

مستقبل أمريكا المتفائل

بقلم دافيد مالباس

يعد دافيد مالباس من المتفائلين. هو رئيس المجموعة الاقتصادية في شركة بير ستيرنز Bear Stearns، اقتصادي لامع، اكتسب خبرة عالية من عمله في إدارة الرئيس رينالد ريغان والرئيس بوش الأب، وإلى جانب ذلك يمتاز بإتقان أصيل للغة. فكانت النتيجة الحتمية، ولا سيما في زمن يتزايد فيه القلق ومشاعر الخوف، إيماناً لا يتزعزع بقدرة الاقتصاد العالمي على النهوض من كبوته ليستجمع قواه وينطلق نحو الأزهار. قد نجد في عصرنا الحالي من يقولون "الحياة جميلة". يكتفون بالقول ولا يفعلون شيئاً. لكن مالباس يستثمر تفاؤله في تحليل للأسواق ثم يدعم هذا التحليل ببيانات اقتصادية حقيقية يقدمها للقراء من خلال الشرح والرسوم البيانية. كل فقرة من المقالة يليها مخطط بياني توضيحي. وفي مقالته هذه يدفع الخوف جانباً ويبشر بمستقبل مشرق يطل على عالم الاقتصاد بأسرء. وهنا سوف تهبط الطائرة بسلام.

من العسير على المرء أن يرى بوضوح من خلال الظلمة التي أعقبت أحداث الحادي عشر من أيلول/سبتمبر وحرب العراق التي تلتها والانقسامات التي برزت على السطح في الانتخابات الرئاسية وذلك الاضطراب المتواصل في المشهد الاقتصادي، فضلاً عن التغيرات والتقلبات في الأسواق المالية.

لكنني، وبرغم ذلك، أرى ما يدعوني للتفاؤل. الاقتصاد الأمريكي ليس ضعيفاً برغم ما قاله جميع النقاد عام 2002. والانتعاش الذي شهده تحول إلى نمو والنمو ازداد وترسخ. قبل حلول العام 2004 تجاوز النمو السنوي ذروته التي حققها في أواخر عقد التسعينيات، وهذا إنجاز جيد إذا نظرنا إلى تذبذبات العام 2003 التي كانت تتذر بكارثة.

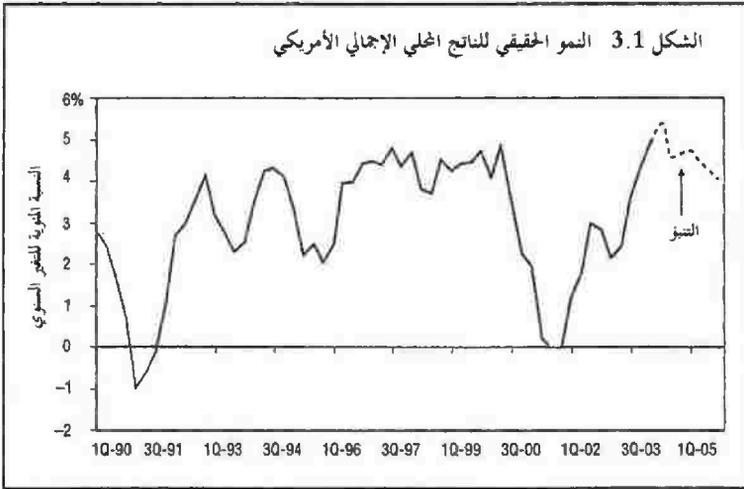
وفي اعتقادي إن النصف الثاني من العقد الحالي سوف يشهد ما يلي برغم كون ذلك سوف يستغرق بضع سنوات:

- نهاية مرضية لدورة التضخم/ مقاومة الانكماش/ الانكماش المؤذية التي استمرت لثلاثين عاماً من 1971 - 2001. إن العودة إلى استقرار الأسعار أمر جيد جداً للنمو الاقتصادي، حتى لو مرت الأسعار بفترة وجيزة ساد فيها اعتدال في التضخم. وإنني أتوقع عملية تستغرق سنوات عدة لإعادة بناء البضائع الموجودة وزيادات كبرى أكثر مما هو معهود في الطلب على السلع، مع ما يماثل ذلك من تداعيات على الأرباح. ولا بد من حصول تغير نحو الأعلى في المنحنيات البيانية للعائد باتجاه مستوياته الطبيعية في كل من الولايات المتحدة واليابان وأوروبا.

- نمواً مطرداً في الولايات المتحدة تحركه الشركات الصغرى والاستثمارات الجديدة والتنامي في الموجودات السلعية. وكذلك بريق ضوء في ميزانية الولايات المتحدة وفي المشكلات الديمغرافية حيث يتواصل النمو السكاني ويكون الانخفاض في نسبة الولادات تدريجياً، وحيث يوِّلد النمو الاقتصادي مزيداً من المقبوضات الضريبية.

- تحركاً في النمو على الصعيد العالمي أكثر سرعة مما كان في عقد التسعينيات من القرن المنصرم تعززه تجارة تتمتع بمزيد من الحرية والعمولة واقتصاديات أكثر مرونة.

● معجزة آسيوية أخرى، وسيكون وراء هذه المعجزة الصين واليابان والهند، وليس "النمور الآسيوية". ففي المعجزة الآسيوية الأولى التي امتدت طوال عقدي الثمانينيات والتسعينيات تحقق ارتفاع هائل في مستويات الدخل الفردي. وإني أرى أن ثمة معجزة أخرى قد بدأت تتفاعل حالياً، منطلقها تثبيت الصين لسعر الدولار في مطلع التسعينيات حين شرعت في خطة لتحقيق نمو بمعدل 8 بالمائة، وخروج اليابان من الانكماش في عام 2003 وتراكم الإصلاحات البنوية في الهند طوال العقد المنصرم من السنين، وهذه واحدة من النتائج الإيجابية لانتهاء النموذج الشيوعي عام 1989.



المصدر: بلومبرغ، شركة بير ستيرنز وشركاهم

الدلالات المستقبلية للعملة المتغير الرئيسي:

توقف النمو الذي شهده الاقتصاد في عقد التسعينيات، كما أرى، لأن الدولار أصبح قوياً جداً مما سبب انكماشاً في الولايات المتحدة وفي الدول المرتبطة بالدولار. وهذا ما كان له أثره أيضاً في الأزمة الآسيوية وفي تفاقم الانكماش في اليابان. بيد أن ارتفاع أسعار الفائدة والمعدلات الضريبية في

الولايات المتحدة وكذلك الاستثمارات ذات الصلة بالدولار القوي في أواخر عقد التسعينيات يضاف لها أسعار السلع المتدنية جداً كان لها شأن في وضع حد للنمو. وعلاوة على ذلك كانت أسعار النفط والبنزين والغاز الطبيعي في ذروة ما وصلت إليه بتاريخها. ولتوضيح التغير في قيمة الدولار، نعرف أن سعر الأونصة من الذهب كانت تساوي 7ر2 برميل من النفط في أيلول/سبتمبر 2000 مقابل 11 برميلاً "فقط" في نهاية عام 2004.

بعد أن حلّت مشكلات أواخر التسعينيات صار خيار العجز عن دفع المستحقات نمواً ما بين المعتدل إلى القوي. لكنني أختلف في الرأي مع من يقولون إن النمو كان ضعيفاً.

فالتغيرات الأساسية التي تؤثر في قوة التوسع هي الإرهاب، والتضخم الحاصل في الولايات المتحدة و "الروح الحيوانية" (أي تلك الدرجة التي تصل إليها الشركات في استخدام ميزانيتها العمومية ذات النقدية الوفيرة)، وعلى وجه الخصوص قيمة العملات بالنسبة لمعدلاتها على المدى البعيد.

كانت قيمة الدولار تتراوح ضمن مجال واسع يشير إلى تضخم معتدل وتوسع عالمي طويل المدى، وذلك بعد تعرضه لنوبة من ضغوط الإنكماش في الفترة الواقعة بين عامي 1997 و 2001. لكن النمو العالمي كان من المقدر له أن يتحرك بسرعة أكبر لو أن الدولار كان أكثر استقراراً.

أما الدينامية الرئيسية التي تحرك أسواق العملات في العالم فهي قوة الولايات المتحدة الاقتصادية والتوازن بين أسعار الفائدة المنخفضة والمستويات العليا للسيولة ذات الصلة بالإنكماش، وليس العجز التجاري الأمريكي، أو الاقتصاد الصيني أو أي مصرف مركزي أجنبي. وإني أتوقع أن تعتمد الولايات المتحدة إلى رفع أسعار الفائدة بصورة أكثر سرعة من التوقعات الراهنة في

السوق. وإن حدث هذا الأمر، فإن من شأنه أن يعوض فرط السيولة ويحد من ازدياد الارتفاع في مكاسب السلع ويحافظ على قيمة الدولار.



وقد تبين أن وسطي أسعار السلع قد استعاد قوته، مؤكداً الرأي القائل إن النمو العالمي سريع وأن المصرف الاحتياطي الفدرالي لن يستجيب لسرعة النمو هذه. فقد أغلق مؤشر السلع CRB بتاريخ 2004/10/1 عند أعلى نقطة وصل إليها منذ عام 1981. وسجل الذهب سعر 455 دولار للأونصة - وهو أعلى سعر له منذ عام 1987 - حين حصل انهيار في أسواق الأوراق المالية/الدولار. (انظر الشكل 3.2)

أما مؤشر أسعار المواد الصناعية لدينا باستثناء النفط فقد كانت تتأرجح حول أعلى معدلاتها بتاريخ 2004/3/23. (هذا المؤشر لأسعار السلع لم يرتفع في السبعينيات بقدر ما ارتفعت المؤشرات الأخرى، وهذا ما يشير إلى أنها أسعار صناعية وليست مضاربات في المعادن الثمينة والنفط.)



من جهة أخرى انخفضت توقعات أسعار الفائدة في الولايات المتحدة لشهر كانون الأول/ديسمبر 2005 بمقدار 115 نقطة أساس ما بين حزيران/يونيو وتشرين الأول/أكتوبر. ومع أن مصرف الاحتياطي الفدرالي كان يرفع السعر بين يوم وآخر، وكانت التوقعات تميل نحو الانخفاض بالنسبة لارتفاع مستقبلي في سعر الفائدة، وهذا ما يفسر ضعف الدولار وارتفاع أسعار الذهب والسلع (انظر الشكل 3.4).

يتوقع البعض أن تتبنى الولايات المتحدة سياسة الدولار الضعيف، ويتخذون لذلك نموذج استجابة الدولار الضعيف للعجز التجاري في عام 1985. لكنني أخالفهم الرأي في السياسة وفي المضمون، وذلك للأسباب التالية:

- التوجه نحو سياسة دولار ضعيف سيعرض للخطر الاستجابة للسوق وفق أسلوب عام 1987، والأرجح أن واشنطن مرت بتجربة قاسية جراء هكذا سياسة.

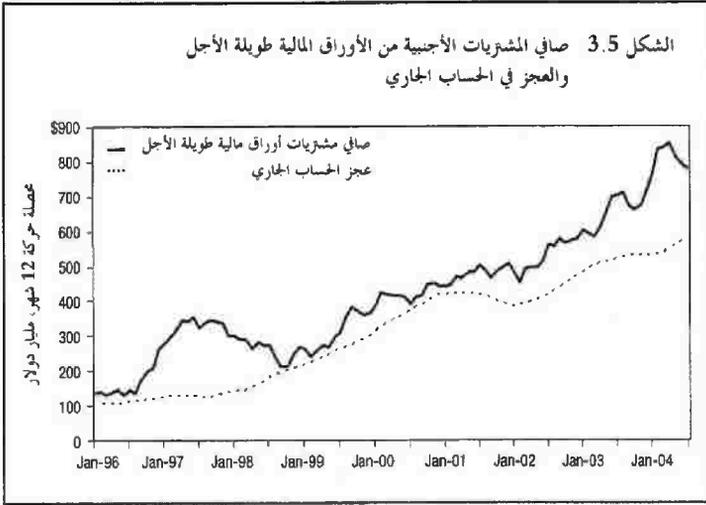
- بما أن الدولار قد ضعف بمقدار 20 بالمائة دون وسطي قيمته في عشر سنين، فإن مزيداً من الضعف دون ذلك سوف يعني التضخم عينه.



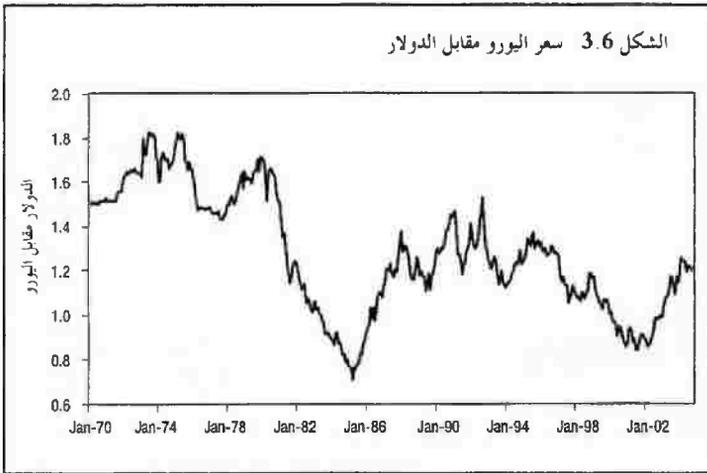
المصدر: بلومبرغ، وشركة بير ستيرنز وشركاهم

- لا نجد في تاريخ تقلبات أسعار العملة شاهداً يدل على أن الدولار الضعيف من شأنه أن يصحح اختلالات التوازن التي كثر الحديث عنها. بل إن التوجه نحو ضعف الدولار سوف يضعف بالتالي المدخرات الأمريكية، وهذا ما لا يريده هدفاً لهم المنادون بسياسة الدولار الضعيف.

صافي المشتريات الأجنبية من الأوراق المالية طويلة الأجل واصلت ارتفاعها بما يتجاوز عجز الحساب الجاري، وهذا ما يشكل تناقضاً مع المخاوف الرئيسية إزاء توقعات انخفاض في أسواق الأوراق المالية بخصوص الدولار والعجز التجاري.



من المتوقع أن تكون العلاقة بين اليورو والدولار أقل تأرجحاً نحو الأمام مما كانت عليه في الأعوام الأولى لاعتماد عملة اليورو. أجل، إن منطقة اليورو تشهد فائضاً تجارياً بينما تشهد الولايات المتحدة عجزاً في التجارة. لكن الدينامية الأقوى للعملة هي معدل النمو في الولايات المتحدة والتوقعات بارتفاعات سريعة نسبياً في المعدلات الأمريكية.

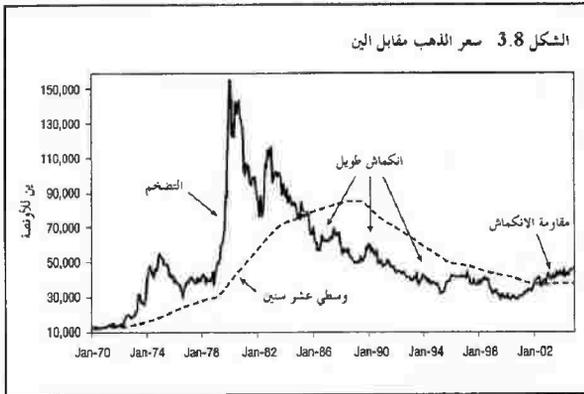


وفي الوقت الذي تحرك فيه الدولار بقوة أكبر كثيراً من وسطي تحركه لعشر سنين في أواخر التسعينيات، مما سبب الانكماش، بقيت قيمة اليورو مستقرة نسبياً، وكذلك كانت مستقرة معدلات تضخمه وسعر فائدته.



المصدر: هافر وتحليلاتها وبلومبرغ وشركة بير ستيرنز وشركاهم

يقيم الين حالياً من منظور أن الاقتصاد الياباني لا يكسب مزيداً من القوة وان أسعار الفائدة سوف تبقى عند معدل الصفر بالمائة لأجل طويل. لكنني لا أتفق بالرأي مع أصحاب وجهة النظر هذه. فالين سوف يستفيد من خروج اليابان من الانكماش ومن النمو السريع المتواصل في الصين ومن قوة الاقتصاد الأمريكي. فهذه العوامل من شأنها أن تمنح القوة للين مقابل الذهب والدولار.



المصدر: هافر وتحليلاتها وبلومبرغ وشركة بير ستيرنز.



المصدر: هافر وتحليلاتها وبلومبرغ وشركة بير ستيرنز

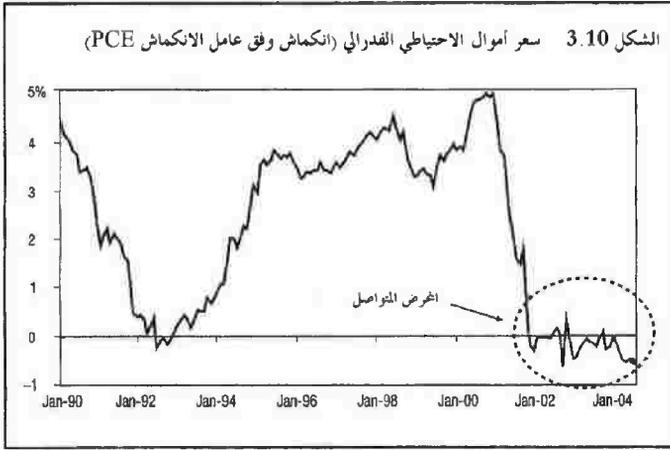
التوقع المستقبلي على المدى الأدنى:

من المحتمل أن تشهد الولايات المتحدة نمواً متيناً في العام 2005، وذلك رداً على التنبؤات الدائمة طوال العام بخصوص التباطؤ الاقتصادي الشديد. لنذكر المناقشات التي دارت حول التباطؤ في أيلول/سبتمبر 2003 المتعلقة بتباطؤ إعادة تمويل الرهونات العقارية وانتهاء مفعول الحسومات الضريبية. كما حدث في حزيران/يونيو 2004 نقاش آخر حول التباطؤ فيما يخص فرط الطاقة الإنتاجية للسيارات والضعف الذي أظهرته جداول الرواتب. لكن الواقع بين وجود معدلات نمو سريع كان المحرك له قابلية الرجوعية عند المستهلك والتنامي المتزايد لقطاع الأعمال.

إن أسس النمو المتواصل موجودة وهي: التقييم المعقول للدولار (وفي اعتقادنا هو أقرب إلى التضخم)، وحركة قوية في النمو داخل البلدان النامية، وأرباح جيدة للشركات الصغيرة، والتخفيضات في الضرائب التي جرت مؤخراً في الولايات المتحدة المترافقة مع إعانات مالية ذات تحميل رجعي، ومعدلات بطالة تصل إلى 5% بالمائة.

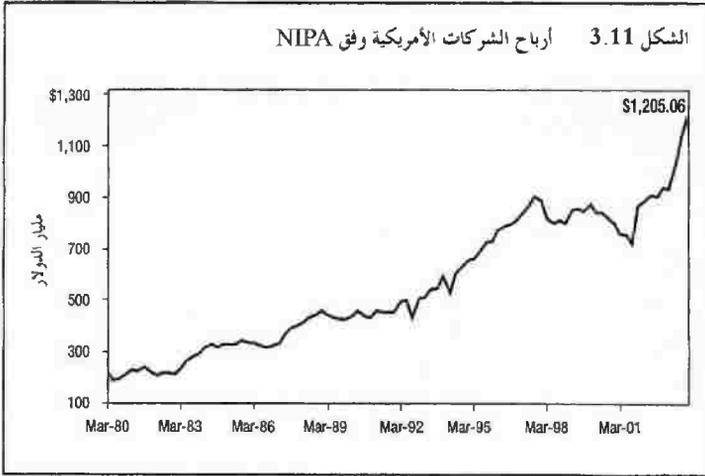
لعلنا نحن الآن في المراحل الأولى لتوسع يستمر لسنوات عدة ويتسم بنمو قوي على الصعيدين الأمريكي والعالمي، وبارتفاع في أسعار الفائدة ومشكلة التضخم الذي لم ينته. وبرغم أن أسعار النفط الباهظة والحذر الذي تمارسه الشركات والهبوط في أسواق الأسهم تسبب كلها نوعاً من العوائق إلا أنه من المرجح أن يكون التنامي قوياً بما يكفي لتجاوز كل هذه الوقائع.

أسعار الفائدة الحقيقية سلبية، ما يشير إلى سياسة نقدية فضفاضة. وهذا بدوره يؤدي إلى الاعتقاد أن مصرف الاحتياطي الفدرالي قد رفع الضغط عن دواصة البنزين "في العربة" لكنه لم يلمس المكابح بعد.



إن المحرض النقدي محرض عالمي. وأسعار الفائدة بين يوم وآخر لا تتجاوز 25ر2 بالمائة في الولايات المتحدة، والصفير في اليابان و2 بالمائة في أوروبا، وذلك مقابل 75ر4 بالمائة كنقطة قياسية في إنكلترا. أما السياسة النقدية في الصين فهي مرتبطة ارتباطاً غير متين بالسياسة النقدية للولايات المتحدة ذات التوجه نحو النمو، وذلك من خلال الربط بين عملتها والدولار، وهذا ما يضيف محرضاً جديداً. لكن هذه الأمور كلها ليست المادة الرئيسة للتباطؤ.

كما أنني لاحظت أرباحاً ضخمة في الشركات وتراكماً في التدفقات النقدية. فقد ارتفعت أرباح الشركات الأمريكية إلى رقم قياسي في الربع الرابع من عام 2003، إذ سجلت المكتسبات السنوية استناداً إلى مؤشر NIPA مبلغ 1ر2 تريليون دولار للربع الرابع أي بزيادة قدرها 29 بالمائة سنوياً، بينما كانت أرباح هذه الشركات للعام الكامل 2003 نحو 1ر1 تريليون دولار أي بزيادة قدرها 18 بالمائة عن عام 2002، وهو الرقم القياسي السابق.

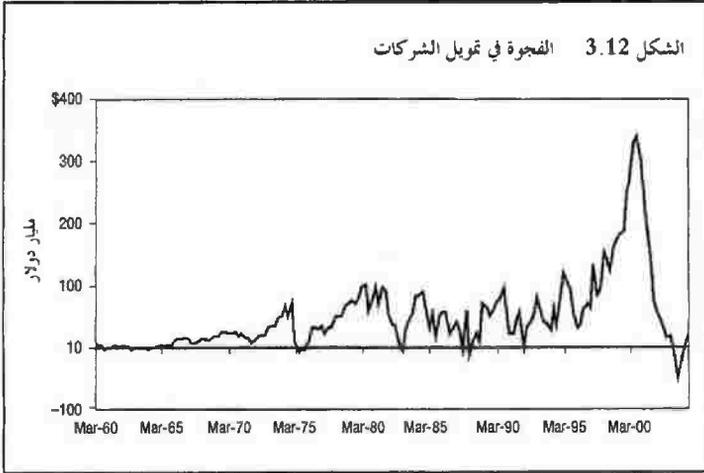


المصدر: هافر وتحليلاتها وشركة بير ستيرنز وشركاهم

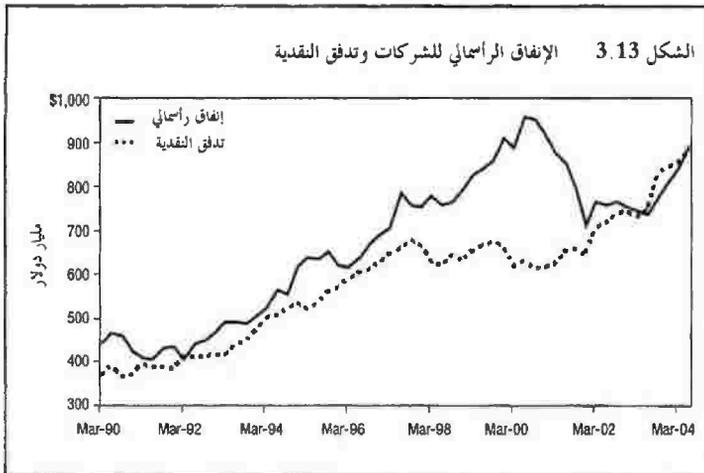
كانت الشركات خلال الفترة من الربع الثاني لعام 2003 وحتى الربع الأول لعام 2004 في وضع غير طبيعي تختزن فيه التدفقات النقدية. لكن الفجوة في تمويل الشركات عادت إلى الدائرة الموجبة في الربع الثاني من عام 2004، وهذا يعني أن الشركات قد أنفقت في الربع الثاني أكثر من التدفقات النقدية فيها (انظر الشكل 12.3).

ففي الربع الثاني من عام 2004 ازداد التدفق النقدي للشركات بمقدار 22 مليار دولار، بينما ازداد الإنفاق من رأس المال بمقدار 48 مليار دولار. لذلك فمن

المتوقع أن ينتقل النمو الاقتصادي وبصورة متزايدة نحو قطاع الشركات (انظر الشكل 3.13).



المصدر: هافر وتحليلاتها وشركة بير ستيرنز وشركاهم

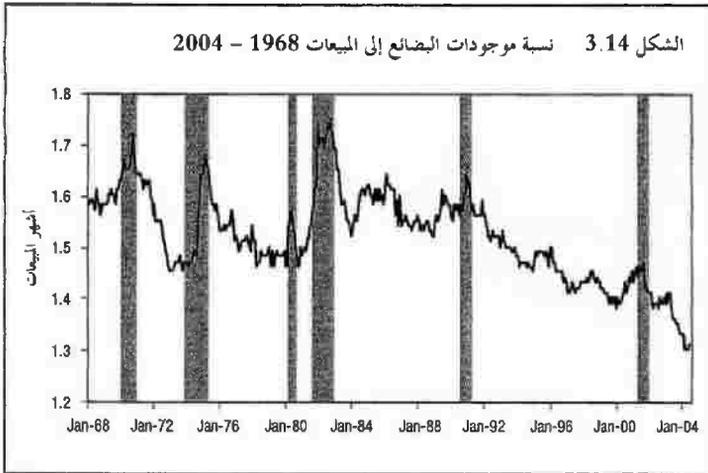


المصدر: هافر وتحليلاتها وشركة بير ستيرنز وشركاهم

كان هنالك تغطية واسعة "لتباطؤ" الاقتصاد، أو ما يمكن وصفه بالرقعة المخملية ناعمة الملمس في منتصف العام 2004. فالتباطؤ في ذلك الحين لم

يشكل توجهاً عاماً، بل كان سببه عوامل مختلفة لمرّة واحدة وبصورة خاصة ألا وهي إغلاق البلاد بسبب وفاة الرئيس رونالد ريغان، وارتفاع أسعار البنزين في الربع الثاني وبرودة الطقس، وما هو أهم من ذلك كله الهبوط في قطاع السيارات في الربع الثاني حين كان هذا القطاع يسعى لخفض الحوافز.

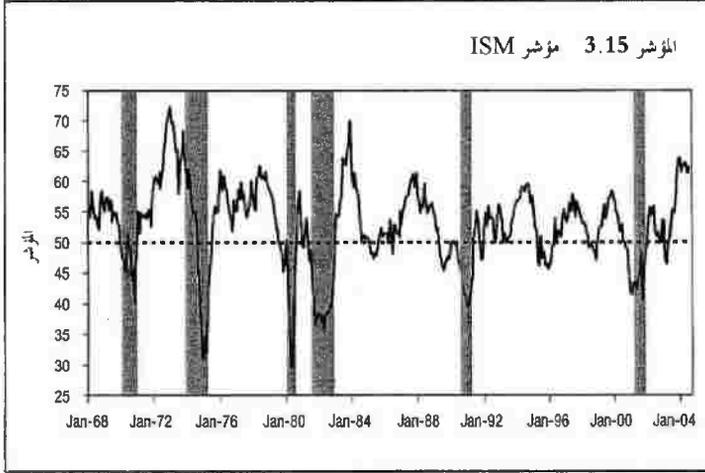
وكان من أهم المظاهر اللافتة للتوسع الحاصل في العام 2003-2004 هو ذلك الهبوط في السلع الموجودة وانخفاض نسبة البضائع إلى المبيعات. فقد انخفضت هذه النسبة إلى أقل معدلاتها. وبرغم أن هذا الانخفاض قد عوق النمو والتوظيف إلا أنه في الوقت عينه يشير إلى مصدر بسيط للنمو المستقبلي، وهو عملية إعادة بناء المخزون من البضائع. حتى العودة إلى التوجه المتناقض نحو العامة فلن يضيف أكثر من 0.9 بالمائة تقريباً إلى الناتج المحلي الإجمالي للسنة بكاملها، بافتراض النمو في المبيعات.



المصدر: هافر وتحليلاتها وشركة بير ستيرنز وشركاهم

التصنيع هو أيضاً مؤشر يدل على قوة الاقتصاد وليس ضعفه. في عام 2003 وفي الجزء الأول من عام 2004 حافظ المؤشر ISM لمعهد إدارة العرض

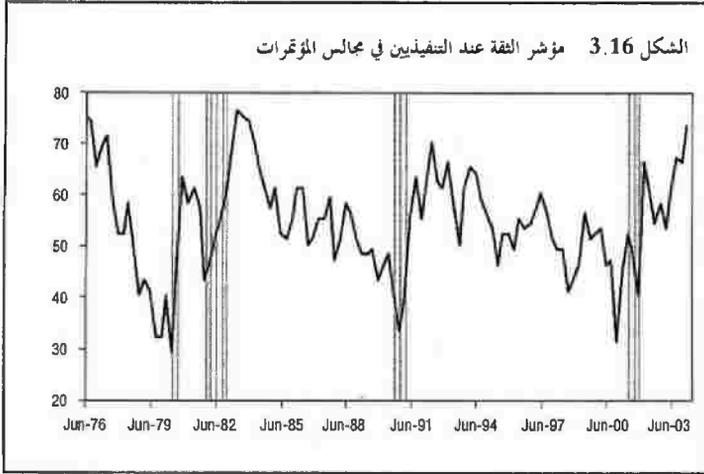
على موقعه فوق 60 لتسعة أشهر متوالية - وهذه هي المرة الأولى التي فيها يسجل المؤشر هذا الثبات في عشرين عاماً.



المصدر: هافر وتحليلاتها وشركة بير ستيرنز وشركاهم

وبحسب معهد إدارة العرض ISM فإن المستوى الحالي لمؤشره منسجم مع النمو في الناتج المحلي الإجمالي الذي سجل 5 بالمائة. وهذا يدل أيضاً على أن فرص العمل في قطاع التصنيع قد تنامت بشكل قوي.

لكن أحد التفسيرات لضعف النمو في موجودات البضائع والتوظيف بعد انحسار الركود الذي شهده العام 2001 يكمن في التهرب من المجازفة والحد من الذي طبع تصرفات كبار المدراء التنفيذيين للشركات الأمريكية. فقد انخفضت ثقة هؤلاء المسؤولين إلى أدنى مستوياتها منذ فترة "الضيق" التي سادت أواخر السبعينيات. بيد أن هؤلاء المسؤولين استعادوا تفاؤلهم في العام 2004، وهذا ما يفسر قوة النمو ويشير إلى اطراد التوسع.



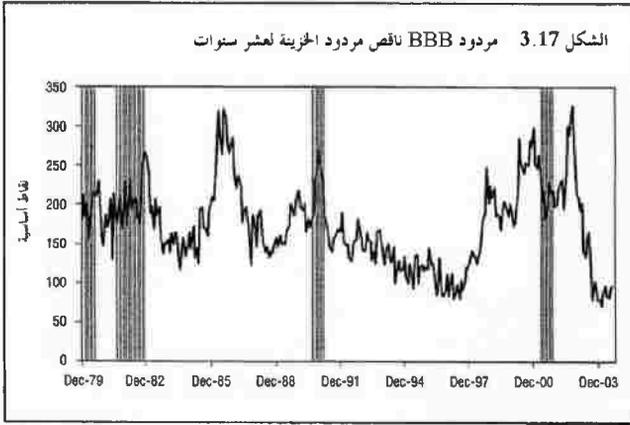
المصدر: بلومبرغ وبييرستيرنز

مؤشرات السوق تدل على قوة النمو

شهد العام 2004 ضعفاً في أسواق الأسهم وذلك بعد أن تبنى مصرف الاحتياطي الفدرالي سياسة قياس الارتفاعات الهائلة في المعدلات، ونحن نرى أن هذا الأمر قد عكس أيضاً انخفاضاً في قوة الأسهم عام 2003 ومخاوف حيال ارتفاع أسعار النفط، وحالة من الترقب في الانتخابات. نحن ندرك أن أسعار الأسهم تعد مؤشراً له أهميته القيادية للاقتصاد. ولكن وفي ضوء معرفتنا التاريخية نجد أن هبوط الأسهم كان أكثر تواتراً من التباطؤ الاقتصادي. وهكذا هي الحال هذه المرة إذ بقي النمو سريعاً مع أن الأسهم واصلت ارتفاعها في أواخر العام 2004. ومن جهة أخرى فإنني أرى ما لا يقل عن ثلاثة مؤشرات أخرى من السوق تدل على قوة اقتصادية في المستقبل القريب، وهي:

- الفروق في أسعار التسليف بقي ضيقاً جداً (الفرق بين سعر الفائدة الذي تدفعه الشركات والسعر الذي تدفعه الحكومة الفدرالية)، وهذا مؤشر على قوة الاقتصاد وليس ضعفه.

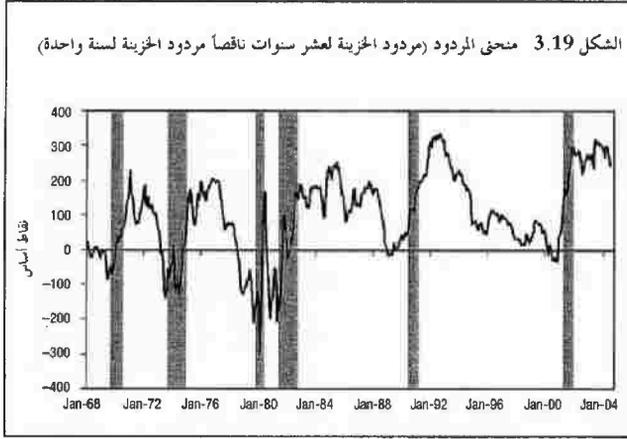
- وبقيت أسعار المواد الصناعية عالية، وهذا ما يعكس سياسة نقدية محفزة ونموً عالمياً قوياً.
- المنحنى الحاد للمردود (الفرق بين أسعار الفائدة للأجل الطويل وأسعار الفائدة للأجل القصير) يؤشر عادة إلى قوة اقتصادية وذلك بسبب الحافز النقدي وتوقعات السوق لمردود (وأسعار فائدة) أعلى في المستقبل من المردود الحالي (انظر الشكل 3.19).



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

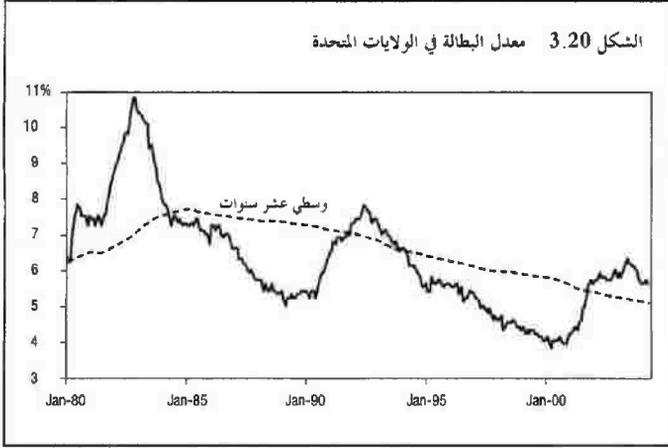


المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

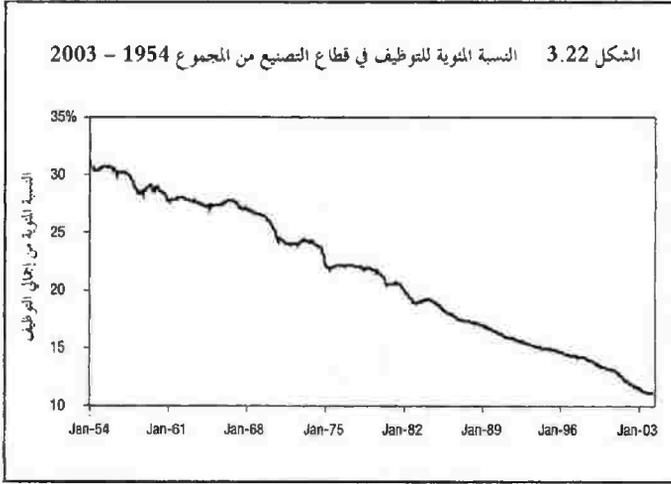
قضايا العمل

إن واحداً من العوامل المؤثرة الداعية للتفاوت على المدى البعيد فيما يخص الولايات المتحدة يتجسد في مرونة قوة العمل وجاذبيتها في نظر أرباب العمل في سائر أنحاء العالم. وقد تبين هذا الوضع في الانخفاض طويل الأمد لمعدلات البطالة في الولايات المتحدة حيث انخفضت بصورة ثابتة الفروق بين حدودها العليا وحدودها الدنيا.

وقد وصلت نسبة مشاركة القوة العاملة (وبخاصة تلك الفئة من العمال المدنيين ممن تجاوزوا سن السادسة عشرة العاملة في الوظائف أو الذين يبحثون عن فرصة عمل) إلى أعلى مستوياتها خلال العقد الأخير من السنين، ما يشير إلى قوة عمل جيدة التدريب لها توقعات جيدة للمستقبل.



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

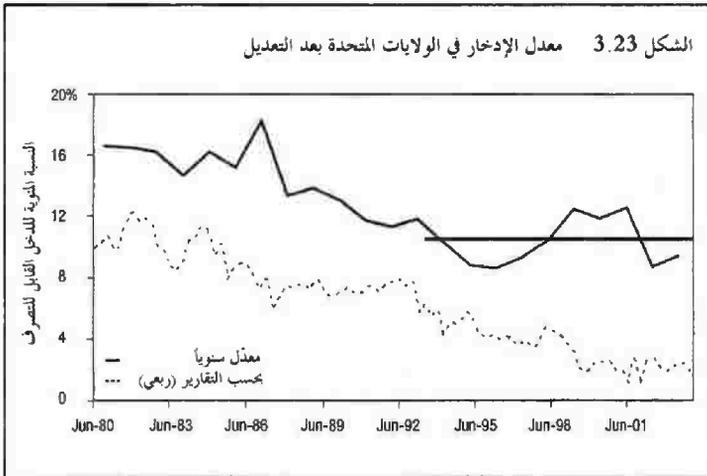
لقد مرت طبيعة تكوين قوة العمل في الولايات المتحدة بسلسلة من التغيرات الكبيرة إبان القرن العشرين، حيث انتقلت من الزراعة إلى التصنيع ثم إلى الخدمات. فالتوظيف في قطاع التصنيع شهد انخفاضاً متواصلاً خلال ما يزيد عن نصف قرن من الزمان، وذلك قياساً على نسبته من إجمالي التوظيف. وليس هذا الانخفاض ظاهرة خاصة بدورة الأعمال الحالية، أو للولايات المتحدة على وجه الخصوص، لا سيما وأن كل دولة صناعية كبرى قد شهدت مثيلاً له. (انظر الشكل 3.22).

المال المنزلي متين:

كان ثمة قدر كبير من سوء الفهم بخصوص صحة وعافية المستهلك في الآونة الأخيرة. فهناك من يقول إن المستهلك لا يدخر الكثير من الأموال. لكن هذا القول غير صحيح على الواقع. فقد استفاد المستهلك كثيراً من معدلات البطالة المتدنية ومن هبوط الأسعار في أواخر عقد التسعينيات، فادخر المستهلك جزءاً من هذه المكاسب.

بتاريخ الثالث والعشرين من شهر شباط/فبراير عام 2004 ألقى رئيس مصرف الاحتياطي الفدرلي غرينسبان Greenspan خطاباً أمام الجمعية الوطنية لاتحاد التسليف أوضح فيه أن لدى المستهلك ميزانية عمومية قوية (مضمناً قوله، لنا، إن الارتفاعات في أسعار الفائدة لن تكون سلبية الأثر، إذ قال "وعموماً فإن القطاع المنزلي يبدو في حالة جيدة، والقسم الأكبر من الزيادة الظاهرية في نسبة المديونية عند هذا القطاع خلال العقد المنصرم من السنين تعكس عوامل لا تشير البتة إلى ازدياد في الضغط المالي المنزلي. وواقع الحال إن نسبة خدمة الدين كانت مستقرة خلال العامين المنصرمين".

كما أن إحصاءات "معدل الادخار الشخصي" لا تصور حقيقة وضعية الإيداع عند المستهلك. وإذا أخذنا في الحسبان ما تحقق من تدفقات بخصوص الأسهم والعقار السكني وإعادة تمويل الرهون العقارية يمكن القول إن معدل الإيداع كان مستقراً نسبياً طوال السنوات العشر الماضية.

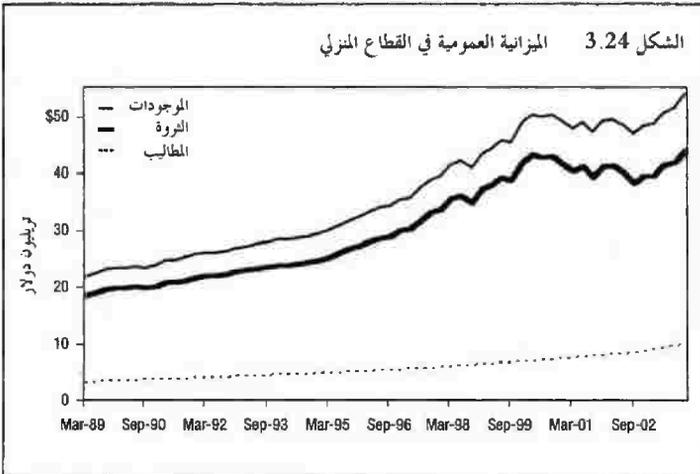


المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

في شهر أيلول/سبتمبر 2004 أطلق المصرف الاحتياطي الفدرالي بياناته

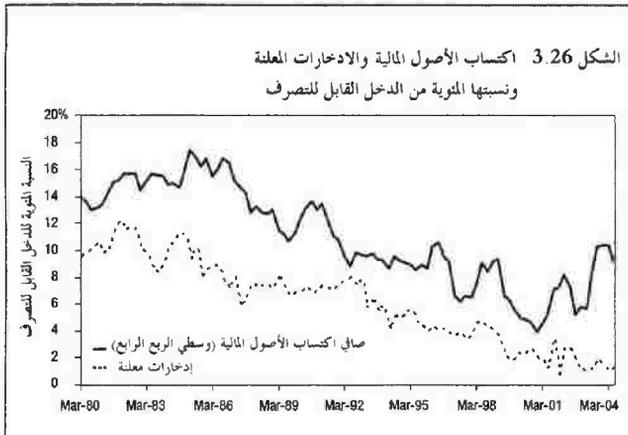
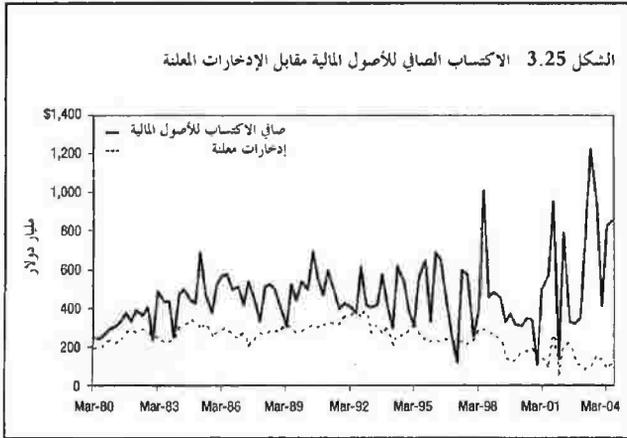
حول تدفق الأموال، التي أكدت صحة وسلامة القطاع المنزلي في الولايات المتحدة. وفيما يلي ما جاء فيها:

● وصلت الثروة الصافية إلى رقم قياسي (45.9 تريليون دولار) وكذلك موجودات ومديونية القطاع المنزلي. إضافة لذلك، فإن القطاع المنزلي يتميز بالسيولة وهو دائن كبير لديه صحيفة إيجابية لاستحقاقات الديون. والأرصدة السائلة لديه (بما في ذلك الأسهم العادية المباشرة والسندات وحسابات الادخار النقدي) سجلت 17.6 تريليون دولار، مقابل مطالبات إجمالية تقدر بـ 10.1 تريليون دولار، والقسم الأكبر من هذه المطالبات رهون عقارية (7.1 تريليون دولار) منها نحو 80 بالمائة بسعر فائدة ثابتة للمدى الطويل. وعلى هذا الأساس فإنه من غير المحتمل أن يكون لسلسلة ارتفاع أسعار الفائدة أي أثر سلبي على صافي القطاع المنزلي ذلك لأن هذا القطاع يمتاز بوضعية سيولة إيجابية ومزايا إيجابية أيضاً في استحقاق الديون. ونحن نتوقع أن يشهد الاستهلاك نمواً ثابتاً حتى نهاية عام 2005 مع تقدم النمو.



● أظهرت بيانات تدفق الأموال الصادرة عن مصرف الاحتياطي الفدرالي أن المنازل زادت إضافاتها الصافية إلى الادخار المالي (لا تشمل هذه الإضافات العقارات أو المكاسب في سوق الأوراق المالية) لتصل إلى 852 مليار دولار كمعدل سنوي في الربع الثاني من عام 2004 (انظر الشكل 25.3).

● وإذا أخذنا هذه المعدلات للادخار بالنسب المئوية، يمكن القول إن المعدل الذي أشار إليه مصرف الاحتياطي الفدرالي كان بحدود 9 بالمائة في الربع الثاني مقابل 0.6 بالمائة سجلت في شهر تموز/يوليو كمعدل للادخار الشخصي (انظر الشكل 26.3).



التوقعات المستقبلية لقطاع الإسكان:

يواجه التوسع عقبات وعراقيل كثيرة منها ارتفاع أسعار النفط والإرهاب وإرباكات في القدرات في أعداد متزايدة من القطاعات واستثمارات متدنية في الماضي في أنحاء عديدة من العالم. غير أنني لا أوافق على العديد من تلك الحجج المتعلقة بانتعاش اقتصادي هش وضعيف، ومنها تلك التي تحدثت عن انهيار في قطاع الإسكان بالولايات المتحدة. وقد أشار غرينسبان، رئيس مصرف الاحتياطي الفدرالي، إلى ذلك بقوله إن الفقاعات يصعب التعرف إليها. وفي هذا اتفق في الرأي معه وأضيف إلى ذلك أن أسواق قطاع الإسكان، وخلافاً لأسواق الأسهم والسلع، تتأثر كثيراً بعوامل محلية تخلق زيادات محلية، وفيما يلي التفاصيل:

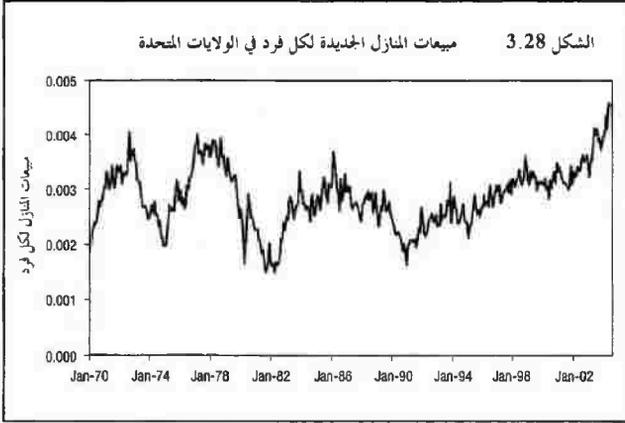
- شهد العام 2004 مبيعات قياسية للمنازل الجديدة والمنازل القديمة.



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

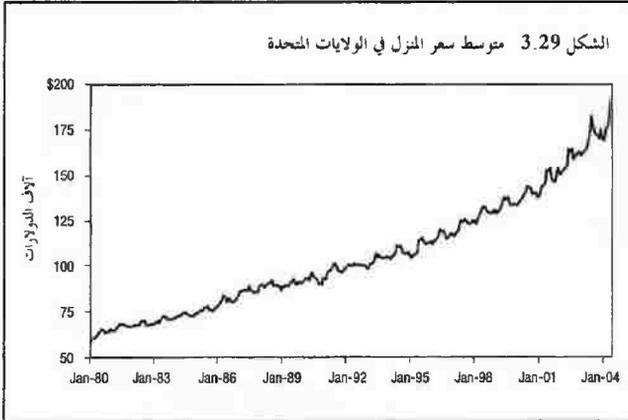
- يعكس بعض هذه المبيعات من المنازل الجديدة زيادة سكانية في الولايات المتحدة. فقد كان معدل مبيعات المنازل الجديدة ثابتاً إذا اتخذ الدخل الفردي أساساً له (انظر الشكل 28.3). بعد ضبط هذه المعدلات بسبب المنازل الآيلة

للسقوط أو لاستبدال المنازل القديمة فإن مبيعات المنازل الجديدة بالنسبة للفرد الواحد تكون منسجمة مع الأرقام التاريخية.



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

وإلى جانب هذا الحجم الكبير من المبيعات شهدت أسعار المنازل ارتفاعات قياسية، وهذا ما رآه بعض المحللين، "فقاعة هواء".

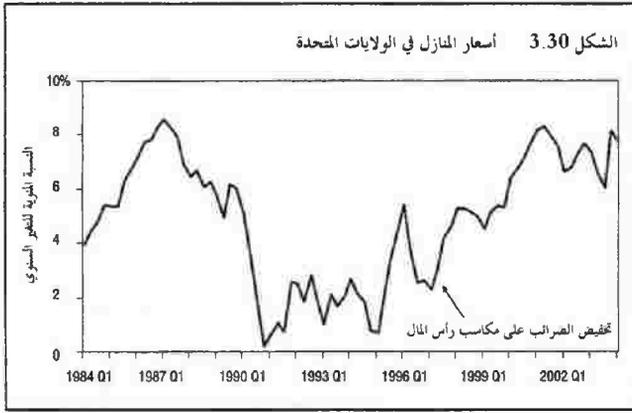


المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

وأما على الصعيد القومي فيبدو أن ثمة بعض العوامل الأساسية السليمة

التي تسبب القسم الأكبر من الارتفاع الحالي في أسعار المنازل، وبالطبع، المضاربات عامل آخر وبخاصة في بعض المناطق المحلية.

- التخفيض الحاصل عام 1997 على معدل الضريبة لمكاسب رأس المال في المنازل شكل إضافة كبرى إلى قيمة المنازل، مثلما حصل عام 2003 حين ارتفعت قيمة الأسهم جراء التخفيض على معدل الضرائب بالنسبة لمكاسب رأس المال في الأسهم.



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

- شكل الارتفاع في أسعار المنازل عائقاً أمام الاقتصاد وأسواق الأسهم في منتصف التسعينيات، ولهذا السبب كانت المكاسب المتحققة نوعاً من عملية مواكبة (انظر الشكل 3.30).
- يلعب الواقع الديمغرافي دوراً بالغ الأهمية، ذلك أن الهجرة الوافدة المتزايدة وتشكل الأسر من أبناء تلك الفترة التي ازدادت فيها كثيراً نسبة الولادات باتت أساساً قوياً لارتفاع الطلب على الإسكان.



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

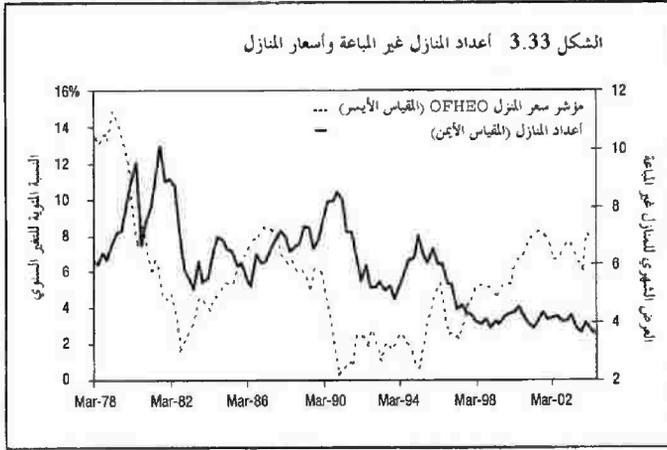
- الانخفاض طويل المدى في معدلات البطالة شكل إضافة جديدة لقيمة الأرض وقيمة المنازل في الولايات المتحدة. وعلى هذا النحو عينه كان انخفاض معدلات البطالة في المملكة المتحدة واجتبابها حصول ركود اقتصادي في عام 2001 سبباً في ارتفاع قيمة الأرض والمنازل في تلك البلاد، وبذلك تشكل حماية جزئية في المكاسب الأقوى في أسعار المنازل في وجه تصاعد أسعار الفائدة والسعر العائم للرهون العقارية (انظر الشكل 3.32).
- وكذلك تعد القدرة على شراء السكن دعامة قوية لسوق الإسكان. ففي الوقت الذي تزايدت فيه أسعار السكن، كانت أسعار الفائدة للرهون العقارية متدنية وكان النمو الحقيقي للدخل القابل للتصرف جيداً وقوياً.
- بيد أن العامل الرئيسي لارتفاع أسعار المنازل جاء من جانب العرض. ما نعرفه سابقاً عن الارتفاعات الحادة في أسعار المنازل خلال السنوات الثلاثين الماضية هو أن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى ازدياد أعمال البناء، وعندما تصل أعداد المنازل غير المباعة إلى الكتلة الحرجة، تنهار الأسعار. لكن الوضعية الحالية مختلفة، ذلك أن مقاولي البناء لم يكثروا من بناء المنازل قبل

بيعها - لذلك فإن عدد المنازل غير المباعة ظل متأرجحاً حول أدنى معدلاتها. وبما أن الأسس الدافعة لزيادة الطلب وأن أعداد المنازل بقيت هزيلة وفقيرة المحتوى، فمن الصعب أن يرى المرء كيف يمكن تسمية هذا الارتفاع في أسعار المنازل "بفقاعة هواء".



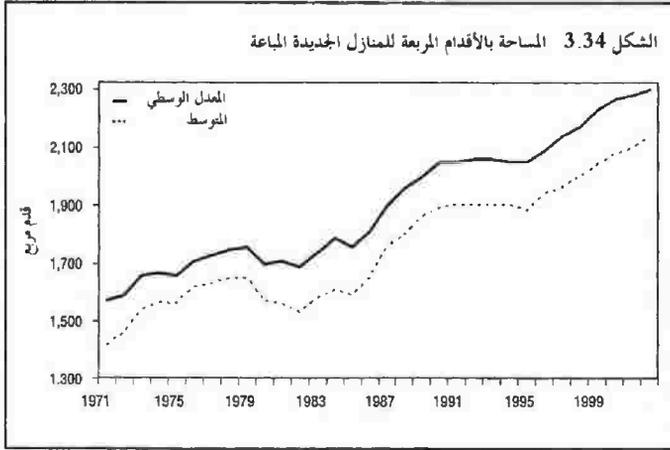
المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

لكنني غير مقتنع بوحدة من افتراضات نظرية فقاعة الهواء في قطاع الإسكان، تلك القائلة بأن المستهلكين قد اختاروا لأنفسهم ممارسات عرضة للأخطار في تمويل منازلهم، وهذا ما سوف يزعزع استقرار السوق إذا حصل هبوط في الأسعار. إن النسبة المئوية للرهون العقارية ذات السعر الثابت بقيت عند مستواها العالي البالغ 80 بالمائة (ولكن بسبب سرعة تنامي حجم الأعمال كان ثمة عدد متزايد من الرهونات التي اتخذت أسعاراً قابلة للتكيف رداً على ذلك المنحنى البياني الحاد للمردود، إنما بقيت الرهونات ذات الأسعار الثابتة في وضع مستقر نسبياً حيث كان الراهنون يهيئون أنفسهم لأسعار فائدة مرتفعة). وكذلك بقي إجمالي الأسهم في المنازل في وضع مستقر نسبياً عند نقطة 55 بالمائة من قيم المنازل.



المصدر: هافر وتحليلاته وشركة بير ستيرنز وشركاهم

ربما تشهد أسعار المنازل في الولايات المتحدة ضعفاً محلياً في الأرباع القادمة من السنة عندما ترتفع أسعار فائدة الرهون العقارية. ومن شأن هذا الضعف أن يبطئ المكاسب في الأسعار المتوسطة للمنازل، لكن من غير المتوقع أن تسبب هبوطاً في متوسط السعر على المستوى القومي. لن يكون ذلك انهياراً للسوق، برغم أن بعض المناطق المحلية قد تشهد هبوطاً حاداً يمكن أن يحمل خصائص الفقاعات الهوائية الصغرى. وفي تطور منفصل ربما يحدث شيء من التباطؤ في مبيع المنازل الجديدة وكذلك في مكون العمران السكني للنتائج المحلي الإجمالي وذلك عندما ترتفع أسعار فائدة الرهون العقارية وتخفض القدرة على شراء المنازل، وربما يشعر المستهلكون بالرضا إزاء سكنهم فيحولون اهتماماتهم الاستهلاكية إلى قطاعات أخرى.



المصدر: دائرة الإحصاء السكاني، شركة بير ستيرنز وشركاهم

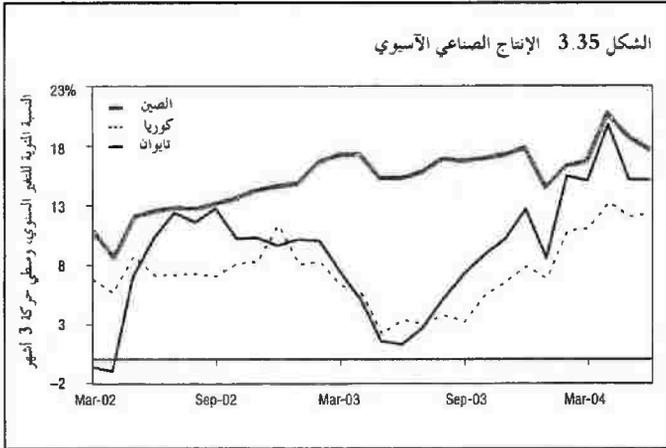
النمو العالمي مستمر:

إنني أتوقع توسعاً عالمياً جيداً لسنوات عديدة يحركه النمو المستمر في استثمارات رؤوس الأموال الأمريكية ونمو الاستهلاك الخارجي وإعادة بناء عالمية طويلة للبضائع.

فالتحول نحو مقاومة الانكماش وأسعار الفائدة الحقيقية متدنية في الولايات المتحدة وارتفاع أسعار السلع يخلق بيئة للدول النامية أفضل كثيراً من تلك التي سادت في الفترة بين عامي 1980 و 2000 حين كانت عملية إزالة التضخم مترافقة مع أسعار مرتفعة للفائدة وأسعار متدنية للسلع، وعلى سبيل المثال:

- شهدت البرازيل وجنوب أفريقيا وتركيا وبلدان أوروبا الشرقية تحسناً ملموساً.
- هنالك احتمالات وجود تحسن كبير في آسيا ولسنوات عدة في مستويات المعيشة والإفادة من أسواق الأسهم.

- الصين تواصل نموها السريع معتمدة في ذلك على استقرار العملة وتحرير الأسواق ومكاسب المستهلك والتنمية الريفية والاستثمارات الأجنبية. والتغيرات التي تبنتها مؤخراً في السياسة النقدية والتنظيمية وهي تغيرات بناءة تشكل إضافة جيدة لإمكانات النمو طويل الأجل في الصين.
- أفادت الهند من النمو في قطاع الأعمال ومن الطلب المحلي الذي تزايد بفعل الإصلاحات الهيكلية الماضية وتزايد اختراقات التسليف. نتوقع أثراً ضعيفاً إلى حد ما خلفته الرياح الموسمية لعام 2004 على الإنتاج الزراعي والطلب الاستهلاكي في المناطق الريفية.
- النمو الصناعي في آسيا سيبقى قوياً حيث يسجل النمو أرقاماً ثنائية العدد في جميع البلدان. الإنتاج الصناعي للصين ارتفع بمعدل 15.7 بالمائة سنوياً في شهر تشرين الأول/أكتوبر 2004 (بينما كان وسطي ثلاث شهور 15.9 بالمائة).

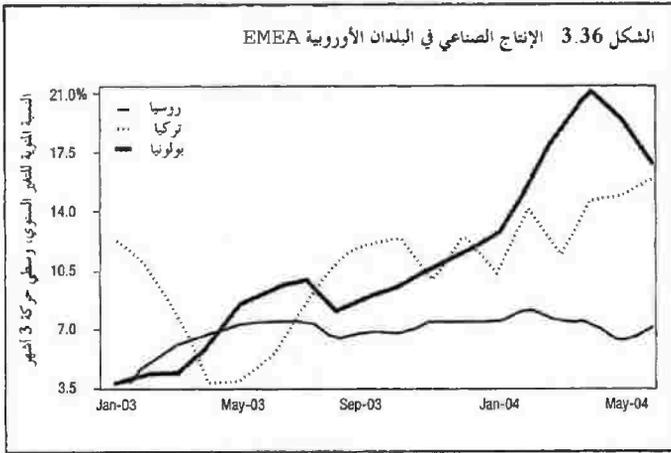


المصدر: بلومبرغ وشركة بير ستيرنز وشركاهم

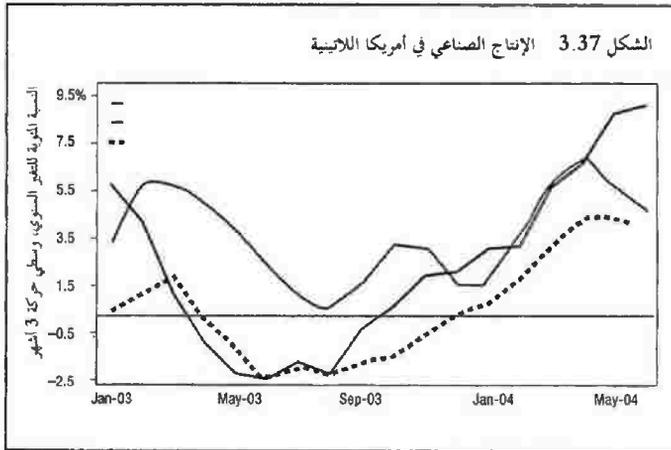
- وكذلك الناتج الصناعي في ارتفاع متصاعد في البلدان الأوروبية النامية، يقوده نمو سجل أرقاماً ثنائية العدد في تركيا وبولونيا، إضافة إلى نمو

متواصل في روسيا (7ر8 بالمائة في تشرين الأول/أكتوبر، 9ر4 بالمائة وسطي ثلاث شهور). (انظر الشكل 3.36).

● وبينما كان النمو في أمريكا اللاتينية بطيئاً بالمقارنة مع آسيا والولايات المتحدة، فإن الإنتاج الصناعي قد بدأ يتعافى ويرتقي سلم النمو، مثال ذلك ما شهدته البرازيل من نمو في الصناعة (الشكل 3.37).



المصدر: بلومبرغ وشركة بير ستيرنز وشركاهم



المصدر: بلومبرغ وشركة بير ستيرنز وشركاهم

التوجهات المحتملة

من المؤشرات التي تحدثنا عنها في هذا الفصل يمكن أن نستخلص بعض التطورات التي يحتمل أن نشهدها خلال النصف الثاني من العقد الحالي، وهي:

- نمو قوي متواصل، اعتدال في التضخم - نحن حالياً وعلى الأرجح في المراحل الأولى لنمو متسع يستمر لعدد من السنين يميزه نمو قوي في الولايات المتحدة والعالم أجمع، وارتفاع في أسعار الفائدة وتضخم متواصل. لكن هذا الاتساع في النمو سبقه انكماش، وهذا ما يجعله مختلفاً بشكل ملحوظ عما سبقه. لكن من المتوقع له أن يكون قوياً بما يكفي ليتجاوز ارتفاع أسعار النفط والإرهاب وحالة الانتظار والترقب التي ترافق الانتخابات بصورة دورية فضلاً عن الحذر الذي طبع تصرف الشركات. فالنمو الذي شهدته الولايات المتحدة في الفترات الربعية الأربع التي انتهت في آذار/مارس 2004 كان أقوى نمو تشهده البلاد منذ عام 1984، وكذلك كانت الفترات الربعية الأربع التي انتهت في حزيران/يونيو على الدرجة نفسها من القوة التي عرفتها في أية فترة من فترات الربعية الأربع في التسعينيات. ومن المتوقع أيضاً أن تسجل المؤشرات المستقبلية أرقاماً مرتفعة. أما فكرة وجود سلسلة طويلة من الارتفاعات في أسعار الفائدة، فإن الاقتصاد الأمريكي وأسواق المال العالمية تمتصها على مضض، وهذا تطور إيجابي دون شك. فالأسس اللازمة لنمو سريع ومتواصل في الولايات المتحدة موجودة - أي هبوط حاد في معدلات البطالة ودولار يتصف بقيمة معقولة (نعتقد أن هذه القيمة أقرب إلى التضخم) ونمو أكثر قوة في البلدان النامية وأرباح جيدة للشركات الصغيرة وتخفيض في الضرائب هادف إلى النمو في الولايات المتحدة عام 2003. كما أن أسعار الفائدة الحقيقية للأجل القصير سلبية، ما يدل على سياسة نقدية إسعافية.

أما سعر الفائدة في اليابان فلا يزال عند معدل الصفر بالمائة. وتوجد سيولة هائلة في قطاع الشركات وقطاع المنازل في الولايات المتحدة واليابان. وفي غضون ذلك، سجل مخزون البضائع الأمريكية والأجنبية معدلات منخفضة، تعكس الانكماش والركود اللذين عانت منهما البلاد في السنوات السابقة، وليست انعكاساً للبيئة الراهنة.

● **مؤشرات السوق - تشير المنحنيات البيانية الحادة لمردود سندات الخزينة وكذلك الفروق السعرية الضيقة للتسليف إلى نمو متواصل. ولعل أسعار الأوراق المالية مؤشر على جانب كبير من الأهمية في قيادة الاقتصاد، وهو مؤشر سجل ارتفاعاً بعد انقضاء فترة الانتخابات وما اتسمت به من حالة انعدام اليقين. أما الهبوط الذي طال مردود سندات الخزينة منذ شهر حزيران/يونيو 2004 فمن المرجح أنه يعكس سعراً منخفضاً للأموال الفدرالية ودينامية سوق السندات وليس توقعات للنمو والتضخم.**

● **التغيير في النظام النقدي - لقد حدث تحول كبير في السياسة النقدية للولايات المتحدة عقب أحداث الحادي عشر من أيلول/سبتمبر. فقد توقفت تلك العملية لإزالة التضخم/الانكماش التي دامت لعشرين عاماً كان خلالها الدولار يتمتع بقوته، وحل محلها أسعار فائدة حقيقية وإسمية منخفضة ودولار ضعيف وأسعار مرتفعة للسلع وتحسن في احتمالات النمو خارج الولايات المتحدة، وخروج اليابان من الانكماش. ومن المحتمل أن تشهد أسعار الفائدة في كل من الولايات المتحدة وأوروبا واليابان والصين ارتفاعاً يقربها من الحيادية في عملية تستغرق سنوات عدة هي أقرب إلى التضخم، وهي عملية عكسية لإزالة التضخم الحاصل في التسعينيات. ومن المتوقع أن يشهد مردود السندات تآرجحاً نحو الأعلى في السنوات المقبلة استكمالاً للنمط الذي ابتدأ في العام 2003.**

● **الطلب العالمي ونمو الأرباح** - من المحتمل أن يشكل هذا الواقع بداية لتحول نحو نمو أكثر سرعة في الطلب العالمي. ففي الولايات المتحدة يتركز الاهتمام بتنامي الطلب بصورة بناءة حول استثمارات الأعمال وإعادة بناء مخزون البضائع وتزايد فرص العمل. توجد إشارات تدل على تزايد الطلب الاستهلاكي في معظم بلدان العالم خارج الولايات المتحدة ومردود الانكماش والركود الاقتصادي في الآونة الأخيرة. ففي منطقة اليورو يتوقع أن يمتد نمو الطلب المحلي إلى خارج فرنسا، فيرتفع حتى يقترب من "نصف" توقعات معدلات النمو في الولايات المتحدة. وعلى الرغم من أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في اليابان كان مخيباً للآمال، فباعتمادنا أنه قد تجاوز الحاجز بعد خروج اليابان من الانكماش. ومن المتوقع أن يصل الناتج المحلي الإجمالي بالقيمة الإسمية للدولار في العالم إلى 36ر6 تريليون دولار عام 2004 أي ما يعادل ارتفاعاً بمعدل 10ر7 بالمائة عام 2004 و 11ر6 بالمائة عام 2003. وهذه القيمة تشكل منصة قوية لانطلاق أرباح الدولار عند الشركات.

كانت معدلات النمو وسعر الصرف في عام 2002 وعام 2003 المتغيرات الرئيسية في قوة النمو التوسعي. وقد عرضت في هذا الفصل لبعض البيانات والمعطيات المستخدمة في تفسير تطور الاقتصادات الأمريكية والعالمية. وبرغم أن المعطيات قد تتغير مع مرور الزمن، إلا أنني أعتقد أن الأساليب التحليلية ذاتها تنطبق على العام 2005 وما يليه. فالمتغيرات الرئيسية سوف تظل في معظم الاحتمالات التضخم وسعر الصرف.

