

مؤشر الديون وفقاً لـ (موريس أليه)

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي^١

لقد مرّ أكثر من ثلاثين عاماً منذ أن أصبح (موريس أليه) متحمساً لـ "مؤشر الالتزامات المسبقة" مقابل المستوى العام للأسعار. وهو لم يكن أول من دافع عن مؤشر الديون، ففي القرن التاسع عشر كان هناك جورج بيجهوت وجوزيف لوي وويليام س. جيفونز، وفي القرن العشرين دافع اقتصاديون فرنسيون أمثال: إتيان هيرش، ومارسيل بويتو، عن قضية مؤشر الديون.

تم حظر مؤشر الالتزامات المالية المسبقة عام ١٩٥٨ في فرنسا، ثم أجاز عام ١٩٥٩ مقابل مؤشرات محددة؛ ومؤشر الديون مقابل المستوى العام للأسعار يجعل إلغاء مؤشر الأجور مُحرجاً من الناحية السياسية خاصة إذا كانت الحكومة غير مصممة على مكافحة التضخم.

إن السمة المميزة لتحليل (موريس أليه) هي دعوته لوضع مؤشر (إلزامي) للالتزامات المالية الشاملة التي تمتد لسنة فأكثر، مقابل "مؤشر سعر موحد"؛ وذلك لأغراض الفهرسة؛ أي ليس للقروض والديون فقط ولكن للأجور وأنواع الدخل الأخرى كإيجارات الأراضي والإسكان والمعاشات السنوية، إلخ. وكان المؤشر المرجعي المقترح هو معامل انكماش GNP، والنقطة الحاسمة هي أن يكون مرجعاً موحداً لجميع العقود ليعكس المستوى العام للأسعار، وبرأي موريس فإن معامل انكماش GNP الاسمي يستغرق تحديده سنة بالضبط؛ مع إمكانية تقديره بشكل شهري.

تستند حالة (موريس أليه) إلى الاعتبارات الأخلاقية والكفاءة الاقتصادية. فاقتصاد الأسواق هو شرط من شروط الكفاءة الاقتصادية، ويمكن أن يكون مقبولاً حقاً فقط إذا كان يحترم الحد الأدنى من المبادئ الأخلاقية.

انطلق (موريس أليه) مطولاً (في الفصلين السادس والسابع من "ضريبة الدخل والإصلاح النقدي") من ظلم التضخم، والذي كان أثره الرئيسي؛ تمكين توزيع الدخل بطريقة ما، والسماح بنقل مستمر للثروة على حساب المدخرين ولصالح المقترضين. وهذا اعتراف بأن عمل الاقتصاد يجب أن يستند إلى خداع دائم، يكون المقرضون هم الضحايا فيه، وهو موقف يكون غير مقبول تماماً وغير أخلاقي في محاولة الدفاع عنه. وبكلمات

^١ Sylviane Guillaumont Jeanneney, The indexation of debt according to Maurice Allais, 10.05.2019, www.fondationmauriceallais.org, link

واضحة، لا يمكن أن يكون لرفض الفهرسة أي معنى آخر سوى إضفاء الطابع المؤسسي على السرقة. وعلى النقيض من ذلك، إذا ساد الانكماش، فإن الوضع ينعكس؛ حيث يتدهور المدينون في حين أن الدائنين يتمتعون بامتيازات غير ملائمة وهو وضع غير مقبول على الإطلاق.

ولا يعتبر سعر الفائدة معوضاً عن التضخم الحاصل لأنه لا يستقر عند المستوى نفسه.

ويشمل مؤشر الديون تعديل قيمة السداد للدين وفقاً لمؤشر المستوى العام للأسعار وتطبيق معدل الفائدة المحدد في عقد القرض على مبلغ الدين؛ حيث يعاد تقييمه كل عام بنفس الطريقة.

يتضمن استخدام أسعار الفائدة المتغيرة فهرسة سعر الفائدة على القرض (وليس قيمة القرض نفسه) مقابل سعر فائدة السوق (وليس معدل التضخم)؛ فإذا كان سعر السوق المحدد كمرجع يتطور تبعاً لمعدل التضخم المتوقع، فإن هذا يرقى إلى فهرسة معدل الفائدة مقابل معدل التضخم المتوقع. وتتميز معدلات الفائدة المتغيرة عن أسعار الفائدة القابلة للتعديل؛ ففي الحالة الأولى، يتم احتساب الفائدة المستحقة قبل بضعة أيام من استحقاقها، بينما في الحالة الأخيرة يتم احتساب الفائدة قبل أن تبدأ في التراكم، أي قبل سنة واحدة، ويبقى المبدأ الأساسي للمؤشر كما هو.

وعلى الرغم من أن استخدام معدلات الفائدة المتغيرة أو القابلة للتعديل غالباً ما يتم مقارنته بمؤشر الديون، فإن نتائج هاتين العمليتين متباينة، خاصة فيما يتعلق بجدول تسديد الديون. ومع وجود مؤشر للديون بشكل صحيح، يطلق على عبء الديون المعبر عنه بشروط (سعر ثابت) حقيقي كما في ظل ظروف الاستقرار النقدي، بغض النظر عن مستويات التضخم. وعلى النقيض من ذلك، فإن عبء أسعار الفائدة (المتغير أو المعدل القابل للتعديل) عبء الديون الذي يعبر عنه مرة أخرى بالقيمة الحقيقية يتفاقم في السنوات الأولى ويخف في السنوات الختامية، وهو ما يزيد من حدة التضخم ومعدل السوق.

مثال: بفرض التضخم المستمر 10٪ سنوياً. فإذا تعاقد الوكيل على قرض بقيمة 100 يورو لفترة عشر سنوات، مفهرساً عند مستوى العام للأسعار، بمعدل فائدة 2٪؛ سيدفع فائدة 2.2٪ في السنة الأولى، 2.4٪ في السنة الثانية وهكذا؛ 10٪ أكثر كل عام، بحيث أنه بعد 10 سنوات إذا قام بتسديد 259.37 يورو، أي بالقيمة الحقيقية، فإن تكلفة الفائدة لا تزال تساوي 2 يورو في السنة والسداد يساوي 100 يورو، ليكون وضعه متطابقاً تماماً مع ما كان سيحدث إذا بقيت قيمة المال مستقرة. وبفرض أن الوكيل يستعير نفس القدر، لكن بمعدل فائدة مفهرس إلى EONIA زائد 2٪، بفرض أن EONIA تساوي معدل التضخم. فستبلغ تكلفة الفائدة 12

يورو في السنة، ويسدد ١٠٠ يورو في العام ١٠. وسيصل حساب خدمة الديون بالقيمة الحقيقية ١٠.٩ يورو في العام الأول (مقابل ٢ يورو في المثال الأول)، ٩.٩ في العام الثاني ويقل كل عام. ويكون السداد بعد ١٠ سنوات ٣٩ يورو فقط.

إن ارتفاع معدل الفائدة في أعقاب التضخم يغير طبيعة الفائدة المدفوعة: فلم يعد مجرد الدخل الناتج عن الأموال المقترضة؛ يصبح جزئياً السداد المتوقع للديون المتعاقد عليها. وهذا يلقي الضوء على سبب تردد الشركات في استخدام هذا الإجراء لتمويل مشاريع استثمارية طويلة الأجل في مواجهة عدم اليقين بشأن التضخم وأسعار الفائدة المستقبلية، وقد يجد المقترضون غير الحذرين أو غير المطلعين أنفسهم غير قادرين على خدمة ديونهم. إن المخاطر التي يديرها المقترضون الصغار (خاصة الأسر التي تقترض لشراء منزل) هي أكبر بكثير لأن المنتجات المالية تصبح أكثر تعقيداً مع الأنظمة المختلطة (أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة) ومنتجات المشتقات (مقايضات وخيارات السوق).

العقود الآجلة على سندات الدين، سواء تم تداولها بالاتفاق المتبادل أو في سوق العقود الآجلة المالية، تمكن المقرض أو المقترض من تأمين أنفسهم ضد التباين في سعر الفائدة غير المتوقع من قبل السوق عن طريق التحوط، أي من خلال تنفيذ المعاملة العكسية إلى تلك التي يتم ارتكابها: يبيع المقرض أداة الدين من خلال عقد آجل، ويشتريها المقترض، بسعر متفق عليه مقدماً. وبقدر ما تعكس تقلبات أسعار الفائدة تغيرات في التضخم، فإن المعاملات الآجلة تجعل من الممكن حماية النفس من انخفاض أدوات الدين بسبب التضخم.

مثال: يمتلك الوكيل أداة الدين التي تحقق فائدة بمعدل فائدة ثابت يبلغ ١٠٪ على أساس معدل التضخم المتوقع بنسبة ١٠٪. لكنه يخشى من أن التضخم قد يكون أعلى من المتوقع وأن تسارعه سيؤدي إلى ارتفاع في أسعار الفائدة وإلى انخفاض مماثل في سعر السوق لسنداته. لذلك يقرر إعادة بيع ما يعادل الأصل الذي يملكه، بحيث إذا كان سعره النقدي أقل من السعر الآجل، عندما يصل موعد تسليم عقده المستقبلي، فإنه سيحصل على الفرق. إذا قام بعد ذلك بإعادة استثمار هذا الربح، فإن القيمة الحقيقية للمحفظة ستبقى دون تغيير. وبالطبع إذا تبين أن التضخم أقل مما هو متوقع، وأن سعر الفائدة ينخفض، فسوف يتكبد خسارة، ستقابلها الفائدة (المفرطة الآن) التي تلقاها. وينطبق منطق معاكس من وجهة نظر المقترض.

لكن هذه الآلية تخضع لحدود صارمة. وكما هو الحال في أسعار الفائدة المتغيرة، فإن الصلة بين أسعار الفائدة السوقية ومعدلات التضخم هي خسارة فضفاضة، وبالتالي فإن الحماية الممنوحة لا يمكن الاعتماد عليها؛ بما أن

معاملات العقود الآجلة تمتد عموماً على مدى عام على الأكثر، فيجب تجديدها بشكل دوري. وكما يؤكد (موريس أليه)، فهي معقدة ومكلفة وليست في متناول الشركات الصغيرة أو الأسر.

ثمرة تحليل (موريس أليه)

إن تردد العديد من الاقتصاديين في تبني مؤشر الأجور يفسر سبب استمرار حظرها في فرنسا، على عكس دول أخرى مثل بلجيكا. لكن حظر وجود مقياس منخفض للأجور لا يوقف الأجور من التطور على المدى الطويل في ارتباط وثيق مع المستوى العام للأسعار، حتى لو كان هذا الارتباط قد اهتز خلال فترات تجميد الأجور كما في عام ١٩٨٢ في ظل السياسة الصارمة لجاك ديلاورز، وعلى الرغم من أن الفقرات التي تنص على وضع مؤشر مقارنة لمؤشر عام للسعر لا تزال ممنوعة، فإنها تحدث في بعض الاتفاقات الجماعية، خاصة في قطاعات الصناعات الكيماوية والنسيجية.

وفيما يتعلق بحظر الديون المفهرسة، وعلى الرغم من أن نظام ١٩٥٨ لم يتم إبطاله رسمياً، فقد تم إفراغه بشكل كبير من محتواه. وهكذا شهد عام ١٩٩٨ أن الدولة الفرنسية نفسها بدأت في إصدار سندات مفهرسة مقابل المؤشر الوطني لأسعار المستهلك. وعلاوة على ذلك، وبسبب عدم التقيد بالأحكام العامة للحظر، أُذن بالتحوط ضد أسعار المستهلكين بالنسبة للديون وللمستقبل المالي (٢٠٠١)، وفيما بعد المؤسسات الإقراض وللمؤسسة الوطنية للإقراض والصرف (الوصي العام).

في الوقت الحالي، يعتبر السوق الأمريكي أكبر سوق للسندات الحكومية المفهرسة من حيث القيمة السوقية وحجم التجارة، تليها سوق منطقة اليورو، التي تجاوزت سوق المملكة المتحدة منذ عام ٢٠٠٣. وقد صاحب تطوير السندات المفهرسة إنشاء منتجات مشتقة: أسواق العقود الآجلة والخيارات وأسواق المقايضة.

ومع ذلك، فمن اللافت للنظر أن الأوراق المالية المرتبطة بالمؤشرات ما زالت تمثل جزءاً صغيراً وإن كان متنامياً من الدين العام وتتركز في الاستحقاقات طويلة الأجل (عشر سنوات وأكثر). علاوة على ذلك، فإن الأوراق المالية التي يتم إصدارها من القطاع الخاص تمثل مبلغاً أقل بكثير وتأتي بشكل رئيسي من المؤسسات المالية. في منطقة اليورو في عام ٢٠٠٩، كانت سندات الدين القائمة، بغض النظر عن عملة الإصدار، تمثل ٣١٣ مليار يورو، أي أقل من ٣٪ من الأوراق المالية طويلة الأجل باستثناء الأسهم وأقل من ٩٪ من الأوراق المالية ذات معدل متغير. وتجدر الإشارة أيضاً إلى أنه لا يبدو أن عملية وضع المؤشرات قد انتشرت إلى قروض المؤسسات المالية؛ لأنها

أعطت أفضلية لأدوات مالية أخرى تعتقد أنها توفر الحماية لعملائها أو نفسها ضد عدم التيقن من توقعات التضخم، خاصة المتغيرة أو معدلات الفائدة القابلة للتعديل .

في حين أن النقاش حول المؤشر قديم، يبدو لي أن الأزمة المالية والاقتصادية الحالية يجب أن تحفز الاهتمام المتجدد بالموضوع. إن النقد الذي قدمه (موريس أليه) عن الابتكارات المالية كبداية لمؤشر الدين، تُنبئ بأزمة "الرهن العقاري" وإعلانه أن تدويل الأسواق المالية مع تصاعد المضاربة جعل الأمر أكثر إلحاحاً لتقليل عدم اليقين من خلال مؤشر الالتزامات. تعزى تجاوزات النظام المالي التي أدت إلى الأزمة الحالية إلى اختفاء المعايير الأخلاقية الدنيا من تصميم المنتجات المالية، وبشكل أعم من تنظيم الرأسمالية. كما كتب (موريس أليه) في عام ١٩٩٠، **لم يعد هذا الأمر اقتصادياً بل صار لعباً للمقامرة في كازينو عالمي ضخم**. والمضاربة التي تكون في إطار مؤسسي مناسب لتحقيق الاستقرار والمنفعة بشكل أساسي، تصبح مزعزعة للاستقرار وضارة في سياق مؤسساتنا الحالية .

الائتمان الموسع الدور، يعني أنه بارتفاع قيمة العقار المرهون؛ يحق للمقترض أن "يرفع" ديونه في حدود الارتفاع، لقرض آخر غير القرض الأصلي. وبما أن الكمية الهائلة من قروض الرهن العقاري قد رفعت أسعار العقارات، فإن ديمومة التوسع الائتماني ستكون مستمرة.

عملية التوريق، التي تشارك فيها البنوك تشمل مخاطر مثل هذه الديون مع مؤسسات أخرى، خففت من وعيها بهذا الخطر. أدى الانخفاض في أسعار الفائدة وعائدات القروض إلى تضمين مجموعة التوريق في الالتزامات ذات المخاطر المتزايدة، وبالتالي أقل سيولة وأكثر ربحية. وهكذا أصبح ثلثا قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة "توريق"، عبر عملية شملت في الغالب عدة مراحل من تجميع الائتمان. في نهاية هذه العملية، قام المستثمرون (صناديق الاستثمار المشترك وشركات التأمين) بشراء هذه المنتجات المهيكلة عن طريق التنويع أو تحسين العوائد، وكل ذلك بسهولة أكثر حيث تم منحهم درجات مواتية من قبل وكالات التصنيف. في أوروبا القارية، وبخلاف المملكة المتحدة، يختلف سوق الرهن العقاري حيث لا يوجد مكافئ حقيقي لقرض "الرهن العقاري".

إن الارتفاع في أسعار العقارات، والذي يزيد كثيراً عن الارتفاع في أسعار السلع الاستهلاكية، سيؤدي لزيادة القدرة على الاقتراض العقاري.

قبل عشرين عاماً، كتب (موريس أليه): "من المؤكد أن الاقتصاد لا يمكن أن يكون فعالاً إلا إذا تم تقليل الشكوك المتعلقة بالمستقبل قدر المستطاع، ولتقليل أوجه عدم اليقين هذه قدر الإمكان، فإن الشرط الأول هو استخدام مرجع قيمة ثابت واحد لجميع الحسابات الاقتصادية التي تحمل في المستقبل. في السيناريو الحالي، لا يمكن لأحد على وجه الأرض أن يتنبأ اليوم بما سيحدث لمعدلات الفائدة والقيمة النقدية وأسعار الأسهم في الأشهر المقبلة. نحن نعيش في عالم غير مؤكد ومتغير. في هذا العالم، سيكون المؤشر عاملاً قوياً في الحد من عدم اليقين".