

تفقد

هالتها

يجد كثير من بلدان وسط أوروبا وشرقيها أنه من الصعب إجراء التصحيح بما يتفق والواقع الاقتصادي الجديد

مارتن شيهاك وسروبونا متيرا

Martin Cihák and Srobona Mitra

وعزز التكامل الاقتصادي المتزايد والإصلاحات الناجحة، نمو البلدان الأعضاء الجدد بأسرع من المتوقع - في ضوء أسسها الاقتصادية (انظر الشكل ١). وقد سمح هذا النمو السريع لبلدان الاتحاد الأوروبي الجديدة بزيادة حصتها من الناتج الاقتصادي العالمي. وأدت زيادة فرص الوصول للأسواق الغربية إلى ارتفاع سريع في صادراتها وتحسين فرص حصولها على التمويل الأجنبي مما ساعد على ازدهار الاستهلاك.

وقد كانت عضوية الاتحاد الأوروبي مواتية بوجه خاص لسلوفايا وجمهورية السلوفاك، اللتين تمكنتا من الوفاء بكل معايير ماستريخت ودخلتا منطقة اليورو. وكانت سلوفايا هي أول دولة عضو جديد تعتمد اليورو في كانون الثاني/يناير ٢٠٠٧. ووصل دخل الفرد في هذا البلد، وهو الأعلى بين الدول الأعضاء الجدد، إلى نحو ٨٠ في المائة من المتوسط في الاتحاد الأوروبي في ٢٠٠٦، مما وضعها على قدم المساواة مع اليونان وجعلها تزيد على البرتغال. وكانت جمهورية السلوفاك، وهي أحدث من انضم إلى منطقة اليورو في كانون الثاني/يناير ٢٠٠٩، من أقوى الدول الأعضاء الجدد في الأداء الاقتصادي، وعززت مكاسب الإنتاجية والصادرات النمو فيها. وهي تعتبر إلى جانب سلوفايا وجمهورية التشيك اقتصادا متقدما وليس ناشئا في الوقت الراهن.

نمر في البداية

يبدو أن النجاح النسبي للدول المنضمة حديثا للاتحاد الأوروبي في مجال تحقيق الاستقرار وإصلاح اقتصاداتها، مقترنا بقبولها في الاتحاد الأوروبي، قد أسهم في إحداث تقارب سريع في سعر الفائدة، حتى على الرغم من أن الظروف العالمية المواتية - أسعار الفائدة الأدنى، والسيولة الوفيرة، واتساع قاعدة المستثمرين بالنسبة للأسواق الناشئة - قد لعبت دورا هي أيضا. وقد حفز هذا تدفقات وافدة حاشدة من رأس المال للدول الأعضاء الجدد، في شكل استثمار مباشر، وقروض مصرفية، واستثمار في المحفظة.

وحاليا، فإن حصة الملكية الأجنبية في النظم المصرفية في أوروبا الناشئة أعلى منها في أوروبا المتقدمة وفي الأسواق الناشئة في أنحاء أخرى من العالم. ودخلت حفنة من البنوك الأجنبية، التي توجد مقارها الرئيسية في أوروبا المتقدمة، الأسواق الجديدة في أوروبا الناشئة أساسا بشراء البنوك التي كانت قد جرت خصصتها مؤخرا. وتسيطر هذه البنوك الأجنبية حاليا على الجزء الأكبر

بلدان وسط أوروبا وشرقيها الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي بوضع مريح لفترة قصيرة. فقد حفزت العضوية في الاتحاد الأوروبي التكامل الاقتصادي والمالي، مما أسفر عن نمو اقتصادي سريع وتدفقات وافدة كبيرة من رأس المال. كما خلقت «تأثير الهالة»، وحمت بعض البلدان من أن تدفع أكثر مقابل اقتراض الأموال الخارجية على الرغم من تنامي أوجه التعرض للمعانة.

ولكن الأوقات السعيدة لم تدم. فقد أخلت المرونة المبدئية للدول الأعضاء الجدد إزاء الاضطراب المالي العالمي، الطريق أمام أزمة عميقة في قلة منها. وعندما ضربت الأزمة العالم في ٢٠٠٧، بدت أوروبا الناشئة محصنة في البدء، لأنها لم تتعرض للمخاطر المباشرة للأصول دون الممتازة في الولايات المتحدة. ولكن مع تعمق الأزمة في ٢٠٠٨، تباطأت الصادرات وتوقفت تدفقات رأس المال الوافدة فعليا في بعض البلدان. ولسوء الحظ، فإن التكامل الاقتصادي والمالي الذي ساعد أوروبا الناشئة على اللحاق بأوروبا المتقدمة في الأزمنة السعيدة، جعلها أكثر تعرضا للمخاطر مع زيادة المناخ الاقتصادي العالمي سوءا.

ولا يتعين على الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي حاليا أن يتغلبوا على الأزمة الراهنة فحسب، بل يتعين عليهم أيضا أن يبنوا على المكاسب التي تحققت في السنوات الأخيرة. ويقتضى الأمر أن يطبقوا سياسات أكثر حرصا وأطرا للسياسة أشد قوة، خاصة فيما يتعلق بالسياسة المالية والإشراف المالي. ويتعين عليهم أن يفعلوا ذلك في مناخ اقتصادي عالمي أشد صعوبة. والأنباء السارة هي أن مرونة اقتصاداتهم يمكن أن تساعدهم في إجراء التصحيح على نحو أسرع من الاقتصادات الأوروبية الأكثر تقدما.

اللحاق بالركب، وسريعا

مثل انضمام الدول الثماني الأعضاء الجدد - جمهورية التشيك وأستونيا وهنغاريا ولاتفيا وليتوانيا وبولندا وجمهورية السلوفاك وسلوفايا - للاتحاد الأوروبي في ٢٠٠٤ أكبر عملية توسع على الإطلاق في الاتحاد الأوروبي من حيث عدد السكان (١٩ في المائة) والمساحة (٢٢ في المائة). لكنه مثل زيادة أصغر من حيث الناتج الاقتصادي (٩ في المائة). وانضم بلدان آخران من الكتلة السوفيتية السابقة، رومانيا وبلغاريا في ٢٠٠٧. وبالنسبة لكل هذه الدول، شكلت عضوية الاتحاد الأوروبي معلما رئيسيا لتحويلها إلى الاقتصادات المستندة للسوق.



من الأصول المصرفية في الدول الأعضاء الجدد (انظر الشكل ٢). وقد وفرت حقيقة أن البنوك الأجنبية تعتمد على مجمع أكبر من رؤوس الأموال المتوافرة للبنوك الأجنبية التي تتبعها، الراحة للمستثمرين الأجانب في المنطقة. ولا يزال يتعين علينا الانتظار لنرى ما إذا كان هذا الحال سيستمر أم لا.

وقد اصطحبت التدفقات الوافدة من رؤوس الأموال إلى البنوك بنمو سريع للانتماء، رغم أن سرعة هذا النمو تباينت فيما بين الدول الأعضاء الجدد. وفي حين سجلت بلدان البلطيق الثلاث معدلات نمو للانتماء تزيد عنها في البلدان المماثلة، فقد كانت المعدلات في معظم الدول الأعضاء الجدد الآخرين تتسق بصورة عريضة مع تطورها المالي. كما أدى نمو الانتماء السريع إلى تعمق مالي كبير في الدول الأعضاء الجدد.

إحماء المحرك بأكثر مما يجب

لكن التكامل المتزايد والتدفقات الوافدة الكبيرة من رأس المال التي أقيمت ذلك، أسفرا عن أوجه جديدة للتعرض للمعانة. فقد أسهمت التدفقات الواردة في ارتفاع مستويات الديون الخارجية وعجز مفرط في الحساب الجاري في كثير من الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي (انظر الشكل ٣). وأثار النمو السريع للانتماء القلق من نشوء اقتصاد محموم مع زيادة التضخم، واتساع عجز الحساب الجاري، وتضخم فقااعات الإسكان. وكان القلق بشأن مخاطر الميزانية العمومية بارزا بوجه خاص في البلدان التي كان الناس ومشروعات الأعمال فيها يبرمون قروضا باليورو وغيره من العملات الأجنبية (أساسا الفرنك السويسري والين) لأن هذا أدى إلى تزايد عدم توافق العملات. والواقع، أن حصة الإقراض بالعملات الأجنبية في معظم الدول الأعضاء الجدد تجاوزت مستوياتها في الأسواق الأوروبية، والأمريكية اللاتينية، والشرق آسيوية والناشئة. وزاد عدم توافق العملات أوجه معاناة القطاع الخاص من جراء خفض قيمة سعر الصرف وتراكم مخاطر الانتماء المصرفي.

كما زاد التكامل المالي الأعلى من تعرض أوروبا الناشئة لمخاطر تنشأ في أماكن أخرى. كذلك، فإن الروابط الأكثر توثقا، والتي عززت النمو من قبل، يمكن أيضا أن تزيد الركود. وعلى الرغم من أن تعرض البنوك الدولية، وهي أساسا من البلدان الأوروبية المتقدمة للمخاطر العابرة للحدود، ساعد في زيادة الوساطة المالية، فإنه خلق أيضا قنوات جديدة للعدوى.

لم يعد خاصا

رغم إشارات التحذير في شكل عجز متزايد في الحساب الجاري والمستويات المرتفعة من الديون العامة، يبدو أن الأسواق بخست تقدير المخاطر وأبقت على تعرضها للمخاطر في وسط أوروبا وشرقيها. وقد عكس ذلك تصور الأسواق القائل بأن هذه البلدان، بحكم عضويتها في الاتحاد الأوروبي، يرجح أن تتم كفالتهما في حالة نشوب أزمة. وكان هذا التصور يعني أن علاوات السندات التي تعكس المخاطر القطرية كانت أقل مما سيكون عليه الحال في غير ذلك - وهو ما يعرف بتأثير الهالة. والواقع أن الأسواق سعت الأصول السيادية للدول الأعضاء الجدد بما يقل بمقدار ٥٠-١٠٠ نقطة أساس عن المستويات المتوقعة استنادا للأسس الاقتصادية الكلية المعيارية.

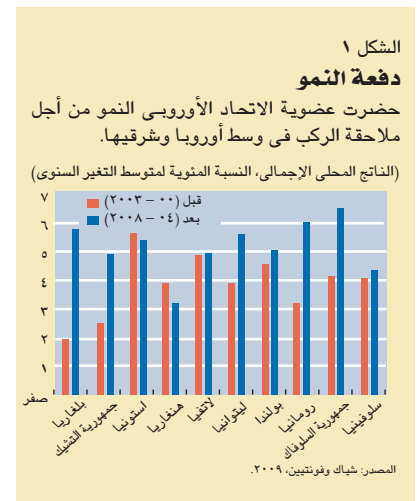
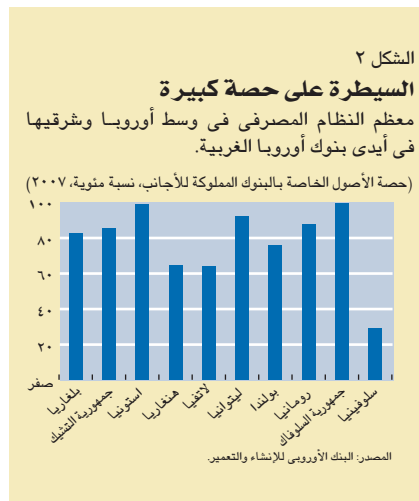
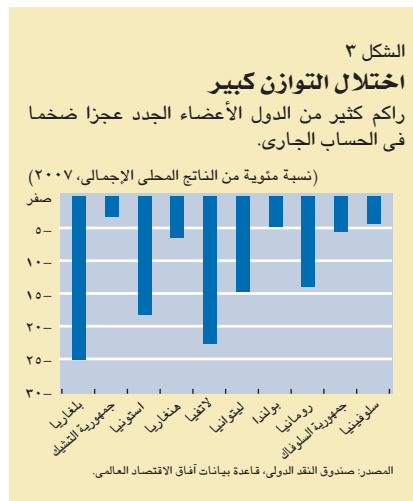
وغير مستهل الأزمة المالية العالمية كل شيء، على الأقل لأنه قضى على تأثير الهالة وألقى الضوء على الفروق بين الدول الجديدة في الاتحاد الأوروبي (انظر الشكل ٤). وعمليا، انتشرت الأزمة مؤخرا في ٢٠٠٨، مع انكماش الصادرات إلى البلدان المتقدمة والتباطؤ الحاد في تدفقات رأس المال الوافدة، لكل أنحاء أوروبا الناشئة.

ولحقت مرتفعة تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين السياديين، وتقلصت فرص الحصول عليه بصورة حادة. وعلى الرغم من أن البلدان التي التزمت بمعيار ماستريخت بصورة أوثق نزعت لمواجهة زيادات أقل في العلاوات، فإنها لم تحظ بحماية كاملة.

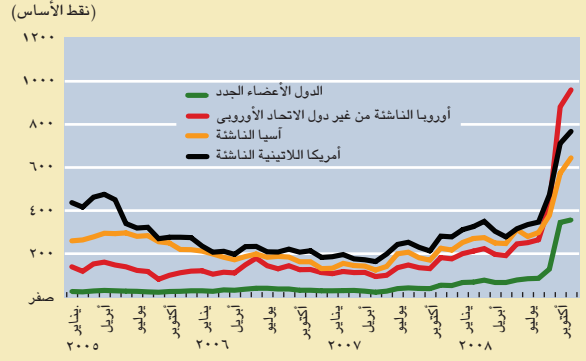
وجاءت الأزمة بمزيد من الفحص والتدقيق في الموازين الخارجية والتضخيم الجامع المحلي في بلدان الاتحاد الأوروبي فرادى. وتبين الآفاق الاقتصادية العالمية لأوروبا التي أصدرها صندوق النقد الدولي في أيار/ مايو ٢٠٠٩، أن البلدان الأعلى تضخما وعجزا في الحساب الجاري وفي التدفقات الوافدة من رؤوس الأموال المرتبطة بالبنوك، كانت أشد تضررا. بعبارة أخرى، فإن خطر التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال الوافدة كان على الأقل في مثل أهمية الالتزام بمعيار ماستريخت بالنسبة للتأثير المبدئي للأزمة على بلدان فرادى.

ركود حاد

أسفرت الأزمة المالية عن ركود حاد في كل الأسواق الناشئة، بما في ذلك تلك القائمة في أوروبا، مع تنبؤ آفاق الاقتصاد العالمي التي أصدرها الصندوق في ربيع ٢٠٠٩، بحدوث انكماش يبلغ نحو ٣ في المائة بالنسبة لهذه البلدان في ٢٠٠٩. وتفاقت أوجه معاناة الدول الأعضاء الجدد بسبب الروابط المالية



بدأت العلاوات على السندات السيادية في وسط أوروبا وشرقها في الارتفاع، وحاكت في ذلك الأسواق الناشئة في أماكن أخرى.



المصدر: بلومبرج ل. ب. وحسابات العاملين بصندوق النقد الدولي. ملاحظة: علاوات باليورو بالنسبة للدول الأعضاء الجدد وأوروبا الناشئة من غير أعضاء الاتحاد، وبالดอลลาร์ لجميع الدول الأخرى.

التقييدية في أوروبا الناشئة أقل، والحد الأدنى للأجور فيها أقل، والمفاوضات الجماعية المركزية أقل، ومنافع البطالة السخية أقل.

ومع ذلك، فإن التباين في النتائج بين الدول الأعضاء الجدد يؤكد أن السياسات المحلية هي المحركات الحاسمة للأداء الاقتصادي. وقد ضخمت الأزمة تصورات السوق عن الفروق عبر البلدان وأدت إلى إعادة تسعير المخاطر في البلدان فرادى كما تراءى في زيادة تباين العلاوات السيادية.

وسجلت العافية المالية للدول الأعضاء الجدد سجلا مختلطا. وقد ظلت نظمها المصرفية في حالة طيبة نسبا - دون إخفاقات نظامية أو خسائر معمة في ثقة المودعين. لكن الآفاق تتسم بالتحدي. والتعثُر في سداد القروض قمتين بأن يتزايد مع فقد العملات المحلية قيمتها وانكماش الاقتصادات. وسيتعين على البنوك تخفيض الائتمان الذي تقدمه لأنها فشلت في بناء احتياطات لمواجهة الأيام الصعبة. وستعجز الأسر المعيشية عن الاقتراض من البنوك فور أن يعتصر هبوط أسعار المساكن واشتداء الظروف الاقتصادية، الدخول. ولا ريب أن استهلاك الأسر المعيشية، الذي يبلغ في المتوسط ٦٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، سيعانى من جراء ذلك.

ما هي السياسات التي يتعين على الدول الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي أن تتبناها للخروج من الأزمة؟ كان القطاع المصرفي في مركز الأزمة ومن ثم فهو يمسك بمفتاح الانتعاش.

- ينبغي أن تتضمن السياسات خطوات لدعم الائتمان، مثلا من خلال إعادة الرسملة الاستباقية للمصارف القادرة على البقاء. ونظرا لأن معظم القطاعات المصرفية مملوك للأجانب، فإن محاولات إعادة الرسملة لن تكون مثمرة بدون تعاون وثيق مع الجهات القائمة بالإشراف على البنوك الأجنبية الأم.
- هناك مجال واسع لإشراف أكثر فاعلية في البلدان فرادى بموجب أطر الإشراف المالي القائمة. ويشمل هذا على سبيل المثال، إمكان فرض اشتراطات أكثر حزما على البنوك الأضعف بموجب إطار بازل الثاني، واعتماد سياسات لتكوين الاحتياطات تتطلع للمستقبل لمواجهة خسائر القروض.
- يتعين على الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي حماية التقدم الذي حققوه في أطر سياستهم المالية وتدعيمها من خلال تعاون أقوى عبر الحدود بين البنوك المركزية في البلدان المضيفة، وجهات الإشراف ووزارات المالية.
- ينبغي تكثيف الإصلاحات الهيكلية لمنع انهيار الإنتاجية والنمو في الأجل الطويل. ومؤسسات السياسة الأقوى لا بد أن تقلل في نهاية المطاف أوجه التعرض للخطر المرتبطة بالتكامل المالي الأكبر.

وفي جميع هذه الجبهات، سيكون التعاون الوثيق بين أوروبا الناشئة والمتقدمة أمرا جوهريا. والأزمة تمثل فرصة لتعزيز الروابط السياسية والاقتصادية المالية في المنطقة. ولكن على الرغم من أن إطار السياسة قوى للاتحاد الأوروبي يمكن أن يوفر دعما قيما، فإن السياسات التي ستعتمدها البلدان فرادى ستحدد في النهاية مدى سرعة استرداد أوروبا الناشئة مما تبين أنه أسوأ أزمة منذ الكساد العظيم. ■

مارتن شيهاك اقتصادى أقدم، وسروبوونا متيرا خبيرة اقتصادية في الدائرة الأوروبية بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

Cihák, Martin, and Wim Fonteyne, 2009, "Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States," IMF Working Paper 0968/ (Washington: International Monetary Fund).

الكلية: ركود في نمو الدخل، وعدم استقرار سعر الفائدة وسعر الصرف وارتداد آثار تصحيح الأسواق إلى القطاع المالي. وردا على ذلك، غيرت الدول الأعضاء الجدد، الاتجاه في مجال السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، وسياسة القطاع المالي، والسياسة المالية.

وتبدو العملات المحلية معرضة للمخاطر على نحو متزايد، والحكومة إما عاجزة عن الاقتراض من الأسواق المالية لتمويل العجز في ميزانياتها أو تجد أن ذلك مكلف. بيد أن عضوية الاتحاد الأوروبي، وفرت لأوروبا الناشئة فرصة الحصول على بعض التسهيلات التي ثبت أنها نافعة خلال الأزمة. وتمثل واحد منها في تسهيل الاتحاد الأوروبي الخاص بميزان المدفوعات الذي وفر احتياطي أمان، وتمثل تسهيل آخر في إنشاء ترتيبات إعادة تملك الضمانات الخاصة بقرض متعثر الخاصة بالبنك المركزي الأوروبي المتعلقة بعدد قليل من الدول الأعضاء الجدد. وقد طلبت هنغاريا ولافتيا ورومانيا الدعم المالي من الاتحاد الأوروبي ومن صندوق النقد الدولي، وطلبت بولندا الحصول على حد التسهيلات الائتمانية الخاص بالصندوق، وهو تسهيل جديد مصمم للاقتصادات التي لها سجل مسار قوى.

أقوى وأكثر رشاقة

هل ستخرج الدول الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي أقوى من الأزمة؟ بطريقة ما، إن اقتصاداتها أكثر مرونة من اقتصادات أوروبا المتقدمة، الأمر الذي يجعل قيامها بالتصحيح أكثر يسرا.

لقد أكسبت الأزمة السياسات السليمة وزنا أكبر، ويبدو أن اعتماد الأطر المطبقة على مستوى الاتحاد الأوروبي أسهم في وضع سياسات اقتصادية كلية وهيكلية سليمة. وهذا الدليل أكثر قوة بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية، حيث استخدم معيار ما سترينج وميثاق تحقيق الاستقرار والنمو كمرتكز للسياسة النقدية والمالية.

كذلك، يبدو أنه كان لجدول أعمال لشبونة - استراتيجية الاتحاد الأوروبي للنهوض بالنمو وفرص العمل - تأثير ما على الدول الأعضاء الجدد. وقد أظهر الأعضاء الأصغر في الاتحاد، والدول الأفضل أداء من الناحية المالية، تقدما أكبر في مجال الإصلاح الهيكلي. ومقارنة بأوروبا المتقدمة، فإن حماية الوظائف