلاق . ومن ناحية أخرى ، فإن توازن الموازنة العامة هو اهتمام السياسة العامة ويجب التركيز على ذلك (Corden 1994).

ومع ذلك فحقيقة أن العجز الجارى الضخم الذى عكس بصفة مبدئية عدم توازن فى مدخرات واستثمارات القطاع الخاص ، لم يمنع أسواق رأس المال الخاص من مهاجمة العملات فى شيلى (فى بداية الثمانينات) وفى المملكة المتحدة وفى دول الشمال (فى أواخر الثمانينات) وفى المكسيك والأرجنتين (فى منتصف التسعينات) . إذا ما هو الخطأ فى نظرية لوسون ؟

أ- بنظره أوليه لهيكل توقعات عقلانى، نجد أن موازين الحساب الجارى دائماً تكون نتيجة قرارات القطاع الخاص بعجز أو بدون عجز القطاع العام . ومع تطبيق معادلة (Ricardo)، فإن عجز الموازنة العامة يحفز المدخرات الخاصة لأن تدفع مقابل الضرائب مستقبلاً . والأشخاص الذين يؤيدون نظرية لوسون يقولون بالتالى إنهم لا يؤمنون بمعادلة Ricardo (أى أنهم يؤمنون بقرارات القطاع الخاص الأفضل ولكن ليس بالتوقعات العقلانية) . وفى الحقيقة فقد قدر معامل توازن ريكاردو بحوالى ٥٠ . للدول النامية (dwards , 1995) ومع تساوى بقية الأشياء ، فإن تدهوراً فى الحساب الجارى قدره ٥٪ من الناتج المحلى الإجمالى يودى بالتالى إلى أن يصبح العجز فى القطاع العام أسوأ بمقدار ١٠٪ من الناتج المحلى الإجمالى .

ب- تعتبر التزامات القطاع الخاص الجارية غالباً التزامات طارئة على القطاع العام وربما يرغب الدائنون الأجانب الحكومات على تحويل دين القطاع الخاص إلى التزامات على القطاع العام ، كما حدث فى شيلى عام ١٩٨٢ . علاوة على ذلك ، فإن خسائر القطاع الخاص تتجه إلى أن تمتص فى النهاية بواسطة القطاع العام، إما من خلال إيرادات ضريبية سابقة ، أو من خلال إجراءات مكلفة تخص أزمات البنوك ، بصفة خاصة حينما " تعتبر المؤسسات المالية أكبر من أن تفشل " . إن أزمات ميزان المدفوعات والأزمات المالية غالباً ما تنتج عن عوامل عامه ، مثل التحرير المالى الداخلى ، أو التأمين الضمنى للودائع، أو الخطط المبنية على استقرار أسعار الصرف (Kaminsky & Renhart 1996)

ج- والعوائد الظاهرة والمتوقعة للمدخرات والاستثمار يمكن أن تتشوه بعدة إخفاقات للسوق - يمكن ألا يدمج المقترضون من القطاع الخاص التكلفة الاجتماعية الحدية القابلة للارتفاع فى اقتراضهم الخاص والتي تنشأ من صعود حصيللة رأس المال الأجنبى (Harberger 1985).

- التوقعات الموهلة فى التفاؤل بشأن مستويات الدخل الدائم بعد تغيرات جوهرية فى النظام السياسى يمكن أن تؤدى إلى المغالاة فى الاقتراض لأن مؤسسات الأسواق المالية فشلت كموصل كفاء للمعلومات بين المودعين والمقترضين (Mckinnon & Pill , 1995) وربما تضيف فرقعات الأسواق المالية لهذه العقلية المنتعشة عدم تشجيع المدخرات الخاصة من خلال تأثير الثروة .

د - إن تدهور عجز الحساب الجارى ربما يؤدى إلى ارتفاع غير مستمر فى أسعار الصرف الحقيقية . ومثل هذا الارتفاع ربما يتصادم مع استراتيجيات التنمية المبنية على التوسع فى الصادرات والاحلال الكفاء محل الواردات ، والذي يعتمد على معدل صرف تنافسى موثوق به . وتسبب معدلات الصرف المبالغ فى تقديرها استثمارات شبه مفضله ، تكون مكلفة عند تغييرها ، فتقلل من تشجيع التجارة النشطة ، وتنوع الصادرات ونمو الإنتاجية وتؤدى إلى هروب رأس المال - كما حدثت قفزات ضخمة فى معدلات الصرف الحقيقية غالباً كنتيجة للتدفق المؤقت لرأس المال الذى يولد الكساد فى الاستثمار فى الآلات والمعدات ويؤثر بالتالى على النمو على المدى البعيد . (Agosin , 1994)

هـ- يقلق الأسواق المخاطر التى تواجه الدولة ومعدل دين الدولة الإجمالى (كما يركز على ذلك الآن أيضاً ١٩٩٤ Corden) وبالتالى فإن الحساب الجارى ككل ، وليس فقط مصادر تغيره ، يعتبر ذا أهمية . لذلك فحينما تفوق معدلات الديون وعجز الحساب الجارى مستويات معينة ، يمكن أن يؤدى اتخاذ القرار غير المركزى إلى اقتراض مفرط من وجهة النظر الوطنية (مره أخرى طبقاً لمقولة (Harberger) خاصة حينما يكون الاقتراض الزائد للاستهلاك أكثر من الاستثمار .

وعرض جدول (١٠-٧) ثلاثة أمثلة صعبة من امريكا اللاتينية حيث تم التغيير المطلوب فى الحساب الجارى فى نفس الوقت مع هبوط حاد فى الناتج المحلى الإجمالى ، حتى مع تقليل أشد فى الاستهلاك الخاص الفردى وغالباً تخفيض فى معدلات الصرف الحقيقية . وفى الأمثلة الثلاثة كانت منافع الحد من الاستهلاك وتوسيع النمو من خلال نمو المدخرات الأجنبية تدور بالفعل فى حلقة جوفاء .

جدول رقم (١٠-٧)
تصحيح الاقتصاد الكلى فى عدة دول مختارة (نسبة)

الدولة	السنة	الحساب الجارى/ الناتج المجلى الاجمالى	النمو الحقيقى للناتج المحلى الاجمالى	النمو الحقيقى للاستهلاك الخاص للفرد	رفع القيمة الحقيقية لاسعار الصرف
شيلي	١٩٨٠	٧,١-	٧,٨	١,٥	٢٢,٠
	١٩٨١	١٤,٥-	٥,٦	٢,٤	٨,٤
	١٩٨٢	٩,٥-	١٤,١-	١٢,٤-	٢٠,٦-
المكسيك	١٩٨٣	٥,٦-	٠,٧-	٥,١	٢٠,٤-
	١٩٩٣	٦,٥-	٠,٦	٢,١-	٥,٨
	١٩٩٤	٧,٨-	٣,٥	٣,٧	٣,٧-
	١٩٩٥	٠,٣-	٦٩-	٩,٢-	٢٨,١-
الارجنتين	١٩٩٣	٢,٩-	٦,٠	١,٢	٧,٤
	١٩٩٤	٣,٥-	٧,٤	٣,٧	١,٧
	١٩٩٥	٠,٨-	٤,٤-	٩,٢-	٠,٤

المصادر: IMF, International Financial Statistics, J.P. Morgan World Financial

Markets., حسابات الكاتب.

١٠-٤-٢ ازدهار الإنفاق الخاص

كما سبق التوضيح يمكن أن يمثل الحساب الجارى الضخم استهلاكاً خاصاً مبالغاً فيه كما حدث فى الأرجنتين والمكسيك وبيرو . إن العلاقة التطبيقية بين ازدهار الاستهلاك والموجات التصاعدية فى الإقراض البنكى ومايتلو ذلك من أزمات بنكية تم الحديث عنه كثيراً قبل ذلك (Gavin and Hausmann 1996) وبالتالى، فإن العجز عن الدفع نتيجة لازدهار الإنفاق الخاص يعنى مخاطرة كبيرة للقطاع العام ، مخاطر فقد إيرادات الضرائب واجراءات أزمات البنوك المكلفة كما يشير جدول (١٠ - ٨) .

جدول رقم (١٠-٨)

سلسلة لأزمات بنكية تقليدية مصاحبة لتدفقات رأسمالية ضخمة داخل البلاد

الدولة	مجال الأزمة	تكلفة انقاز البنوك (% من الناتج المحلي الاجمالي)
الارجنتين ١٩٨٠-٨٢	١٦% من اصول البنوك التجارية ، ٣٥% من اجمالي اصول شركات التمويل	٥٥,٣
شيلي ١٩٨١-٨٣	٤٥% من اجمالي الاصول	٤١,٢
اسرائيل ١٩٧٧-٨٣	كل قطاع البنوك	٣٠,٠
فنلندا ١٩٩١-٩٣	بنوك الادخار	٨,٢
المكسيك ١٩٩٥-٩٦	وصلت متأخرات البنوك التجارية نتيجة لمعدل الاقراض الضخم ٩,٣% فى فيبرراير ١٩٩٥	١٥-١٢

المصادر : البنك الدولي للتسويات ، التقرير السنوى رقم ٦٣ لعام ١٩٩٣ Capris and Klingebiel (1996)

وبينما يبدو واضحاً أن مثل هذه التكاليف المفروضة على القطاع العام ، تحت الحكومات أن تبحث عن إجراءات للحد من زيادة الانفاق الخاص (مثل وضع سياسات نقدية تقييدية أو قيود ائتمانية على المقترضين الخاصين) وطريق غير مباشر فإن مقاومة عجز الحساب الجارى الضخم ينبغي أن تدرج فى مثل هذه الاجراءات . أما الاختلالات فيجب تصحيحها عند المنبع ، فميزان المدفوعات وأزمات البنوك تبدو أنها تنشأ من عدم وجود نظام مالى داخلى أو تأمين ضمنى للودائع، أو خطط ممتدة ومستقرة على أساس أسعار الصرف .

أ- منذ الثمانينات، قويت العلاقة بين الأزمات البنكية وأزمات ميزان المدفوعات. وقد حدد كل من (Kaminsky & Reinhart 1996) إحدى وسبعين أزمة ميزان مدفوعات وخمساً وعشرين أزمة بنكية خلال الفترة ١٩٧٠ - ١٩٩٥ و بينما وجدا ثلاث أزمات بنكية فقط مرتبطة بالأزمات الخمس والعشرين لميزان المدفوعات خلال الفترة ١٩٧٠ - ١٩٧٩ ، فقد وجدا اثنتي عشرة أزمة بنكية تخص الست والأربعين أزمة للمدفوعات خلال ١٩٨٠ - ١٩٩٥ . كما وجدا أن التحرير المالى (والذي حدث غالباً منذ الثمانينات) يلعب دوراً جوهرياً فى خلق ازدهار فى الاقراض الخاص ويفسر احتمالية أزمة بنكية. والأزمة البنكية تساعد بدورها على خلق أزمة عملة. وثمة دليل واضح لدى دول OECD على أن الانقاص السريع والمفرط للاجرااءات المالية اتجه إلى خفض المدخرات العائلية من خلال تقليل القيود على السيولة (Blundell - Wignall ١٩٩١) and (Browne). وبينما يمكن تفسير معظم ذلك الانخفاض فى المدخرات الخاصة كتعديل مؤقت فى الرصيد تمهيداً لمعدل استهلاك أعلى، فهناك أدلة على أن معدلات المدخرات العائلية ظلت منخفضة (Andersen and White 1996).

ب- إن المعلومات غير المتماثلة إلى جانب نقص المؤسسات التى تتولى المراقبة والإشراف على مخاطر الائتمان ، ينتج عنها مخاطرة معنوية واختيار غير مناسب. وتلك الشركات التى لديها امكانية تحمل عائد المخاطر المرتفع حافظوا للاقتراض الضخم لأن تعرضهم محدود بقوانين الافلاس - إن المستهلكين يتحملون ديوناً ضخمة حينما يشعرون أن ديونهم ليست مراقبة بالكامل. ومبدئياً ، وربما تحاول البنوك والوسطاء الآخرون تقليل مخاطر الائتمان من خلال ترشيده. وهذا يحدد المدى الذى يستطيع التحرير من خلاله تخفيف قيود السيولة. ولكن حينما تضمن الحكومة الودائع ضد النتائج غير الملائمة ، فإنها تغير كيفية رؤية النظام البنكى للمخاطر المصاحبة لتقديم القروض - فهى تقدم مخاطرة معنوية . وهذا ينتج عنه اقراض بنكى أكبر ، وبالتالي تندعم بصورة كبيرة التوقعات المتفائلة حول نجاح الإصلاح^(٥) (Mckinnon and Pill , 1995)

ج- وغالباً ما كان يصاحب خطط التثبيت المبنية على أسعار الصرف ازدهار فى الاقراض البنكى ، مما يغذى انتعاشاً فى الإنفاق الاستهلاكى . وعلى عكس التثبيت المبنى على النقود، فإن الانكماش يؤدي إلى ارتفاع فى موازين النقود الحقيقية، نتيجة لتدخل البنك المركزى لتثبيت سعر العملة وتزايد الطلب على النقود حيث يقوم مالكو الثروات المحلية بتحويل أصولهم مرة أخرى إلى العملة المحلية . وطالما أن التدخل فى أسعار الصرف غير معقم، فإن تدفقات رأس المال تمر

كلها من خلال النظام البنكى . وهذا يسمح بانتعاش فى الاقتراض للوكلاء الذين تم من قبل تقييدهم نتيجة حدوث التضخم والضغط المالية (Sachs , Tornell , and Velasco . 1996) (Reisen , 1993) . وبالتالي، فإن المغالاة فى التقييم نتيجة جمود التضخم يسبب انكماشاً وتدهوراً فى أصول البنك كنتيجة للقروض غير الفاعلة وأسعار الأصول المنخفضة .

ومع أن أساس انتعاش هذا الاتفاق الخاص يعتبر محلياً ، ينبغى على المرء أن يتساءل ما إذا كانت التدفقات الادخارية الأجنبية تؤثر سلباً فى هذا الانتعاش (Corden 1994) . وفى غياب تدفقات رأس المال الأجنبى سيظهر الانتعاش الاتفاقى ليس فى عجز الحساب الجارى ولكن فى معدلات فائدة أكثر ارتفاعاً . ويصبح السؤال المحير : ماهو نوع الاستثمار الذى يلزم تجنبه عند ارتفاع معدلات الفائدة المحلية ؟ ومع إشراف بنكى غير كفاء (كنتيجة مثلاً ، للإلغاء السريع جداً للإجراءات المالية) يمكن أن ينخفض متوسط إنتاجية الاقتراض حينما ينسحب المستثمرون الكارهون للمخاطرة من حلبة المقترضين المتوقعين. وسيصبح الفشل فى تمويل الاستثمار الانتاجى ثمناً لقرار عدم قبول تدفقات رأسمالية مع المزيد من المخاطرة برفع معدلات الفائدة المحلية عن معدلات الفائدة العالمية كإجراء للخلل الذى تسبب فيه هذا القرار. والنتيجة أن يصبح قرار قبول أو رفض التدفقات محاطاً بالغموض .

وفى نموذج Mc Kinnon - Pill ينعكس السوق المالى للاقتصاد المغلق فى حصيلة ماله أكبر ولكن أثره على الكميات الكلية . الاقتراض والاستهلاك - غير واضح اذ يعتمد على الدخل المتوازن والآثار البديلة . ولاشك أن التوقعات المتفائلة المبالغ فيها بشأن مستويات الدخل الدائمة فى المستقبل والتي تحدث فى كلا الاستهلاك الزائد والاستثمار الزائد سوف تؤدى إلى اقتراض ضخم من باقى أنحاء العالم . وهذا الخلل يتدعم بالمدخرات الأجنبية. ويعتبر الحل الذى قدمه Mc Kinnon) لهذا الخلل مشابهاً لضريبة (Pigou Harberger) - خاصة المتطلبات الاحتياطية على الودائع الأجنبية - وهو حل يحقق التوازن الأفضل لتخفيف الاستهلاك والاقتراض الحاد .

إن الحل الأول الأمثل للخلل فى الانتعاش الذى يحدث نتيجة الاستقرار المبنى على أسعار الصرف هو الإعلان منذ بداية خطه التثبيت أنه لفترة محدودة وسيتلوه مرونة أكثر فى معدلات صرف اسمية. ومع أن هذا من السهل قوله عن فعله ، فهو لا يمنع إعادة التعامل به مرة أخرى ورفع أسعار الصرف الحقيقية والتي تتميز بها عادة الفترة الأولى من الانكماش. وربما يكون مطلوباً بشدة مساندة مؤقتة من خلال إجراءات مراقبة مختارة على رأس المال فى المدى القصير

(Hausmann and Reisen 1996)

١٠-٤-٣ مشكلة رفع القيمة الحقيقية

إذا كان مدى التدخل المعتم محدوداً^(٦)، وإذا كانت المدخرات الأجنبية ينفق بعضها على سلع محلية، فإن عجز الحساب الجارى المؤجل سيكون مصاحباً لارتفاع فى معدلات سعر الصرف الحقيقية. ولكن ليس هناك صلة ميكانيكية بين حجم العجز ومقدار الارتفاع. إن الزيادة فى الموارد المحولة يتم إنفاقها على واردات إضافية من السلع الرأسمالية والوسيلة بقدر التغير الذى يمثله الاستثمار المرتفع فى ميزان الحساب الجارى - فى هذه الحالة سيتأثر التحويل الحقيقى بصورة كبيرة من خلال تحويل القوة الشرائية، مع قليل من التأثير على الأسعار النسبية. ولكن حينما يمثل عجز الحساب الجارى بصورة كبيرة انتعاشاً فى الاستهلاك، فإن تحويل القوة الشرائية لن يحل مشكلة التحويل الحقيقية فى حد ذاتها، طالما أن جزءاً كبيراً من القوة الشرائية الإضافية من المحتمل أن يتردد إلى السلع المحلية. وفى تلك الحالات، سيصبح التغيير فى الأسعار النسبية - الارتفاع الحقيقى فى معدل سعر الصرف فى البلد المتلقى - شيئاً ضرورياً.

هذا الدرس المأخوذ من مناقشة التحويلات يدعمه جدول رقم (١٠-٩) حيث يوضح الجدول أن مشكلة الارتفاع الحقيقية ظهرت فقط حينما تم استخدام معظم التدفقات الرأسمالية فى الاستهلاك أكثر من الاستثمار وانخفض الادخار كما حدث فى الأرجنتين والمكسيك وبيرو. واستخلصت تقديرات الارتفاع غير المطلوب (الصافى) من أرقام مشروع مقارنة الدخل التابع للأمم المتحدة كما جاء فى تقرير التنمية الدولى للبنك. وطبقاً لتأثير نظرية Balassa Samuelson تتجه الدول الفقيرة إلى أن تكون رخيصة بمقياس مكافئ، القوة الشرائية لأن الخدمات تتجه لأن تكون أرخص فى تلك الدول. وفى الحقيقية ثمة علاقة غير مستقيمة قوية بين دخل الفرد المعدل بمكافئ، القوى الشرائية بالمقارنة لدخل الولايات المتحدة وانحراف العملة أسفل مكافئ، القوة الشرائية (Reisen 1993)- وفى عام ١٩٩٠ لم تكن الأرجنتين ولا بيرو من الدول الرخيصة بمقياس مكافئ، القوة الشرائية طبقاً لتحديد دخل الفرد النسبى. ومع ذلك، فمنذ ذلك الحين ارتفعت قيمة عملتيهما بشدة كما ارتفعت البيزو المكسيكية حتى عام ١٩٩٤. وكان جزء ضئيل فقط من ذلك الارتفاع (لم يحدث ذلك فى حالة المكسيك) بسبب تأثير محاولة اللحاق المصاحبة للملكية ذات النمو النسبى (مقارنة بمعدل النمو فى الولايات المتحدة) التى تؤدى إلى اتجاه الارتفاع فى معدل أسعار الصرف الحقيقية. إن الارتفاع غير المطلوب من المحتمل أن يتضارب مع استراتيجيات

التنمية المبنية على التوسع فى الصادرات والبداثل الكفاء للواردات، والتي تتركز على معدل صرف موثوق به ومنافس .

جدول رقم (١٠-٩)
ارتفاع معدلات الصرف الحقيقية والادخار (%)

الدولة	التغيير فى معدل الادخار المحلى منذ (أ) بدء التدفقات لداخل البلاد	مؤشرات (ب) خفض القيمة ١٩٩٠ ١٩٩٤	رفع القيمة الحقيقية (ج)	رفع القيمة السريع (د)	رفع القيمة الصافية (هـ)
الارجنتين	١,٧-	٩٣ ٥٠	٤٣+	٨,٠	٣٥-
شيلي	٥,٦+	٤٠ ٣١	٩,٠+	٣,٠	٦,٠+
المكسيك	٣,٥-	٦٠ ٣٢	٢٨+	٠	٢٨+
بيرو	٣,٤-	٥٩ ٤٢	١٧+	١,٠	١٦+
اندونيسيا	٥,٧+	٢٤ ٢٤	٠,٠+-	١,٠	١,٠-
ماليزيا	٠,٦+	٤١ ٣٨	٣,٠+	٧,٠	٤,٠-
الفلبين	١,١+	٣٥ ٣١	٤,٠+	٠	٤,٠+
تايلاند	٦,٤+	٣٥ ٣٠	٥,٠+	٥,٠	٠,٠+

أ- من جدول ١٠-٤

ب- دخل الفرد الاسمى طبقا لمعدلات سعر الصرف الجارى باسبة لكافى القوة الشرائية المعدلة لدخل الفرد أى.
ج- رفع معدل الصرف الحقيقى طبقا لنمو الناتج المحلى الاجمالى بالنسبة لمعدل الولايات المتحدة، كما ارضحه (Larrain 1996)

هـ- الرصيد (التغيير ناقص رفع القيمة السريع)

المصادر : (World Bank , World Development Report , 1992 and 1996: Larrain (1996).

١٠-٤-٤ هل الاستثمار الأجنبى المباشر خاص ؟

منذ عام ١٩٧٠ وحتى ١٩٨٢ شهدت سنغافورة عجزاً سنوياً فى الحساب الجارى يوازى ١٢٠٪ من الناتج المحلى الإجمالى فى المتوسط، ففى بداية السبعينات ارتفع العجز إلى الذروة ليصل عدة مرات لنحو ٢٠٪ من الناتج المحلى الاجمالى . وكان نصف التدفقات الرأسمالية الصافية المتشابهة تقريباً يتكون من استثمار أجنبى مباشر . وبلغ نمو الناتج المحلى الاجمالى الحقيقى أكثر من ٨٦٪ سنوياً خلال الفترة ، وتضاعف معدل الادخار المحلى من ٢١٪ عام

١٩٧٠ ليصل إلى أكثر من ٤٪ عام ١٩٨٢ ، ولكن أزمة ميزان المدفوعات لم تتطور أبداً . هذا الوضع تؤيده وجهة النظر التي تقول إن الاستثمار الأجنبي المباشر يقلل من إمكانية حدوث مشاكل مستقبلية في ميزان المدفوعات يسانده كل من (Meese and Frankel (1996) and Rose) وكلا الدارستين استخرجتا بيانات عن مائه دولة نامية خلال الفترة ١٩٧١ حتى ١٩٩٢ تفيد بأن معدلاً مرتفعاً من الاستثمار الأجنبي المباشر منسوباً إلى الدين يصحبه احتمال ضعيف بانهيار في العملة . وهذا يثير التساؤل ما إذا كان الاستثمار الأجنبي المباشر شيئاً خاصاً بما يشكله على الاقتصاد الكلي . وثمة اعتقاد راسخ بصحة هذا الرأي :

أ- إن الاستثمار الأجنبي المباشر يحسم إلى حد كبير من خلال اعتبارات غير دورية مثل توقعات ربحية طويلة الأجل . وبالتالي ، فهي أقل عرضة للتغيرات المفاجئة في آراء المستثمرين بينما على أساس سنوي ، تشهد تقلبات ضخمة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بصفة منتظمة ، فأسهم الاستثمار الأجنبي المباشر عادة غير سائلة ولا يمكن إعادتها^(٧) . وهذه الملاحظة تدعمها تجربة المكسيك عام ١٩٩٥ حينما اظهر حسابها الرأسمالي فقط تدفقاً صافياً أقل قليلاً من الاستثمار الاجنبي المباشر بعد ازمة ١٩٩٤ .

ب- ان مقوله Harberger لا تنطبق على الاستثمار الأجنبي المباشر. حتى لو كان جدول العرض بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر في أعلى السلم فإنه من المحتمل ان يعطى عده جرات خارجية إيجابية تحسن وظيفة انتاج الدولة المضيفة^(٧) .

(Borensztein, Degregorio, and Lee 1995)

علاوة على ذلك فإن عائد الاستثمار الأجنبي المباشر هو احتياطي للدولة ويتأثر أقل باعتبار المخاطرة على المستوى السيادي عن أي أنواع أخرى من تدفقات رأس المال الأجنبي . ونتيجة لذلك، فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يعتبر أقل عرضة لأي حد أعلى من التعهدات بعكس تدفقات الدين .

ج- إن تدفقات الاستثمار المباشر تمارس ضغوطاً أقل على معدل الصرف الحقيقي مع تقليل المخاطرة إلى أقل حد ممكن . تأثيرات " المرض انهولندي " على الصادرات . إلى المدى الذي لا ينجذب فيه الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الخصصه والذي يمثل - في حالة كون الأشياء متساوية - مجرد تغيير في الملكية ، وسبب أن الاستثمار الأجنبي المباشر ربما يجمع الاستثمار

الداخلي إلى حد أن يصبح استثماراً مباشراً "نبات أخضر" ، فهو يولد حركة مصاحبة للطلب على العملة الأجنبية من خلال تشجيع الواردات . علاوة على ذلك ، فمن خلال تشجيعه الاستثمار أكثر من الاستهلاك ، يخلق الاستثمار الأجنبي المباشر إنتاجاً زائداً مخططاً له من السلع الداخلية في الدولة المتلقية . وبواسطة هاتين الشبكتين يتجه الاستثمار الأجنبي المباشر إلى خفض معدلات الصرف الحقيقية للبحث على الطلب على السلع المحلية (Artus 1996).

ويوضح جدول (١٠ - ١٠) أن تدفقات رأس المال إلى شرق آسيا يعكس تلك المتجهة لأمريكا اللاتينية كانت أكثر على هيئة استثمار أجنبي مباشر "نبات أخضر" ، مسبباً ضغوطاً تصاعدياً أقل على معدلات أسعار الصرف الحقيقية في المنطقة .

جدول رقم (١٠-١٠)

الاستثمار الأجنبي المباشر والمخصصة ١٩٩٠-١٩٩٤

(بمليارات الدولارات)

شرق آسيا (ماعد الصين)	أمريكا اللاتينية	
١١٠,٠	١٧٣,٨	صافي تدفقات رأس المال الخاصة داخل البلاد
٣,٨	٢٢,٢	المرفوعة من خلال المخصصة
٤٧,٢	٧١,٣	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر داخل البلاد
٢,٠	١٣,٠	المرفوعة من خلال المخصصة
٤٥,٢	٥٨,٣	الاستثمار الأجنبي المباشر " التقليدي "
٤١,١	٣٣,٥	كنسبة من تدفقات رأس المال الخاص الصافي للبلاد

المصادر : البنك الدولي - حسابات الكاتب - World Debt Tables 1996

١٠-٤-٥ خلاصة

لا يعتبر حجم العجز في الحساب الجارى باعثاً لأحكام معيارية : عجز يساوى ٣٪ من الناتج المحلى الإجمالى ربما يكون مرتفعاً جداً فى دولة بينما عجز مقداره ١٢٪ من الناتج المحلى الإجمالى ربما يصبح مبرراً فى دولة أخرى . وما يميز مثل هذا العجز ليس كونه نتيجة لقرارات صادرة من القطاع العام أو القطاع الخاص ، لأن هناك من الدلائل ما يشير إلى تعويض طبقاً لمعادلة ريكاردو ولأن الدين الخاص هو مسئولية طارئة على القطاع العام . ولكن ما يهم هنا للحكومات هو مصدر العجز فى الحساب الجارى . ان المدخرات الأجنبية ينبغي أن تقاوم لحد ما حينما يتضح أنها تمول استهلاكاً ضخماً أو استهلاكاً غير إنتاجي .

إذاً كم من المدخرات الأجنبية يجب رفضها فى هذه الحالة؟ إن الإجابة تتوقف فى المقام الأول على طبيعة المصدر الذى يكون باعثاً فى النهاية على الانتعاش الإنفاقي وعلى تكوين تدفقات رأس المال الداخلة للبلاد وينشأ انتعاش الإنفاق الخاص غالباً فى فترات سابقة يتم فيها تبسيط الإجراءات الداخلية بسبب التفاعلات بين التأمين الضمنى أو الصريح على الودائع مع عقلية موجودة تتقبل الانتعاش و/ أو علاج للتضخم مبنى على برنامج تثبيت بواسطة سعر الصرف وبالتالي فإن رفض المدخرات الأجنبية ليس بالضرورة رد الفعل الأول الأفضل. فإذا نجحت المرونة الأكبر فى معدلات سعر الصرف الاسمية والإجراءات الكفء الحذرة، والإشراف البنكى والإصلاح المالى المحلى المتدرج فى المحافظة على معدل المدخرات الخاصة مستقرة، وتمويل الاستثمار الإنتاجي، يكون ذلك أفضل. وبدلاً من ذلك إذا ما حدث ارتفاع فى قيمة العملة غير مستديم ومخاطرة كبيرة فى النظام البنكى وإنخفاض حاد فى المدخرات الخاصة، فهناك ضرورة لرفض تدفقات رأس المال الأجنبى. ورد الفعل المناسب فى ذلك الحين ينبغي أن يكون عمل توازن بين منافع الحد من الاستهلاك وتمويل الاستثمار القابل للتطبيق، ومخاطر الاسراف فى الاقتراض .

ويمكن القول إن الاقتصاد المفتوح ينبغي أن يقبل كل الاستثمار الأجنبى المباشر، إلا اذا شكل اختلالات نتيجة قيود تجارية جديدة أو طالما يستطيع أن يمتص بواسطة الأرصدة الموجودة من رأس المال البشرى . إن الاستثمار الأجنبى المباشر يكون أقل تقييداً لاعتبارات مخاطره السيادة وحدود السلطات الوزارية على الاستثمار عن الأنواع الأخرى من التدفقات الرأسمالية، ومع

تكثيف الاستثمار المحلي والحصول على تأثير مبدئي محدود على الاستهلاك (على الأرجح إلا إذا كان محفزاً بالخصخصة) فإنه سيكون من المستبعد أن يولد الاستثمار الأجنبي المباشر مشكله ارتفاع حقيقية فى العملة .

الهوامش

(١) ومع ذلك، فإذا كان العائد على رأس المال ثابتاً ، فإن معدل العائد على رأس المال لن يتناقص فى معدل رأس المال - العمل . وفى هذه الحالة لن يكون هناك حافز فى نموذج النمو الداخلى لتدفق رأس المال من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة ، وذلك لأن عائد رأس المال لا يستوجب أن يكون أكبر فى الدول الفقيرة (Krugman , 1993).

(٢) تعتبر مزايا تنوع الحوافز المالية كثيرة خاصة فى حالة المعاشات الممولة بالكامل . وتستطيع الدول النامية الصناعية ذات السكان المعمرين التهرب من جزء من مشاكلها السكانية بالاستثمار فى الأسواق الواعدة ، بينما تستطيع الدول الفقيرة تنوع بعض المخاطر الخاصة الناجمة عن ارتفاع التعرض لخدمات معينة باستثمار بعض أصول معاشاتها فى الدول الصناعية . (Reisen , 1994 , 1997)

(٣) لاتوضح تقديرات الدول المختلفة للفترة (٧٠ - ١٩٩٠) - طبقاً لصيغة الانحدار المختصر فى (Glick and Rogoff(1995) - وجود تأثير يذكر للإنتاجية المحلية على التغير فى الحساب الجارى . ومع ذلك يجب أن نلاحظ أن Glick & Rogoff لديهما مجرد مستوى منخفض من قوة التفسير فى تقديراتهما لمحددات الحساب الجارى . إذ أن قيمة R^2 فى انحدارات السلاسل الزمنية للدول المختلفة تتراوح لديهما بين ٣٪ و ٤٩٪ ، مما يشير إلى أن النموذج غير مكتمل التحديد .

(٤) تم تجاهل مدفوعات الفوائد على الدين المستحق وتحويلات الموارد (الحساب الجارى بدون فوائد) حتى يتم التركيز على عجز الميزان الجارى المستديم . ويعتبر افتقاد المعلومات ضئيلاً الى الحد الذى يجعل متوسط تكلفة الفوائد لاتتغير كثيراً بين دول العينة.

(٥) وبصيغة اخرى يؤكد الاقتراض البنكى على المصادقية الزائدة فى برامج التحرير والتثبيت . وبالنسبة لبرامج التحرير التى تعتبر مؤقتة (فرضية لاتبدو مناسبة لوصف الانظمة السياسية الحالية فى معظم الدول المستوردة لرأس المال) كان الامر لايعود ان يكون مجرد نقص فى المصادقية التى استخدمت لشرح موجات ازدهار الانفاق الوقتية كلما استغل المستوطنون " : نافذة

لفرصة ما Calvo, 1987.

(٦) فيما يخص التدخل لامتنصاص السيول فى آسيا وامريكا اللاتينية أنظر (Reisen 1994b).

(٧) باستخدام بيانات ربع سنوية لميزان المدفوعات للتغير فى صافى مستحقات الاستثمار الاجنبى المباشر ، ومحفظة أوراق حقوق الملكية والتدفقات طويلة وقصيرة الاجل ، اكتشف كل من (1995 Claessens, Dooley & Warner) أن بطاقات الحساب الرأسمالى لاتقدم أى معلومات عن تقلبات التدفقات ، وبصفة خاصة فإنهم يذكرون أن الاستثمار الاجنبى المباشر والتدفقات طويلة المدى ليست أكثر استمرارا من الأنواع الاخرى من التدفقات ، ومع ذلك ، فالاهتمام السياسى الأول هنا هو انعكاسات الاستثمار الاجنبى وهو اهتمام لم يتناوله Claessens ومرافقوه الذين أسسوا تحليلاتهم على سلسلة الممتلكات ربع السنوية الصافية أكثر من التدفقات الاجمالية الداخلة للبلاد .

References

Agosin . M. R. (1994) . " Saving and Investment in Latin America . " UN Conference on Trade and Development Discussion Paper No. 90. Geneva . Switzerland .

Andersen . P. S. and R. W. White . (1996) . " **The Macroeconomic Effects of Financial Sector Reforms : An Overview of Industrial Countries .** " Unpublished manuscript , Bank for International Settlements , Basle .

Artus.P.(1996)." **Le financement de la croissance par endettement exterieur.**" Working Paper No. 1996 - 05/ T. Paris : Caisse des Depots et Consignations.

Bhagwati. J.N. (1973). " **The theory of Immiserizing Growth : Further Applications.**" In M.B. Connolly and A.K. Swoboda . eds., International Trade and Money. PP. 45-54 Toronto : Toronto University Press .

Blundell - Wignall . A. and F. Browne (1991)." **Macroeconomic Consequences of Financial Liberalisation : A summary Report .** " ESD Working Paper No. 98. Paris : Organisation for Economic Co-operation and Development .

Borensztein , E., J. De Gregorio , and J. - W. Lee (1995) . " How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? " NBER Working Paper No. 5057. Cambridge , Mass .

Brecher , R.A., and C.F. Diaz- Alejandro (1977) . " Tariffs, Foreign Capital , and Immiserizing Growth . " **Journal of International Economics** 7 (4) : 317-22.

Calvo . G. (1987) . " On the Costs of Temporary Policy ." **Journal of Development Economics** 27: 147 - 69 .

(1996). " Varieties of Capital Market Crises ." Center for International Economics Working Paper No. 15. University of Maryland at College Park .

Calvo. G., L. Leiderman . and C. Reinhart (1996). " Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects . " **Journal of Economic Perspectives** 10 (2): 123 - 39 .

Caprio. Jr., G., and D. Klingebiel (1997). " Bank Insolvency : Bad Luck . Bad Policy . or Bad Banking ? " In M. Bruno and B. Pleskovic. eds., **Annual World Bank Conference on Development Economics** . 1996. PP. 79-104. Washington. D.C. : World Bank .

Chenery , H.B., and M. Bruno (1962) . " Development Alternatives in an Open Economy : The Case of Israel , " **Economic Journal** 57 : 79 - 103 .

Claessens ; S., M. P. Dooley . and A. Warner (1995). " Portfolio Capital Flows : Hot or Cold ?" **World Bank Economic Review** 9 (1) : 153 - 74 .

Cohen, D. (1993) . " **Convergence in the Closed and in the Open Economy** . " In A. Giovannini, ed. , **Finance and Development : Issues and Experience** . PP. 99- 114. Cambridge : Cambridge University Press .

Corden, W. M. (1977). **Inflation, Echange Rates , and the International System**: Oxford : Oxford University Press .

(1994) **Economic Policy, Exchange Rates, and the International System**. Oxford: Clarendon Press.

Edwards , S. (1995) . " **Why Are Saving Rates So Different across Countries? : An International Comparative Analysis** . " NBER Working Paper No. 5097. Cambridge , Mass.

Edwards, S., R. Steiner . and F. Losada (1995) . " **Capital Inflows, the Real Exchange Rate, And the Mexican Crisis of 1994** . " Unpublished manuscript. World Bank , Washington. D.C.

Fankel, J., and A. K. Rose (1996) . " **Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators** . " NBER Working Paper No. 5437. Cambridge . Mass .

Gavin . M., and Hausmann. R. (1996). " **The Roots of Banking Crises : The Macroeconomic Context** . " Inter - American Development Bank Working Paper No. 318. Washington . D.C.

Glick. R., and K. Rogoff (1995) . " Global Versus Country - Specific Productivity . Shocks and the Current Account , " **Journal of Monetary Economics** 35 (May): 159-92.

Goldstein, M. (1996). " **Presumptive Indicators/ Early warning Signals of Vulnerability to Financial Crises in Emerging - Market Economies** . " Unpublished manuscript. Institute for International Economics. Washington, D.C.

Harberger . A. (1985). " **Lessons for Debtor - Country Managers and Policy makers** . " In G. W. Smith and J. T. Cuddington , eds., **International Debt and the Developing Countries** , PP. 236-57. Washington, D.C. : World Bank .

Hausmann, R., and H. Reisen , eds. (1996) . **Securing Stability and Growth in Latin America : Policy Issues and Prospects for Shock - Prone Economies** .Paris : Organisation for Economic Co-operation and Development .

Heller. H.R., and M. S. Khan (1978). " **The Demand for International Reserves under Fixed and Floating Exchange Rate** , " **IMF Staff Papers** 25 (4) : 623 - 49 .

Johnson , H. (1967). " The Possibility of Income Losses from Increased Efficiency or Factor Accumulation in the Presence of Tariffs . " **Economic Journal** 77: 151- 4.

Kaminsky . G., and C. M. Reinhart (1996). " **The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance - of - Payments Problems** . " Center for International Economics Working Paper No. 17. University of Maryland at

College Park .

Krugman . P. (1993). " International Finance and Economic Development . " In A. Giovannini. ed., **Finance and Development : Issues and Experiences** . PP. 11- 23. Cambridge : Cambridge University Press .

Larrain. G. (1996). " **Productividad del Gasto Publico y Tipo de Cambio Real.** "In F. Morande and R. Vergara, eds., **Analisis Empirico- del Tipo de Cambio en Chile.** Santiago : Centro de Estudios Publicos and Georgetown University , Institute for Latin American Developing Economy Studies .

MacDougall. G.D.A. (1960). " The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad : A Theoretical Approach , " **Economic Record** 36 : 13 - 35 .

Mankiw, N. G., D. Romer , and D. N. Weil (1992). " A Contribution to the Empirics of Economic Growth , " **Quarterly Journal of Economics** 107 (2) : 407 - 37 .

Mckinnon, R. (1964). " Foreign Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation . " **Economic Journal** 74 : 388 - 409 .

Mckinnon, R., and H. Pill (1995). " **Credible Liberalizations and International Capital Flows : The Overborrowing Syndrome** . " Unpublished manuscript . Stanford University , Stanford , Calif .

Milesi- Ferretti, G.M., and A. Razin (1996). " Sustainability of Persistent Current Account Deficits. " NBER Working Paper No. 5467. Cambridge . Mass.

Obstfeld . M., and K. Rogoff (1994). " **The Intertemporal Approach to the Current Account.** " NBER Working Paper No. 4893. Cambridge. Mass .

Razin. A. (1995). " **The Dynamic-Optimizing Approach to the Current Account : Theory and Evidence** . " In P. Kenen. Ed., **Understanding Interdependence : The Macroeconomics of the Open Economy** . PP. 169-98. Princeton, N.J. : Princeton University Press .

Reisen . H. (1993). " **Integration with Disinflation : Which Way ?** " In R. O'Brien, ed., **Finance and the International Economy.** Amex Bank Review Prize Essays. Vol. 7. PP. 128- 45. Oxford : Oxford University Press .

(1994a). " **On the Wealth of Nations and Retirees** . " In R. O'Brien. Ed.,

Finance and the International Economy. Amex Bank Review Prize Essays. Vol. 8. PP. 86- 107. Oxford : Oxford University Press .

(1994b). **Debt. Deficits. And Exchange Rates.** Brookfield. Vt. : Edward Elgar Publishing .

(1996). " Managing Volatile Capital Inflows : The Experience of the 1990s." **Asian Development Review** 14 (1) : 1 - 25 .

(1997) . " Liberalizing Foreign Pension Fund Investment : Positive and Normative Aspects . " **World Development** 25 : 1173 - 82 .

Sachs. J., and A. Warner (1995). " **Economic Reform and the Process of Global Integration** . " Brookings Papers on Economic Activity, no. 1 : 1 - 118 .

Sachs. J., A. Tornell. And A. Velasco (1996). " **Financial Crises in Emerging Markets : The Lessons from 1995.** " NBER Working Paper No. 5576. Cambridge . Mass .