

الاضطراب المالي والسياسة النقدية في منطقة اليورو

أ.د. احمد ابراهيم علي
جامعة بغداد / كلية الادارة والاقتصاد

المستخلص

انطلق البحث من متابعة حركة اسعار الاسهم مع محاولة اكتشاف النمط الزمني لتذبذبها وتقلباتها ومدى ما تنطوي عليه من تعديل ذاتي ودورة الاسعار في مدة تزيد على عشرين سنة . ثم اسعار الفائدة النقدية والتضخم وبين الاخير ومعدلات تغير اسعار المنتج وسعر الصرف . وناقش الاسس النظرية التي تقوم عليها السياسة النقدية في منطقة اليورو . وخاصة التحليل النقدي للبنك المركزي الاوربي في مقابل الاجراءات الفعلية للسياسة النقدية . وفي هذا السياق كانت العلاقة التي يفترضها النقوديون بين السيولة والمستوى العام للاسعار موضع عناية خلال مراجعة محددات التضخم كما افصحت عنها الدراسات التجريبية . لقد تطرق البحث الى العلاقة بين اليورو والدولار ولاحظ ابتعادها عن المستوى تعادل القوة الشرائية ما مهد الى دراسة اخرى اخصت في تفصي هذا التفاوت . وكان المسار العام للبحث منسجماً مع اعادة النظر في ميادين السياسة النقدية وادواتها لتحقيق هدف الاستقرار الذي تصدت له اساساً بعد ما نقضت الازمة المالية الدولية الاخيرة مصداقية النموذج السائد الذي رسخه المناخ الفكري لما بعد بريتون وودز . الذي جعل السياسة النقدية المستهدفة للتضخم محورا لسياسة الاقتصاد الكلي مع اضعاف دور السياسة المالية واتخاذ الحياد ازاء القطاع المالي بمؤسساته المصرفية واسواقه . ان المشاكل التي واجهتها السياسة النقدية في نموذجها السائد قيل الازمة المالية الاخيرة ، فاقمتها مشاكل المديونية السيادية ، ما اضاف المزيد من الاسباب المنطقية والعملية لاعادة النظر الشاملة .

Abstract

The paper has been started as a review of Euro stock prices over the last two decades. The outcome of the review highlighted a self-adjustment pattern disturbed by irregularities so that the overall behavior still unpredictable.

The relationship between the nominal interest rate and inflation has been investigated along with the disparity between inflation rate and the relative change of producer prices in selected developed and Euro Area economies . Also, the paper has addressed the theoretical background of Euro monetary policy.

The article addressed the monetary analysis of the ECB and its validity regarding the empirical finding of insignificant effect of liquidity on general price level.

Furthermore, the most recent research works on inflation determination have been used to reconsider the overall premises of monetary economics.

Euro/\$ exchange rate and its deviation from purchasing power parity has been carefully noticed to be the main theme of another study.

The conclusions, in general, are very consistent with the new direction that arise during the last crises to reconsider the monetary policy functions and instruments.

The concept of stabilization is the main theme of the ongoing discussion addressing the macroeconomic policies of the new liberal inflation – targeted monetary policy.

Therefore amore vital role to the Fiscal policy is anticipated in alignment with macroprudential arrangements to fix the financial markets behavior. The inadequate control of the central banks over liquidity and expectations has been very much complicated by sovereign debt crises would contribute more to support radical change.

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 في الفرضيات التي يستند اليها التحليل النقدي الرسمي للبنك المركزي الاوربي ، ومدى نجاح الاخير في السيطرة على السيولة ، ووجاهة الربط بين السيولة والمستوى العام للاسعار . 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 اصابت مصارف كبيرة ومؤسسات مالية اخرى . وايضاً، 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 اولية لاسس التحليل الاقتصادي الكلي والنقدي والتي تشكل المرجعية النظرية والتبريرية للسياسة النقدية .

ولكنها لا تدعي ، طبعاً ، اختبار النماذج النظرية منهجياً 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 ، على اكتشاف انماط من العلاقات السببية ، او الانتظام ، اصدق دلالة على الواقع واكثر فاعلية في التأثير على مجراه .

روابط التجارة والمال وتزامن دورة الأعمال :

كان أثر العولمة على تقلبات الاقتصاد الوطني موضوعاً لدراسات لم تنته الى نتيجة حاسمة بعد . ولكنها تشير ، اجمالاً ، 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 المدة منذ عام 1980 بأنها مختلفة في درجة الانفتاح التجاري والمالي ، كثيراً عما سبقها ، ولذلك تخلع عليها صفة العولمة . وربما يستند هذا الفرض الى دلالات اذ ارتفعت تجارة العالم الخارجية ، سلعاً 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 الاوروبية ، ومن المشكوك فيه ان يؤدي الانفتاح التجاري والمالي في العراق ، مثلاً ، الى تغيير بنية الانتاج باتجاه التماثل مع دول اخرى . ومع ذلك يصعب لحد الآن القول ان شدة الروابط التجارية تقترن حتماً بتزامن دوري بل ربما لطبيعة التجارة ونوع الصدمة انماط من البث والانتقال تنعكس في النتيجة . فاذا كانت الروابط التجارية راعية للتخصص عند ذلك يظهر نمط يعزز السلوك الدوري . ولكن في حالة التجارة الدولية داخل الصناعة Intra - Industry مثل تبادل الاجزاء وقطع الغيار عبر الحدود ، الصناعة نفسها ، في هذه الحالة يكون تزامن الدورة شديداً . 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 الإوربي كانت الارتباطات بين حركة التجارة و متغيرات المال والناتج كما في التالي

-:

معامل الارتباط البسيط في دول الاتحاد الاوربي

التمائل في بنية الانتاج	الديون المصرفية	استثمارات الاسهم	استثمارات الحافظة	الاستثمار الاجنبي المباشر	كثافة التجارة الخارجية الثنائية	ارتباط حركة الناتج	
						1.00	ارتباط حركة الناتج
					1.00	0.03	كثافة التجارة الثنائية
				1.00	0.00	0.37	الاستثمار الاجنبي المباشر
			1.00	0.80	- 0.09	0.35	استثمارات الحافظة
		1.00	0.93	0.78	0.01	0.35	استثمارات الاسهم
	1.00	0.89	0.99	0.78	- 0.13	0.34	الديون المصرفية
1.00	- 0.45	- 0.41	- 0.46	- 0.32	- 0.06	- 0.25	التمائل في بنية الانتاج

- المصدر : Dees and Zorell

ويتضح من جدول الارتباطات اعلاها كانت فيما بين مكونات التدفقات الرأسمالية . وايضا " يظهر ان لتربط حركة الناتج بين البلدان علاقة مع القطاع المالي اشد مما هي عليه مع التجارة . وان لتمائل البنى الإنتاجية 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 الدراسة نفسها (Dees and Zorell) ان معاملات الاتحدار المقدره لا نموذج آني تؤكد العلاقة العكسية ايضا بين تمائل 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 على العلاقة العكسية بين سعر الفائدة واتجاه اسعار الاسهم ما زال فعلا ، على الاقل لشدة الفئاعة 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 إعادة هيكلة المديونية السيادية نحو اسقاط جزءاً من الديون لدول منظومة اليورو المحيطية ، Peripheral ، مثل اليونان رفض من جميع المؤسسات المعنية . وان تدوير الدين السيادي مع استمرار برنامج انقاذ المصارف ، الخاسرة والتي في حكم المفلسة لابد 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 عن ضعف العلاقة بين النقود والمستوى العام للأسعار وان النقود داخلية Endogenous ، على الاغلب ، لاسيما بمعناها الواسع M3 الذي يفضلته 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 طوال 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 الخزنة لثلاثة اشهر ولايبور Libor . وبقي سعر الفائدة لمنطقة اليورو فوق 2% ودون 5% في حين تحركت اسعار الفائدة الثلاثة آنفة الذكر بين 1% واكثر من 6% . لقد بينت دراسة (Krichene) ان تغيرات سعر الفائدة واسعار الصرف تفسر جزءاً مهماً 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 اموال النفط اكثر من تأثير ادوات السياسة النقدية فهذه ليست جديدة في اقتصاد الدول المتقدمة وسياساتها

فالمقارنة بين معدلات التضخم في الرقم القياسي العام لأسعار 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 للمدة نفسها 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% للمدة الاولى و 30.3% للمدة 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 لأسعار المستهلك والرقم القياسي لأسعار 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 مايقارب 11% . ومن كل ما تقدم تمس الحاجة الى البحث مجددا عن مقياس للأسعار يعكس فعلا الضغوط التي يمارسها الطلب الكلي على الطاقة الانتاجية ان كانت الاسعار حساسة فعلا 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 اندحار 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 كثيرا فقد كانت مع السلع الاساسية والنفط 0.94 و 0.28 للمدة 1973 - 1980 انخفضت الى 0.27 و 0.11 للمدة 2003 - 2007 . وللدول الصناعية كانت 1.08 و 0.32 انخفضت الى 0.20 و 0.08 للسلع الاساسية والنفط على التوالي للمدتين أنفتي 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 . وايضا تكاليف التمويل الوطنية وربما عوامل اخرى ، او ان الرقم القياسي لاسعار المستهلك اصبح اقل تمثيلا لمجمل الاسعار . وايضا ، من جانب اخر ، يلاحظ استمرار انحراف سعر الصرف عن مستوى تعادل القوة الشرائية عكس ما يفترض نظريا بمعنى تعطل آلية التصحيح الذاتي وهو وجه آخر للفشل النقدي . اذ ان التغيرات في اسعار الصرف الاسمية الفعالة لا تتناسب ابدا 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

- المصدر : The Economist , May 12 , 2011
() يعني ان الرقم سالب

جدول رقم (2)

مؤشرات النمو والتضخم لبلدان مختارة حسب احدث بيانات عام 2011

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

- المصدر : Roubin Global Economics March , 2011

يلاحظ ، من جدول رقم (2) ، ان نمو الناتج ، لسنة سابقة عن أحدث تاريخ توفرت عنه بيانات ، في مجموعة اليورو كان أقل 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 التغيير 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 المعن لنمو الناتج . وكان الفرق بين التغيير النسبي السنوي في اسعار المنتج والتضخم كبيرا " في المانيا ، 9.2% للأول في مقابل 2% للثاني . كما شهدت البرتغال واسبانيا ، وهي دول مثقلة بالمدىونية ، 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 ، لاسيما بعد تفاقم المدىونية السيادية . وروسيا ، التي تصنف بأنها ناهضة ، نموها الاقتصادي مرضي بالمقاييس الاوربية ولكنه يتضمن مكاسب النفط واقترن بتضخم يثير القلق . كما ان التضخم في بريطانيا ، 4% ، هو الآخر مرتفع بمقاييسه ——— . وحسب أحدث تقديرات S&P تحتاج اليونان الى خفض دينها السيادي بنسبة 50% كي تستطيع مواصلة تدبير نفقات خدمة الدين المتبقي . والا فان شروط الاستدامة Sustainability ليست متوفرة لديها الآن . هذا مثال على مشكلة خدمة الدين السيادي التي واجهتها احدى دول منظومة اليورو والتي هدت استمرار نظام العملة الواحدة . وسوف تضطر المجموعة الى التوسع النقدي ، ولا خيار لها غير ذلك ، لتهدئة الاسواق وإبعاد شبح الانهيار المالي للدول عالية المدىونية . ومن جملة المعالجات ان تقدم الحكومات الدائنة 80 مليار يورو لشراء سندات دين اطول امداء " تصدرها الحكومة اليونانية ويأملون ان يفعل القطاع الخاص الشيء نفسه وذلك لأطالة آمد الدين . أي استبدال رصيد الديون التي تستحق الآن ، وفي الأمد القصير ، بديون تستحق بعد مدة طويلة حتى تتمكن اليونان من النقاط 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 اوطأ ما وصل اليه عام 2011 . واندفع المستثمرون مجددا " نحو أدوات الدين الحكومي الامريكي مادامت 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 جزءا " من طلب الاستثمار المالي وتجاوز 1500 دولار للأونصة ، 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 والإجراءات آنفة الذكر تفهم انها مجرد إبعاد توقيتات السداد . وايضا " ، من غير المتوقع ، أن يحصل اتفاق على اسقاط جزءا 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 فضلا عن 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 للأسعار 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 ما زالت حساسة للمعلومات الاقتصادية واخبار السياسات . فبعد نشر بيانات التجارة الخارجية الصينية وان الاداء كان افضل من المتوقع ، وايضا " خبر لم تؤكد حكومة اليونان عن امكانية اعادة هيكلة دينها السيادي ارتفعت اسعار الاسهم الاوربية حسب مجموعاتها بين %1.1 الى %2.3 . ومن ملاحظة المسار اليومي لأسعار الاسهم الاوربية انها بقيت حتى ايلول 2010 دون المستوى الذي وصلت اليه نهاية نيسان من السنة نفسها 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 مشابها . 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 .

ومن المعروف على نطاق واسع ان البنك المركزي الاوربي يعتمد سياسة نقدية تستند الى "فرضيات واسباب 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 وبعناية 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 ، اضعف فاعلية السياسة النقدية الاوربية ؟ أم ان فاعليتها اصلا " موضع تساؤل ؟ وهو الارجح . 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 الائتماني وهذا لا بد ان يستند بشكل او آخر الى سياسة نقدية متساهلة .

بالطبع ليس القصد من هذه الملاحظات ، 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 للتنبؤ الاقتصادي تعرقل انعكاس المعرفة التجريبية في التنبؤ 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 تارجح معدل النمو بين 4% الى 12% سنويا بينما كان المعدل المرجعي المعتمد 4.5% سنويا . (Berger et al) . وهذا يؤكد الملاحظة آنفة الذكر ودليلها عدم امكانية السيطرة على السيولة اصلا . ولهذا من الصعب على مراقب خارجي الاقتناع بجدوى التحليل النقدي وضوابطه 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 .

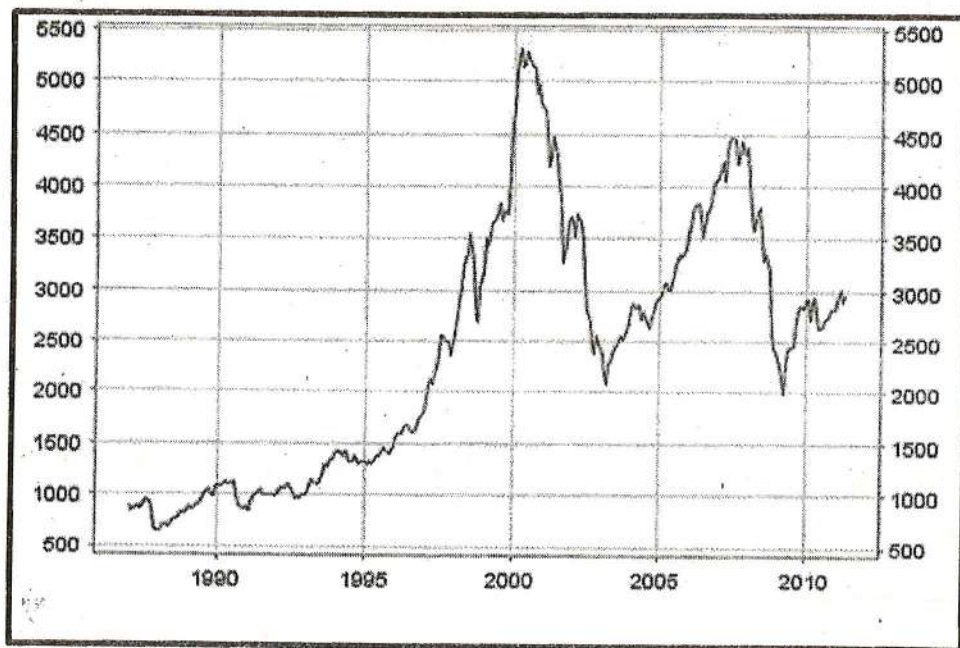
لقد ركز النقاش الاكاديمي للفرضيات التي يتبناها البنك المركزي الاوربي على المفاضلة بين النموذج الكنزي الذي يعامل النقود على انها وحدة حساب لاغير ، والنموذج النقودي الذي يركز على كمية النقود . وذلك في مقابل ما يسمى النموذج ذو المرتكزين ، كمية النقود وسعر الفائدة في آن واحد . ولكن النموذج ذو المرتكزين ولضعف 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 . فضلا عن 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 الأثر 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 لانخفاض 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 لا يبدو ان السياسة النقدية تمكنت من جعل القطاع المالي هدفا لها . وجرى التفكير في العناية بمتغيرات اخرى للسيولة عدا M3 فضلا عن 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 اوطأ نقطة في آذار 2009 .



الرقم القياسي لأسعار الاسهم Eurostoxx
- المصدر : ECB : Eurostoxx

والتجربة التحليلية تقوم على ربط الرقم القياسي لأسعار الاسهم بنفس المتغير متخلفاً" للمدة من شهر الى 12 شهر بمعادلة خطية كما في الآتي :

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

أذ :

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

معادلة انحدار الرقم القياس لأسعار 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 : من اعداد الباحث

R (Square) 0.989

F 2043.404

0.00

مستوى دلالة F

يظهر ان سلوك اسعار الاسهم يتصرف بالتعديل الذاتي اذ 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 ما يقارب 11% .

ومن اللافت للنظر ان حجم المعامل لا ينخفض بانتظام مع طوال مدة التخلف الزمني . وجرى تحليل التغير النسبي الشهري بالطريقة نفسها ، 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 :

$$DS_t = b_0 + b_1DS_{t-1} + b_2DS_{t-2} + \dots + b_{12}DS_{t-12} \quad (2)$$

وكانت نتائج التقدير كما في الآتي :

معادلة انحدار التغيير النسبي في اسعار الاسهم داوجونز

الثابت والمعاملات	التقدير	اختبار t	مستوى الدلالة
b ₀	0.254	0.927	0.355
b ₁	0.357	5.646	0.000
b ₂	-0.074	-1.103	0.271
b ₃	0.084	1.326	0.186
b ₄	-0.019	-0.307	0.759
b ₅	0.097	1.513	0.131
b ₆	-0.140	-2.184	0.030
b ₇	0.030	0.466	0.0641
b ₈	0.042	0.657	0.512
b ₉	0.042	0.657	0.512
b ₁₀	-0.048	-0.742	0.459
b ₁₁	0.077	1.186	0.237
b ₁₂	0.001	0.010	0.992

المصدر : من اعداد 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 :

اذ : 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 وادناه 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
وادناه 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 . وتعبّر 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 :

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

20.004 sig مستوى الدلالة 20.384

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 :

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

t 32.217 - 7.717

0.000 sig مستوى الدلالة 0.000

R (Square) 0.209

R (Square) Adjusted 0.205

F 59.546

0.000 F مستوى دلالة

سعر الفائدة الحقيقي :

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

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

$$t \quad 60418 \quad 8.244$$

$$\text{sig} \quad 0.000 \quad 0.000$$

$$R \text{ (Square)} \quad 0.263$$

$$R \text{ (Square) Adj .} \quad 0.260$$

$$F \quad 67.969$$

$$0.000$$

معنوية F

المعادلة عالية المعنوية إجمالاً " 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 متطابقة Fisher خاصة وان معامل الانحدار مع معدل التضخم CPI قريب من الواحد الصحيح . ومن المعادلة آنفة الذكر يكون سعر الفائدة الحقيقي الاتجاهي :

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

اي ان تغطية التضخم في الاتجاه العام مضمونة .

ومن محاولة دراسة العلاقة بين سعر الصرف والتضخم لم تظهر اية علاقة اذ كان معامل التحديد صفرأ ومعامل الانحدار مع التضخم صفرأ ، وهذه النتيجة تنسجم مع واقع تحرك سعر الصرف بعيداً عن مستوى تعادل القوة الشرائية . وظهرت البيانات التي تغطي المدة من الفصل الثالث 2009 رجوعاً الى الفصل الثاني 1996 أيضاً " ميلاً " لتناقص معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في منطقة اليورو المحسوب سنوياً ، من بيانات فصلية ، وكما في الآتي : اذ GDPG معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي السنوي للمنطقة ، و T الزمن بالفصول

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

$$t \quad 4.406 \quad -3.722$$

$$\text{sig} \quad 0.000 \quad 0.00$$

$$R \text{ (Square)} \quad 0.210$$

$$R \text{ (Square) Adjusted} \quad 0.196$$

$$F \quad 13.855$$

$$0.000$$

معنوية F

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

المتغير	القيمة	المتغير
متوسط معدل التضخم السنوي % المحسوب شهرياً	2.0089	المتغير
سعر الفائدة لثلاثة اشهر يورو	3.3468	المتغير
متوسط التغير السنوي في اسعار الاسهم % المحسوب شهرياً من داو جونز	5.4488	المتغير

- المصدر : من اعداد الباحث

يتضح ان سعر الفائدة بالمتوسط اعلى من التضخم ومتوسط سعر الفائدة الحقيقي بالمتوسط للسنة عشر سنة الماضية هو %1.3379 كما ان الاستثمار في الاسهم يتضمن الوقاية من التضخم في الامد البعيد وجاءت هذه النتيجة من ارتفاع اسعار الاسهم بين عامي 1987 كانون الثاني وكانون الاول 1999 . ومن التاريخ الاخير وحتى الآن أخفقت اسعار الاسهم في تغطية التضخم وفي مدة طويلة . وهذه تمثل مشكلة في اداء النظام الاقتصادي لمدة عقد كامل من الزمن وهو امد بعيد ايضاً . وازدادت القيمة الحقيقية للسهم بمقدار %3.4 سنوياً . وتبين ان التضخم يميل الى الثبات علماً متوسطه في حين يوجد اتجاه للانخفاض في سعر الفائدة . وايضاً تميل الزيادة النسبية في اسعار الاسهم الى الانخفاض . وتلك الاستنتاجات لا تتغير عند استبعاد سنتي 2008 و 2009 . ولكن وتيرة الانخفاض في الزيادة السنوية لأسعار 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 . وعموماً اظهرت البيانات طابعاً دورياً واضحاً وتقلبات عنيفة .

ان تقلبات اسعار الاسهم لها دور هائل في اعادة توزيع الثروة فلقد انخفض الرقم القياس لأسعار 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 صفرأ في دول الاتحاد الاوربي في ايار 2009 ثم سالباً حتى تشرين الاول ثم ارتفع الى %0.5 و %0.9 سنوياً 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 بانسجام 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% ، فضلاً عن اثر التضخم ، وان كان منخفضاً ، وعوامل اخرى . رغم عجز الموازنة العامة الذي يقدر بنسبة 5.1% من الناتج المحلي الاجمالي ، كما في الربع الثاني من عام 2009 ، فان 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 امثلتها ازمة اليونان الاخيرة كما تقدم .

تقييم اطر المفاهيم النظرية والسياسات في ضوء الازمة الاخيرة :

كان سلوك المستوى العام لأسعار المستهلك مألوفاً" وكذلك نمو الناتج في المدة السابقة لانتهيار اسعار الاصول بصفة عامة وللدول الرئيسية في الاقتصاد الدولي ومجموعة اليورو .

لكن متغيرات الائتمان وحصة 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 ، تحذيراً" من ازمة اسعار المساكن في 50% من الاقطار . وايضاً" 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 باعتماد 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 فعلاً" قبل ثلاث سنوات من الازمة ولكن اسعار الفائدة الحقيقية كانت مرتفعة واعلى من المستويات المطلوبة بموجب قاعدة Taylor قبل الازمة مباشرة وتؤكد 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 البلدان 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 الافصاح عن مضمون ذي معنى في المدة السابقة للازمة 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 للانهيبار .

وعندما تبين التجربة عدم الصلة الواضحة بين الازمة ومستويات التضخم والنمو ، في المدة السابقة لها ، فهذا يكفي لإحاطة مصداقية التصورات السائدة اكايمييا" 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 التي 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 بوادر النشاط الائتماني الساخن وبقاعة اسعار الاصول .

التحليل الكلي المقارن للالزمات 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 الانهيبار المالي هناك واستمر حتى 2005

وكذلك على أزمة دوت كوم وامكن بموجب تلك العتبات تشخيص 98 انهياراً سعرياً بين 1970 - 2008 وكما يلخصها الجدول الآتي :

انهيارات اسعار المساكن والاسهم للمدة 1970 - 2008

للسنوات 1985 - 2008	للسنوات 1970 - 1985	للسنوات 1960 - 1970	للسنوات 1950 - 1960	للسنوات 1940 - 1950
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 %

- المصدر : WEO , October 2009 , IMF

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 الدولية ايضا" ، بينما الجدول المعد من باحثي الصندوق شامل لجميع الازمات وليست جميعها دولية بما فيها أزمة اليابان التي بقيت في نطاق ذلك الاقتصاد الى حد كبير . في دراسته بين الصندوق ان ازمت المساكن تستغرق مددا" اطول وتفتقر 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 المدة قبل عام 1985 شهدت هزات انطلقت من القطاع الحقيقي مثل النفط خاصة للمدة 1973 - 1985 و 1979 - 1981 .

سبقت ازمت 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 ، ومازال الاقتصاد الكلي يمثل الاساس النظري للسياسة المالية والنقدية ولا بد من اعادة النظر في المناهج التي رسختها التقاليد اكثر من المصادقية التجريبية . لقد تطور الاقتصاد المالي في السنين الاخيرة Financial Economics ولكن تقاليد المهنة الاقتصادية لم تفسح له مجالا" كافيا" في اقتراح السياسات بعد .

الاقتصاد ليس علما" صرفا" والسوق نظام اجتماعي وحتى مع تعقيد ادوات التحليل والتنبؤ 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 ايضا" . ان العلاقة بين سعر البنك المركزي واسعار الفائدة في السوق معقدة . واضعف توريق الفروض تأثير السياسة النقدية . وانخفضت مرونة الناتج لسعر الفائدة ، ويرتبط ذلك مع تأخير

استجابة سعر الفائدة في السوق لسعر البنك المركزي . وايضا" 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 وعدوى الازمات المالية في التجربة الاوروبية :

مع الزيادة الجوهرية في الملكية الاجنبية ضمن الانظمة المصرفية في اوربا الوسطى والشرقية والجنوبية الشرقية CESE اشنتت روابط اوربا الغربية مع تلك المناطق . وساعد قطاع المصارف على نقل تكنولوجيا متطورة واساليب ادارة مخاطر متقنة وتمويل من مصادر عابرة للحدود مما اسهم في التعميق المالي . وفي الوقت نفسه يعرض تلك البلدان الى عدوى الازمات . وايضا" انفتحت بلدان اوربا 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 الضوء على دور الرقابة المشتركة بين البلدان الام والمضيقة 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 اوربا الناهضة كثيرا" على مصارف اوربا الغربية . ولكن الانكشاف والتعرض للمخاطر Exposure ذو نمط مركزي ، مع ملاحظة النجاح النسبي في تنوع مصادر التمويل لدى بعض البلدان . وكلما تركز اعتماد البلد على مقرض واحد لجمع مصارفه وانشطته Common Lender تحول الى بؤرة للآثار المتبادلة .

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

كان نمط السلوك الذي يسمى اللحاق بالأسبق Catching بارزا" في تجربة اوربا الناهضة فكما كان حجم الانتمان 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 واوربا باكملها 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 المفاجئ 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 اوربا 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 . واحيانا 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
اليانبا	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

- المصدر : Arvai Zsofia , etal

الاهداف الاقتصادية والسياسة النقدية :

واجهت عدة بلدان صعوبة الاختيار بين رفع اسعار الفائدة لمقاومة التضخم وادامة معدل نمو مرتفع ، عندما يكون من الصعب معرفة الأفق الزمني لارتفاع اسعار الوقود والغذاء والقلق عن 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 للعناية 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 . لا تكفي السياسة النقدية وحدها لضمان الاستقرار بأنسجام مع النمو والتشغيل ، فلا بد 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 الاعضاء كافة . لان التفاوت بين اقطار المجموعة في هذا التوجه يعرض البلد الذي تقدم شوطا " ابعده 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 .

المصادر:

- 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 .