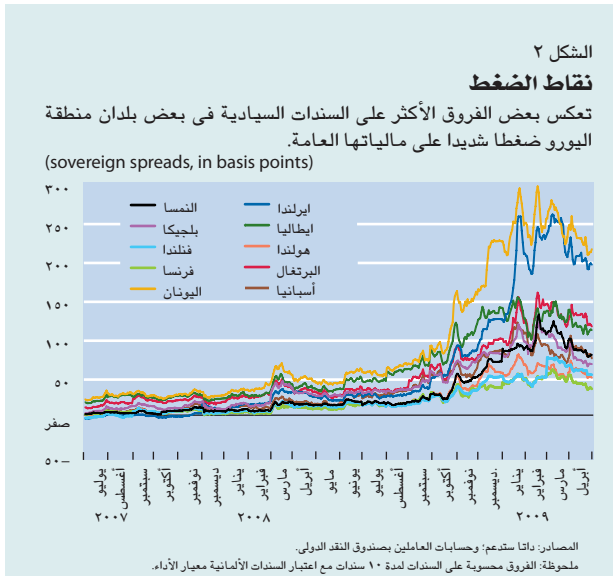
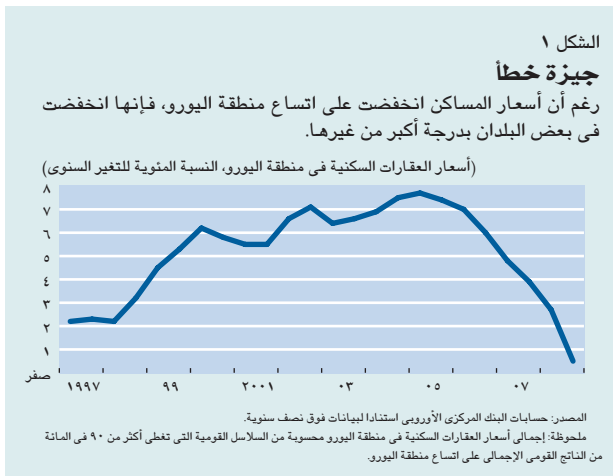


اختبار إجهاد لليورو

تواجه البلدان التي تراودها فكرة التخلي عن العملة الأوروبية عوائق مروعة.

باري ايشنجرين
Barry Eichengreen



كانت أزمة الائتمان الحالية هي أخطر صدمة اقتصادية ضربت إذا الاقتصاد العالمي في ٨٠ سنة، فعندئذ يكون من المؤكد أيضا أنها أخطر مشكلة تواجه منطقة اليورو في عقدها الأول. وهي على وجه التحديد ذلك النوع من «الصدمة اللامتماثلة» التي حذر منه المتشككون الأول في اليورو والتي ألقى الضوء عليها نظرية منطقة العملة المثلى.

وعلى الرغم من أن أسعار المساكن قد تهاوت على اتساع منطقة اليورو، فقد انهارت بصورة أكثر إثارة في بعض البلدان عنها في بلدان أخرى (انظر الشكل ١). وعلى الرغم من أن الأزمة كانت تعني خسائر كبيرة بالنسبة للبنوك في كل أنحاء منطقة اليورو - عادة في نفس تلك الاستثمارات المتعلقة بالمساكن - فقد سببت خسائر أكبر في بعض البلدان عنها في بلدان أخرى. وأدت إلى ارتفاع البطالة في كل أنحاء منطقة اليورو، لكنها فعلت ذلك بصورة أكبر في بعض البلدان عن غيرها. والنتيجة هي ضغوط تضخمية فعلية أو محتملة، أكبر في بعض بلدان منطقة اليورو عنها في بلدان أخرى. وهناك أيضا ضغوط أكثر على المالية العامة لبعض بلدان منطقة اليورو، كما يترأى في اتساع نطاق العلاوات على السندات السيادية ومقايضات تعثر سداد الائتمان المرتبطة بها (انظر الشكل ٢).

وفي ظل هذه الظروف، يفترض أن تفضل مختلف بلدان منطقة اليورو استجابات مختلفة للسياسة النقدية. لكن أعضاء منطقة اليورو خاضعون بالضرورة لسياسة واحدة تلائم الجميع، فتلك هي الطبيعة الحقيقية للاتحاد النقدي. وقد أحيأ التوتر جدل ما قبل ١٩٩٩ عما إذا كان للاتحاد النقدي في أوروبا فكرة جيدة أم لا. كما أثار اللغو والمضاربة حول أن بلدا أو أكثر من بلدان منطقة اليورو قد يختار التخلي عن اليورو حاليا. وتزن هذه المقالة تداعيات مثل هذا التحرك، وتخلص إلى أن ذلك ليس غير متصور، رغم أنها تجده أمرا خطيرا ومكلفا ومعقدا.

هناك إغراء

منذ نيسان/ أبريل، قدمت «انتريد لسوق التنبؤ المباشر» للتداول عقدا يعفي من

تستطيع البلدان بموجبه أن تخرج من الاتحاد الأوروبي على نحو يمكن فهمه. ولكن ليس هناك حكم بشأن الخروج من اليورو وتداعي ذلك هو أن البلد الذي يريد أن يتخلى عن اليورو عليه أن يخرج من الاتحاد الأوروبي، وبذلك يبطل كامل نطاق التزامات المعاهدة تجاه الدول الأعضاء الزميلة. لا شيء يمنع هذا من ناحية المبدأ، لكن نظرا للقيمة العالية التي يوليها الأوروبيون لاتحادهم، فإن ذلك ليس أمرا تفكر فيه الدولة العضو بخفة.

كذلك ليس من الواضح أن إعادة استخدام العملة القومية سيجعل من الأسهل حقا على حكومة ما في منطقة اليورو أن تدير مالياتها. وبين هالبرج وولف (٢٠٠٦) أن علاوات السندات السيادية (أسعار الفائدة على سندات حكومية لمدة ١٠ سنوات بالنسبة للأسعار الألمانية المقابلة)، ترتفع على نحو أسرع مع نسبة عجز الميزانية والدين العام في البلدان الأوروبية التي ليست عضوا في منطقة اليورو. وبين ايشنجرين (٢٠٠٧) نفس الحساسية الأكبر خارج منطقة اليورو بالنسبة لتصنيف الائتمان السيادي. ومن الواضح، أن كلا من المستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني عند اتخاذ قراراتهما، يشعران بالراحة والاطمئنان

«تتعلق الحالات الأساسية التي ترك فيها المشاركون اتحادات نقدية قائمة سلفا بالبلدان التي كانت متعلقة نسبيا أمام تدفقات التجارة والأموال».

لحقيقة أن تسيير السياسة المالية في منطقة اليورو ويراقبه وإشراف وعقوبات يضمنها ميثاق تحقيق الاستقرار والنمو وحقيقة أن البنك المركزي الأوروبي - على خلاف البنوك المركزية الوطنية التقليدية - يعمل بموجب قاعدة أنه لا كفالة والتي تحظر عليه شراء السندات من الحكومة مباشرة.

وهكذا، فإنه حتى إن ارتفعت الديون والعجز في الأجل القصير، يتوافر مبرر للمستثمرين للاعتقاد بأن هذا الاتجاه لن يسمح له بالاستمرار. لذلك، يقل احتمال أن تتضخم العلاوات. وحتى لو جعلت إعادة استخدام العملة القومية وفصل البنك المركزي عن النظام الأوروبي للبنوك المركزية والبنك المركزي الأوروبي من السهل على الحكومة في بلد يعاني أزمة أن تمول عجزها في الأجل القصير، فإن ذلك سيتحقق بثمن غال من حيث زيادة تكاليف التمويل من السوق.

وليس من الواضح تماما أن الاعتبار الأول (مزيد من المرونة في الأجل القصير) سيهيمن على الثاني (تكاليف أعلى في الأجل الطويل) في حسابات صناع السياسة. وقد أشارت بعض التعليقات الأخيرة إلى أنه إذا وجد بلد مثقل بالديون في منطقة اليورو نفسه مضطرا للتخلف عن سداد ديون، نتيجة للأزمة، فإن سيرك في الوقت نفسه منطقة اليورو حتى تستطيع الحكومة اللجوء إلى التمويل النقدي. ولكن حيث إن هدف الحكومة حتى الآن لم يتمثل في مجرد تمويل مصروفاتها المباشرة واستعادة الائتمان الجيد، فإن هذا الاستنتاج لن يكون محتملا إن التخلي عن اليورو لن يزيد أمورها إلا سوءا.

وحتى لو ظل إجراء الخروج من منطقة اليورو قائما على الرغم من كل ذلك، فإن الحواجز التقنية التي تعترض الخروج من المستحيل تقريبا التغلب عليها. والطريق المباشر الأيسر هو أن يصدر البرلمان أو الكونجرس قانونا يلزم الدولة

الالتزام إذا أعلن أي بلد من بلدان منطقة اليورو عزمه على التخلي عن هذه العملة في ٣١ كانون الأول/ ديسمبر ٢٠١٠ أو قبلها. وفي منتصف أبريل/ نيسان أنطوى تسعير ذلك العقد على احتمال قدره ٢٠ في المائة - في سوق من المسلم به أنها ضئيلة - بوقوع هذا الحدث (انظر الشكل ٣).

ولاشك في أن هذا إجراء. فصناع السياسة في البلدان التي يتسم الطلب المحلي فيها حاليا بأنه الأضعف يمكنهم أن يتخيلوا كيف أنهم لو كانوا لا يزالون يملكون عجلة قومية، فقد يسمحون بتخفيض قيمتها أو حتى دفعها للنزول لتشجيع الصادرات. ويمكن لمن تنتابهم أخطر مشاعر القلق بشأن فشل مزادات السندات الحكومية، أن يتخيلوا أنهم قد يدرجونها باعتبارها مشتري الملاذ الأخير للسندات السيادية.

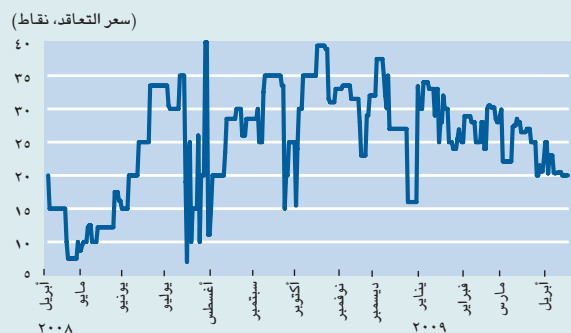
ولكن مقابل كل من هذه الحجج الداعية للتفكير مليا في إعادة استخدام العملة القومية، هناك حجة مضادة. فعلى الرغم من أن المكسب في التنافسية الناجم عن خفض قيمة العملة سيكون مؤقتا، فإن تكاليف كثيرة، اقتصادية وسياسية على حد سواء ستكون دائمة. ومن بين أمور أخرى، فإن خفض قيمة العملة لا بد أن يفاقم التوترات داخل الاتحاد الأوروبي. وسيشعر شركاء البلد الذي يستهل ذلك في الاتحاد الأوروبي، ولهم ما يسوغ ذلك، أنه لا يصدر سلعة فحسب بل يصدر مشاكله. ولو كانت الأدلة على هذا الخطر مطلوبة، فلن يحتاج المرء لأكثر من النظر في رد الفعل في بلدان الاتحاد الأوروبي الأخرى إزاء هبوط الاسترليني مقابل اليورو. وبصفة أعم، فإن الركود المالي، مثله مثل جميع حالاته الأخرى، قد فاقم الضغوط على الحكومات لكي تدعم المنتجين المحليين في وقت الشدة بقرض ميسرة وأنواع أخرى من الدعم. وبهذه الطريقة، فإنه يهدد إنجاز أوروبا الاقتصادية المرموق، ألا وهو إنشاء سوق موحدة حقا يتنافس فيها المنتجون من مختلف بلدان الاتحاد الأوروبي على قدم المساواة. وزيادة الشكاوى من التلاعب بالعملة وخفض قيمتها بسبب المنافسة، سيضع هذا الإنجاز موضع الخطر.

التزامات المعاهدة

وفيما وراء ذلك، فإن بلدا يتخلى عن اليورو من جانب واحد «ليسرق» ميزة تنافسية، لا بد أن يقوض وضعه كعضو في كيان متميز هو الاتحاد الأوروبي. ولن يكون موضع ترحيب على المائدة التي تجرى حولها مناقشة سياسات الاتحاد. وتتضمن معاهدة لشبونة (من المسلم أنه لا يزال يتعين التصديق عليها) حكما

الشكل ٣

يقول سوق التنبؤ المباشر إن هناك فرصة تبلغ ٢٠ في المائة في أن يتخلى بلد في منطقة اليورو عن العملة المشتركة بنهاية ٢٠١٠.



المصدر: www.intrade.com

وكما طرحت في موضع آخر، فإن هذا سيكون بمثابة أم الأزمات المالية جميعا. وأي حكومة رشيدة تحرص على البقاء، ستغازل مثل هذا الخطر بإرادتها؟ إن وأي حكومة مسؤولة ستناقش هذه الإمكانيات؟ ومما له دلالة، أن الحالات الأساسية التي تخلى فيها المشاركون في اتحادات

«إن بلدا يتخلى عن اليورو من جانب واحد بغية «سرقة» ميزة تنافسية سيعرض للخطر مكانته في كيان جيد هو الاتحاد الأوروبي».

نقدية قائمة سلفا عنها، تتعلق بالبلدان التي كانت منغلقة نسبيا أمام تدفقات التجارة والأموال التي كانت نظمها المصرفية والمالية متخلفة أو خاضعة لتنظيم متشدد، ومن ثم لم يكن هناك سوى مجال محدود لهروب رأس المال عندما تدور المداولات والاستعدادات. ومثال هذا انحلال الاتحاد النقدي للتشيك والسلوفاك وحل منطقة الروبل. وقد جعلت حقيقة أن نطاق الثروة المالية كان صغيرا، وأن تحديد سعر الصرف كان لا يزال ساريا، وأن الاقتصاد كان في المراحل الأولى من الانفتاح على باقى العالم، التداول دون التعجيل بالانهيار أمرا ممكنا.

وبصفة أعم، تبين بحوث نيتشه (٢٠٠٤) على عينة كبيرة من الحالات أن احتمال خروج الاقتصادات الأكثر انفتاحا من الاتحادات النقدية، أقل. (وقد نظر نيتشه في الانفتاح التجارى وليس الانفتاح المالى، لكن هذين البعدين للانفتاح مترابطان. ومن بين أمور أخرى، فإن فواتير التجارة المغالى في قيمتها أو المخوسة قيمتها طريقة واضحة لهروب رأس المال المستتر)، ومن الواضح، أن الانفتاح الاستثنائى للدول الأعضاء والاتحاد الأوروبى فيما يتعلق بالمعاملات المالية والتجارية من كل الأنواع يضعها في هذا المعسكر صراحة.

ومن ثم، هلى من غير المتصور أن تترك دولة عضو مشاركة، منطقة اليورو؟ إذا كانت الأحداث الاقتصادية فى السنة المنصرمة قد علمتنا أى شىء فهو أن كثيرا من الأحداث الاقتصادية التي تصورنا ذات مرة أنها غير متصورة، ليست كذلك. ولكن إن لم تكن غير متصورة، فنستطيع القول ونحن آمنون أن الخروج من منطقة اليورو أمر غير محتمل على نحو متزايد. ■

بارى ايشنجرين أستاذ كرسى جورج س. باردى وهيلين ل. باردى أستاذ للعلوم الاقتصادية والسياسية فى جامعة كاليفورنيا، بيركلى.

المراجع:

Eichengreen, Barry, 2007, "The Break-Up of the Euro Area," NBER Working Paper 13393 (September).

Hallerberg, Mark, and Guntram B. Wolff, 2006, "Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia," Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Frankfurt).

Nitsch, Volker, 2004, "Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?" CESifo Working Paper 1113 (January).

وغيرها من أبواب الأعمال بأن يدفعوا للعمال أجورا وللمتقاعدين معاشاتهم بالعملة القومية منذئذ فصاعدا. ولكن مع إعادة تسمية الأجور والدخول الأخرى بتلك العملة القومية، يغدو من الضرورى إعادة تسمية الرهونات وديون بطاقات الائتمان الخاصة بالمقيمين بالعملة القومية أيضا. وبخلاف ذلك، فإن خفض قيمة العملة لابد أن تكون له آثار معاكسة على الميزانية العمومية بالنسبة للأسر المعيشية، مما يؤدى إلى عسر مالى وحالات إفلاس.

ولكن مع إعادة تسمية الرهونات والأصول المصرفية الأخرى بالعملة القومية، يتعين أيضا إعادة تسمية الودائع المصرفية وبنود ميزانية البنوك الأخرى لتفادى زعزعة استقرار القطاع المالى. ومع إعادة تسمية الإيرادات الحكومية بالعملة القومية، يتعين إعادة تسمية، لا مجرد أجور القطاع العام والمعاشات، وإنما أيضا التزامات الحكومة الأخرى، خاصة الدين العام لمنع تأثير ذلك على الميزانية العمومية من أن يدمر المركز المالى للحكومة.

عمل من أعمال التخلف عن السداد

من الناحية التقنية، لاشىء يمنع هيئة تشريعية قومية من سن قانون يطالب البنوك والشركات والأسر المعيشية والحكومات المحلية من إعادة تسمية عقودها بهذه الطريقة. فالمستثمرون المحليون خاضعون للقانون المحلى، الذى تستطيع السلطات المختصة المحلية تغييره، لكن استحقاقات المستثمرين الأجانب قضية منفصلة. فأحكام «استمرار العقد» تعنى أن الأجانب يستطيعون الاستمرار فى المطالبة بدفع مستحقاتهم باليورو، وفى مقدورهم افتراضا رفع قضايا لإنقاذ استحقاقاتهم. وإعادة تسمية الدين العام من جانب واحد يشكل من الناحية التقنية عملا من أعمال التخلف عن السداد، ومن ثم فإن ترك منطقة اليورو لن يكون طريقا لتفادى التخلف عن سداد الديون. ولو مضت الحكومة قدما وأعدت تسمية استحقاقاتها، ربما تقلص لما لا نهاية فرصها فى الوصول للأسواق المالية الدولية. وإن لم تختار ذلك فإن خفض قيمة العملة المحلية تجاه الدولار سيدمر ميزانية القطاع العام بصورة قاسية لأن القيمة بالعملة المحلية للديون الخارجية لابد أن ترتفع. وفى أى من الحالتين، يتطلب هذا القرار فى ظل الديمقراطية مناقشة واسعة ولابد أن تدور مداولات فى البرلمان. وفى الوقت نفسه، لابد أن يكون المشاركون فى السوق على علم بأن إعادة استخدام العملة القومية موضع نظر، وأنه يمكن تخفيض قيمة الوحدة القومية تجاه اليورو. ولابد أن تتوافر لديهم جميع الدوافع للتدخل. وتوقعا لإعادة تسمية الودائع المحلية بالعملة المحلية- والتي ستفقد قيمتها عندئذ تجاه اليورو- لابد أن يحولوا ودايعهم لبنوك أخرى فى منطقة اليورو.

والمؤكد أن ذلك سيعقبه تدافع على سحب الودائع على اتساع النظام المصرفى. وعندما يتوقع المستثمرون إعادة تسمية مستحقاتهم لدى الحكومة بالعملة القومية، سيتحولون إلى استحقاقات على حكومات أخرى، مما يؤدى لأزمة فى سوق السندات. وإذا كان عامل التعجيل هو الجدال الدائر بين البرلمانين حول ما إذا كان ينبغى التخلى عن اليورو أم لا، فلن يكون من المرجح أن يقدم البنك المركزى الأوروبى مساعدات مقرض الملاذ الأخير. ولو كانت الحكومة فى موقف مالى ضعيف بالفعل، فلن تستطيع الاقتراض لكفالة البنوك وإعادة شراء ديونها.