

# تباطؤ رأس المال

نمو الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات  
النامية يشهد تباطؤًا منذ عام ٢٠١٠  
أيهان كوسي، وفرانزيسكا أونسورغ، ولي ساندي يي

## يشهد

نمو الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية تباطؤًا حادًا منذ الأزمة المالية العالمية، حيث تراجع من ١٠٪ سنويًا في عام ٢٠١٠ إلى أقل من ٣,٥٪ في ٢٠١٦. وعلى الرغم من ظهور علامات التعافي في الآونة الأخيرة، فإن نمو الاستثمار، العام أو الخاص، على مدار الثلاث سنوات الماضية، لم يكن أقل بكثير من متوسط معدل قبل الأزمة وحسب، والذي كان مكونًا من رقمين، ولكنه كان أيضًا دون متوسطه على المدى الطويل. وعلاوة على ذلك، يتسم ضعف الاستثمار بأنه واسع القاعدة. ففي عام ٢٠١٦، كان نمو الاستثمارات أقل من متوسطه على المدى الطويل في أكثر من ٦٠٪ من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، وهو أكبر عدد من البلدان يعاني من هذا التباطؤ على مدى ربع القرن الماضي باستثناء خلال الركود العالمي في عام ٢٠٠٩ (راجع الرسم البياني ١). واستمر الضعف على الرغم من الاحتياجات الاستثمارية الكبيرة غير الملباة، ويتضح في العنصرين الخاص والعام للاستثمار. وكان التباطؤ أكثر وضوحًا بين الاقتصادات الكبرى التي تسمى بلدان مجموعة بريكس (البرازيل وروسيا والهند والصين وجنوب إفريقيا) وفي البلدان المصدرة للسلع الأولية. وفي الفترة ما بين عامي ٢٠١٠ و٢٠١٦، انخفض نمو الاستثمار من حوالي ١٣٪ إلى نحو ٤٪ في بلدان مجموعة البريكس، ومن ٧٪ تقريبًا إلى ١,٠٪ في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية المصدرة للسلع الأولية خارج مجموعة البريكس. وشكلت الصين نحو ثلث مجموع تباطؤ نمو الاستثمار

في هذه الاقتصادات خلال هذه الفترة، وشكلت البرازيل وروسيا ثلثًا آخر. والتباطؤ المتواصل في نمو الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية يتناقض مع تعافيه الجزئي في الاقتصادات المتقدمة منذ الأزمة المالية العالمية. فقد بلغ متوسط نمو الاستثمار في الاقتصادات المتقدمة ٢,١٪ خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥. وبحلول عام ٢٠١٤، عاد إلى متوسط معدل نموه على المدى الطويل، أي ليس أدنى بكثير مما كان عليه قبل الأزمة.

## ما أسباب التباطؤ؟

يعكس تباطؤ الاستثمار عدة عوامل تعمل على إلغاء تأثير ظروف التمويل الحميدة بشكل استثنائي، بما في ذلك تكاليف الاقتراض المنخفضة بشكل غير مسبق، ووفرة السيولة في سوق المال، وفي بعض البلدان زيادة الائتمان الخاص المحلي الممنوح للقطاع الخاص غير المالي. ومع ذلك، فإن العديد من العوامل المعاكسة تقابلها فوائد هذه التكاليف التمويلية المنخفضة تاريخيًا حتى أواخر عام ٢٠١٦، بما في ذلك النشاط الاقتصادي المخيب للأمال وضعف آفاق النمو والانخفاض الحاد في أسعار الصادرات مقابل أسعار الواردات (أي تدهور معدلات التبادل التجاري) في البلدان المصدرة للسلع الأولية، وتباطؤ تدفقات رؤوس الأموال وتقلبها، والتراكم السريع للديون الخاصة، ونوبات عدم اليقين المحيطة بالسياسات في الاقتصادات الرئيسية المتعثرة. وقمنا بتقدير الأهمية النسبية لهذه العوامل الداخلية والخارجية في تفسير نمو الاستثمار.



ويؤدي عدم اليقين في السياسات المحلية إلى إعاقة نمو الاستثمار في الداخل؛ أما عدم اليقين في السوق المالية العالمية وعدم اليقين المحيطة بالسياسات، كما هو الحال في الاتحاد الأوروبي (وخاصة بين اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية في أوروبا)، فيؤثر على الاستثمار بشكل أوسع نطاقاً.

ويعد عدم اليقين في الأسواق المالية العالمية المقيس بمؤشر التقلب فيكس (VIX) (الذي يتتبع التقلب في مؤشر ستاندرد آند بورز الأمريكي البالغ ٥٠٠ سهم)، هو متغير رئيسي لتفسير مسار الاستثمار في اقتصادات الأسواق

## أي انتكاسات في النمو تعرض أيضاً الأهداف العالمية للحد من الفقر للخطر.

الصاعدة والاقتصادات النامية، وخاصة عندما يكون هناك زيادة مستمرة في المؤشر. على سبيل المثال، من شأن زيادة نسبتها ١٠٪ في مؤشر فيكس أن تقلل بشكل كبير من نمو الاستثمار (بنحو ٠,٦ نقطة مئوية في غضون سنة واحدة) في هذه الاقتصادات.

وامتدت آثار نوبات عدم اليقين المحيطة بالسياسات في الاتحاد الأوروبي، وخاصة خلال أزمة منطقة اليورو في الفترة ٢٠١٠-٢٠١٢، إلى الشركاء الاقتصاديين المقربين. فعلى سبيل المثال، ازداد عدم اليقين المحيطة بالسياسات زيادة كبيرة خلال الأشهر الأربعة المنتهية في سبتمبر ٢٠١١ (في ذروة أزمة منطقة اليورو). ومن المرجح أن يكون هذا النوع من الزيادة السريعة في عدم اليقين قد أدى إلى خفض الاستثمار، وخاصة في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية في أوروبا وآسيا الوسطى. وبالإضافة إلى هذه التداعيات لعدم اليقين عبر الحدود، فإن عدم اليقين المحلي فاقم ضعف الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية الرئيسية.

**العوامل السلبية على المدى المتوسط:** على النقيض من الاقتصادات المتقدمة، لم يكن تباطؤ نمو الناتج يمثل سوى نسبة صغيرة من التباطؤ في اقتصاد السوق الصاعد أو الاقتصاد النامي المتوسط.

وكانت صدمات معدلات التبادل التجاري أكثر أهمية للبلدان المصدرة للنفط؛ أما بالنسبة للبلدان المستوردة للسلع الأولية، فقد لعب تباطؤ تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل دوراً كبيراً (الذي يضطلع فيه الأجانب بدور الملكية)، فضلاً عن أعباء الديون الخاصة والمخاطر السياسية في الكثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. وبالنسبة للبلدان المصدرة للنفط، في المتوسط، شكلت صدمة معدلات التبادل التجاري الناجمة عن انخفاض أسعار النفط الذي بدأ في عام ٢٠١٤ قرابة نصف التباطؤ في نمو الاستثمار. وبالنسبة لمتوسط البلد المستورد للسلع الأولية، شكل تباطؤ تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للداخل أكثر من نصف التباطؤ في نمو الاستثمار.

وقد أثرت نسب دين القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي تأثيراً بالغاً على الاستثمار: ففوائد زيادة توافر الخدمات المالية (التعميق المالي) على الاستثمار تفوقها بشكل متزايد الآثار الضارة للديون المفرطة. وقد أدى تخفيض الديون فيما بعد الأزمة في العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية المستوردة للسلع الأولية إلى الحد من بعض هذه العقبات أمام نمو الاستثمار. وعلى النقيض من ذلك، أدت الديون الخاصة المرتفعة في العديد من البلدان المصدرة للسلع الأولية غير الطاقة إلى إعاقة الاستثمار. وقد يكون ارتفاع المخاطر السياسية مسؤولاً تقريباً عن عشر التباطؤ في نمو الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية منذ ٢٠١١.

**عدم اليقين المرتفع:** ثمة شكلان من أشكال عدم اليقين على المستويين العالمي والقطري يعدان من العوامل الرئيسية التي تعوق الاستثمار: عدم اليقين في السوق المالية وعدم اليقين المحيطة بالسياسات الاقتصاد الكلي.

والاقتصادات النامية، حيث أدى انخفاض نمو الناتج في الولايات المتحدة بمقدار نقطة مئوية واحدة إلى خفض متوسط نمو الناتج خلال العام التالي في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية بنحو ٠,٨ نقطة مئوية، وأدى انخفاض بنفس المقدار في نمو الناتج في منطقة اليورو إلى خفض مقداره ١,٣ نقطة مئوية في تلك الاقتصادات في غضون عام. وجاءت استجابة نمو الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية أقوى مرتين تقريبا (٢,١ نقطة مئوية) من نمو الناتج.

كما أضر التباطؤ الناتج عن السياسات وإعادة التوازن من الاستثمار نحو الاستهلاك في الصين بنمو الناتج في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. وبما أن الصين هي الآن أكبر شريك تجاري لكثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، فقد أثر تباطؤ نمو الناتج والاستثمار فيها على النمو في هذه الاقتصادات.

فعلى سبيل المثال، في غضون عام واحد، اقترن انخفاض نمو الناتج في الصين بمقدار نقطة مئوية واحدة بانخفاض مقداره حوالي ٠,٥ نقطة مئوية في نمو الناتج في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية الأخرى المستوردة للسلع الأولية وبانخفاض مقداره نقطة مئوية واحدة في نمو الناتج في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية المصدرة للسلع الأولية. وبما أن الكثير من استثمارات الصين كثيف الاستخدام للموارد، فإن إعادة توازن الصين بعيدا عن الاستثمار كان أكثر ضررا بالنسبة لاقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية المصدرة للسلع الأولية.

### التأثير على توقعات النمو

إن تباطؤ نمو الاستثمار بعد الأزمة من مستويات قياسية قبل الأزمة يمكن أن يكون له آثار دائمة على النمو على المدى الطويل. فمن خلال إبطاء معدل تراكم رأس المال، يمكن لفترة طويلة من ضعف نمو الاستثمار أن تعيق نمو الناتج الممكن في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية لسنوات. وفي عام ٢٠٠٩، كان هناك فرق قدره حوالي ١٥ نقطة مئوية بين نمو نصيب الفرد من الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية والاقتصادات المتقدمة. وبحلول عام ٢٠١٥، كان الفرق صفرا تقريبا، وهو أدنى مستوى له منذ أوائل الألفينات (راجع الرسم البياني ٢). ولأن النمو هو إحدى أقوى الطرق للحد من الفقر، فإن أي انتكاسات في النمو تعرض للخطر الأهداف العالمية للحد من الفقر.

وبالإضافة إلى تباطؤ تراكم رأس المال، يرتبط ضعف نمو الاستثمار بنمو أبطأ في الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج (وهو ذلك الجزء من النمو الاقتصادي الذي لا يمكن تفسيره بالزيادات في مدخلات اليد العاملة ورأس المال ويعكس التغييرات في التكنولوجيا والكفاءة). وذلك لأن الاستثمار غالبا ما يكون ذا أهمية حاسمة لاعتماد تكنولوجيات جديدة معززة للإنتاجية. وكان التباطؤ في الإنتاجية أكثر

الرسم البياني ١

### أقل من المتوسط

كان نمو الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية منخفضا خلال السنوات الثلاث الماضية. (حصة اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية التي يقل فيها نمو الاستثمار عن المتوسط طويل الأجل، %)



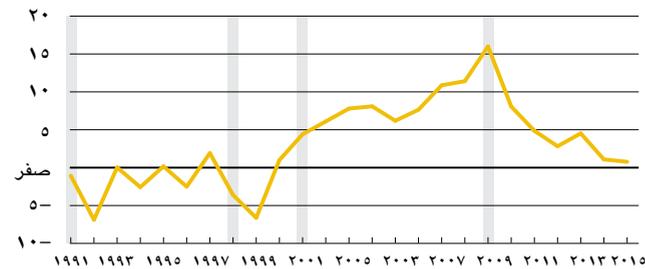
المصادر: مؤسسة Haver Analytics؛ وصندوق النقد الدولي؛ ومؤسسة «أوكسفورد إيكونوميكس»؛ والبنك الدولي، ومؤشرات التنمية العالمية. ملاحظة: المتوسطات طويلة الأجل تخص بلدان بعينها وتشير إلى الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٨. وبيانات عام ٢٠١٦ تقديرية. وتمثل المساحات المظلمة فترات الركود والتباطؤ العالميين.

الرسم البياني ٢

### اختفاء فرق النمو

في الفترة ما بين العامين ٢٠٠٩ و٢٠١٥، اختفى النمو الأكبر كثيرا في نصيب الفرد من الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية مقارنة بالاقتصادات المتقدمة.

(الفرق بين نمو نصيب الفرد من الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية والاقتصادات المتقدمة، بالنقاط المئوية)



المصادر: البنك الدولي. ملحوظة: متوسطات مرجحة للفرق بين معدلات نمو الاستثمار الحقيقي في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية والاقتصادات المتقدمة. تمثل المساحات المظلمة فترات الركود والتباطؤ العالميين.

### التداعيات السلبية من الاقتصادات الرئيسية:

ضعف النمو في الولايات المتحدة وفي منطقة اليورو خيب التوقعات عدة مرات على مدى السنوات السبع الماضية. وبالنظر إلى الحجم الهائل لهذه الاقتصادات ودرجة تجارتها وتكاملها المالي مع بقية العالم، فإن تباطؤ نموها يؤدي إلى تدهور آفاق النمو لاقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. وقد أثر ضعف نمو الناتج في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو على نمو الاستثمار في اقتصادات الأسواق الصاعدة

وضوحا في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية المصدرة للسلع الأولية وفي الاقتصادات التي تشهد أبطأ نمو في الاستثمار. وينعكس ضعف نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج أيضا في تباطؤ النمو في إنتاجية العمل (الناتج عن كل ساعة عمل)، وهو المحرك الرئيسي لنمو الأجر الحقيقي (بعد التضخم) ونمو دخل الأسرة على المدى الطويل.

## تعزير الاستثمار

لدى الكثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية احتياجات استثمارية كبيرة غير ملبأة (دراسة Kose and others 2017). وعدد من هذه البلدان غير مهيا بالشكل الكافي لمواكبة التوسع الحضري السريع والطلب المتغير على العمالة. والاستثمار مطلوب أيضا من أجل تمهيد تقلبات الانتقال بعيدا عن النمو الذي تدفقه الموارد الطبيعية (في البلدان المصدرة للسلع الأولية) أو القطاعات التي لا تشارك في التجارة الخارجية (في بعض البلدان المستوردة للسلع الأولية) نحو مصادر نمو أكثر استدامة. ويمكن لصانعي السياسات تعزيز الاستثمار بشكل مباشر من خلال الاستثمار العام، وبشكل غير مباشر من خلال تشجيع الاستثمار الخاص، بما في ذلك الاستثمار الأجنبي المباشر، وعن طريق اتخاذ تدابير لتحسين آفاق النمو الشامل ومناخ الأعمال. ومن شأن القيام بذلك بشكل مباشر من خلال زيادة الاستثمار العام في البنية التحتية والعمالة أن يساعد على زيادة الطلب على المدى القصير، وأن يزيد من الناتج الممكن على المدى الطويل، وأن يحسن البيئة للاستثمار الخاص والتجارة. وسوف يساعد الاستثمار العام أيضا على سد الفجوات في الدخل، على نحو

## لدى الكثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية احتياجات استثمارية كبيرة غير ملبأة

ما تستهدفه أهداف الأمم المتحدة للتنمية المستدامة، وفي ظل الظروف المناسبة، يمكن أن يحفز الاستثمار الخاص (راجع الرسم البياني ٣).

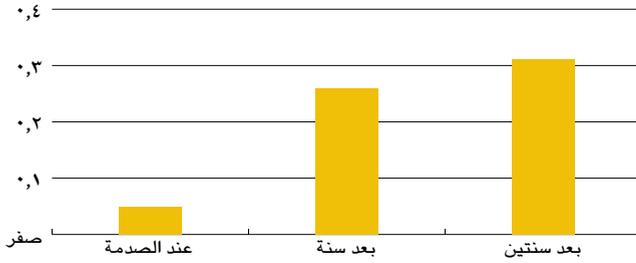
وبشكل غير مباشر، يمكن لسياسات الاقتصاد الكلي أن تشجع الاستثمار المنتج — على سبيل المثال، عن طريق ضمان استقرار الاقتصاد الكلي وتحسين آفاق النمو في الأجلين القصير والطويل. ومن شأن الاستخدام الأكثر فعالية للسياسات المالية العامة والنقدية المصممة لمواجهة تباطؤ النمو أو تناقصه أن يعزز أيضا الاستثمار الخاص بصورة غير مباشرة عن طريق تعزيز نمو الناتج، ولا سيما في اقتصادات الأسواق الصاعدة والنامية المصدرة للسلع

الرسم البياني ٣

### تنشيط الاقتصاد

يمكن للاستثمار العام أن يحفز الاستثمار الخاص.

(زيادة الاستثمار الخاص بعد زيادة نسبتها ١٪ في الاستثمار العام، التغير من السيناريو الأساسي، بالنقاط المئوية)



المصادر: صندوق النقد الدولي؛ والمصادر الوطنية؛ ودراسة Kose, Ayhan, and others. 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses." Policy Research Working Paper 7990, World Bank, Washington, DC. ورقة عمل بحوث السياسات رقم ٧٩٩٠، البنك الدولي، واشنطن العاصمة. ملاحظة: استجابات الاستثمار الخاص التراكمية بسبب صدمة موجبة في الاستثمار العام تستند إلى عينة تتألف من ثمانية من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، من الربع الأول من عام ١٩٩٨ إلى الربع الثاني من عام ٢٠١٦. تمثل الأعمدة القيم الوسطية.

الأولية. غير أن هذه السياسات قد تكون أقل فعالية إذا كانت الحكومات تفتقر إلى الموارد اللازمة لزيادة الإنفاق أو خفض الضرائب أو إذا كان نمو الناتج ضعيفا بسبب الحاجة للتكيف مع انخفاض دائم في الإيرادات من صادرات السلع الأولية.

ولزيادة نمو الاستثمار على نحو مستدام، يجب تدعيم هذه السياسات بإصلاحات هيكلية لتشجيع الاستثمار الخاص المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر. ويمكن أن تشمل هذه الإصلاحات مجالات مختلفة. فعلى سبيل المثال، يرتبط خفض الحواجز أمام دخول الأعمال التجارية وتكاليف بدء التشغيل الأقل بارتفاع الأرباح للشركات القائمة وزيادة الفوائد من الاستثمار الأجنبي المباشر للاستثمار المحلي. ومن شأن الإصلاحات الرامية إلى الحد من الحواجز التجارية أن تشجع كلا من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الكلي. وتؤدي حوكمة الشركات وإصلاحات القطاع المالي إلى تحسين تخصيص رأس المال عبر الشركات والقطاعات. وتشجع حقوق الملكية الأقوى استثمارات الشركات والاستثمارات العقارية. وينبغي استكمال هذه السياسات بالجهود الرامية إلى تعزيز الشفافية — أي تحسين أساليب الإبلاغ المالي. <sup>FD</sup>

أيهان كوسي مدير، وفرانزيسكا أونسورغ كبير الاقتصاديين، ولي ساندي بي اقتصادي، وجميعهم في الفريق المعني بأفاق التنمية بمكتب نائب الرئيس لشؤون اقتصاديات التنمية، البنك الدولي.

### المراجع:

Kose, Ayhan, and others. 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses." Policy Research Working Paper 7990, World Bank, Washington, DC.