

الأضطراب المالي والسياسة النقدية
في منطقة اليورو

الدكتور احمد ابريهي علي

مايس 2011

المقدمة :

انطلقت هذه الدراسة من محاولة التعرف على النمط الدوري للمتغيرات النقدية وعلاقتها بالتضخم والاداء الاقتصادي الكلي لمنطقة اليورو . وذلك بعد ان اخذت الازمة الاخيرة مداها في القطاع الحقيقي . وتوخت لذلك ابسط وسائل التحليل الاحصائي . ثم اتسعت عبر توثيق تساؤلات وملاحظات تدور حول الفرضيات التي يستند اليها التحليل النقدي الرسمي للبنك المركزي الاوربي ، ومدى نجاح الاخير في السيطرة على السيولة ، ووجاهة الربط بين السيولة والمستوى العام للأسعار . وقدرة الرقم القياسي لاسعار المستهلك في التعبير عن حركة الاسعار بصفة عامة ، ومدى دلالة مقياس التضخم على الاستقرار وشروطه . لقد وصلت المديونية السيادية لعدد من دول المنظومة الى الحرج الشديد ، في وقت لم تنته بعد مشكلات الافلاس والخسائر التي اصاب مصارف كبيرة ومؤسسات مالية اخرى . وايضا ، لايزال الانتعاش الاقتصادي يتعثر في اغلب دول المنطقة مع ارتفاع اسعار المنتج الى مستويات لاكتشف عنها معدلات التضخم ، وهي مجاورة للشرق الاوسط وتلاحظ حكوماتها وشركاتها اوضاعه السياسية وارتفاع اسعار النفط والتنافس الاقتصادي بين الصين والولايات المتحدة الامريكية . وكذلك ظهرت بقوة تبعات تفاوت التطور بين الدول المتقدمة ، وهي محور النظام ، وبلدان محيطه الناهضة وتأتي هذه الدراسة في سياق مراجعة أولية لاسس التحليل الاقتصادي الكلي والنقدي والتي تشكل المرجعية النظرية والتبريرية للسياسة النقدية .

ولكنها لا تدعي ، طبعا ، اختبار النماذج النظرية منهجيا" والوصول الى نتائج حاسمة . فقد جرت الكثير من الدراسات الاختبارية لمختلف الاطروحات النظرية السائدة ، وبقي ، مع ذلك ، هيكل الاقتصاد المدرسي كما كان قبل عقود .

ان الوقائع والمعالجة ، غير المتحيزة للبيانات ، تشير الى رجحان التوجه التجريبي في المعرفة الاقتصادية والذي قد يساعد ، في نهاية المطاف ، الى اكتشاف انماط من العلاقات السببية ، او الانتظام ، أصدق دلالة على الواقع واكثر فاعلية في التأثير على مجراه .

كان أثر العولمة على تقلبات الاقتصاد الوطني موضوعا لدراسات لم تنته الى نتيجة حاسمة بعد . ولكنها تشير ، اجمالا ، الى ارتباط بين قوة العولمة وضعف حاكمية السياسات الوطنية على حركة اسعار الاصول واداء القطاع المالي ومستوى النشاط الاقتصادي الكلي . وقد تعارف الكثير من الباحثين على وصف الفترة منذ عام 1980 بأنها مختلفة في درجة الانفتاح التجاري والمالي ، كثيرا عما سبقها ، ولذلك تخلع عليها صفة العولمة . وربما يستند هذا الفرض الى دلالات اذ ارتفعت تجارة العالم الخارجية ، سلعا وخدمات ، من 15% نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي عام 1980 لتبلغ 25% منه عام 2007 بداية الازمة الاخيرة . وكذلك اتسعت أحجام الموجودات والمطلوبات الاجنبية للدول ووصل رصيد الاستثمار الاجنبي المباشر الى 30% من الناتج المحلي الاجمالي للعالم وهو لا يتجاوز 20% من مجموع الاستثمار الاجنبي بأشكاله المختلفة .

أدت العولمة الى توثيق الروابط عبر الحدود ، ولكن كيف تفاعلت العوامل الداخلية والعولمة في اعادة صياغة البنى الانتاجية والسعرية - الكلفوية لمختلف البلدان وهي بمراحل تطور متفاوتة . تزامن النمط الدوري ، لمجموعة من البلدان ، لا يعني التطابق التام في توقيتات بدايات الصعود والهبوط للاسعار ومستويات النشاط . وسرعة الصعود والهبوط . وقد بينت الابحاث الاحدث (Dees and Zorell) ، وعند الاطلاع على نتائجها الكمية وليس تقييم الباحثين أنفسهم لتلك النتائج ، صعوبة تفسير تزامن دورة الاعمال بالمتغيرات المرشحة . ويظهر ان للأواصر المالية الوثيقة الدور الرئيسي بصورة مباشرة وغير مباشرة . ولكن مثل هذه الاستنتاجات تستند الى دراسات اقتصرت على البلدان المتقدمة وشبه المتقدمة أي دول OECD ودول المجموعة الاوربية ، ومن المشكوك فيه ان يؤدي الانفتاح التجاري والمالي في العراق ، مثلا ، الى تغيير بنية الانتاج باتجاه التماثل مع دول اخرى . ومع ذلك يصعب لحد الآن القول ان شدة الروابط التجارية تقتصر حتما بتزامن دوري بل ربما لطبيعة التجارة ونوع الصدمة انماط من البث والانتقال تنعكس في النتيجة . فاذا كانت الروابط التجارية راعية للتخصص عند ذاك يظهر نمط يعزز السلوك الدوري . ولكن في حالة التجارة الدولية داخل الصناعة Intra - Industry مثل تبادل الاجزاء وقطع الغبار عبر الحدود ، نفس الصناعة ، في هذه الحالة يكون تزامن الدورة أشد . ومع ذلك يبدو ان التعبير عن نتائج الابحاث التجريبية يولد انطباعات مبالغ بها عن قوة وانتظام التأثيرات المفترضة سرعان ما تتبدد عند الاطلاع على واقع العلاقات الكمية . وعلى سبيل المثال

وعلى مستوى دول الاتحاد الاوربي كانت الارتباطات بين حركة التجارة ومتغيرات المال والنتائج كما في التالي :

معامل الارتباط البسيط في دول الاتحاد الاوربي

ارتباط حركة الناتج	كثافة التجارة الخارجية الثنائية	الاستثمار الاجنبي المباشر	استثمارات الحافظة	استثمارات الاسهم	الديون المصرفية	التماثل في بنية الانتاج
ارتباط حركة الناتج	1.00					
كثافة التجارة الثنائية	0.03	1.00				
الاستثمار الاجنبي المباشر	0.37	0.00	1.00			
استثمارات الحافظة	0.35	- 0.09	0.80	1.00		
استثمارات الاسهم	0.35	0.01	0.78	0.93	1.00	
الديون المصرفية	0.34	- 0.13	0.78	0.99	1.00	
التماثل في بنية الانتاج	- 0.25	- 0.06	- 0.32	- 0.46	- 0.45	1.00

Dees and Zorell

المصدر :

ويتضح من جدول الارتباطات ان اعلاها كانت فيما بين مكونات التدفقات الرأسمالية . وايضا" يظهر ان لترباط حركة الناتج بين البلدان علاقة مع القطاع المالي اشد مما هي عليه مع التجارة . وان لتماثل البنى الانتاجية علاقة عكسية مع تزامن حركة الناتج . بمعنى ان التحليل الكمي يقود الى استنتاج هو عكس الانطباع السائد . بتعبير آخر ان التكامل بين البلدان ذات البنى الاقتصادية غير المتجانسة يساعد على الاستقرار اذ يعاكس في تأثيره الميل لتزامن دورة الاعمال .

واتضح من نفس الدراسة (Dees and Zorell) ان معاملات الانحدار المقدره لنموذج آني تؤكد العلاقة العكسية ايضا" بين تماثل البنى الاقتصادية وتزامن الدورة ، وان تأثير متغيرات القطاع المالي كان موجبا" بمعنى ان الانفتاح المالي يدفع نحو تزامن الدورة . من ملاحظة الاسواق لما بعد الازمة يبدو ان الاتفاق حول العلاقة العكسية بين سعر الفائدة واتجاه اسعار الاسهم لا زال فعالا" ، على الاقل لشدة القناعة بهذه العلاقة ، ولذلك تتعالى الاصوات ضد رفع اسعار الفائدة كي لا ينعكس ذلك سلبا" على قطاع الشركات . وبالتالي

يكبح النشاط الاقتصادي . بمعنى ان السياسة الاقتصادية التي تدعم اسعار فائدة منخفضة باليسر النقدي من المحتمل ان تقود الى توقعات بحصول فقاعة في سوق الاسهم ولكن الرفع التدريجي لسعر الفائدة قد لا يؤدي الى تراجع في اسعار الاسهم استنادا الى تلك التوقعات . بل الخفض المفاجئ لسعر الفائدة يشبع الاضطراب وتبعاً لذلك يقود الى انفجار تلك الفقاعة وانتشار الازمة . ومن هنا يأتي الربط مع ازمة المديونية السيادية المقترنة مع خسائر وافلاسات المصارف . اذ ان مقترح اعادة هيكلة المديونية السيادية نحو اسقاط جزء من الديون لدول منظومة اليورو المحيطة ، **Peripheral** ، مثل اليونان رفض من جميع المؤسسات المعنية . وان تدوير الدين السيادي مع استمرار برنامج انقاذ المصارف ، الخسارة والتي في حكم المفلسة لا بد ان يدار مع اسعار فائدة منخفضة لدفع الانتعاش الاقتصادي . ولكن العلاقة بين حركة اسعار الاسهم والعائد على السندات قد تكون موجبة عكس ما يفترض في الاساسيات النظرية ، المبينة آنفاً ، كما أظهرت ذلك بيانات السنة الاخيرة في المجموعة الاوربية والولايات المتحدة واليابان . وربما تفسر هذه الظاهرة التوقعات لان اسعار الفائدة المرتفعة تكون ايام الانتعاش الاقتصادي وزيادة الطلب على النقود والائتمان استجابة لزخم الاستثمار المالي والحقيقي . وان السياسة النقدية تعتمد الى رفعها او ، على الاقل ، لا تحاول خفضها خوفاً من التضخم . في حين ان سعر الفائدة المنخفض يفهم منه ان الاقتصاد في فتور وربما ركود وتأمل السياسة النقدية تنشيط الاقتصاد بالسعر المنخفض للفائدة . بيد ان تقرير صندوق النقد الدولي (نيسان 2011) توقع ارتفاع كلفة تمويل الدين ، قليلاً ، للدول الاوربية المثقلة بالمديونية وذلك عن مستوى مايس 2010 .

النقود وسعر الفائدة :

لقد قيل الكثير حول ضعف العلاقة بين النقود والمستوى العام للاسعار وان النقود داخلية **Endogenous** ، على الاغلب ، خاصة بمعناها الواسع M3 الذي يفضله البنك المركزي الاوربي وذلك يفيد عدم قدرة البنك المركزي على التحكم بها . وهو واقع الحال . ومن الواقعي ، ايضاً ، الاعتراف بأن علاقة سعر الفائدة ، بما فيها سعر فائدة البنك المركزي بعرض النقد هي بدورها واهية .
وان العلاقة العكسية بين الطلب على الائتمان وسعر الفائدة ليست بذاتها قائمة ولذلك يصعب اكتشافها احصائياً على نحو مباشر . فهي صحيحة بثبات اثر العوامل الاخرى ، ومنها العائد المتوقع على الاستثمار في المشاريع الجديدة والذي ينوب عنه معدل العائد الداخلي **IRR** .

هذه الوقائع بمجملها تلقي الضوء على حيرة السياسة النقدية عندما يراد لها تحمل مسؤولية الاستقرار في الاقتصاد المعاصر . لقد كانت السياسة النقدية تكميلية مساندة Accommodative طيلة العقد الاول من القرن الحالي . ولكن هذه الصفة اوضح في الولايات المتحدة وبريطانيا منها في منطقة اليورو . اذ تحرك سعر الفائدة لما بين المصارف في منطقة اليورو ضمن مدى اضيق من بداية الالفية وحتى بداية الازمة ، مقارنة بسعر الفائدة للاحتياطي الفدرالي وحوالات الخزانة لثلاثة اشهر ولايبور Libor . وبقي سعر الفائدة لمنطقة اليورو فوق 2% ودون 5% في حين تحركت اسعار الفائدة الثلاثة آفة الذكر بين 1% واكثر من 6% . لقد بينت دراسة (Krichene) ان تغيرات سعر الفائدة واسعار الصرف تفسر جزءا " مهما" من التباين في اسعار السلع الاساسية ، ما يفتح الابواب لمزيد من التحري عن الروابط بين متغيرات وسياسات الاقتصاد الكلي من جهة وتقلبات اسعار السلع الاساسية من جهة اخرى . وهذا لا يعني وجود علاقة واضحة ومؤكدة ومباشرة ، موجبة او سالبة ، بين صعود او نزول اسعار الفائدة واسعار النفط . لكن العلاقة العكسية بين سعر صرف الدولار وسعر النفط كانت واضحة . ان امولة Financialisation السلع الاساسية ، والنفط خاصة ، في السنوات 2005 وما بعدها عبر الاسواق المستقبلية وتداخل المؤسسات المالية في سوق النفط قد يفسر الاتجاهات الحديثة في السعر . وقد يظهر ان الفروقات بين تغيرات سعر النفط في السبعينات والعقد الاول من القرن الحادي والعشرين هي في أمولة النفط اكثر من تأثير ادوات السياسة النقدية فهذه ليست جديدة في اقتصاد الدول المتقدمة وسياساتها .

المقارنة بين معدلات التضخم في الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك والسلع الاساسية تشير الى نوع من الانفصام . فالتغير السنوي في اسعار السلع الاساسية كان بين بداية عام 2000 ونيسان 2003 (2.8%) وكان معدل التضخم في العالم لنفس الفترة 3.9% انخفض معدل التضخم السنوي في العالم بين مايس 2003 وتموز 2007 الى 3.5% بينما ارتفع في السلع الاساسية الى 23.0% وللنفط 5.5% للفترة الاولى و 30.3% للفترة الثانية . وفي الدول الصناعية ارتفع قليلا من 2.0% الى 2.1% وكذلك في الولايات المتحدة من 2.6% الى 2.9% في حين لم يرتفع في دول اليورو بل انخفض قليلا من 2.2% الى 2.1% . ويلاحظ الانفصام بين الرقم القياسي لاسعار المستهلك والرقم القياسي لاسعار المنتج واضحا" كما يبين الجدول ، رقم 1 ، اذ ارتفعت اسعار المنتج بنسبة 6.6% في منطقة اليورو و 5.3% و 5.8% في بريطانيا والولايات المتحدة على التوالي ، وهي أعلى كثيرا" من معدلات التضخم . وفي بعض بلدان اليورو كانت الزيادة حوالي 11% .

ومن كل ما تقدم تمس الحاجة الى البحث مجدداً عن مقياس لاسعار يعكس فعلاً الضغوط التي يمارسها الطلب الكلي على الطاقة الانتاجية ان كانت الاسعار حساسة فعلاً لهذه الضغوط . ومقياس آخر للتكاليف الى جانب ترويج التعامل بالفجوة بين الناتج المحتمل والفعلي مع تطوير طريقة (موحدة) لحساب الناتج المحتمل . ومع ذلك توجد علاقة انحدار قوية بين الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك والرقم القياسي العام لاسعار السلع الاساسية والنفط ولا تشوبها مشكلة الارتباط الذاتي (Krichene) . ولكن المرونة بين اسعار المستهلك والسلع الاساسية ، والنفط انخفضت كثيراً فقد كانت مع السلع الاساسية والنفط 0.94 و 0.28 للفترة 1973 - 1980 انخفضت الى 0.27 و 0.11 للفترة 2003 - 2007 . وللدول الصناعية كانت 1.08 و 0.32 أنخفضت الى 0.20 و 0.08 للسلع الاساسية والنفط على التوالي للفترتين آنفتي الذكر . وقد يفسر هذا التحول بالانخفاض النسبي لمدخلات السلع الاساسية في العملية الانتاجية ، وزيادة الانتاجية والتي لها اثر ايجابي في خفض تكاليف منتجات الصناعة التحويلية . وايضاً تكاليف التمويل الواطئة وربما عوامل اخرى ، او ان الرقم القياسي لاسعار المستهلك اصبح اقل تمثيلاً لمجمل الاسعار . وايضاً ، من جانب اخر ، يلاحظ استمرار انحراف سعر الصرف عن مستوى تعادل القوة الشرائية عكس ما يفترض نظرياً بمعنى تعطل آلية التصحيح الذاتي وهو وجه آخر للفشل النقدي . اذ ان التغيرات في اسعار الصرف الاسمية الفعالة لا تتناسب ابداً مع التفاوت في معدلات التضخم حسب مبدأ تعادل القوة الشرائية . الذي لم يتجاوز %4.5 في كل الاحوال للبلدان الصناعية ومنطقة اليورو والعالم وكان في السنة الاخيرة ادنى ، فهو للعالم %3.8 وللبلدان المتقدمة %2.1 ، ومنطقة اليورو %2.2 ، بينما تحركت أسعار الصرف بعنف ، منذ تموز 2008 ولحد الآن ، بين الدولار واليورو والاسترليني وبقية العملات .

جدول رقم (1)

التغيرات في الاسعار والمبيعات بموجب احدث البيانات لعام 2011

لدول اوربية مختارة

التغير النسبي عن سنة سابقة %

سعر الصرف تجاه الشركاء التجاريين مايس 2011 2000 =100	الاجور	اسعار المنتج	مبيعات تجارة المفرد الحجم	
102.0	1.0	11.2	1.9	بلجيكا
100.9	2.3	7.8	2.1	فنلندا
101.4	1.8	6.7	3.6	فرنسا
100.7	1.0	9.2	(0.6)	المانيا
102.1	-	8.6	(10.6)	اليونان
103.0	(0.9)	0.9	(4.6)	ايرلندا
101.1	2.0	5.7	(0.1)	ايطاليا
101.8	1.0	11.3	(0.8)	هولندا
101.5	0.2	6.9	(6.8)	البرتغال
101.9	0	7.8	(9.6)	اسبانيا
123.1	1.6	6.6	(1.6)	منطقة اليورو
79.7	2.0	5.3	0.3	بريطانيا
69.4	2.1	5.8	4.2	الولايات المتحدة الامريكية
110.2	0	2.0	(8.5)	اليابان

The Economist , May 12 , 2011

المصدر :

() يعني ان الرقم سالب

جدول رقم (2)

مؤشرات النمو والتضخم لبلدان مختارة حسب احدث بيانات عام 2011

روسيا	بريطانيا	اسبانيا	ايطاليا	المانيا	فرنسا	منطقة اليورو	البلدان المتقدمة	العالم	الدول او المجموعة
4,7	1,6	0,4	0,8	2,8	1,5	1,6	2,1	3,9	نمو الناتج %
10,3	4,0	2,5	2,1	2,0	2,0	2,2	2,1	3,8	التضخم السنوي %

Roubin Global Economics March , 2011

المصدر :

يلاحظ ، من جدول رقم (2) ، ان نمو الناتج ، لسنة سابقة عن أحدث تاريخ توفرت عنه بيانات ، في مجموعة اليورو كان اقل من البلدان المتقدمة بمجموعها . وان معدل التضخم يقارب ما هو عليه في مجموعة البلدان المتقدمة . ولكن يلاحظ الفرق الكبير بين معدل التضخم ، 2.2% ، والنسبة السنوية لارتفاع اسعار المنتج المبينة في جدول (رقم 1) وهي 6.6% . وهذا الفرق لا يستهان به لان التغير في اسعار المنتج ثلاثة أمثال معدل التضخم . وهو بذاته يستحق المزيد من البحث . كما ان الانخفاض في حجم مبيعات المفرد يدل على استمرار التراجع وهو ما لا ينسجم مع التقدير المعطى لنمو الناتج . وكان الفرق بين التغير النسبي السنوي في اسعار المنتج والتضخم كبيرا" في المانيا ، 9.2% لاول في مقابل 2% للثاني . كما شهدت البرتغال واسبانيا ، وهي دول مثقلة بالمديونية ، انخفاضا" حادا" في مبيعات المفرد ، والانخفاض في ايرلندا ليس بقليل ولكنه لم يقترن بزيادة في اسعار المنتج . ان التفاوت الشديد في حركات الاسعار والاداء الاقتصادي بين بلدان الاتحاد الاوربي ، ومجموعة اليورو بالذات ، يمثل تحديا" كبيرا" للنظام النقدي ، وخاصة بعد تفاقم المديونية السيادية . وروسيا ، التي تصنف بأنها ناهضة ، نموها الاقتصادي مرضي بالمقاييس الاوربية ولكنه يتضمن مكاسب النفط واقترب بتضخم يثير القلق . كما ان التضخم في بريطانيا ، 4% ، هو الآخر مرتفع بمقاييسها .

حسب أحدث تقديرات S&P تحتاج اليونان الى خفض دينها السيادي بنسبة 50% كي تستطيع مواصلة تدبير نفقات خدمة الدين المتبقي . والا فأن شروط الاستدامة Sustainability ليست متوفرة لديها الآن . هذا مثال على مشكلة خدمة الدين السيادي التي واجهتها احدى دول منظومة اليورو والتي هددت استمرار نظام العملة الواحدة . وسوف تضطر المجموعة الى التوسع النقدي ، ولا خيار لها غير ذلك ، لتهدئة الاسواق وابعاد شبح الانهيار المالي للدول عالية المديونية . ومن جملة المعالجات ان تقدم الحكومات الدائنة 80 مليار يورو لشراء سندات دين اطول أمدا" تصدرها الحكومة اليونانية ويأملون ان يفعل القطاع الخاص الشيء نفسه وذلك لأطالة آمد الدين . أي استبدال رصيد السديون التي تستحق الآن ، وفي الأمد القصير ، بديون تستحق بعد مدة طويلة حتى تتمكن اليونان من التقاط الانفاس . ويبقى الدين ثقيلًا" وقد يتسبب في اضطراب اجتماعي ما لم ينخفض . وتركت ازمة اليونان آثارا" واسعة في سوق المال اذ انخفض ، على سبيل المثال ، العائد على سندات الخزانة الامريكية لعشر سنوات الى أوطأ ما وصل اليه عام 2011 . واندفع المستثمرون مجددا" نحو أدوات الدين الحكومي الامريكي طالما لا زالت تمثل الملاذ الآمن . ورغم عودة سعر النفط الى الارتفاع وعبره 110 دولار للبرميل لكن اليورو لم يستعد

المستوى الذي وصله عام 2008 تجاه الدولار عندما بلغ 1.59 دولار بل تحرك نحو 1.44 دولار من ادنى ما وصل اليه بعد الازمة وهو 1.28 دولار . ومن الواضح ان الذهب استوعب جزءاً من طلب الاستثمار المالي وتجاوز 1500 دولار للاونسية ، ولأول مرة اصبحت البنوك المركزية مشترية صافية للذهب عام 2009 ، بعد ان كانت ولعقود تتخلى عنه بالمحصلة الصافية . وتوجد داخل منظومة اليورو معارضة لتقديم ديون جديدة لليونان والاجراءات آنفة الذكر تفهم انها مجرد ابعاد توقيتات السداد . وايضا ، من غير المتوقع ، أن يحصل اتفاق على اسقاط جزء من ديون اليونان لان هذا الطراز من المعالجة مرفوض من الاتحاد الاوربي ، والبنك المركزي الاوربي ، وكذلك المصارف ، لحد الآن .

وفي رأي البنك المركزي الاوربي ان الديون السيادية للدول المتقدمة في غاية الاهمية اضافة على اسعار المواد الاساسية والنفط خاصة . وانها مصدر للتضخم ويبدو في نظرهم ان السياسة النقدية ينبغي ان تمنع او تعيق الاثار الثانوية Second effects وربما يقصد الدورة الثانية للاسعار وما بعدها . وهل تستطيع السياسة النقدية ايقاف انتشار اثر صعود اسعار المواد الاساسية عبر علاقات المستخدم - المنتج inputs - outputs المعروفة في الاقتصاد ؟ ولكن يمكن تقييد الطلب الكلي ، بطريقة أو أخرى ، لكبح التضخم في مقابل التضحية بالنمو الاقتصادي وفرص التشغيل . وقد يتضح ان هذه السياسة مكلفة في وقت احوج ما يكون فيه الاقتصاد الى الانتعاش . وابدى البنك المركزي الاوربي اهتمامه ايضا بالاختلالات على المستوى الدولي Global imbalances من جملة المسائل المعروضة للنقاش وتحضير السياسات .

ومما يلاحظ ان البورصات الاوربية لا زالت حساسة للمعلومات الاقتصادية واخبار السياسات . فبعد نشر بيانات التجارة الخارجية الصينية وان الاداء كان افضل من المتوقع ، وايضا" خبر لم تؤكد حكومة اليونان حول امكانية اعادة هيكلة دينها السيادي ارتفعت اسعار الاسهم الاوربية حسب مجموعاتها بين 1.1% الى 2.3% . ومن ملاحظة المسار اليومي لاسعار الاسهم الاوربية انها بقيت حتى ايلول 2010 دون المستوى الذي وصلت اليه نهاية نيسان من نفس السنة وبعد ذلك تصاعدت في الاتجاه العام مع تذبذب شديد . ما يدل على انسجام اسعار الاسهم مع العائد على السندات الحكومية لمدة 10 سنوات والتي كان مسارها مشابهاً . مع ملاحظة تخلف في مسار العوائد على السندات الحكومية عن اسعار الاسهم وصل في بريطانيا الى ثلاثة اشهر وفي الولايات المتحدة الامريكية اربعة اشهر واليابان خمسة اشهر . وهذه ظاهرة تستحق المزيد من البحث . إذ اتضح في دراسات سابقة ، ان سياسة الدين الحكومي تتحكم في اسعار الفائدة قصيرة الامد ، فهل ان اسعار الاسهم تقود

اسعار الفائدة بعيدة الامد عبر علاقة الاخيرة بالعائد على السندات الحكومية بعدما تبين تأثير اسعار الاسهم في سلوكه .

من المعروف على نطاق واسع ان البنك المركزي الاوربي يعتمد سياسة نقدية تستند الى فرضيات واساس تحليل مغاير ، بهذا القدر او ذاك ، للسياسة النقدية الامريكية . ويمكن القول ان السياسة النقدية الاوربية كانت حتى الازمة الاخيرة أكثر نقودية مقارنة بسياسة الاحتياطي الفدرالي ، الذي يراعي بشكل واضح متطلبات تمويل عجز الموازنة العامة ، وينسجم مع السياسة الاقتصادية للحكومة . وربما كانت قاعدة تايلور ، التي تربط سعر الفائدة بالانحراف عن معدل التضخم المرغوب وانحراف الناتج الفعلي عن الممكن ، محاولة للاقترب من المزاج الامريكي الذي يولي اهمية للنمو والتشغيل في رسم السياسة النقدية . وفي حين يركز البنك المركزي الاوربي على حجم السيولة في تحليله النقدي وبدلالة M3 ، خاصة ، بيد ان البيانات تفيد عدم السيطرة على السيولة . ومن الناحية العملية يستخدم سعر الفائدة وبغاية وتحفظ . ولكن هل استطاعت سياسة البنك المركزي الاوربي حماية اقتصاد اليورو من الازمة ، او على الاقل جعلها أقل وطأة مقارنة مع الولايات المتحدة الامريكية علما ان الازمة نشأت في الاخيرة وانتقلت الى اوربا . الظاهر ان النتائج لم تكن مختلفة فهل ان الانفتاح المالي ، والتجاري الى حد كبير ، أضعف فاعلية السياسة النقدية الاوربية ؟ أم ان فاعليتها اصلا" موضع تساؤل ، وهو الأرجح . فالسياسة النقدية الاوربية بقيت في نطاق الاقتصاد الكلي التقليدي اي المستوى العام لاسعار السلع ولم تتمكن ، او ربما لم تفكر ، في جعل القطاع المالي محورا" لها . ويبدو ايضا" ان التشدد كان مظهريا" والا كيف تفسر أزمة المديونية السيادية في عدد من دول اليورو . ان مستويات المديونية التي وصلت اليها تلك الدول تفترض اليسر الانتمائي وهذا لا بد ان يستند بشكل او آخر الى سياسة نقدية متساهلة .

ليس القصد من هذه الملاحظات ، بالطبع ، توجيه النصح الى الاوربيين بل لاعادة فهم نسبية ما وصل اليها من وصفات في السياسة النقدية ، وما يتصل بها ، ومدى امكانيتها العملية . ولقد أظهرت الدراسات التجريبية الكثير من هذه الحقائق ولكن الضوابط الرسمية Formal الصارمة للتنظير الاقتصادي تعرقل انعكاس المعرفة التجريبية في التنظير الاكاديمي . ان النمو الفعلي لكمية النقود (حجم السيولة) في منطقة اليورو أبعد ما يكون عن الثبات بل عنيف في تذبذبه . وعلى سبيل المثال للسنوات التي سبقت الازمة الاخيرة بين بداية عام 1999 و مطلع عام 2008 تأرجح معدل النمو بين 4% الى 12% سنويا" بينما كان المعدل المرجعي المعتمد 4.5% سنويا" . (Berger et al) . وهذا يؤكد

الملاحظة آفة الذكر ودليلها عدم امكانية السيطرة على السيولة اصلا". ولهذا من الصعب على مراقب خارجي الاقتناع بجدوى التحليل النقدي وظوابطه الكمية في السياسة التي يديرها البنك المركزي الاوربي . ولذلك ابتعدت الاسواق المالية عن الاكتراث به واتجهت نحو التحليل الاقتصادي الاوسع بحثا" عن دليل تستند اليه توقعاتها وقراراتها في ضوء ذلك .

لقد ركز النقاش الاكاديمي للفرضيات التي يتبناه البنك المركزي الاوربي على المفاضلة بين النموذج الكنزي الذي يعامل النقود على انها وحدة حساب لاغير ، والنموذج النقودي الذي يرتكز على كمية النقود . وذلك في مقابل ما يسمى النموذج ذو المرتكزين ، كمية النقود وسعر الفائدة في آن . ولكن النموذج ذو المرتكزين ولضعف العلاقة بين حركة النقود والتضخم قلل ايضا" من مصداقية هذا التعديل لصالح سعر الفائدة . بيد ان الصلة بين سعر الفائدة والتضخم يكتنفها الكثير من الاشكال ، على الاقل في البلدان الاوربية الناهضة . اضافة على تواتر حالات الانفصام بين استقرار الاقتصاد الحقيقي بدلالة التضخم وشروط الاستقرار في القطاع المالي وبالتالي اداء الاقتصاد الكلي . ولكن المدافعين عن التحليل المرتكز على كمية النقود يتذرعون بتخلف الاثر اذ ينعكس التغير في عرض النقد على التضخم لاحقا" وفي مدة تتراوح بين سنة ونصف الى سنتين حسب تحليلهم . وفي هذا التخلف الزمني تكمن المشكلة عندما تكون مصادر التضخم خارجية تماما" مثل اسعار السلع الاساسية والطاقة . وايضا" من المستبعد توقع ارتفاع التضخم بعد سنة او سنتين عندما يتجه للانخفاض أي على الاغلب تبدأ (تدابير) السياسة النقدية لمواجهة التضخم بعد ان يرتفع .

ولذلك اتخذ البنك المركزي الاوربي مبادرات لتوسيع تحليله النقدي كي لا يقتصر على معادلة كمية النقود ، ويحاول ادماج (متغيرات) القطاع المالي في التحليل . ومع ذلك لايبدو ان السياسة النقدية تمكنت من جعل القطاع المالي هدفا" لها . وجرى التفكير في العناية بمتغيرات اخرى للسيولة عدا M3 اضافة على الائتمان الخاص . وكذلك محاولة (تمييز) الحركات الطارئة (الانتقالية) عن التغيرات ذات العلاقة الاوثق بالاسعار .

تحليل حركة اسعار الاسهم :

فيما يلي نحاول دراسة النمط الزمني للرقم القياسي لاسعار الاسهم داوجونز من البيانات الشهرية ولمدة 23 سنة تبدأ في كانون الثاني 1987 وتنتهي في كانون الاول 2009 .

لقد وصل الرقم القياسي التجميعي لاسعار الاسهم الاوربية Eurosto xx والمركب على قواعد DowJones ذروته نهاية القرن الماضي ، كانون الاول 1999 ، ووصل الى نقطة غاية في الانخفاض في آذار 2003 . ثم وصل الى اعلى نقطة جديدة في حزيران 2007 وهي أدنى مما وصله نهاية القرن الماضي بفارق واضح . وانخفض الى أوطأ نقطة في آذار 2009 .



الرقم القياس لاسعار الاسهم Eurostoxx
المصدر : ECB Eurostoxx

والتجربة التحليلية تقوم على ربط الرقم القياس لاسعار الاسهم بنفس المتغير متخلفا لفترات من شهر الى 12 شهر بمعادلة خطية كما في الآتي :

$$(1) \dots S_t = a_0 + a_1 S_{t-1} + a_2 S_{t-2} + \dots + a_{12} S_{t-12}$$

حيث :

يرمز S_t الى الرقم القياس لاسعار الاسهم في الشهر t و S_{t-i} للرقم القياس قبل i من الاشهر .

معادلة انحدار الرقم القياس لاسعار الاسهم الاوربية يورو ستوكس

الثابت والمعاملات	التقدير	t	مستوى الدلالة
a_0	3.379	2.108	0.036
a_1	1.331	21.225	0.000
a_2	-0.400	-3.842	0.000
a_3	0.147	1.374	0.171
a_4	-0.12	-1.168	0.244
a_5	0.165	10534	0.126
a_6	- 0.221	-2.035	0.043
a_7	0.107	0.981	0.327
a_8	0.081	0.750	0.454
a_9	- 0.081	- 0.747	0.455
a_{10}	- 0.071	- 0.653	0.514
a_{11}	0.172	1.613	0.108
a_{12}	- 0.118	-1.843	0.067

المصدر : الباحث

R (Square) 0.989

F 2043.404

0.00

مستوى دلالة F

يظهر ان سلوك اسعار الاسهم يتصف بالتعديل الذاتي حيث كان عدد الاشارات الموجبة مساويا لعدد الاشارات السالبة . ويبدو ان السعر يتأثر بمعنوية عالية ومعاملات كبيرة لشهر سابق وشهرين سابقين . ولكن ظهر للشهر السادس السابق تأثير معنوي بمستوى دلالة اقل من 5% . وكذلك للشهر المماثل من السنة السابقة تأثير قد يكون مقبولا بالمقاييس الاحصائية اذ ان مستوى الدلالة يقع بين 5% و 10% . ويمكن ايضا النظر الى تأثير الشهر الحادي عشر سابقا بأنه قريب من المعنوية الاحصائية لان مستوى الدلالة حوالي 11% .

ومن اللافت للنظر ان حجم المعامل لا ينخفض بانتظام مع طول مدة التخلف الزمني . وجرى تحليل التغير النسبي الشهري بنفس الطريقة ، وكما هو متوقع ، كانت دقة التوفيق الاجمالية للمعادلة واطنة ولم تكن عدد الاشارات السالبة مساوية لعدد الاشارات الموجبة . وكان الشهر السابق هو الاشد تأثيرا ، وبمعنوية عالية ، يليه الشهر السادس سابقا ، والشهر السابع سابقا . وللتبسيط نستخدم للتغير النسبي DS_t وللثابت والمعاملات b والمعادلة هي :

$$(2) \dots DS_t = b_0 + b_1 DS_{t-1} + b_2 DS_{t-2} + \dots + b_{12} DS_{t-12}$$

وكانت نتائج التقدير كما في الآتي :

معادلة انحدار التغير النسبي في اسعار الاسهم داوجونز

الثابت والمعاملات	التقدير	اختبار t	مستوى الدلالة
b₀	0.254	0.927	0.355
b₁	0.357	5.646	0.000
b₂	-0.074	-1.103	0.271
b₃	0.084	1.326	0.186
b₄	-0.019	-0.307	0.759
b₅	0.097	1.513	0.131
b₆	-0.140	-2.184	0.030
b₇	0.030	0.466	0.0641
b₈	0.042	0.657	0.512
b₉	0.042	0.657	0.512
b₁₀	-0.048	-0.742	0.459
b₁₁	0.077	1.186	0.237
b₁₂	0.001	0.010	0.992

المصدر : الباحث

R (Square) 0.146

R (Square) Adjusted 0.105

F 3.569

0.000

F مستوى دلالة

سعر الفائدة في سوق النقد :

من بيانات لمدة 192 شهرا" اي 16 سنة تنتهي في كانون الاول 2009 عن سعر الفائدة لمدة ثلاثة اشهر ، والمسمى Eurobor ، تم تقدير معادلة الاتجاه في الزمن مبينة في الآتي :

حيث : IR سعر الفائدة ، و T الزمن بالاشهر

$$(3) \dots IR = 5.646 - 0.019 T$$

t 34.145 - 12.549

Sig 0.000 0.000 مستوى الدلالة

R (Square) 0.453

R (Square) Adjusted 0.450

F 157.466

0.000

F مستوى دلالة

وتبين منها ان سعر الفائدة يتناقص مع الزمن وبمعنوية احصائية عالية جدا" .
كما ان اعلى سعر فائدة على اليورو لثلاثة اشهر كان %5.113 في تشرين الاول 2008
وإدناه %0.712 في كانون الاول 2009 والمتوسط %3.162 . وهذا يدل على ان
السياسة النقدية الاوربية حاولت التعامل مع الازمة المالية ونقلت محور اهتمامها الى قطاع
المال ولكن في وقت كانت فيه الازمة قد استحكمت . كما ان هذه التغيرات العنيفة في سعر
الفائدة تدل على ان السياسة النقدية لا تستطيع الاستباق .

سعر الصرف :

كان متوسط سعر صرف اليورو 1.176 دولارا" واعلى متوسط شهري وصله 1.577
دولارا" في تموز 2008 وإدناه 0.853 دولارا" في حزيران 2001 على مدى احدى عشرة
سنة التي انتهت في كانون الاول 2009 .
وجرى تقدير معادلة الانحدار للاتجاه الزمني من بيانات لمدة 132 شهرا" انتهت في كانون
الاول 2009 . ويعني ارتفاع سعر الصرف ، حسب هذا التعريف ، تزايد قيمة اليورو تجاه
الدولار . وتعتبر معادلة الانحدار الاتجاهية (4) عن قيمة اليورو بالدولار ، ومنها ان سعر
صرف اليورو يرتفع مع الزمن والتقدير الاحصائي للمعامل مع الزمن معنوي .

وكما في معادلة الانحدار التالية :

$$(4) \dots ER = 0.607 + 0.005 T$$

sig 20.384 20.004 مستوى الدلالة

t 0.000 0.000

R (Square) 0.755

R (Square) Adjusted 0.753

F 400.172

0.000

F معنوية

ولان البيانات شاملة لاشهر الازمة الاخيرة ، والتي تحسن فيها الدولار تجاه اليورو ،
فالمعادلة تؤكد قوة الاتجاه في تحسن اليورو .

معدل التضخم السنوي المحسوب شهريا" لمنطقة اليورو :

ولمدة 19 سنة أي 228 مشاهدة لمعدل التضخم السنوي المحسوب شهريا" ، أي مقارنة الشهر المعني مع الشهر المائل له من السنة السابقة . وكان معدل التضخم السنوي ينخفض مع الزمن بانتظام وبمعنوية عالية وكما في الآتي :

$$(5) \dots \text{CPI} = 2.781 - 0.007 T$$

t	32.217	-	7.717
sig	0.000		0.000
R (Square)			0.209
R (Square) Adjsted			0.205
F	59.546		
	0.000	F	مستوى دلالة

سعر الفائدة الحقيقي :

وهو سعر الفائدة في سوق النقد آنف الذكر مستبعدا" منه معدل التضخم . ويكشف تشخيص السلوك الزمني لهذا المتغير عن توجه السياسة النقدية ، ولهذا الغرض تم ربط سعر الفائدة بمعدل التضخم والنتيجة كالاتي :

$$(6) \dots \text{IR} = 1.746 + 1.046 \text{CPI}$$

t	60418		8.244
sig	0.000		0.000
R (Square)			0.263
R (Square) Adj .			0.260
F	67.969		
	0.000	F	معنوية

المعادلة عالية المعنوية اجمالا" بدلالة F ، وكذلك تقدير معاملات الانحدار ، رغم ان معامل التحديد منخفض . والعلاقة ، كما بينتها المعادلة (6) بين سعر الفائدة النقدي ومعدل التضخم تكاد تنسجم الى حد كبير مع مطابقتة Fisher خاصة وان معامل الانحدار مع معدل التضخم CPI قريب من الواحد الصحيح . ومن المعادلة آنفة الذكر يكون سعر الفائدة الحقيقي الاتجاهي :

$$(7) \dots \text{IR} - \text{CPI} = 1.746 + 0.046 \text{CPI}$$

اي ان تغطية التضخم في الاتجاه العام مضمونة .

ومن محاولة دراسة العلاقة بين سعر الصرف والتضخم لم تظهر اية علاقة اذ كان معامل التحديد صفر ومعامل الانحدار مع التضخم صفر ، وهذه النتيجة تنسجم مع واقع تحرك سعر الصرف بعيدا عن مستوى تعادل القوة الشرائية . واطهرت البيانات التي تغطي الفترة من الفصل الثالث 2009 رجوعا الى الفصل الثاني 1996 أيضا "ميلا" لتناقص معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في منطقة اليورو المحسوب سنويا" ، من بيانات فصلية ، وكما في الآتي : حيث GDPG معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي السنوي للمنطقة ، و T الزمن بالفصول

$$\text{GDPG} = 11.056 - 0.056 T$$

t	4.406	- 3.722
sig مستوى الدلالة	0.000	0.000
R (Square)	0.210	
R (Square) Adjusted	0.196	
F	13.855	
	0.000	F معنوية

ومن البيانات التي تغطي مدة 192 شهرا" وهي 16 سنة تنتهي في كانون الاول 2009 ظهرت العلاقة التالية بين متوسطات التضخم وسعر الفائدة والتغير في اسعار الاسهم الاوربية Eurostoxx

المتغير	المقدار %
متوسط معدل التضخم السنوي % المحسوب شهريا"	2.0089
سعر الفائدة لثلاثة اشهر يورو	3.3468
متوسط التغير السنوي في اسعار الاسهم % محسوب شهريا" من داو جونز	5.4488

المصدر : من اعداد الباحث

يتضح ان سعر الفائدة بالمتوسط اعلى من التضخم ومتوسط سعر الفائدة الحقيقي بالمتوسط للستة عشر سنة الماضية هو % 1.3379 كما ان الاستثمار في الاسهم يتضمن الوقاية من التضخم في الامد البعيد وجاءت هذه النتيجة من ارتفاع أسعار الاسهم بين عامي 1987 كانون الثاني وكانون الاول 1999 . ومن التاريخ الاخير وحتى الآن أخفقت أسعار الاسهم في تغطية التضخم وفي مدة طويلة . وهذه تمثل مشكلة في اداء النظام الاقتصادي لمدة عقد كامل من الزمن وهو أمد بعيد أيضا" . وازدادت القيمة الحقيقية للسهم بمقدار

3.4% سنويا". وتبين ان التضخم يميل الى الثبات حول متوسطه في حين يوجد اتجاه لانخفاض في سعر الفائدة . وايضا" تميل الزيادة النسبية في اسعار الاسهم الى الانخفاض . وتلك الاستنتاجات لا تتغير عند استبعاد سنتي 2008 و 2009 . ولكن وتيرة الانخفاض في الزيادة السنوية لاسعار الاسهم تصبح اقل بشكل ملموس عند استبعاد السنتين الاخيرتين ، فقد كان الانخفاض الشهري في الزيادة السنوية النسبية 0.149 للمدة بأكملها ومع استبعاد السنتين الاخيرتين يصبح الانخفاض الشهري في الزيادة السنوية 0.05 ، وهو المتوقع وفي مدة 22 سنة سابقة تنتهي في كانون الاول 2009 . وعموما" اظهرت البيانات طابعا" دوريا" واضحا" وتقلبات عنيفة .

ان تقلبات اسعار الاسهم لها دور هائل في اعادة توزيع الثروة فلقد انخفض الرقم القياس لاسعار الاسهم بنسبة 53.5% بين كانون الاول 2007 وكانون الاول 2009 . وذلك رغم تحسنها بين كانون الاول 2008 والشهر المماثل له من عام 2009 بنسبة 25.3% بعد ان وصلت الى الحضيض في شباط 2009 .

وفي مواسم الصعود ارتفعت بنسبة 44% بين تشرين الاول 1996 والشهر المماثل من عام 1997 ، وبنسبة 32.1% بين تموز 1999 وتموز 2000 .

اصبح معدل التضخم صفر في دول الاتحاد الاوربي في مايس 2009 ثم سالبا" حتى تشرين الاول ثم ارتفع الى 0.5% و 0.9% سنويا" على التوالي لشهري تشرين الثاني وكانون الاول ، وكان اعلى معدل للتضخم قد بلغه الاقتصاد الاوربي في حزيران 2008 واخذ بالانخفاض التدريجي من تموز لتلك السنة بأنسجام مع انخفاض اسعار النفط .

اما معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي فقد وصل الى 0.4% سنويا" في الربع الثالث من عام 2008 ثم اصبح سالبا" . وكان انخفاض الناتج المحلي بمعدلات سنوية وكالاتي :

النسبة السنوية لانخفاض الناتج %

1.82	الربع الرابع 2008
4.99	الربع الاول 2009
4.83	الربع الثاني 2009
4.06	الربع الثالث 2009

المصدر : ECB Statistical warehouse

وارتفعت كلفة وحدة العمل بنسبة 3% سنويا" في الربع الثالث من عام 2009 . لان انتاجية العمل انخفضت بنسبة 2.1% ، اضافة على اثر التضخم ، وان كان منخفضا" ، وعوامل اخرى .

رغم عجز الموازنة العامة الذي يقدر بنسبة %5.1 من الناتج المحلي الاجمالي ، كما في الربع الثاني من عام 2009 ، فإن ميزان المدفوعات الجاري في وضع التوازن تقريبا" بنسبة %0.08 من الناتج المحلي الاجمالي . ونسبة الدين الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي %75.8 ، ويخفي هذا المؤشر صعوبات تعانيها بعض دول اليورو في ادامة الدين الحكومي ومن امتثلها ازمة اليونان الاخيرة كما تقدم .

تقييم اطر المفاهيم النظرية والسياسات في ضوء الازمة الاخيرة :

كان سلوك المستوى العام لاسعار المستهلك مألوفاً وكذلك نمو الناتج في المدة السابقة لانهايار اسعار الاصول بصفة عامة وللدول الرئيسية في الاقتصاد الدولي ومجموعة اليورو . لكن متغيرات الائتمان وحصاة الاستثمار من الناتج المحلي وعجوزات موازين المدفوعات تقدم مؤشرات تحذير واضحة لاستباق الازمات والاخيرة منها بالذات وافضل من معدل التضخم .

عموما" اخفقت المؤشرات الكلية في الدلالة على الازمة قبل مدة سنة الى ثلاث سنوات ، بينما قدمت مؤشرات الائتمان والحساب الجاري والاستثمار ، مجتمعة ، تحذيرا" من ازمة اسعار المساكن في %50 من الاقطار . وايضا" لوحظ اقتران تصاعد مستويات الائتمان بتدهور الميزانيات العمومية للقطاع العائلي وذلك بمقياس نسبة المطلوبات الى السيولة معرفة بالودائع والعملة في التداول .

لقد وجهت الى السياسة النقدية ملاحظات متعارضة : الاولى تفيد ان السياسة النقدية تراخت قبل الازمة بأعتماد سعر فائدة ادنى من المستويات المفترضة بموجب قاعدة تايلور والانتقاد الثاني يذهب الى ان السياسة النقدية بالغت في التأكيد على متغيرات اسعار السلع والانتاج في حين كان ينبغي ان تتعامل مع النطاق المالي الكلي الاوسع Macro financial .

تفيد البيانات ان اسعار الفائدة كانت واطنة فعلا" قبل ثلاث سنوات من الازمة ولكن اسعار الفائدة الحقيقية كانت مرتفعة واعلى من المستويات المطلوبة بموجب قاعدة Taylor قبل الازمة مباشرة وتأكد هذا الاستنتاج ايضا" من دراسة بيانات الاتحاد الاوربي فقد تشددت السياسة النقدية كثيرا" قبيل اندلاع الازمة في حين كان المطلوب هو العكس . ولا توجد علاقة وحيدة بين اسعار الفائدة الحقيقية واسعار الاصول في جميع الاقطار خلال السنوات السابقة للازمة .

ومنذ عام 1985 لم يكن موقف السياسة النقدية يمثل دلالة هادية سابقة لازمة اسعار الاصول ، وهو ما يدعم الى حد كبير الادعاء بافتقار بيانات الناتج والتضخم الى الافصح عن مضمون ذي معنى في الفترة السابقة لازمة الاخيرة .

ويتمثل نجاح اي متغير في اداء الوظيفة التحذيرية في مدى التقاطه للحركة المتجهة نحو الازمة قبل مدة كافية لاتخاذ التدابير الرادعة ، وليس في النطاق الزمني للانتهيار .

وعندما تبين التجربة عدم الصلة الواضحة بين الازمة ومستويات التضخم والنمو ، في المدة السابقة لها ، فهذا يكفي لاحاطة مصداقية التصورات السائدة اكااديميا" بالشك العميق .

لقد اختزل مفهوم الاستقرار بثبات اسعار السلع ، ومن الناحية العملية معدل التغير النسبي المنخفض في مستوى اسعارها العام . وعلى المستوى الاجرائي يضيق المقياس لكي يقتصر على السلع والخدمات في السلة الاستهلاكية . وبما ان الازمة تمثل اقصى حالات عدم الاستقرار فمن الاجدى عمليا" ، على الاقل ، ربط مفهوم الاستقرار بالمتغيرات الاكثر تمثيلا" لها وهي في سوق المال . وبذلك يكون القطاع المالي ونطاقه الاقتصادي الكلي محور الاستقرار . وان تفهم تلك المفردة على انها ايجاز حذف بالمعنى اللغوي للمقصود وهو استقرار التوازن الكلي عند مستويات مرضية من اداء النظام الاقتصادي لوظائفه .

وقد يبدو من المناسب التعامل الجدي مع اطروحات بديلة مثل التحول من السياسة النقدية بمعناها الضيق الحالي نحو التأكيد على المخاطرة المالية الكلية ، وبأدوات رقابية جديدة لمنع تجاوز الائتمان الحد في البلدان التي بلغت من العمق المالي ما يستدعي المراجعة الشاملة . اذ عندما تصل قيمة الاصول المالية الى أكثر من خمسة امثال الناتج المحلي الاجمالي في اوربا ، لا يمكن ابقاء مفهوم الاستقرار في نطاق اسعار السلع وتوقيف المؤسسة النقدية واليات تدخلها عليه . ولا يعني ما تقدم عدم اهمية السيطرة على التضخم كما ان امكانية التناقض بين هدف خفض التضخم والالتزامات الاخرى للسياسة الاقتصادية ، بما فيها الاستقرار المالي ، ينبغي ان تحظى بعناية اوسع نطاقا لتطال مراجعة الكثير من الفرضيات السائدة .

والتوجه الجديد لا يلغي الحاجة الى اهمية رد الفعل النقدي القوي تجاه بؤادر النشاط الائتماني الساخن وبقاعة اسعار الاصول .

التحليل الكلي المقارن للالتزامات المالية الدولية :

لقد اعتمدت دراسة صندوق النقد الدولي عتبة - 5% لاسعار المساكن و - 20% لاسعار الاسهم من متوسطات متحركة لمعدلات النمو السنوية في اسعار الاصول المحسوبة فصليا" . تلك المؤشرات كانت لها مصداقية في التطبيق على اليابان في مطلع التسعينيات عندما بدأ انهيار المالي هناك واستمر حتى 2005 وكذلك على ازمة دوت كوم وامكن بموجب تلك العتبات تشخيص 98 انهيار سعري بين 1970 - 2008 وكما يلخصها الجدول الآتي :

انهيارات اسعار المساكن والاسهم للمدة 1970 - 2008

للسنوات 1985 - 2008		للمدة بأكملها		
57	25	98	47	عدد الانهيارات
2.71	1.47	4.67	2.76	عدد الانهيارات للبلد الواحد
38.90 -	15.58 -	37.38 -	17.71 -	تراكم الانخفاض في الاسعار %
6.29	9.74	6.98	10.02	مدة الازمة بالفصول
1.29 -	3.27 -	1.31 -	4.27 -	الانخفاض المتراكم في الانتاج %

WEO , October 2009 , IMF

المصدر :

ولقد قدر الانخفاض المتراكم في الانتاج عن مستوياته الاتجاهية ، ولكن الانخفاض في الازمة الاخيرة هو اكبر من المتوسط المبين من دراسة الاقتصاد الاوربي التي اعدت في سياق هذا البحث . والمعلوم ان الازمة الاخيرة طالت جميع اسعار الموجودات ودولية ايضا" ، بينما الجدول المعد من باحثي الصندوق شامل لجميع الازمات وليست جميعها دولية بما فيها ازمة اليابان التي بقيت في نطاق ذلك الاقتصاد الى حد كبير . في دراسته بين الصندوق ان ازمات المساكن تستغرق مددا" اطول وتقترب بخسارات اكبر في الانتاج .

بعد عام 1980 اصبح سوق المال اكثر تحريرا" والسياسة النقدية والبيئة الاقتصادية الكلية بدأت تتخذ صيغتها التي عليها الآن . كما ان الفترة قبل عام 1985 شهدت هزات انطلقت من القطاع الحقيقي مثل النفط خاصة للمدة 1973 - 1985 و 1979 - 1981 .

سبقت ازمات المساكن بعد عام 1985 ظاهرة النمو الزائد في الائتمان وفي نسبته الى الناتج المحلي الاجمالي ، والتدهور الكبير في موازين الحسابات الجارية ونسب الاستثمار الى الناتج المحلي الاجمالي فوق المستويات الاعتيادية . لقد نمت اسعار الاسهم والمساكن بوتيرة اعلى قبل الازمة ولكنها لا تختلف جوهريا" عن الاتجاه العام الذي احتسبه فريق الصندوق بالمتوسط المتحرك لثمان سنوات ، ونجحت متغيرات عجز الحساب الجاري والاستثمار المرتفع في استباق انهيارات الاسعار بعد عام 1985 .

وفي رأينا ان الاقتصاد الكلي هو اطار مفاهيمي للقطاع الحقيقي في المقام الاول ، ولازال الاقتصاد الكلي يمثل الاساس النظري للسياسة المالية والنقدية ولا بد من اعادة النظر في المناهج التي رسختها التقاليد اكثر من المصدقية التجريبية . لقد تطور الاقتصاد المالي في السنين الاخيرة Financial Economics ولكن تقاليد المهنة الاقتصادية لم تفسح له مجالاً كافياً في اقتراح السياسات بعد .

الاقتصاد ليس علماً صرفاً والسوق نظام اجتماعي وحتى مع تعقيد ادوات التحليل والتنبوء فقد تخفق في تسليط الضوء على العنصر الاخطر في صناعة الفوضى . ولا بد من التركيز على الوقائع غير الاعتيادية ، ومقاومة اغراء الانماط الرشيقية في التنظير ، وبذل جهود اضافية ليس لتحسين البيانات المتداولة فقط بل للتفكير في بيانات مختلفة ايضاً . ان العلاقة بين سعر البنك المركزي واسعار الفائدة في السوق معقدة . واضعف توريق القروض تأثير السياسة النقدية . وأنخفضت مرونة الناتج لسعر الفائدة ، ويرتبط ذلك مع تأخير استجابة سعر الفائدة في السوق لسعر البنك المركزي . وايضاً يساعد التوريق المصارف على استيعاب صدمات ارتفاع اسعار الفائدة على الودائع وعلى الاستثمار في الاوراق المالية . وهكذا فان اعادة النظر في التنظيم والضوابط الرقابية قد تؤدي الى تقليل المخاطر الاجمالية على مستوى النظام المالي الكلي .

الروابط الاقليمية و عدوى الازمات المالية في التجربة الاوربية :

مع الزيادة الجوهرية في الملكية الاجنبية ضمن الانظمة المصرفية في اوربا الوسطى والشرقية والجنوبية الشرقية CESE اشتدت روابط اوربا الغربية مع تلك المناطق .

ساعد قطاع المصارف على نقل تكنولوجيا متطورة واساليب ادارة مخاطر متقنة وتمويل من مصادر عابرة للحدود مما اسهم في التعميق المالي . وفي نفس الوقت يعرض تلك البلدان الى عدوى الازمات . وايضاً انفتحت بلدان أوربا الغربية لتلقي صدمات خسارات مصارفها العاملة هناك وتكاليف انقاذها . وقد حفزت مخاوف التماس Contagion الى المزيد من الدراسات التي تناولت التغذية العكسية السلبية والايجابية عبر الحدود ، ومنها تسليط الاضواء على دور الرقابة المشتركة بين البلدان الام والمضيضة وكذلك المسوحات الاقليمية للتقييم الدوري للاستقرار المالي Financial Stability Assessment لقد وجد (Arvai 2009) ان الروابط المالية المتبادلة داخل اوربا ذات اهمية اقتصادية عالية اذ

اعتمدت بلدان أوروبا الناهضة كثيرا" على مصارف أوروبا الغربية . ولكن الانكشاف والتعرض للمخاطر Exposure ذو نمط تركزي ، مع ملاحظة النجاح النسبي في تنويع مصادر التمويل لدى بعض البلدان . وكلما تركز اعتماد البلد على مقرض واحد لجميع مصارفه وانشطته Common Lender كلما تحول الى بؤرة للآثار المتبادلة .

في أوروبا الناهضة CESE تسارع الائتمان الى القطاع الخاص وعلى سبيل المثال كان معدل النمو الحقيقي للائتمان في تسعة عشر دولة %29.6 سنويا" للمدة 2004 - 2007 ، وحقت البانيا %50.5 وهي الاعلى وتيرة وكرواتيا %14.1 وهي الأقل ، ومن الجدير بالذكر ان الدولة الاكبر اقتصادا" في المجموعة وهي روسيا نما الائتمان الحقيقي المقدم للقطاع الخاص فيها بمعدل %31.9 سنويا" في تلك الفترة وازدادت نسبة الائتمان الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي %16.8 في تلك المدة ايضا" . وحقت مجموع الدول زيادة في نسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي %23.1 .

كان نمط السلوك الذي يسمى اللحاق بالاسبق Catching بارزا" في تجربة أوروبا الناهضة فكلما كان حجم الائتمان الى الناتج المحلي اقل كان معدل نموه اسرع . ومن الطريف في تجربة تلك المنطقة ان الاقتراض المصرفي توسع بمعدلات اسرع من الودائع بكثير وحتى ان نسبة القروض الى الودائع المصرفية تتراوح بين %120 - %150 في اوكرانيا وهنغاريا وروسيا ، ولذلك ازداد الاعتماد على الاموال الخارجية من خلال القنوات المصرفية . لقد ترك هذا النمط من التوسع الائتماني ضغوطا" على نظام اليورو تراكمت وتبلورت اثناء الازمة ولا زالت مستمرة . وذلك بحكم الصلة الوثيقة بين عمل نظام اليورو وأوروبا بأكملها خاصة عند أخذ التزام مجموعة اليورو تجاه الاتحاد الاوربي بالاعتبار .

ان الانظمة المصرفية التي تعتمد بكثافة على التمويل الخارجي لدعم نمو الائتمان فيها تكون اكثر عرضة للنقص المفاجيء في التمويل او تزايد الكلفة مما تواجه صعوبات في توسيع الائتمان وهو ما يفاقم الضنك الائتماني Credit Crunch عندما تكون مصادر التمويل غير المصرفي شحيحة ايضا" .

التفاعل بين منطقة أوروبا الناهضة والغربية يتم في كثير من الاحيان عبر العلاقة بين الشركة المصرفية التابعة subsidiary والمصرف الام . واذا صادف ان المصرف الام تعرض لضغوط فقد يقطع فجأة التدفقات الاضافية الى الشركة التابعة ، او يطلب سعر فائدة اعلى ، مما ينعكس على القطاع المالي في البلد المضيف . واهيانا" تبدأ الحركة السلبية من الدولة المضيفة الى الشركة التابعة ثم الى البلد الام للشركة القابضة . وبصفة عامة ان مخاطر او مشاكل السيولة والائتمان والافلاس تتفاعل في البيئة المالية وترتد الى الدول الغربية او يبدأ

المسار من الاخيرة مع احتمال تكرار الدورة . ولعل حجم الاعتماد على التمويل المصرفي الغربي من الاهمية بمكان لتفسير اسهام العلاقة بين منطقتي اوربا في الازمة المالية الاخيرة .

ديون بلدان اوربا CESE الى مصارف الدول الغربية
نسبة الى الناتج المحلي في البلد المضيف %

الدولة	الديون المصرفية الاجنبية	الدولة الغربية الدائنية الاولى	الدولة الغربية الدائمة الثانية
بولندا	57.3	11.8	10.4
روسيا	18.0	3.5	2.4
الجيك	94.2	28.0	22.9
هنغاريا	99.1	24.3	23.2
رومانيا	77.9	25.8	12.2
كرواتيا	182.8	66.5	59.5
تركيا	25.7	2.9	2.8
سلوفاكيا	106.6	38.4	25.2
اوكرانيا	32.0	8.2	6.4
لاتيفيا	139.6	81.8	14.5
استونيا	169.7	133.5	5.4
لتوانيا	100.5	64.7	8.7
بلغاريا	86.9	17.7	13.0
صربيا	65.7	23.9	12.8
البوسنة والهرسك	94.6	47.2	24.3
البانيا	50.7	2306	10.2
بلاروسيا	7.6	3.7	2.3
مونتيفرو	77.6	29.2	26.5
مولدوفا	6.3	2.1	2.1
مقدونيا	25.8	1.8	1.4

Arvai Zsofia , etal

المصدر :

الاهداف الاقتصادية والسياسة النقدية :

واجهت عدة اقطار صعوبة الاختيار بين رفع اسعار الفائدة لمقاومة التضخم وادامة معدل نمو مرتفع ، عندما يكون من الصعب معرفة الافق الزمني لارتفاع اسعار الوقود والغذاء والقلق حول الوضع الاقتصادي الدولي .

وفي بداية الازمة اصبح من الواضح ان رفع سعر الفائدة يعقد مشكلة السيولة ويدفع الى الانهيار . وبعد ذلك تحولت السياسة النقدية كليا" عن التضخم للعبءية بمتطلبات الاستقرار المالي واستئناف عمل الاسواق المالية . ولقد اكدت تجربة السنوات الماضية ان الانفتاح المالي يقيد مدى استخدام سعر الفائدة لمقاومة التضخم . لان سعر الفائدة الاعلى يرفع سعر صرف العملة وتزداد في ذات الوقت التدفقات الرأسمالية الداخلة وتغذي التوسع الائتماني وتكون النتيجة زيادة التضخم . بتعبير آخر ان رفع سعر الفائدة ، على امل الانفتاح المالي والتدفقات الرأسمالية الطوعية الكبيرة ، يعمل باتجاهين متناقضين في محصلته النهائية .

لاتكفي السياسة النقدية وحدها لضمان الاستقرار بأنسجام مع النمو والتشغيل ، قلابد من دور للسياسة المالية بما لديها من ادوات للسيطرة على الطلب الكلي . والتنسيق بين الانتاجية وسياسات الاجور تقتضي التخلي عن ربط الاجور بالاسعار ، لصالح احكام العلاقة بين متوسط الاجر ونمو الانتاجية . والمبدأ الاخير يخدم اهداف الاستقرار السعري والحفاظ على القدرة التنافسية الدولية وترصين الميزان الخارجي . وهو ما تتجه اليه الانظار الآن في المجموعة الاوربية ، ولكن يراد له التدرج وشمول كافة الاعضاء . لان التفاوت بين اقطار المجموعة في هذا التوجه يعرض البلد الذي تقدم شوطا" ابعء الى خسائر لصالح البلدان الاخرى .

وتواجه السياسة النقدية في مجموعة اليورو اكبر التحديات عندما تريد خدمة الاهداف الاقتصادية مع تفاوت كبير في الخصائص الاقتصادية بين دول محور النظام والدول المحيطة . وايضا" مشكلة التنسيق بين متطلبات خفض عبء المديونية عن الدول المثقلة بها وشروط نجاح نظام النقد الموحد .

-
- 1- lessons for Monetary policy from Asset price fluctuations , chapter 3 , Financial stability Report , October , 2009 , IMF .
 - 2- Ize Alain and Oulidi , " why Do Central Banks Go Weak " WP / 09 / 13 , IMF .
 - 3-Arvai Zsofia , etal , Regional Financial Inter likages and Financial contagion with in Europe , " WP/ 09 / 6, IMF .
 - 4- Boughton James M . , " Anew Bretton wood , " Finance and Development , vo. 46 No . 1 IMF , Moroh 2009 .
 - 5 – Lipschitt Leslie , etal , " The Domestic solution : can chinas growth be sustained through good – neighbor policies " , Finance and Development , March 2009 IMF .
 - 6- Pisani – Ferry Jean and Indhira Santos, " The World in crisis : Reshabing the Global Economy " , Finance and Development March 2009 .
 - 7- Milesi – Ferretti Gian Maria , " changing Fortunes , " Finance and Development , March 2009 , IMF .
 - 8 – While William , " Modern Macro Economics is on the Wrong Track , Finance and Development December 2009 .
 - 9 – ECB Monthly Bulletin , January 2010 .
 - 10 – Shiron Okazuko , " Yen Blooc or Yuan Bloc : An Analysis of currency Arrangments in East Asia , " WP / 09 / 3 January 2009 IMF .
 - 11 –Haber Meier Karl etal " Inflation pressures and Monetary policy Options in Emerging and Developing countries : A cross Regional perspective , " IMF working paper No. 09/1 (January) .
 - 12 – Gambacorta , Leonardo , " Monetary policy and the risk – taking channel , " BIS Quarterly Review , December 2009 .

- 13 – Alfaro Rodrigo and December Mathias , " Macro stress tests and crises : what can we learn , " BIS Quarterly Review , December 2009 .**
- 14 – Akitoby , Bernardin and Stratmann , " the value of Institutions to Financial Markets : Evidence from Emerging Markets , " IMF Working paper No . 09 / 27 .**
- 15 – Tarashev , Nikola etal , " The systemic importance of Financial in situations , " BIS Quarterly Review , September 2009 .**
- 16 – Roubin Global Economics January 2010 .**
- 17– Ekholm , Karolina , Monetary policy and the Exchange Rate , services risk bank , www. Risk bank . se , 12 January 2010 .**
- 18- Bank de France Daily Briefing May , 10 , 11 , 2011 .**
- 19- Berger , Helge , etal , The ECB'S Monetary Analysis Revisted , IMF working paper WP/08/171 IMF , July 2008 .**
- 20- Rounin , Nouriel , An orderly Market – Based Approach to the Restructuring of Euro zone Sovereign Debts Obviates the Need for Statutory Approach , Roubini Global Economics , Nov 15 , 2010 .**
- 21- Parisi – capone , " portugal Is gone , how safe Is Spain , Roubini Globla Economics , APRIL / 13 , 2011 .**
- 22- Dees , Stephan and Zorell , Nico Business cycle synchronization Disentang ling Trade and Financial linkages , working paper series , No 1322/ April 2011 , European central bank .**
- 23- Walayat , Nadeem , Interest Rate Trends Impact on the Dow and FTSE stock Market Indices . www.marketttoracle.co.uk, March 19 , 2011 .**
- 24- Krichene , Nouredine Recent Inflationary Trends in World commodities markets , IMF working paper WP/ 08 / 130 , IMF May 2008 .**