

السياسة النقدية ونظرية ويكسيل والذهب

بقلم جون رايدنغ

يمكن وصف جون رايدنغ "باللا منتمي"، عنوانه المختار بعيد جداً عن مكان عمله. وحين يحاول الآخرون موازنة ما هو يقيني في مختلف آراء ونظريات كينز Keynes^(*) التي قالها في الماضي مع ما هو أكثر يقيناً في طرؤحات لافر Laffer^(**) الحالية، يفضل رايدنغ الابتعاد وعدم المشاركة. لكنه الاقتصادي العالم بالسوق والذي يترافق علمه هذا مع التفاوض بحل يراه الجميع في السوق. وهو القائل "رُقب الأسواق ولا تجعل إيمانك بها يتزعزع". ذلك هو العلاج الذي اقترحه هايك Hayek^(***) ويقدمه رايدنغ. وهو من خلال عمله رئيساً للمجموعة الاقتصادية لدى بير ستيرنز Bear Stearns يكثر انتقاداته لمجلس الاحتياطي الفدرالي وتلك الموجة من النصائح التي تنهال على رئيس المصرف آلان غرينسبان Alan Greenspan من خلال الأوامر - عليك أن تفعل كذا ولا تفعل كذا -

(*) جون مينارد كينز John Maynard Keynes (1883 - 1946) عالم اقتصاد بريطاني، دافع عن برامج الحكومة المالية الهادفة إلى زيادة توظيف العمالة وبالتالي تحفيز نشاط الأعمال - المترجم.

(**) آرثر لافر Arthur Laffer (ولد عام 1940) اقتصادي أمريكي صاحب المنحنى البياني الذي عرف باسمه والذي يوضح أن النمو الاقتصادي يتراجع وتقل الإيرادات الحكومية إذا تجاوزت معدلات الضرائب مستوى معيناً - المترجم.

(***) فريدريش اوغست فون هايك Friedrich August von Hayek (ولد عام 1899) اقتصادي بريطاني من أصل نمساوي حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد مناصفة مع عالم آخر عام 1974 - المترجم.

والمقالة التالية مفعمة بأفكار ويكسيل Wicksell الجديدة حول خطأ عدم تصديق معلومات السوق الذي يمكن إيجاز، بعبارة "تجاهل السوق - وبخاصة الذهب - على مسؤوليتك".

"لو... عملت كبرى المصارف في العالم على تخفيض أسعار فائدتها بنسبة واحد بالمائة، مثلاً، دون المستوى الاعتيادي، وأبقتة على هذا النحو لبضع سنين، فإن أسعار جميع السلع سوف ترتفع وترتفع وترتفع دونما حدود مهما كانت".
نوت ويكسيل - 1906

"تشير الدلائل بكل وضوح أن موقف السياسة (الإسعافية) لن يكون متوافقاً بشكل غير محدود مع استقرار الأسعار ومع النمو المستدام، وبالتالي ينبغي أن يرتفع سعر الأموال الفدرالية إلى مستوى أكثر حيادية".

آلان غرينسبان، شباط/فبراير 2004

ما الذي يحدد معدل التضخم؟ هذا هو السؤال الذي يعد القضية المحورية للسياسة النقدية. وفي رأيي إن مجلس الاحتياطي الفدرالي يعتمد اعتماداً كبيراً جداً، بل وأكثر مما ينبغي، على نموذج التضخم المعروف باسم "منحنى فيليبس Phillips Curve"، أو فجوة الإنتاج. يرى هذا النموذج في معدل التضخم دالة رياضية للفجوة بين التوظيف الحقيقي والتوظيف الكامل (أو المعدل الطبيعي للتوظيف أو معدل التضخم غير المتسارع للبطالة).

ونتيجة لهذا النموذج فإنه حين كانت معدلات البطالة في انخفاض في أواخر التسعينيات - وبالتالي وصلت إلى أدنى معدل لها وقدره 3ر8 بالمائة في نيسان/أبريل 2000 - أحس مصرف الاحتياطي الفدرالي بقلق شديد بشأن التضخم. فمثلاً أصدر مصرف الاحتياطي الفدرالي في أيار/مايو 2000 بياناً بخصوص سياسته ذكر فيه: "تشعر اللجنة بالقلق بأن هذا التباين بين النمو في الطلب وإمكانات العرض سوف يستمر، وهذا ما قد يفضي إلى اختلال تضخمي

في التوازن من شأنه أن يقوض الأداء الممتاز للاقتصاد". في شهر أيار/مايو 2000 كان معدل التضخم لمؤشر السعر الاستهلاكي 4ر2 بالمائة، وتزايد هذا المعدل إلى 8ر2 بالمائة بعد عام واحد، وذلك قبل أن ينخفض إلى 1ر1 بالمائة مع حلول نهاية العام 2003. وفي تلك الأثناء انتقل الاقتصاد إلى حالة الركود في شهر آذار/مارس عام 2001، لكن البيان الصادر عن الاحتياطي الفدرالي بخصوص سياسته لم يبرز أية مخاوف محتملة إزاء الانكماش إلا في شهر أيار/مايو عام 2003، حين جاء في البيان قوله: "في تلك المرحلة كان معدل تضخم مؤشر السعر الاستهلاكي 5ر1 بالمائة، وسوف ينخفض بمعدل يقل عن نصف الدرجة المئوية خلال الشهور الستة المقبلة قبل أن يتراجع نحو الازدياد.

يتمتع آلان غرينسبان رئيس مصرف الاحتياطي الفدرالي ببراعة فائقة وموهبة خاصة في معرفة متى تتحرف الأشياء عن مسارها وفق النموذج، وبالتالي فهو يعدل مسار السياسة النقدية طبقاً لذلك. ومن هذا المنطلق يجدر بنا أن ننثني على مصرف الاحتياطي الفدرالي لإقدامه على التخفيض السريع والكبير في أسعار الفائدة في عام 2001 - لكن آلان غرينسبان لن يظل رئيساً لهذا المصرف إلى الأبد (فهو في واقع الأمر سوف يتنحى عن منصبه هذا في كانون الثاني/يناير 2006. إلا إذا أقدم الكونغرس على تعديل قانون الاحتياطي الفدرالي). والمؤسف أنه لا يوجد في منحنى فيليبس شيء له علاقة بمدى الولاية في المصرف الفدرالي. والواضح أن براغماتية غرينسبان (وربما بعض معتقداته المتبقية لديه منذ كان من أتباع أين راند (Ain Rand) قد خالطها شيء من منحنى فيليبس، وهذا ما جعل سياسة الاحتياطي الفدرالي تسير إلى حيث لا يمكن لمنحنى فيليبس أن يصل إليه وحده.

اقتصاديون ليسوا على قيد الحياة:

"الرجال العمليون الذين يظنون أنفسهم بعيدين عن المؤثرات الفكرية، هم عادة عبيد لعالم اقتصاد ليس على قيد الحياة. وأولئك المجانين الذين هم في السلطة والذين يسمعون أصواتاً تأتي إليهم من الجو قد أخذوا جنونهم عن مؤلف جامعي تافه سبقهم ببضع سنين."

جون مينارد كينز، 1936

والمؤسف إن كينز ليس على قيد الحياة في هذه الأيام، وأفكار علماء الاقتصاد الكلاسيكيين، أو الذين سبقوا كينز لا تلقى التقدير عموماً. وعلى الرغم من ذلك كله أعتقد أن لدى أصحاب النظريات النقدية الكلاسيكية تبصراً عميقاً للتوقعات المستقبلية للنمو وللتضخم وينيرون السبيل المثالي للسياسة النقدية ونتائج أي خطأ في هذه السياسة. يعد العالم السويدي نوت ويكسيل (1851 - 1926) Knut Wicksell أشهر أصحاب النظريات النقدية الكلاسيكية وأرفعهم مقاماً، وهو الذي قدم فكرة السعر الطبيعي للفائدة. وكان يجدر بالاقتصاديات الكبرى أن تضع فكرة ويكسيل هذه في مقدمة اهتماماتها، لكن هذه الاقتصاديات آثرت أن تأخذ بنظرية كينز بخصوص أفضلية السيولة LP Li-quidity-preference لتكون أساساً في تقرير سعر الفائدة واعتمدها في النموذج المعياري للدخار الاستثماري/سيولة النقد (investment-saving IS / liquidity-money LM) لكن نموذج IS-LM كان مجرد نموذج يقرر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (وبالتالي التوظيف). بيد أن مسألة تقرير مستوى الأسعار أو معدل التضخم جاءت في وقت لاحق عندما بدأ علماء الاقتصاديات الكبرى التقليديون يعتمدون منحني فيليبس.

قد يبدو هذا الحديث أقرب إلى التجريد ومادة جافة، إنما يمكن القول إن هذا النموذج الكلاسيكي الجديد (نيو كلاسيكي) لكينز هو من حيث جوهره

النموذج المعتمد لدى مجلس الاحتياطي الفدرالي للاقتصاد الأمريكي وهو القوة الدافعة لتنبؤات هذا المجلس. أسعار الفائدة وفق هذا النموذج هي التي تقرر الاستثمارات ومستوى الناتج المحلي الإجمالي (أي منحنى IS - الادخار الاستثماري). والسياسة النقدية هي التي تقرر مستوى أسعار الفائدة للأجل القصير (أي منحنى LM سيولة النقد). أما البطالة فيقررها الناتج المحلي الإجمالي الذي بدوره أيضاً يقرر معدل التضخم (منحنى فيليبس). ويمكن الرجوع إلى المزيد من التفاصيل عن نموذج (FRB / US مصرف الاحتياطي الفدرالي) في العدد الصادر في كانون الثاني/يناير عام 1999 من مجلة Federal Reserve Bulletin، حيث تحتوي المقالة بعنوان Aggregate Disturbances, Monetary Policy, and the Macroeconomy: The FRB/US Perspective على بحث شامل وواف عن هذا النموذج. يقول مؤلفو هذه المقالة: "إن التضخم وفق هذا النموذج يميل إلى الانخفاض طالما بقي العمل ورأس المال دون الاستخدام الكامل، ويميل إلى الارتفاع كلما كان استخدام الموارد فوق المعدل الوسطي لها".

إن الفكرة الأساسية لنموذج FRB/US هي أيضاً السبب الذي جعل مصرف الاحتياطي الفدرالي يحافظ على ارتفاع أسعار الفائدة في أواخر التسعينيات، وهذا ما أفرز الركود الحاصل عام 2001. وهي في الوقت نفسه السبب أيضاً وراء جعل السياسة النقدية سهلة جداً في عامي 2001 و 2004. ولا بد لنا أن نذكر أن غرينسبان في معرض شهادته نصف السنوية أمام الكونغرس حول السياسة النقدية في تموز/يوليو 1996 أشار بإصبعه صراحة إلى كثافة سوق العمالة محذراً بأنه مصدر لمشكلة محتملة في التضخم. فقد قال: "إن المستويات الحالية للركود، إذا قيست بمعدل البطالة أو استخدام القدرات، كانت دوماً عبر التاريخ تتوافق بتزايد تدريجي في الضغوط على الأسعار والأجور... ولدنا حالياً

مؤشرات مبكرة تدل على أن هذه المرحلة من تطورات التضخم المرحب بها، وبخاصة فيما يخص سوق العمالة قد أشرفت على نهايتها".

عندما أدلى غرينسبان بشهادته تلك كان وسطي معدل البطالة 5ر5 بالمائة في النصف الأول من عام 1996، وكان وسطي معدل التضخم مقاساً بأسعار الإنفاق الاستهلاكي الشخصي 1ر9 بالمائة للشهور الاثني عشر السابقة. أما في فترات السنوات الخمس التي تلت تلك الفترة فقد وصل وسطي معدل البطالة إلى 4ر5 بالمائة ووسطي معدل التضخم مقاساً بأسعار الإنفاق الاستهلاكي الشخصي إلى 1ر6 بالمائة. ولكن في تشرين الثاني /نوفمبر عام 2000 أعرب بيان أصدرته اللجنة الفدرالية للأسواق المفتوحة (FOMC) Federal Open Market Committee عن شديد القلق إزاء التضخم، حيث جاء فيه: "إن مقدار الانتفاع من مجموعة العمال المتوفرين حالياً لا يزال في مستوى مرتفع غير اعتيادي، وارتفاع أسعار الطاقة، برغم كونه محدود الأثر على الأسعار حتى هذا التاريخ، لا يزال يخفي إمكانية تزايد التوقعات بالتضخم... فالأخطار لا تزال قيمها تقاس بشكل رئيس باتجاه ظروف قد تولد ضغوطاً تضخمية متزايدة على المدى المنظور".

ولكن بما أن التضخم قد واصل انخفاضه في العام 2002، كما واصلت معدلات البطالة ارتفاعها، صارت اللجنة توجه اهتمامها نحو الضغوط المحتملة للانكماش. في تشرين الثاني/نوفمبر عام 2002، أي بعد عام واحد على الانتعاش، خفض مصرف الاحتياطي الفدرالي سعر أمواله بمقدار 50 نقطة أساس فأصبح المعدل 1ر25 بالمائة. ومرة ثانية، في شهر حزيران/يونيو عام 2003 خفض المصرف الاحتياطي هذا المعدل 25 نقطة أساس أخرى إلى أن أصبح 1 بالمائة، وفي ذلك قال المصرف: "إن احتمال حصول انخفاض كبير في التضخم غير مرحب به، برغم كونه ضئيلاً، يزيد من احتمالات التحسن في التضخم عن المستوى المتدني حالياً. وبموازاة ذلك تعتقد اللجنة أن هذا القلق

الأخير مرشح لأن يتزايد في المستقبل المنظور." إن نتيجة التفكير وفق منحى فيليبس تمثلت في أن أصبحت السياسة النقدية للولايات المتحدة متمفصلة مع سياسة عالية الإسعافية، ومع ذلك لم يلحظ معظم المتنبئين في آذار/مارس عام 2004 أية زيادة في أسعار مصرف الاحتياطي الفدرالي إلا في عام 2005.

إخفاق منحى فيليبس - تضخم الركود في السبعينيات:

لم يكن هذا الضعف الشديد في أداء التنبؤ وفق منحى فيليبس مفاجأة لأولئك الذين يذكرون ما حصل في عقود السبعينيات. ففي تلك المرحلة ارتفعت معدلات البطالة من 3.5 بالمائة عام 1969 إلى ذروتها عام 1975 حين سجلت 8.5 بالمائة، وكان وسطي هذه المعدلات على مدى ذلك العقد من السنين 6.2 بالمائة. أما تضخم أسعار الإنفاق الاستهلاكي الشخصي PCE فقد ارتفع من 4.7 بالمائة عام 1969 إلى ذروته مسجلاً 9.9 بالمائة عام 1975، وبوسطي قدره 5.9 بالمائة لتلك الفترة. وعلى هذا النحو تمت ولادة تضخم الركود - أي الركود الاقتصادي مضافاً إليه التضخم. أما نحن اللذين درسنا الاقتصاد في الجامعات في أواخر السبعينيات فقد وجدنا الكتب الجامعية في الاقتصاد التي تتحدث عن التضخم قد عفا عليها الزمن، وشهدنا وفاة منحى فيليبس، ورأينا بوادر عودة مذهب كينز التقليدي.

لكن المفاجأة التي كانت بانتظارنا أن نموذج فجوة الإنتاج / ومنحى فيليبس قد عاد للحياة ثانية ليصبح الرأي القويم في الاقتصاد. وتم تعليل إخفاق هذا النموذج في السبعينيات بالارتفاع الطارئ على المعدل الطبيعي للبطالة NAIRU أو معدل التضخم غير المتسارع للبطالة)، وهي طريقة مماثلة للأسلوب الذي كان يتبعه أتباع بطليموس اليوناني في تعليل أية ملاحظات في حركة الكواكب إن

كانت لا تتسجم مع نظرتهم القائلة بأن الأرض هي مركز النظام الشمسي وفق فلك التدوير حيث يقع مركز الدائرة على محيط دائرة كبرى.

ونظرياً يمكن القول إن ثمة خطأً في النظر إلى تقرير مستوى الأسعار من خلال استخدام نماذج تبدو في توجهاتها مرتبطة بالاقتصاديات الصغرى للعرض والطلب. فالحقيقة هي أن سعر سلعة ما في سوق معين واحد يتقرر من خلال موازنة العرض مع الطلب. فإذا ازداد الطلب على السلعة يرتفع سعرها. لكن هذا السعر موضوع التقرير هو السعر النسبي (مثلاً سعر التفاح مقابل سعر البرتقال). لكن تقرير المستوى الإجمالي للأسعار هو السعر النسبي لجميع السلع والخدمات مقابل المال. لذلك فإن المستوى الإجمالي للسعر هو بحد ذاته شكل للسعر يختلف عن سعر معين في سوق معين وينبغي، من الناحية المبدئية، تحديده من خلال الموازنة بين عرض البضاعة مقابل عرض الأموال. ومن هنا يحق لنا أن نسأل أين هي الأموال في منحنى فيليبس أو في قصة التضخم لفجوة الإنتاج؟

الثورة المضادة لعلماء النقد:

لقد ساعد إخفاق نموذج منحنى فيليبس في السبعينيات في إذكاء الثورة المضادة لعلماء النقد بقيادة ملتون فريدمان Milton Friedman^(*). والنموذج الذي اعتمده فريدمان نموذج بسيط يقول: إن التضخم هو نتيجة وجود الكثير من الأموال تطارد القليل من السلع. وهذا التعريف البسيط يلخص جوهر عملية التضخم. ولكن حين يترجم هذا التعريف إلى نموذج بشكل مبسط يعجز عن تعليل عملية التضخم، فهو يبدأ من المعادلة التالية.

$$MV = PY \quad \text{(المعادلة رقم 1)}$$

(*) ملتون فريدمان Milton Friedman (ولد عام 1912) اقتصادي أمريكي حاز على جائزة نوبل عام 1976 - المترجم.

حيث يرمز الحرف M إلى كمية الأموال و V إلى سرعة التداول (أي عدد المرات التي بها ينتقل المال من يد إلى يد في فترة معينة)، الحرف P يرمز إلى وسطي مستوى السعر، والحرف Y عدد التداولات أو حجم البضاعة المنتجة. (ويمكن اعتبار PY الناتج المحلي الإسمي و Y هي الناتج المحلي الحقيقي).

وفي نموذج فريدمان يتقرر الناتج المحلي الحقيقي أي (Y) من خلال عوامل حقيقية فقط (وهذا ما يشار إليه بأنه الانقسام الكلاسيكي إلى فرعين). سرعة الأموال (V) مستقرة (أو على الأقل يمكن التنبؤ بها) ومن هنا فإن التغيرات في الأموال (M) تقرر التحركات في المستوى السعري. فإذا أخذنا لوغارتمية المعادلة رقم (1) وأجرينا التفاضلية فيما يتعلق بالزمن نحصل على المعادلة:

$$m + v = p + y \quad \text{(المعادلة رقم 2)}$$

هذه الحروف الصغيرة المستخدمة في المعادلة تدل على النسبة المئوية لمعدلات النمو بالنسبة للمتغير ذي العلاقة. وإذا أعدنا ترتيب المعادلة رقم (2)، وبفرض أن السرعة مستقرة (أي $V = \text{صفر}$) نحصل على المعادلة التالية:

$$p = m - y \quad \text{(المعادلة رقم 3)}$$

من هذه المعادلة يتبين أن معدل التضخم يساوي نمو الأموال مطروحاً منه نمو الناتج المحلي الإجمالي المحتمل.

وقد اتخذت المعادلة رقم (3) تجربة في السياسة النقدية في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة في الفترة الواقعة بين عامي 1979 و 1982. فقد تبنت الدولتان هدفاً نقدياً، وطبقاً لهذه النظرية، فإن كل ما هو مطلوب يتمثل في لجم نمو النقد وبالتالي تخفيض التضخم. ولسوء الطالع لم يكن النموذج على أرض الواقع على هذا النحو من السهولة فدخلت الدولتان في مرحلة من الركود الاقتصادي العميق، وهذا ما أكد على أن الانقسام الكلاسيكي

إلى فرعين (وأن النقد لم يؤثر في الاقتصاد الحقيقي) غير صحيح على المدى القصير. ففي الولايات المتحدة وحدها انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بمعدل 3ر2 بالمائة ما بين الربع الأول لعام 1981 وحتى الربع الثالث لعام 1982، بينما انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في المملكة المتحدة بمعدل 8ر4 بالمائة ما بين الربع الرابع لعام 1979 حتى الربع الأول لعام 1981.

وبرغم كون التضخم ظاهرة نقدية إلا أن هذه الصيغة الصارمة للنظرية(*) وبرغم كون النقدية الكمية لم تكن نموذجاً مفيداً. من أجل ذلك عادت المصارف المركزية، مثل مصرف الاحتياطي الفدرالي، إلى استهداف أسعار الفائدة في أعوام الثمانينيات ولم يجر التأكيد على مبدأ عرض الأموال. وفي واقع الحال، تخلى المصرف الاحتياطي الفدرالي عن تقديم تشكيلات من مجموعات الأموال مثل M2. وعلى هذا النحو يبدو أن نظرية النقد قد خرجت من قصة التضخم ولم يعد لها دور فيها.

فرضية ويكسيل:

ينبغي أن تكون العملية التراكمية التي ابتدعها ويكسيل في مركز الوسط بين النماذج المختلفة لعملية تقرير التضخم. تفترض هذه الرؤية للعالم وجود سعر محايد أو طبيعي للفائدة يمكن أن يظل ثابتاً ومنسجماً في أية لحظة زمنية مع استقرار الأسعار أو المعدل المستقر للتضخم. وبموجب هذا النموذج يرتفع التضخم أو يهبط تبعاً لكون سعر الفائدة الحقيقي للأجل القصير أدنى أو فوق السعر الطبيعي. لكن السياسة النقدية في العالم الذي عاش فيه ويكسيل كانت تدار وفق المعيار الدقيق تقريباً للذهب، ولذلك كانت أسعار الفائدة تقرر وفق

(*) تنص النظرية النقدية على أن التغيرات الاقتصادية ضمن نظام معين تتجم عادة عن تقلبات في عرض الأموال ولعلها سياسة تتبناها الدولة عادة لتنظيم الاقتصاد من خلال التحكم بالعرض المحلي للأموال وبخاصة عن طريق زيادة هذا العرض باعتدال - المترجم.

السوق. ولم تكن السلطات النقدية آنذاك تملك حرية التصرف للتأثير في أسعار الفائدة التي كانت تتحرك مع حركة الدورة الاقتصادية. من هذا المنطلق كان الافتراض الذي طرحه ويكسيل نظرياً بحثاً بمعنى أنه لم يتصور تغييراً هاماً في أسعار الفائدة عن مستواها الطبيعي. أما في الولايات المتحدة، فلم يكن مصرف الاحتياطي الفدرالي قد أنشئ بعد حين كان ويكسيل يصوغ نظرياته.

ولكن لا بد من القول إن العملية التراكمية التي طرحها ويكسيل هي ذات علاقة وأهمية بالغة جداً في عالم اليوم الذي تسود فيه عملات ورقية رسمية (إنما ليس لها دعم من الذهب أو غيره من المعادن الثمينة). ففي هذا العالم أقدم المصرف الاحتياطي الفدرالي، وغيره من المصارف المركزية على تحديد مستوى أسعار الفائدة للأجل القصير، وليس ثمة أية ضمانات بأن هذا السعر هو السعر الطبيعي أو قريب منه. والواقع أن المصرف الفدرالي اختار في عام 2003 والنصف الأول من عام 2004 أن يبقي سعر الأموال الفدرالية دون مستوى السعر المحايد أو الطبيعي. وعلاوة على ذلك كانت استراتيجية المصرف الفدرالي للخروج من معدل 1 بالمائة للأموال الفدرالية استراتيجية تدريجية عن قصد ولذلك كانت استراتيجية تضمن أن تكون سياسة الإسعاف النقدي متواصلة لبعض الوقت.

تقدم لنا منهجية ويكسيل نموذجاً مفيداً للاقتصاد والتضخم، لا سيما إذا أضيف لها شيء من رأي المدرسة النمساوية في الدورة الاقتصادية التي تركز على الدور المحوري للإنفاق الرأسمالي في دورة الأعمال (وهذا يذكرنا بالعواصف الشهيرة التي تحدث عنها جوزيف شومبتر Joseph Schumpeter قائلاً إنها التدمير الخلاق لرأس المال). ومن الممكن أن تدخل ضمن هذا الإطار بعض الأجزاء التحليلية من النظرية العامة لكينز التي تركز على إخفاق التنسيق بين المدخرين والمستثمرين.

فكيف يبدو المخطط العام لهذا النموذج؟ أولاً إن حركات الإنفاق الرأسمالي هي العنصر الرئيس المقرر لشكل الدورة الاقتصادية. والدينامية قصيرة الأجل للاقتصاد تتسم بالخصائص التي تحدث عنها كينز (مثل الإنفاق الاستهلاكي أو سلوك بضاعة الجرد). ولكن يوجد في عملية ويكسيل هذه أسس للاختلال في الموازين. ومن المفيد أن ننظر في هذا النموذج إلى توازن سعر الفائدة الحقيقي (أو السعر الطبيعي الحقيقي) على أنه الدالة الرياضية للإنتاجية الهامشية لرأس المال. ويمكن أن ننظر إلى السعر الطبيعي للفائدة الإسمية على أنها السعر الحقيقي الطبيعي للفائدة مضافاً إليه المعدل المتوقع للتضخم.⁽¹⁾ وعلى هذا الأساس يمكننا البدء بالمعادلة التالية:

$$i^* = f(P) + p \quad \text{(المعادلة رقم 4)}$$

حيث أن (P) هي الإنتاجية الهامشية لرأسمال و i^* هي السعر الطبيعي للفائدة.

غير أن السلطات النقدية وضعت سعر الفائدة الاسمي للأجل القصير i طبقاً لعملية استتسايبية معينة، أما السعر الفعلي للفائدة الحقيقية r فقد تم تعريفه على النحو التالي.

$$r = i - p \quad \text{(المعادلة رقم 5)}$$

وما لم يأخذ مصرف الاحتياطي الفدرالي أعلى أنها $p = r^* - p$ - عندئذ لن يكون معدل التضخم مستقراً. وإذا كانت $r > r^*$ ينخفض معدل التضخم وإذا كانت $r < r^*$ يرتفع التضخم. وينتج عن هذه المتراجحة أن السعر الاسمي المحايد للفائدة ليس رقماً ثابتاً حتى لو بقيت العوامل المقررة للسعر الحقيقي المحايد دون تغيير. وإذا أبقى مصرف الاحتياطي الفدرالي سعر الأموال الفدرالية دون مستواها المحايد عندئذ يرتفع التضخم. ويرتفع معه السعر الاسمي المحايد

للفائدة. وإذا أبقى المصرف الفدرالي سعر الأموال الفدرالية فوق مستواها المحايد عندئذ يميل التضخم نحو الانخفاض، وينخفض أيضاً السعر الاسمي المحايد للفائدة. من هذا نستنتج أن المعدل الثابت للأموال الفدرالية لا يمثل موقفاً غير متغير في السياسة ما لم تكن هذه السياسة محايدة أصلاً. أما إذا كانت السياسة إسعافية ($r < r^*$) فعندئذ يميل التضخم للارتفاع ويرتفع أيضاً السعر الاسمي المحايد للفائدة. وإذا أبقى المصرف الفدرالي أسعار الفائدة الاسمية دون تغيير فإن سعر الفائدة الحقيقي للأجل القصير (r) سينخفض وتصبح السياسة أكثر إسعافية.

التعرف على الحيادية:

تبدو هذه النظرية بسيطة، وهي فعلاً كذلك، لكن وضعها موضع التطبيق أكثر تعقيداً إلى حد ما لا سيما وأن أحداً لا يعرف أين هو السعر المحايد للفائدة. غير أنه من المفيد أن نفترض أن المؤشرات الرئيسة للتضخم تميل إلى الارتفاع عندما تكون أسعار الفائدة دون مستواها المحايد، وأنها تنخفض عندما تكون هذه الأسعار أعلى من المستوى المحايد. وعند هذه النقطة نعود أدراجنا إلى الذهب وغيره من أسعار السلع. في عصر ويكسيل كان سعر الذهب ثابتاً وأسعار الفائدة للأجل القصير عائمة. أما في أيامنا هذه فإن أسعار الفائدة للأجل القصير هي الثابتة وسعر الذهب هو العائم.

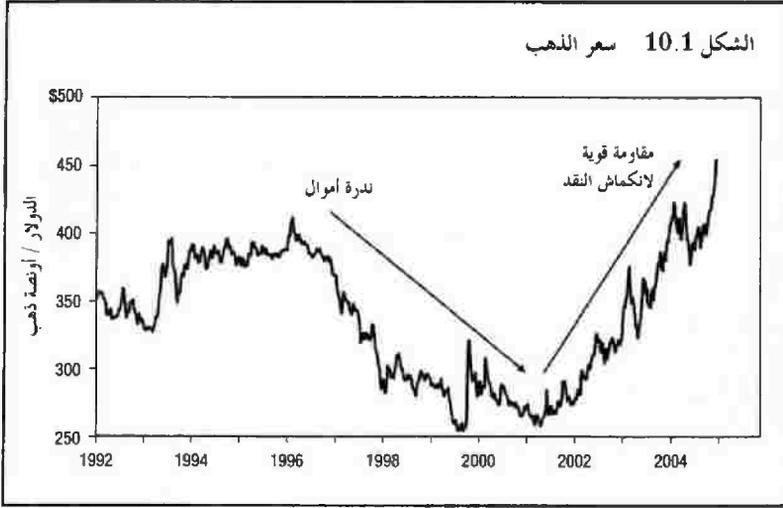
الركود الحاصل عام 2001 - منظور ويكسيل:

كان الاقتصاد في أواخر التسعينيات خاضعاً لقوة تحركه هي النمو القوي في الإنفاق الاستثماري وبخاصة الإنفاق على التجهيزات التكنولوجية. وترافق هذا النمو القوي مع تزايد معدلات نمو الإنتاجية، إذ ارتفع وسطي معدل النمو في الإنتاجية غير الزراعية من 1,7 بالمائة في الفترة 1990 - 1995 إلى 2,6

بالمائة للفترة 1995 - 2000. كما تبين إجراءات الإنتاجية المستندة إلى الدخل تحسناً أكبر من ذلك حيث ارتفع معدل نمو الإنتاجية في الشركات غير المالية من 1ر6 بالمائة إلى 3ر2 بالمائة وفق المقارنة نفسها.

وقد شهد الاقتصاد نمواً جيداً بالرغم من هبوب نوعين من الرياح المعاكسة. كان النوع الأول منهما مالياً، حيث ارتفعت المدفوعات الضريبية بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي. ففي الفترة 1992 - 2000 ارتفعت حصة مدفوعات الضرائب الشخصية من الناتج المحلي الإجمالي من 9ر6 بالمائة إلى 12ر6 بالمائة. وقد عكس هذا الارتفاع دون شك اعتماد الزيادات في الضرائب التي أقرها الرئيس كلنتون عام 1993، كما عكس نمواً قوياً في الدخل الحقيقي وُلد "التقدم التدريجي لفئة أصحاب الدخل العالي" وعكس أيضاً قوة أسواق الأسهم التي تولد مكاسب رأسمالية وغير ذلك من المدفوعات الضريبية ذات العلاقة بالثروة (مثل انسحاب IRA و401K أما النوع الثاني من هذه الرياح، فكانت أفعال السياسة النقدية لمصرف الاحتياطي الفدرالي اعتباراً من عام 1997 وما تلاه. فقد رفع مصرف الاحتياطي الفدرالي هدف سعر الأموال الفدرالية من 5ر25 بالمائة إلى 5ر5 بالمائة اعتباراً من شهر آذار/مارس عام 1997 وذلك تخوفاً من تبعات انخفاض معدل البطالة على التضخم.

في تلك الأثناء كان سعر الذهب 350 دولاراً للأونصة (انظر الشكل 10.1). ثم انخفض سعر الذهب إلى حوالي 325 دولاراً للأونصة مع حلول شهر تموز/يوليو عام 1997 وذلك غداة ارتفاع المعدلات التي أقرها المصرف الفدرالي. فكانت هذه الندرة النقدية أكبر من أن تتحملة الاقتصادات الآسيوية التي ترتبط عملاتها بالدولار، فعمدت بعض هذه الدول الآسيوية إلى تخفيض قيمة عملاتها مقابل الدولار، كان أولها تايلاند التي اتخذت هذا الإجراء في تموز/يوليو 1997، ما أنتج موجة من الانكماش المستورد للأسعار.



المصدر: Wall Street Journal

ومع أن عواقب هذه التطورات الدولية على الأسواق المالية قد كفت يد المصرف الفدرالي عن إجراء المزيد من الارتفاع في أسعار الفائدة، إلا أنها لم تكن قط مشجعاً له على تخفيض هذه الأسعار، ما أفضى إلى المزيد من الانخفاض في أسعار الذهب. ومع حلول شهر أيلول/سبتمبر 1998 انخفض سعر أونصة الذهب إلى 285 دولار، وهذا ما يدل دلالة واضحة على أن المصرف الفدرالي قد أبقى الأموال الفدرالية أعلى من المعدل الطبيعي. لكن المصرف الفدرالي اضطر في ذلك الشهر إلى خفض تلك الأسعار حين أطلقت أزمة LTCM برأسها البشع، ومع انتهاء ذلك العام كان سعر الأموال الفدرالية 475ر\$ بالمائة واستقر سعر الذهب.

وما أن انتهت تلك الأزمة حتى بدأ المصرف الفدرالي برفع الأسعار اعتباراً من شهر حزيران/يونيو عام 1999. فقد رفع سعر الأموال الفدرالية من 475ر\$ بالمائة إلى 65ر\$ بالمائة في حزيران/يونيو 2000، باستثناء فترة سكون قصيرة بسبب مخاوف ذات علاقة بـ Y2K وانخفضت أسعار الذهب إلى 255 دولار

للأونصة في شهر تموز/يوليو 1999، وفي عام 2000 كان وسطي سعر أونصة الذهب 279 دولار، حيث كان مماثلاً إلى حد بعيد لوسطي هذا السعر في عام 1999.

من ناحية أخرى ظهرت في صيف عام 2000 بوادر تعثر في قطاع التكنولوجيا بالاقتصاد. فقد تراجع الاستثمار في أعمال التجهيزات والبرمجيات من 15ر3 بالمائة في النصف الثاني من عام 2000 إلى 3ر0 بالمائة في النصف الثاني من ذلك العام. كما انخفض إنتاج التصنيع بمقدار 4 بالمائة في النصف الثاني من عام 2000 بعد أن شهد نمواً بمعدل 5ر4 بالمائة في النصف الثاني من العام نفسه. غير أن المصرف الفدرالي أشار في كانون الأول/ديسمبر عام 2000 إلى اعتقاده بأن ميزان الأخطار يميل باتجاه تزايد في التضخم وليس باتجاه ضعف في النمو الاقتصادي.

بدأ المصرف الفدرالي بتخفيض الأسعار في كانون الثاني/يناير عام 2001 وذلك حين تراجع مؤشر ISM للتصنيع إلى مستويات تتوافق تقليدياً مع الركود الاقتصادي. ولكن بما أن الإنفاق الرأسمالي بدأ ينخفض حيث كان الإنفاق على تجهيزات الأعمال يهبط

بمعدل 1ر10 بالمائة في النصف الأول من العام، فعلى المرء أن يفترض أن السعر الطبيعي للفائدة قد انخفض أيضاً. بيد أن تخفيضات المصرف الفدرالي على هذه الأسعار لم تستطع، ولفترة وجيزة من الزمن، أن تسبق الانخفاض الحاصل في السعر الطبيعي للفائدة، ولم تستطع أسعار الذهب أن ترتفع عندما خفض المصرف الفدرالي أسعار الفائدة. وبعد أن وقعت الأحداث المأساوية في 11 سبتمبر/أيلول عام 2001 اضطر المصرف الفدرالي إلى خفض سعر الأموال الفدرالية إلى مستوى كان من شأنه أن يجعل الإنفاق الرأسمالي مستقراً وأن يكمش أسعار الذهب. لكن الهدف المتمثل في جعل سعر الأموال الفدرالية 1ر75

بالمائة الذي تم تحقيقه في كانون الأول/ديسمبر عام 2001 كان حافزاً لرفع أسعار الذهب إلى مستوى وسطي قدره 290 دولاراً للأونصة في الربع الأول من عام 2002 و313 دولاراً للأونصة في الربع الثاني من العام نفسه. ثم استقر الإنفاق على تجهيزات الأعمال في أعقاب مقاومة الانكماش، وهذا ما مهد الطريق أمام الانتعاش الاقتصادي.

الانتعاش في فترة 2002 - 2004 -

مخاوف من انكماش في غير محلها

بيد أن الانتعاش الذي شهده العام 2002 كان بطيئاً بصورة غير معتادة. فقد تنامي الناتج المحلي الإجمالي بمعدل لم يزد عن 2ر3 بالمائة في العام 2002، وهذا المعدل مضافاً إليه النمو القوي في الإنتاجية، أفرز فقدان نحو 550 000 فرصة عمل وفق جداول الرواتب لذاك العام. كما تواصل هبوط التضخم في العامين 2002 و 2003 حين انخفض تضخم سعر الإنفاق الاستهلاكي الشخصي PCE من 2ر2 بالمائة عام 2001 إلى 1ر7 بالمائة في عام 2002، ثم إلى 1ر1 بالمائة في عام 2003. وانخفض معدل التوظيف وفق جداول الرواتب انخفاضاً متواضعاً في عام 2003 حيث فقدت 300 000 عمل أخرى في الشهور الثمانية الأولى من عام 2003.

كرد فعل على ذلك الانخفاض في التوظيف والتضخم اتخذ المصرف الفدرالي خطوة نحو خفض الأسعار في تشرين الثاني/نوفمبر عام 2002 ومرة أخرى في حزيران/يونيو عام 2003 حين وصل سعر الأموال الفدرالية إلى 1 بالمائة. لكن أسعار الذهب بدأت تزداد ارتفاعاً حتى وصل سعر الأونصة إلى 334 دولاراً مع حلول نهاية عام 2002 ثم إلى 408 دولارات مع انتهاء العام 2003. واستعادت أسعار السلع عافيتها أيضاً خلال هذه الفترة، لكن قيمة الدولار مقابل العملات الأجنبية انخفضت انخفاضاً حاداً.

تدل هذه المؤشرات جميعاً دلالة قوية على أن هدف سعر الأموال الفدرالية في هذه المرحلة كان دون المعدل الطبيعي، وهو ما يؤدي بالتالي إلى تضخم أكثر ارتفاعاً. وواقع الأمر إن ضغوط التضخم بدأت تتبلور في عام 2004 حيث بلغ وسطي تضخم سعر المؤشر السعري الاستهلاكي CPI 2ر2 بالمائة. وفي الوقت عينه بدأ نمو التوظيف بحسب جداول الرواتب يظهر بقوة حيث ازدادت سجلات الرواتب بنحو 2ر2 مليون ووظيفة في عام 2004.

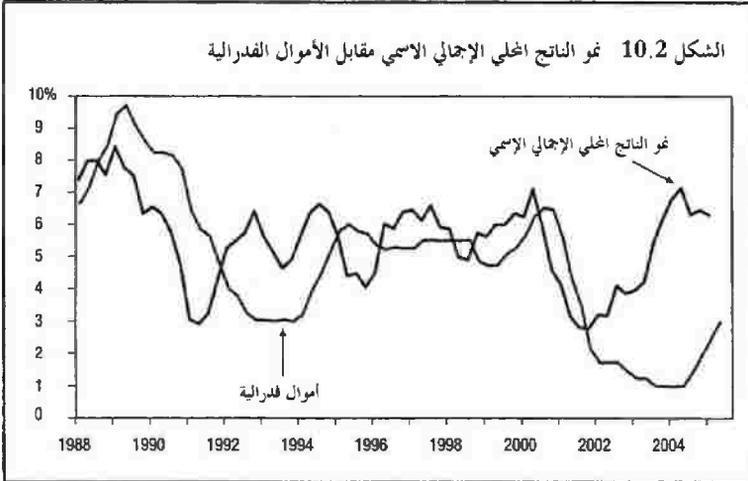
يقودنا هذا الواقع إلى الافتراض أنه لو استخدم مصرف الاحتياطي الفدرالي منظور ويكسيل لرأى الانتعاش في أسعارالذهب عامي 2002 و 2003 مؤشراً بأن السياسة النقدية في وضع جيد لدعم ذلك الانتعاش وأن السياسة قد باتت أكثر سهولة وراحة وأن المخاوف إزاء الانكماش في غير محلها. كان ينبغي على المصرف الفدرالي أن يرفع الأسعار ارتفاعاً متواضعاً في عام 2003 بدلاً من أن يزيد في خفضها. ولكن من شأن ذلك اجتناب تلك الفقاعة في الأوراق المالية بين شهري أيار - حزيران (مايو - يونيو) عام 2003 وما تلاها من تفجر لها في تموز/يوليو وآب/أغسطس. ولو أن المصرف الفدرالي أضاف زيادات مريحة محكمة التفصيل على الأسعار في عام 2003 لكان من المرجح ألا نشهد عودة وارتفاع التضخم في عام 2004.

المضي قدماً:

ما زال المصرف الاحتياطي الفدرالي عالقاً بقوة في إطار منحى فيليبس / الفجوة في الإنتاج. وبيانات السياسة والخطب التي يلقيها أعضاء اللجنة الفدرالية للأسواق المفتوحة FOMC تشير دوماً إلى أن الركود في أسواق العمل وأسواق المنتجات والمستوى الحالي المنخفض للتضخم هي أسباب تدعو إلى سحب الإسعاف النقدي ولكن بصورة تدريجية وبطيئة. غير أن الفجوة بين السعر الهدف للأموال الفدرالية والسعر الطبيعي للفائدة لا تزال فجوة واسعة لا سيما

وأن سعر الأموال الفدرالية سجل 3 بالمائة والنمو الاسمي للنتاج المحلي الإجمالي بلغ 6ر3 بالمائة خلال السنة الماضية (انظر الشكل 10.2). ولهذا السبب وصل سعر أونصة الذهب إلى 440 دولاراً في شهر كانون الأول/ديسمبر 2004 - وهو أعلى معدل له في ستة عشر عاماً.

غير أن المصرف الفدرالي لا يزال يدفع فكرة ارتفاع تدريجي، وتدرجي فقط، في أسعار الفائدة. وفي رأيي إن أمام المصرف الفدرالي مسافة كبرى يجب أن يقطعها قبل أن يعيد السياسة إلى وضع حيادي. لذلك، يبدو أنه لا مناص من احتمال أن يواصل التضخم ارتفاعه خلال العام المقبل وبالتالي سيضطر المصرف الفدرالي للتخلي عن ذلك المسار التدريجي. نتمنى لو أن صناع السياسة في مصرف الاحتياطي الفدرالي يعيرون اهتماماً أكبر إلى نظرية ويكسيل ومفاهيمه وإلى الرسالة التي تطلقها أحوال الذهب والسلع والدولار أيضاً.



المصدر: مكتب التحليل الاقتصادي ومجلس الاحتياطي الفدرالي.

هوامش الفصل

(1) هذا النموذج معقد في عالم الضرائب. إذا كانت r هي السعر الحقيقي للفائدة، و i هي السعر الاسمي للفائدة، و p هي المعدل المتوقع للتضخم، t هي المعدل الهامشي للضريبة و ra هي سعر الفائدة الحقيقي بعد الضريبة، عندئذ يكون دخل رأس المال دون مؤشرات التضخم وفق الصيغة التالية:

$$ra = i(1 - t) - p$$

التي يمكن وضعها بصيغة أخرى:

$$i = ra/(1 - t) + p/(1 - t)$$

وبمعنى آخر إذا فرضت ضريبة على المستثمرين وفق المكون التضخمي لأسعار الفائدة الاسمية وحاولوا أن يحافظوا على سعر ثابت للفائدة الحقيقية بعد الضريبة، فإن السعر الاسمي للفائدة يجب أن يرتفع بسرعة تفوق سرعة ارتفاع معدل التضخم. ولناخذ لذلك مثلاً، إذا كان المعدل الهامشي للضريبة 50 بالمائة عندئذ تصبح المعادلة $1/(1 - t) = 2$ وهذا يعني أن ارتفاعاً قدره 1 بالمائة في التضخم يجب أن ينتج عنه ارتفاع قدره 2 بالمائة في أسعار الفائدة الاسمية. والسؤال التجريبي هو ما إذا كانت أسعار الفائدة تسير على هذا النحو.

