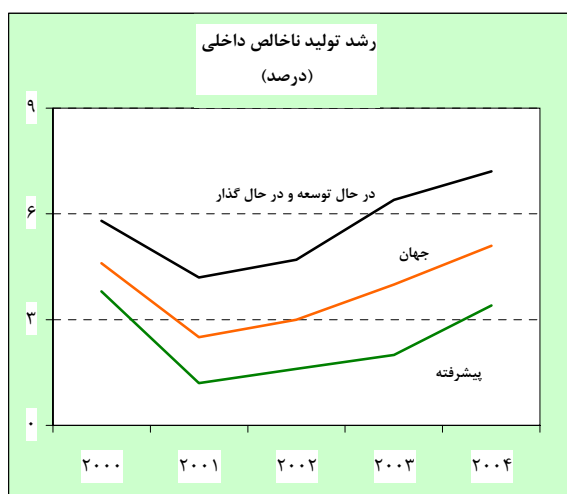


## فصل اول

### خلاصه‌ای از وضع اقتصادی جهان

#### تحولات اقتصادی

اقتصاد جهان در سال ۲۰۰۴، علیرغم نوسانات زیاد ناشی از کاهش قابل ملاحظه تولید محصولات صنعتی و تجارت جهانی و قیمت‌های بالای نفت به روند رو به بهبود خود ادامه داد، به‌طوری‌که رشد اقتصادی جهان از ۴/۰ درصد در سال ۲۰۰۳ به ۵/۱ درصد در سال ۲۰۰۴ افزایش یافت.



از ویژگی‌های اقتصادی این سال می‌توان به رشد نامتوازن در مناطق مختلف، تشدید عدم تعادل در حساب جاری جهانی، کاهش قابل توجه ارزش دلار، تقویت بازارهای مالی، افزایش ناگهانی بهای نفت و نوسانات پیاپی آن اشاره کرد. در حالی‌که رشد اقتصادی در ایالات متحده، چین، اغلب بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه فراتر از پیش‌بینی محقق شد، اما وضعیت در اروپا و ژاپن چندان مساعد نبود. از سوی دیگر به‌رغم آنکه آمریکا بالاترین کسری حساب جاری را در میان کشورهای بزرگ صنعتی داشت لیکن کشورهای تولید کننده نفت در خاورمیانه، بازارهای نوظهور آسیا، ژاپن، کشورهای مستقل مشترک المنافع و تا حدی کمتر کشورهای حوزه اروپا با مازاد حساب جاری مواجه بودند.

در سال مورد بررسی رشد اقتصادی آمریکا در حدود ۴/۴ درصد بود. آمریکا در سال ۲۰۰۴ کسری حساب جاری معادل ۵/۷ درصد از تولید ناخالص داخلی را تجربه نمود. در این سال نگرانی بازار درخصوص پایداری کسری حساب جاری عامل اصلی کاهش قابل ملاحظه نرخ موثر اسمی دلار بود. اما به‌رغم این کاهش ارزش، تقاضا برای اوراق قرضه خزانه، بنگاهها و شرکتها توسط سرمایه‌گذاران خارجی و سرمایه‌گذاری سبد داراییها در آمریکا چه توسط سرمایه‌گذاران دولتی و چه خصوصی همچنان در وضعیت مناسبی قرار داشت. در این سال رشد اقتصادی کانادا معادل ۲/۸ درصد بود و کاهش بدهیها و اجرای اصلاحات ساختاری جهت ارتقای بهره‌وری و انعطاف پذیری اقتصاد در دستور کار دولت کانادا قرار داشت.

بهبود رشد اقتصادی در کشورهای منطقه یورو و دیگر کشورهای اروپای غربی که در اواسط ۲۰۰۳ به بالاترین حد خود رسیده بود، در طول سه ماهه دوم ۲۰۰۴ کاهش یافت. این امر عمدتاً به دنبال کاهش تقاضای داخلی به دلیل بی ثباتی قیمت‌های بالای نفت، کاهش امنیت شغلی و افزایش پس انداز خانوارها بود. در سال ۲۰۰۴ تورم در میان کشورهای منطقه یورو به دلیل قیمت بالای نفت و افزایش مالیات غیرمستقیم به بیش از ۲ درصد رسید و به رغم پایین بودن کسری حساب جاری و کسری بودجه ۲/۷ درصدی تولید ناخالص داخلی در این منطقه، بدهیها همچنان در سطح بالایی ماندگار شد. در این میان، مجموعه سیاستهای پولی و مالی جهت مقابله با فشارهای بودجه‌ای ناشی از پیر شدن جمعیت ناکافی بود.

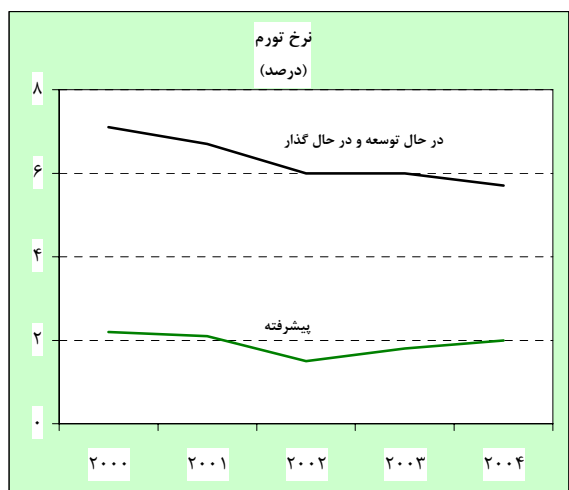
## شاخصهای عمده اقتصادی

| تراز حساب جاری |      | بیکاری |      | تورم |      | رشد تولید ناخالص داخلی |      |                              |
|----------------|------|--------|------|------|------|------------------------|------|------------------------------|
| ۲۰۰۴           | ۲۰۰۳ | ۲۰۰۴   | ۲۰۰۳ | ۲۰۰۴ | ۲۰۰۳ | ۲۰۰۴                   | ۲۰۰۳ |                              |
| -۱/۰           | -۰/۸ | ۶/۳    | ۶/۶  | ۲/۰  | ۱/۸  | ۳/۴                    | ۲/۰  | اقتصادهای پیشرفته            |
| -۵/۷           | -۴/۸ | ۵/۵    | ۶/۰  | ۲/۷  | ۲/۳  | ۴/۴                    | ۳/۰  | ایالات متحده آمریکا          |
| -۰/۴           | -۰/۳ | ۸/۸    | ۸/۷  | ۲/۲  | ۲/۱  | ۲/۰                    | -۰/۵ | کشورهای حوزه یورو            |
| ۳/۶            | ۲/۲  | ۹/۲    | ۹/۶  | ۱/۸  | ۱/۰  | ۱/۷                    | -۰/۱ | آلمان                        |
| -۰/۳           | -۰/۳ | ۹/۷    | ۹/۵  | ۲/۳  | ۲/۲  | ۲/۳                    | -۰/۵ | فرانسه                       |
| -۱/۵           | -۱/۵ | ۸/۳    | ۸/۷  | ۲/۳  | ۲/۸  | ۱/۲                    | -۰/۳ | ایتالیا                      |
| -۵/۰           | -۲/۸ | ۱۰/۸   | ۱۱/۳ | ۳/۱  | ۳/۱  | ۲/۷                    | ۲/۵  | اسپانیا                      |
| ۳/۷            | ۳/۲  | ۴/۷    | ۵/۳  |      | -۰/۲ | ۲/۶                    | ۱/۴  | ژاپن                         |
| -۲/۲           | -۱/۷ | ۴/۸    | ۵/۰  | ۱/۳  | ۱/۴  | ۳/۱                    | ۲/۲  | انگلستان                     |
| ۲/۶            | ۲/۰  | ۷/۲    | ۷/۶  | ۱/۸  | ۲/۷  | ۲/۸                    | ۲/۰  | کانادا                       |
| ۴/۴            | ۴/۴  |        |      | ۴/۰  | ۲/۴  | ۷/۸                    | ۷/۴  | اقتصاد کشورهای نوظهور آسیایی |
| ۴/۲            | ۳/۲  |        |      | ۳/۹  | ۱/۲  | ۹/۵                    | ۹/۳  | چین                          |
| -۰/۳           | ۱/۲  |        |      | ۳/۸  | ۳/۸  | ۷/۳                    | ۷/۵  | هند                          |
| ۵/۵            | ۵/۷  |        |      | ۴/۴  | ۴/۰  | ۵/۸                    | ۵/۴  | آ - سه - آن (۱)              |
| -۰/۲           | -۰/۳ |        |      | ۷/۷  | ۱۰/۶ | ۵/۱                    | ۴/۶  | آفریقا                       |
| -۱/۹           | -۲/۷ |        |      | ۹/۱  | ۱۳/۳ | ۵/۱                    | ۴/۲  | مادون صحرا                   |
| -۳/۸           | -۳/۹ |        |      | ۴/۲  | ۲/۲  | ۴/۸                    | ۳/۶  | اروپای مرکزی                 |
| ۸/۵            | ۶/۴  |        |      | ۱۰/۳ | ۱۲/۰ | ۸/۲                    | ۷/۹  | کشورهای مستقل مشترک المنافع  |
| ۱۰/۲           | ۸/۲  |        |      | ۱۰/۹ | ۱۳/۷ | ۷/۱                    | ۷/۳  | روسیه                        |
| ۱۳/۷           | ۸/۳  |        |      | ۸/۳  | ۷/۱  | ۵/۵                    | ۵/۸  | خاورمیانه                    |
| ۵/۲            | ۱/۵  |        |      | ۱۵/۶ | ۱۵/۶ | ۶/۶                    | ۶/۶  | ایران                        |
| ۱۹/۸           | ۱۳/۸ |        |      | -۰/۲ | -۰/۶ | ۵/۳                    | ۷/۲  | عربستان سعودی                |
| ۴/۴            | ۲/۴  |        |      | ۸/۱  | ۳/۲  | ۴/۱                    | ۳/۱  | مصر                          |
| -۰/۴           | ۳/۵  |        |      | ۳/۵  | ۵/۰  | ۳/۴                    | ۲/۶  | سوریه                        |
| -۰/۸           | -۰/۴ |        |      | ۶/۵  | ۱۰/۶ | ۵/۷                    | ۲/۲  | نیمکره غربی                  |
| ۱/۹            | -۰/۸ |        |      | ۶/۶  | ۱۴/۸ | ۵/۲                    | -۰/۵ | برزیل                        |
| -۱/۳           | -۱/۳ |        |      | ۴/۷  | ۴/۵  | ۴/۴                    | ۱/۶  | مکزیک                        |

۱- شامل اندونزی، مالزی، فیلیپین و تایلند است.

ماخذ: World Economic Outlook, IMF, April ۲۰۰۵

از سوی دیگر بهبود اقتصاد جهانی نتوانست تاثیر چندانی بر اقتصاد ژاپن بگذارد به طوری که پس از یک دوره رشد قابل ملاحظه در سه ماهه اول سال ۲۰۰۴، برای باقیمانده سال این رشد متوقف شد. به عبارتی رکود اقتصادی در نه ماهه آخر سال، استمرار بی ثباتی بهای نفت، تقاضای پایین جهانی برای محصولات فن آوری اطلاعات و در نتیجه کاهش بهای صادرات و سرمایه گذاری بخش خصوصی و همچنین تغییرات روش شناسی در ساختار حسابهای ملی ژاپن سبب شد تولید ناخالص داخلی



واقعی رشدی معادل ۲/۶ درصد داشته باشد که حدود ۱/۸ درصد پایین تر از میزان پیش بینی شده در گزارش چشم انداز جهانی صندوق بین المللی پول در سپتامبر ۲۰۰۴ است. با وجود پیشرفتهای محسوس در بخشهای مختلف اقتصادی ژاپن نظیر سودآوری شرکتهای ژاپنی، کاهش تعداد شرکتهای ورشکسته، موفقیت بانکها در افزایش سرمایه پایه و کاهش میزان وامهای بازپرداخت نشده، همچنان این کشور با مشکل سطح بالایی بدهیهای دولتی، فشار جمعیت مسن و هزینه قابل ملاحظه مسکن روبرو بود.

تولید ناخالص داخلی در بازارهای نوظهور آسیا با رشدی بیش از ۰/۵ واحد درصد بالاتر از میزان پیش بینی

شده به ۷/۸ درصد در سال ۲۰۰۴ رسید که بالاترین میزان رشد پس از بحران شرق آسیا است. این پیشرفت در میان کشورهای تازه صنعتی شده آسیا که شامل کره، تایوان، هنگ کنگ و سنگاپور است، نسبت به کشورهای آ - سه - آن (اندونزی، مالزی، فیلیپین و تایلند) محسوس تر است به گونه‌ای که رشد اقتصادی در این کشورها از ۳/۱ درصد در سال ۲۰۰۳ به ۵/۵ درصد در سال ۲۰۰۴ رسید. حساب جاری کشورهای منطقه نیز اگرچه وضعیت مزاد خود را حفظ نموده اما نسبت به سال ۲۰۰۳ تغییر عمده‌ای نداشت. در سال مورد بررسی فعالیتهای منطقه بویژه کشورهای هند، سریلانکا و تایلند به شدت تحت تاثیر خسارات ناشی از طوفان ویرانگر سونامی قرار گرفت که به دنبال اتخاذ سیاستهای مناسب و فعالیتهای گسترده در بازسازی منطقه، اثرات منفی خسارات آن بر رشد تولید ناخالص داخلی و دیگر شاخصهای اقتصادی به سرعت مهار شد.

در استرالیا و زلاندنو به رغم تعدیل فعالیتهای اقتصادی در نیمه دوم سال ۲۰۰۴، رشد اقتصادی همچنان قوی بود. در عین حال عواملی چون محدودیت در بخش عرضه در استرالیا به ویژه در بخش صادرات و کاهش خالص مهاجرت در زلاندنو تهدیدهایی برای رشد محسوب می‌شوند. بیکاری در هر دو کشور پایین بوده و شرایط مالی آنها با ویژگیهایی چون مزاد بودجه و بدهیهای رو به کاهش در وضعیت مساعدی قرار دارد. با این حال هر دو کشور با فشارهای ناشی از جمعیت مسن روبرو هستند که به منظور مقابله با آن راهکارهایی چون افزایش مشارکت نیروی کار، بهبود بهره‌وری و ارتقای سیستم تامین اجتماعی و بازنشتگی را در دستور کار دارند.

سال ۲۰۰۴ برای کشورهای آمریکای لاتین به واسطه بهره‌گیری از شرایط مساعد اقتصادی جهان با رشدی معادل ۵/۷ درصد، سال مناسبی به‌ویژه برای کشورهای چینی، ونزوئلا و اروگوئه بود که از رکود عمیق اقتصادی رهایی یافتند. از سوی دیگر به‌رغم آنکه شیلی و برزیل از اجرای سیاستهای باثبات کلان اقتصادی و اصلاحات ساختاری منتفع شدند اما در کشورهای حوزه کارائیب طوفانهای مخرب تاثیر منفی بر رشد به‌جای گذاشت. همچنین تورم بالا و حجم قابل ملاحظه بدهیهای خارجی در کشورهای منطقه، بانکهای مرکزی بسیاری از این کشورها را وادار به اتخاذ سیاستهای مالی انقباضی و تنظیم چارچوبهای هدفگذاری تورمی نمود که توصیه‌هایی چون انعطاف پذیری بیشتر نرخ ارز برای نیل به این هدفگذاری و همچنین بهبود عملکرد بخش خارجی و افزایش توان مقابله با شوکهای احتمالی را به دنبال داشت. در سال ۲۰۰۴ برخلاف تورم موجود، کشورهای آمریکای لاتین از مزاد حساب جاری معادل ۰/۸ درصد تولید ناخالص داخلی برخوردار بودند.

رشد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۴ در کشورهای نوظهور اروپا وضعیت مساعدی داشت. بالاترین سطح رشد متعلق به اروپای شرقی با ۷/۲ درصد و سپس حوزه بالتیک با ۶/۹ درصد بود. کشورهای نوظهور اروپا نیز به واسطه رشد سریع اعتبارات و توسعه بخش صادرات به رشد ۶/۲ درصدی رسیدند که فراتر از انتظارات بود. در این میان رشد کشورهای ترکیه، لتونی و رومانی قابل ملاحظه بود. از سوی دیگر از آنجایی که تقاضای بالای داخلی به شتاب واردات انجامید، کشورهای منطقه با کسری فزاینده حساب جاری مواجه شدند. همچنین میزان تورم به دلایلی نظیر بالا بودن قیمتهای جهانی نفت، تاثیر رشد اعتبارات داخلی و برخی توافقات اتحادیه اروپا در خصوص تعدیل مالیاتها، همچنان در سطح بالایی قرار گرفت.

کشورهای مستقل مشترک المنافع در سال ۲۰۰۴ به دنبال عواملی همچون افزایش بهای انرژی و فلزات، تقاضای مناسب داخلی و تقویت ارتباطات تجاری منطقه‌ای از رشد مناسب اقتصادی برخوردار بودند. از آنجایی که شرایط ضد تورمی پایدار نیازمند مدیریت سنجیده درآمدهای نفتی و فراهم نمودن رژیمهای ارزی منعطف‌تر است، کشورهای منطقه توانستند با اتخاذ تدابیر فوق و اجرای سیاستهای باثبات پولی و مالی، جذب سرمایه و تلاش در جهت کاهش کمتر ارزش پول مانع از ایجاد رکود شوند. شواهد حاکی از آن است که گرچه شرایط اقتصادی روسیه در سال ۲۰۰۴ به دلایل متعددی همچون کاهش تولید نفت و سرمایه‌گذاری چندان مناسب نبود، اما همچنان این کشور نقش مهمی را در منطقه ایفا می‌کند.

## عملکرد رشد تولید و تجارت در اقتصاد جهانی

(درصد)

| ۲۰۰۴ | ▲۲۰۰۳ |  |
|------|-------|--|
| ۵/۱  | ۴/۰   | تولید جهانی  |
| ۳/۴  | ۲/۰   | اقتصادهای پیشرفته                                  |
| ۴/۴  | ۳/۰   | ایالات متحده آمریکا                                |
| ۲/۰  | ۰/۵   | کشورهای حوزه یورو                                  |
| ۱/۷  | -۰/۱  | آلمان  |
| ۲/۳  | ۰/۵   | فرانسه   |
| ۱/۲  | ۰/۳   | ایتالیا  |
| ۲/۷  | ۲/۵   | اسپانیا  |
| ۲/۶  | ۱/۴   | ژاپن   |
| ۳/۱  | ۲/۲   | انگلستان   |
| ۲/۸  | ۲/۰   | کانادا   |
| ۴/۴  | ۲/۵   | سایر اقتصادهای پیشرفته                             |
| ۵/۵  | ۳/۱   | کشورهای تازه صنعتی شده آسیایی                      |
| ۷/۲  | ۶/۴   | سایر بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه        |
| ۵/۱  | ۴/۶   | آفریقا   |
| ۵/۱  | ۴/۲   | مادون صحرا   |
| ۶/۱  | ۴/۶   | اروپای مرکزی و شرقی                                |
| ۸/۲  | ۷/۹   | کشورهای مستقل مشترک المنافع                        |
| ۷/۱  | ۷/۳   | روسیه  |
| ۱۰/۵ | ۹/۱   | غیرروسیه   |
| ۸/۲  | ۸/۱   | در حال توسعه آسیا                                  |
| ۹/۵  | ۹/۳   | چین  |
| ۷/۳  | ۷/۵   | هند  |
| ۵/۸  | ۵/۴   | آ - سه - آن  |
| ۵/۵  | ۵/۸   | خاورمیانه  |
| ۵/۷  | ۲/۲   | نیمکره غربی  |
| ۵/۲  | ۰/۵   | برزیل  |
| ۴/۴  | ۱/۶   | مکزیک  |
| ۲/۵  | ۱/۲   | اتحادیه اروپا                                      |
| ۴/۰  | ۲/۷   | رشد جهانی بر مبنای نرخهای ارز در بازار             |
| ۹/۹  | ۴/۹   | حجم تجارت جهانی (کالاها و خدمات) واردات            |
| ۸/۵  | ۳/۶   | اقتصادهای پیشرفته                                  |
| ۱۵/۵ | ۸/۹   | سایر بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه صادرات |
| ۸/۱  | ۲/۸   | اقتصادهای پیشرفته                                  |
| ۱۳/۸ | ۱۰/۷  | سایر بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه        |
|      |       | قیمتهای کالا (دلار آمریکا)                         |
| ۳۰/۷ | ۱۵/۸  | نفت(۱)   |
| ۱۸/۸ | ۷/۱   | غیر سوختی  |
|      |       | قیمتهای مصرف کننده                                 |
| ۲/۰  | ۱/۸   | اقتصادهای پیشرفته                                  |
| ۵/۷  | ۶/۰   | سایر بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه        |
|      |       | نرخهای Libor شش ماهه (درصد) (۲)                    |
| ۱/۸  | ۱/۲   | سپردههای دلاری                                     |
| ۲/۱  | ۲/۳   | سپردههای یورویی                                    |
| ۰/۱  | ۰/۱   | سپردههای بین ژاپن                                  |

ماخذ: IMF World Economic Outlook , April ۲۰۰۵

۱- میانگین ساده قیمتتهای نقدی نفت خام برنت انگلیس، دبی و وست تگزاس اینترمدیت می باشد. در سال ۲۰۰۴ میانگین قیمت هر بشکه نفت معادل ۳۷/۷۶ دلار بود.

۲- نرخها برای ایالات متحده و ژاپن شش ماهه و برای منطقه یورو سه ماهه است.

در سال ۲۰۰۴ آفریقا به دنبال بهبود اقتصاد جهانی و

به رغم خشکسالی و خسارات ناشی از سونامی در برخی مناطق، با رشد تولید ناخالص داخلی معادل ۵/۱ درصد و رشد تولید ناخالص سرانه به میزان ۲/۸ درصد و همچنین با کاهش تورم در سطح یک رقمی (به جز چند کشور به ویژه زیمبابوه) کارنامه مثبتی از فعالیتهای اقتصادی خود ارائه داد. بخشی از این شرایط مساعد مرهون اصلاحات زیربنایی اقتصادی و تجاری و اتخاذ سیاستهای قوی کلان اقتصادی است. البته به رغم اصلاحات انجام شده جهت کاهش چسبندگی بازار کار، کماکان بیکاری و عدم ثبات درآمد در آفریقا به دلایلی چون فقدان بازارهای مالی توسعه یافته و سیستم کارایی تامین اجتماعی، بسیار بالاست. از این رو در سال ۲۰۰۴ برای این کشورها توجه به مواردی چون حمایت از سرمایه گذاری بخش خصوصی، توسعه مالی و بسط زمینه های تجاری، اصلاحات بخش دولتی، تقویت بنگاهها، توسعه زیر ساختها، مهار بیماریهای خاص چون ایدز، افزایش کمکهای بین المللی و طرح بخشودگی بدهیها در اولویت قرار گرفت.

سال ۲۰۰۴ فرصت مناسبی برای کشورهای تولید

کننده نفت خاورمیانه بود تا به واسطه افزایش مستمر بهای نفت و میزان صادرات محصولات نفتی، نسبت به طراحی و اجرای برنامه های میان مدت و بلندمدت رشد، افزایش اشتغال با توجه به رشد سریع نیروی کار جوان در این منطقه و کاهش بخشی از آسیب پذیری از طریق کاهش بدهیهای خارجی خود اقدام کنند. طی سال مذکور درآمدهای نفتی در کنار اتخاذ سیاستهای با ثبات مالی و پیشرفت در اصلاحات ساختاری موجب شد رشد اقتصادی در این منطقه به ۵/۷ درصد برسد که به دنبال خود مازاد مالی به همراه آورد. در کشورهای غیرنفتی نیز به واسطه وضعیت مساعد منطقه، ارتباطات تجاری، جریان وجوه و همچنین اصلاحات داخلی، شرایط مناسب بود. با این وجود هنوز مواردی چون ناامنی های جغرافیایی - سیاسی به ویژه در عراق، بالا بودن نرخ تورم و بیکاری در اکثر کشورهای منطقه، تاثیرپذیری نرخ ارز بسیاری از این کشورها از نوسانات ارزش دلار، وابستگی شدید درآمد منطقه به نفت و در نتیجه آسیب پذیری در برابر نوسانات بهای نفت و بدهی های بالای برخی کشورها بایستی مورد توجه قرار گیرد.

## تحولات بازارهای ارزی از اول آوریل سال ۲۰۰۴ تا اول آوریل سال ۲۰۰۵

### ۱- تحولات دلار آمریکا در برابر یورو

تحولات دلار در برابر یورو در دوره مورد بررسی به سه مرحله عمده به شرح زیر قابل تقسیم است:

#### ۱-۱- متوقف شدن ضعف دلار در برابر یورو

دلار پس از سپری کردن بیش از دو سال سیر نزولی مداوم در برابر یورو، سرانجام از پایان سه ماهه اول سال ۲۰۰۴ میلادی در برابر یورو به ثبات نسبی رسید و این ثبات به مدت شش ماه ادامه داشت. علت ثبات نسبی دلار در برابر یورو به شرح زیر می‌باشد:

**شروع مخالفت مقامات پولی منطقه یورو با ادامه ترقی یورو - مقامات پولی منطقه یورو در سالهای ۲۰۰۲ و ۲۰۰۳ مخالفتی با ترقی یورو در برابر دلار نشان نمی‌دادند، لیکن از آغاز سال ۲۰۰۴ شروع به مخالفت با ترقی یورو کردند.**

#### متوسط نرخ برابری ارزهای جهانروا و حق برداشت مخصوص و قیمت طلا به دلار آمریکا

| سه ماهه اول<br>۲۰۰۵ | سه ماهه اول<br>۲۰۰۴ | ۲۰۰۴   | ۲۰۰۳   | ۲۰۰۲   | ۲۰۰۱   | ۲۰۰۰   | ۱۹۹۹   | ۱۹۹۸   |                         |
|---------------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------------|
| ۱/۵۲                | ۱/۴۹                | ۱/۴۹   | ۱/۳۹   | ۱/۳۰   | ۱/۲۷   | ۱/۳۲   | ۱/۳۷   | ۱/۳۵   | حق برداشت مخصوص به دلار |
| ۱/۸۹                | ۱/۸۴                | ۱/۸۳   | ۱/۶۳   | ۱/۵۰   | ۱/۴۴   | ۱/۵۲   | ۱/۶۲   | ۱/۶۶   | هر لیبره انگلیس به دلار |
| ۱/۱۷                | ۱/۲۵                | ۱/۲۴   | ۱/۳۵   | ۱/۵۶   | ۱/۶۹   | ۱/۶۹   | ۱/۵۰   | ۱/۴۵   | هر دلار به فرانک سوئیس  |
| ۱/۳۱                | ۱/۲۵                | ۱/۲۴   | ۱/۱۳   | -۰/۹۴  | -۰/۹۰  | -۰/۹۲  | ۱/۰۷   | ۱/۱۲   | هر یورو به دلار         |
| ۱۰۴/۸۱              | ۱۰۷/۳۳              | ۱۰۸/۱۹ | ۱۱۵/۹۳ | ۱۲۵/۳۹ | ۱۲۱/۵۳ | ۱۰۷/۷۷ | ۱۱۳/۹۱ | ۱۳۰/۹۱ | هر دلار به ین ژاپن      |
| ۴۲۷/۱۰              | ۴۰۸/۴۷              | ۴۰۹/۲۳ | ۳۶۳/۵۲ | ۳۱۰/۰۴ | ۲۷۱/۰۵ | ۲۷۹/۱۷ | ۲۸۷/۸۷ | ۲۹۴/۱۴ | هر اونس طلا به دلار     |

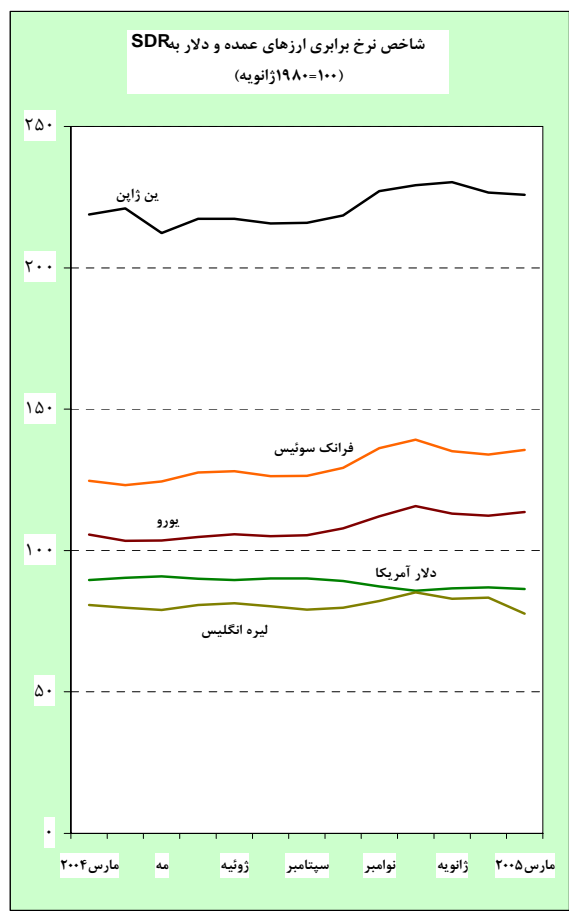
**خوشبینی ناگهانی نسبت به دورنمای اقتصادی آمریکا - انتشار برخی از ارقام اقتصادی در خصوص تعداد شاغلین بخش کشاورزی، خرده فروشی و موجودی انبار بخش تجاری مربوط به ماه مارس که در ماه آوریل ۲۰۰۴ منتشر شد به طور ناگهانی خوشبینی نسبت به اقتصاد آمریکا را به شدت افزایش داد.**

**افزایش نرخهای بهره کلیدی آمریکا -** در بیانیه چهارم ماه مه سال ۲۰۰۴ کمیته بازار باز فدرال (بازوی سیاست‌گذاری بانک مرکزی آمریکا) نخستین زرمه کنار گذاشتن سیاست پولی انبساطی مشاهده شد. سرانجام از ۳۰ ژوئن همان سال افزایش نرخهای بهره کلیدی آمریکا آغاز گردید. از آن زمان تا پایان سال ۲۰۰۴ نرخهای بهره کلیدی آمریکا در پنج نوبت و در هر نوبت ۰/۲۵ درصد افزایش داده شد و به ۲/۲۵ درصد رسانده شد. افزایش تدریجی نرخهای بهره در افزایش جاذبه سرمایه‌گذاری در دلار موثر واقع شد.

#### ۱-۲- از سرگیری ضعف دلار در سه ماهه آخر سال ۲۰۰۴

در ماه اکتبر سال ۲۰۰۴ به دلیل ابهامات مربوط به پیامدهای احتمالی انتخابات ریاست جمهوری آمریکا و افزایش قیمت نفت، ارزش دلار در برابر یورو رو به کاهش نهاد. پس از برگزاری این انتخابات در دوم نوامبر و اعلام نتایج این انتخاب سیر نزولی دلار تشدید شد. اما علت ضعف دلار پیروزی بوش بر رقیب خود بود. گفته می‌شد که بوش سیاست مالی انبساطی آمریکا را ادامه خواهد داد. به این ترتیب انتظار می‌رفت که یکی از عوامل مهم ضعف دلار در سالهای آینده به قوت خود باقی بماند. از طرف دیگر کسری بودجه آمریکا می‌تواند کسری حساب جاری آمریکا را افزایش دهد. قبلاً برخی از مقامات بانک مرکزی آمریکا گفته بودند که شرط لازم برای کاهش کسری حساب جاری آمریکا کاهش ارزش دلار می‌باشد. در این صورت هم کسری حساب جاری و هم راهی که برای تصحیح آن در نظر گرفته می‌شد (متوسل شدن به نرخ برابری ارز) بر دلار فشار نزولی وارد می‌کرد. مقامات بانک مرکزی اروپا از اوایل شروع مجدد ترقی یورو در برابر دلار با این امر مخالفت کردند. اما این مخالفتها مانع ترقی یورو نشد. چون برخی از تحلیلگران ارزی عقیده داشتند که مخالفتهای مقامات بانک مرکزی اروپا با ترقی یورو بسیار ملایم به نظر می‌رسد. آنان معتقد

بودند که این نوع مخالفت‌های ملایم تا مداخله واقعی بانک مرکزی اروپا در بازارهای ارزی فاصله زیادی دارد. آنان عقیده داشتند بانک مرکزی قبل از مداخله در بازارهای ارزی باید مخالفت‌های خود را با ترقی یورو تشدید کند و سپس با بانک‌های مرکزی سایر کشورهای عضو گروه ۱۰ هماهنگی‌های لازم را به عمل آورد و بعد از آن در بازار مداخله کند. به عقیده آنان احتمالاً "بانک مرکزی اروپا در زمانی که یورو در محدوده ۱/۳۵-۱/۳۰ دلار قرار گرفت، مخالفت شفاهی خود با ترقی یورو را افزایش خواهد داد. از نظر آنان مداخله واقعی بانک مرکزی در زمانی که هر یورو در محدوده ۱/۴۰-۱/۳۵ دلار قرار گرفت، انجام خواهد شد. مراحل مداخله بانک مرکزی اروپا در سپتامبر سال ۲۰۰۰ نیز بدین منوال بود.



ارزش یورو در برابر دلار از ژانویه سال ۱۹۹۹ تا سپتامبر ۲۰۰۰ حدود ۳۰/۰ درصد کاهش یافته بود. مقامات پولی در آن زمان نخست به بازار هشدار دادند که ضعف یورو از نظر بنیادهای اقتصادی قابل توجیه نمی‌باشد و گفتند که خواهان یوروی قوی هستند. سپس اعلام کردند که احتمال مداخله بانک مرکزی در حمایت از یورو بعید نیست. در مراحل بعدی مسئولین سایر کشورهای عضو گروه ۱۰ نیز اعلام کردند که ارزش اسمی یورو کمتر از ارزش واقعی آن است. سرانجام بانک مرکزی اروپا نیز شبه مداخله‌ای در بازار از طریق خرید ۲/۵ میلیارد یورو از عواید حاصل از سود سرمایه‌گذاری ارزی انجام داد. طی تمام این مراحل یورو به سیر نزولی خود ادامه می‌داد. پس از آن بانک مرکزی اروپا در

بازار مداخله کرد. در اجلاس وزرای دارایی و روسای بانک‌های مرکزی گروه ۲۰ که در اواخر ماه نوامبر ۲۰۰۴ تشکیل شد هیچ اشاره‌ای به کاهش اخیر دلار در برابر یورو نشد. این امر بار دیگر بسیاری از معامله‌گران را متقاعد کرد که مقامات آمریکایی و اروپایی با ضعف دلار مخالفتی ندارند.

### ۳-۱- نوسانات دلار در سه ماهه اول سال ۲۰۰۵ میلادی

در سه ماهه اول سال ۲۰۰۵ میلادی دلار در برابر اکثر ارزهای عمده سیر صعودی ملایمی در پیش گرفت. علل اصلی ترقی دلار در برابر سایر ارزهای عمده در سه ماهه اول سال ۲۰۰۵ میلادی به شرح زیر می‌باشد:

- احتمال تداوم افزایش نرخهای بهره کلیدی آمریکا
- اظهارات وزیر خزانه‌داری آمریکا در حمایت از دلار قوی
- مطلوب بودن ارقام مربوط به خالص جریان سرمایه به آمریکا (از ۴۸/۳ میلیارد دلار در ماه اکتبر سال ۲۰۰۴ به حدود ۸۱/۰ میلیارد دلار در ماه نوامبر همان سال)
- اظهارات وزیر خزانه‌داری و رئیس بانک مرکزی آمریکا در مورد کاهش کسریهای بودجه و حساب جاری این کشور
- اظهارات رئیس بانک مرکزی اروپا مبنی بر افزایش بیش از حد یورو در مقابل دلار و لزوم کاهش ارزش دلار در برابر ارزهای آسیایی
- بیانیه گروه ۷.

## ۲- تحولات دلار در برابر ین

نوسانات دلار در برابر ین نیز در دوره مورد بررسی دارای مراحل به شرح زیر است:

**۱-۲- توقف مداخلات بانک مرکزی ژاپن در جهت تضعیف ین -** بانک مرکزی ژاپن در سال ۲۰۰۳ و سه ماهه اول ۲۰۰۴ برای جلوگیری از ترقی ین به شدت در بازار مداخله کرد، به طوری که در مدت مذکور این بانک مجموعاً ۳۵/۰ تریلیون ین (معادل ۳۳۷/۳ میلیارد دلار) در برابر دلار و یورو در بازار فروخت. این مداخلات در روزهای پایانی مارس ۲۰۰۴ متوقف شد. همچنین در ماههای مارس و مه شواهدی از بهبود فعالیت اقتصادی ژاپن منتشر شد. علیرغم قطع مداخلات بانک مرکزی ژاپن در بازارهای ارزی در جهت تضعیف ین و پدیدار شدن شواهدی از بهبود اقتصادی ژاپن، از اوایل ماه آوریل تا اواسط ماه مه دلار در برابر ین سیر صعودی داشت. علت این امر انتشار ارقام مطلوب اقتصادی در آمریکا و زمزمه کنار گذاشتن سیاست پولی انبساطی آمریکا بود. اما در هجدهم ماه مه خبر مربوط به رشد شدید تولید ناخالص داخلی سه ماهه اول سال ۲۰۰۴ ژاپن منتشر شد. این امر به همراه برخی از ارقام مطلوب اقتصادی در ژاپن از جمله رشد مداوم مازاد تجاری این کشور به ضعف ملایم دلار در برابر ین تا اواخر ماه ژوئیه ۲۰۰۴ منجر شد. در ماههای اوت و سپتامبر دلار در برابر ین از ثبات نسبی برخوردار بود.

**۲-۲- ضعف شدید دلار در برابر ین در دو ماهه آخر سال ۲۰۰۴ -** شایعات مربوط به انعطاف پذیرتر شدن ارزش یوآن چین، شایعاتی مبنی بر متوسل شدن دولت آمریکا به کاهش ارزش دلار برای بهبود موازنه تجاری خود و اظهارات ۱۹ نوامبر رئیس بانک مرکزی آمریکا در جهت لزوم کاهش ارزش دلار سبب کاهش شدید دلار در برابر ین شد.

**۳-۲- تقویت دلار در برابر ین در سه ماهه اول سال ۲۰۰۵ -** ضعف دلار در برابر ین تا نیمه اول ژانویه ۲۰۰۵ میلادی نیز ادامه داشت. حتی اظهارات ۷ ژانویه ۲۰۰۵ وزیر خزانه‌داری آمریکا و ۱۰ ژانویه یکی از مقامات پولی این کشور در حمایت از دلار قوی نیز نتوانست مانع ادامه سیر نزولی دلار در برابر ین گردد. وی گفته بود دولت آمریکا حاضر است برای حمایت از دلار، کسری بودجه و کسری تجاری خود را کاهش دهد. در روز ۱۰ ژانویه نیز یکی از مقامات پولی آمریکا گفت که کسری عظیم دوگانه (کسری بودجه و کسری حساب تجاری) مشکل آفرین است و این کشور نمی‌تواند همچنان متکی به تامین این کسریها از سرمایه‌های خارجی باشد. اما در هجدهم ماه ژانویه ارقام منتشره نشان داد که خالص جریان سرمایه به آمریکا از ۴۸/۳ میلیارد دلار در ماه اکتبر ۲۰۰۴ به ۸۱/۰ میلیارد دلار در ماه نوامبر افزایش یافت که بیش از انتظار قبلی بود. همچنین انتظار می‌رفت که بسیاری از شرکتهای آمریکا در سال ۲۰۰۵ میلادی سود انباشته شده حاصل از سرمایه‌گذاری در خارج را برای بهره‌مند شدن از کاهش مالیاتی به تدریج به داخل انتقال دهند. طبق قانونی که در سال ۲۰۰۴ به تصویب رسید سرمایه‌گذاران آمریکایی می‌توانستند در سال ۲۰۰۵ سود انباشته شده خود در خارج را به نرخ مالیاتی ۵/۲۵ درصد، به جای حداکثر ۳۵ درصد، به کشور برگردانند. این در حالی است که احتمال تداوم افزایش نرخهای بهره کلیدی آمریکا در ماههای بعدی نیز تقویت می‌شد. در ۷ فوریه دولت آمریکا لایحه بودجه سال مالی ۲۰۰۶ (منتهی به ۳۰ سپتامبر ۲۰۰۶) را به کنگره ارائه داد. در این لایحه پیش‌بینی شد که کسری بودجه این کشور از ۳/۵ درصد تولید ناخالص داخلی در سال مالی ۲۰۰۵ به ۱/۷ درصد تولید ناخالص داخلی در سال مالی ۲۰۰۸ کاهش یابد. موارد مذکور سبب ترقی دلار در برابر ین از اواسط ماه ژانویه تا پایان سه ماهه اول ۲۰۰۵ میلادی گردید.

## تحولات قیمت طلا در سال ۲۰۰۴

قیمت هر اونس طلا در پایان آخرین روز سال ۲۰۰۴ در بازار نیویورک نسبت به آخرین روز سال ۲۰۰۳ حدود ۵/۵ درصد افزایش داشت. افزایش قیمت طلا در سال ۲۰۰۴ بسیار کمتر از افزایش آن در سالهای ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴ بوده است. این کندی رشد قیمت طلا عمدتاً به دلیل ضعف قیمت طلا در ۹ ماهه اول سال بود و در سه ماهه آخر سال قیمت طلا رشد نسبتاً شدیدی داشت.

## قیمت طلا در پایان وقت بازار نیویورک

| پایان سال ۲۰۰۴ | پایان سال ۲۰۰۳ | پایان سال ۲۰۰۲ | پایان سال ۲۰۰۱ | پایان سال ۲۰۰۰ | پایان سال ۱۹۹۹ | قیمت هر اونس طلا |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| ۴۳۷/۴۵         | ۴۱۵/۰۵         | ۳۴۷/۰۰         | ۲۷۸/۹۰         | ۲۷۲/۵۵         | ۲۸۸/۳۰         |                  |
| ۵/۵            | ۱۹/۶           | ۲۴/۴           | ۲/۳            | -۵/۵           |                | درصد تغییر       |

## ۱- وضعیت قیمت طلا در نه ماهه اول سال ۲۰۰۴

قیمت هر اونس طلا از ۴۱۵/۰۵ دلار در پایان سال ۲۰۰۳ به ۴۱۸/۳۸ دلار در پایان سپتامبر سال ۲۰۰۴ رسید. عواملی نظیر خرید طلا توسط تولیدکنندگان، ادامه محدودیت فروش طلا توسط بانکهای مرکزی، ادامه تنشهای سیاسی در عراق و ترقی قیمت نفت خام در بازارهای جهانی همچون سال ۲۰۰۳ موجب تقویت قیمت طلا در نه ماهه اول سال ۲۰۰۴ شد، لیکن عوامل دیگری شامل نرخهای بهره کلیدی آمریکا و نرخ برابری دلار در برابر یورو تاثیر منفی بر تقویت قیمت طلا در دوره یاد شده داشتند.

## ۱-۱- متوقف شدن ضعف دلار در برابر یورو

ضعف دلار در برابر یورو که یکی از عوامل مهم ترقی قیمت طلا در سال ۲۰۰۳ بود از اوایل سال ۲۰۰۴ به بعد متوقف شد. توقف سیر نزولی دلار (از اوایل سال ۲۰۰۴ تا اواخر نه ماهه اول سال ۲۰۰۴) نیز به نوبه خود تاثیر منفی بر قیمت طلا در نه ماهه اول سال داشت.

## ۱-۲- افزایش نرخهای بهره کلیدی آمریکا

پایین بودن نرخهای بهره کلیدی آمریکا یکی دیگر از عوامل مهم تقویت قیمت طلا در سالهای ۲۰۰۲ و ۲۰۰۳ میلادی بود. اما از ۳۰ ژوئن سال ۲۰۰۴، افزایش نرخهای بهره کلیدی آمریکا آغاز گردید. از آن زمان تا پایان سال ۲۰۰۴ نرخهای بهره کلیدی آمریکا در پنج نوبت و در هر نوبت ۰/۲۵ درصد افزایش داده شد و به ۲/۲۵ درصد رسانده شد. افزایش تدریجی این نرخهای بهره در کاهش جاذبه سرمایه‌گذاری در طلا موثر واقع شد. همچنین در برخی از موارد اقدام سوداگران به کاهش مازاد طلای خود نیز قیمت طلا را تحت فشار نزولی قرار می‌داد، به طوری که این امر سبب کاهش شدید قیمت طلا در ماه آوریل گردید.

## ۱-۳- وضعیت قیمت طلا در سه ماهه آخر سال ۲۰۰۴

در ماه اکتبر سال ۲۰۰۴ به دلیل ابهامات مربوط به پیامدهای احتمالی انتخابات ریاست جمهوری آمریکا و تقویت قیمت نفت، قیمت طلا رو به افزایش نهاد. پس از برگزاری این انتخابات در دوم نوامبر و اعلام نتایج این انتخاب سیر صعودی قیمت طلا تشدید شد، به طوری که قیمت هر اونس طلا در پایان وقت ششم دسامبر ۲۰۰۴ در بازار نیویورک به حدود ۴۵۳/۸۸ دلار رسید که نسبت به روز قبل از انتخابات (۴۲۷/۱۳ دلار) حدود ۶/۲ درصد و نسبت به قیمت طلا در پایان سال ۲۰۰۳ حدود ۹/۳ درصد افزایش نشان می‌داد. علت ترقی قیمت طلا شروع مجدد سیر نزولی دلار در برابر یورو و برخی از ارزشهای عمده دیگر بود.

تحولات صندوق بین‌المللی پول در سال مالی ۲۰۰۴<sup>(۱) (۲)</sup>

فعالیت صندوق در سال مالی ۲۰۰۴ مصادف با بهبود اقتصاد جهانی بود. در طول سال مالی ۲۰۰۴، صندوق بین‌المللی پول به کمک اعضا به سیاست ترویج رشد پایدار و پایداری مالی و کاهش فقر در اعضای کم درآمد از طریق فعالیتهای نظارتی، وامدهی برای حمایت از سیاستهای تثبیت و اصلاح و مشاوره‌های فنی برای اجرای سیاستهای سالم و ایجاد نهادهای نیرومند ادامه داد.

صندوق بین‌المللی پول در طول سال مالی برخی تغییرات را در سیاستهای وامدهی و تسهیلات خود اعمال نموده و طراحی چندین برنامه و شرایط سیاستگذاری که مورد نظر کشورهای گیرنده وام بوده را مورد بازنگری قرار داده است. مهلت

۱- سال مالی ۲۰۰۴ صندوق بین‌المللی پول از اول می ۲۰۰۳ تا ۳۰ آوریل ۲۰۰۴ می‌باشد.



استفاده از خطوط اعتباری احتیاطی<sup>(۱)</sup> استفاده نشده صندوق<sup>(۲)</sup> در ۳۰ نوامبر ۲۰۰۳ به پایان رسید. متعاقباً صندوق به فراهم نمودن ترتیبات احتیاطی به عنوان ابزاری جهت مهار بحران اقدام کرد. صندوق چارچوب سیاستگذاری مرتبط با تامین مالی مواردی که از محدوده طبیعی خود گذاشته‌اند (دسترسی استثنایی<sup>(۳)</sup>) را مورد بازنگری قرار داد. صندوق بین‌المللی پول توصیه‌های دفتر ارزیابی مستقل<sup>(۴)</sup> درخصوص بررسی برنامه‌های حمایتی صورت گرفته توسط صندوق<sup>(۵)</sup> را ارائه نمود.

صندوق بین‌المللی پول توصیه‌های سیاستی، مشاوره‌های فنی و وامهای آسان را تحت عنوان «تسهیلات کاهش فقر و رشد»<sup>(۶)</sup> به اعضای کم‌درآمد خود ارائه نمود و کمکهای بلاعوض خود را تحت ابتکار موسوم به کشورهای فقیر به شدت مقروض (HIPC)<sup>(۷)</sup> در اختیار آنها قرار داد. در طول سال مالی اخیر، سی و شش کشور پرداختهای صندوق را در مجموع به ارزش ۸۶۵ میلیون SDR (۱/۳ میلیارد دلار) تحت ترتیبات PRGF خود دریافت نموده‌اند. ۱۰ مورد ترتیبات جدید PRGF با تعهدات وام صندوق جمعاً به ارزش ۹۹۵ میلیون SDR (۱/۴ میلیارد دلار) تصویب شد. در تاریخ ۳۰ آوریل ۲۰۰۴، تعداد ۳۶ عضو از اعضای صندوق در برنامه‌های تعدیل و اصلاحی خود بوسیله ترتیبات PRGF با مجموع تعهدات ۴/۴ میلیارد SDR (۶/۴ میلیارد دلار) مورد حمایت قرار گرفتند.

در تاریخ ۳۰ آوریل ۲۰۰۴، صندوق متعهد شد مبلغ ۱/۸ میلیارد SDR (۲/۶ میلیارد دلار) بعنوان کمک بلاعوض بپردازد و ۱/۲ میلیارد SDR (۱/۷ میلیارد دلار) تحت کمک HIPC پرداخت نمود.

بهبود شرایط اقتصادی جهان و افزایش پایداری بسیاری از اقتصادهای بازار نوظهور در کاهش تقاضا برای وامدهی صندوق بین‌المللی پول منعکس گردید. تعهدات جدید براساس تسهیلات وامدهی منظم صندوق، از ۲۹/۴ میلیارد SDR (معادل ۴۲/۷ میلیارد دلار) در سال مالی ۲۰۰۳ به ۱۴/۵ میلیارد SDR (معادل ۲۱/۱ میلیارد دلار) در سال ۲۰۰۴ کاهش یافت. بیش از ۹۰ درصد تسهیلات جدید در مجموع به برزیل و آرژانتین اختصاص داشت. صندوق ترتیبات احتیاطی<sup>(۸)</sup> با جمهوری دومینیک، گواتمالا، پاراگوئه و اوکراین را تصویب و یا تمدید کرد. بروندی ۹/۶ میلیون SDR (معادل ۱۳/۹ میلیون دلار) به صورت کمک اضطراری پس از مناقشات<sup>(۹)</sup> دریافت کرد.

در حالی که مانده اعتبار صندوق در سپتامبر ۲۰۰۳ به بالاترین میزان خود یعنی ۷۰ میلیارد SDR (۱۰۱/۶ میلیارد دلار) رسید، اما این رقم نسبت به ۶۲/۲ میلیارد SDR (۹۰/۳ میلیارد دلار) در پایان سال مالی اخیر کاهش یافت که ۳/۵ میلیارد SDR (۵/۱ میلیارد دلار) کمتر از سال مالی ۲۰۰۳ بود که بطور عمده به دلیل خالص بازپرداخت عمده توسط برزیل و تا حدود کمتری روسیه و ترکیه بود.

حجم تعهدات یک سال آینده صندوق بین‌المللی پول<sup>(۱۰)</sup> به ۵۸ میلیارد SDR (۸۴ میلیارد دلار) در پایان آوریل ۲۰۰۴ رسید که نسبت به ۶۱ میلیارد SDR (۸۹ میلیارد دلار) متعلق به سال مالی قبل کاهش یافت. دلیل این کاهش تعهدات زیادی بود که صندوق به برزیل و آرژانتین داده بود.

۱ - Contingent Credit Lines (CCL)

۲ - منظور ابزاری احتیاطی است که در سال ۱۹۹۹ معرفی شد تا از طریق آن بتوان کشورهای را که در مقابل بحرانهای مسری علیرغم دارا بودن بنیانهای سالم مالی، آسیب‌پذیر هستند حمایت نمود.

۳ - Exceptional Access

۴ - Independent Evaluation Office

۵ - Ex - Post Assessments of IMF- Supported Program

۶ - Poverty Reduction and Growth Facilities (PRGF)

۷ - Heavily Indebted Poor Countries (HIPC)

۸ - Stand by Arrangement

۹ - Post - Conflict Emergency Assistance

۱۰ - منظور منابعی است که براساس سهمیه اعضا به منظور وامدهی جدید طی ۱۲ ماه آینده در دسترس بوده و معیار اصلی نقدینگی یا ظرفیت وامدهی صندوق است.