

مداولة الأثر الانتقالي في أسعار السلع هل انتهت قبل أن تبدأ؟

بقلم دافيد روزنبرغ

لدافيد روزنبرغ رأي خاص. والتحليل الجامع المقتضب الذي يقدمه هذا الاقتصادي المتخصص بشؤون أمريكا الشمالية يوماً إثر يوم للعديد من زملائه في شركة ميريل لينش Merrill Lynch وعملائها يعد مطالعة أساسية قد يقبل المرء بها أو لا يقبل. وهو العالم الذي نجح في عرض ما يعتقد أو يقترحه حيث أخفق الآخرون ذلك أن أعماله كلها تنم عن مجموعة قوية من المهارات في حسابات الكم. يربط روزنبرغ ما لديه من معطيات بالاقتصاد والسوق وفي هذه المهارة هو متفرد ونسيج وحده. يكمن إبداعه في تحليله لتغيرات الأسعار - التضخم وإزالة التضخم والانكماش. في مقالته هذه يتحدث عن التضخم في السلع. ومرة أخرى نجد إجماعاً في الرأي يلتقي مع ما يطرحه دافيد روزنبرغ ويواكبه.

ارتفعت قراءات مؤشر السعر الاستهلاكي ارتفاعاً يدعو للدهشة في أوائل عام 2004، فألقت بظلالها على الصورة الكبرى لما يبدو أنه لا يزال بيئة تضخم منخفض طال بقاءه. إنما ما يدعو للدهشة فعلاً أننا قد خرجنا لتونا من فترة امتدت لعامين ونصف العام كانت الأسعار فيها تسجل ارتفاعاً كبيراً - ناهيك عن الارتفاع الكبير الذي سجله سعر السكر بسبب حافز غير مسبوق في السياسة

المالية والنقدية - ومع ذلك كان التداول السعري عبر سلسلة العرض وحتى المستهلك الأكثر اعتدالاً في التاريخ الحديث. فقد دلت تقارير أسعار المستهلك لمنتصف عام 2004 على زيادات متأخرة في الأسعار كان المحرض لها السلع ذاتها، مثل ارتفاع أسعار النقل الجوي، وربما بعض الآثار على أسعار الألبسة الناجمة عن انخفاض قيمة العملة. وربما يكون السبب في ذلك التقارير الإحصائية الرسمية عن التضخم والتي تكون عادة متباطئة هي التي أشارت إلى ارتفاع طفيف في عام 2004 وهي التي جعلت عدداً من الشركات (مثل كاتربلر Caterpillar ومورتون Morton وكمبرلي كلارك Kimberly-Clark وP&G) تعلن عن ارتفاع في أسعارها في مطلع عام 2004 بهدف حماية هوامشها. لكن هذه الشركات فعلت ذلك في وقت كانت فيه دورة السلع تتجه على ما يبدو نحو مرحلة من النضج الجيد، لذلك لم يكن ثمة احتمال لتزايد مستمر في ضغوط التضخم. أسعار النحاس، مثلاً، كانت في منتصف عام 2004 في مرحلة هبوط من أعلى معدلاتها والأسعار العالمية للشحن انخفضت بمعدل 40 بالمائة. لكن الأكثر من ذلك أن المصدر الرئيس لتضخم السلع كان في الصين التي بدأ المصرف المركزي فيها بمبادرة لاستنزاف السيولة بهدف امتصاص النمو المتضائل في الطلب في أوائل العام 2004. أما المصدر الرئيس الآخر "للانكماش" خلال العام المنصرم - وهو ضعف قيمة الدولار الأمريكي - فقد بدأ يغير مساره في مطلع عام 2004، أيضاً.

لكن السؤال الذي لا يبرح يشغل الأذهان هو: هل الشركات التي هي الآن في المراحل النهائية للإنتاج في وضع يسمح لها بموازنة الأسعار المرتفعة للمدخلات بأسعار عالية للبضائع الجاهزة على أساس مستدام؟ (ولا تنس أن التضخم يعني عملية تكرار للزيادات في الأسعار، وليس حماية هامش الربح لمرة واحدة وتقتضي.) فالتقارير الصادرة بشأن التضخم في مطلع عام 2004 تشير إلى أن

الشركات لم تشهد في يوم من الأيام معاناة في تمرير أسعار التكلفة المرتفعة مثلما هو حالها في هذه الدورة. فهذا القدر الكبير من الركود والتباطؤ في سوق العمل في منتصف العام 2004 (حيث بلغت نسبة مشاركة قوة العمل أدنى معدل لها منذ خمسة عشر عاماً، وكانت نسبة الوظائف إلى عدد السكان في أدنى معدل لها في عشرة أعوام) وفي سوق المنتج (حيث كان قريباً جداً من 75 بالمائة في استخدام الطاقة الإنتاجية في قطاع التصنيع) لا يمكن أن يكونا نقطة انطلاق لأي تحسن في أسعار المواد وسط هذا التضخم الكلي. وكما سوف يبين لنا هذا الفصل من الكتاب فإن المكاسب الكبرى في سوق مضاربات السلع هي الآن وراءنا وليست أمامنا.

كانت النشرات الشهرية عن بيانات التقلبات في مؤشر سعر المنتج (PPI) ومؤشر سلع المستهلك CPI هي المهيمنة على اهتمامات السوق في عام 2004. ومع ذلك قد يرغب المؤرخون بالاطلاع على ما جرى في هذه الفترة ولعلمهم يقولون إنها فترة شهدت تضخماً سجل ذروته للمرة الأولى في أربعين عاماً حيث وصلت إلى 2 بالمائة أو أقل.

أوجه الشبه لتصاعد أسعار السلع في ست دورات:

غالباً ما يدوم متوسط فترة السوق الآخذ في الصعود في أسعار السلع ثلاثين شهراً (انظر الشكل 11.1). فما السبب في ذلك؟ في حزيران/يونيو 2004 كانت دورة ارتفاع الأسعار قد بلغت تسعة وعشرين شهراً. لكن هذه الفترة من حيث وسطي ارتفاع السعر شهدت ارتفاعاً بلغ 55 بالمائة وفق مؤشر مكتب بحوث السلع رغم أن المعدل الوسطي يبلغ حوالي 35 بالمائة، ذلك أن "المتوسط" قد مال إلى ارتفاع كبير في مطلع السبعينيات (بسبب أوبيك OPEC والحرب في الشرق الأوسط والأزمات التي تعرض لها الدولار). غير أن هذه الدورة الأخيرة التي بدأت في شهر تشرين الثاني / نوفمبر عام 2001 قد شهدت ارتفاعاً بمعدل 45

بالمائة في مؤشر مكتب بحوث السلع. ومرة أخرى نقول إنه من حيث ضخامة الارتفاع فإن الوجه الأفضل لهذا التباين في الارتفاع هو على الأغلب وراءنا، وليس أمامنا. وهذا يعني بعبارة أخرى أننا الآن في مرحلة نضج جيد في دورة ارتفاع الأسعار. وقد تكون سياسة الصين النقدية التقييدية هي العامل الذي يجعل هذه الدورة أقل طولاً من سابقتها.

دورة وديعة فريدة في نوعها:

الشيء الفريد المميز لهذه الدورة تجسد في التداول السعري عبر سلسلة العرض وحتى المستهلك الذي لم يكن في يوم من الأيام وديعاً ولطيفاً كما هو حالياً. فإذا حاولنا أن نعرف تطورات هذا التداول عبر التاريخ نجد أن 40 بالمائة أو أكثر قليلاً من الارتفاع السعري على مستوى CRB (مكتب بحوث السلع) ينتقل في نهاية المطاف إلى المرحلة المتوسطة من مؤشر سعر المنتج و 30 بالمائة تنتقل إلى مستوى البضاعة الجاهزة وفق مؤشر سعر المنتج. PPI لكن الذي حصل هذه المرة أن 18 بالمائة فقط انتقلت إلى البضاعة

المتوسطة وفق مؤشر PPI و 13 بالمائة فقط انتقلت إلى مستوى البضاعة الجاهزة وهذا يعني أن الدورة السالعية هذه شهدت ما هو أقل من نصف الاستجابة السعرية الاعتيادية عبر قناة سعر المنتج.

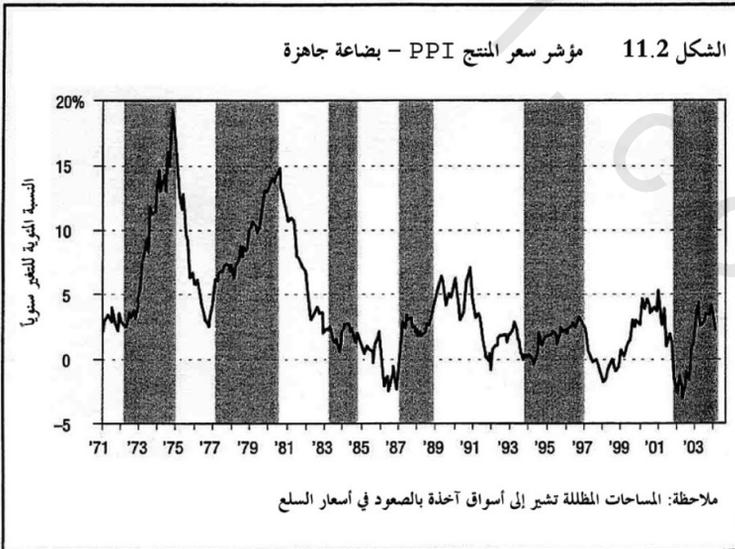
أما بالنسبة لمؤشر سعر المستهلك CPI الإجمالي فمن "الطبيعي" أن نرى ما يقرب من 30 بالمائة من ارتفاع الأسعار في الطرف الخلفي لمنحنى الإنتاج تنتقل إلى مرحلة البيع بالتجزئة - لكن هذا الأمر لم يحصل في هذه الدورة. فالذي حصل وشهدناه هو أن 13 بالمائة فقط من الزيادة الأولية في الأسعار انتقلت إلى مستوى مؤشر سعر المستهلك CPI، وكان ذلك في أغلب الأحوال في قطاعي الطاقة والغذاء. وفي الوقت نفسه انتقل ما هو أقل من 10 بالمائة من هذه الزيادة

في أسعار السلع إلى مؤشر سعر المستهلك الأساسي CPI وهو أمر غير معتاد إطلاقاً. ففي الماضي كانت المداولة السعرية 27 بالمائة. من أجل ذلك فإن قدرة مداولة تكاليف المواد الخام العالية في المرحلة الأساسية من مؤشر سعر المستهلك هي حالياً تعادل ثلث ما كانت في المتوسط في الدورات السابقة (انظر الشكلين 11.2 وحتى 11.5).

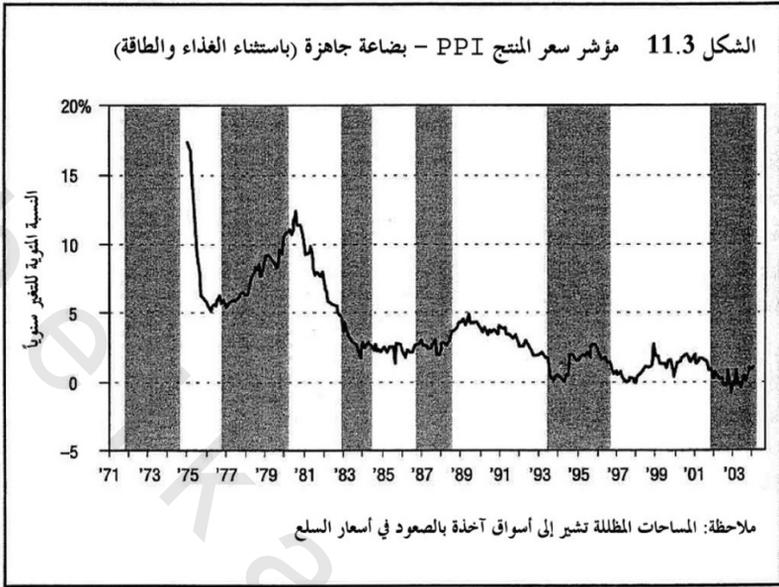
الشكل 11.1 تزايد أسعار السوق في قطاع السلع

المدة (شهور)	المعدل السنوي	النسبة المئوية للتغير	التاريخ
33	34.8%	127.5%	من 1974/8 - 71/11
40	12.9%	49.7%	من 1980/2 - 76/10
17	19.4%	28.6%	من 1984/5 - 82/12
23	16.6%	34.2%	من 1988/7 - 86/8
38	9.9%	34.7%	من 1996/8 - 93/6
30	18.7%	55.0%	الوسيطي
29	15.5%	44.3%	من 2004/4 - 2001/11

المصدر: مكتب بحوث السلع، ميريل لينش



المصدر: مكتب بحوث السلع ومكتب إحصاء العمل



المصدر: مكتب بحوث السلع ومكتب إحصاء العمل

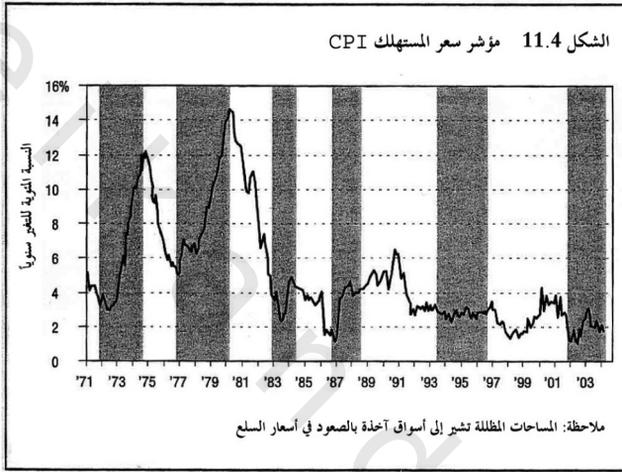
لا استثناءات بين القطاعات:

هنالك علامة فارقة تميز هذه الدورة عن الدورات السابقة، ذلك أن التداول من أسعار السلع العالية إلى السعر النهائي للبضاعة كان في هذه الدورة أقل منه في أية دورة سابقة وفي جميع قطاعات الاقتصاد. وفيما يلي أربعة أمثلة توضح ذلك:

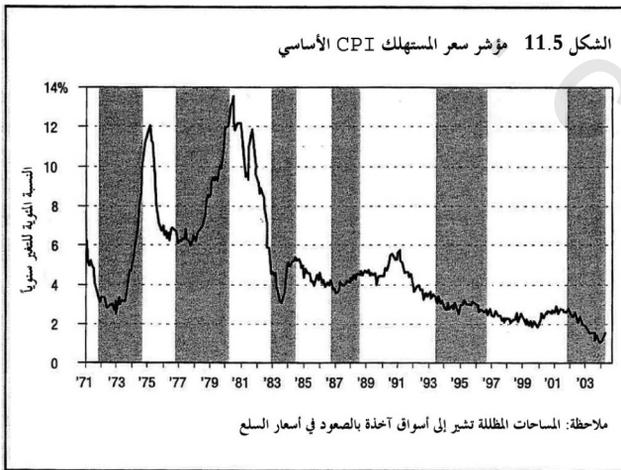
شركات الطيران - اعتادت شركات الطيران أن تمرر 31 بالمائة من ارتفاع التكاليف في الوقود إلى أسعار أجور الرحلات. لكن هذه المرة تختلف عن سابقاتها حيث كان التمرير ضعيفاً بصورة استثنائية. فقد ارتفعت أسعار النفط 78 بالمائة، وظلت أسعار أجور الرحلات ثابتة على حالها منذ شهر تشرين الثاني/ نوفمبر 2001.

المنسوجات - من المعتاد أن تنتقل ما نسبته 11 بالمائة من ارتفاع تكاليف

الخيوط إلى مؤشر الألبسة في مؤشر المستهلك، لكن هذه الدورة مختلفة ذلك أن أسعار الألبسة انخفضت بسبب العولة بمقدار 5 بالمائة رغم أن مؤشر المنسوجات بحسب مكتب بحوث السلع ارتفع بمعدل 20 بالمائة تقريباً. ومرة أخرى نشير إلى أننا لم نشهد مثل هذا التغير في الدورات السابقة - وها هو ذا وقد استمر لثلاثة أعوام.



المصدر: مكتب بحوث السلع ومكتب إحصاء العمل



المصدر: مكتب بحوث السلع ومكتب إحصاء العمل

المعادن الأساسية - إنها فترة قياسية لتصاعد أسعار المعادن الأساسية فقد ارتفع مؤشر المعادن بحسب مكتب بحوث السلع بمعدل 86 بالمائة، أي أكثر من ضعف ما هو معروف تاريخياً. تشير السجلات أن شركات الحديد والصلب / المعادن قد استطاعت في مراحل سابقة أن تتقل ما نسبته 72 بالمائة من الزيادة في أسعار المعادن الأساسية إلى الشركات التي تتعامل معها. لكن شركات صنع السيارات كانت أقل حظاً من غيرها، حيث اعتادت عبر التاريخ أن تمرر 35 بالمائة فقط ووسطياً من ازدياد تكلفة المعادن إلى وكلائها الموزعين. أما في هذه الدورة فقد وجدنا وفق حساباتنا أن 8 بالمائة فقط من الزيادة في أسعار المعادن قد انتقلت عبر شركات مصانع السيارات - أي ما مقداره ربع التداول المعتاد. وفي غضون ذلك، لم تستطع مصانع السيارات أن تمرر أسعاراً أعلى للمدخلات. أما على مستوى الموزعين والوكلاء (أي مؤشر سعر المستهلك) فقد انكسرت الأسعار الجديدة للسيارات بمعدل 3/4 بالمائة منذ شهر تشرين الثاني/نوفمبر 2001.

الأغذية - ارتفع مؤشر الأغذية وفق مكتب بحوث السلع بمعدل 44 بالمائة خلال هذه الدورة السلعية أي بزيادة قدرها 10 بالمائة عن وسطي الارتفاع لهذه المجموعة من السلع. وقد شهدنا عبر التاريخ نحو 30 بالمائة من الارتفاع في الأسعار ينتقل إلى منتجي المرحلة النهائية (مثل شركة كيلوغ Kellog وشركة جنرال ميلز General Mills وشركة نابسكو Nabisco) وإلى باعة التجزئة أيضاً (مثل شركة ماكдонаلد McDonalds وسيفوي Safeway). أما في هذه الدورة فإن ما نسبته أقل من 20 بالمائة من تكاليف المواد الأولية قد انتقلت إلى مؤشر سعر المنتج PPI النهائي ولمرحلة سعر التجزئة (مؤشر سعر المستهلك CPI)، أي إن محلات البقالة قد تحملت معدل تداول في السعر قدره 12 بالمائة فقط - أي أقل من نصف ما كان يحصل في الدورات السابقة - ومعدل قدره 14 بالمائة في قطاع المطاعم لهذا المؤشر لسعر المستهلك CPI.

"الوضع مختلف هذه المرة":

لا يحب الاقتصاديون استخدام عبارة "الوضع مختلف هذه المرة"، ومع ذلك فهو فعلاً مختلف هذه المرة، لا سيما وأن ثمة أمرين على جانب كبير من الأهمية يميزان هذه الدورة عن الدورات السابقة. فهذه هي الدورة التي شهدت أول ازدهار في السلع ترافق مع وجود زيادات كبرى في أسواق المنتجات والعمالة على السواء.

في الدورات السابقة للسلع كانت الظروف صعبة وشديدة مادياً في كلا هذين السوقين. فنتيجة ارتفاع أسعار السلع حصل العمال على مكاسب كبيرة في أجورهم. وكانت الشركات ملزمة بذلك إما لأن ظروف أسواق العمل كانت صعبة جداً أو لأن النقابات العمالية كانت شديدة القوة والتأثير - ونتيجة لذلك مالت وحدة تكلفة العمل إلى الارتفاع، وبخاصة حيث كانت الإنتاجية تتزايد بسرعة بطيئة جداً. أمام هكذا وضع لم يكن أمام الشركات سوى أن ترفع الأسعار كثيراً وعلى مرات متتالية. فتولدت جراء ذلك حلقة مفرغة.

لكن هذه الظروف غير موجودة اليوم. صحيح أن عرض السلع ضعيف، لكن عرض العمالة ليس ضعيفاً كما كان في الدورات السابقة. فالمعدل الإجمالي للبطالة - ويشمل هذا المعدل العمال المحبطين العائدين والعمال ذوي الانتماء الهامشي والعمال الذين يعملون عملاً جزئياً لأنهم لا يجدون عملاً يملأ أوقاتهم كلها - استقر عند 9ر6 بالمائة في نيسان / أبريل 2004 ودون تغيير يذكر عن المعدل المسجل في نيسان/أبريل 2003، بالرغم من معدلات النمو العالية في الطلب المحلي. وحتى حين بدأت الشركات في منتصف عام 2004 بتوظيف عمال جدد لم تتمكن الأجور من مجاراة الأسعار وبالتالي كان المعدل الحقيقي للمكاسب الأسبوعية ثابتاً في أساسه خلال الفترة الممتدة من منتصف 2003 وحتى منتصف 2004. وحقيقة الأمر أنه كان ثمة ضعف شديد في سوق العمالة ما

جعل أرباب العمل يشعرون بعدم وجود ضغط كافٍ لرفع الأجور. وفي الوقت نفسه تبين الروزنامة الخاصة بالعمالة أن المفاوضات بين النقابات والإدارة كانت تتركز بصورة رئيسة حول قضايا تتعلق بالرعاية الصحية وضمان العمل ولم تكن تدور حول الرواتب والأجور. وفي هذا اختلاف كبير عما عرفناه في السبعينيات من تقلبات في التضخم حين تسببت القوة المتزايدة لنقابات العمال والندرة الشديدة في سوق العمالة في ارتفاع وحدة كلفة العمل بمقدار ما يزيد عن 7 بالمائة عن وسطي المعدل السنوي لها.

التاريخ	النسبة المئوية للتغير	المعدل السنوي
1984/8 - 71/11	21.2%	6.7%
1980/2 - 76/10	30.2%	7.8%
1984/5 - 82/12	0.1%	0.0%
1988/7 - 86/8	7.3%	3.6%
1996/8 - 93/6	2.5%	0.8%
الوسطي	12.3%	3.8%
2004/4 - 2001/11	-4.6%	-1.7%

المصدر: مكتب التحليل الاقتصادي وميريل لينش

وعلاوة على ما تقدم، لوحظ تراجع في العقود الثابتة للأجل الطويل، التي تضمن عادة زيادات في الأجور وفي التعديلات الخاصة بكلفة المعيشة (وهذا ما تميزت به أعوام السبعينيات). كما أن نسبة العمال المنتسبين إلى النقابات من أصل عدد أفراد قوة العمل قد تراجعت إلى نحو 10 بالمائة أو أكثر قليلاً، وهذا أدنى معدل لها لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، ونصف مستواها الذي كانت عليه خلال السنوات "الرديئة" للتضخم في عقدي السبعينيات والثمانينيات. كان

من نتيجة ذلك أن أصبح أرباب العمل قادرين على إبقاء تكلفة العمالة تحت السيطرة وبالتالي مالت وحدة تكلفة العمل إلى الانخفاض ليصبح المعدل السنوي لها 17ر1 بالمائة منذ انخفاض مؤشر مكتب بحوث السلع CRB قبل ثلاث سنوات. وقد أسهم هذا التوجه في إبقاء التضخم في حال سكون عبر قناة هذه الدورة، ولعله هو السبب الرئيس الذي جعل كلاً من مصرف الاحتياطي الفدرالي وسوق الأوراق المالية قادرين على "التفحص بعناية" للتداعيات التضخمية لارتفاع أسعار السلع.

أما فيما يتعلق بالبضائع، فقد كانت معدلات استخدام الطاقة الإنتاجية CAPU للصناعات تتراوح حول معدل وسطي قدره 81 بالمائة في الدورات السابقة لازدهار السلع. وفي هذه الدورة كان وسطي المعدلات التشغيلية 75 بالمائة، ما جعل الشركات أقل قدرة على تمرير زيادات الكلفة عما كانت عليه في الدورات السابقة.

ومن غير المتوقع أن تتغير هذه التوجهات على المدى القريب. فالإنتاجية لا تزال قوية وامتصاص هذا الركود المتزايد في سوق العمالة وسوق المنتج سوف يستغرق وقتاً طويلاً.

ماذا لو كانت دورة السلع أكثر قريباً إلى نهايتها من بدايتها

تحمل الرياح بعض التغيرات التي تدل على أن أسعار السلع في طريقها إلى الارتفاع. ويبدو أن أربعة أشياء قد أصابها التغيير في النصف الأول من عام 2004، وهي:

أولاً: تتجه السلطات الصينية إلى الحد من النمو في الطلب. فقد طبقت زيادة في أسعار الفائدة المباشرة في نيسان / أبريل 2004، وفي شهر أيار / مايو عملت على الحد من هذا النمو من خلال رفع مشروطية احتياطي القطاع

المصرفي من 7 بالمائة إلى 7.5 بالمائة. وحيث أن الصين تعد أكبر مستهلك للنحاس في العالم، وثاني أكبر مستهلك للألومنيوم، وثالث أكبر مستهلك للنيكل، فإن أي تباطؤ في الاقتصاد الصيني سوف يؤثر في أسعار هذه المجموعة من المعادن الأساسية.

ثانياً، يبدو أن قيمة الدولار الأمريكي التجارية قد وصلت إلى الحضيض. كان أدنى مستوى وصل إليه الدولار في شهر شباط/فبراير 2004، بعد ذلك ارتفع بمعدل 7 بالمائة تقريباً في أيار/ مايو 2004 مقابل انخفاض متواصل شهده في معظم العام 2003، وهذا ما أضاف حافزاً جديداً للانكماش على الصعيد العالمي.

ثالثاً، يبدو أن ثمة إجماعاً قوياً في الرأي بأننا نعيش الآن في حالة من التوسع العالمي المتزامن. غير أن المؤشر الرئيس لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD قد أظهر تراجعاً ما بين آذار / مارس وأيار / مايو 2004، وأن توجهات الشهور الستة المحولة إلى معدل سنوي في شهر أيار / مايو 2004 أظهرت أيضاً تراجعاً عن ذروة معدلات النمو المسجلة في أواخر عام 2003. وما يمكن أن نستخلصه من هذه المقاييس هو أن النمو العالمي للإنتاج سوف يشهد تراجعاً على الأرجح حتى نهاية عام 2004.

رابعاً، سجل مؤشر "البلطيق الجاف" Baltic Dry Index (وهو مؤشر الشحن العالمي الذي يعد عادة مؤشر التثبيت لمجموعة السلع) معدلاً أقل من ذروته السابقة بمقدار 40 بالمائة.

لقد كان التركيز الاستثماري منذ وقت طويل حول أي من القطاعات سوف يكون الاستثمار فيه طويلاً وأياً قصيراً خلال أسواق مضاربات السلع. لكن التوجه الآن من خارج الإجماع قد يكون دعوة للشروع بتركيز الاستثمارات حول الأداء النسبي للقطاعات حالما تصل دورة السلع إلى ذروتها.

لقد كانت معطيات مؤشر سعر المستهلك لعام 2004 مفاجأة كبرى حقاً وإن تكررت فإن ذلك ليدعو للارتياح بأن التقييد المنتظر الذي يعتزم مصرف الاحتياطي الفدرالي القيام به سيكون مقتضياً وأبتر. ويمكن القول إن التضخم الملازم له سوف يرتفع قليلاً اعتباراً من منتصف عام 2004، بينما تبقى المقارنات السنوية على الأساس الشهري تحمل التحديات لما يتبقى من عام 2004. لكن السؤال الهام الذي ينبغي أن يطرح هو ما إذا كان من الممكن استدامة الزيادة في الأسعار للمرة الواحدة. وحيث إنه توجد الآن إشارات لتداولات مرتفعة في أسعار المواد الخام فمن المرجح أن يبقى التضخم لطيفاً حتى عام 2005.

بيد أن الشيء الأساسي هو أننا شهدنا حالياً أكبر تخفيف عرفته السياسة المالية والنقدية في تاريخنا الحديث وانخفاضاً في قيمة الدولار على مدى عامين متواصلين وتزايداً نموذجياً في أسعار السلع. وما يتبقى لدينا هو التالي:

اعتباراً من شهر نيسان / أبريل 2004 كانت الأسعار الأساسية للمستورادات بمعدل +2ر4 بالمائة سنوياً، ومؤشر سعر المنتج PPI الأساسي أكثر من 1ر5 بالمائة سنوياً، وعامل الانكماش لمؤشر PCE (الإنفاق الاستهلاكي الشخصي) هو +1ر4 بالمائة على أساس سنوي خلال الربع الأول وعامل الانكماش للناتج المحلي الإجمالي هو +1ر7 بالمائة على أساس سنوي في الربع الأول، وعامل الانكماش لسعر الشركات غير المالية هو +0ر5 بالمائة على أساس سنوي في الربع الرابع من عام 2003، وأخيراً، المؤشر الأساسي لسعر المستهلك CPI في نيسان / أبريل 2004 هو +1ر8 بالمائة على أساس سنوي. ولكن هنالك شكوى من نقاد كثيرين بخصوص التعامل مع قطاع الإسكان في مؤشر سعر المستهلك ولا سيما فيما يتعلق بمنهجية "الإيجار المنسوب له" والتحميل الكبير لهذا القطاع في هذا المؤشر. وإذا أجريت معادلة وضبط لهذا القطاع باتخاذ المتوسط لـ 192 سلعة وخدمة يضمها هذا المؤشر، فإن قياسه يظل مرتفعاً بمعدل 1ر9 بالمائة على

أساس سنوي (اعتباراً من نيسان/ أبريل 2001) بينما لا يتجاوز أساس مؤشر سعر المستهلك ارتفاعاً قدره 1ر2 بالمائة. ولذلك فإن النتيجة النهائية هي إن كل مقياس لضغط التضخم يسير ضمن إطار تعريف مصرف الاحتياطي الفدرالي لاستقرار الأسعار أي في مجال 1 بالمائة إلى 2 بالمائة، ومعظمها يظل نحو الطرف الأدنى لهذا المجال. صحيح أن سعر الأموال الفدرالية في شهر أيار/مايو 2004 كان في أدنى مستوى له حين سجل 1 بالمائة مقابل تقديرات قانون تايلور Taylor Rule للسعر "المحايد" البالغ حوالي 2ر5 بالمائة، إلا أن هذا السعر يحرك نمواً كبيراً في النقود يبلغ 4ر5 بالمائة وهو سعر ينسجم انسجاماً تاماً مع استقرار الأسعار. وإذا كان التضخم يعني "نقوداً كثيرة تلاحق بضائع قليلة" فينبغي لنا أن نسأل من يتحدثون عن التضخم أين هي الأموال؟! ○ ○