



برج سباسكايا فى الكرملين، موسكو

قصة أزميتين

إيريك بيرجلوف، الكسندر بليخانوف، وألان روسو

Erik Berglöf, Alexander Plekhanov, and Alan Rousso

**لا تزال روسيا
اقتصادا يعتمد على
الموارد يتعين عليه
التنوع بطريقة
مواتية للسوق**

شاهدنا ذلك من قبل

أين سمعنا هذه القصة من قبل؟ إن التحول الصارخ والمؤلم فى المشاعر، وكذلك فى الأداء الاقتصادى، وكذلك عدة سمات أخرى للأزمة الحالية، تذكرة غريبة الشأن بالانهيار المالى الذى حدث فى ١٩٩٨. فمنذ ١٩٩٥ حتى ١٩٩٨، كانت روسيا توصف من قبل كثير من المحللين الغربيين المحترمين بأنها قصة نجاح عالمى كبير. فيفضل الجهود الأولى لأول فريق للإصلاح، بقيادة الرئيس بوريس يلتسن ويجورجايدار القائم بعمل رئيس الوزراء، أصبحت روسيا حسب قول هؤلاء المحللين، ديمقراطية متوجهة نحو السوق فى أقل من خمس سنوات.

ثم فى عام ٢٠٠٨، ساد شعور بأن موسكو مدينة الازدهار، فهرع إليها الشباب بحثا عن حظوظهم. وكانت البورصة، رغم صغرها وعدم سيولتها، من أفضل البورصات أداء فى العالم، وكانت الطبقة الوسطى قط طفتت تتشكل.

إن انقلاب حظ روسيا صارخ ولافت للنظر. فقبل أن تضرب الأزمة المالية العالمية بكامل قوتها فى أواخر ٢٠٠٨ مباشرة، كانت روسيا تبدو وكأنها لا تقهر. وتمثل بعض الإنجازات فحسب فى أداء اقتصادى مدهش استمر نحو ١٠ سنوات، وإدارة اقتصادية كلية حريصة، وفوائض مالية وفى الحساب الجارى، وثالث أكبر احتياطي من النقد الأجنبي فى العالم، وطبقة وسطى نامية. لكن الصورة تغيرت حاليا بصورة درامية. ذلك أن انخفاضا حادا فى الناتج فى الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ والربع الأول من عام ٢٠٠٩، وما يشبه الفشل لقلّة من البنوك الضخمة، ومصارعة المجموعات الصناعية الكبرى والارتفاع المنذر بالخطر فى البطالة، ألقى ضوءا جديدا كلية واقع الحال. ثم هناك حقيقة أن نحو ثلث احتياطيات البلاد— الذى استخدم أساسا لدعم الروبل خلال انزلاقه التدريجى قد يتبخّر فى الهواء.

عبر السفن للنفط والغاز والمعادن، حصة كبيرة من القيمة المضافة في الخدمات. وفي ضوء أن روسيا أكثر اعتمادا حاليا على الموارد الطبيعية مما كانت عليه في ١٩٩٨، كيف تأثر اقتصادها بصدمة أسعار النفط؟ عقب الأزمة الآسيوية، هبط سعر النفط من ٢٣ دولارا في أوائل ١٩٩٧ إلى أقل من ٩ دولارات في منتصف حزيران/ يونيو ١٩٩٨، وهو انخفاض يربو على ٦٠ في المائة. ومستوى سعر النفط الراهن أعلى من المستويات الدنيا التاريخية بكثير. فهو أعلى بنحو ثلاثة أمثال بالقيمة الحقيقية مما كان عليه في منتصف ١٩٩٨.

«لم تفعل روسيا ما يكفي لتحصن نفسها من تكرار الأزمات الذي ينتج في جزء كبير منه من الانخفاض الحاد في سعر النفط»

ويمائل الأسعار في مطلع ٢٠٠٥، عندما كان الاقتصاد الروسي يمضي بقوة للأمام بمعدل ٧ في المائة سنويا، ويراكم احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي (انظر الشكل ١). لكن تصحيح الأسعار بالقيم النسبية كان أسرع وأكبر هذه المرة: فقد هبط سعر نفط الأورال من المستوى المرتفع الذي بلغ ١٢٨ دولارا للبرميل لمتوسط قدره ٤٤ دولار في الأشهر الأربعة الأولى من ٢٠٠٩، وهو انخفاض بنحو ٧٠ في المائة.

موضوع مشترك

تمثل أهمية النفط للاقتصاد موضوعا مشتركا في كل من أزمته ١٩٩٨ و ٢٠٠٨. وهناك تشابه آخر هو أن القطاع العيني، والقطاع المالي، وقطاع المبيعات الحكومية تأثرت جميعها بصورة قاسية. بيد أن الظروف الأولية في هذه القطاعات الثلاثة، والروابط فيما بينها، وتسلسل الأحداث التي أدت للأزمة في ١٩٩٨ والانكماش في ٢٠٠٨، تختلف اختلافا بينا.

الاقتصاد العيني: حتى قبل أن تضرب أزمة ١٩٩٨ ضربتها، عانت روسيا كسادا، وعلى الرغم من أن اقتصاد موسكو عاد للنمو السريع في منتصف ١٩٩٧، يقدر أن الناتج انكمش في ٤٣ منطقة من ٧٩ منطقة في ١٩٩٧. وعلى النقيض من ذلك، شهد العقد الماضي نموا سريعا وقويا

ويتسم بالانتشار الجغرافي الواسع. وفي النصف الأول من ٢٠٠٨، نما الناتج بمعدل سنوي قدره ٨,٢ في المائة، وزاد بنسبة ٨٢ في المائة خلال ١٩٩٩-٢٠٠٨. وبمقاييس عديدة كان الاقتصاد محموما.

وفي ١٩٩٨، بدأت المشاكل في الاقتصاد العيني قبل أن يضرب تعثر أغسطس النظام المالي ويطلق العنان لتخفيض خطير في قيمة الروبل، بفترة طويلة. ولا تتوافر البيانات الرسمية المصححة موسميا، لكن الحسابات التقريبية تشير إلى أن الناتج انكمش بصورة حادة في

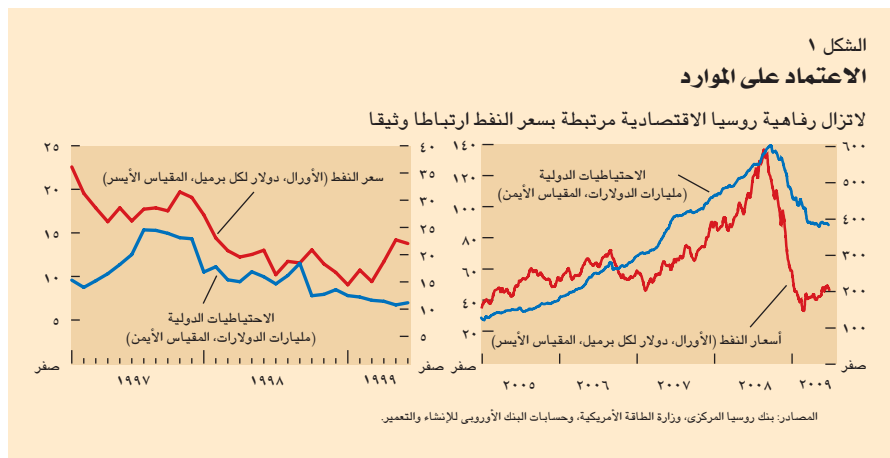
وساد الاعتقاد بأن روسيا أكبر وأهم (وأكثر نووية) من أن تفشل، ومن ثم انتشر الاعتقاد بأنه لا أساس للمخاوف من أن تنتقل إليها عدوى الأزمة الآسيوية - وهي العدوى التي كانت قد طفتت تنتشر في كل أنحاء الأسواق الناشئة في النصف الثاني من ١٩٩٧ ومطلع ١٩٩٨. ونحن نعرف بقية القصة. ففي آب أغسطس ١٩٩٨، حلّ التعثر وخفض قيمة العملة واليأس.

إذن ما الذي يمكن تعلمه من هاتين الأزمته، اللتين فصل بينهما نحو ١٠ سنوات على نحو الدقة. كانت روسيا قد تحركت على عدة جبهات منذ أن ضربت آخر أزمة كبيرة ضربتها. وما يمكن أن نكسبه من النظر للوراء إلى أحداث ١٩٩٨، هو نوع من الراحة، لأننا نعرف أن روسيا حاليا أقوى مما كانت عليه عندئذ. لكن بعض المخاوف جدية بالاعتبار: ذلك أن انتعاش الاقتصاد قد يكون أقل قريبا وعمقا هذه المرة.

وما نحن موقنون بالتوصل إليه هو أن روسيا لم تفعل ما يكفي لتحصين نفسها من الأزمات المتكررة التي تنجم لحد كبير، عن الانخفاض الحاد في أسعار النفط. فلا تزال روسيا اقتصادا يعتمد على الموارد يتعين عليه أن يتخذ خطوات هادفة للتنوع بطريقة مواتية للسوق.

استمرار أهمية النفط

نجمت كلتا الكارثتين في المحل الأول عن انخفاض حاد في أسعار النفط، وهو المتغير الخارجي الأساسي بالنسبة للاقتصاد الروسي، الذي لا يزال تنويعه بعيدا عن النفط والغاز والسلع الأساسية الأخرى يمثل تحديا رئيسيا في الأجل الطويل. وقبل نشوب أزمة ١٩٩٨، كان النفط والغاز يمثلان نحو نصف إيرادات روسيا من الصادرات ويمثلان بصورة مباشرة خمس إيرادات الحكومة الاتحادية. وبحلول ٢٠٠٨ وصلت حصة النفط والغاز من حصيلة الصادرات إلى ٦٨ في المائة، ومثلت الموارد الطبيعية مباشرة نصف إيرادات الحكومة الاتحادية. وشكلت الصناعات الاستخراجية أكثر من ١٠ في المائة من إجمالي القيمة المضافة، وكان إسهامها الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي أكبر كثيرا، لأن نحو ٦٠ في المائة من الإنتاج الصناعي كان مركزا في قطاعات مترابطة بصورة وثيقة، مثل تكرير النفط وإنتاج الأسمدة والمعادن. وتشير التقديرات التقريبية إلى أن الحصة المباشرة الشاملة للموارد الطبيعية والقطاعات ذات الصلة بها في إجمالي القيمة المضافة في الاقتصاد، قد زادت عمليا من نحو ١٥ في المائة في ١٩٩٧ إلى نحو ٢٠ في المائة في ٢٠٠٧. وإضافة لذلك، تمثل التجارة في الموارد الطبيعية والنقل



من دفتر القروض جرى تمويله فعلا بقروض المصارف الخارجية (٢٠٠ مليار دولار حتى نهاية أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨)، أساسا من القروض المشتركة وحدود التسهيلات الائتمانية المقدمة من البنوك الأم الخارجية. كما استندت الشركات الكبيرة بصورة نشيطة إلى الأسواق المالية الدولية وراكمت نحو ٣٠٠ مليار دولار من الديون الخارجية.

وفيما بين نهاية ٢٠٠٠ والربع الثالث من ٢٠٠٨، زادت دفاتر قروض البنوك بمعدل سنوي متوسط يربو على ٥٠ في المائة، تقريبا بنفس سرعة أوكرانيا، حيث وصلت نسبة ائتمان القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ٦٣ في المائة، وواجه النظام المصرفي بالفعل صعوبات خطيرة. وفي نفس الاتجاه، تعد نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي المتواضعة نسبيا في روسيا مضللة نوعا ما، لأنها تعكس النمو المرتفع غير المسبوق في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، الذي زاد ثمانية أمثال بالقيم الدولارية بين ١٩٩٩ و ٢٠٠٨ استنادا إلى ارتفاع سريع في أسعار السلع الأساسية.

ومثل هذه المعدلات المرتفعة من نمو الائتمان تجعل من الصعب على البنوك وجهات الإشراف على حد سواء، ضمان تطبيق نماذج ملائمة لإدارة المخاطر.

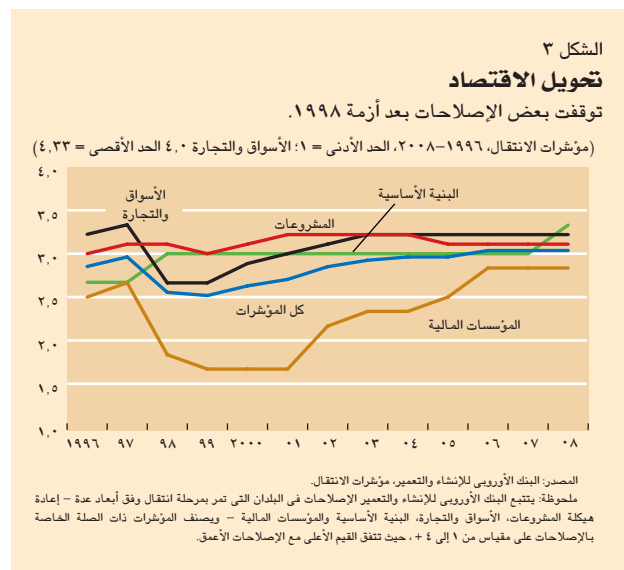
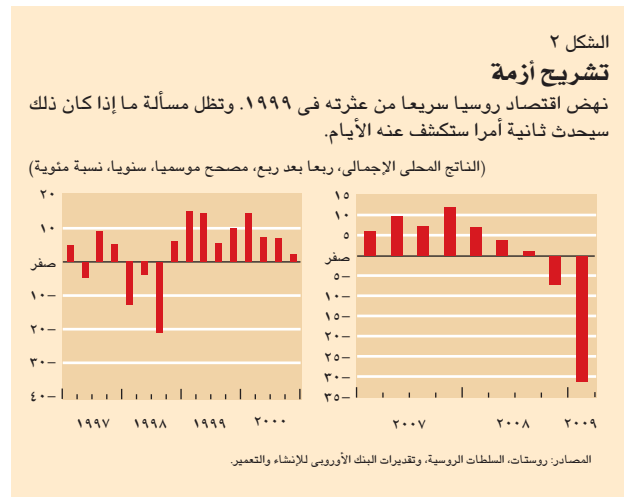
الثلاثة الأرباع الأولى من عام ٢٠٠٨، وبعدها بدأ انتعاش قوى عقب الأزمة المالية بصورة مباشرة تقريبا (انظر الشكل ٢). وبعبارة مبسطة، إن الانخفاض في أسعار النفط فاقم الوضع في اقتصاد عيني يجاهد بالفعل، مما قلص كثيرا المالية العامة، وهو ما عوضه مؤقتا إصدار ديون قصيرة الأجل بأسعار فائدة مرتفعة جدا استثمرت فيها بصورة كبيرة المؤسسات المالية المقيمة وغير المقيمة. وأطلق انهيار سوق الديون قصيرة الأجل عنان الأزمة المالية والتخفيض الحاد لقيمة الروبل.

وعلى خلاف ١٩٩٨، عندما انتشر التوكل تدريجيا من القطاع العيني إلى المالية العامة إلى النظام المصرفي، حلت الضربة في ٢٠٠٨ بالقطاعات الثلاثة جميعها في الوقت نفسه. وتلقى القطاع العيني الذي ينمو سريعا لطفة مزدوجة من جراء الهبوط الحاد في أسعار السلع الأساسية وانخفاض واضح في الطلب العالمي على السلع المصنوعة، بما في ذلك منتجات الصلب التامة الصنع وشبه التامة وسيطرت أسواق القروض المشتركة، مما جعل إعادة تمويل الالتزامات الخارجية أكثر اتساما بالتحدي بالنسبة لبعض المقترضين من القطاع الخاص وجعله مستحيلا بالنسبة لآخرين. وهجر كثيرون من مستثمري الحافظة روسيا، والأسواق الناشئة بصفة أعم، وبدأ تمويل التجارة ينضب. وتقلصت إيرادات الضرائب بصورة حادة، ففي كانون الثاني/ يناير - شباط/ فبراير، وسنة تلو أخرى انخفضت متحصلات الحكومة بنسبة ٩ في المائة بالقيم الاسمية، الأمر الذي يعادل انخفاضا بالقيمة الحقيقية يعادل ٢٠ في المائة تقريبا.

المالية الحكومية. في ١٩٩٨، سبق توكل القطاع العيني الأزمة المالية، وبعد أن خمدت الأزمة، كانت هناك تغذية مرتدة قليلة من القطاع المصرفي والمالية الحكومية إلى الاقتصاد العيني. ولم تشكل إيرادات الحكومة العامة (بما في ذلك الأموال الخارجة عن الميزانية) سوى ٢٧ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في ١٩٩٧، كانت إيرادات الحكومة المركزية تمثل أقل من النصف منها. ومن ثم، لم يكن هناك سوى مجال محدود للحوافز الضريبية.

وبحلول ٢٠٠٨، زاد دور الحكومة في الاقتصاد بصورة مثيرة. فبلغ إجمالي الإيرادات الحكومية العامة ٣٩ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، كان نصيب الحكومة الاتحادية يمثل ٥٨ في المائة منه. وفي ٢٠٠٤، أنشأت روسيا صندوق تثبيت النفط، الذي انقسم فيما بعد إلى صندوق الاحتياطي وصندوق الثروة القومية، لتجنب جزء من إيرادات البلاد من النفط. وفي مطلع ٢٠٠٩، كان هذا الصندوق قد راكم ٢٢٥ مليار دولار - تعادل ١٧ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي - وجرى سداد الديون العامة الخارجية لحد كبير. وعلى الرغم من الانخفاض الكبير في الإيرادات الضريبية، فقد توافر للحكومة مجال لاستخدام الحوافز الضريبية أكثر مما كان قائما في ١٩٩٨.

القطاع المالي. في حين أن القطاع المالي كان يستثمر بكثافة في ١٩٩٨ في الديون قصيرة الأجل، لم يبلغ إجمالي الائتمان المقدم للقطاع العام سوى ٩ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغت نسبة الديون إلى الودائع ٧٦ في المائة. ولم يكن ائتمان المستهلك قائما كلية، وقلّ مجموع تمويل المشروعات لمدة تقل عن سنة عن ٢,٥ من الناتج المحلي الإجمالي. وفي هذه الظروف، كان لانهايار النظام المصرفي تأثير ضئيل على القطاع العيني. وعلى أية حال، فقد ساعدت الأزمة في إعادة توجيه النموذج المصرفي نحو تمويل المشروعات والمستهلكين. بيد أنه، بحلول منتصف ٢٠٠٨، وصل الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى ٤٢ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، تم منح نحو الربع منه للمستهلكين. وبنسبة للقروض للودائع تبلغ نحو ١٥٠ في المائة، فإن جانبا كبيرا



وربما يمكن دعم السيولة الذى يقدمه البنك المركزى، البنوك مؤقتا من تأجيل مشاكل القروض، لكن نوعية الأصول الأساسية ستعتمد فى نهاية المطاف على حالة الاقتصاد العيى. ومن ثم، فمن المهم وضع خطط للطوارئ لإعادة هيكلة وإعادة رسملة النظام المصرفى.

وقد تركزت الجهود المبذولة لدعم النظام المصرفى الأكبر كثيرا حاليا، فى توفير السيولة التى تمس الحاجة إليها، حيث وجدت البنوك نفسها منبته الصلة بالأسواق الدولية بدرجة كبيرة. وإضافة لذلك، واجه عدد كبير من البنوك، خاصة البنوك متوسطة الحجم والإقليمية، عملية سحب سريعة للودائع من عملاء التجزئة والعملاء من الشركات فى أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨. وردت السلطات بتقديم

«على خلاف الوضع منذ ١٠ سنوات خلت،

تتوافر للحكومة حاليا أموال كافية لإدارة

حوافز مالية كبيرة على جانب الطلب وتقديم

تحويلات اجتماعية موجهة».

تغطية للتأمين على الودائع وضخت السيولة على نطاق واسع من خلال القروض الممنوحة بضمان إضافى وبغيره، للبنوك.

وعلى الجانب الإيجابى، لم تواجه روسيا مشكلة كبيرة فيما يتعلق بالديون المسماة بعملة أجنبية فقد كان ٢٥ فى المائة من قروض الشركات المحلية ونحو تسعة من قروض المستهلكين فحسب، مسماه بالعملة الأجنبية، بما يقل كثيرا عن معظم الأسواق الناشئة الأخرى فى أوروبا. ويتعارض هذا مع الوضع الذى كان قائما فى تموز/ يوليو ١٩٩٨، عندما بلغت نسبة الدولار ٤٢ فى المائة.

ولذلك، فإن الانخفاض الأخير فى قيمة الروبل لم يكن له تأثير سلبي مباشر قوى على نوعية ميزانيات الشركات متوسطة الحجم ودفاتر القروض فى البنوك. وفى الوقت نفسه، تشير شدة الركود الاقتصادى والنمو السريع جدا للنظام المصرفى إلى زيادة سريعة جدا فى تواتر القروض عديمة الأداء فى المستقبل.

أزمة مختلفة، ردود أفعال مختلفة للسياسة

تفسر الظروف المختلفة جزئيا فرقا مهما آخر بين ١٩٩٨ و ٢٠٠٨: رد فعل السياسة. ففي ١٩٩٨، كانت روسيا تفتقر إلى الموارد وربما الإرادة السياسية اللازمين للتصدى للأزمة. والواقع أن الأمر الأكثر أهمية الذى لم تقم به الحكومة فى ذلك الوقت هو محاولة تسهيل طريق خروجها من الأزمة كيميا. فقد قاومت الحكومة، ومحافظ البنك المركزى فيكتور جيراشنشكو، وهو ما يدعى للدهشة، نوعا ما، الضغوط من قبل كثيرين من أصحاب المصلحة من أجل طبع النقود، وسرعان ما استعاد الاقتصاد العيى عافيته. وطبيعة الأزمة مختلفة بصورة أساسية هذه المرة، حيث توجد جذورها خارج روسيا، وحيث موارد الحكومة أكبر كثيرا. كذلك كان رد فعل السلطات أكثر فاعلية بكثير، من الزاوية النقدية، وكذلك من الزاوية المالية.

وتوفر ميزانية ٢٠٠٩ المنقحة حوافز مالية كبيرة، مع توقع أن تشهد الميزانية الاتحادية عجزا يصل إلى ٨ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى فى ٢٠٠٩، يرجح أن يعقبه عجز قدره ٥-٦ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى فى ٢٠١٠، يتم تمويله أولا من الاحتياطات الضريبية المتراكمة. ويشمل الإنفاق الاختيارى الإضافى البالغ ٤,١ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى، حزمة على جانب الطلب تبلغ نحو ٢ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى من الإنفاق الاجتماعى فى معظمه، وحزمة على جانب العرض بما يصل إلى ١,٣ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى مكونة من دعم موجه لمشروعات وصناعات فردى، وحزمة للبنوك تبلغ نحو ٠,٨ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى.

ولا يزال الوقت مبكرا على تقييم أثر الأزمة الحالية على جدول أعمال الإصلاح. فقد جعل البطالة المتصاعدة (قدرت بنسبة ٩,٥ فى المائة فى شباط/ فبراير ٢٠٠٩)، والدخول المتهاوية، والتضخم المرتفع (١٣ فى المائة سنة بعد سنة)، والطلب الضعيف على السلع المصنوعة، وحاجات البنية الأساسية القليلة العاجلة فى الأجل القصير، التدابير الإدارية، مثل تحديد الأسعار، وتحديد الرسوم الجمركية، والحوافز التجارية، والدعم الموجه للمشروعات المعتلة، مغرية من الناحية السياسية- وقد جرب البعض منها بالفعل على نطاق ضيق. فعلى سبيل المثال، تمت مؤخرا زيادة رسوم الاستيراد على السيارات المستعملة.

ما مدى جدوى ذلك؟

كما فى ١٩٩٨، ستعتمد سرعة الانتعاش من الأزمة الراهنة على عوامل خارجية، أساسا وتيرة الانتعاش العالمى، ومسار أسعار النفط، وتكلفة رأس المال فى الأسواق الدولية، نظرا لاحتياجات روسيا الشاسعة من الاستثمار فى القطاع الصناعى وفى البنية الأساسية.

لكن وتيرة الانتعاش ستعتمد على رد فعل السياسة أكثر كثيرا منها فى عام ١٩٩٨، نظرا لدور الحكومة الأكبر بروزا والروابط الأقوى كثيرا بين النظام المالى والاقتصاد العيى.

وعلى خلاف الوضع منذ ١٠ سنوات خلت، تتوافر للحكومة حاليا أموال كافية لإدارة حوافز مالية كبيرة على جانب الطلب وتقديم تحويلات اجتماعية موجهة لمن كانوا أشد تضررا من الأزمة بصفة خاصة. لكن تخصيص الإنفاق العام بطريقة منتجة وتحفز الطلب الإجمالى دون أن تخلق نقاط اختناق جديدة، يظل تحديا فى روسيا. وبصفة خاصة، فإن قدرة الحكومة على إدارة برامج كبيرة للبنية الأساسية لا تزال محدودة. ومع قيام القطاع المالى حاليا بدور أكثر بروزا بكثير فى الاقتصاد الروسى مقارنة بالتسعينيات من القرن الماضى، فإن التكاليف المحتملة لانهايار النظام المصرفى يمكن أن تكون عالية جدا بالنسبة للاقتصاد العيى، مثلها مثل تكلفة السياسات المالية المضللة. وسيتعين على حكومة روسيا أن تلتزم الحرص فى خطاها فى الأشهر القادمة. ■

إيريك بيرجولوف اقتصادى أقدم، آلان روسو مدير الاستراتيجية والتحليل، الكسندر بليخانوف خبير اقتصادى، وجميعهم يعملون فى البنك الأوروبى للإنشاء والتعمير.