

أروع أوقات اليورو؟

تشارلز وايبلوسز
Charles Wyplosz

أثبت اليورو أنه ملاذ
آمن للبلدان التي
حالفها الرحظ بما
يكفى للالتحاق بهذا
النادى الخاص فى
الوقت المناسب

تفسير للهوامش على أساس مبدأ تعادل أسعار الفائدة: إذ أن الهوامش تشير إلى توقعات الهبوط فى سعر صرف العملة (على الرغم مما هو معروف جيدا من أن النجاح العملى لمبدأ تعادل سعر الفائدة كان مهتزاً فى أفضل الأحوال).

ويعكس بزوغ الهوامش فى داخل منطقة اليورو من وجود اعتقاد فى الأسواق بأن البلد يمكنه التخلي عن اليورو أو أن الحكومة قد تتوقف جزئياً أو كلياً عن سداد الالتزامات الخاصة بديونها، أو كليهما. وقد تناولت أجهزة الإعلام بالبحث إمكانية خروج بعض البلدان من منطقة اليورو، إلا أن معظم المراقبين استبعدوا إمكان حدوث ذلك على أساس أن التكاليف التى سيتحملها البلد الذى سيخرج من منطقة اليورو، ستفوق كثيراً تلك المزايا التى سيجنيها نتيجة خروجه، وبخاصة فى غمار الأزمة. ولذا فإن المحتمل هو أن الهوامش إنما تعكس مخاطر التوقف عن السداد، والتى قد يمكن أو التى قد لا يمكن تبريرها. والفكرة هى، أن حدوث هذا الأمر يعتبر أمراً عادياً فى داخل منطقة نقدية. وفى الواقع كانت الهوامش شديدة الانخفاض التى لوحظت قبل الأزمة، توصف باعتبارها أمراً شاذاً، بل إن البعض كان يرى أن الأسواق ليست حساسة بما يكفى للديون العامة الضخمة. ويبدو الآن أن الأسواق قد أصبحت شديدة الحساسية.

التشاؤم بشأن اليورو يتحول إلى تفاؤل

يدرك أعضاء الاتحاد الأوروبى الذين ليسوا أعضاء بمنطقة اليورو حالياً مقدار الفرق الذى تحدثه العملة الموحدة. ففى الدنمرك، والتى منحت شرطاً يتيح لها عدم الانضمام إلى المنطقة فى عام ١٩٩٢، كان للحماية التى وفرها اليورو فى أثناء الأزمة أثرها: وربما يتخلى الشعب الدنمركى، الذى صوت مرتين ضد الأخذ باليورو، عن معارضته التى تمسك بها للانضمام إلى الاتحاد النقدى.

كما ثار جدل قصير بنفس الشأن فى المملكة المتحدة، إلا أنه لم يؤدِّ إلا إلى زيادة المعارضة الواسعة لليورو. وينطبق قدر كبير من الشيء نفسه على السويد، التى صوت شعبها ضد الأخذ باليورو.

ولم تستوف البلدان الأخرى التى انضمت إلى الاتحاد الأوروبى فى عام ٢٠٠٤، بعد معايير القبول لشتى ضروب

منذ بضع سنوات، وفى أثناء استعدادنا للاحتفال بالعيد العاشر لليورو، كان أحد موضوعات أحاديثنا الشائعة هو أن العملة الجديدة لم تواجه بعد أى تحدٍ خطير. وما أقل ماكناً ندرية! فقد جابهت الأزمة المالية - والاقتصادية الآن - منطقة اليورو بعدد ضخم من الاختبارات المتنوعة. ويعتقد كثيرون فى أوروبا أن الأخذ بالعملة الموحدة قد أثبت مبرراته وأصبح الآن نجماً لامعاً صاعداً. ومع موافقتى على المقولة الأولى فمازالت لدى شكوك خطيرة بالنسبة للمقولة الثانية.

لقد كان السبب الأول الذى دعا إلى خلق عملة واحدة هو دائماً تجنب هجمات المضاربة على أسعار الصرف، لأن التذبذبات النقدية واسعة النطاق، كانت تهدد السوق الواحدة للخدمات والسلع فى الاتحاد الأوروبى. وهذا هو السبب فى اتخاذ قرار الأخذ باليورو فى الوقت الذى تم فيه تحرير تحركات رأس المال (بالدوين وايبلوسز، ٢٠٠٩)

والدرس الأول المستفاد من الأزمة هو أن هذا الهدف قد تحقق. فقد هبطت الكورونا السويدية والجنيه الأسترالىنى - هبوطاً عميقاً. وكان معظم العملات فى وسط أوروبا وشرقيها متقلبا للغاية. وطلبت عدة بلدان من هاتين المنطقتين مساندة صندوق النقد الدولى، ومازالت متاعبهما لم تنته بعد. وفى الوقت نفسه تواجه، بعض الاقتصادات الأوروبية المتقدمة، بما فى ذلك النمسا، واليونان وأيرلندا، أوقاتاً شديدة الصعوبة بسبب تعثر البنوك أو أحوال المالية العامة المضطربة، أو كليهما. إلا أن الشيء الوحيد الذى لا تحتاج تلك البلدان إلى القلق بشأنه هو عملاتها، نظراً لعدم وجود عملات خاصة بها. إذ أن اليورو يقوم بعمله، وهو عمل فذ بأية حال.

الملاذ الآمن؟

ومع ذلك، فإن اليورولم يوفر الحماية لبعض البلدان الأعضاء من ضغوط المضاربة، التى اتخذت شكل هوامش ضخمة على السندات الحكومية. وفى خلال الأزمات السابقة، كان من المعتاد ظهور الهوامش الضخمة جنبا إلى جنب مع الضغط على أسعار الصرف والتى كانت غالباً ما تؤدى إلى هبوط فى أسعار صرف، أو تخفيض، قيمة العملة. وكان هناك



منظم واحد للسوق الواحدة

هناك درس أساسي آخر مستمد من الأزمة ربما لم يؤخذ في الحسبان. لقد كان واضحا، منذ البداية أن تشغيل منطقة نقدية واحدة باستخدام عدد كبير من المنظمين والمشرفين بقدر عدد البلدان الأعضاء أمر بالغ الخطورة (بيج وآخرون، ١٩٩٨). وعلى امتداد فترة طويلة، قامت البنوك التي كانت في معظمها قومية، مما قلل الحاجة إلى تحقيق مركزية المعلومات والاستعداد للقيام بدور مقرض الملاذ الأخير دوليا.

إلا أن المنطق وراء التعامل بعملة واحدة هو أن النظام المصرفي سيصبح لعموم أوروبا على نحو متزايد، مع استمرار ملكية البنوك التي تتعامل خارج الحدود الأوروبية في أيدي مساهمين من بلدان كثيرة. وهذا، بالطبع، هو ما حدث بالضبط، ويرجع في معظمه إلى جهود اللجنة المفوضية الأوروبية. ولكن سوء الحظ - أدى إلى سقوط اثنين من هذه البنوك الكبيرة متعددة الجنسية هما بنك فورتيس وديكسيا - نتيجة للأزمة المالية. وأدى هذا إلى تدخلات عاجلة متممة بالفوضى كانت لها نتائج تتسم بالفوضى أيضا.

ربما يأمل المرء في أن تساعد الأزمة على تقليل المقاومة الوطنية للتنظيم والإشراف المركزيين. ولدفع هذه العملية قدما إلى الأمام، اقترحت لجنة مؤرخا إنشاء مجلس أوروبي لمخاطر النظم، ووضع نظام أوروبي للإشراف المالي، يرأس جهات التنظيم والإشراف الوطنية. إلا أن ردود الفعل المبدئية تشير إلى أن هذا الإصلاح المحدود، وإن كان يمكن تطويره، ليس مرضيا بالنسبة للحكومات الوطنية.

رد الفعل تجاه الأزمة

كيف تدبرت منطقة اليورو سياسات الاقتصاد الكلي بها حتى الآن؟ ولقد جاء رد

الأسباب سواء أكانت أسبابا جيدة أو باطلة. وأدى بقاء تلك البلدان خارج هذا النداء إلى عزوف كثير منها عن الانضمام، إلا أن الأزمة القائمة تؤدي بهذه الدول لإعادة التفكير في عزوفها. وعلى أية حال، فإنها مازالت تواجه شروط القبول المتشددة نفسها، التي تعرف باسم معايير ماستريخت.

لقد وضعت معايير ماستريخت منذ نحو عقدين من الزمان في بيئة شديدة الاختلاف. إذ كان التضخم قد تم تخفيضه توا- بالكاد في بعض البلدان- بعد فترة طويلة من عدم استقرار الأسعار. وساد الاعتقاد بأنه يتعين على البنك المركزي الأوروبي ترسيخ مصداقيته كمناهض للتضخم سريعا. وكان هذا يعني أن على البلد الذي يرغب في الانضمام إلى منطقة اليورو أن يبين التزامه التام باستقرار الأسعار، ومن ثم الشروط المتشددة للانضمام.

أما الآن، وقد حقق البنك المركزي الأوروبي درجة مرتفعة من المصداقية لدى الأسواق، فلم تعد هناك ضرورة لهذا الحذر- هذا إن افترضنا أنه كان ضروريا على الإطلاق. كما أن محافظي البنوك المركزية القادمين من الدول الأعضاء الجدد سينضمون إلى مجلس محافظي بنك مركزي يتبع إجراءات راسخة. ونظرا للمخاطر التي يمكن التغاضي عنها والمتمثلة في قبول البلدان المحددة بأنها «ليست مستعدة بعد» على أساس المعايير العتيقة والتشوهات الكبيرة في سوق الاتحاد الأوروبي الموحدة، والتي تولدت عن التخفيض الشديد في أسعار صرف العملات الذي يحدث الآن نتيجة للأزمة، ربما كان للمرء أن يأمل في أن يتم التخلي عن معايير ماستريخت تماما. ولكن ربما ليس من المستغرب أن تؤكد البلدان الأعضاء الحالية في منطقة اليورو مجددا ضرورة اتباع القواعد مهما كان الأمر. كما أن البنك المركزي الأوروبي يلتزم تماما بالقواعد، على الرغم من شعوره بالحاجة إلى تقديم حدود مقايضات لعدد من البنوك المركزية تحت ضغوط من وسط وشرق أوروبا.

التنسيق بين الاختلافات الشديدة في الظروف الاقتصادية؟ أو عدم وجود إطار مشترك للتحليل؟

البراءة أخيراً

في الوقت نفسه، هناك إحساس بالبراءة في أوروبا. فعلى سبيل المثال، أعلن بير شتاينبروك وزير مالية ألمانيا في سبتمبر ٢٠٠٨، أن «الولايات المتحدة ستفقد مكانتها كقوة عظمى للنظام المالي العالمي.. كما أن أمريكا لن تكون القوة الوحيدة لتحديد المعايير والمنتجات المالية التي سيجري تداولها عبر العالم كله». سيظل الدولار عملة جديرة بالثقة ومهمة تماما مثل اليورو واليوان (الصيني) والين (الياباني)، ولذا فإنني أظن أن هذه ستكون نقطة البداية لإجراء بعض التغييرات».

لقد رأى كثيرون في أوروبا أن اقتراح الصين بضرورة اقتراب زمن سيطرة الدولار من نهايته يعتبر إشارة قوية في الاتجاه نفسه. ولما كانوا يدركون أن العملات المسيطرة لا تفقد مكانتها إلا بعد هزة رئيسية كبيرة، فإنهم يعتبرون الأزمة المالية الحالية هي طلقة البداية. وكما يقولون، فإنه رغم كل شيء، كانت بداية الأزمة في الولايات المتحدة، وأظهرت الشروخ في النهج الأنجلوسكسوني إزاء المالية. كما يلاحظون أيضاً أن النظام المصرفي الأمريكي في الولايات المتحدة معرض فعلاً لتقلص ضخم سيؤدي إلى إفساح المجال أمام نظام أوروبي أكثر حكمة. وسينبئنا الزمن بما سيحدث، إلا أنني أخشى أن يكون الأوروبيون يضعون أنفسهم في وضع سيلحق بهم خيبة أمل كبرى. إن الحكمة والتروي فضيلة، ولكن لها تكاليفها، التي تحددها المفاضلة بين العائد والمخاطرة. والتنظيم المالي ليس موضوعاً للمفاضلة بين الكثير في مقابل القليل، ولكنه موضوع يتعلق بالجودة في كل من وضع القواعد وفي تنفيذها. ولا يشير التاريخ – والمناقشات الجدلية الحالية – إلى أن أوروبا تتمتع بميزة نسبية في أيهما. ربما فقد الدولار بعضاً من بريقه، ولكن ببطء منطقة اليورو في التعامل مع الأزمة، وانخفاض معدلات النمو فيها في الأجل الطويل لا يضع أوروبا على مسار القوة الاقتصادية والمالية الصاعدة.

إن الصعود الاقتصادي يحدث في آسيا، ولكن الأسواق المالية للمنطقة مازال أمامها طريق طويل لتحدي أسواق نيويورك ولندن – وهناك أيضاً موضوع الانخفاض السكاني في آسيا. هذا فضلاً عن أن أي إعادة تحديد التوازن في المؤسسات المالية الدولية قمين بإنهاء تمثيل أوروبا المفرط تاريخياً.

وهناك رهان معقول هو أن الأزمة ستؤدي إلى نظام مالي أنجلو – سكسوني أفضل تنظيمًا، وأكثر سيطرة بشكل غير مسبوق، يعمل على تشكيل أفضل للأسواق الناشئة في آسيا وغيرها، بينما تظل أوروبا هي منارة للحذر بعمليتها التي تفشل في اجتذاب – وضم – عدد ملحوظ من الدول المتحولة إلى عملتها في نطاق القارة. ■

تشارلز وايلوسن يعمل في معهد الدراسات العليا بجنيف.

فعل البنك المركزي الأوروبي فوراً وقويا إزاء الاضطرابات في السوق القائمة بين البنوك التي أحدثتها الأزمة المالية من خلال ضخ مبالغ من السيولة في الأسواق لم يكن من الممكن التفكير فيها قبل ذلك. وسرعان ما انقسم هذا ثنائياً، للتمييز بين وظيفتيه الرئيسييتين. ولتحقيق انضباط الظروف في الأسواق المالية، لا بد له أن يقدم مقادير السيولة اللازمة وفقاً للاحتياجات. بيد أن تقديم السيولة لا يتعارض مع تحديد أسعار الفوائد، الذي سيظل يجري تحديده وفقاً لأغراض السياسة النقدية، أو هكذا كانت الحجج التي ذكرت.

وقد استهدف البنك المركزي الأوروبي هدفين مباشرين منفصلين مؤقتاً: تحديد السعر الذي تمليه السياسات، وإغلاق الفجوة القائمة بين أسعار الفوائد للتعامل فيما بين البنوك وأسعار الفوائد الخاضعة للسياسات. وكان هناك شيء من المنطق في الانقسام الثنائي، ولكن إلى حد معين فحسب. وفي الواقع، فإن إحدى القنوات الرئيسية للتحويلات النقدية تبعا للسياسة النقدية هي سعر الفائدة في السوق، والذي يعادل في أهميته، على الأقل، سعر السياسة الذي تمليه السياسة النقدية. وقد تساعد الثقة في هذا الانقسام الثنائي في تفسير السبب الذي من أجله استغرق البنك المركزي الأوروبي أربعة عشر شهراً لكي يبدأ في تخفيض أسعار الفوائد الخاضعة للسياسات، والذي قام به لأول مرة في تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٨. بعد الزيادة الأخيرة في شهر تموز/ يوليو ٢٠٠٨.

وفي الواقع كان البنك المركزي الأوروبي أشد انشغالا بالتضخم، الذي طفق يرتفع بصفة مستمرة منذ عام ٢٠٠٦، من انشغاله بالنمو والبطالة، وإلى جانب معظم جهات التنبؤ الأخرى لم يكن البنك المركزي الأوروبي يتوقع أن تؤدي الأزمة المالية إلى ركود في نهاية الأمر. ونظراً لأنه السياسة النقدية طبقت بعد تأخر لفترات طويلة، كان على البنك المركزي الأوروبي أن يبدأ بتخفيض أسعار الفائدة التي تحددها سياساته في وقت أكثر تيكراً. ومن الطبيعي، أن هذا الأمر الذي أصبح واضحاً الآن، لم يكن على درجة الوضوح نفسها في ذلك الوقت. ومع ذلك، فإنه بالمقارنة مع البنوك المركزية الرئيسية الأخرى، كان البنك المركزي الأوروبي متأخراً في تحرير السياسة النقدية. وقد لا يكون هذا التشخيص عادلاً، ولكنه يفسر بعض الشيء السبب في معارضة بعض بلدان الاتحاد الأوروبي للتخلي عن استقلال سياساتها النقدية.

كما وسم رد الفعل الصامت سياسات المالية العامة، التي مازالت امتيازاً وطنياً. وقد اعتقد كثير من الحكومات أن عوامل التثبيت الأوتوماتيكية – هي أضخم كثيراً في قارة أوروبا عما هي عليه في معظم البلدان الأخرى – ستكون كافية لمواجهة الآثار الاقتصادية الكلية للأزمة المالية. ومع بضعة استثناءات، يمكن القول إن الدافع المالي الاستثنائي قد جرى كبته إلى حد بعيد حتى الآن.

وقد يعزى رد الفعل المالي الصامت جزئياً إلى ميثاق تحقيق الاستقرار والنمو، الذي يفرض سقفاً على عجز الموازنات. ومع ازدياد عمق الركود، تم بهدوء استبعاد الميثاق لأنه يسمح ببعض المرونة في «الظروف الاستثنائية». ومع ذلك، فإن الميثاق قد يوفر أداة تثبيت مفيدة للحد من عمليات الانخفاض التي قد يكون من الصعب تصحيحها بمجرد انتهاء حالة الركود. بيد أنه، في نفس الوقت، الذي بلغت فيه أسعار الفائدة معدلات تقترب من الصفر، فإن منطقة اليورو لا تحاول بشكل جاد مواجهة الانكماش الحالي في النشاط الاقتصادي. وسيطلب استئناف النمو الاعتماد على الإنفاق الخاص أو الصادرات. إن أوروبا لن تحل محل قاطرة الولايات المتحدة.

وهكذا، فإنه عندما يثبت اليورو فائدته وقدرته على جذب أعضاء مجندين جدد، فإن صناعات السياسات يبديون قدراً كبيراً – وقد يقول البعض قدراً مفرطاً – من الحذر في سياسات الاقتصاد الكلي، وفي التعامل مع الأعضاء الجدد المحتملين. فهل تحركهم في ذلك خشية اختلال توازن القارب؟ أو من صعوبات

المراجع:

Baldwin, Richard, and Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.

Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig, and Charles Wyplosz, 1998, "The ECB: Safe at Any Speed?" *Monitoring the European Central Bank* (London: Centre for Economic Policy Research).