

### صعود وهبوط الدولار

بقلم مايكل روزنبرغ

وصل مايكل روزنبرغ إلى أوج شهرته على الإنترنت. والكتاب القيم الذي ألفه عام 1995 حول تنبؤات العملة ونماذج تحديد سعر الصرف، بعنوان: Currency Forecasting: A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination يعد أثراً رفيع المستوى. إن استطعت أن تجد نسخة غير جديدة منه على الإنترنت فقد يكلفك الحصول على نسخة واحدة منه مبلغاً لا يقل عن 175 دولاراً أو يزيد. شغل روزنبرغ منصب الرئيس العام لجماعة البحوث في القطع الأجنبي بمصرف دويتشه بنك. رحل إلى بلاد الأموال المحمية من الخسارة لكنه ترك لنا مقالة هذا الفصل هدية وداعية قبل سفره. إن كان الدولار والين واليورو هي ورق عباد الشمس للاقتصاد العالمي، فالتجارة هي العملية الكيميائية ذاتها لاختبار هذا الورق. في هذه المقالة يتناول مايكل روزنبرغ القطع الأجنبي والتجارة وتجربة انعدام التناقص التي ذهبت في الاتجاه الخاطئ - العجز في الحساب الجاري للولايات المتحدة.

يقال إن الأحداث المالية والاقتصادية في يومنا هذا ليست تكراراً دقيقاً لأحداث العام الفائت، إنما يوجد فيما بينها تناغم في الإيقاع في أغلب الأحيان. وهذا القول ينطبق بصفة خاصة على حركة الدولار الأمريكي. يخبرنا التاريخ أن الدولار قد أظهر نزوعاً نحو الصعود والهبوط عبر دورات طويلة الأمد، وأن طول

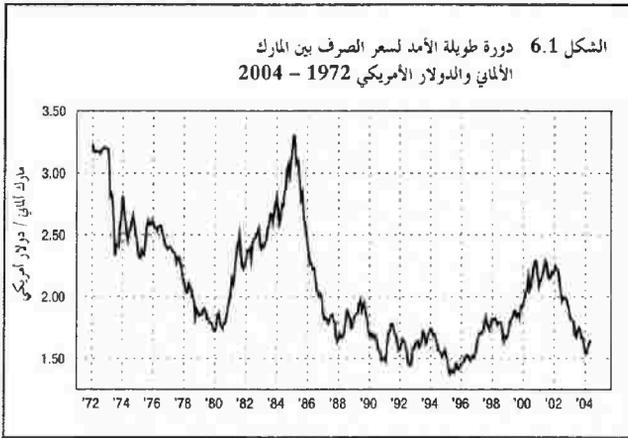
وحجم أرجحة الدولار في الصعود والهبوط بالدورة النموذجية الواحدة كانت كبيرة جداً، وفي كل حالة من هذه الحالات أظهر الدولار ميلاً نحو تجاوز مستوى القيمة الأساسية لقوته الشرائية بهوامش كبيرة على كلا الجانبين. فمنذ حدوث إجراءات تعويم سعر الصرف عام 1973 مرّ الدولار بثلاث دورات سلبية كبرى - كانت في أواخر السبعينيات، ثم في النصف الثاني من الثمانينيات وهذه الدورة الأخيرة التي ابتدأت، في معظمها، في مطلع العام 2002 ولا تزال حتى يومنا هذا (انظر الشكل 6.1).

يوجد عدد من الملامح المشتركة في هذه الدورات السلبية الثلاث. ففي كل واحدة منها كان المحرك الرئيس للدورة السالبة تلك المخاوف إزاء الاختلال الكبير في الميزان التجاري للولايات المتحدة. وكما يتضح من الأشكال 6.2 وحتى 6.4 تدهور الميزان التجاري الأمريكي كثيراً حتى أنه أشاع المخاوف لدى صناعات السياسات والمشاركين في الأسواق على السواء بأن توجهات هذا الاختلال في الميزان التجاري لا يمكن تحمله.

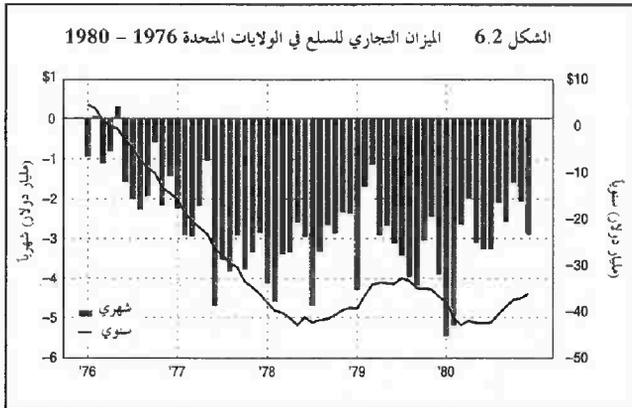
ومن جهة أخرى لعبت السياسات النقدية الأمريكية اللينة نسبياً دوراً هاماً في تلك الدورات السلبية للدولار. وكما يتبين من الشكل 6.5 كانت أسعار الفائدة الحقيقية في الولايات المتحدة سالبة خلال الدورات السلبية للدولار في السبعينيات وخلال الدورة الحالية وانخفضت انخفاضاً حاداً - رغم أنها ظلت في الدائرة الموجبة - خلال الدورة السلبية التي حدثت في النصف الثاني من الثمانينيات. وإذا اجتمعت أسعار فائدة حقيقية سالبة كانت أم منخفضة مع اختلال كبير في الميزان التجاري فإنهما معاً يشكلان عاملاً فتاكاً لأية عملة، وهكذا كان حال الدولار خلال الأعوام الثلاثين الماضية.

أما الدورات الإيجابية للدولار فهي مثل نظيرتها الدورات السلبية توجد فيها بعض الملامح أو القواسم المشتركة. منذ بداية تعويم سعر الصرف مرّ

الدولار بدورتين إيجابيتين - في الفترة من 1981 - 1985 ثم في الفترة 1995 - 2000. اتسمت هاتان الدورتان بشيئين أولهما أسعار فائدة مرتفعة وامتزاجة وانتعاش اقتصادي مستدام في الولايات المتحدة. أما الانتعاش الذي حدث في الفترة 1981 - 1985 فقد كان وراءه سياسة التخفيضات الضريبية التي اعتمدها الرئيس رونالد ريغان وكذلك تنامي الحشود الدفاعية للولايات المتحدة، في حين كان وراء النهوض الاقتصادي في الفترة 1995 - 2000 قوى "الاقتصاد الجديد" التي حققت ارتفاعاً كبيراً في نمو الإنتاجية داخل الولايات المتحدة مقارنة مع الإتحاد الأوروبي واليابان.



المصدر: Datastream



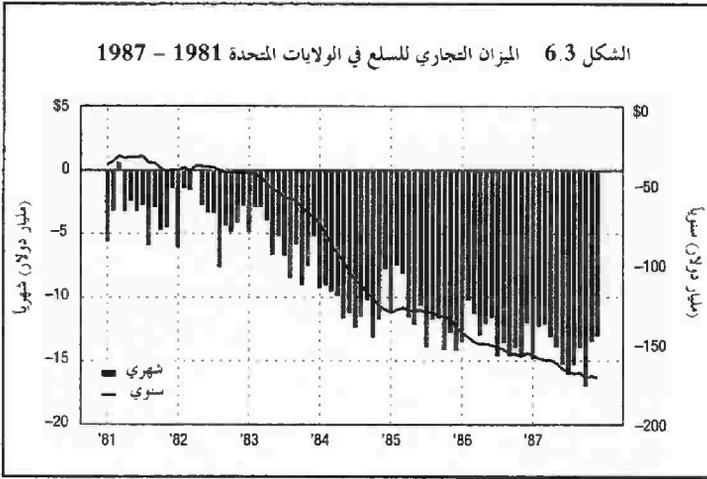
المصدر: Datastream

ورغم أن التاريخ لا يكرر نفسه على نحو دقيق جداً، إلا أنه من اللافت والمثير للاهتمام أن نجد تماثلاً كبيراً في أنماط الدورات الإيجابية والسلبية للدولار في الثمانينيات وفي الفترة من 1995 - 2004. وكما يبين لنا الشكل 6.6، يلاحظ أن الدورة الإيجابية للدولار في النصف الثاني من عقد التسعينيات تتبع الأثر نفسه لنمط الدورة الإيجابية في النصف الأول من عقد الثمانينيات. وعلى النحو ذاته تبدو الدورة السابقة للدولار التي ابتدأت مع مطلع العام 2002 وحتى الزمن الحاضر شديدة الشبه بالهبوط الحاد للدولار في الفترة الواقعة بين عامي 1985 و1987. ومن ملاحظة عابرة للشكل 6.6 يتبين أنه إذا كانت الدورة السالبة الحالية متوافقة كثيراً مع الدورة السالبة لعقد الثمانينيات، فمن المحتمل أنها سوف تدوم لبعض الوقت قبل أن تنتهي.

تكمن واحدة من الغايات التي نشدها في هذا الفصل في محاولة تقييم كم من الزمن وإلى أي مدى سوف تستمر الدورة السالبة الحالية. إذا أخذنا بنظر الاعتبار هذا الحجم الهائل للعجز الحالي في الحساب الجاري الأمريكي، والاحتمال الكبير بأن هذا العجز سوف يتواصل ويزداد بناءً على اتجاه مسيره فإن مزيداً من الهبوط في قيمة الدولار سوف يلزم لكي يمكن إجراء ضبط وتعديل منظم لهذا الاختلال في ميزان الحساب الجاري الأمريكي ليصبح في مستوى أكثر استدامة.

نقدم في هذا الفصل تحليلاً للقوى الرئيسة والفنية التي كان لها دور في ارتفاع الدولار في النصف الثاني من عقد التسعينيات، كما نوضح كيف أسهمت قوى "الاقتصاد الجديد" في انتعاش الاستثمارات الأمريكية، والارتفاع في نمو الإنتاجية في الولايات المتحدة وذاك الارتفاع الكبير في التدفقات الرأسمالية القادمة إلى الولايات المتحدة. ومع أن العجز في الحساب الجاري قد بدأ يتزايد كثيراً استجابة للزيادة الكبير في النشاط الاقتصادي الأمريكي في النصف

الثاني من التسعينيات، إلا أن سرعة تدفق الرأسمال الخاص إلى الولايات المتحدة كانت تفوق كثيراً السرعة التي كان فيها الميزان التجاري الأمريكي يتهاوى. وقد نجم عن هكذا وضع زيادة صافية في الطلب على الدولار، ما جعل سعر الدولار يرتفع ارتفاعاً حاداً في فترة 1995 - 2000.



المصدر : Datastream

ننتقل بعد هذا التحليل لنبحث موضوع القوى الرئيسية التي دفعت الدولار نحو الهبوط الحاد منذ مطلع العام 2002، والتي تتضمن ما يلي:

1- ارتفاعاً في عجز الحساب الجاري الأمريكي إلى مستوى يعتقد عموماً أنه مستوى عالٍ غير محتمل،

2- وانخفاضاً في أسعار الفائدة الأمريكية إلى مستويات دنيا نوعاً ما جعلت من العسير على الولايات المتحدة أن تمول ذلك الاختلال الكبير في ميزان حسابها التجاري.

3- والحاجة إلى تصحيح التقييم المغالي للدولار (فقد كان الدولار أعلى من

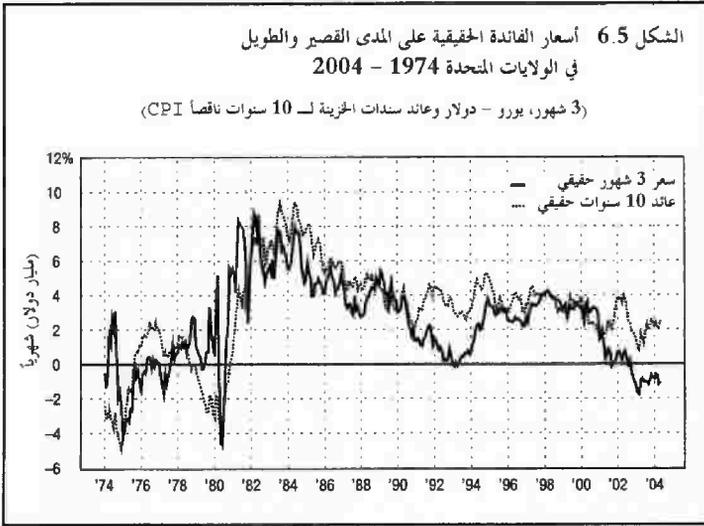
قيمتها المعادلة حين وصل لذروة هذه القيمة عام 2000 بمقدار 25 بالمائة إلى 30 بالمائة بحسب تقديرات قيمة القوة الشرائية المعادلة)،

4- تباطؤ في التدفقات الصافية لرؤوس الأموال الخاصة إلى الولايات المتحدة بدءاً من منتصف العام 2001، ما استدعى ضرورة إجراء موازنة لهذا التباطؤ، عن طريق زيادة التدفقات الرسمية لتمويل ذلك العجز الكبير والمتزايد في الحساب الجاري الأمريكي.

وباستخدام نموذج الاقتصاد القياسي التقليدي للحساب الجاري الأمريكي في سبيل التنبؤ بالاتجاه المستقبلي في الميزان الخارجي للولايات المتحدة، نجد أنه ما لم ينخفض الدولار بمقدار 20 بالمائة إلى 30 بالمائة أخرى خلال السنتين أو السنوات الثلاث القادمة - وفي الوقت نفسه يحصل تباطؤ في اقتصاد الولايات المتحدة على أساس محتمل - فإن العجز في الحساب الجاري الأمريكي سوف يتواصل ويستمر ليصل إلى مستويات قياسية. سيقول البعض بكل تأكيد إن مزيداً من الهبوط في قيمة الدولار بمقدار 20 أو 30 بالمائة سيكون أمراً مفرطاً. لكننا نؤكد أن أي زيادة في الجانب السلبي من قيمة الدولار لن يكون ضرورياً لتصحيح الاختلال في الميزان الخارجي الأمريكي فحسب، بل ينبغي أيضاً أن ينظر إلى الزيادات في سعر الصرف بأنها أمر عادي في نظام سعر الصرف العائم لذلك ينبغي توقعها وليس مقاومتها.

وفي عالم يكون فيه الأثر المتداول لتغيرات سعر الصرف على أسعار البضائع المتبادلة محدوداً وحيث تكون مرونة سعر الطلب على البضائع المتبادلة منخفضة عموماً، ليس ثمة احتمال لنجاح التغيرات المتواضعة في أسعار الصرف في إحداث تغييرات ذات أثر جيد في اختلال الميزان التجاري. بل يبدو أن التغيرات الكبرى في سعر الصرف وحدها هي القادرة على إحداث تغيير في حجم التجارة اللازم لتصحيح الاختلال الكبير في الميزان الخارجي. من هذا

المنطلق، قد يتعين على صناع السياسات أن يقبلوا بالحقيقة القائلة إن أسعار الصرف قد يتوجب عليها أن تتجاوز قيمة توازنها الطويل بين وقت وآخر.



المصدر Datastream

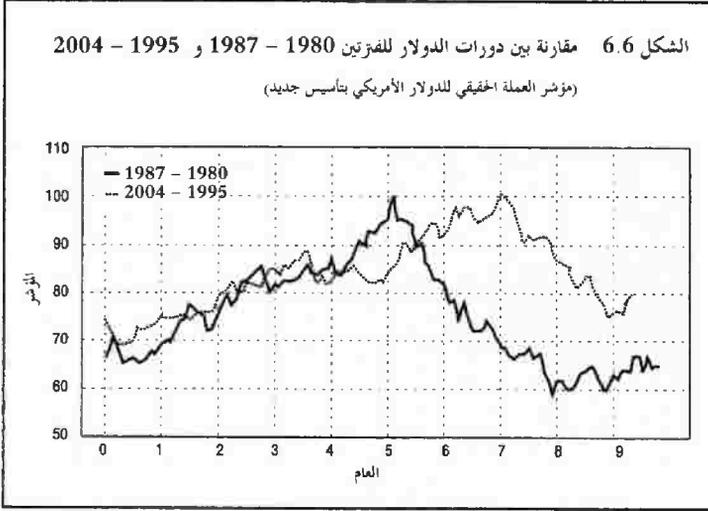
من أجل ذلك ينبغي اجتناب أية محاولة لإدارة أسعار الصرف لأن مثل هذه المحاولات قد تسبب ضرراً أكثر مما يمكن أن تجلب فائدة في نهاية المطاف، وبخاصة إذا كان الجهد المبذول في سبيل استقرار الدولار قد يمنع ضبط وتعديل الاختلال في الميزان التجاري الأمريكي من الوصول إلى مستوى مستدام. وحيث أن الولايات المتحدة تعد واحدة من أهم محركات النمو في اقتصاد عالم اليوم فإنه ليس من مصلحة أحد أن يكون العجز الخارجي الأمريكي المتفاقم وسيلة من شأنها أن تكون تقييداً خطيراً على احتمالات النمو المستقبلي في الولايات المتحدة.

## ازدهار "الاقتصاد الجديد" في الولايات المتحدة

وصعود الدولار 1995 - 2000

غالباً ما تترافق الثورات التكنولوجية بازدهار مالي أو أزمة مالية. وخير مثال لذلك، تلك الثورات الكبرى في التكنولوجيا مثل دخول خطوط السكة الحديدية في القرن التاسع عشر والكهرباء في مطلع القرن العشرين، التي قدمت تحسينات كبرى في الإنتاجية أثبتت جدارتها مع مرور الزمن. ومع ذلك، وفي كلتا هاتين الحالتين كان يحدث ما يرافقهما من ازدهار وانحدار. ثورة تكنولوجيا المعلومات في أواخر القرن العشرين وأوائل القرن الحادي والعشرين اتبعت النمط نفسه وأفضت إلى ازدياد عريض القاعدة في نمو الإنتاجية بالولايات المتحدة لا يزال مستمراً حتى هذا اليوم، لكنه أفضى أيضاً إلى ارتفاع كبير في أسعار الأسهم في النصف الثاني من التسعينيات تجاوز بمعدل كبير أي نسبة لها بالقيمة المعادلة. وبالتالي تدهورت أسعار الأسهم الأمريكية لتعود قيمتها إلى مستوى القيمة المعادلة.

لم تكن أسعار الأسهم وحدها من بين أسعار الأرصدة التي علققت في هذه "الفقاعة" المالية التي أحدثتها تكنولوجيا المعلومات. بل اندفعت للأعلى قيمة الدولار الأمريكي أيضاً في النصف الثاني من التسعينيات، وبخاصة في الفترة 1999 - 2000. وكما حصل في سوق الأسهم الأمريكية ارتفعت قراءات التقييم إلى مستويات فيها الكثير من المغالاة. تشير تقديراتنا للقيمة المعادلة للقوة الشرائية PPP أن قراءات القيمة المبالغ فيها للدولار وصلت إلى نحو 25 بالمائة إلى 30 بالمائة في ذروتها عام 2000.

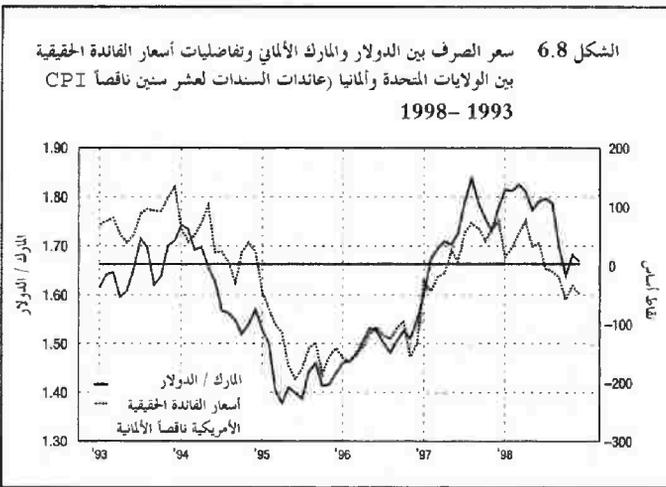
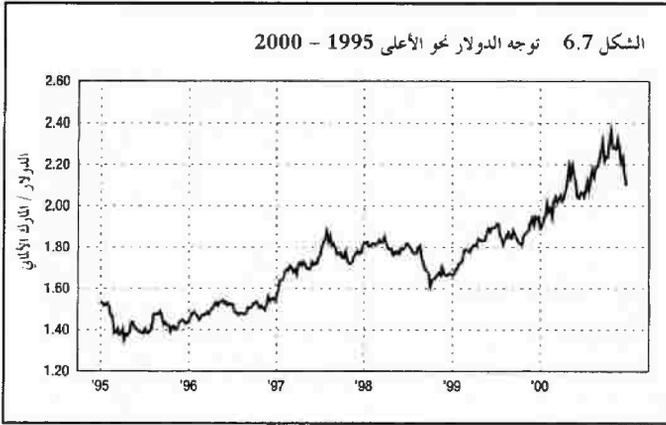


المصدر: Datastream

ولكي نفهم جيداً الدور الذي لعبه "الاقتصاد الجديد" لثورة المعلوماتية في هذا الارتفاع الكبير للدولار في الفترة 1999 - 2000، ينبغي لنا أن نقسم هذا الارتفاع إلى مرحلتين، الأولى تلك الفترة الممتدة من ربيع عام 1995 وحتى خريف 1998، والثانية تمتد من أواخر خريف عام 1998 وحتى خريف عام 2000 (انظر الشكل 6.7).

تميزت المرحلة الأولى لقوة الدولار بازدياد كلاسيكي في التباينات بين أسعار الفائدة الحقيقية بين الدولار والخارج وهذا ما جعل أرصدة الدولار أكثر جاذبية في تعاملات المستثمرين الدوليين. وكما يتضح من الشكل 6.8، اندفع الدولار نحو مستويات متطرفة في القيمة المتدنية في عام 1995 كان سببها الرئيس توجه سالب في تباينات أسعار الفائدة بين الدولار والخارج التي حصلت بين مطلع العام 1994 وربيع عام 1995. ولكن اعتباراً من أواخر ربيع عام 1995 وحتى خريف عام 1998 بدأت تباينات أسعار الفائدة بين الدولار والخارج ترتفع تدريجياً لصالح الولايات المتحدة حيث شهد النشاط الاقتصادي الأمريكي

تسارعاً في النمو أكبر من النمو الاقتصادي خارج الولايات المتحدة. وهذا ما دفع بدوره الدولار إلى الأعلى في تلك الفترة. لكن التحول نحو الأسفل في فروق العائد الحقيقي بين الدولار والخارج الحاصل لفترة وجيزة في خريف عام 1998 وذلك في أعقاب أزمة روسيا / إدارة رأس المال طويلة الأمد أفضى بدوره إلى انتكاسة مؤقتة للدولار الذي تمكن من استعادة موقعه الذي خسره في مطلع عام 1999 عندما بدأت الفروق بين أسعار الفائدة الحقيقية تتراجع لصالح الولايات المتحدة.

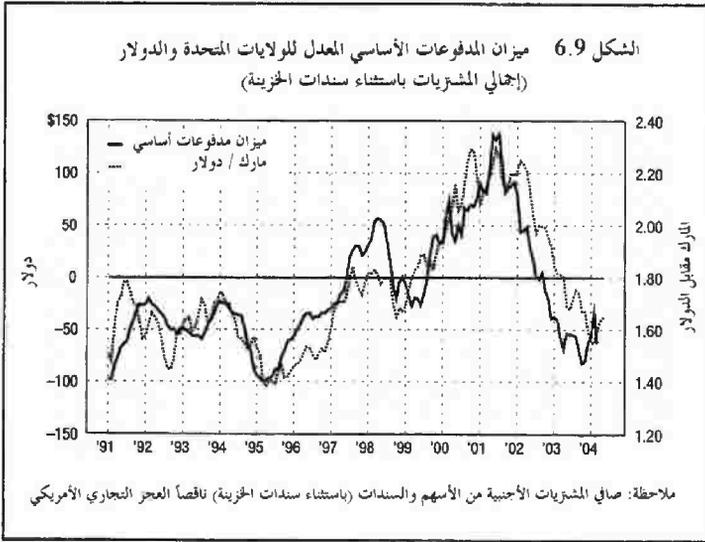


كان من شأن الفروق المتزايدة للعائد الحقيقي الذي كان لصالح الولايات المتحدة أن ساعد على جذب تدفقات رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة بخطى متسارعة في النصف الثاني من التسعينيات. والواقع أن هذه التدفقات كانت تأتي بسرعة تفوق سرعة الانحدار في الميزان التجاري وميزان الحساب الجاري للولايات المتحدة. ولهذا السبب كان الميزان الإجمالي لقوى المدفوعات ذات إيجابية عالية بالدولار للفترة 1995 - 1998.

وهذا ما يتضح من الشكل 6.9 الذي يبين كيف بدأ الإجراء المعدل لميزان المدفوعات الأساسي (أي صافي المشتريات الأجنبية الخاصة من الأوراق المالية الأمريكية وسندات الوكالات وسندات الشركات مطروحاً منها التوجه الضمني لميزان المدفوعات الأمريكي) بالارتفاع بصورة ثابتة في الفترة الممتدة من ربيع عام 1995 وحتى خريف عام 1998. وعندما حصل ذلك ارتفع الدولار بالتوازي معه.

كانت المرحلة الثانية لقوة الدولار التي ابتدأت في أواخر عام 1998 وأوائل عام 1999 واستمرت حتى خريف عام 2000 مرحلة مختلفة اختلافاً كبيراً عن سابقتها. وكما يوضح الشكل 10.6 كان التوجه في فروق العائد الحقيقي بين الدولار والخارج ينبيء بضعف للدولار للفترة 1999 - 2000، وليس قوة للدولار. ومع ذلك حقق الدولار ارتفاعاً في هذه الفترة.

لكن السؤال الذي يطرح نفسه، ما الذي دفع بالدولار نحو الصعود في الفترة 1999 - 2000؟ نعتقد أن هذا التحرك كان مدفوعاً بمراجعة إيجابية لتقييم السوق للقيمة الحقيقية لتوازن الدولار على المدى الطويل. كانت إعادة التقييم هذه مفاجئة ومثيرة تبعث عن كثب التحسن المفاجئ والمثير لتوقعات السوق بخصوص احتمالات نمو طويلة الأجل في الاقتصاد الأمريكي.



المصدر: Datastream and U.S. TIC

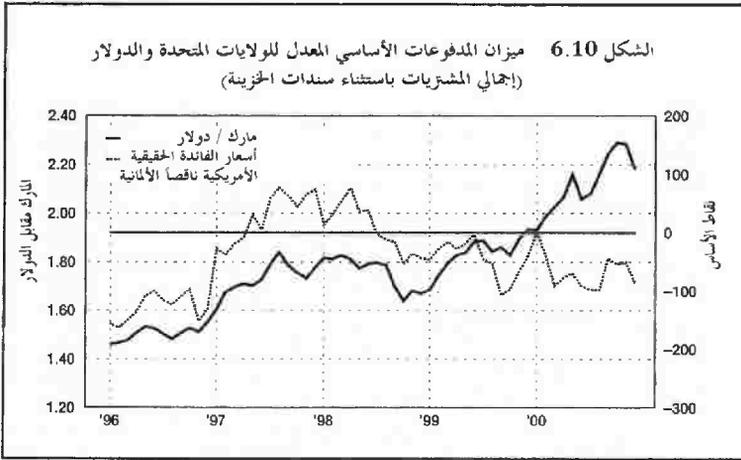
ومع أن النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي قد بدأ يلتقط أنفاسه بقوة في الولايات المتحدة في النصف الثاني من التسعينيات، إلا أن علماء الاقتصاد كانوا يعتقدون مبدئياً أن هذه المكاسب مؤقتة. كانت تبؤاتهم في النصف الثاني من التسعينيات تشير إلى أنهم لا يرون سبباً يدعو لضرورة أن يعدل المسار طويل الأمد للنمو الاقتصادي الأمريكي حركته باتجاه الأعلى. وهذا ما يوضحه الشكل 6.11 والشكل 6.12 اللذان يبينان التوقعات بعيدة المدى للإنتاجية الأمريكية ولنمو الإنتاج المحلي الإجمالي خلال التسعينيات كما هي واردة في بيانات مصرف الاحتياطي الفدرالي بولاية فيلادلفيا (إن الدراسة الاستطلاعية السنوية للمتنبئين المحترفين تطرح على الاقتصاديين في شهر شباط/فبراير من كل عام السؤال التالي: ما هو معدل النمو السنوي الذي تتوقعونه للناتج المحلي الإجمالي وللإنتاجية في الولايات المتحدة، وكيف برأيكم سيكون وسطي هذا المعدل خلال الأعوام العشرة المقبلة؟). يتبين من هذه البيانات أن وسطي معدلات النمو في الإنتاجية وفي الناتج المحلي الإجمالي لم

يتغير كثيراً بين سنة وأخرى في النصف الثاني من التسعينيات. في كل عام كان علماء الاقتصاد الذين تستطلع آراؤهم يتوقعون أن يكون وسطي نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي على المدى الطويل حوالي 2ر5 بالمائة سنوياً خلال الأعوام العشرة التالية، وهي سرعة متواضعة نوعاً ما، وأن نمو الإنتاجية على المدى الطويل قد يرتفع بسرعة وسطية قدرها 1ر5 بالمائة سنوياً.

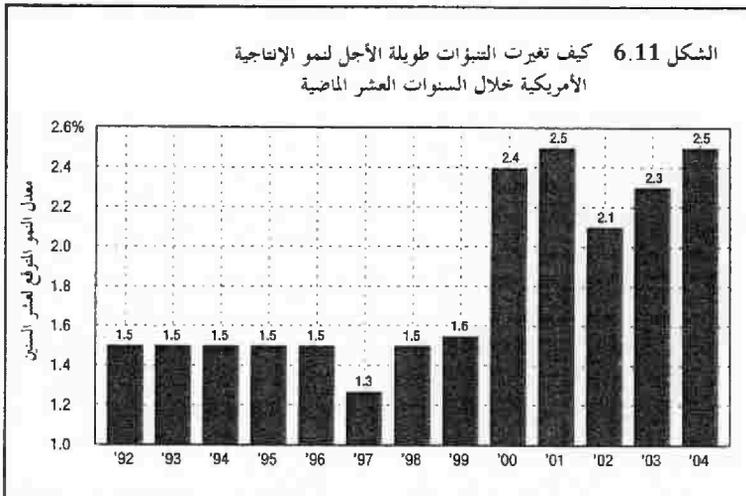
ثم حدث شيء آخر في الدراسات الاستطلاعية بين عامي 1999 و2000. فقد غير الاقتصاديون توقعاتهم بصورة مفاجئة ورأوا أن النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل سيكون -3 بالمائة أو أكثر بدلاً من 2ر5 بالمائة، كما رفعوا مستوى تقديراتهم لنمو الإنتاجية على المدى الطويل من 1ر5 بالمائة سنوياً إلى 2ر5 بالمائة. فالأمر الطبيعي أن يتوقع المرء أية تغييرات في توقعات النمو طويل الأجل إنما بصورة تدريجية على مدى عدد من السنين، وليس بشكل مفاجيء. لكن الحالة هذه كانت مختلفة هذه المرة، إذ يبدو أن التوقعات إزاء احتمالات النمو طويل الأجل في الولايات المتحدة لم تكن تحلق فقط بل حدثت بين عشية وضحاها تقريباً.

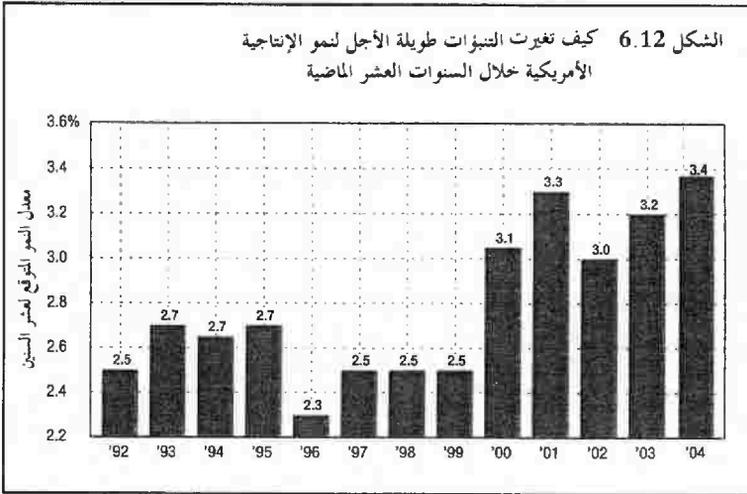
ما يثير الاهتمام في الشكلين 6.11 و 6.12 هو أن المتبئين المحترفين لم يتقبلوا بعد أفكار "الاقتصاد الجديد" مع انطلاقة ثورة المعلوماتية بالرغم من أن النمو في الإنتاجية الحقيقية وفي الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كان يمضي بخطى سريعة في النصف الثاني من التسعينيات. من أجل ذلك كانت نظرتهم إلى هذا التنامي القوي في معدلات النمو في أواخر التسعينيات بأنه ظاهرة مؤقتة، وكانت توقعاتهم للمدى البعيد بأن النمو الأمريكي سيعود إلى حالة من الاستقرار بمعدلات أكثر تواضعاً. لكن هذا الأمر بالطبع لم يحصل حيث أن النمو سنة بعد أخرى في الولايات المتحدة كان يشكل مفاجأة للمحللين. ونتيجة لذلك كان النصف الأخير من التسعينيات أسوأ فترة على الإطلاق بالنسبة

للمتنبئين المحترفين ذلك أنها اشتملت على أطول سلسلة من الأخطاء المتتالية لتنبؤات سالبة كبرى معروفة. ومن المرجح أن المتنبئين المحترفين قد اعترفوا بهزيمتهم أخيراً في العام 2000 حين كان النمو في الولايات المتحدة أعلى من المستويات المتوقعة، واعترفوا أن "شيئاً ما خاصاً" كان يحدث فعلاً للاقتصاد الأمريكي وأن هذا الشيء يسوغ إعادة النظر بصورة إيجابية لتوقعاتهم بعيدة المدى لنمو الإنتاجية والناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة.



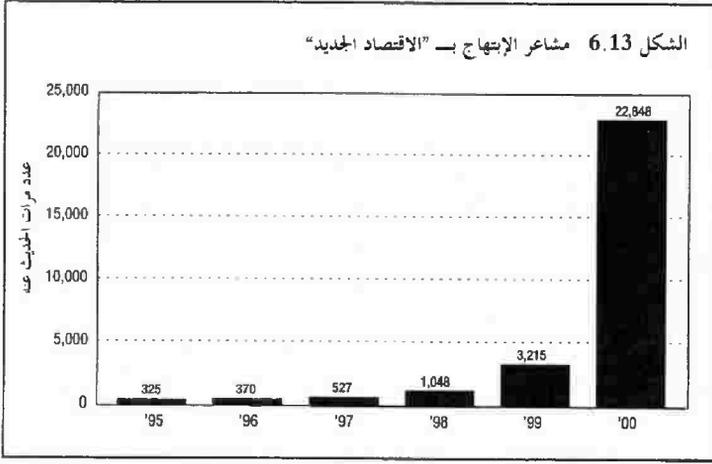
المصدر Datastream





المصدر: دراسة من المتنبئين المحترفين لمصرف الاحتياطي الفدرالي في فيلادلفيا

لم يكن المتنبؤون المحترفون وحدهم من المراقبين الذين تأخروا في إدراك أن "شيئاً ما خاصاً" يحدث على الجبهة الاقتصادية للولايات المتحدة. فالحديث عن مصطلح "الاقتصاد الجديد" في الصحافة الاقتصادية الأمريكية لم يكن يتردد كثيراً في الفترة الواقعة بين عامي 1995 - 1997 (انظر الشكل 6.13)، بيد أن هذا الحديث تزايد حتى بلغ الضعف في عام 1998، لكن هذا الرقم يتلاشى بالمقارنة مع ما سوف يرد ذكره في العامين المقبلين أمام الموجة الجنونية للاقتصاد الجديد. فقد تضاعف هذا الحديث ثلاث مرات في الصحافة المالية عام 1999 حيث ارتفع عدد المرات التي أشير إليه فيها من 1048 إلى 3215، ثم قفز قفزة كبرى ليبلغ سبعة أضعاف، أي ما يقارب من 22848 في العام 2000. لقد كان الشعور العام لدى الاقتصاديين والمشاركين في الأسواق على السواء أن الابتكارات التي تقدمها تكنولوجيا المعلومات قد بدأت تغيير الطريقة التي تستخدمها الشركات لإضافة القيمة، وأن الشركات الأمريكية على وجه الخصوص كانت في الخط الأمامي لهذه التغيرات على المقياس العالمي.

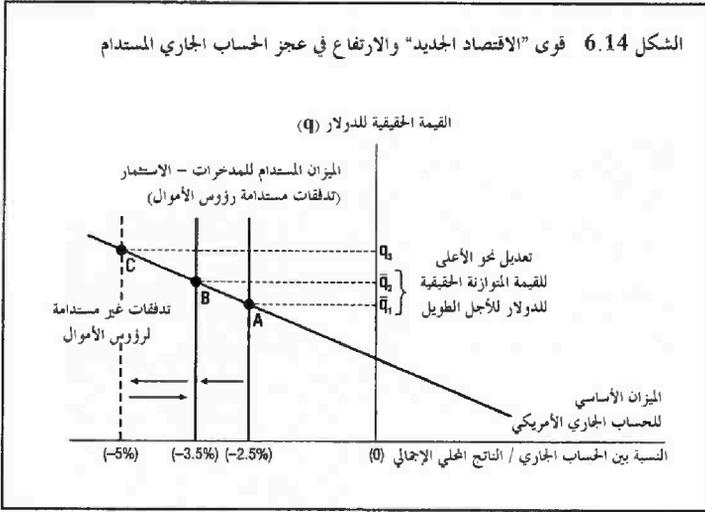


المصدر: دراسة من المتنبئين المحترفين لمصرف الاحتياطي الفدرالي في فيلادلفيا

وفي رأينا إن مشاعر الابتهاج هذه بالاقتصاد الجديد هي القوة المحركة الرئيسة وراء ذلك الصعود الكبير لمؤشر ناسداك Nasdaq بين أواخر عام 1998 والربع الأول من عام 2000، وكذلك وراء ارتفاع قيمة الدولار في الفترة عينها. والواقع، إن الدولار قد ارتفع كثيراً في فترة 1999 - 2000 عندما تزايد تدفق رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة. وحيث أن المستثمرين الأجانب كانوا متلهفين للمشاركة في هذا الانتعاش والازدهار للاقتصاد الجديد في أمريكا فقد كانت سرعة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الولايات المتحدة تفوق كثيراً السرعة التي كان بها ينحدر العجز التجاري الأمريكي في تلك الفترة. وهذا ما يوضحه الشكل 6.9 الذي يدل على أن مؤشر ميزان المدفوعات الأساسي المعدل للولايات المتحدة قد ارتفع في عام 1999 وواصل ارتفاعه في العام 2000 ومطلع العام 2001، وحيث أن الدولار كان يتحرك على التوازي مع تحسن ميزان المدفوعات الأساسي للولايات المتحدة، فقد استطاع أن يحقق ارتفاعاً في قيمته في الفترة 1999 - 2000 حتى دون الاستعانة بدعم من أسعار الفائدة.

وكما ذكرنا آنفاً، نجم عن هذا الارتفاع الكبير في قيمة الدولار أن انتقل هذا الدولار إلى دائرة القيمة المبالغ فيها وفق أساس القيمة المكافئة للقوة الشرائية PPP. وهذا ما أثار سؤالاً له أهميته لدى صناعات السياسات والمشاركين في السوق على السواء، وهو: ما مدى ظاهرة التوازن في هذا الارتفاع للدولار في هذه الفترة، وما مدى ظاهرة اختلال التوازن هذا؟ يمكن تقديم دليل قوي رداً على هذا السؤال، ذلك أن التعديل الإيجابي نحو الأعلى في التوقعات طويلة الأجل لنمو الإنتاجية ونمو الناتج المحلي الإجمالي قد أفرز شيئاً من التعديل نحو الأعلى في قيمة التوازن الحقيقية للدولار لأجل طويل، وربما نحو تعديل باتجاه الأعلى في فكرة السوق عن الشيء الذي يشكل عجزاً مقبولاً في الحساب الجاري للولايات المتحدة، ولكن ما مقدار ذلك؟

يتطرق الشكل 6.14 لهذا السؤال على الصعيد النظري، فهو يعطي توضيحاً لطريقة صندوق النقد الدولي في تقدير القيمة التوازنية الحقيقية لأية عملة على المدى الطويل. وبحسب الشكل، يفترض إطار صندوق النقد الدولي أن القيمة التوازنية للدولار تحدد عند النقطة التي يكون فيها ميزان الحساب الجاري الأمريكي منسجماً مع التدفق المستدام لرؤوس الأموال إلى الولايات في الربع الأول (q1). وقد قدر معظم الاقتصاديين أن تدفق رؤوس الأموال المستدام إلى الولايات المتحدة كان عبر التاريخ حوالي 2ر بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي. وبموجب هذا التدفق الثابت المفترض لرؤوس الأموال يتوقع أن تكون الولايات المتحدة قادرة على أن تتحمل بسلام وأمان عجزاً في الميزان التجاري يصل إلى حوالي 2ر بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لكل سنة دون أن تمارس ضغطاً على قيمة الدولار.



المصدر: م. روزنبرغ، دويتشه بنك

والآن لندرس إمكانية أن يمر الاقتصاد الأمريكي بمرحلة من الازدهار الكبير في الاستثمارات ينجم عنها فجوة كبيرة الاتساع ودائمة بين الاستثمارات الأمريكية والإدخارات. قد يكون هذا الأمر ممكناً فقط لو كانت الولايات المتحدة قادرة على جذب تدفقات إضافية لرؤوس الأموال من خارج البلاد وعلى أساس مستدام بغية تمويل هذه الفجوة المتسعة بين الاستثمارات والإدخارات المحلية.

وهذا، بدوره، قد يكون ممكناً فقط إذا كان المعدل المتوقع للعائد على الأرصدة الأمريكية جذاباً بما يكفي لحث رؤوس الأموال الدولية على القدوم إلى الولايات المتحدة على أساس دائم أو شبه دائم.

لذلك، إذا استطاعت الولايات المتحدة الآن أن تجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال على أساس مستدام، فيمكنها عندئذ أن تحتل العجز الكبير في الميزان التجاري على أساس مستدام بصورة أكثر أماناً من السابق. لكن السؤال الذي يجب أن يطرح هو ما هو مقدار الارتفاع الذي حققه تدفق رؤوس الأموال المستدام إلى الولايات المتحدة نتيجة لهذا الازدهار "الاقتصادي الجديد"؟

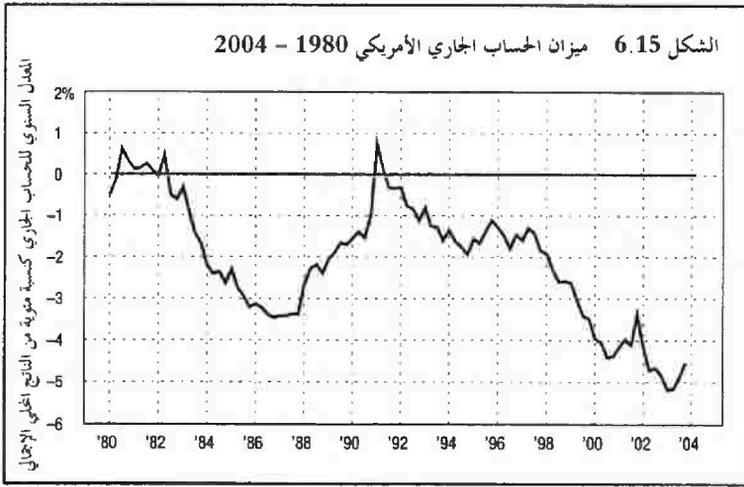
ليس سهلاً أن نخرج بتقدير دقيق، ولكن إذا ارتفع النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي من 2ر5 بالمائة، مثلاً، إلى حوالي 3ر5 بالمائة سنوياً عندئذ ربما يرتفع التدفق المستدام لرؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة من مستواه السابق البالغ 2ر5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي إلى 3ر5 بالمائة من هذا الناتج حالياً.

يوضح الشكل 6.14 كيف أن ارتفاعاً في التدفق المستدام لرؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة - من 2ر5 بالمائة إلى 3ر5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي - قد يؤدي إلى ارتفاع مماثل في عجز مستدام في الحساب الجاري يمكن أن تحتمله الولايات المتحدة بأمان من 2ر5 بالمائة إلى 3ر5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي. ولاحظ أيضاً أن ارتفاعاً في التدفق المستدام لرؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة قد يتوقع له أيضاً أن يولد ضغطاً كبيراً نحو الأعلى على قيمة الدولار على أساس دائم أو شبه دائم، وهذا ما يبينه الشكل 6.14 على أنه تعديل نحو الأعلى في القيمة التوازنية الحقيقية للدولار من  $q1$  إلى  $q2$ .

لكن المسألة في موضوع سوق القطع الأجنبي تتمثل فيما إذا كانت القيمة الحقيقية للدولار قد ارتفعت أكثر من  $q2$  إلى  $q3$ ، مثلاً، خلال فترة الصعود 1999 - 2000. وتشير الدلائل إلى أن ثمة احتمالاً كبيراً بأن الحالة هي على هذا النحو، ذلك أن العجز في الحساب الجاري للولايات المتحدة لم يرتفع إلى ما هو أعلى من تقديرات "الاقتصاد القديم" لاستدامة الحساب الجاري (2ر5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) فحسب، بل تجاوز أيضاً توقعات الاستدامة الأكبر المستدة إلى أفكار "الاقتصاد الجديد" (3ر5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي).

والواقع أنه بالرغم من إمكانية قبول الفكرة القائلة إن قوى "الاقتصاد الجديد" قد أتاحت للولايات المتحدة أن تجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال من الخارج، وبالتالي، أتاحت للبلاد أن تحتمل عجزاً أكبر من السابق في حسابها

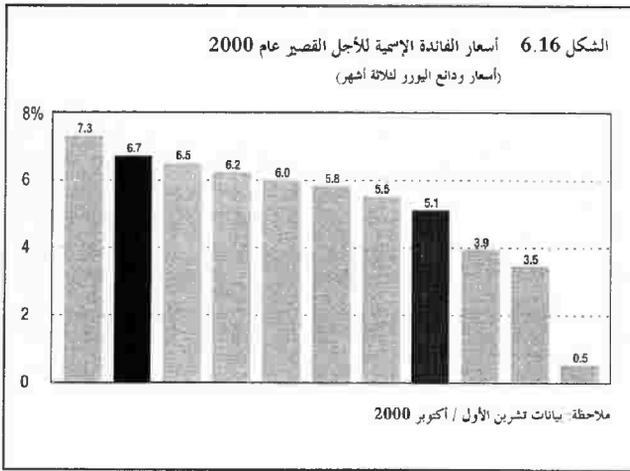
الجاري على أساس مستدام فإن ذلك لا يعني أنه بإمكان الولايات المتحدة أن تسمح بأي حجم للعجز كما تشاء. وعلى سبيل المثال لو ارتفع العجز المستدام في الحساب الجاري من 2ر5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي إلى 3ر5 بالمائة مثلاً من هذا الناتج الإجمالي، عندئذ ينبغي التغلب على أي عجز يزيد عن هذا الحد الأعلى، إما من خلال هبوط قيمة الدولار، أو بحدوث تباطؤ كبير في نمو الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة أو باتباع الوسييلتين معاً بطريقة معينة.



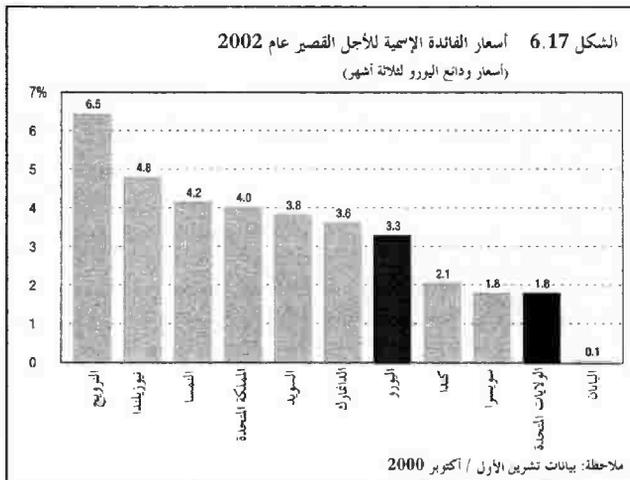
المصدر: Datastream

وحقيقة الأمر إن صعود الدولار في الفترة 1995 - 2000 قد بدأ يلقي معارضة لهذا الارتفاع في أواخر العام 2000 عندما بدأت النسبة بين عجز الحساب الجاري من الناتج المحلي الإجمالي تتجاوز عتبة 3ر5 بالمائة (انظر الشكل 6.15). بيد أن قيمة الدولار لم تهبط فور بدء اجتيازه لهذه العتبة، والسبب في ذلك يتمثل في كون أسعار الفائدة المرتفعة في عام 2000 ومطلع عام 2001 قد واصلت جذبها لتدفقات رؤوس الأموال لتمويل ذلك الهبوط المتزايد في الحساب الجاري. وكما يتبين من الشكل 6.6 كانت أسعار الفائدة للأجل

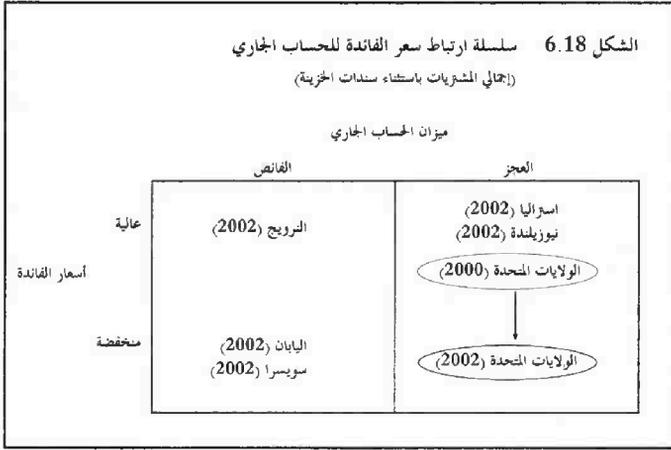
القصير في الولايات المتحدة وحتى أواخر عام 2000 أعلى فائدة في العالم الصناعي. لكن هذا الواقع تغير في العام 2001، حين بدأت بوادر ركود اقتصادي في الولايات المتحدة في عام 2001 فعمد مصرف الاحتياطي الفدرالي إلى تخفيض أسعار الفائدة للأجل القصير وفي عام 2002 انتقلت هذه الأسعار للأجل القصير من موقعها في كونها أعلى الأسعار إلى موقع أدنى الأسعار في العالم الصناعي (انظر الشكل 6.17).



المصدر: Datastream



المصدر: Datastream



المصدر: م. روزنبرغ، دويتشه بنك

إن هذا الهبوط الحاد في أسعار الفائدة للأجل القصير في الولايات المتحدة هياً الظروف للانخفاض الحتمي للدولار الذي بدأ بصورة جادة في مطلع عام 2002. لقد كان العجز في الحساب الجاري الأمريكي على الدوام مصدراً متوقفاً للخطر على الدولار، لذلك حالمًا بدأت أسعار الفائدة للأجل القصير بالانخفاض عام 2001 أخذت مقايضة المخاطر مكافأة في الاحتفاظ بأرصدة الدولار تميل لغير صالح الدولار. وكما يتضح من الشكل 18.6 انتقلت الولايات المتحدة من موقعها كبلد يتميز بعجز كبير في الحساب الجاري / أسعار عالية للفائدة إلى موقع البلد الذي فيه عجز أكثر ارتفاعاً في الحساب الجاري / أسعار متدنية للفائدة. لقد كان هذا التحول الكبير هو الذي وضع حداً في نهاية المطاف لدورة الدولار الإيجابية للمدى الطويل.

### عجز الحساب الجاري الأمريكي والدولار:

شهد العام 2001 انخفاضاً في قيمة الدولار. فعندما انجرفت أسعار الفائدة للأجل القصير نحو انخفاض دوري جديد، بدأ صافي المشتريات الأجنبية الخاصة من الأسهم الأمريكية تتهاجر ابتداءً من النصف الثاني لعام 2001. ومع

استمرار ارتفاع العجز التجاري الأمريكي ليصل إلى مستويات قياسية جديدة أخذ ميزان المدفوعات الأمريكي الأساسي بالتدهور فانحدرت قيمة الدولار بالتزامن معه. (انظر الشكل 6.9).

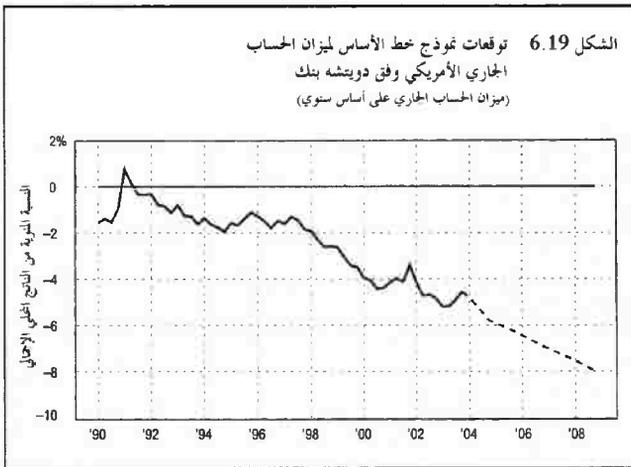
ومن المرجح أن يتواصل هذا الانخفاض في سعر الدولار خلال العامين أو الأعوام الثلاثة القادمة. يستند هذا التنبؤ إلى النماذج التقليدية للاقتصاد القياسي للحساب الجاري الأمريكي التي تشير إلى أنه بموجب الشروط السائدة حالياً سيتواصل بالتأكد تقريباً تزايد العجز في الحساب الجاري الأمريكي على أساس التوجهات الحالية. وحيث أنه من غير المحتمل أن يكون صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الولايات المتحدة قادراً على مواكبة التدهور المحلي في اختلال الميزان الخارجي الأمريكي على أساس مستدام - نظراً للمعدلات المنخفضة نسبياً هذه الأيام للعائدات على الأرصة الأمريكية - فإن المؤشر الذي اعتمده لتدفق الأساسي لميزان مدفوعات الولايات المتحدة قد يميل على الأرجح نحو معدلات دورية جديدة للانخفاض خلال السنوات القليلة القادمة، وهذا ما سوف يشد الدولار معه إلى الأسفل أيضاً.

وباستخدام النموذج التقليدي للاقتصاد القياسي لاختلال الميزان الخارجي للولايات المتحدة، فإننا نتوقع مزيداً في عجز الحساب الجاري الأمريكي من نحو 6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي حالياً إلى 8 بالمائة في العام 2008 بفرض ألا يحدث تغير في قيمة الدولار، أو تغيير في تفاضليات النمو بين الناتج المحلي الإجمالي لأمريكا والخارج (انظر الشكل 6.19). وعلى وجه التحديد تتضمن توقعاتنا في حدها الأساسي الافتراضات التالية:

- (1) أن يبقى الدولار عند مستواه الحالي.
- (2) أن ينمو الاقتصاد الأمريكي بمعدل 3.5 بالمائة سنوياً، وهو ما يتوافق مع معظم تقديرات النمو المحتمل في الولايات المتحدة.

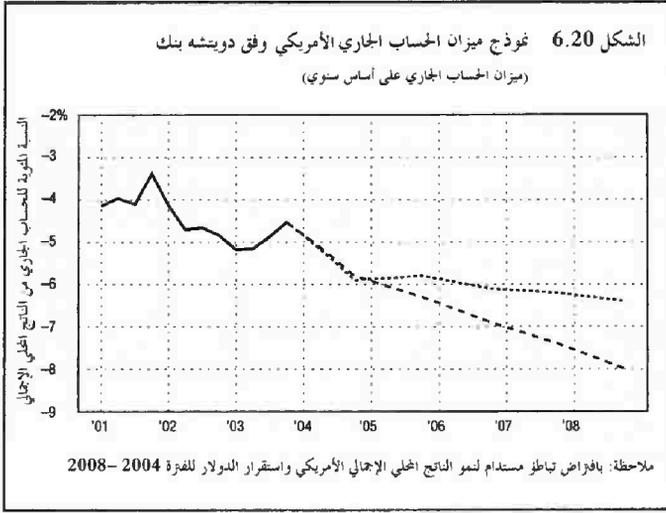
(3) أن يتوافق نمو الناتج المحلي الإجمالي في باقي دول العالم مع الولايات المتحدة.

كما يفترض هذا النموذج أن نمو الدخل المحلي للطلب على مستوردات الولايات المتحدة من البضائع والخدمات هو -2ر، وأن مرونة الدخل الأجنبي للطلب على الصادرات الأمريكية من البضائع والخدمات هو 1.4ر. (هذه التقديرات للمرونة متوافقة مع استنتاجات كاثرين مان Catherine Mann من معهد الاقتصاد الدولي. انظر البحث بعنوان The U.S. Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability, January 2004 المتوفر على الموقع الإلكتروني (IIE, com) إن مرونة الدخل المتزايدة على المستوردات مقارنة مع الصادرات، مضافاً إليها حقيقة مفادها أن المستوى الحالي للمستوردات الأمريكية يزيد عن الصادرات الأمريكية بنحو 50 بالمائة تضمن بالتالي أن يكون ثمة توجه نحو تزايد في الفجوة بين المستوردات والصادرات الأمريكية مع مرور الزمن إلا إذا حدث توازن له من خلال التباطؤ في النمو داخل الولايات المتحدة و/أو انخفاض كبير في قيمة الدولار.



المصدر: Datastream وتوقعات دويتشه بنك

ومع أن افتراضات النموذج الأساسي تشير إلى تزايد في عجز الحساب الجاري الأمريكي من 6 بالمائة إلى 8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، إلا أنه يصعب التكهن بأن الأسواق قد تسمح أن يصل العجز إلى هذا المستوى الكبير. تشير دراسة أجرتها مؤخراً كارولين فرويند Caroline Freund من مصرف الاحتياطي الفدرالي أن مستوى العتبة للعجز في الحساب الجاري في البلدان الصناعية يبلغ 5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي. وعندما يتجاوز العجز هذا المستوى تتدخل قوى تصحيحية - على شكل تباطؤ في النمو المحلي للناتج الإجمالي وانخفاضات كبرى في قيمة العملة - لتعيد عجز الحساب الجاري إلى مستوياته المستدامة.



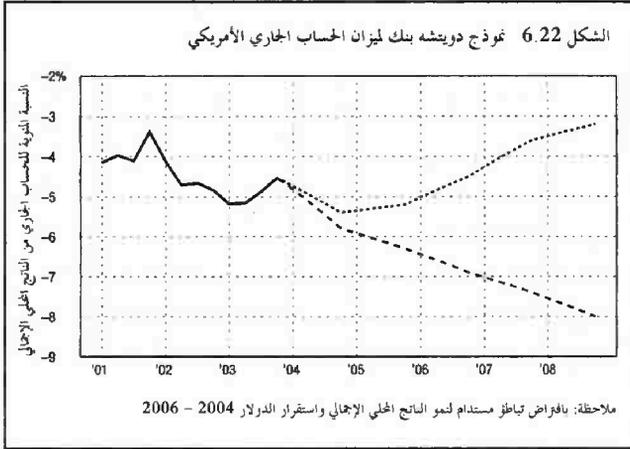
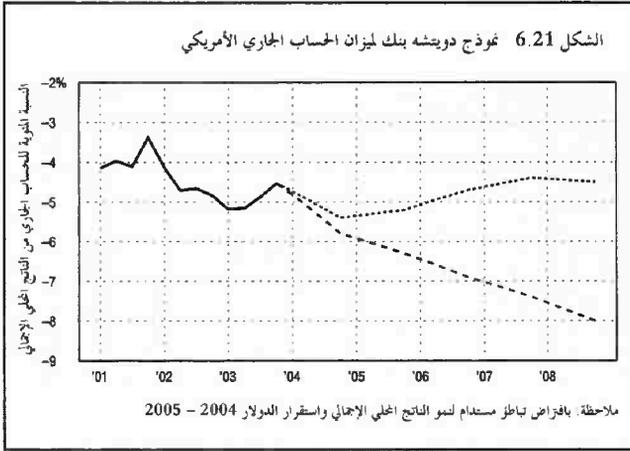
ويمكن أن يستخدم نموذجنا للاقتصاد القياسي لتحديد مقدار ما يلزم من التباطؤ في الاقتصاد الأمريكي، ومقدار ما ينبغي للدولار أن ينخفض لكي تمكن إعادة ميزان الحساب الجاري إلى مستوى مستدام. يتضح من الشكل 6.20 أنه إذا أمكن للدولار أن يحافظ على مستوياته الحالية خلال الأعوام الخمسة القادمة، وإذا أمكن للاقتصاد في الوقت نفسه أن يخفف سرعة نموه من 3ر5

بالمائة إلى -2ر بالمائة سنوياً وبمعدل وسطي للأعوام الخمسة القادمة (بينما تبقى معدلات النمو في باقي دول العالم على وتيرتها نفسها بحسب افتراضات نموذج الخط الأساسي) فإن النسبة بين عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي يجب أن تتضاءل بحسب المسار المتوقع للخط الأساسي، لكن العجز قد يبقى كبيراً وبشكل لا يستدام عند نقطة 6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لفترة خمسة أعوام.

ما يمكن أن نستنتجه من هذه الوقائع أنه على الرغم من كون التباطؤ المستدام في نمو الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة قد يساعد في تصحيح اختلال الميزان الخارجي لها إلا أنه لا يكفي لإعادة العجز في الحساب الجاري الأمريكي إلى مستوى مستدام. وبافتراض أن مزيداً من التباطؤ في نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى ما دون -2ر بالمائة سنوياً سوف يلقي معارضة شديدة من صناعات السياسات الأمريكيين فإن الطريقة الوحيدة لإجراء مزيد من التخفيض في عجز الحساب الجاري الأمريكي تكمن فيما إذا استطاع الدولار أن يلعب دوراً كبيراً في عملية تعديل وضبط التجارة.

يقدم لنا الشكلان 6.21 و 6.22 اثنين لبدائل التوقعات للعجز في الحساب الجاري بافتراض حصول تباطؤ مهم في نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي (إلى -2ر بالمائة سنوياً وبمعدل وسطي للأعوام الخمسة القادمة) وهبوط حاد في قيمة الدولار. يفترض الشكل 6.21 أن تنخفض قيمة الدولار التجارية بمعدل 10 بالمائة في العام 2004 و 10 بالمائة أخرى عام 2005. ومن المقدر أن يعمل هذا الانخفاض المتراكم بمقدار 20 بالمائة في قيمة الدولار، مضافاً إليه تباطؤ في نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي، على خفض نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى نحو 4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي قبل حلول العام 2008. كما يفترض الشكل 6.22 أن تنخفض القيمة التجارية للدولار

بمقدار 10 بالمائة في العام 2004 و 10% أخرى في العام 2005، ومرة ثالثة بمقدار 10 بالمائة في العام 2006، ومن المقدر أن يعمل هذا الانخفاض التراكمي بمقدار 30 بالمائة في قيمة الدولار على خفض نسبة عجز الحساب الجاري إلى حوالي 3 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي مع حلول العام 2008.



المصدر: Datastream وتوقعات دويتشه بنك

وسواء سيحتاج الدولار للانخفاض بمقدار 20 بالمائة أو 30 بالمائة، أو ربما أكثر، فإن هذا الأمر يعتمد في نهاية المطاف على ماهية النسبة بين العجز

والناتج المحلي الإجمالي التي تعد مستدامة على المدى البعيد، فإذا كانت هذه النسبة أقرب إلى 2ر5 بالمائة إلى -3ر بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، عندئذ، وبحسب النموذج الذي اعتمدها، قد يحتاج الدولار لأن ينخفض بما لا يقل عن 30 بالمائة خلال الأعوام القليلة القادمة. ومن جهة أخرى، لو اعتمد المرء عوضاً عن ذلك وجهة نظر "الاقتصاد الجديد" القائلة إن العجز المستدام في الحساب الجاري الأمريكي قد ارتفع حالياً إلى 3ر5 - 4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، فإن هذا يعني أنه ينبغي على الدولار أن ينخفض بحوالي 20 بالمائة فقط أو نحو ذلك خلال الأعوام القليلة القادمة.

### أسعار الصرف المتصاعدة

#### كيف ينبغي على صناع السياسات أن يتصرفوا؟

إن أي انخفاض آخر بمقدار 20 أو 30 بالمائة من قيمة الدولار خلال السنتين أو السنوات الثلاث القادمة سيشكل تزايداً على الجانب السلبي في قيمة الدولار على أساس القيمة المكافئة للقوة الشرائية PPP. ومن المحتمل أن يرى صناع السياسات وأصحاب الرأي في السوق في ذلك إفراطاً في التحرك ولذلك سوف يوصون باتخاذ الخطوات وبذل الجهود في سبيل مقاومته.

ليست التغيرات الكبرى في أسعار الصرف بالظاهرة غير المألوفة. ومع أن الدولار عادة يتأرجح ضمن مجال +/- 20 بالمائة حول مستوى القيمة المكافئة للقوة الشرائية كما يتضح من الشكل 6.23، إلا أنه ينزع إلى تجاوز هذا المجال وبمعدلات كبرى على كلا الجانبين السلبي والإيجابي كل خمس إلى سبع سنوات أو نحو ذلك. وهذا الواقع يطرح تساؤلات هامة جديدة بالاهتمام، مثلاً، هل من الممكن أن تكون هذه التغيرات الكبرى في أسعار الصرف مظهراً عادياً وضرورياً في نظام سعر الصرف العائم يساعد في التعاطي مع اختلالات التوازن في الاقتصاديات الكبرى التي لا بد أن تحدث بين وقت وآخر؟ وهل أن التغيرات

الكبرى في أسعار الصرف هي وحدها القادرة على تصحيح الاختلال الكبير في موازين الاقتصاديات الكبرى؟



المصدر: Datastream

لنحاول أن ندرس الدور الذي تلعبه أسعار الصرف عادة في عملية تعديل وضبط التجارة لأي بلد من البلدان. تبين معظم الدراسات التجريبية أن الأثر المتداول للتغيرات في سعر الصرف على أسعار البضائع المتداولة في الولايات المتحدة محدود. وحتى في حال كونه محدوداً، فإن أسعار البضائع المتداولة حين تتغير بفعل التغير في أسعار الصرف تشير إلى أن المرونة السعرية للطلب على البضائع المتداولة ضئيلة عادة، ما يعطي الانطباع بأنه سيكون ثمة استجابة غير ظاهرة في الطلب داخل الولايات المتحدة وخارجها على التغير في أسعار البضائع المتداولة. لذلك، وبالنظر إلى محدودية آثار التداول ومرونة السعر المنخفض للطلب فمن غير المحتمل أن تستطيع التغيرات المتواضعة في سعر الصرف أن تنجح في إحداث تغييرات واضحة في اختلال الموازين التجارية. بل على العكس من ذلك، يبدو أن التحركات الكبرى في أسعار الصرف هي وحدها

الكفيلة بإحداث تغييرات في الحجوم التجارية اللازمة لتصحيح الاختلالات الكبرى في الموازين الخارجية.

إن هذه الحقيقة تفسر لماذا يبين نموذج الاقتصاد القياسي لميزان الحساب الجاري الأمريكي أن انخفاضاً حاداً جداً في قيمة الدولار هو وحده القادر على إعادة الاختلال في الميزان الخارجي الأمريكي إلى مستوى أكثر استدامة. ولكن، إذا حاول صناع السياسات أن يحدوا من التحرك السالب للدولار كما ينادي بذلك نموذج الاقتصاد القياسي الذي اعتمده فإن هذه الأفعال سوف تعوق تعديل وضبط اختلال الميزان التجاري الأمريكي نحو مستوى مستدام. ولن يكون من شأن هذا التعويق أن يؤخر التعديل والضببط الحتمي في الميزان التجاري إلى تاريخ لاحق فحسب، بل وسوف يؤدي أيضاً إلى المزيد من انخفاض حاد للدولار على المدى البعيد إذا اضطرت أسواق المال العالمية إلى مواكبة الاختلال الأكبر في الميزان التجاري الأمريكي مستقبلاً.

ومع أن صناع السياسات الأجانب لا يريدون أن يروا عمالاتهم ترتفع ارتفاعات حادة مقابل الدولار الأمريكي، فإننا نعتقد أن من مصلحتهم بعيدة المدى أن ينخفض العجز في الحساب الجاري الأمريكي إلى مستوى مستدام. ونحن نعلم من التاريخ أن الاختلالات الكبرى في الحساب الجاري كانت بمثابة تقييد على احتمالات النمو طويل الأجل لكل بلد على حدة. ولذلك، فإنه ليس من مصلحة الولايات المتحدة أو غيرها من دول العالم أن يحصل أي تنازل أو حلول وسط في احتمالات النمو طويل الأجل للاقتصاد الأمريكي. فالولايات المتحدة، برغم ذلك كله، كانت وستبقى على الأغلب واحدة من محركات النمو الرئيسية للاقتصاد العالمي. ومن المحتمل أن تتعزز توقعات النمو طويل الأمد للاقتصاد العالمي إذا ابتعد صناع السياسات جانباً حين يحاول السوق أن يجد قيمة للدولار تساعد في إعادة التوازن للحساب الجاري الأمريكي وتجعله في مستوى مستدام على المدى الطويل.