

مارس ٢٠٢٣

حان وقت التغيير صفحة ١٨

تشكيل التوقعات

صفحة ٣٥

على جبهة معركة

التضخم صفحة ٥٠

التمويل والتنمية

اتجاهات جديدة للسياسة النقدية



المحتويات

على الاقتصاديين
الآن تقييم
الدروس
المستفادة من
هذه الحقبة
وانعكاساتها على
السياسة النقدية.



اتجاهات جديدة للسياسة النقدية

- ٤ إعادة النظر في السياسة النقدية في ظل عالم متغير بعد عقود من السكون، يطل التضخم من جديد؛ ولمواجهته، يتعين أن تغير البنوك المركزية منهجها
ماركوس برونزماير
- ١٠ الأقل هو الأكثر البنوك المركزية الأكثر تركيزا والأقل تدخلا يُرجَّح أن تحقق نتائج أفضل
راغورام راجان
- ١٥ الأزمة والسياسة النقدية الجائحة والحرب وضعنا البنوك المركزية على مستوى العالم أمام تحديات جديدة في السنوات القادمة
غيثا غوبينات
- ١٨ حان وقت التغيير حان وقت إعادة النظر في أساس السياسة النقدية وإطارها الحاكم
ماساكي شيراكاوا
- ٢١ كيف غفلنا عن طفرة التضخم الأخيرة التعافي الملحوظ في الطلب وتغير ديناميكيات أسواق السلع والعمل ساهما في أخطاء التقدير
كريستوفر كوك وضياء نور الدين
- ٢٤ النموذج المثالي للسياسة النقدية الحديثة النماذج الاقتصادية الجديدة يمكن أن تساعد صناع السياسات على تحقيق فهم أفضل لآثار ما يتخذونه من تدابير لترويض التضخم
غريغ كابلان، وبنجامين مول، وجيوفاني فيولانتي
- ٢٨ آراء متباينة في السياسة النقدية لجان السياسة النقدية تحتاج إلى إصلاح لتجنب التفكير الجماعي وضمان صنع قرارات صائبة
ديفيد بلانشفلور وأندرو ليفين
- ٣٢ تعاون غير تقليدي في بعض الأحيان يتعين على السلطات النقدية والمالية كسر القواعد والعمل معا
جيانكارلو كورسيتي
- ٣٥ تشكيل التوقعات تشير المسوح إلى أن توقعات الأسر للتضخم أقل استقرارا مما كنا نعتقد
مايكل ويبر
- ٤٤ درّب مطروق المسؤولون في البنوك المركزية يناقشون التدخل في سوق الصرف الأجنبي، واستهداف التضخم والتكيف مع التضخم المرتفع
ليسييتيا غانياغو، وسوكديف سينغ، وليوناردو فيلار

أبواب ثابتة

٣٨ شخصيات اقتصادية

ثائر في عالم الصيرفة المركزية
براكاش لونغاني يستعرض لمحات من حياة لارس سفينسون،
المسؤول السابق في البنك المركزي السويدي، وأحد قادة ثورة
استهداف التضخم

٤٢ في خندق العمل

قبول الحوار
كارنيت فلاغ تؤكد على أهمية المساءلة والشفافية في
البنوك المركزية

٥٠ مقهى الاقتصاد

على جبهة معركة التضخم
فيليب لين من البنك المركزي الأوروبي يناقش أهمية إعادة
التضخم في منطقة اليورو إلى مستواه المستهدف

٥٢ تأمل معي

قوى مؤثرة
السياسة النقدية ستتأثر على المدى الطويل بالعديد من
الاتجاهات العامة الاقتصادية بطيئة التطور

٦٢ عودة إلى الأسس

التنبؤ بالأسعار
من المرجح أن تصبح توقعات التضخم اليوم واقعا ملموسا غدا
فرانشيسكو غريغولي

٦٧ استعراض الكتب

التاريخ النقدي والمالي للولايات المتحدة، ١٩٦١-٢٠٢١،
آلان بلايندر
ثمن الوقت: القصة الحقيقية للفائدة، إدوارد تشانسيلور
نحو اقتصادات السوق: صندوق النقد الدولي والتحول الاقتصادي
في روسيا وبلدان الاتحاد السوفيتي السابق الأخرى،
جون أودلينغ-سمي

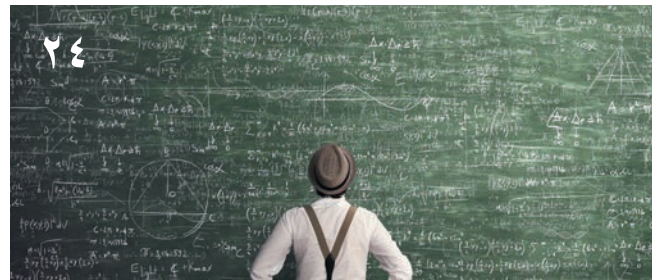


وفي هذا العدد أيضا

٥٤ الذهب والفضة والاستقرار النقدي
حقبة شبه منسية من تاريخ القرن التاسع عشر تثبت أهمية
التعاون الدولي في استقرار النظام النقدي العالمي
يوهانس ويغاند

٥٨ البيانات: من الناس وإلى الناس
منهج حوكمة البيانات المتبع في الهند، والذي لا يميل إلى
التدخل المفرط من جانب الدولة ولا يقوم حصريا على عدم
التدخل، يشجع الابتكار
سيدارث تيوارى، وفرانك باكر، وراهول ماتان

٦٤ دفاعا عن العولمة
يشير التاريخ إلى أن الطريق إلى ترويض التضخم يكون من
خلال زيادة حجم التجارة الدولية، وليس تخفيضه
هارولد جيمس



رئيس التحرير:
غيتا بهاتمدير التحرير:
مورين بيركنائب مدير التحرير:
بيتر ووكمحررون أوائل:
أناليزا بالامارجوري إنريكيث
نيكولاس أوينمحررون مساعدون:
سميتا أراغوال
أندرو ستانليمحرر المحتوى الرقمي:
كوابينا أكواما-بوتنغالإبداع والتسويق:
روز كاوفنوفن
مارتا دوروشتيكمحرر الطبعة الإلكترونية:
رقية النابلسيمدير الإنتاج:
ميليندا ويرمحرر النسخ:
لوسي موراليس

مستشارو رئيس التحرير:

روبادوتاغويتا
دافيد فورتشيري
كينيث كانغ
سوبيير لال
رافاييل لام
بابا انجاي
ماهفاش قرشي
أومارامكريشنان
داريا زاخاروفاروشير أراغوال
برناردين أكيتوبي
ستيغفين بارنيت
هيلج برغر
بيلين برجمان
أوبيا تشيلاسون
مارتن سيهاك
إيرادابالا-نوريس
ماما ستو ضيوف© ٢٠٢٣ صندوق النقد الدولي. جميع الحقوق محفوظة.
للحصول على تصريح بإعادة طبع أو نسخ أي محتوى من
مجلة التمويل والتنمية، يقدم طلب إلكتروني على الاستمارة
المتاحة على الموقع التالي: (www.imf.org/external/terms.htm)
أو بارسال بريد إلكتروني إلى: copyright@imf.org. ويمكن أيضا
الحصول على تصريح للأغراض التجارية مقابل رسم رمزي
من مركز تراخيص النشر Copyright Clearance Center في العنوان
الإلكتروني التالي: (www.copyright.com).الآراء الواردة في المقالات وغيرها من المواد تعبر عن أصحابها
ولا تعبر بالضرورة عن سياسة صندوق النقد الدولي.للاستفسار بشأن خدمات الاشتراك وتغيير العنوان والإعلان:
IMF Publication Services
Finance & Development
PO Box 92780
Washington, DC 20090, USA
Telephone: (202) 623-7430
Fax: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.orgPostmaster: send changes of address to Finance & Development,
International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC
20090, USA.The English edition is printed at Dartmouth Printing Company,
Hanover, NH.Finance & Development is
published quarterly by the
International Monetary Fund, 700
19th Street NW, Washington, DC
20431, in English, Arabic, Chinese,
French, Russian, and Spanish.
English edition ISSN 0145-1707

صندوق النقد الدولي

FSC FPO

البنوك المركزية
وبواعث القلق الجديدة**"وظيفة البنك المركزي هي القلق". هكذا وصفت**أليس ريفلين، نائب رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي
السابقة في التسعينات، عمل صناع السياسة النقدية.
حينها، كان جل اهتمام محافظي البنوك المركزية
منصبا على أمرواحد وهو إحكام السيطرة على التضخم.أما الآن، فقد بات التضخم أحد مخاوف تواجه البنوك المركزية. فالتغيرات المتسارعة
التي تشهدها البيئة الاقتصادية يضيق معها حيز المناورة من خلال السياسات، بينما أدت
القوى الهيكلية — التفكك الجغرافي — السياسي وتغير المناخ وتزايد أعمار القوى العاملة
وظهور العملات النقدية — إلى تعقد التحديات الأساسية على صعيد السياسات إلى حد
كبير. وأصبحت مسؤوليات البنوك المركزية بل استقلاليتها موضع ضغوط سياسية متزايدة.
وتثير هذه القوى الجديدة وغيرها تساؤلات عن ماهية التعديلات التي ربما يلزم إجراؤها
على السياسة النقدية مستقبلا.وفي هذا العدد، يقدم عدد من المساهمين البارزين رؤيتهم حيال دور البنوك المركزية
في مواجهة عالم متزايد التعقيد.وتطرح غيتا غوبيناث من صندوق النقد الدولي عرضا تفصيليا حول حاجة الاقتصاديين
إلى مجموعة أفضل من الأدوات بعدما أخفقت النماذج الحالية في التنبؤ بالطفرة الأخيرة
في معدلات التضخم. ويشير ماركوس برورنماير إلى أنه في عالم ما بعد الجائحة حيث
ارتفعت معدلات التضخم وتراجع النمو وتزايدت مستويات الدين، لا تزال البنوك المركزية
تتبع سياسات مصممة لعصور التضخم الضعيف وأسعار الفائدة المتدنية والنمو القوي.ما هي التغيرات المقترحة إذن على أطر البنوك المركزية وصلحياتها؟ القليل يعني
الكثير كما يقول راغورام راجان، موضحا لماذا ينبغي أن تركز البنوك المركزية مجددا على
دورها الأساسي، ألا وهو استقرار الأسعار، مع احترام الاستقرار المالي. ويرى جيانكارلو
كورسيتي أن الظروف الاستثنائية، مثل الجائحة، قد تتطلب من السلطات النقدية وسلطات
المالية العامة العمل معا — لفترة مؤقتة فقط دون أن يكون ذلك على حساب استقلاليتها.ويقترح ديفيد بلانشفلاور وأندرو ليفين وسائل لتجنب البنوك المركزية إغراء التفكير
الجماعي الذي يمكن أن يهدد مصداقيتها. ويوضح غريغ كابلان والمؤلفون المشاركون
كيفية الاستعانة بالنماذج الجديدة في فهم تأثير السياسة النقدية على توزيع الدخل
والثروة. ويصف مايكل ويبر كيف لتحسين وسائل التواصل بشأن السياسة النقدية أن
يساهم في تشكيل التوقعات.وهكذا تتطور منظومة الاقتصاد في عصر يشوبه قدر هائل من عدم اليقين — عصر
يتطلب التفكير في النماذج والأعراف والافتراضات. وأرجو أن يكون هذا العدد بمثابة دعوة
للمزيد من الحوار في هذا الصدد. **FD**

غيتا بهات، رئيس التحرير.

على الغلاف

مع انتهاء عصر معدلات التضخم وأسعار الفائدة المتدنية، أصبحت البنوك
المركزية في دائرة الضوء بينما ينتظر العالم تحركاتها التالية. ويصور غلاف
عدد مارس ٢٠٢٣ من إبداع الرسام بيت رينولدز مؤسسات نقدية عالمية كبرى
غارقة في خضم البيانات.



تم تحديث مكتبة صندوق النقد الدولي الإلكترونية لتيسير البحث والاطلاع على محتوياتها.

مع أكثر من ٢٣ ألفاً من المطبوعات وقواعد البيانات،
الإحصائية والموارد الإضافية الصادرة عن الصندوق،
المكتبة الإلكترونية بوابتك للبحث.

كافة المحتويات مجانية حتى يمكن للجميع الاطلاع على
البيانات والتحليلات البحثية القيمة التي يصدرها الصندوق.



الاقتصاد العالمي
بين يديك



مطبوعات الصندوق

إعادة النظر في السياسة



بعد عقود من السكون، يطل التضخم من جديد؛ ولمواجهته،
يتعين أن تغير البنوك المركزية منهجها

ماركوس برونماير

النقدية في ظل عالم متغير

النظرية

النقدية في الاقتصاد تألفت من طائفة متنوعة من المدارس الفكرية ولم تقتصر

على نموذج موحد. وكل من هذه المدارس تؤكد على قوى مختلفة ترى أنها تدفع التضخم، وتوصي باستجابة مختلفة للتعامل معها من خلال السياسة النقدية. وقد فرضت كل فترة زمنية تحديات مختلفة — وكل منها تطالب اتباع منهج خاص لمواجهة من خلال هذه السياسة.

واليوم، تتطلب مواجهة التضخم الذي عاود الظهور تحولا آخر في موضع تركيز السياسة النقدية. فالإطار الفكري السائد لدى البنوك المركزية منذ الأزمة المالية العالمية التي بدأت في عام ٢٠٠٨ لا يحمل تركيزا على ما يلوح في الأفق من قضايا هي الأشد إلحاحا، ولا يخفف من تداعياتها الوخيمة المحتملة في هذا المناخ الجديد. وعقب فترة مطولة من الانخفاض في أسعار الفائدة والتضخم، بدأ الاقتصاد العالمي يدخل مرحلة تتسم بارتفاع التضخم وارتفاع مستويات كل من الدين العام والخاص. فمئذ خمسين عاما، ارتأت البنوك المركزية أن الحاجة ملحة لإدراج الاستقرار المالي وبواعث القلق بشأن الانكماش ضمن نماذجها الاقتصادية التقليدية، واستحدثت أدوات غير تقليدية للتعامل مع المسألتين.

وعلى الرغم من أن تحقيق الاستقرار المالي يظل من بواعث القلق، فإن ثمة اختلافات مهمة بين البيئة الحالية وتلك التي أعقبت الأزمة الاقتصادية العالمية، وذلك على النحو التالي:

- الدين العام مرتفع حاليا، ومن ثم فإن أي زيادة في سعر الفائدة لدرء تهديدات التضخم تجعل خدمة الدين أكثر تكلفة — مع ما يرافق ذلك من انعكاسات مالية فورية وكبيرة على الحكومات. ومنذ بداية أزمة كوفيد-١٩ في أوائل عام ٢٠٢٠، بدأ واضحا أيضا أن سياسة المالية العامة يمكن أن تصبح أحد العوامل الدافعة لزيادة التضخم.
- وبدلا من الضغوط الانكماشية، تواجه معظم البلدان تضخما مفرطا. ويعني هذا أن هناك عملية مفاضلة واضحة حاليا بين اتباع سياسة نقدية تحاول الحد من الطلب الإجمالي عن طريق زيادة أسعار الفائدة، وسياسة أخرى تهدف إلى ضمان الاستقرار المالي.
- وقد تغيرت طبيعة الصدمات وتيرة حدوثها. فتاريخيا، كانت الصدمات تحدث في المقام الأول بسبب زيادة الطلب أو انخفاضه — مع استثناء بارز هو صدمات العرض إبان ما عرف باسم الركود التضخمي في سبعينات القرن الماضي. أما اليوم، فهناك صدمات عديدة: الطلب مقابل العرض، والمخاطر الخاصة مقابل النظامية، والصدمات العابرة مقابل الدائمة. ومن الصعب تحديد الطبيعة الحقيقية لهذه الصدمات في الوقت المناسب حتى

يتسنى التصدي لها. ومن ثم، يتعين على مسؤولي البنوك المركزية أن يتعاملوا معها بقدر أكبر من التواضع.

وتتطلب السياسة النقدية منهجا معدلا يتسم بالحصانة في مواجهة التغيرات المفاجئة وغير المتوقعة في السيناريو الاقتصادي الكلي. وقد يكون للسياسات الفعالة في بيئة اقتصادية كلية معينة تداعيات غير مقصودة عندما تتغير الظروف على نحو مفاجئ. ويناقش هذا المقال التحديات الرئيسية التي ستواجه البنوك المركزية، وأي من السياسات النقدية ستكون في دائرة الضوء، وكيف يمكن لهذه البنوك تجنب التراخي الذي ينتهي بها إلى خوض حربها الأخيرة.

التفاعل النقدي-المالي

تبدو البنوك المركزية في عملها وكأنها المسؤولة عن إدارة الاقتصادات الحديثة، فتتولى تحديد أسعار الفائدة بغية الوصول إلى استقرار التضخم، وإلى تحقيق التوظيف الكامل في أغلب الأحيان (في الاقتصادات المتقدمة). وإحدى الركائز الأساسية في هذا المنهج، الذي يمكن تسميته "هيمنة السياسة النقدية"، هي استقلالية البنوك المركزية. فأى بنك مركزي يتمتع بالاستقلالية القانونية إذا كان القانون يخوله السلطة المطلقة في تحديد أسعار الفائدة دونما تدخل من الحكومة. إلا أن الاستقلالية الفعلية لا تقل أهمية أيضا؛ فعند تحديد أسعار الفائدة، ليس على البنوك المركزية أن تكثر بما إذا كان رفع هذه الأسعار سيزيد من مديونية الحكومة أو مخاطر التعثر في السداد. ذلك أنها حين ترفع أسعار الفائدة ويصبح على الحكومات دفع المزيد لسداد ديونها، يكون المسار المأمول هو أن تخفض السلطات النفقات، مما يهدئ فورة النشاط الاقتصادي ويحد من الضغوط التضخمية. والاستقلالية هي الركيزة التي تتوقف عليها قدرة البنوك المركزية على تحديد السياسة المالية والسيطرة على الاقتصاد في الأوقات العصيبة.

وفي أعقاب الأزمة العالمية، كان السائد هو أسعار الفائدة المنخفضة ومستويات الدين العام الأقل تطرفا، مما أتاح للبنوك المركزية تجاهل التفاعلات التي لم تكن مؤثرة نسبيا آنذاك بين السياسة النقدية وسياسة المالية العامة. وكانت الفترة التالية لأزمة ٢٠٠٨ هي فترة من هيمنة السياسة النقدية — أي أن البنوك المركزية كان بإمكانها تحديد أسعار الفائدة بحرية والسعي لتحقيق أهدافها على نحو مستقل عن سياسة المالية العامة. ورأت البنوك المركزية أن المشكلة الرئيسية لا تكمن في الأسعار المتزايدة، وإنما في احتمال أن يسفر ضعف الطلب عن حدوث انكماش كبير. ونتيجة لذلك، انصب تركيزها في الأساس على استحداث أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية تمكّنها من تقديم دفعة تحفيز إضافية. وشعرت البنوك المركزية بأن لديها الجراءة أيضا على اتباع سياسات

عن سياستها المفضلة. ولتعزيز هيمنة السياسة النقدية، يتعين على البنوك المركزية أن تحافظ على مستوى جيد من الرسلة؛ لأنها إذا طلبت عمليات إعادة رسلة متكررة من الحكومة، فسوف تبدو ضعيفة، وتخاطر بخسارة التأييد العام. والبنوك المركزية ذات الميزانيات العمومية الكبيرة التي تحتوي على قدر كبير من الأصول ذات المخاطر وتدفع فوائد على الاحتياطيات للبنوك الخاصة قد تتكبد خسائر كبيرة في حالة رفع أسعار الفائدة. ويمكن أن تتسبب هذه الخسائر في زيادة الضغوط من السلطات المالية لكي تمتنع عن رفع أسعار الفائدة.

يتعين على البنك المركزي أن يحافظ على انحياز الرأي العام له، لأن المواطنين هم المصدر الأساسي لقوته واستقلاليته.

والأهم من ذلك كله أنه يتعين على البنك المركزي الحفاظ على انحياز الرأي العام له، لأن المواطنين هم المصدر الأساسي لقوته واستقلاليته. ويعني هذا أن عليه الإصاح بكفاءة عن الأساس المنطقي لإجراءاته بغية الحفاظ على التأييد العام، ولا سيما في مواجهة التضخم الناتج عن سياسة المالية العامة. فحفاظ البنك المركزي على هيمنة سياسته النقدية يرتهن، في نهاية المطاف، بقدرته على أن يعد على نحو موثوق بأنه لن يقوم بعمليات إنقاذ للحكومة عن طريق تسييل الدين العام في حالة تعثرها في السداد.

تهديد الهيمنة المالية

تواجه البنوك المركزية تحديات جديدة في التفاعل بين الاستقرار النقدي والمالي. وهي تعمل حاليا في بيئة تتسم بارتفاع حجم الدين الخاص، وانخفاض علاوات المخاطر على الأصول المالية، وتشوه إشارات الأسعار، واعتماد القطاع الخاص الكبير على السيولة التي يوفرها البنك المركزي في الأزمات. والفرق الرئيسي بين فترة ما بعد أزمة ٢٠٠٨ والوضع الحالي هو الارتفاع المفرط

من شأنها الجمع بين تلبية الحاجة إلى مزيد من التحفيز وتحقيق الأهداف الاجتماعية، مثل الإسراع بالتحول الأخضر أو تعزيز الإدماج الاقتصادي.

وأثناء أزمة كوفيد-١٩، تغيرت الظروف بدرجة هائلة. فقد شهد الإنفاق الحكومي ارتفاعا حادا في معظم الاقتصادات المتقدمة. ففي الولايات المتحدة، قدمت الحكومة الفيدرالية دعما هائلا شديد التركيز في شكل "شيكات تحفيز" أرسلت إلى الأسر المستفيدة مباشرة. أما البلدان الأوروبية، فقد بدأت بتطبيق برامج في حدود أضيق إلى حد ما (ركزت في معظمها على الحيلولة دون تسريح العمالة وعلى برامج الإنفاق الرامية إلى المساعدة في عمليات التحول الأخضر والانتقال الرقمي). ويبدو أن توسع المالية العامة كان دافعا أساسيا للتضخم في الولايات المتحدة، بل إنه ساهم أيضا في التضخم الذي تمر به أوروبا. ولكن، في الوقت الذي كان الإنفاق فيه يتزايد، كانت البلدان تعاني من صدمات في العرض بلغت حجما غير مسبوق، وهو ما يُعزى في معظمه إلى المشكلات المتصلة بجائحة كوفيد-١٩ — مثل انقطاعات سلاسل الإمداد. وأدت هذه التطورات إلى زيادة الضغوط التضخمية.

وقد دلت الجائحة على أن السياسة النقدية في حد ذاتها لا تؤدي دوما إلى السيطرة على التضخم. فسياسة المالية العامة تضطلع بدور أيضا. والأهم من ذلك أن ما صاحبها من تراكم الدين العام زاد من احتمالية هيمنة سياسة المالية العامة — التي لا يستجيب في ظلها العجز العام لإجراءات السياسة النقدية. وفي حين أن انخفاض مستويات الدين والحاجة إلى دفعة تحفيزية أتاح للسلطات النقدية والمالية التحرك معا في أعقاب الأزمة المالية العالمية، فإن احتمال هيمنة سياسة المالية العامة اليوم يهدد بإحداث صدام بينهما. ذلك أن البنوك المركزية تفضل رفع أسعار الفائدة لكبح جماح التضخم، لكن الحكومات تترك زيادة الإنفاق على الفوائد. وهي تفضل أن تتعاون معها البنوك المركزية عن طريق تسييل ديونها — أي بشراء السندات الحكومية التي لا يرغب مستثمرو القطاع الخاص في شرائها.

وليس بمقدور البنوك المركزية الاحتفاظ باستقلاليتها إلا إذ التزمت بعدم النزول على أي رغبة من جانب الحكومة في تسييل ديونها المفرطة، وبذلك تضطر السلطات إلى تقليص الإنفاق أو زيادة الضرائب، أو كليهما — أو ما يعرف باسم الضبط المالي.

وأحد الأسئلة المهمة بالنسبة للسياسة هو ما الذي يحدد الفائز في أي منافسة على الهيمنة بين سياسة المالية العامة والسياسة النقدية. ولا يكفي لضمان هيمنة السياسة النقدية مجرد وجود ضمانات قانونية لاستقلالية البنوك المركزية. فالهيئات التشريعية يمكن أن تهدد بتغيير القوانين، كما يمكن تجاهل المعاهدات الدولية، مما قد يحدو بالبنوك المركزية إلى الإحجام

العادية للميزانيات العمومية في البنوك المركزية أكثر وضوحا بكثير من تأثير دفعة التحفيز الناتجة عن إجراءات التيسير الكمي. ومن غير الواضح حتى الآن أي مشكلات يمكن أن تواجه القطاع المالي عندما يحدث تغير مفاجئ في بيئة السياسة النقدية، بيد أن الخسائر المحتملة التي واجهتها صناديق معاشات التقاعد في المملكة المتحدة عام ٢٠٢٢ تمثل إنذارا صارخا. فقد استخدمت تلك الصناديق أساليب كان من المحتمل أن تؤدي بعد توقف العمل بها إلى تشوهات خطيرة في أسعار الفائدة على المدى الطويل، وإشعال أزمة أكبر. واضطر بنك إنجلترا إلى التدخل لشراء السندات البريطانية للحيلولة دون حدوث أزمة بعد ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل.

واليوم، في بيئة تجبر البنوك المركزية على رفع أسعار الفائدة لمواجهة التضخم، يتعارض هدفها المتمثلان في استقرار التضخم والاستقرار المالي. فقد أدى اعتماد القطاع الخاص، ولا سيما أسواق رأس المال، على السيولة من البنوك المركزية، إلى موقف تظهر فيه هيمنة القطاع المالي، حيث تكون السياسة النقدية مقيدة بسبب المخاوف المتعلقة بالاستقرار المالي. ففي مثل هذه البيئة، قد يحدث تشديد السياسة النقدية فوضى في القطاع المالي، ويجعل الاقتصاد أكثر عرضة للتأثر حتى بالاضطرابات البسيطة. ويعتمد مدى هيمنة القطاع المالي على ما إذا كانت البنوك الخاصة تتمتع برسمة كافية بحيث تتحمل الخسائر، وعلى سلاسة إجراءات إفلاس البنوك الخاصة. ومن شأن وجود قانون فعال للإعسار أن يعزل النظام عن أثر التداعيات الناجمة عن فشل أي مؤسسة منفردة، وأن يحد من احتمال أن يشعر البنك المركزي بالاضطرار إلى التدخل لإنقاذها. وتجعل هذه القضايا من الصعب على البنوك المركزية تخفيض التضخم دون التسبب في حالة ركود — كما أنها تضعف إلى حد ما من استقلاليتها الفعلية.

وتدعو هذه المشكلات إلى إعادة النظر في كيفية تفاعل السياسة النقدية مع الاستقرار المالي. فمن الأهمية بمكان أن تهدف البنوك المركزية إلى استعادة إشارات الأسعار بسلاسة في الأسواق الخاصة التي تدخلت فيها بشكل مفرط. وينبغي لها أيضا أن تدرك أن هناك دائما مفاضلات بين هدفي استقرار الأسعار والاستقرار المالي — حتى وإن لم يظهر هذا التجاذب إلا على المدى الطويل. ويؤدي تراكم الميزانيات العمومية للبنوك المركزية إلى تشوهات مالية، وإلى تقييد إجراءاتها في المستقبل. وينبغي للبنوك المركزية أن تستشرف هذا التجاذب وتفرض قدرا أكبر من الإشراف الاحترازي الكلي — أي التنظيم الذي لا يقتصر تركيزه على سلامةفرادى المؤسسات، كما كان المستهدف من التنظيم المالي تاريخيا، بل يمتد إلى ضمان سلامة النظام المالي ككل.

في معدلات التضخم. فمنذ عقد ونصف العقد، كان هناك تزامن بين الهدف المزدوج للبنوك المركزية والمتمثل في تحفيز النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي باستخدام سياسات غير تقليدية. واليوم، توجد مفاضلات واضحة بين إدارة التضخم وتحقيق الاستقرار المالي، لأن الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة لمواجهة التضخم يهدد بزعزعة استقرار الأسواق المالية.

ففي أعقاب الأزمة العالمية، واجهت البنوك المركزية مشكلة مزدوجة تمثلت في ضعف الطلب وعدم الاستقرار المالي وتعهدت بعمل " كل ما يتطلبه الأمر" لمعالجة كليهما. وفور استنفاد دفعة التحفيز التقليدية من خلال أسعار الفائدة، تحولت البنوك المركزية إلى استخدام برامج التيسير الكمي غير التقليدية، التي اشترت بموجبها كما كبيرا من الأصول ذات المخاطر من القطاع الخاص، على أمل أن تعطي دفعة لأنشطة الإقراض والقطاع العيني من خلال ما تحققه هذه البرامج من تراجع في فروق أسعار الائتمان. وبالإضافة إلى ذلك، مكّنت هذه البرامج البنوك المركزية من الاضطلاع بدور مهم جديد بوصفها صانع سوق الملان الأخير، حيث تشتري الأوراق المالية عندما تحجم كل الأطراف الأخرى عن شرائها.

هناك دائما مفاضلات بين هدفي استقرار الأسعار والاستقرار المالي — حتى وإن لم يظهر هذا التجاذب إلا على المدى الطويل.

وقد أدت عمليات الشراء الكبيرة لأصول القطاع الخاص إلى تضخم الميزانيات العمومية لهذه البنوك، ولم يتوقف هذا التوسع إلا عند انتهاء الأزمة لأنها خشيت أن يتسبب التعجيل بذلك في إلحاق الضرر بالاقتصاد. وأدت الرغبة في الإبقاء على ميزانيات عمومية كبيرة إلى تراكم دين القطاع الخاص، وتقلص فروق أسعار الائتمان، وتشوه إشارات الأسعار، وارتفاع أسعار المساكن بسبب زيادة الإقراض العقاري. وأصبح القطاع الخاص يعتمد على السيولة التي توفرها البنوك المركزية، واعتاد العمل في بيئة أسعار الفائدة المنخفضة. بل إن الأسواق المالية باتت تتوقع أن تتدخل البنوك المركزية دائما عندما تسجل أسعار الأصول انخفاضا كبيرا. ولأن القطاع الخاص أصبح يعتمد اعتمادا كبيرا على البنك المركزي، فقد يكون التأثير الانكماشى لإجراءات استعادة الأوضاع

الناتج الاقتصادي قبل الأوان، كانت البنوك المركزية تمتنع عن رفع أسعار الفائدة حين تتوقع ارتفاع التضخم في المستقبل (لنقل، مثلاً، لأنه كان من المتوقع أن يحدث انخفاض البطالة عن المستوى الطبيعي فورة في النشاط الاقتصادي). وبدلاً من ذلك، كانت تنتظر إلى أن يتحقق التضخم قبل أن تبدأ في التحرك.

واتخذت البنوك المركزية أيضاً منهاجاً متراحياً في التعامل مع صدمات العرض. فالنماذج الاقتصادية المعتاد استخدامها في البنوك المركزية غالباً ما تفترض أنه لا ينبغي للسياسة النقدية أن تحيد التضخم المترتب على صدمات العرض تحييداً كاملاً لأن هذا النوع من التضخم ما هو إلا عارض مؤقت (ينتهي مع زيادة العرض)، وأن سياسة أسعار الفائدة تهدف إلى السيطرة على الطلب الإجمالي. أما الحجة التقليدية فهي أن البنوك المركزية يجب أن تقيم منافع تهدئة التضخم المؤقت في مقابل تكاليف كبح النمو الاقتصادي. غير أن عدم التحرك لمواجهة صدمات العرض باتخاذ خطوات لخفض الطلب يمكن أن يتسبب في زعزعة استقرار ركيزة التضخم ومنع البنوك المركزية من تحقيق أهدافها في المستقبل. ومن المفارقات أن الحرب في أوكرانيا عززت ركيزة التضخم لأنها وفرت للبنوك المركزية غطاءً لتفسير سبب هذا الارتفاع الكبير في التضخم.

ولا يبدو حتى الآن أن الإطار الفكري الذي اعتمدته البنوك المركزية بعد أزمة ٢٠٠٨ قد أبعد التوقعات التضخمية عن حدودها المستهدفة. إلا أنه سيكون من المكلف الانتظار إلى أن يبدأ انفلات هذه التوقعات عن ركيزتها لكي يبدأ تغيير هذه الإطار. وقد ظهرت إشارات إنذار بالفعل في أحدث بيانات التوقعات التضخمية. ومن شأن فقدان ركيزة التضخم، بما يصاحبه من عدم يقين لدى المستهلكين ومؤسسات الأعمال، أن يعرقل الطلب والعرض الكليين. وسيكون لهذا عواقب مهمة على كل من البنوك المركزية — لأنه سيعوق قدرتها على السيطرة على التضخم — والنشاط الاقتصادي، لأن المستهلكين والشركات سيترددون في الشراء والاستثمار.

ولمواجهة هذه المشكلات، ينبغي للبنوك المركزية أن تعود إلى اتباع منهج نقدي تتمثل أولويته القصوى في تحقيق استقرار التوقعات التضخمية. فالسياسة لا يمكن تشديدها إلا بعد حدوث التضخم. والأولى من ذلك هو أن تتحرك البنوك المركزية لاتخاذ اللازم فور ظهور إشارات الإنذار. ويتعين على البنوك المركزية أن تجمع بين توقعات قطاع الأسر والأسواق المالية بشأن التضخم في المستقبل، لأن هذه التوقعات هي التي تشكل كلا من أوضاع الطلب الكلي وأسعار الأصول. **FD**

ماركوس برونماير، أستاذ كرسي إدوارد سانفورد للاقتصاد في جامعة برينستون.

ومثل هذه الرقابة الاحترازية الكلية المعززة ينبغي أن تركز بشكل خاص على مراقبة توزيعات الأرباح وتراكم المخاطر في أسواق رأس المال غير المصرفية. وأخيراً، يتعين على البنوك المركزية إعادة النظر في الأدوار التي تؤديها بوصفها جهات إقراض وصنّاع سوق تمثل الملاذ الأخير، وضمان أن تكون أي تدخلات مجرد إجراءات مؤقتة. وعلى البنوك المركزية أيضاً أن تركز على الإفصاح عن إطار السياسة النقدية الذي يمهّد أوضاع السيولة دون أن يؤدي إلى عمليات شراء أصول دائمة.

توقعات التضخم وركائزه

في الوقت الحالي، تتسبب موجة من صدمات العرض وغيرها من الصدمات في رفع التضخم والتهديد بفصل التوقعات التضخمية عن الهدف، أو الركيزة، التي حددها له البنك المركزي. وبعد ما يُعرف باسم "الاعتدال الكبير" في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي — عندما كان كل من التضخم والنمو الاقتصادي في مستويات مواتية — كانت التوقعات التضخمية مستقرة في جميع الاقتصادات المتقدمة. وعقب الأزمة المالية العالمية، وصل الأمر إلى وجود مخاوف من أن تنخفض الأسعار الكلية (حدوث انكماش). إلا أن التضخم السريع الذي أعقب جائحة كوفيد-١٩ جعل البنوك المركزية تدرك أن وقت الشعور بالقلق من احتمال الانكماش قد مضى؛ وعاد القلق من احتمال أن يتجاوز التضخم مستهدفات البنوك المركزية على المدى المتوسط.

لقد استوعبت البنوك المركزية جيداً دروس أزمة عام ٢٠٠٨، التي جعلتها تتخلى عن منهجها التقليدي في التعامل مع توقعات التضخم. وكان هذا التحول الفكري مسؤولاً إلى حد كبير عن التشخيص المبدئي الخاطئ لخطر التضخم أثناء الجائحة. فقد اعتبرت البنوك المركزية أن التغلب على التضخم الذي حدث في الثمانينات أمر مسلم به، وهو ما جعلها تفترض أن التوقعات التضخمية ستظل دائماً على درجة جيدة من الثبات حول الركيزة المستهدفة. ومن منطلق هذا الافتراض، اعتقدت هذه البنوك أنه من الممكن السماح للاقتصاد بأن يصل إلى السخونة — أي ترك معدل البطالة يهبط إلى أدنى مما يُعرف بالمعدل الطبيعي (أو غير التضخمي) — دون تحمل كثير من المخاطر. واعتبرت أيضاً أنه من الآمن أن تقدم السياسة النقدية تعهدات للمدى الطويل (كأن تُصدر توجيهات مسبقة بأنها ستبقي أسعار الفائدة منخفضة في المستقبل)، لأنه لم يبد من المرجح أن يكون لتلك التعهدات تداعيات تضخمية على المدى الطويل. إلا أن مثل هذه التعهدات يمكن أن تضر بالتوقعات إذا لم تتمكن من الوفاء بها في المستقبل. وبالإضافة إلى ذلك، فإن خشية الانكماش دفعت البنوك المركزية إلى اتباع منهج قائم على البيانات في التعامل مع السياسة النقدية تسبب عمداً في تأخير أي تشديد للسياسة. ولضمان ألا يتوقف



الأقل هو الأكثر

البنوك المركزية الأكثر تركيزاً والأقل تدخلاً يُرجَّح أن تحقق نتائج أفضل راغورام راجان

ولا شك أن تحرك مسؤولي البنوك المركزية مشابه البطء إزاء دلائل التضخم المتزايدة. ومن أسباب ذلك ظنهم أنهم لا يزالون في نظام ما بعد الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ عندما كان كل ارتفاع سعري حاد، حتى في سعر النفط، يؤثر بالكاد على المستوى العام للأسعار. وفي محاولة لرفع التضخم شديد الانخفاض، ذهب بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى حد تغيير إطاره النقدي أثناء الجائحة، معلناً أنه سيكون أقل استجابة للتضخم المتوقع وسيواصل انتهاج سياسات نقدية أكثر تيسيراً لفترة طويلة. وكان هذا الإطار مناسباً لحقبة تنسم بانخفاض الطلب وضعف التضخم لأسباب هيكلية، غير أن اعتماده خاطئ تماماً في وقت كان التضخم فيه على وشك الانطلاق وكل زيادة سعرية كانت تطلق شرارة زيادة أخرى. لكن من كان يعلم أن الزمن كان يشهد تغيراً جارياً على قدم وساق؟

وحتى مع التبصر الكامل بمجريات الأمور، فربما كان تحرك مسؤولي البنوك المركزية — وهم في الواقع ليسوا أفضل أطالعا من المتعاملين المحنكين في السوق — سيظل أبطأ نسبياً لأسباب مفهومة. فالبنك المركزي يعمل على تهدئة التضخم من خلال إبطاء النمو الاقتصادي. وينبغي أن تكون سياساته معقولة في نظر الرأي العام، وإلا فسوف يفقد استقلاليتها. وبعد أن أنفقت الحكومات تريليونات لدعم اقتصاداتها، وتعافى التوظيف لتوه من مستويات منخفضة بالغة السوء، وبات التضخم ملحوظاً بالكاد لأكثر من عقد من الزمان، لم يكن رفع أسعار الفائدة أمراً يمكن أن يُقدّم عليه أي مسؤول في بنك مركزي إلا المجازف غير العائى بتبعات قطع الطريق على النمو في حالة تأخر الجمهور في ملاحظة خطر التضخم. وبعبارة أخرى، إن الرفع الوقائي لأسعار الفائدة لدرجة إبطاء النمو كان سيفتقر إلى الشرعية الجماهيرية — وخاصة إذا نجح البنك في هذا الإجراء

مسؤولو البنوك المركزية في البلدان الصناعية أخفقوا بشدة حسب تقدير الرأي العام. فمنذ وقت ليس ببعيد كانوا يُعتبرون أبطالاً يدعمون النمو الهزيل باستخدام سياسات نقدية غير تقليدية، ويشجعون توظيف الأقليات من خلال السماح بقليل من السخونة في سوق العمل، بل يحاولون كبح تغير المناخ، ودائماً ما ينتقدون أعضاء الهيئات التشريعية المتخاذلين لتقصيرهم في عمل المزيد. أما الآن فهم متهمون بإفشال أهم مهمة منوطة بهم، وهي الحفاظ على انخفاض التضخم واستقراره. وفي محاولة تشوبها الانتهازية، يسعى الساسة الذين لا يتقنون في السلطة غير المنتخبة إلى إعادة النظر في التفويضات الممنوحة للبنك المركزي.

فهل أساءت البنوك المركزية فهم الأمر برمته؟ وإذا كان الأمر كذلك، فما الذي ينبغي أن تفعله؟

الحجج المساندة لمسؤولي البنوك المركزية

سأبدأ أولاً بأسباب التماس العذر للبنوك المركزية. فقد اتضحت الرؤية، بالطبع، بعد انقضاء الأحداث. إذ كانت الجائحة غير مسبوقة، وكان التنبؤ بعواقبها على الاقتصاد المعولم أمراً بالغ الصعوبة. ولم يكن من السهل التنبؤ باستجابة المالية العامة، التي ربما كانت أكثر سخاء مما ينبغي لأن أعضاء الهيئات التشريعية لم يتمكنوا تحت تأثير الاستقطاب من الاتفاق معاً على من يتعين استبعادهم من الدعم. واعتقد قليلون أن فلاديمير بوتين سيخوض الحرب في فبراير ٢٠٢٢، مما يؤدي إلى مزيد من الانقطاعات في سلاسل الإمداد ويرفع أسعار الطاقة والغذاء إلى مستويات مفرطة.

مما قصر من أجل استحقاق التمويل المقدم للميزانيات العمومية الموحدة للحكومة والبنك المركزي. ويعني هذا أنه مع ارتفاع أسعار الفائدة، يُرجح أن تزداد إشكالية مالية الحكومة — وخاصة بالنسبة للبلدان بطيئة النمو المثقلة بدين كبير. ذلك أن اعتبارات المالية العامة تمثل عبئا على سياسات بعض البنوك المركزية بالفعل — فالبنك المركزي الأوروبي، على سبيل المثال، يشعر بالقلق حيال تأثير إجراءاته النقدية على "تشتت" أسعار الفائدة، حيث ترتفع عوائد ديون البلدان ذات المالية العامة الضعيفة مقارنة بمثيلاتها في البلدان القوية. وعلى أقل تقدير، ربما كان ينبغي للبنوك المركزية أن تدرك الطبيعة المتغيرة للسياسة التي جعلت إطلاق العنان للإنفاق احتمالا أرجح في الاستجابة للصدمات، حتى وإن لم تتوقع حدوث صدمات. وربما يكون ذلك قد جعلها أكثر قلقا بشأن كبح أسعار الفائدة طويلة الأجل واعتماد أسعار فائدة أساسية منخفضة لفترة طويلة.

وقد زاد القطاع الخاص أيضا من نسب الرفع المالي سواء على مستوى الأُسُر (أستراليا وكندا والسويد) أو الشركات. غير أن هناك مصدر قلق جديد آخر تم إغفاله إلى حد كبير — ألا وهو الاعتماد على السيولة. فنظرا لأن بنك الاحتياطي الفيدرالي ضح احتياطات أثناء التيسير الكمي، قامت البنوك التجارية بتمويل الاحتياطات بأموال جاء معظمها من ودائع الجلمة الموجودة تحت الطلب، وهو ما قصر بالفعل من آجال استحقاق التزاماتها. وبالإضافة إلى ذلك، ولتوليد رسوم من الكم الكبير من الاحتياطات ذات العائد المنخفض الموجودة في ميزانياتها العمومية، قدمت للقطاع الخاص كل أنواع الوعود بتوفير السيولة — من خلال الالتزام بخطوط ائتمان، ودعم الهامش لمراكز المضاربة، وما إلى ذلك.

والمشكلة هي أنه بينما يقلص البنك المركزي ميزانيته العمومية، يصعب على البنوك التجارية الاستغناء عن هذه الوعود بسرعة. ويصبح القطاع الخاص أشد اعتمادا على البنك المركزي للحصول على سيولة مستمرة. وقد رأينا أول لمحة من هذه المشكلة أثناء الاضطرابات التي شهدتها المملكة المتحدة بشأن معاشات التقاعد في أكتوبر ٢٠٢٢، والتي نُزِع فتيلها بمزيج من تدخل البنك المركزي وتراجع الحكومة عن خططها الباذخة للإنفاق. غير أن هذه الأحداث أشارت بالفعل إلى أن قطاعا خاصا معتمدا على السيولة قد يكون بمقدوره التأثير على خطط البنك المركزي لتقليص ميزانيته العمومية بغية الحد من التيسير النقدي.

وأخيرا، فإن ارتفاع أسعار الأصول يثير شبح عدم الاتساق في استجابات البنوك المركزية — ذلك أن البنك المركزي يكون أسرع توجهها نحو التيسير في حالة تباطؤ النشاط أو هبوط أسعار الأصول، وأكثر ترددا في الاتجاه إلى رفع أسعار الفائدة عند تصاعد أسعار الأصول، وهو يجذب النشاط في اتجاه حركته. ومصداقا لذلك، قال ألان غرينسبان عام ٢٠٠٢ في كلمة ألقاها في قاعة مؤتمرات "جاكسون هول" ببنك الاحتياطي

ولم يرتفع التضخم بعده، بل سيكون فقدان هذه الشرعية أكبر إذا خفّض أسعار الأصول المالية المبالغ فيها التي كانت تبث في الجمهور شعورا بالرفاهية. فقد كانت البنوك المركزية بحاجة إلى أن يلحظ الجمهور ارتفاع التضخم حتى تتمكن من اتخاذ تدابير قوية لمواجهته.

والخلاصة هي أن أيدي البنوك المركزية كانت مغلولة من جوانب مختلفة — بفعل التاريخ الحديث وما لديها من معتقدات، وبفعل الأطر التي اعتمدها لمكافحة التضخم المنخفض، وبفعل سياسة اللحظة، مع تأثير كل عامل من هذه العوامل على العوامل الأخرى.

الحجج المضادة

ومع ذلك، فإن توقف التقييم اللاحق عند هذا الحد ربما يكون مفرطا في السخاء تجاه البنوك المركزية. فالنتيجة النهائية هي أن إجراءاتها السابقة قلصت مساحة المناورة المتاحة لها، وليس فقط للأسباب المشار إليها آنفا. لنأخذ مثلا ظهور كل من هيمنة سياسة المالية العامة (التي يعمل فيها البنك المركزي على استيعاب الإنفاق المالي للحكومة) وهيمنة القطاع المالي (حيث يرضخ البنك المركزي لمتطلبات السوق). ومن الواضح أنهما ليستا منفصلتين عن إجراءات البنك المركزي في السنوات القليلة الماضية.

البنوك المركزية يمكن أن تذهب إلى أنها فوجئت بالأحداث الأخيرة، غير أنها ساهمت بدور في تضيق حيز المناورة أمام سياستها النقدية.

وتؤدي الفترات الطويلة لانخفاض أسعار الفائدة وارتفاع السيولة إلى زيادة أسعار الأصول والرفع المالي المصاحب لها. وقد زاد الرفع المالي من جانب كل من الحكومة والقطاع الخاص. وكانت الجائحة وحرب بوتين ومسؤولتين، بالطبع، عن زيادة الإنفاق الحكومي. لكن هذه الزيادة جاءت أيضا نتيجة للتدني المفرط في أسعار الفائدة طويلة الأجل وأسعار سوق السندات التي خدّرتها إجراءات البنك المركزي مثل التيسير الكمي. وقد كان هناك ما يدعو بالفعل إلى تمويل الإنفاق الحكومي المستهدف بإصدار دين طويل الأجل. ومع ذلك، فإن خبراء الاقتصاد الحكماء من مؤيدي الإنفاق لم يرفقوا توصياتهم بالمحاذير الكافية، وعملت الاعتبارات السياسية المشوبة بالانقسامات على ضمان أن يكون الإنفاق الوحيد الذي يمكن تشريعه هو الذي يقدم شيئا لكل طرف. واعتمد الساسة، كما هو الحال دائما، على نظريات غير سليمة ولكنها ملائمة (منها النظرية النقدية الحديثة) تسمح لهم بالإنفاق دون كايح.

وفاقت البنوك المركزية المشكلة من خلال شرائها للدين الحكومي بتمويل من الاحتياطات التي تقدّم لليلة واحدة،

تجاوز نطاق الاختصاص

فما الذي سيحدث الآن؟ مسؤولو البنوك المركزية يعرفون جيدا كيف تكون المعركة ضد ارتفاع التضخم ولديهم الأدوات اللازمة لمكافحته. وينبغي أن تترك لهم الحرية في أداء وظيفتهم بهذا الخصوص.

غير أن البنوك المركزية حين تنجح في خفض التضخم، قد تعود إلى عالم النمو المنخفض. فمن الصعب معرفة ما يمكن أن يوازن التأثيرات المعاكسة لشيخوخة السكان، وتباطؤ النشاط في الصين، والعالم المريب الذي يشهد تحولا نحو العسكرة والتراجع عن العولمة. وهذا العالم الذي يتسم بالنمو المنخفض وربما التضخم المنخفض هو عالم لا يفهمه مسؤولو البنوك المركزية جيدا. وأدواتهم التي استخدموها بعد الأزمة المالية، مثل التيسير الكمي، لم تكن فعالة بدرجة كبيرة في تعزيز النمو، كما أن الإجراءات الحادة من جانب البنوك المركزية يمكن أن تعجل بزيادة هيمنة المالية العامة والقطاع المالي.

إن ما الذي ينبغي أن تكون عليه صلاحيات البنك المركزي عندما يسود الاستقرار من جديد؟ البنوك المركزية ليست المؤسسات المتعارف عليها لمكافحة تغير المناخ أو تعزيز الاشتغال، وغالبا ما تفتقر إلى صلاحية معالجة هذه المسائل. وبدلا من أن تنتزع الصلاحيات في مجالات مشحونة سياسيا، من الأفضل أن تنتظر الحصول عليها من ممثلي الشعب المنتخبين. ولكن هل من الحكمة منح البنوك المركزية صلاحيات في هذه المجالات؟ أولا: أدوات البنك المركزي لها فعالية محدودة في مجالات مثل مكافحة تغير المناخ أو عدم المساواة. ثانيا: هل يمكن أن تؤثر المسؤوليات الجديدة على فعالية البنك في تحقيق الهدف من صلاحيته (أو صلاحياته) الأساسية؟ فمثلا: هل يمكن أن يكون الإطار الجديد الذي وضعه الاحتياطي الفيدرالي والذي يقتضي منه توجيه الاهتمام إلى مسألة الاشتغال قد أعاق زيادات أسعار الفائدة — بما أن الأقطيات المحرومة عادة، ولسوء الحظ، هي آخر من يتم تعيينه في فترات التوسع؛ وأخيرا: هل يمكن لهذه الصلاحيات الجديدة أن تعرض البنك المركزي لمجموعة جديدة كاملة من الضغوط السياسية وتدفع لظهور أشكال جديدة من المخاطرة غير المسؤولة من جانبه؟ ولا يعني كل هذا أن البنوك المركزية ينبغي ألا تشعر بالقلق تجاه عواقب تغير المناخ أو عدم المساواة على صلاحياتها (أو صلاحياتها) المباشرة. بل إن بإمكانها اتباع التعليمات الصريحة الصادرة عن الممثلين المنتخبين في بعض المسائل (مثل شراء السندات الخضراء بدلا من السندات البنّية عند التدخل في الأسواق). وإن كان ذلك يفتح أبوابها أمام خطر إدارة التفاصيل من الخارج. غير أن الأفضل هو أن تترك للحكومة وليس للبنك المركزي مهمة المكافحة المباشرة لتغير المناخ أو عدم المساواة.

ولكن ماذا عن صلاحياتها وأطرها فيما يتعلق باستقرار الأسعار؟ أشارت المناقشة السابقة إلى وجود تناقض أساسي يواجه البنوك المركزية. وحتى ذلك الحين، كان

الفيدرالي في كانساس سيتي إن الاحتياطي الفيدرالي لا يظن بالفعل إلى طفرات أسعار الأصول أو يحول دون وقوعها، لكنه يستطيع "التخفيف من تداعياتها حين تقع، كما أن من المأمول أن يستطيع تيسير الانتقال إلى مرحلة التوسع التالية"، وهو بذلك قد أرسى عدم الاتساق بوصفه قاعدة من قواعد سياسة الاحتياطي الفيدرالي.

ويشير ارتفاع أسعار الأصول، وزيادة نسب الرفع المالي في القطاع الخاص، والاعتماد على السيولة، إلى أن البنك المركزي يمكن أن يواجه هيمنة القطاع المالي — أي أن السياسة النقدية قد تستجيب للتطورات المالية في القطاع الخاص وليس للتضخم. وبصرف النظر عما إذا كان الاحتياطي الفيدرالي يعتزم الخضوع للهيمنة، فإن تنبؤات القطاع الخاص الحالية، التي تشير إلى أنه سيضطر إلى خفض أسعار الفائدة بسرعة، قد صعّبت مهمته في إلغاء التيسير النقدي. فسيكون عليه أن يعتمد سياسة أكثر تشددا لمدة أطول مما كان يتوخاه في غياب هذه التوقعات الخاصة. ويعني هذا عواقب أسوأ على الاقتصاد العالمي. ويعني أيضا أنه حين تصل أسعار الأصول إلى مستواها التوازني الجديد، فإن الأسر وصناديق التقاعد وشركات التأمين ستكون قد تعرضت جميعها لخسائر فادحة — علما بأن هذه الكيانات لا تكون في الغالب هي نفسها التي استفادت من الارتفاع. وتُدفع صناديق التقاعد التابعة للدولة والتي تديرها جهات حكومية، والبسطاء من الناس، والفقراء نسبيا، إلى المرحلة الأخيرة في طفرات أسعار الأصول، وهو ما يسفر عن عواقب توزيعية إشكالية يتحمل البنك المركزي بعض المسؤولية عنها.

والتداعيات الخارجية لسياسات البنك المركزي في بلدان الاحتياطي هي أحد المجالات التي لا تخلو من العواقب، لكن مسؤولي البنك المركزي لا يتحملون سوى مسؤولية ضئيلة عنها. فلا شك أن سياسات البلدان الرئيسية الأكثر امتلاكا للاحتياطيات تؤثر على البلدان الهامشية عن طريق تدفقات رأس المال وتحركات أسعار الصرف. ويجب أن تصدر ردود فعل عن البنك المركزي في البلدان الهامشية بصرف النظر عما إذا كانت إجراءات سياسته مناسبة للظروف المحلية — وإلا فإن البلد الهامشي سيعاني من عواقب أطول أجلا مثل طفرات أسعار الأصول، والاقتراض المفرط، ثم المديونية الحرجة في نهاية المطاف. وسأعود إلى هذه المسألة في الختام.

الخلاصة إذن هي أن البنوك المركزية يمكن أن تذهب إلى أنها فوجئت بالأحداث الأخيرة، غير أنها ساهمت بدور في تضيق حيز المناورة أمام سياساتها النقدية. ففي ظل سياساتها غير المتسقة وغير التقليدية، التي تهدف ظاهريا إلى التعامل مع سعر الفائدة الأساسي الذي يلامس الحد الأدنى، خلقت مجموعة من الاختلالات لا تزيد من صعوبة مكافحة التضخم فحسب، بل تزيد أيضا من صعوبة التخلي عن مزيج السياسات السائد، حتى مع تحول نظام التضخم إلى معدلات أعلى بكثير. والبنوك المركزية ليست متفرجا بريئا في كل هذه الأحداث مثلما يتم تصويرها أحيانا.

عادة ما تلجأ إليها البنوك المركزية في مواجهة الفترات الممتدة من التضخم المفرط في الانخفاض تتسبب، كما رأينا، في ارتفاع أسعار الأصول، ومن ثم زيادة الرفع المالي وإمكانية حدوث المزيد من عدم الاستقرار المالي. ولسوء الحظ، وبرغم أن المنظرين في مجال السياسة النقدية يذهبون إلى أن الحل الأمثل هو التعامل مع قضايا الاستقرار المالي من خلال الرقابة الاحترازية الكلية، وهو ما ثبت افتقاره إلى الفعالية حتى الآن — كما يتبين من طفرات أسعار المساكن في الاقتصادات الرئيسية. وعلاوة على ذلك، فقد يكون للسياسات الاحترازية الكلية تأثير ضئيل في مجالات النظام المالي الجديدة أو البعيدة عن البنوك، كما يتضح من فقاعات العملات المشفرة وأسهم "الميم" وانفجارها اللاحق. وبينما نحتاج إلى تغطية أفضل للنظام المالي، خاصة نظام الظل المالي غير المصرفي، إلى جانب التنظيم الاحترازي الكلي، يجب أن نتذكر أيضا أن السياسة النقدية "تتخلل كل الشقوق"، على حد تعبير جيريمي شتاين. وربما إذن، مع هذه القوة الهائلة، ينبغي أن تأتي بعض المسؤولية!

ولكن ماذا بشأن المسؤوليات عن العواقب الخارجية لسياساتها؟ من المثير للاهتمام أن البنوك المركزية الأكثر تركيزا على الاستقرار المالي المحلي من المرجح أن تعتمد سياسات نقدية تتسبب في قدر أقل من التداعيات. ومع ذلك، ينبغي أن يبدأ مسؤولو البنوك المركزية والأكاديميون حوارا حول التداعيات. ومن الممكن أن يبدأ حوار بعيد في معظمه عن السياسة في بنك التسويات الدولية في بازل، حيث يجتمع محافظو البنوك المركزية بانتظام. ومن الممكن أن ينتقل الحوار في النهاية إلى صندوق النقد الدولي، بحيث يشارك فيه ممثلو الحكومات وعدد أكبر من البلدان، لمناقشة كيفية تغيير صلاحيات البنوك المركزية في عالم يتسم بالاندماج. وإلى أن يقام هذا الحوار ويتم التوصل إلى توافق سياسي في الآراء حول الصلاحيات، قد يكون كافيا إعادة تركيز البنوك المركزية على مهمتها الأساسية المتمثلة في مكافحة التضخم المرتفع، مع مراعاة المهمة الثانية المتمثلة في الحفاظ على الاستقرار المالي.

فهل تؤدي هاتان الصلاحياتان التوأمتان إلى الحكم على العالم بالمعاناة من النمو المنخفض؟ لا، غير أنهما ستضعان مسؤولية إنعاش النمو من جديد على عاتق القطاع الخاص والحكومات، وهو نطاق المسؤولية الصحيح. ومن المرجح أن تحقق البنوك المركزية الأكثر تركيزا والأقل تدخلا نتائج أفضل من نتائج عالم التضخم المرتفع والرفع المالي المكثف والنمو المنخفض الذي نعيش فيه حاليا. وبالنسبة للبنوك المركزية، فإن ما هو أقل قد يعني بالفعل ما هو أكثر. **FD**

راغورام راجان أستاذ بكلية بوث لإدارة الأعمال في جامعة شيكاغو، وكان محافظا لبنك الاحتياطي الهندي بداية من عام ٢٠١٣ وحتى عام ٢٠١٦.

هناك شعور بحاجة البنوك المركزية لإطار واحد — مثل إطار استهداف التضخم الذي يلزمها بإبقاء التضخم ضمن نطاق مستهدف أو قريبا من هدف محدد على نحو متسق. لكن، كما يرى المدير العام لبنك التسويات الدولية، أغستين كارستنز، فإن نظام التضخم المنخفض يمكن أن يكون مختلفا تماما عن نظام التضخم المرتفع. واعتمادا على النظام الذي تتبعه، قد يحتاج إطارها إلى التغيير. ففي نظام التضخم المنخفض، حيث لا يتزحزح التضخم عن المستويات المنخفضة بصرف النظر عن صدمة الأسعار، قد يتعين عليهم الالتزام بتحمل المزيد من التضخم في المستقبل بغية رفع معدلاته اليوم. وبعبارة أخرى، كما قال بول كروغمان، عليهم التعهد بأن يتخلوا عن المسؤولية العقلانية، أي أن يتبنوا سياسات وأطرا تكبل أيديهم فعليا، فتلزمهم باتباع سياسة تيسيرية لفترة طويلة. ولكن كما ورد أعلاه، قد يعجل هذا بتغيير النظام، على سبيل المثال، من خلال تخفيف قيود المالية العامة المتصورة.

وعلى العكس من ذلك، ففي نظام التضخم المرتفع، حيث تدفع كل صدمة سعرية صدمة أخرى، تحتاج البنوك المركزية إلى التزام قوي باستئصال جذور التضخم في أسرع وقت ممكن، وتوخي القول القائل: "إذا حدثت طويلا في التضخم، سيكون قد فات الأوان". وبالتالي فإن الالتزام بتحمل التضخم كما يملئ الإطار ويتماشى مع نظام التضخم المنخفض لا يتوافق مع الالتزام المطلوب لنظام التضخم المرتفع. غير أن البنوك المركزية يتعذر عليها التحول ببساطة تبعا للنظام، لأنها تفقد القوة على الالتزام. وقد يتعين عليها اختيار إطار لجميع الأنظمة.

اختيار الأطر

إذا كان الأمر كذلك، فإن ميزان المخاطر يشير إلى ضرورة أن تعيد البنوك المركزية تركيز صلاحياتها على مكافحة التضخم المرتفع باستخدام الأدوات المتعارف عليها مثل سياسة أسعار الفائدة. ولكن ماذا يحدث إذا كان التضخم شديد الانخفاض؟ ربما ينبغي لنا أن نتعلم، مثلما فعلنا في سياق كوفيد-١٩، كيف نتعايش مع هذا التضخم ونتجنب أدوات مثل التيسير الكمي بآثارها المشكوك في إيجابيتها على النشاط الحقيقي، والتي تتسبب في تشويه الائتمان وأسعار الأصول والسيولة، ومن الصعب التخلص منها. ويمكن القول بأنه مادام التضخم المنخفض لم يصل إلى الانهيار مسببا دوامة انكماشية، فلا ينبغي للبنوك المركزية أن تقلق كثيرا حيال ذلك. فعقود التضخم المنخفض لم تكن المسؤولة عن تباطؤ النمو وإنتاجية العمالة في اليابان. بل إن اللوم في ذلك يقع على شيخوخة السكان وتقلص القوى العاملة.

وليس من الإيجابي تعقيد مهمة البنوك المركزية، غير أنها قد تحتاج إلى صلاحية أقوى للمساعدة في الحفاظ على الاستقرار المالي. فأولا: غالبا ما تؤدي الأزمة المالية إلى خفض التضخم على نحو مفرط حتى أن البنوك المركزية تجد صعوبة في مكافحته. ثانيا: إن الطرق التي



الأزمة و السياسة النقدية

الجائحة والحرب وضعتا البنوك المركزية على مستوى العالم أمام تحديات جديدة في السنوات القادمة
غيثا غوبيناث

غير أن بعض آثار الأزمات — التضخم المرتفع، وانقطاعات سلاسل الإمداد، وزيادة الحواجز التجارية — قد تستمر لفترة أطول أو تشتد حدة. وقد يشكل ذلك تحدياً أمام الاستقرار الاقتصادي الكلي في جميع أنحاء العالم، وخاصة في الأسواق الصاعدة. فكيف يمكننا تجنب ذلك؟

مراعاة الطفرة التضخمية

كان الارتفاع الحاد في الأسعار مفاجأة من منظور أطر سياسات ما قبل الأزمة، وخاصة بالنسبة للاقتصادات المتقدمة. وأشارت الأدلة التجريبية إلى أن التضخم لم يرتفع إلا بمقدار ضئيل عندما انخفضت البطالة، بما يتسق مع منحني فيليبس المسطح للغاية. وقد تعززت هذه الأدلة من

التضخمية العالمية التي أنهت بشكل مفاجئ عقوداً من الزيادات المعتدلة في الأسعار جاءت في خضم التقاء أزميتين فريدتين: الجائحة العالمية وغزو روسيا لأوكرانيا.

والآن، يجب أن يتساءل الاقتصاديون، ما الدروس التي يقدمها هذا العصر للسياسة النقدية؟ يمكننا أن نبدأ بالدروس المستفادة من الجائحة والحرب فيما يتصل بالسياسة النقدية، حتى إذا عاد العالم في نهاية المطاف إلى بيئة تتسم بأسعار الفائدة المنخفضة والتضخم المنخفض. لقد أغفل معظم الاقتصاديين الطفرة التضخمية، وعلينا أن نفهم لماذا وكيف يتعين تغيير السياسة النقدية في المستقبل.

وقضت إحدى هذه الصفات بأن البطالة التي تقل كثيرا عن معدلها الطبيعي مقبولة، بل مرغوبة. وبدا أن تنشيط الاقتصاد كان يعمل لصالح الولايات المتحدة والاقتصادات المتقدمة الأخرى قبل الجائحة. وتراجعت البطالة إلى أدنى مستوياتها التاريخية، بما في ذلك بين الفئات المحرومة من العمال، بينما ظل التضخم دون المستوى المستهدف. لكن مخاطر التضخم الناجمة عن تنشيط الاقتصاد قد تكون أكبر بكثير مما كنا نعتقد في السابق.

كذلك سلطت الجائحة الضوء على صعوبات قياس التراخي الاقتصادي. ورغم أن خطأ القياس لا يمثل مشكلة خطيرة إذا كان منحني فيليبس مسطحا، فإنه يكون كذلك إذا كان المنحنى غير خطي عندما تنخفض البطالة إلى ما دون معدل طبيعي يحيط به عدم يقين كبير. وفي هذه الحالة، قد يقوم صناع السياسات دون دراية بدفع البطالة إلى مستويات أقل من تقديرهم (المفرط في التفاؤل) للمعدل الطبيعي، وإنكأ طفرة تضخمية — كما حدث أثناء التضخم الكبير في سبعينات القرن الماضي. وبالإضافة إلى ذلك، تشير الجائحة إلى أن تنشيط الاقتصاد يزيد من احتمالات تعرض القطاعات الرئيسية لقصور الطاقة الإنتاجية، مما يؤدي إلى ضغوط تضخمية قد تصبح واسعة النطاق.

وربما يظل تنشيط الاقتصاد أمرا مرغوبا في ظروف معينة، ولكن يجب على صناع السياسات أن يكونوا أكثر فهما للجوانب السلبية المحتملة وأن يتوخوا الحذر إزاء المغالاة في التنشيط.

وكانت هناك وجهة نظر أخرى قبل الجائحة مفادها أن البنوك المركزية الكبرى يمكن أن تستخدم مصداقيتها في "غض الطرف" عن صدمات العرض المؤقتة، مثل أسعار النفط المرتفعة، وافترض أن التضخم سيكون مؤقتا. وسيتم تعديل أسعار الفائدة الأساسية استجابة للآثار اللاحقة، أي الآثار الأكثر استمرارية على التضخم. لكن التقديرات تشير إلى أن هذه الآثار تكون محدودة عادة، لذلك لم يكن على صناع السياسات التفاعل كثيرا، حتى مع الصدمات الكبرى — تماشيا مع المفاضلات المواتية بين التضخم والتوظيف.

وقد أكدت الجائحة كيف يمكن لصدمات العرض أن تكون ذات آثار تضخمية مستمرة واسعة النطاق بسرعة مذهلة. وقد تنتشر ضغوط قوية رافعة للأسعار في بعض القطاعات من خلال سلاسل الإمداد وتمتد إلى الأجر، أو تؤثر على توقعات التضخم، مما يؤثر على تحديد الأسعار أو الأجر. ويشير ذلك إلى أن البنوك المركزية ينبغي أن تتفاعل بقوة أكبر في ظروف معينة. ومن المحتمل أن تكون الظروف المبدئية مهمة: فغض الطرف عن صدمة مؤقتة قد يتسبب في مشكلات إذا ما كان التضخم مرتفعا بالفعل، لذلك من المرجح أن تؤدي الصدمات الإضافية إلى زعزعة استقرار توقعات الأسعار. وقد يتعين على البنوك المركزية أيضا أن تكون أكثر صرامة في استجابات السياسات في اقتصاد قوي يسهل على المنتجين فيه نقل أثر التكاليف المتزايدة

خلال تجربة التضخم التي كانت سائدة قبل الجائحة والتي ظلت فاترة حتى مع تراجع البطالة إلى مستويات منخفضة للغاية نتيجة التنشيط النقدي.

غير أن هذه النماذج التي تستند إلى منحني فيليبس منخفض الميل لم تكن فعالة في تفسير طفرة الأسعار المرتبطة بالجائحة. وكان هناك قصور شديد في معظم تنبؤات التضخم القائمة على هذه النماذج، بما في ذلك النموذج الذي نستخدمه في صندوق النقد الدولي.

ورغم أن التضخم المرتفع يعكس جزئيا تطورات غير معتادة، فمن المرجح أن تعكس بعض أخطاء التنبؤ سوء فهمنا لمنحني فيليبس وجانب العرض في الاقتصاد.

وفي حين أن منحني فيليبس القياسي يربط التضخم بفجوة البطالة، ربما ساهم التعافي السريع في التوظيف بدور كبير في دفع التضخم، مما يكسب "تأثيرات السرعة" أهمية أكبر مما كان يعتقد في السابق. وقد تكون هناك أيضا علاقات غير خطية مهمة في ميل منحني فيليبس: حيث تصبح ضغوط الأسعار والأجور الناتجة عن انخفاض البطالة أكثر حدة عندما يكون الاقتصاد نشطا مقارنة بما تكون عليه عندما يكون دون مستوى التشغيل الكامل. وأخيرا فإن الارتفاع الحاد في تضخم أسعار السلع أثناء التعافي — عندما أدت القيود على الخدمات سواء على جانب العرض أو جانب الطلب إلى تركيز الدفعات التنشيطية الضخمة على السلع — يشير إلى أهمية قصور الطاقة الإنتاجية على مستوى القطاعات وكذلك على المستوى الكلي.

مخاطر التضخم الناجمة عن تنشيط الاقتصاد قد تكون أكبر بكثير مما كنا نعتقد في السابق.

دروس بشأن السياسة النقدية

أحد انعكاسات هذه الرؤى المتميقة هو أننا بحاجة إلى نماذج أفضل للعرض الكلي تعكس الدروس المستفادة من الجائحة. فعلى سبيل المثال، سيساعد ذلك على زيادة تطوير النماذج القطاعية التي تميز بين السلع والخدمات وتتضمن قصور الطاقة الإنتاجية في القطاعات للمساعدة في مراعاة تأثيرات السرعة والعلاقات غير الخطية على المستويين القطاعي والكلي.

لكن ينبغي لنا أيضا إعادة النظر في وصفات السياسات التي كانت شائعة قبل الجائحة وكانت تستند إلى منحني فيليبس المسطح.

وعلاوة على ذلك، فإن التحول الدائم إلى الإنفاق بالعجز، أو تنفيذ استثمارات مناخية ضخمة للحاق بالركب، قد يؤدي إلى زيادة كبيرة في السعر التوازني.

الانعكاسات على صعيد السياسات

فرضت الجائحة والحرب مزيداً من التحديات أمام البنوك المركزية. وفي السنوات الأخيرة، ركزت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة على تقديم دفعة تنشيطية كافية لدعم النمو وزيادة معدل التضخم المنخفض. وتمثلت مهمتها في توفير الذخيرة المالية اللازمة من خلال أسعار فائدة قريبة من الصفر عندما بدأ أن التضخم قدّر له أن يظل منخفضاً للغاية.

والآن تؤكد هذه الأزمات للبنوك المركزية أن إدارة المخاطر تعني مراعاة التضخم المنخفض أو المرتفع للغاية — وإمكانية حدوث توترات أقوى بين أهداف استقرار الأسعار والتوظيف أو النمو. وأوضحت الجائحة أيضاً كيف أن العلاقة بين البطالة والتضخم، التي تستند إلى منحني فيليبس، قد لا تكون ثابتة عندما يكون الاقتصاد قويا — وأن صدمات مثل أسعار الطاقة المرتفعة قد تحدث في أوقات اليسر بطرق مختلفة مقارنة بفترات الضعف.

وبالتالي فإن الخطر الأوضح المتمثل في التضخم السريع يعني أنه من الضروري إعادة النظر في قوة استراتيجيات مثل تنشيط الاقتصاد والنظر إلى صدمات العرض باعتبارها مؤقتة. ورغم ما تقدمه هذه الاستراتيجيات من مزايا، فإنها تزيد المخاطر المحيطة باستقرار الأسعار.

وإلى جانب هذه الدروس، هناك مخاوف من احتمال أن تؤدي الجائحة والحرب إلى صدمات أكبر على جانب العرض، وتوقعات تضخمية أقل ثباتاً. فهذه المخاطر هي الأكبر في الأسواق الصاعدة، خاصة تلك التي تعاني من ديون مرتفعة. ولكن في ظل التضخم الأسرع على مدى عقود، تواجه البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة أيضاً مخاطر كبيرة، ولذلك يتعين عليها الثبات على نفس المسار والحفاظ على أسعار فائدة السياسة النقدية التقييدية إلى أن ترى دلائل دائمة على عودة التضخم إلى مستواه المستهدف. ولا يمكننا أن نحقق نمواً اقتصادياً مستمراً دون استعادة استقرار الأسعار.

وبينما يتعين على البنوك المركزية أن تقود جهود مكافحة التضخم، يمكن أن تساعد سياسات أخرى في هذا الشأن. فسياسة المالية العامة ينبغي أن تسهم بدور، من خلال المساعدة الموجهة للفئات الأكثر ضعفاً والتي لا تحفز الاقتصاد. ويجب على صناع السياسات إعطاء دفعة لجدول أعمال المناخ للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والمالي. وأخيراً، ستعمل السياسات التي تحد من مخاطر التجزؤ في التجارة العالمية على الحد من مخاطر صدمات العرض وتساعد على تعزيز الناتج العالمي الممكن. **FD**

غيثا غوبيناث هي النائب الأول لمدير عام صندوق النقد الدولي.

ويقل فيه استعداد العمال لقبول انخفاض الأجور الحقيقية. وقد يتعين على البنك المركزي أيضاً أن يكون رد فعله أكبر إذا ما كانت الصدمات واسعة النطاق وليست مركزة في قطاعات محددة.

مخاطر الاستمرارية

الدروس المتعلقة بمنحني فيليبس ووصفات السياسات التي استندت إلى كونه مسطحاً يمكن تطبيقها حتى في بيئة ما قبل الجائحة التي كانت تتسم عادة بانخفاض أسعار الفائدة والتضخم وتنحسر فيها مشكلات العرض. ولكن هناك أيضاً احتمال حدوث تضخم أطول أمداً بكثير يؤدي إلى زعزعة استقرار التوقعات، وحدث انقطاعات أطول أمداً في سلاسل الإمداد العالمية والتجارة المفتوحة.

ويتمثل أحد المخاطر الرئيسية في أن التضخم المرتفع يؤدي إلى توقعات تضخمية منفصلة عن ركيبتها المستهدفة. وهذا من شأنه تعقيد المفاضلات بين السياسات النقدية، لأن صدمات انخفاض أسعار العملات وصدمات العرض ستكون لها آثار تضخمية أطول أمداً بكثير. ومن شأن زيادة رفع أسعار الفائدة لاحتواء التضخم أن تؤدي إلى زيادة انكماش الناتج. وقد ساعد التشديد الكبير في البداية من جانب العديد من البنوك المركزية خلال العام الماضي في التخفيف من مخاطر انفلات التوقعات التضخمية عن ركيبتها المستهدفة.

ومع ذلك، ينبغي للبنوك المركزية مواصلة توخي اليقظة. ويتضاعف التحدي الذي تواجهه البنوك المركزية أيضاً إذا زاد عمق صدمات العرض. وقد يحدث ذلك إذا قررت البلدان الحد من مخاطر الانقطاعات في سلاسل الإمداد من خلال زيادة الحواجز التجارية. ومن شأن ذلك أن يعرض البلدان للمزيد من تقلبات صدمات العرض، مما يؤدي بدوره إلى مواجهة مفاضلات أكثر صعوبة بين السياسات النقدية وزيادة صعوبة تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

وستتضرر البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة خصوصاً إذا زاد تجزؤ التجارة وانفلتت التوقعات التضخمية عن ركيبتها المستهدفة. وأصبحت هذه الاقتصادات بالفعل أكثر عرضة للصدمات الخارجية، كما يمكن أن تواجه مفاضلات أكثر صعوبة بين السياسات.

ويمكن أيضاً، من حيث المبدأ، أن تكون للجائحة والحرب آثار دائمة على جانب الطلب في الاقتصاد من خلال التأثير على سعر الفائدة الحقيقي التوازني (سعر الفائدة الذي يحقق به الاقتصاد على المدى الطويل ناتجه الممكن دون تحمل التضخم). كذلك يمكن لهما التأثير على عدم المساواة، والخصائص الديمغرافية، والإنتاجية، والطلب على الأصول الآمنة، والاستثمار العام والدين العام، وغيرها. فعلى سبيل المثال، قد تؤدي الجائحة والحرب إلى زيادة انخفاض السعر التوازني بسبب زيادة الطلب على الأصول الآمنة وزيادة عدم المساواة.

وبشكل عام، من المحتمل ألا تكون هذه الآثار كبيرة للغاية، وبالتالي، من المحتمل أن يظل السعر التوازني منخفضاً — رغم استمرار عدم اليقين بشأن مستواه الفعلي.

حان وقت التغيير

حان وقت إعادة النظر في أساس السياسة النقدية وإطارها الحاكم

ماساكي شيراكاوا

الظروف المالية الموجودة مسبقا، والتي تشكلت بدورها من خلال السياسة النقدية، مما يجعل مسؤولي البنوك المركزية غير معفيين تماما من اللوم بشأنها.

ومثلما طرحت الملكة سؤالها على أساتذة كلية لندن للاقتصاد، فقد آن الأوان مجددا لأن يلقي الأكاديميون ومسؤولو البنوك المركزية نظرة متعمقة في الإطار السائد للسياسة النقدية، وكذلك، بصورة أكثر نفاذاً إلى العمق، في النموذج الفكري الداعم لها.

خوف بلا أساس

في كلمة ألقاها جاي باول، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي، في مؤتمر جاكسون هول الذي أقيم في أغسطس ٢٠٢٠، عبر بوضوح عن الخوف التقليدي من الانكماش ومن هبوط أسعار الفائدة إلى أدنى مستوى ممكن (ما يسمى بالحد الأدنى الصفري) قائلاً: "إذا تراجعت التوقعات بشأن التضخم إلى ما دون هدفنا البالغ ٢٪، فسوف تنخفض أسعار الفائدة بالمثل. ومن ثم سيضيق المجال أمامنا لخفض أسعار الفائدة من أجل تعزيز فرص العمل خلال فترة الانكماش الاقتصادي، وهو ما من شأنه إضعاف قدرتنا على تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال خفض أسعار الفائدة. وقد شهدنا هذه الديناميكية السلبية تتكشف في عدد آخر من الاقتصادات الكبرى حول العالم، وعرفنا أنها بمجرد أن تبدأ فقد يكون من الصعب للغاية التغلب عليها. نريد أن نفعل ما في وسعنا لمنع ظهور هذه الديناميكية هنا".

هذا هو جوهر الحجة التي تسوقها البنوك المركزية لتبرير سياسة التيسير النقدي القوية في مواجهة انخفاض التضخم. وتبدو هذه الحجة معقولة، غير أنه يتعين إثباتها بالحقائق. وتجارب "الاقتصادات الكبرى الأخرى"، التي كان باول يقصد بها اليابان بوضوح، تثير الشكوك حول صحة هذا السرد.

فقد وصلت اليابان بالفعل إلى الحد الأدنى الصفري لأسعار الفائدة قبل اقتصادات أخرى بفترة طويلة. ولكن لو كان هناك قيد جدي على السياسة لانخفاض معدل النمو في اليابان عن المعدل السائد لدى نظرائها في مجموعة السبعة. غير أن نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في اليابان كان متوافقاً مع متوسط مجموعة السبعة بدءاً من عام ٢٠٠٠ (قرابة الوقت الذي وصلت فيه أسعار الفائدة في بنك اليابان إلى الصفر وبدأ البنك المركزي تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية) وحتى عام ٢٠١٢ (قبيل بدء تضخم الميزانية العمومية للبنك المركزي).



الصورة إهداء من ماساكي شيراكاوا

عام ٢٠٠٨، طرحت الملكة إليزابيث الثانية سؤالاً شهيراً عن الأزمة المالية العالمية على أساتذة كلية لندن للاقتصاد، وهو "لماذا لم يتوقعها أحد؟". ولو سار تشارلز الثالث على خطى والدته الراحلة اليوم ل طرح بالتأكيد سؤالاً مماثلاً، لكن عن ارتفاع التضخم.

وترجع ضرورة هذا السؤال إلى سببين. أولاً، قبل ارتفاع التضخم مؤخراً إلى مستويات لم نشهدها منذ ٤٠ عاماً، كان العديد من البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة يساوره قلق بالغ بشأن انخفاض التضخم. ثانياً، زعمت البنوك المركزية بثقة أن التضخم مؤقت، وأخفقت في كبحه في الوقت الذي سجلت الأسعار فيه ارتفاعاً سريعاً. وكانت الأحداث المحركة، لا سيما انقطاع أنشطة التجارة والإنتاج بسبب الجائحة والحرب في أوكرانيا، أحداثاً تتعلق بالعرض، واعتبرت خارج حدود السياسة النقدية. غير أن تأثير الأحداث المحركة على التضخم يختلف باختلاف

في

البيئة التي عززت العوامل المواتية على جانب العرض تتعرض لهجوم من عدة اتجاهات: ارتفاع المخاطر الجغرافية-السياسية، وتصاعد الشعبوية، وانقطاع سلاسل الإمداد العالمية من جراء الجائحة.

غير المنتخبين من الحكومة والمشرعين تقليص خطط الإنفاق التضخمي التي تم انتخابهم من أجلها؟ وربما كان الأمر ببساطة أن مسؤولي البنوك المركزية لم يواجهوا أي مصاعب أثناء فترة "الاعتدال الكبير" الذي امتد حوالي عشرين عاما منذ منتصف ثمانينات القرن الماضي حيث كان النمو مطردا والتضخم مستقرا. ومن ثم ربما تكون حقيقة القول الشائع عن نجاح السياسة النقدية التي انتهجتها البنوك المركزية المستقلة خلال تلك الفترة هي مجرد حظ جيد وظروف مواتية. وقد استفاد الاقتصاد العالمي من العوامل المواتية على جانب العرض، مثل دخول الاقتصادات النامية والاشتراكية السابقة إلى اقتصاد السوق العالمي، والتقدم السريع في تكنولوجيا المعلومات، والبيئة الجغرافية-السياسية المستقرة نسبيا. وأدت هذه العوامل إلى السماح بتزامن التضخم المنخفض والنمو المرتفع نسبيا. ولم تتطلب مهمة البنوك المركزية في هذا الصدد تفويضا سياسيا يُذكر.

وبعد معايشة تلك الفترة الهادئة، حين أصبحت استقلالية البنك المركزي مقبولة على نطاق واسع، بدأت البنوك المركزية في انتهاج سياسة نقدية غير تقليدية. وكان هناك افتراض ساذج إلى حد ما بأن السياسة يمكن التراجع عنها بقدر كاف من السهولة عند الاقتضاء. ولسوء الحظ فقد تغير العالم. وبأتت البيئة التي عززت العوامل المواتية على جانب العرض هدفا للهجوم من عدة اتجاهات: ارتفاع المخاطر الجغرافية-السياسية، وتصاعد الشعبوية، وانقطاع سلاسل الإمداد العالمية من جراء الجائحة. وتواجه البنوك المركزية حاليا ضرورة الموازنة بين التضخم والتوظيف، وهو ما يجعل التراجع عن السياسة الحالية أمرا بالغ الصعوبة.

إعادة النظر في الإطار

بينما نفكر في السبب وراء غفلة مسؤولي البنوك المركزية عن موجة التضخم، يجب علينا إعادة النظر في النموذج الفكري الذي اعتمدنا عليه، وتحديث إطار سياستنا النقدية على هذا الأساس. وهنا أسلط الضوء على ثلاث قضايا ينبغي أن تؤخذ في الاعتبار.

وكان نمو إجمالي الناتج المحلي للفرد في سن العمل هو الأعلى بين مجموعة السبعة خلال الفترة نفسها. ونكتشف المزيد أيضا من "التجربة النقدية الكبرى" لبنك اليابان في الأعوام اللاحقة لعام ٢٠١٣، والتي توسعت أثناءها ميزانيته العمومية من ٣٠٪ إلى ١٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي. وقد كان الأثر محدودا على صعيد التضخم، كما كان محدودا على صعيد النمو أيضا. ولم يقتصر هذا على اليابان، بل انسحب على العديد من البلدان الأخرى التي حذت حذوها باعتماد سياسة غير تقليدية بعد عام ٢٠٠٨.

ولا يعني هذا أن السياسة النقدية غير التقليدية لم يكن لها أي تأثير قط. فمن الممكن لهذه السياسة أن تكون بالغة الفعالية — اعتمادا على التوقيت. من أمثلة ذلك مسألة التوجيهات المسبقة، وهي بمثابة إشارة قوية من البنك المركزي للأسواق عن المسار المستهدف لسعر فائده الأساسي من أجل التأثير على أسعار الفائدة على الأجل الطويل. وعندما يكون الاقتصاد ضعيفا، لا تصبح التوجيهات المسبقة فعالة بدرجة كبيرة، لأن المشاركين في السوق يتوقعون استمرار انخفاض أسعار الفائدة في كل الأحوال. ولكن حين يصاب الاقتصاد بصدمة مفاجئة في العرض أو الطلب، يمكن للتوجيهات المسبقة بشأن استمرار أسعار الفائدة المنخفضة أن تؤدي على نحو مفاجئ إلى حالة توسعية أو تضخمية مفرطة. وربما يفسر هذا جزئيا ما نراه اليوم.

سذاجة سياسية

ساهم أيضا اتساع نطاق تطبيق الاستهداف المرن لمتوسط التضخم — والذي سمح صراحة للتضخم بتجاوز المستوى المستهدف — في إخفاق مسؤولي البنوك المركزية في التذكير بتشديد السياسة النقدية. وعندما قرر مسؤولو البنوك المركزية السماح بتجاوز المستوى المستهدف، نسوا أن سحب التحفيز النقدي أمر صعب بطبيعته — بالرغم من أن سابقهم قد واجهوا صعوبات مماثلة قبلهم بعدة أعوام. حسبك أن تسأل نفسك: هل من الممكن في مجتمع ديمقراطي أن يطلب مسؤولو البنوك المركزية

لنقل ١٠ سنوات أو أكثر، فإن الآثار السلبية على نمو الإنتاجية نتيجة سوء تخصيص الموارد ستصبح خطيرة. إن السياسة النقدية ينبغي ألا تسترشد بالاعتبارات المتعلقة بالعرض، غير أنها ينبغي ألا تتجاهلها أيضا.

الاختلافات القطرية

في النهاية، يجب أن ننتبه إلى الاختلافات القطرية في طريقة تصميم كل بلد لإطار السياسة النقدية الخاص به. فممارسات التوظيف المختلفة، على سبيل المثال، تولد ديناميكيات مختلفة للأجور وكذلك ديناميكيات مختلفة للتضخم. ففي اليابان، يتسارع تضخم أسعار المستهلكين ولكن بوتيرة أبطأ بكثير مما هو عليه في اقتصادات متقدمة أخرى. ويعود ذلك بشكل أساسي إلى "العمل طويل الأجل" الذي يمثل ممارسة فريدة في اليابان، حيث تتوفر الحماية للعمالة اليابانية، وخاصة في الشركات الكبيرة، وفقا لعقد ضمني يسعى بموجبه الرؤساء إلى تجنب تسريح العمالة مهما كلف الأمر. ولذلك فهم يتوخون الحذر بشأن تقديم أي زيادات دائمة في الأجور، ما لم يكونوا على ثقة تامة من نمو مؤسساتهم في المستقبل. ويترجم هذا إلى معدل تضخم أدنى.

وحتى في ظل الاقتصاد الخاضع للعلمة، فإن الاختلافات في العقد الاجتماعي أو في الهيكل الاقتصادي لها أهميتها. ويؤدي هذا إلى إضعاف المبررات الداعية إلى وضع استراتيجية واحدة لاستهداف التضخم تطبق على الجميع. وعلينا أن نتذكر السبب وراء عدم قدرتنا على إيجاد بديل جيد لنظام أسعار الصرف المرنة، فالبلدان لديها تفضيلات مختلفة على مستوى الاقتصاد الكلي، وما ينتج عن ذلك من اختلافات فيما بينها ينعكس على ارتفاع وانخفاض عملاتها. ولا يمكن إنشاء ركيزة لعملة ما (إن وجدت) إلا من خلال التزام صارم من جانب البنك المركزي بكبح جماح التضخم عن طريق تشديد السياسة النقدية، وأن يصبح الملاذ الأخير للإقراض — وليس بمجرد قيامه بتحديد هدف للتضخم.

وقد كان استهداف التضخم نفسه ابتكارا جديدا جاء استجابة للركود التضخمي الحاد في السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن الماضي. وليس هناك ما يدعو للاعتقاد بأنه غير قابل للتغيير. والآن بعد أن عرفنا جوانب القصور فيه، حان الوقت لإعادة النظر في الأساس الفكري الذي اعتمدنا عليه طوال الثلاثين عاما الماضية، وتجديد إطارنا للسياسة النقدية. **FD**

ماساكي شيراكاوا كان يشغل منصب محافظ بنك اليابان بين عامي ٢٠٠٨ و٢٠١٣، وهو مؤلف كتاب "أوقات مضطربة: الصيرفة المركزية في زمن الأزمة" (Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis).

أولا: يجب أن نعيد تقييم ما إن كان ينبغي لنا مواصلة التركيز على مخاطر الانكماش والحد الأدنى الصفري على أسعار الفائدة. ويتطلب هذا بحث الأمر بصورة عاجلة لأنه يؤثر على نقطة النهاية في دورة التشديد الحالية. وإذا يبدي التضخم في الولايات المتحدة دلائل على تجاوز مستوى الذروة، يدعو بعض الاقتصاديين بالفعل إلى رفع مستوى التضخم المستهدف، ومن ثم الحد من التشديد الإضافي للسياسة، بغية الحفاظ على هامش أمان واسع وتجنب مخاطر الانكماش.

ولدي شكوك بشأن هذه الحجة. فحتى لو كنا قد دخلنا الأزمة المالية العالمية بمستوى مستهدف أعلى للتضخم ومساحة إضافية لتخفيض أسعار الفائدة، لما اتخذ الاقتصاد العالمي مسارا مختلفا إلى حد كبير. وأتفق مع مقولة بول فولكر، الرئيس الأسبق لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، الذي كان له الفضل في إنهاء فترة التضخم المرتفع في الولايات المتحدة خلال السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن الماضي: "الانكماش يهدد يفرضه انهيار خطير في النظام المالي". وهذا ما حدث بالضبط في ثلاثينات القرن الماضي، ولم يحدث في عام ٢٠٠٨ رغم أننا وصلنا إلى حافة الانهيار. وكان الاختلاف الرئيسي هو أن الجهود المبذولة لمنع انهيار النظام المالي كانت أكثر فعالية في عام ٢٠٠٨.

ولن يحقق وجود مساحة إضافية لتخفيض أسعار الفائدة أي أثر مخفّف إذا ظهرت الاختلالات المالية على شكل فقاعات أصول تغذيها الديون والأزمات المالية. وبالتالي، لا يمكن للبنوك أن تقصر اهتمامها على تطورات الاقتصاد الكلي مثل التضخم وفجوة الناتج، بل يجب عليها أن تنتبه أيضا لما يحدث في المؤسسات المالية والأسواق المالية.

ثانيا: يتعين علينا أن نفكر في سبب اضطراب البنوك المركزية إلى إجراء تيسير نقدي لفترة طويلة وفي ماهية العواقب التي ترتبت عليه. ومن أمثلة ذلك اليابان، حيث فسّر ركود النمو الناتج عن عوامل هيكلية — خاصة سرعة شيخوخة السكان وتقلص عددهم — تفسيراً خاطئاً على أنه ضعف دوري، وأفضى ذلك إلى عقود من التيسير النقدي. ولا يعني هذا أن انخفاض سعر الفائدة يأتي استجابة لانخفاض سعر الفائدة الطبيعي، بل إن السياسة النقدية أصبحت حلا سريعا للمشكلات الهيكلية التي تتطلب إصلاحا أكثر جذرية.

ومن الغريب أن المناقشات التي تدور حول السياسة النقدية غالبا ما تفترض أن التيسير والتشديد النقديين يأتيان بالتناوب في فترة زمنية قصيرة نسبيا. وإذا كان الأمر كذلك، لكان هذا مبررا لوجهة النظر التقليدية القائلة بأن التيسير النقدي يؤثر على جانب الطلب فقط. غير أن التيسير النقدي إذا حدث على مدار فترة أطول،

كيف

غفلة التضخم

عن موجة التضخم الأخيرة

التعافي الملحوظ في الطلب وتغير ديناميكيات أسواق السلع والعمل
ساهما في أخطاء التقدير
كريستوفر كوك وضياء نور الدين

وهي تشمل نمو إجمالي الناتج المحلي والتضخم. وقد أجرينا مؤخرا فحصا مفصلا للأخطاء في تنبؤاتنا بالتضخم الأساسي لاقتصادات العالم — أي تنبؤات التضخم مجردة من الآثار المتقلبة التي تُعزى لتأرجح أسعار الغذاء والطاقة. ولنفكر هنا في التضخم الأساسي، الذي يرتبط ارتباطا وثيقا بمستهدفات التضخم لدى العديد من البنوك المركزية، باعتباره شيئا بطيء الحركة يسهل نسبيا التنبؤ به. وبشكل عام، تعكس أخطاء التنبؤ الكبيرة بشأن التضخم الأساسي عدم دقة تقديرات العرض والطلب للسلع والخدمات الحالية وعلى المدى القريب.

ورغم مراجعاتنا المتكررة لتنبؤات التضخم في الفترة بين الربع الأول من سنة ٢٠٢١ والربع الثاني من سنة ٢٠٢٢، فقد كانت الأخطاء كبيرة ومستمرة. وكانت مفاجآت التضخم هذه سابقة على الغزو الروسي لأوكرانيا.

الاقتصادي الكلي كثيرا ما يُشبه بقيادة سيارة مع النظر في المرآة الخلفية. فالماضي غالبا ما يكون مرشدا موثوقا بالفعل لما يحمله المستقبل. ولكن حين تصاب الاقتصادات بصدمات شديدة الإرباك، قد تتغير الديناميكيات الاقتصادية التي كانت مألوفة وتصبح أخطاء التنبؤ أكثر شيوعا. ومع ذلك، فلا يزال من المحير أن موجة التضخم العالمي الحالية بارتفاعها السريع وطول بقائها قد غافلت معظم المتنبئين المحترفين إلى هذا الحد، ونحن في صندوق النقد الدولي منهم. وبطبيعة الحال، يثور هنا سؤال واحد: هل كان ينبغي أن نستشرف حدوث ذلك؟ يقوم صندوق النقد الدولي بإعداد ونشر تنبؤاته ضمن تقرير آفاق الاقتصاد العالمي على أساس ربع سنوي —

التنبؤ



احتمال حدوث تحفيز مفرط للطلب في المرحلة الأولى من التعافي من صدمة الجائحة.

ثانياً، قوبل التعافي القوي للطلب بسلاسل إمداد تعاني من قيود شديدة. فعادة ما تنشأ الاختناقات في سلاسل الإمداد بسبب صدمات العرض أو الطلب، ونادراً ما تكون ناشئة عن الاثنين معاً. غير أنه أثناء الإغلاقات العامة الأولى بسبب جائحة كوفيد-١٩، كانت القوتان تعملان على نحو بالغ التأثير — فالطلب على السلع كان يزداد بوتيرة سريعة، بينما شهد المعروض تراجعاً كبيراً مؤقتاً. ووجدنا أن أخطاء التنبؤ كانت أكبر في متوسط الحالات بالنسبة للبلدان التي ساهم الطلب فيها بدور أبرز من العرض في الضغط على سلاسل الإمداد. وتجلت هذه الديناميكية في البرازيل ونيوزيلندا، وبدرجة أقل في كندا والولايات المتحدة الأمريكية.

ثالثاً، تضخمت الاختلالات بين العرض والطلب بسبب تحول الطلب من الخدمات إلى السلع أثناء الفترة المبكرة من الإغلاق العام حيث توقف العمل تقريباً في قطاع الترفيه والضيافة. وأدى هذا إلى انعكاس مؤقت في الاتجاه العام الذي ساد في العقدين الماضيين والذي اتسم بانخفاض تضخم أسعار السلع عن أسعار الخدمات. وبالنسبة للاقتصادات التي بدا فيها هذا الانعكاس حاداً، حيث ارتفع تضخم أسعار السلع عن تضخم أسعار الخدمات، كانت أخطاء التنبؤ أكبر أيضاً. ومن المرجح أن تحول الطلب من الخدمات إلى السلع كان السبب وراء أخطاء التنبؤ بالتضخم في البرازيل وشيلي والولايات المتحدة الأمريكية، حيث بلغ التضخم الأساسي لأسعار السلع في ٢٠٢١ أكثر من ضعفي مثيله لأسعار الخدمات. رابعاً، أدى النقص غير المسبوق في معروض سوق العمل، والذي لا يزال مستمراً في بعض الاقتصادات المتقدمة، إلى إحداث الإرباك في بعض العوامل السابقة. فقياساً على نسبة الوظائف الشاغرة إلى البطالة، كانت أسواق العمل تعاني من نقص كبير في المعروض في أستراليا وكندا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة،

وبينما أدت الحرب إلى زيادة الضغوط التضخمية على جانب العرض من خلال اضطراب أسواق السلع الأولية العالمية، فنحن نرى أن الشرارة الأولى نتجت عن صدمة الجائحة وما تلاها من تعاف اقتصادي دعمته بقوة موارد المالية العامة. فكيف يمكننا، إذن تحليل الأدلة المؤيدة لتكهاناتنا؟

أجرينا تحليلات لاحقة ومسبقة من أجل فهم أفضل للدوافع الاقتصادية وراء أخطاء التنبؤ بالتضخم. وفي التحليل اللاحق، ننظر فيما نعرفه اليوم وما يمكن أن نتعلمه بالنظر إلى الأحداث السابقة. أما في التحليل المسبق فنحاول فهم ما كنا نعلمه في ذلك الوقت لكننا، على ما يبدو، لم ندخله بالقدر الكافي في أفق توقعات التضخم.

العوامل وراء قصور التنبؤات

نستعرض أربعة عوامل تساعدنا، بالاستفادة من الأحداث السابقة، على إيجاد تفسير منطقي لقصور التنبؤات. أولاً، عند حدوث صدمة الجائحة، سارع صناع السياسات إلى توفير الدعم المالي لتجنب الندوب الغائرة من جراء الأزمة. ومع ذلك، أشارت التنبؤات إلى بعض الندوب، كما استشرفت توقعات فجوة الناتج لسنة ٢٠٢١ حدوث انكماش كبير في النشاط الاقتصادي مقارنة بالمستوى الممكن. ولم يتضح أن انخفاض الناتج، نسبة إلى مستواه الممكن، لم يكن بتلك الحدة إلا بالنظر إلى الأحداث السابقة. وقد أصبح من المعروف الآن أن فجوات الناتج لدى معظم اقتصادات العالم — قرابة ٨٠٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي — كانت أقل من المتوقع في أوائل سنة ٢٠٢١، مما يشير إلى أن سرعة تعافي الطلب فاقت التوقعات. ووجدنا أدلة أيضاً على أن البلدان التي كان تعافها الاقتصادي من صدمة الجائحة أسرع من المتوقع — مثل نيوزيلندا وسنغافورة وتركيا — تعرضت بالمثل لتضخم فاق التوقعات. وكان هذا الوضع شائعاً في ٢٠٢١ أكثر مما كان في ٢٠٢٢، مما يلح إلى

كان يمكن إسداء المشورة لصناع السياسات بتخفيض سرعة إجراءاتهم المالية في ٢٠٢٠، تجنباً للخطر الذي كان يلوح في الأفق آنذاك.

أكثر من كونها ناتجة عن تقدير منقوص لأثر سياسة
المالية العامة على انتعاش النشاط الاقتصادي.

مفاضلات السياسات

في عام ٢٠٢٠، كان الاقتصار على جرعة ضئيلة من
التحفيز المالي من شأنه تعريض الاقتصاد لمخاطر الندوب
طويلة الأمد. غير أن الإفراط في هذه الجرعة أيضاً عرض
الاقتصاد لمخاطر المبالغة في التحفيز المالي وإطلاق شرارة
التضخم. وإزاء شدة انخفاض التضخم في الاقتصادات
المتقدمة، ربما غابت المخاطرة الأخيرة عن الأنظار حيث
عمد صناع السياسات في كبرى هذه الاقتصادات إلى تركيز
جهودهم على إجراء تدخلات مالية هائلة.

وواجه القائمون بالتنبؤ أيضاً قدراً هائلاً من عدم اليقين.
فكان عليهم مجابهة الديناميكيات المتغيرة في أسواق السلع
والعمل إلى جانب البيانات الاقتصادية التي يصعب تحليلها
بصورة آنية. وقد أدى هذا إلى تعقيد الآفاق الاقتصادية
بدرجة لا يستهان بها. وتشير الأدلة إلى أن التحفيز المالي
الكبير كان ينبغي أن يجعل احتمال ارتفاع التضخم عن
المستويات المتوقعة في الكفة الأرجح من ميزان المخاطر
التضخمية. غير أن هذا الاستنتاج يتوقف على النتائج في
اقتصادات قليلة العدد، وإن كانت كبيرة الحجم.

وفيما بعد، ينبغي إدماج تثير سياسة المالية العامة
بشكل أفضل في الآفاق المتوقعة للتضخم، وخاصة
في بيئة تؤدي فيها قيود العرض إلى تعظيم أثر الطلب
الزائد على التضخم. وكان يمكن إسداء المشورة لصناع
السياسات بأن تخفيض سرعة إجراءاتهم المالية
إلى حد ما في عام ٢٠٢٠، تجنباً للخطر الذي كان
يلوح في الأفق آنذاك. غير أن هذا يظل تقييماً جزئياً
وحسب. فليس بإمكاننا قياس مدى ملائمة إجراءات
السياسة التي وقع الاختيار عليها في ذلك الحين
إلا بمقارنتها مع سيناريو الندوب العميقة المغاير للواقع. **FD**

كريستوفر كوك وضياء نور الدين اقتصاديان في إدارة
البحوث بصندوق النقد الدولي.

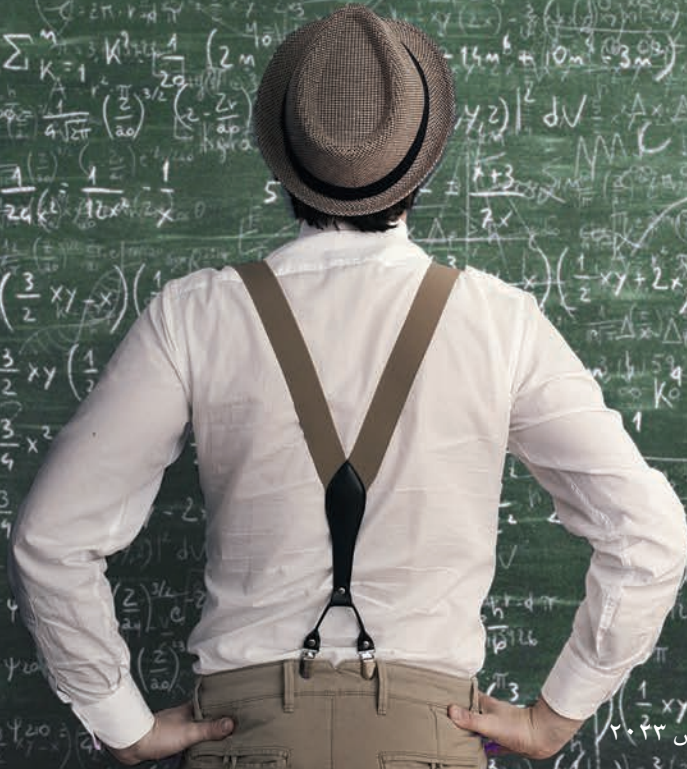
وهو ما ارتبط ارتباطاً دالاً بحجم أخطاء التنبؤ بالتضخم
الأساسي لهذه البلدان.

التحفيز المالي

باسترجاع الأحداث الماضية، يمكن أن نجد في التقاء عدة
عوامل معاً، هي التعافي الأقوى من المتوقع في الطلب،
واختناق سلاسل الإمداد بالطلب المتزايد، والتحويلات القطاعية
في الطلب، وسوق العمل الساخنة، تفسيراً مقنعاً لعدم الانتباه
المتكرر لنوبة التضخم القادمة. والمؤكد أننا ازدادنا حكمة
بفضل الاستفادة مما سبق. غير أن على صناع السياسات
اتخاذ قرارات آنية اعتماداً على مجموعة فرعية من المعلومات
المتاحة لنا اليوم. ويثير هذا تساؤلاً بسيطاً لكنه مهم: أكان
ينبغي على القائمين بالتنبؤ استشراف الموجة التضخمية
العاتية من ثنايا الأحداث وقت إصدارهم تلك التنبؤات؟

إن السائق كلما زاد من سرعة السيارة، زاد احتمال
أن يضيق مجال الرؤية أمامه، مما يحجب المخاطر على
امتداد الطريق. ومن السمات المميزة لاستجابة السياسات
إزاء الجائحة في ٢٠٢٠ هي حدة التحفيز المالي، الذي
ارتأى بعض المراقبين أنه يشبه الإنفاق في فترات
الحروب. والمهم أن هذا التحفيز كان جزءاً من معلومات
القائمين بالتنبؤ في ذلك الوقت. ويظهر تحليلنا أن حجم
حزم التحفيز المالي لمواجهة جائحة كوفيد-١٩ التي
أعلنتها حكومات مختلفة في ٢٠٢٠ ترتبط ارتباطاً
موجباً بأخطاء التنبؤ بالتضخم الأساسي في الاقتصادات
المتقدمة عام ٢٠٢١. وبينما ينم هذا عن أن القائمين
بالتنبؤ ربما لم يجرؤوا معايير كافية لتنبؤاتهم بحيث
تأخذ في الاعتبار الآثار المحتملة للتدخل المالي الكبير،
فإن الحذر واجب عند تفسير الأدلة. أولاً، إن علاقة الارتباط
الموجبة ترجع في الأساس إلى أستراليا وكندا والمملكة
المتحدة والولايات المتحدة — والاقتصادات نفسها التي
تنسم أسواق العمل فيها بنقص كبير في المعروض منذ
بدء الجائحة. ثانياً، إن نظرة أعمق في البيانات ترحب
تفسير أخطاء التنبؤ بأنها ناتجة عن سوء تقدير لشدة
نقص المعروض، بما في ذلك معروض أسواق العمل.

النموذج المثالي للسياسة التقديرة الحديثة



النماذج الاقتصادية الجديدة يمكن أن تساعد صناع السياسات على تحقيق فهم أفضل لآثار ما يتخذونه من تدابير لترويض التضخم غريغ كابلان، وبنجامين مول، وجيوفاني فيولانتي

كثير

(HANK models) بين نماذج الوكلاء غير المتجانسين (المرتکز الرئيسي لخبراء الاقتصاد الكلي في دراسة توزيعات الدخل والثروة) وبين النماذج الكينزية الجديدة (الإطار الأساسي لدراسة السياسة النقدية والتغيرات في الطلب الكلي).

وتقدم "النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين" دروسا جديدة عن إعادة التوزيع والتأثيرات غير المتجانسة للسياسة النقدية، وتسلط ضوءا جديدا على الأهداف التقليدية للبنوك المركزية بشأن السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار على مستوى الناتج. وفيما يلي أربعة دروس عامة وبعض الأفكار الأولية عن الكيفية التي يمكن أن توضح من خلالها هذه النماذج معالم بيئة التضخم المرتفع التي نعيشها حاليا.

الدرس ١ التنبؤ بالتأثيرات غير المباشرة للسياسة

علمتنا "النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين" كيف تؤثر السياسة النقدية على الإنفاق الاستهلاكي للأسر، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. والقنوات المباشرة هي تلك التي يمكن عزوها مباشرة إلى تغير أسعار السياسة النقدية قصير الأجل، مثل قرارات المستهلكين بتأجيل المشتريات عند ارتفاع أسعار الفائدة. وتنشأ القنوات غير المباشرة من خلال تأثير سعر السياسة النقدية على أسعار الفائدة الأخرى (مثل أسعار السندات والقروض العقارية). وأسعار الأصول (مثل المساكن والأسهم)، وتوزيعات الأرباح والأجور، والضرائب الحكومية، والتحويلات.

ويعتمد الحجم النسبي للقنوات غير المباشرة مقارنة بالقنوات المباشرة اعتمادا أساسيا على مجمل الميل الحدي إلى الاستهلاك، والذي يُستخدم لقياس مقدار ما تنفقه الأسرة من دخلها الزائد وقياس ما تدخره أيضا.

من جوانب التضخم الحالي ليس مفهوما تماما: لماذا تضررت بعض الأسر بشدة في حين أن أسرا أخرى لا تكاد تشعر بأثره بل ربما تستفيد منه؟ كيف تأثرت المعركة ضد التضخم بتخمة المدخرات والمدفوعات الحكومية التي أتت بها الجائحة؟ ما أهمية صدمات العرض ذات الصلة بالجائحة والغزو الروسي لأوكرانيا؟ إن الأهداف المتطورة للسياسة النقدية تزيد من صعوبة فهمنا للتضخم، فطالما ركزت السياسة النقدية على السيطرة على التضخم من خلال تحقيق الاستقرار على مستوى الطلب الكلي. ولكن في الآونة الأخيرة وسَّعت البنوك المركزية من نطاق أهدافها لتشمل الاستقرار المالي والمخاطر المناخية والجغرافية-السياسية والاشتمال الاجتماعي.

وتسهم نماذج الاقتصاد الكلي بدور رئيسي في المساعدة على اجتياز هذا المشهد المعقد. فالنماذج تساعد صناع السياسات على تفسير الملاحظات التجريبية بشأن حالة الاقتصاد، وتشير إلى الكيفية التي ستؤثر بها مرتكزات السياسات المختلفة على أهدافهم، ومن ثم تكون مرشدا لقراراتهم بشأن السياسات. وتقيس النماذج الكمية نقاط القوة المختلفة المؤثرة، وتساعد على تقييم المفاضلات بين الأهداف المتنافسة.

غير أن النماذج التقليدية تتغاضى عن أوجه عدم المساواة في الدخل والثروة، وتفترض أن ما يعود بالنفع على المستهلك التقليدي، حسب تعريفه في النماذج، لا بد أن يعود بالنفع على الاقتصاد ككل.

وهناك فئة جديدة من النماذج الكمية ملائمة بشكل خاص لإرشاد القائمين على البنوك المركزية في هذه الأجواء الجديدة على السياسة النقدية حيث يمثل توزيع الثروات والدخل اعتبارا أساسيا. وتجمع النماذج المعروفة باسم النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين

بسلع أخرى، وتستهلك أسر مختلفة هذه السلع بنسب غير متساوية. وأخيرا: فإن التأثيرات غير المباشرة للسياسة النقدية ليست متساوية على دخل الأسر المتاح، وهو ما يرجع إلى أن بعض الأسر تتعرض أكثر من غيرها لتقلبات النشاط الاقتصادي الكلي.

وفي النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين، لا تقتصر أهمية قنوات إعادة التوزيع هذه على دورها في فهم هوية الرباحين والخاسرين في السياسة النقدية، بل أيضا لأنها في صميم كيفية عمل السياسة النقدية، أي أن إعادة التوزيع تحدد تأثيرها الكمي على مجملات الاقتصاد الكلي. وبقدر ما تقوم القنوات الموضحة أعلاه بإعادة التوزيع من الأسر ذات الميول الحدية المنخفضة للاستهلاك إلى الأسر ذات الميول الحدية المرتفعة للاستهلاك (من المدخرين إلى المنفقين)، يتعاظم الأثر الاقتصادي الكلي للسياسة النقدية. وتختلف أيضا آثار إعادة التوزيع باختلاف البلدان، فمثلا، تزداد قوة هذه الآثار في البلدان التي ترتفع فيها معدلات الفقر أو عدم المساواة، مما يؤدي أيضا إلى اختلاف في انتقال أثر السياسة النقدية بين الاقتصادات المتقدمة والبلدان ذات الدخل المنخفض والمتوسط. فالنماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين تجبرنا على ترك الخيال، حتى يمكننا الفصل بوضوح بين تحقيق الاستقرار وإعادة التوزيع.

الدرس ٣ البصمة المالية لها أهميتها

هناك مفهوم خاطئ آخر منتشر على نطاق واسع، وهو الرأي القائل بأن السياسة النقدية يمكن فصلها عن سياسة المالية العامة.

ومن خلال تعريف عدم المساواة في الدخل والثروة، تعيد النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين إرساء رابط قوي بين الاثنين، موضحة كيف تترك السياسة النقدية بصمات مالية مهمة، فعندما يرفع البنك المركزي أسعار الفائدة تزداد تكاليف الاقتراض على الخزنة، ويتعين تمويل الزيادة من خلال زيادة الضرائب أو خفض الإنفاق سواء في الوقت الحاضر أو في المستقبل، أو من خلال التضخم في المستقبل. وفي النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين، فإن الآثار الكلية لارتفاعات أسعار الفائدة تتأثر تأثرا هائلا بتفاصيل التوقيت وكيف ومتى يمكن للحكومة أن تعويض هذا العجز المالي، ونوعية الأسر التي تتحمل العبء.

وهكذا، فإن البصمة المالية للسياسة النقدية تحقّق المزيد من إعادة التوزيع، مما يتسبب بدوره في تضخيم الصدمة أو تخفيفها، تبعا لما إذا كانت تحول الموارد من المدخرين إلى المنفقين أو العكس. ويؤدي هذا العام إلى الحفاظ على رابطة لا تفصم بين البنوك المركزية والخزانات. فكلما زاد الدين الذي تدين به الحكومة وقصر أجله، كانت البصمة المالية أكبر.

وفي النماذج التقليدية التي تحاول التنبؤ بتأثير السياسة النقدية على المستهلك العادي، يكون الميل الحدي إلى الاستهلاك ضئيلا، وبالتالي تكون القنوات غير المباشرة غير ذات أهمية. وبدلا من ذلك، صمّمت النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين على نحو يتسق مع الأدلة التجريبية على سلوك الاستهلاك والادخار. ويكون فيها مجمل الميل الحدي إلى الاستهلاك أكبر بنحو ١٠ مرات، وبالتالي فإن مختلف التأثيرات غير المباشرة تهيمن على آلية انتقال الآثار.

ماذا يعني هذا بالنسبة للسياسة النقدية؟ من خلال عدسة النماذج القديمة، فإن كل ما يحتاج البنك المركزي إلى معرفته للتنبؤ بالاستجابة للاستهلاك الكلي هو تقدير لمعلم واحد، وهو رغبة المستهلك في تأجيل المشتريات عندما ترتفع أسعار الفائدة ("المرونة الإحلالية عبر الفترات الزمنية"). ولكن مع النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين، تحتاج البنوك المركزية إلى معلومات أكثر دقة حول الجانب المتعلق بالأسر ضمن الاقتصاد، وتحتاج أيضا إلى صورة كاملة لتوزيع الميول الحدية للاستهلاك، ومصادر الدخل، ومكونات الميزانيات العمومية للأسر. بالإضافة إلى ذلك، فإن أهمية القنوات غير المباشرة تعني أن انتقال آثار السياسة النقدية يتم من خلال تلك الآليات التي تسهم في تكوين أسعار السلع والمدخلات والائتمان والمساكن والأسواق المالية. ولذلك تحتاج البنوك المركزية إلى فهم عميق لهياكل السوق واحتكاكاتها، فضلا عن المؤسسات التي تسهم بأدوار رئيسية في هذه الظروف، مثل الحكومات المحلية والنقابات والأجهزة التنظيمية.

الدرس ٢ بعض السفن يطفو إلى الأعلى والبعض الآخر يغرق

تتلخص النظرة التقليدية للسياسة النقدية في أن "المدّ إذا ارتفع ترتفع معه كل السفن"، غير أن النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين ترى أن هذا الأمر محض خيال.

فالعديد من قنوات انتقال أثر السياسة النقدية لها تأثيرات متباينة، ومتعارضة أحيانا، على الأسر المختلفة. فعلى سبيل المثال، تتوقف التأثيرات المباشرة لتغيرات أسعار الفائدة على الميزانيات العمومية للأسر. فانخفاض أسعار الفائدة يعود بالنفع على المدينين الذين تنخفض مدفوعاتهم للفائدة (مثل الأسر المعيشية التي لديها قروض عقارية بأسعار فائدة قابلة للتعديل)، ويضر بالمدخرين الذين ينخفض دخلهم من الفائدة. وللسياسة النقدية أيضا تأثيرات غير متجانسة من خلال أثرها على التضخم: أولا: يعود التضخم بالنفع على الأسر ذات الديون الاسمية الكثيرة التي يعاد تقييمها بالتخفيض. ثانيا: ترتفع أسعار بعض السلع مقارنة

وتعلّق أهمية بالغة على مستوى مدخرات الأسر الذي يؤثر على كيفية تأثير تغيير أسعار الفائدة على الاستهلاك. ومن المهم بالمثل توزيع المدخرات على السكان وارتباطه برغبة الأسر في الإنفاق. فمثلا، تتركز معظم المدخرات الزائدة التي نشأت عن القيود التي فرضتها الجائحة على الاستهلاك (مثل انخفاض مستوى الإنفاق على السفر وتناول الوجبات في المطاعم) في أيدي ميسوري الحال، وبالتالي يتم إنفاقها بمعدل منخفض للغاية. أما المدخرات الزائدة التي تراكمت من برامج التحويلات الحكومية الكبيرة خلال عامي ٢٠٢٠ و٢٠٢١، فيتركز معظمها في الأسر منخفضة الدخل ويتم إنفاقها على نحو أسرع بكثير. ومعدل الإنفاق السريع يدعم الطلب الكلي ويضع معوقات أمام جهود البنك المركزي لكبح التضخم.

وأخيرا، فإن أي تقييم كامل لأثار موجة التضخم الحالية على الرفاه لا يمكن أن يتجاهل أسبابه. ولا توجد إجابات واضحة حتى الآن بشأن الأهمية النسبية لصدمات العرض (بسبب جائحة كوفيد-١٩ والحرب في أوكرانيا)، والتحفيز المالي الكبير في عامي ٢٠٢٠ و٢٠٢١، والسياسة النقدية التيسيرية خلال هذا العقد منذ آخر موجة ركود. وكان لكل عامل من هذه العوامل مكونات توزيعية وأثار غير متجانسة يتعذر فهمها ضمن قيود النماذج التقليدية. وسيساعدنا استخدام النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين على فهم الآثار الكاملة لهذه الموجة في التاريخ النقدي. **FD**

غريغ كابلان أستاذ في قسم كينيث غريفين للاقتصاد بجامعة شيكاغو؛ وبنجامين مول أستاذ اقتصاد بكلية لندن للاقتصاد والعلوم السياسية؛ وجيوفاني فيولانتي أستاذ كرسي تيودور ويلز ٢٩ للاقتصاد بجامعة برينستون.

لمزيد من القراءات:

Audert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.

Kaplan, G., and G. Violante. 2018. "Microeconomic Heterogeneity and Macroeconomic Shocks." *Journal of Economic Perspectives* 32 (3): 167–94.

Kaplan, G., B. Moll, and G. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 18 (3): 697–743.

Moll, B. 2020. "The Rich Interactions between Inequality and the Macroeconomy." *Economic Dynamics Research Agenda* 21 (2).

Violante, G. 2021. "What Have We Learned from HANK Models, thus Far?" Proceedings of the ECB Forum on Central Banking, September 28–29 (held online).

وبشكل أعم، تمثل هذه النماذج الجديدة أيضا بيئة طبيعية لدراسة آثار سياسة المالية العامة على الكفاءة الإنتاجية الكلية، ودرجة التأمين الاجتماعي، ومدى إعادة التوزيع بين الأسر.

الدرس ٤ الأداة الصحيحة لإعادة التوزيع

ما الذي يعنيه هذا بالنسبة لواقع السياسة النقدية؟ تتفق الدراسات المعنية بالسياسة النقدية والمالية المثلى في النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين على أن منافع الاستقرار الكلي تتضاءل أمام مكاسب التخفيف المباشر من حدة المعاناة. والسياسات المثلى في هذه النماذج تفضّل بشكل يكاد يكون دائما أن توجّه إعادة التوزيع إلى الأسر التي تعيش على الكفاف في فترات الهبوط الاقتصادي. وقد يميل المرء إلى فهم هذا على أنه تأكيد لاستخدام السياسة النقدية في تقاسم ثمار الرخاء والتخفيف من حدة الشدائد. بيد أن السياسة النقدية أداة حادة لإعادة التوزيع أو التأمين. والنماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين تخبرنا بأن سياسة المالية العامة أكثر ملاءمة على الأرجح لهذا الغرض، لأنها قد تكون أكثر دقة في استهداف المحتاجين للدعم.

موجة التضخم الحالية

تعد حالة التضخم الحالية مثلا جيدا لاستكشاف المواضيع التي يمكن أن تكون فيها النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين مفيدة لتحليل الاقتصاد الكلي وتقديم المشورة بشأن السياسات.

وتبين النماذج الكينزية الجديدة للوكلاء غير المتجانسين أن تأثير صدمة الاقتصاد الكلي على الإنفاق الكلي يكون أكبر كلما زادت قوة الارتباط بين ميول الأفراد الحدية للاستهلاك وتعرضهم للصدمة. وفي البيئة الاقتصادية الحالية، يعني هذا أن فهم الانعكاسات التوزيعية للتضخم على الأسر تكتسب أهمية بالغة في قياس انعكاساته الكلية. وتستهلك الأسر مجموعات مختلفة من السلع والخدمات، مما يجعل بعضها أكثر حساسية للتضخم من غيرها. فعلى سبيل المثال، الأسر الفقيرة التي تنفق نسبة كبيرة من دخلها على السلع الأولية، مثل الطاقة، يلحق بها ضرر أكبر في هذه الحالة. ويستفيد المقترضون مع هبوط القيمة الحقيقية لديونهم، في حين تخسر الأسر التي تمتلك مبالغ نقدية كبيرة أو مدخرات سائلة. ويمكن للعمال ذوي الأجور المرنة نسبيا (بسبب العلاوات والعمولات، على سبيل المثال) الحد من خسارة قوتهم الشرائية، بينما تتقلص الدخول الحقيقية للعمال الذين تخضع أجورهم الاسمية للتفاوض على نحو غير متكرر أو أولئك الذين يتقاضون الحد الأدنى للأجور.



آراء متباينة

في السياسة النقدية

لجان السياسة النقدية تحتاج إلى إصلاح لتجنب التفكير الجماعي وضمان صنع قرارات صائبة

ديفيد بلانشفلاور وأندرو ليفين

يتطلب

صنع السياسات النقدية أحكاما فورية معقّدة؛ ولهذا السبب، ففي كل اقتصاد متقدم، باستثناء كندا، يُفوّض أمر السياسة النقدية إلى لجنة تضم خبراء وليس إلى صانع قرارات واحد. غير أن صنع القرار، كان، في الواقع العملي، مصابا بمثالب التفكير الجماعي والمبادرات الرمزية الجوفاء وتهميش الآراء المخالفة. والحقيقة أن حوكمة البنك المركزي لم تواكب أفضل الممارسات المتّبعة في تعزيز تنوع الآراء من خلال الفصل بين مهمات ومسؤوليات رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، واعتماد إجراءات تضمن لكل عضو من أعضاء اللجنة نفس الدرجة من النفوذ والمسؤولية عن قراراتها.

وقد باتت مثالب التفكير الجماعي واضحة خلال الفترة التي سبقت حدوث الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨. فالركود بدأ في الولايات المتحدة الأمريكية في ديسمبر ٢٠٠٧ وفي أوروبا في إبريل ٢٠٠٨. وفي بنك إنجلترا، كان أحد مؤلفي هذه المقالة هو صاحب الرأي المنشق الوحيد الذي حذر من الأزمة القادمة (Blanchflower 2008). وعلى النقيض من ذلك، لم يُشر تقرير التضخم الصادر عن لجنة السياسة النقدية في بنك إنجلترا في أغسطس ٢٠٠٨ إلى مخاطر الركود. وفي سبتمبر ٢٠٠٨، وبعد فترة وجيزة من انهيار "بنك ليمان براذرز"، خلصت لجنة السوق المفتوحة التابعة للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى أن مخاطر ارتفاع التضخم عن المستوى المتوقع وانخفاض النمو الاقتصادي عن معدلاته المتوقعة لا تزال متوازنة تقريبا، وصوتت اللجنة بالإجماع على عدم تغيير موقف السياسة. غير أنه في أوائل أكتوبر، قامت البنوك المركزية الرئيسية بخفض أسعار الفائدة بشكل منسق غير مسبق.

وفي الآونة الأخيرة، دخل الاقتصاد العالمي في مسالك مجهولة منذ بداية جائحة كوفيد-١٩، مما تطلب إصدار أحكام صعبة بشأن آفاق الاقتصاد والمسار الملائم للسياسة النقدية. وفي ذلك السياق تجلت أعراض التفكير

الجماعي بشكل أكبر، إذ سعى العديد من البنوك المركزية إلى تكوين جبهة موحدة والتحدث بصوت واحد، مع وجود نسبة ضئيلة وحسب من الأصوات المنشقة عند اتخاذ قرارات السياسة بالغة الأهمية. فعلى سبيل المثال، لم يخرج عن الصف خلال الستة عشر اجتماعا التي عقدتها لجنة السوق المفتوحة التابعة للاحتياطي الفيدرالي خلال عامي ٢٠٢١ و٢٠٢٢ سوى صوتين من إجمالي ١٧٤ صوتا. وفي المقابل، كانت الأصوات المنشقة شائعة نسبيا في اجتماعات لجنة السياسة النقدية في بنك إنجلترا التي عُقدت في عام ٢٠٢٢، بما في ذلك عدة اجتماعات كان التصويت فيها بنسبة ٦-٣.

لا شك أن الحكم الصائب في صنع السياسة النقدية سيظل بالغ الأهمية للمستقبل المنظور. ومن المرجح أن تتطور الأوضاع الاقتصادية والمالية سريعا جنبا إلى جنب مع انتشار الذكاء الاصطناعي والحوسبة الكمية وتكنولوجيات الجزيئات متناهية الصغر (النانو). ومن الممكن الاستفادة في بعض السياقات من استخدام نموذج اقتصادي كلي يتم توفيقه مع البيانات السابقة، غير أن التقدير الاستنسابي وحسن التمييز سيظلان عاملين ضروريين لتفسير البيانات الواردة وتقييم ملامح آفاق الاقتصاد وتحديد المخاطر الناشئة التي تهدد تلك الآفاق (Blanchflower 2021).

حوكمة البنك المركزي

ورغم ذلك، لا تساعد ممارسات الحوكمة في العديد من البنوك المركزية على تعزيز تنوع الآراء بين أعضاء لجنة السياسة النقدية:

- ففي عامة الأحوال، يكون رئيس لجنة السياسة النقدية هو الرئيس التنفيذي للبنك المركزي، والذي نشير إليه فيما يلي باسم "المحافظ". ويضطلع الرئيس بدور بالغ الأهمية في توفير المعلومات للجنة وإعداد جداول أعمال اجتماعاتها. وفي العديد من البنوك المركزية،

والإثني)، بالإضافة إلى الخلفية التعليمية والخبرة المهنية. وعلاوة على ذلك، يجب أن يغطي تشكيل لجنة السياسة النقدية المناطق الجغرافية المميّزة في الاقتصاد، لا أن يعكس منظور مركزها المالي الأساسي فحسب. ويضم مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي رؤساء البنوك المركزية الوطنية، ويتم تعيين كل رئيس من جانب المسؤولين الحكوميين في بلده. وفي المقابل، تتألف لجنة السياسة النقدية التابعة لبنك إنجلترا في الغالب من قدامى المقيمين في منطقة لندن الحضرية، بالإضافة إلى عدد قليل نسبيا من الأعضاء من مناطق أخرى في المملكة المتحدة.

وينبغي أن يكون كل أعضاء لجنة السياسة النقدية متفرغين. فمن غير المعقول عمليا أن يقوم قاض في محكمة عليا أو أحد المنظمين الماليين الرئيسيين بتأدية هذا الدور لبعض الوقت، بينما يزاول نشاطا مهنيا آخر في الوقت ذاته. وبالمثل فإن تفرغ أعضاء لجنة السياسة النقدية ضروري أيضا في ضوء أهمية صنع السياسة النقدية وما ينطوي عليه من تعقيدات، ولكونه يعزز كثيرا من قدرة اللجنة على التحرك بصورة فورية وحاسمة في مواجهة الظروف المتطورة بسرعة.

كذلك تكتسب إجراءات اتخاذ القرار أهمية بالغة في تعزيز المساءلة الفردية والتخفيف من مخاطر التفكير الجماعي. وفي الماضي، كان لعبارة اتخاذ القرار بتوافق الآراء دلالات إيجابية إلى حد كبير. غير أن الإدارة التنظيمية الحديثة تدرك أن هذه الممارسات غالبا ما تُثني عن التفكير الإبداعي وتهمس أي شخص لديه وجهة نظر مختلفة (خارج نطاق توافق الآراء). وبالتالي يتعين التصويت على كل قرار تتخذه لجنة السياسة النقدية بشأن سياستها، وينبغي أن يتحمل جميع أعضاء اللجنة مسؤولية آرائهم الفردية.

وبتحليل حالات التضخم التي حدثت في سبعينات القرن الماضي، كان أحد الدروس الرئيسية المستفادة هو أن قرارات السياسة النقدية يجب أن تكون بمنأى عن التدخل السياسي. وقد أدى هذا الدرس، في الواقع، إلى تعزيز الاستقلالية القانونية للبنك المركزي في العديد من مناطق الاختصاص — وخاصة في اللوائح الداخلية التي تضمن عدم إنهاء خدمات مسؤولي البنك المركزي إلا في حالة ارتكاب مخالفة. وتتعزز هذه الاستقلالية من خلال تحديد مدد عضوية متداخلة لأعضاء لجنة السياسة النقدية، وتعيين كل عضو لفترة واحدة غير قابلة للتجديد، وضمان أن تكون عملية التعيين منهجية وشفافة بدلا من الاعتماد على تقدير مسؤول حكومي واحد (Archer and Levin 2019).

يسهم المحافظون بدور رئيسي أيضا في البت في تعيين أعضاء لجنة السياسة النقدية الآخرين.

- وربما يميل أعضاء لجنة السياسة النقدية الداخليون، بما في ذلك نواب المحافظين وغيرهم من موظفي البنك المركزي، إلى الانصياع لآراء المحافظ، خاصة إن كان المحافظ مسؤولا عن تقييم أدائهم وتقرير فرصهم في الترقية.
- وأعضاء لجنة السياسة النقدية الداخليون قد لا يكون لهم سوى تأثير هامشي على قرارات السياسة، وخاصة إن كانوا غير متفرغين و/أو يتعذر عليهم الحصول على تحليلات داخلية كافية والاستفادة من خبرات الموظفين الذين يخضعون لتوجيهات المحافظ. ويتكون مجلس محافظي الاحتياطي الفيدرالي من سبعة أعضاء متفرغين (بما في ذلك الرئيس ونائبا الرئيس). ومع ذلك لم يعترض أي عضو من أعضاء مجلس المحافظين على أي قرار للجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة منذ عام ٢٠٠٥.

ولا تتسق هذه الترتيبات مع الممارسات الفضلى في مجال الإدارة التنظيمية. ففي القطاع العام، على وجه العموم، تُحدّد المسائل التنظيمية المعقدة من قِبَل هيئة مستقلة ينهض مجلس إدارتها بمسؤولية تحديد سياساتها وإجراءاتها، ويرفع كبار المسؤولين التنفيذيين في هذه الهيئات تقاريرهم إلى مجلس الإدارة بالكامل وليس فقط إلى رئيس المجلس. فعلى سبيل المثال، يشرف المجلس التنفيذي لهيئة التنظيم الاحترازي الأسترالية بشكل مباشر على جميع موظفيها الرسميين ورؤساء الأقسام. وبالمثل، ففي النظام القضائي تضطلع بالبت في القضايا القانونية الأكثر تعقيدا وأهمية محكمة عليا تضم قضاة مرموقين متساوين في المكانة يتولى أحدهم منصب رئيس القضاة. وفي القطاع الخاص، تتحمل مجالس إدارات الشركات المساهمة المدرجة للاكتتاب العام المسؤولية الاستثمارية عن تحديد أهدافها الاستراتيجية والإشراف على قيام الإدارة بتنفيذ تلك الأهداف، ولا يشغل رئيس مجلس الإدارة في العادة منصب الرئيس التنفيذي للشركة. وفي واقع الأمر، تُتبع الآن ممارسات الحوكمة تلك في معظم الشركات المدرجة في أستراليا وكندا والمملكة المتحدة.

الإصلاحات المقترحة

تتطلب عملية اختيار أعضاء لجنة السياسة النقدية ضمان أن تكون اللجنة مشكلة من مجموعة متنوعة من الخبراء. وينبغي أن يشمل هذا التنوع الخصائص الديمغرافية (ومنها نوع الجنس والانتماء العرقي

الإفصاح الفعال

ينبغي ألا يكون أعضاء لجنة السياسة النقدية مرغمين على التحدث بصوت واحد في سياق الإفصاح العام، بل يجب أن يكونوا مسؤولين عن نقل وجهات نظرهم الفردية فيما يتعلق بالأحكام المعقدة التي قد يختلف بشأنها الخبراء العقلانيون. ولتجنب تضارب الأصوات، ينبغي للجنة السياسة النقدية أن تتبع الممارسة النموذجية في النظام القضائي، حيث يقوم فريق القضاة بإعلان كل قرار من خلال حكم بالأغلبية مشفوعاً بالأراء المؤيدة والمعارضة. ولهذا المنهج تاريخ طويل في توفير ما يلزم من وضوح بشأن الأساس الذي استند إليه قرار الأغلبية، بالإضافة إلى المنطق الذي تستند إليه الآراء البديلة. وبالمثل فإن هذا الأسلوب في الإفصاح عن قرارات السياسة النقدية يمكن أن يعزز من ثقة الجمهور في أن القرارات يتخذها فريق متنوع من الخبراء.

ولا ينبغي أن يقتصر تركيز لجنة السياسة النقدية على وصف ملامح آفاق السيناريو الأساسي. فالمخططات النقطة توضح نطاق الآراء حول السيناريو الأساسي، غير أنها لا تقدم معلومات بشأن المخاطر. وتوفر الرسوم البيانية المروحية صورة مرئية لحالة عدم اليقين المحيطة بآفاق السيناريو الأساسي، غير أنها لا توفر أية معلومات حول المخاطر التي يعتقد أنها المخاطر الأكثر أهمية.

وبالتالي، تحتاج لجنة السياسة النقدية في مداولاتها وإفصاحها بشأن السياسة إلى تحليل السيناريو والتخطيط للطوارئ. وبصفة خاصة، يجب على صناع السياسات تحديد المخاطر الجوهرية، والنظر في إجراءات السياسة التي يمكن أن تخفف من حدة هذه المخاطر أو تلك التي يرجح اتخاذها إذا تحقق هذا السيناريو. ويعتبر هذا المنهج موازياً لاختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تجريها حالياً أجهزة التنظيم المصرفي في العديد من مناطق الاختصاص. والواقع أن لجنة السياسة النقدية ينبغي أن تنخرط في اختبار قدرة السياسة النقدية على تحمل الضغوط (Levin 2014; Bordo, Levin, and Levy 2020). وللسياسة النقدية آثار مباشرة على الجميع تقريباً، ومن ذلك، مثلاً، تكلفة السلع والخدمات التي يدفع قيمتها المستهلكون، وفرص العمل وأجور العمال ومعدل العائد على مدخرات المتقاعدين. وبناءً عليه، لا يكفي أن يتواصل صناع السياسات باستخدام مصطلحات فنية مع جمهور محدود من المشاركين في السوق المالية، بل يحتاجون إلى مجموعة من أدوات التواصل لتفسير قرارات السياسة تلك للأسر العادية ومؤسسات الأعمال.

لا يكفي أن يتواصل صناع السياسات باستخدام مصطلحات فنية مع جمهور محدود من المشاركين في السوق المالية، بل يحتاجون إلى مجموعة من أدوات التواصل لتفسير قرارات السياسة تلك.

انعكاسات أوسع نطاقاً

تؤكد هذه الاعتبارات على أهمية إصلاحات الحوكمة للتأكد من أن السياسة النقدية يحددها فريق متنوع من الخبراء المتفرغين ذوي المسؤولية المشتركة عن اتخاذ تلك القرارات. وينبغي أيضاً إدراج هذه الترتيبات في الجوانب الأخرى لعمل البنوك المركزية، بما في ذلك لوائح السلامة الاحترازية الكلية وتقديم السيولة الطارئة والإشراف على نظم الدفع. ومن شأن تنفيذ هذه الإصلاحات مواءمة حوكمة البنك المركزي مع أفضل الممارسات الدولية للوكالات العامة والمؤسسات الخاصة.

وقد سلطت التجربة الأخيرة الضوء على أخطار التفكير الجماعي، والذي يمكن أن يؤدي إلى تحولات مفاجئة في السياسة تقوض من مصداقية البنك المركزي وتضعف فعالية السياسة النقدية. وستكون إصلاحات الحوكمة بالغة الأهمية لضمان فعالية صنع السياسة النقدية في مواجهة التحديات المعقدة والمتطورة الحتمية في السنوات والعقود القادمة. **FD**

ديفيد بلانشفلور وأندرو ليفين هما أستاذان في الاقتصاد بكلية دارتموث.

المراجع:

- Archer, D., and A. Levin. 2019. "Robust Design Principles for Monetary Policy Committees." In *RBA Annual Conference Volume*, edited by J. Simon, 233–51. Sydney, Australia: Reserve Bank of Australia.
- Blanchflower, D. 2008. "Inflation, Expectations, and Monetary Policy." Speech given at the Royal Society of Edinburgh, April 29, 2008.
- Blanchflower, D. 2021. *Not Working: Where Have All the Good Jobs Gone?* Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bordo, M., A. Levin, and M. Levy. 2020. "Incorporating Scenario Analysis into the Federal Reserve's Policy Strategy and Communications." NBER Working Paper 27369, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Levin, A. 2014. "The Design and Communication of Systematic Monetary Policy Strategies." *Journal of Economic Dynamics and Control* 49 (December): 52–69.

تعاون غير تقليدي

في بعض الأحيان يتعين على السلطات النقدية والمالية كسر القواعد والعمل معا
جيانكارلو كورسيتي

والوسيلة المثلى لتطبيق كل من هذه السياسات هي عن طريق مؤسسات مستقلة تتمتع بصلاحيات واضحة فيما يتعلق بأهدافها. فالتنسيق الصريح بين مختلف السلطات المالية والنقدية يؤدي إلى خلط المسؤوليات ويميل غالبا إلى سوء توجيه الأدوات (مثل التمويل النقدي للعجز). وقد يترتب على ذلك تآكل مصداقية السياسة ومن ثم درجة فعاليتها. غير أن لهذا النموذج بعدا دوليا أيضا. فمن خلال محافظة البلدان على ترتيب أوضاعها الاقتصادية فإنها تساهم في تحقيق الاستقرار والرخاء على مستوى العالم.

أسباب أهمية الإصلاحات

سلطت الأحداث التاريخية الأضواء في الآونة الأخيرة على عدة شروح أصابت البنيان الاقتصادي. أولا، في ظل بيئة

منذ دحر التضخم في الثمانينات من القرن الماضي، لا تزال الاقتصادات المتقدمة مستمرة في تقريب سياساتها الاقتصادية من النموذج الذي بات يشكل رؤيتنا للأمور في الوقت الحاضر. فمن خلال استهداف التضخم المنخفض، يمكن للسياسة النقدية أن تحقق استقرار النشاط الاقتصادي. وهو ما يؤدي إلى تحرير السلطات المالية من الحاجة لتفكيح سياساتها من أجل دعم الطلب الكلي، ويسمح لها بالتركيز على توفير السلع العامة والعمل على تحقيق أهداف إعادة توزيع الدخل. وينبغي في الوضع الأمثل أن تكون مساهمة سياسة المالية العامة في تحقيق الاستقرار المضاد للاتجاهات الدورية متروكة لأدوات الضبط التلقائي، مثل تأمينات البطالة.

اقتصادية منخفضة التضخم، تصبح أسعار الفائدة الاسمية منخفضة في المتوسط، فلا تترك مجالاً كافياً لأي تخفيضات توسعية — وهو ما يعرف بقيود "الحد السفلي الفعلي". وقد يحول ذلك دون قدرة السلطات النقدية على تقديم ما يلزم من دفعة تنشيطية مضادة لاتجاهات الدورة الاقتصادية. ثانياً، في حالة ارتفاع الدين الحكومي، فإن السلطات النقدية والتنظيمية — حتى وإن كانت مستقلة رسمياً — قد تستشعر الضغط لاتخاذ إجراءات في صالح استدامة الموازنة العامة عن طريق، مثلاً، الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة للغاية لفترة طويلة للغاية. وينطبق هذا الأمر بصفة خاصة عندما تستدعي الصدمات التضخمية استجابة موثوقة على مستوى السياسة النقدية. ثالثاً، عندما تكون مستويات الدين والرفع المالي في القطاع الخاص مرتفعة ومتشابكة في الأسواق المالية، فإن ارتفاع الدين الحكومي يؤدي إلى احتمالات تعرض النظام المالي لمخاطر أزمات السيولة والملاءة، التي قد تؤثر سلباً بدرجة كبيرة أيضاً على سلوك السلطات النقدية والمالية. ومنذ وقوع الأزمة المالية العالمية، أدت هذه "الشروح" بالفعل إلى حدوث تغييرات في البنين المؤسسي للسياسة الاقتصادية. ففي كثير من البلدان، لم تعد الصلاحيات الرقابية والتنظيمية والمتعلقة باتخاذ القرار في القطاع المصرفي تكلف بها مؤسسات مخصصة لكنها أعيدت ضمن صلاحيات البنوك المركزية. وقامت البنوك المركزية بتوسيع نطاق سياساتها غير التقليدية، فسححت بنمو ميزانياتها العمومية حتى أصبحت ضخمة للغاية وذلك بالإقدام على شراء السندات الحكومية وغيرها من الأصول. وقد يكون لهذه السياسات انعكاسات كبيرة على عدم المساواة في الدخل والثروة، بحيث تلاقت مع مسار السياسة المالية. وباتت سياسة السلامة الاحترازية الكلية في الوقت الراهن تشكل مكوناً أساسياً في تصميم القواعد التنظيمية. فقامت البنوك المركزية عبر الحدود بوضع خطوط فاصلة مكثفة لمبادلات العملات مع نظرائها بهدف معالجة المسائل المتعلقة بالسيولة الدولية. ولكن مواطن التعرض للمخاطر الاقتصادية المترتبة على الصدمات الكبرى لم تنحصر تماماً حتى الآن. وينبغي لاقتصادات العالم، على أقل تقدير، تعزيز صلابتها لمواجهة تحديات المناخ والطاقة والتحديات الديمغرافية والجغرافية-السياسية وتلك المتعلقة بالإدماج الاجتماعي. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا، هل يحتاج نموذج السياسات الاقتصادية لمزيد من الإصلاح؟ والأهم من ذلك كله، هل يتطلب تحقيق الاستقرار توطيد التنسيق والمشاركة فيما بين مؤسسات صنع القرار داخل البلدان وعلى المستوى الدولي؟ وإن كان الأمر كذلك، كيف يمكن لهذا التنسيق أن يوتي ثماره؟ والواقع أننا لا نملك أجوبة كافية، ولكن هناك دروساً مهمة يمكن استخلاصها من النظريات والتاريخ نرى أن بإمكانها المساعدة في تنظيم طريقة تفكيرنا.

اقتصادية منخفضة التضخم، تصبح أسعار الفائدة الاسمية منخفضة في المتوسط، فلا تترك مجالاً كافياً لأي تخفيضات توسعية — وهو ما يعرف بقيود "الحد السفلي الفعلي". وقد يحول ذلك دون قدرة السلطات النقدية على تقديم ما يلزم من دفعة تنشيطية مضادة لاتجاهات الدورة الاقتصادية. ثانياً، في حالة ارتفاع الدين الحكومي، فإن السلطات النقدية والتنظيمية — حتى وإن كانت مستقلة رسمياً — قد تستشعر الضغط لاتخاذ إجراءات في صالح استدامة الموازنة العامة عن طريق، مثلاً، الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة للغاية لفترة طويلة للغاية. وينطبق هذا الأمر بصفة خاصة عندما تستدعي الصدمات التضخمية استجابة موثوقة على مستوى السياسة النقدية. ثالثاً، عندما تكون مستويات الدين والرفع المالي في القطاع الخاص مرتفعة ومتشابكة في الأسواق المالية، فإن ارتفاع الدين الحكومي يؤدي إلى احتمالات تعرض النظام المالي لمخاطر أزمات السيولة والملاءة، التي قد تؤثر سلباً بدرجة كبيرة أيضاً على سلوك السلطات النقدية والمالية. ومنذ وقوع الأزمة المالية العالمية، أدت هذه "الشروح" بالفعل إلى حدوث تغييرات في البنين المؤسسي للسياسة الاقتصادية. ففي كثير من البلدان، لم تعد الصلاحيات الرقابية والتنظيمية والمتعلقة باتخاذ القرار في القطاع المصرفي تكلف بها مؤسسات مخصصة لكنها أعيدت ضمن صلاحيات البنوك المركزية. وقامت البنوك المركزية بتوسيع نطاق سياساتها غير التقليدية، فسححت بنمو ميزانياتها العمومية حتى أصبحت ضخمة للغاية وذلك بالإقدام على شراء السندات الحكومية وغيرها من الأصول. وقد يكون لهذه السياسات انعكاسات كبيرة على عدم المساواة في الدخل والثروة، بحيث تلاقت مع مسار السياسة المالية. وباتت سياسة السلامة الاحترازية الكلية في الوقت الراهن تشكل مكوناً أساسياً في تصميم القواعد التنظيمية. فقامت البنوك المركزية عبر الحدود بوضع خطوط فاصلة مكثفة لمبادلات العملات مع نظرائها بهدف معالجة المسائل المتعلقة بالسيولة الدولية. ولكن مواطن التعرض للمخاطر الاقتصادية المترتبة على الصدمات الكبرى لم تنحصر تماماً حتى الآن. وينبغي لاقتصادات العالم، على أقل تقدير، تعزيز صلابتها لمواجهة تحديات المناخ والطاقة والتحديات الديمغرافية والجغرافية-السياسية وتلك المتعلقة بالإدماج الاجتماعي. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا، هل يحتاج نموذج السياسات الاقتصادية لمزيد من الإصلاح؟ والأهم من ذلك كله، هل يتطلب تحقيق الاستقرار توطيد التنسيق والمشاركة فيما بين مؤسسات صنع القرار داخل البلدان وعلى المستوى الدولي؟ وإن كان الأمر كذلك، كيف يمكن لهذا التنسيق أن يوتي ثماره؟ والواقع أننا لا نملك أجوبة كافية، ولكن هناك دروساً مهمة يمكن استخلاصها من النظريات والتاريخ نرى أن بإمكانها المساعدة في تنظيم طريقة تفكيرنا.

وغير بنا أن ننظر في مدى تعقيد هذه الاستراتيجية. فنجأها متوقف على فكرة أن السلطات النقدية والمالية، في ظروف خاصة، قد تفيد من العمل معاً على نحو غير سليم على وجه الخصوص في الظروف العادية. فالميزانية تخلق ديناً لا يمكن الاستمرار في تحمله؛ والبنك المركزي بحكم الواقع يقوم بتنفيذ هذا الدين. غير أنه لكي ينجح هذا المزيج من السياسات لا بد أن يكون تعليق العمل بقواعد السلوك السليم بصفة مؤقتة ومقتصرًا على الظروف الاستثنائية. وهذا ليس بالأمر الهين: فالسياسة الاقتصادية لا تنجح إلا إذا كانت القواعد الدستورية صارمة والمؤسسات النقدية والمالية قوية ومستقلة. غير أنه جدير بالذكر أنه يفترض نجاح هذه السياسة في المسار المعاكس، أي أنه باستخدام الآلية ذاتها، من شأن تحقيق فوائض الميزانية الذي يزيد القيمة الحقيقي للدين أن يساعد في خفض التضخم.

اقتصادية منخفضة التضخم، تصبح أسعار الفائدة الاسمية منخفضة في المتوسط، فلا تترك مجالاً كافياً لأي تخفيضات توسعية — وهو ما يعرف بقيود "الحد السفلي الفعلي". وقد يحول ذلك دون قدرة السلطات النقدية على تقديم ما يلزم من دفعة تنشيطية مضادة لاتجاهات الدورة الاقتصادية. ثانياً، في حالة ارتفاع الدين الحكومي، فإن السلطات النقدية والتنظيمية — حتى وإن كانت مستقلة رسمياً — قد تستشعر الضغط لاتخاذ إجراءات في صالح استدامة الموازنة العامة عن طريق، مثلاً، الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة للغاية لفترة طويلة للغاية. وينطبق هذا الأمر بصفة خاصة عندما تستدعي الصدمات التضخمية استجابة موثوقة على مستوى السياسة النقدية. ثالثاً، عندما تكون مستويات الدين والرفع المالي في القطاع الخاص مرتفعة ومتشابكة في الأسواق المالية، فإن ارتفاع الدين الحكومي يؤدي إلى احتمالات تعرض النظام المالي لمخاطر أزمات السيولة والملاءة، التي قد تؤثر سلباً بدرجة كبيرة أيضاً على سلوك السلطات النقدية والمالية. ومنذ وقوع الأزمة المالية العالمية، أدت هذه "الشروح" بالفعل إلى حدوث تغييرات في البنين المؤسسي للسياسة الاقتصادية. ففي كثير من البلدان، لم تعد الصلاحيات الرقابية والتنظيمية والمتعلقة باتخاذ القرار في القطاع المصرفي تكلف بها مؤسسات مخصصة لكنها أعيدت ضمن صلاحيات البنوك المركزية. وقامت البنوك المركزية بتوسيع نطاق سياساتها غير التقليدية، فسححت بنمو ميزانياتها العمومية حتى أصبحت ضخمة للغاية وذلك بالإقدام على شراء السندات الحكومية وغيرها من الأصول. وقد يكون لهذه السياسات انعكاسات كبيرة على عدم المساواة في الدخل والثروة، بحيث تلاقت مع مسار السياسة المالية. وباتت سياسة السلامة الاحترازية الكلية في الوقت الراهن تشكل مكوناً أساسياً في تصميم القواعد التنظيمية. فقامت البنوك المركزية عبر الحدود بوضع خطوط فاصلة مكثفة لمبادلات العملات مع نظرائها بهدف معالجة المسائل المتعلقة بالسيولة الدولية. ولكن مواطن التعرض للمخاطر الاقتصادية المترتبة على الصدمات الكبرى لم تنحصر تماماً حتى الآن. وينبغي لاقتصادات العالم، على أقل تقدير، تعزيز صلابتها لمواجهة تحديات المناخ والطاقة والتحديات الديمغرافية والجغرافية-السياسية وتلك المتعلقة بالإدماج الاجتماعي. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا، هل يحتاج نموذج السياسات الاقتصادية لمزيد من الإصلاح؟ والأهم من ذلك كله، هل يتطلب تحقيق الاستقرار توطيد التنسيق والمشاركة فيما بين مؤسسات صنع القرار داخل البلدان وعلى المستوى الدولي؟ وإن كان الأمر كذلك، كيف يمكن لهذا التنسيق أن يوتي ثماره؟ والواقع أننا لا نملك أجوبة كافية، ولكن هناك دروساً مهمة يمكن استخلاصها من النظريات والتاريخ نرى أن بإمكانها المساعدة في تنظيم طريقة تفكيرنا.

عودة ظهور "مزيج السياسات"

في النظريات الاقتصادية الكلاسيكية، تتضح خطوات عمل مزيج السياسات في نموذج "المخروط" الذي ابتكره الاقتصادي "جيمس توبين"، الحائز على جائزة نوبل: حيث تنشأ الدفعة

استعادة الاعتدال

نتيجة للأسباب الموضحة أعلاه، نجد أن تحقيق الاستقرار في الأسعار وعلى المستوى المالي والاقتصادي الكلي يشكل مطلباً مشتركاً حاسماً على السياسة النقدية والمالية العامة. فلا بد للبنوك المركزية أن تسعى لتحقيق استقرار الأسعار في الأجلين المتوسط والطويل. ولا بد أن تضمن السلطات المالية استدامة القدرة على تحمل الدين، بحيث تقوم بتعديل سياساتها بما يتسق مع أهداف التضخم التي وضعها البنك المركزي: وفي الواقع العملي، ينبغي أن تعمل الحكومة على نحو موثوق بزيادة الفائض الأولي الهيكلي — وبالكثافة الكافية — كرد فعل لأي ارتفاع في رصيد الدين.

وهناك آراء قوية في الوقت الراهن تدعو إلى الالتزام بهذه الصفات على مستوى السياسات في ظل البيئة الحالية من ارتفاع التضخم ومستوى الدين. أولاً، حتى وإن كان التضخم غير المتوقع يمكن أن يوفر قدرًا من التخفيف للأعباء على المالية العامة في الأجل القصير، فإن الإذعان لنظام يتسم بالتضخم المرتفع والمتغير سيؤدي بالأسواق في نهاية المطاف إلى فرض علاوة مخاطر التضخم، أي زيادة أسعار الفائدة. ومن ثم يؤدي حتماً إلى زيادة تكاليف الاقتراض الحكومي وتدهور آفاق المالية العامة. ثانياً، نظراً لأن الضبط المالي (تخفيضات الإنفاق أو زيادة الضرائب) يسهم في احتواء الطلب الكلي، فإنه يجعل مهمة البنك المركزي أسهل — فالانكماش النقدي قد يكون أقل حدة.

ومع ذلك، فإن تفاقم خصوم القطاع العام أثناء سنوات جائحة كوفيد-19 يشكل تحدياً أمام صلابة النموذج. فقد يتعذر تحقيق التعديل المطلوب في الفوائض الأولية واستدامته على أسس سياسية واقتصادية. والآن هناك احتمال كبير، بعد أن تنحسر أزمة التضخم الحالية، أن يرجع العالم إلى سيناريو الركود المزمّن، حيث أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة (r) دون معدل النمو (g). ولكنه ليس سوى مواساة لا تنفع كثيراً. فالقيمة السالبة للمعادلة "سعر الفائدة الحقيقي - معدل النمو" ($r - g$) يمكن أن تساعد على احتواء ديناميكية نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي لكنها على الأرجح ستقتربن بجوانب سلبية أخرى، مثل انخفاض نمو الإنتاجية. وقد تجد الحكومات نفسها واقعة تحت تأثير الضغوط لتحمل مستويات عجز ضخمة لأسباب اقتصادية أو اجتماعية؛ ومرة أخرى قد تتسبب مستويات الدين المرتفعة في ارتفاع علاوات المخاطر مما يؤثر سلباً على نحو منهجي في آفاق المالية العامة.

منصة اختبار النموذج

في أعقاب الأزمة المالية العالمية، وفرت معظم البنوك المركزية آليات نقدية مساندة للديون العامة. وبعبارة أخرى، أنها وقفت على أهبّة الاستعداد، ضمناً أو صراحة، للتدخل في سوق الديون الحكومية لمنع أي زيادات في تكاليف الاقتراض بناءً على توقعات تزايد أسعار الفائدة. ومن الأمثلة الرائدة في هذا المجال برنامج "المعاملات النقدية المباشرة" التابع للبنك المركزي الأوروبي في عام 2012.

ونجاح الآلية النقدية المساندة لا يتطلب قيام البنك المركزي فعلياً بشراء السندات الحكومية. ولكنها تعمل بصورة أفضل كتحذير موثوق بالتدخل يثبط المضاربة في الأسواق (أو بلغة المتخصصين الاقتصاديين، أنها تحول دون تنسيق المستثمرين توقعاتهم على أساس ارتفاع سعر الفائدة التوازني). غير أن موثوقية هذا التحذير تعتمد على عدة ظروف، من أهمها بدرجة كبيرة التعاون من جانب السلطات المالية. لماذا؟ لأن عمليات شراء السندات تعرض البنك المركزي لمخاطر تسجيل خسائر في ميزانيته العمومية. ومثل هذا الخسائر ستدفع السلطات النقدية إلى اللجوء لتشغيل مطابح الأوراق النقدية ومن ثم فإنها تحيد عن المهام المنوطة بها لتحقيق استقرار الأسعار. وما لم تقدم خزانة الدولة ضمانات مالية احتمالية على الميزانية العمومية للبنك المركزي (أي تحويل الأموال إلى البنك المركزي في حالة الخسائر)، فقد ينتاب المستثمرين الشك في مصداقية السلطات النقدية بالمجازفة فعلياً بالتدخل في السوق.

ومن شأن الآلية النقدية المساندة جيدة التصميم أن تستبعد وقوع أزمات المخاطر السيادية المحققة لذاتها. وما لم يكن الدين على مسار مستدام، اعتماداً على الآلية المساندة، فإن انخراط البنك المركزي في الدين الحكومي لن يؤدي إلا لزعة استقرار التوقعات التضخمية. وسيظل الاقتصاد عرضة لمخاطر توقعات التضخم المحققة لذاتها التي ترفع تكاليف الاقتراض الحكومي الاسمية والحقيقية على السواء.

هذه هي المخاطر الرئيسية التي تواجه الاقتصادات المتقدمة وبعض اقتصادات الأسواق الصاعدة حيث تكون ديونها (غالباً) مقومة بعملاتها الوطنية وبنوكها المركزية مستقلة. وتحقيق درجة موثوقة من التفاهم بين السلطات المالية والنقدية حول كيفية العمل معاً لاحتواء مواطن التعرض لمخاطر الأزمات المدفوعة بالتوقعات يشكل اللبنة الأساسية اللازمة لخلق نظام موثوق للسياسة الاقتصادية. **FD**

جيانكارلو كورسيتي هو رئيس برنامج "بيير فيرنر" وأستاذ الاقتصاد في معهد الجامعة الأوروبية.

قراءات إضافية:

Bartsch, Elga, Agnès Bénassy-Quéré, Giancarlo Corsetti, and Xavier Debrun, eds. 2020. *Geneva 23: It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*. London: CEPR Press.

Corsetti, Giancarlo, and Luca Dedola. 2016. "The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-Fulfilling Debt Crises." *Journal of the European Economic Association* 14 (6): 1329–371.

Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, Marek Jarcioński, Bartosz Maćkowiak, and Sebastian Schmidt. 2019. "Macroeconomic Stabilization, Monetary-Fiscal Interactions, and Europe's Monetary Union." *European Journal of Political Economy* 57 (March): 22–33. See also references within.

Zhang, Tongli. 2021. "Monetary Backstop and Sovereign Default on Domestic Debt." Johns Hopkins University Department of Economics, Baltimore, MD.



تشير المسوح إلى أن توقعات الأسر
للتضخم أقل استقرارا مما كنا نعتقد
مايكل ويبر

تشكيل التوقعات تعكس

من الثبات (فهي لا تتغير استجابة للتغيرات قصيرة الأجل). ومع ذلك، عندما سألنا ٢٥ ألف أمريكي في عام ٢٠١٨ عن توقعاتهم لمتوسط معدل التضخم في الولايات المتحدة، أجاب أقل من ٢٠٪ من المشاركين في المسح، "حوالي ٢٪". وأشار ما يقرب من ٤٠٪ إلى رقم أعلى من ١٠٪ (Coibion, Gorodnichenko, and Weber 2022).

ولا يقتصر الأمر على أن معظم الأسر ليس لديها توقعات على درجة جيدة من الثبات، بل إنها تميل أيضا إلى المبالغة في تقدير التضخم في المستقبل. وباستخدام البيانات المأخوذة من مسح توقعات المستهلكين الذي

الأسعار توقعات الناس لها — على الأقل جزئيا. ولهذا السبب، تراقب السلطات النقدية

توقعات التضخم عن كثب. فهي تؤثر على سلوك الناس في الوقت الحاضر.

غير أن كيفية تكوين الناس لتوقعاتهم يكاد يغيب عن الأفهام. فعادة ما تركز البنوك المركزية على واضعي التنبؤات المحترفين والأسواق المالية، وليس الأسر، لأن الاقتصاديين يفترضون غالبا أن توقعات الأسر للتضخم على درجة جيدة

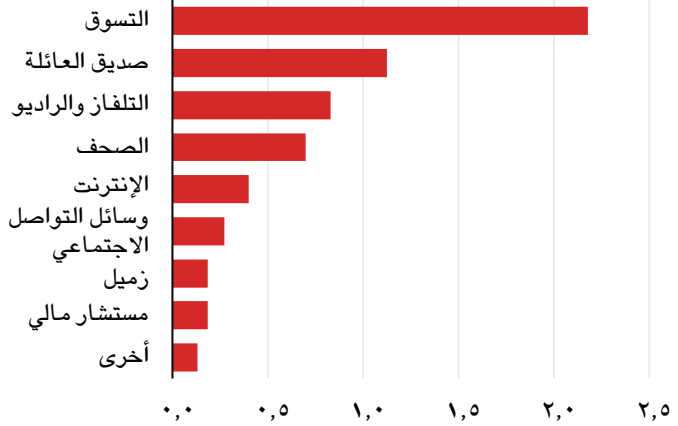
وللتحقق من ذلك بشكل أكبر، استفدنا من البيانات المأخوذة من الخمسين ألف أسرة التي تشارك في المسح الذي تعده شركة "NielsenIQ Homescan". ومن خلال المعلومات المتعلقة بمشتريات الأسر والمتاجر التي تشتري منها والمبالغ التي تدفعها، أعدنا مؤشر أسعار خاصا بالأسر، وخلصنا إلى أن الأسر الأشد تضررا من التضخم توقعت معدل تضخم أعلى بمقدار ٠,٧ نقطة مئوية، في المتوسط، مقارنة بالأسر الأخرى. ومع ذلك، ليست كل تغيرات الأسعار على نفس القدر من الأهمية. فإذا كانت تحدث في فئات تهم المستهلكين، أو يستخدمونها على نحو أكثر انتظاما — مثل الحليب والبيض — فإننا نرى زيادات مباشرة في توقعات التضخم الكلي، في أوقات التضخم المنخفض والمترفع. وغالبا ما يكون اهتمام الأسر بارتفاع الأسعار أكبر مقارنة بانخفاضها. وتوضح هذه العوامل سبب تحديث الأسر لتوقعاتها الخاصة بالتضخم في صيف عام ٢٠٢١، عندما اصلت معظم البنوك المركزية التبشير بالضغوط التضخمية المؤقتة — حيث ارتفعت أسعار الفئات التي اهتم بها المستهلكون أكثر من غيرها. والأهم من ذلك هو أن هذه النتائج تعني أنه حتى لو نجحت البنوك المركزية في كبح جماح التضخم على المدى القريب، فإن توقعات الأسر للتضخم ستستغرق بعض الوقت حتى تتراجع.

توخي البساطة

هناك عامل آخر يساهم في توقعات الأسر للتضخم، وهو: الرسائل، حيث تزداد صعوبة تفسير السياسات الأكثر تعقيدا، وبالتالي تقل احتمالات تأثيرها على التوقعات. وفي دراسة (D'Acunto and others 2020)، نقارن تأثير الزيادات المستقبلية المعلنة مسبقا في ضريبة الاستهلاك بتأثير الإرشادات الاستشارية (بيان يشير إلى المسار المستقبلي المحتمل للسياسة النقدية). ومن منظور النموذج الكينزي الجديد، ينبغي أن يكون للسياستين نفس التأثير على توقعات التضخم. لكنهما تختلفان اختلافا جوهريا في درجة تعقيدهما والفهم الاقتصادي المطلوب للتعامل معهما. والبيانات تؤكد ذلك. فباستخدام النسخة الألمانية من مسح المستهلكين الذي تجريه المفوضية الأوروبية، نخلص إلى أن الألمان لم يغيروا توقعاتهم للتضخم وخطط الإنفاق الخاصة بهم إلا بعد إعلان المستشار أنذاك، أنجيلا ميركل، في نوفمبر ٢٠٠٥ أن ضرائب الاستهلاك سترتفع بمقدار ٣ نقاط مئوية في يناير ٢٠٠٧. وعلى العكس من ذلك، نجد أن إعلان رئيس البنك المركزي الأوروبي آنذاك، ماريو دراغي، في صيف ٢٠١٣ أن أسعار الفائدة ستبقى عند المستويات الحالية أو ستتناقص (وهي المرة الأولى التي استخدم فيها البنك المركزي الأوروبي صراحة الإرشادات الاستشارية كأداة للسياسات) لم يكن له أي تأثير يُذكر على توقعات الأسر للتضخم أو على أنماط الإنفاق في ألمانيا.

توقعات التضخم

يبني الناس توقعاتهم للتضخم إلى حد كبير على اتجاهات الأسعار أثناء التسوق. (مصادر المعلومات التي تقوم عليها توقعات الأفراد للتضخم)



المصدر: الحسابات باستخدام بيانات من مسح "Chicago Booth Expectations and Attitudes Survey" (دراسة 2021 من D'Acunto and others).

ملحوظة: يوضح هذا الرسم البياني المراتب المتوسطة. ويجب على المجهين اختيار المصادر الثلاثة الأكثر أهمية التي تتبادر إلى ذهنهم (من قائمة). وتخصص للمصدر الأول القيمة ٣، وللمصدر الثاني القيمة ٢، وللمصدر الثالث القيمة ١، وتخصص لجميع المصادر الأخرى قيمة صفرية. ويجوز للمجهين إدراج أقل من ثلاثة مصادر (أو عدم إدراج أي مصادر على الإطلاق).

أجراه بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، نخلص إلى أنه في الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٨، توقع الرجال في المتوسط أن يرتفع معدل التضخم إلى حوالي ٤٪ خلال ١٢ شهرا، بينما توقعت النساء أن يبلغ المعدل ٦٪ (وهو فرق يظل قائما بغض النظر عن مستوى المعرفة المالية). وكان متوسط التضخم في الواقع أقل من ٢٪ (D'Acunto, Malmendier, and Weber 2021).

ويشير ذلك إلى احتمال وجود "فجوة بين الجنسين" في توقعات التضخم. وقد تحدثنا إلى أرباب الأسر من الذكور والإناث الذين يسجلون مشترياتهم من البقالة ليؤكدوا لنا ما إذا كان الحال كذلك. وفي المتوسط، تتوقع النساء تضخما أعلى مقارنة بالرجال، ولكن ذلك لا ينطبق إلا على "الأسر التقليدية"، التي تقوم فيها النساء بجميع مشتريات البقالة. وتختفي الفجوة في الأسر التي يقوم فيها رب الأسرة أحيانا بالشراء.

ولتحقيق فهم أفضل لمدى تأثير التعرض لتغيرات الأسعار على التوقعات، أجرينا مسحا آخر سألنا فيه المشاركين مباشرة عن مصادر المعلومات الأكثر أهمية بالنسبة لهم عند قياس التضخم (D'Acunto and others 2021). واتضح أن الأسر تعتبر أن شراء البقالة أهم مصدر للمعلومات (انظر الرسم البياني).

لا يقتصر الأمر على أن معظم الأسر ليس لديها توقعات على درجة جيدة من الثبات، بل إنها تميل أيضا إلى المبالغة في تقدير التضخم في المستقبل.

الفيدرالي الإقليمية ذي البشرة السوداء، وليس من توماس باركين، رئيس أحد بنوك الاحتياطي الفيدرالي الإقليمية ذي البشرة البيضاء. والتركيز على وجود الإناث أو الذكور السود في اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة يعزز من ثقة المشاركين في المسوح من النساء وذوي البشرة السوداء في الاحتياطي الفيدرالي ويثير رغبتهم في الحصول على معلومات عن السياسة النقدية.

التقييم

توضح كل هذه النتائج مجتمعة أن الأفراد بشكل عام ليس لديهم توقعات تضخمية على درجة جيدة من الثبات. ويركز الناس على التغيرات في أسعار السلع المنفردة ذات الصلة ويكون اهتمامهم بارتفاع الأسعار أكبر مقارنة بانخفاضها.

ويمكن للبنوك المركزية إدارة توقعات الأسر إذا ما استخدمت رسائل بسيطة. لكن هناك أهمية لوسيلة نقل الرسالة وهوية مُبلِّغ الرسالة. ويظل الوصول إلى العائلات العادية، التي لا تتبع عادة النشرات الرسمية، هو التحدي الأكبر للبنوك المركزية. ويمكن للتواصل الذي يتسم بالابتكار والوضوح أن يسد هذه الفجوة. [FD](#)

مايكل ويبر هو أستاذ مشارك في التمويل بكلية بوث لإدارة الأعمال التابعة لجامعة شيكاغو.

المراجع:

Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Michael Weber. 2022. "Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations." *Journal of Political Economy* 130 (6): 1537–584.

D'Acunto, Francesco, Daniel Hoang, Maritta Paloviita, and Michael Weber. 2020. "Effective Policy Communication: Targets versus Instruments." BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.

D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, and Michael Weber. 2021. "Gender Roles Produce Divergent Economic Expectations." *Proceedings of the National Academy of Sciences* 118 (21): 1–10.

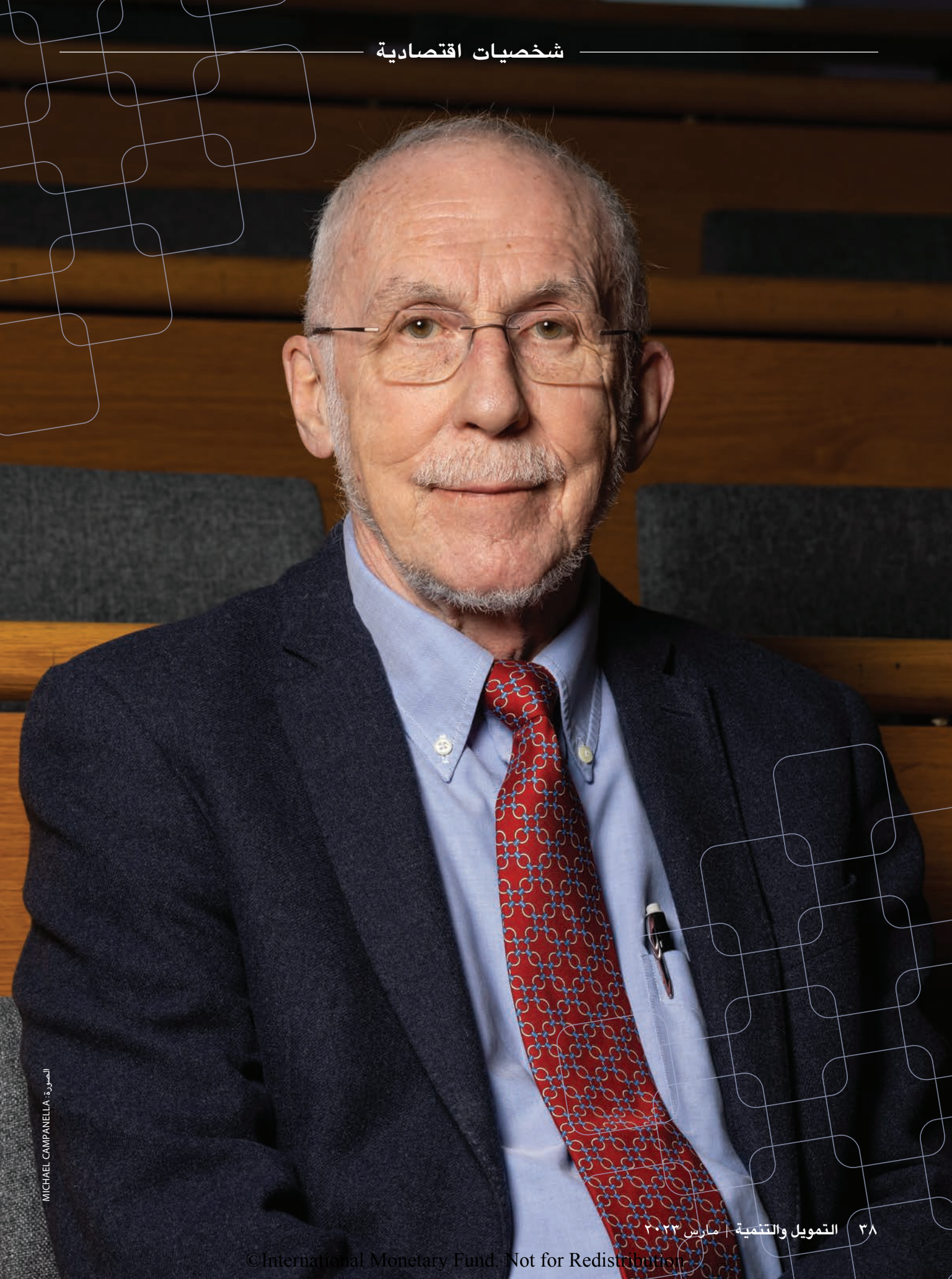
D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, Juan Ospina, and Michael Weber. 2021. "Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations." *Journal of Political Economy* 129 (5): 1615–639.

D'Acunto, Francesco, Andreas Fuster, and Michael Weber. 2021. "Diverse Policy Committees Can Reach Underrepresented Groups." BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.

وفي ضوء هذه النتائج، أجرينا سلسلة من المسوح حول كيفية تواصل البنوك المركزية بشكل أكثر فعالية. فعلى سبيل المثال، سألنا آلاف الأفراد في فنلندا (D'Acunto and others 2020) أسئلة حول توقعاتهم لتغير الدخل والخصائص الاجتماعية-الديمغرافية، ثم قسمنا العينة إلى ثلاث مجموعات: مجموعة مقارنة لم تتلق أي معلومات إضافية والمجموعتان موضوع الدراسة. وقد قدمنا لهذه المجموعات معلومات حقيقية عن الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي على مستوى السياسات في ربيع عام ٢٠٢٠، باستخدام تفريجات حساب تويتتر الرسمي التابع لأولي رين، محافظ البنك المركزي الفنلندي. لكن المحتوى اختلف بين هذه المجموعات. فقد تلقت إحدى المجموعات اتصالا "مستهدفا"، أي رسالة تحدد هدف سياسة ما بدون تفاصيل الإجراءات التي سينفذها البنك المركزي لتحقيق ذلك الهدف. وتلقت مجموعة أخرى معلومات حول "الأداة"، أي السياسة المحددة التي تم تنفيذها لتحقيق الهدف. وتم طرح نفس الأسئلة مرة أخرى على جميع المشاركين في المسح. وتشير نتائجنا إلى أن الاتصال المستهدف فقط هو الذي يحسن بشكل فعال توقعات الأفراد للدخل.

وفي دراسة (Coibion, Gorodnichenko, and Weber (2022)، نركز على وسيلة توصيل الرسالة. ونخلص إلى أن استخدام مصطلحات بسيطة مثل "التضخم الحالي"، أو "هدف التضخم"، أو "تنبؤات التضخم" هو الأكثر فعالية في إدارة توقعات الأفراد للتضخم. لكن المصدر مهم. فرغم سهولة قراءة التغطية الصحفية للاحتياطي الفيدرالي، فإن تأثيرها أقل على التوقعات مقارنة بالبيانات الرسمية الصادرة عن اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC). ويرجع ذلك إلى كيفية تقييم الأسر في الولايات المتحدة لمصادقة مصادر الأخبار المختلفة. فعندما يتعلق الأمر بمعلومات عن الاقتصاد، تحتل الصحف في المتوسط مرتبة منخفضة، بينما تحتل وسائل التواصل الاجتماعي وتويتر مرتبة عالية. وتشير هذه النتائج إلى أن البنوك المركزية لا يمكنها الاعتماد على وسائل الإعلام وحدها لنقل التصريحات المتعلقة بالسياسة النقدية إلى الأسر.

وتؤثر هوية مرسل الرسالة أيضا على فعالية التواصل بشأن السياسة النقدية. ففي دراسة (D'Acunto, 2021)، Fuster, and Weber، نخلص إلى أنه حتى عندما تظل الرسالة والتنبؤات ثابتة، فمن المرجح إلى حد كبير أن يقوم المجيبون على المسوح من النساء وذوي البشرة السوداء بتعديل توقعاتهم عندما تأتي الرسالة من ماري دالي، رئيسة أحد بنوك الاحتياطي الفيدرالي الإقليمية، أو من رافائيل بوستيك، رئيس أحد بنوك الاحتياطي



الصورة: MICHAEL CAMPANELLA

ثائر في عالم الصيرفة المركزية

براكاش لونغاني يستعرض لمحات من حياة لارس سفينسون، المسؤول السابق في البنك المركزي السويدي، وأحد قادة ثورة استهداف التضخم

هي

فترة مليئة بالتحديات بالنسبة لمسؤولي البنوك المركزية. فقد باغتت طفرة التضخم كثيرا من البنوك المركزية عام ٢٠٢١. يقول جيروم باول، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي: "لدينا الآن إدراك أفضل لمدى فهمنا المحدود للتضخم".

وكان يمكن أن تكون التحديات أصعب بكثير، لولا التحسينات الكبيرة التي أدخلت على الصيرفة المركزية على مدار العقود الثلاثة الماضية — وخاصة التقدم في الإطار الذي يُعرف باسم "استهداف التضخم". وبينما كان إحداث التغييرات جهدا جماعيا، فمن بين من شاركوا في تحمل المسؤولية لارس سفينسون، النائب السابق لمحافظ البنك المركزي السويدي، الذي يعمل حاليا أستاذا منتسبا في كلية ستوكهولم للاقتصاد ذات المكانة المرموقة.

وعنه قال بن برنانكي، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي السابق والحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام ٢٠٢٢، في حديث لمجلة التمويل والتنمية: "لارس طرح رؤى عظيمة في قضايا حيوية بشأن السياسة النقدية. إنه مبرهن في قدرته على الابتكار وفي استقلالية فكره".

ويعتقد إطار استهداف التضخم، تلتزم البنوك المركزية التزاما صريحا بهدف للتضخم، وتعمل على تحقيقه عن طريق تحريك أسعار الفائدة الأساسية، وهي أسعار تستطيع التحكم فيها. وغالبا ما يؤدي رفع أسعار الفائدة، كما تفعل البنوك المركزية حاليا على سبيل المثال، إلى تهدئة التضخم عن طريق خفض الإنفاق على المساكن والسلع الأخرى الحساسة تجاه تقلبات سعر الفائدة. وكان سفينسون من أوائل من تحولوا إلى تأييد استهداف التضخم. وأصبح منذ ذلك الحين من أشد المناصرين لهذا الإطار، فكان يحث مسؤولي البنوك المركزية على مواصلة تحسينه، ولا سيما عن طريق مصارحة المواطنين بمسار السياسة المستقبلية لتحقيق هدف التضخم.

وقد ساعدت التحسينات في إدارة السياسة النقدية، التي دعا إليها سفينسون وغيره، مسؤولي البنوك المركزية في العالم على الحيلولة دون تحول الأزمة المالية لعام ٢٠٠٧ إلى "كساد كبير" آخر. ومن منطلق دوره بصفته نائب محافظ البنك المركزي السويدي، قدم المساعدة للبنك في إدارة المراحل الأولى من الأزمة بنجاح..

بلوغ الهدف

لم يكن ذلك هو المسار الذي تصوره سفينسون لحياته. ففي عام ١٩٧١، حصل على درجة الماجستير في الفيزياء والرياضيات التطبيقية من

المعهد الملكي للتكنولوجيا في ستوكهولم. وأثناء "إجازة تفرغ علمي" حصل عليها لاتخاذ قرار بشأن خطوته التالية، التحق ببعض الدورات الجامعية لدراسة التاريخ الاقتصادي. ونصح أحد أساتذته بالتحول إلى دراسة الاقتصاد، موضحا أن الاقتصاديين تتوفر لهم فرص وظيفية جيدة في السويد. "كانت تلك من أفضل النصائح التي أُسديت لي في حياتي"، حسبما قال سفينسون لمجلة التمويل والتنمية.

ثم واصل دراسته للحصول على درجة الدكتوراه في الاقتصاد في ستوكهولم، وأمضى أيضا عاما في معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا. وكان من بين أساتذته هناك بول سامويلسون، وروبرت سولو، وبيتر دايموند — الحاصلون على جائزة نوبل في الاقتصاد؛ وستانلي فيشر، النائب السابق لرئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ وهال فاريان، كبير الاقتصاديين في شركة غوغل. وضمت قائمة زملائه في الدراسة بول كروغمان، الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد؛ وأوليفيه بلانشار، كبير الاقتصاديين السابق في صندوق النقد الدولي؛ وماريو دراغي، الرئيس السابق للبنك المركزي الأوروبي ورئيس وزراء إيطاليا السابق؛ وفريدريك ميشكين، المحافظ السابق لنظام الاحتياطي الفيدرالي. يقول سفينسون: "حظيت في ذلك العام بشبكة علاقات ساعدتني كثيرا على مدار السنين".

وكانت وظيفته الأولى في معهد الدراسات الاقتصادية الدولية في جامعة ستوكهولم. وفي السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، انصب تركيزه على النظرية الاقتصادية والاقتصاد الدولي. ويصف تورستن بيرسون، صديقه وزميله ومساعد له لمدة طويلة، العمل معه آنذاك بقوله: "يتشبث سفينسون برأيه في العمل، إلا إذا طرح شخص آخر رؤية أفضل ونموذجا متكاملا. وهو يأخذ هواياته أيضا على محمل الجد — فقد كنا شغوفين بممارسة الإبحار معا، ثم تحول هو إلى ممارسة تسلق الصخور بشغف بالغ".

استهداف التضخم

في تسعينات القرن الماضي، حول سفينسون اهتمامه بالكامل إلى علم الاقتصاد النقدي، وجاء ذلك الاهتمام مدفوعا في جانب منه بعمله مستشارا خارجيا للبنك المركزي السويدي. وكانت تلك فترة مضطربة. فقد كان الاقتصاد في مهبط الرياح بعد انهيار ربط سعر صرف الكرونة السويدية بوحدة النقد الأوروبية في عام ١٩٩٢، على الرغم من محاولة البنك المركزي البطولية الدفاع عنها برفع أسعار الصرف إلى ٥٠٠٪. وقد مُنح سفينسون ومجموعة صغيرة من خبراء الاقتصاد الداخليين والخارجيين أسبوعين لتقديم المشورة للبنك المركزي بشأن إطار نقدي جديد.

ولحسن الحظ، كان هناك نموذج سابق متاح. ففي الثمانينات والتسعينات، اعتمد بنك الاحتياطي النيوزيلندي إطار استهداف التضخم، الذي نجح في تحقيق خفض حاد في معدل التضخم. وتحول بنك كندا المركزي إلى استهداف التضخم أيضا في عام ١٩٩١، ونجح في خفض التضخم إلى ٢٪. وفي تقرير أعده سفينسون للبنك المركزي السويدي، قال إن هناك "أسبابا قوية" تدفع السياسة النقدية إلى استهداف "نطاق ضيق لمعدل التضخم". وفي أوائل ١٩٩٣، اعتمد البنك هذا الإطار مستهدفا معدل تضخم طويل الأجل قدره ٢٪ يتم تحقيقه بحلول عام ١٩٩٥ — ولكنه لم يتمكن من تحقيقه في السنوات التالية.

وفي أواخر تسعينات القرن الماضي وبدايات الألفينات، كرس سفينسون جهوده لتوضيح نجاح إطار استهداف التضخم وإدخال تحسينات عليه. وبحلول عام ٢٠٠١، كان قد انتقل للعمل في قسم الاقتصاد المرموق في جامعة برنستون، حيث كان هناك عدد من الأساتذة المنخرطين في جهود مشابهة — من بينهم برنانكي، وكروغمان؛ وآلان بليندر، النائب السابق لرئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ ومايكل وودفورد، الخبير الاقتصادي البارز. وأطلق سكوت سامنر، أحد أصحاب النظريات النقدية البارزين في جامعة جورج ميسون، على هذه الكوكبة اسم "مدرسة برنستون"، وهو يرجع إليها الفضل في إدخال تغييرات على الصيرفة المركزية ساهمت بدور حاسم في إدارة "الركود الكبير".

ومن مساهمات سفينسون المبكرة أنه حث البنوك المركزية على تنفيذ استهداف التضخم بطريقة مرنة، إدراكا منه لمسؤوليتها المزدوجة في الإبقاء على معدل التضخم قريبا من المستهدف والاقتصاد قريبا من التوظيف الكامل. وقال سفينسون لمجلة "التمويل والتنمية" إنه في تلك الأيام "لم تكن هناك أي بنوك تُذكر يصدق عليها وصف "مهاويس التضخم"، وهو مصطلح صاغه ميرفين كينغ، محافظ بنك إنجلترا السابق، للإشارة إلى البنوك المركزية التي ينصب تركيزها كله على التضخم على حساب التوظيف.

استهداف تنبؤات التضخم

ومن مساهمات سفينسون الأكثر أهمية أنه كان يحض البنوك المركزية على استهداف تنبؤات التضخم. ففي ظل استهداف التضخم، كانت البنوك المركزية قد أصبحت تتسم بشفافية متزايدة بالفعل في إعلان أحدث قراراتها بشأن السياسة النقدية وتفسيرها للجمهور. ورأى سفينسون أن البنوك المركزية ينبغي أن تذهب إلى أبعد من ذلك، فنظرا لأن إجراءات السياسة النقدية لم يظهر تأثيرها إلا بعد وقت طويل، كان من المهم أن تخبر البنوك المركزية الأسواق والمواطنين بخطتها للمستقبل.

وفي بحث شهير صدر عام ١٩٩٧، أوصى سفينسون بأن تختار البنوك المركزية مسارا لأسعار الفائدة الحالية والمستقبلية يجسد تنبؤات "جيدة" للتضخم والتوظيف من أجل توجيه الاقتصاد بمرور الوقت إلى معدل التضخم

المستهدف والتوظيف الكامل. ويوضح سامنر، الأستاذ في جامعة جورج ميسون: "لنفترض أن هدفك للتضخم ٢٪. عليك إذن أن تحدد سياساتك بحيث تمثل ما تتنبأ به أيضا من [أنك ستصل إلى] معدل تضخم قدره ٢٪... إنها مسألة يسهل إدراكها بالفطرة. فلماذا لا تحدد [مسارا لمستقبل] أسعار الفائدة الأساسية يمثل توقعاتك لنجاح السياسة؟" ومع ذلك، فقبل هذا العمل الذي قام به سفينسون، كانت البنوك المركزية تميل إلى افتراض مسار لأسعار الفائدة الأساسية من شأنه أن يبلغ بها معدلا أقل من مستهدفات التضخم أو أعلى منها. وعن هذا كتب سامنر: "بدا الأمر وكأن ربان سفينة يعبر المحيط الأطلنطي وقد ثبت الدفة في وضع من المتوقع أن تكون معه السفينة قد بعدت بمسافة ٢٠٠ ميل عن مسارها المحدد عند وصولها الجانب الآخر من المحيط." وقد بدأت بعض البنوك المركزية، مثل البنك المركزي النرويجي، والبنك المركزي السويدي، والبنك الوطني التشيكي، نشر مساراتها المحددة لأسعار الفائدة، عملا بتوصيات سفينسون، واقتداء بالبنك المركزي النيوزيلندي. واعتمد العديد من البنوك المركزية الأخرى ممارسات متوافقة إلى حد كبير مع هذا الاتجاه. ويقول روبرت تيتلو، المستشار الأقدم في مجلس الاحتياطي الفيدرالي وأحد مساعدي سفينسون، إن عمل سفينسون ساعد على إيجاد منهج أكثر استشرافا للمستقبل في التعامل مع السياسة النقدية، وولّد رغبة في الابتكار في أوقات الأزمات.

وقال تيتلو لمجلة التمويل والتنمية: "عند تقديم المشورة لمسؤولي البنك المركزي، كان لارس قادرا على الاحتفاظ دائما بهدوئه لدرجة خارقة ولكنه كان صعب المراس، وكان مهذبا لكنه كان صريحا". ويتذكر فيليب تيرنر، أحد كبار المسؤولين السابقين في بنك التسويات الدولية أنه "في مؤتمر أقامه بنك اليابان في عام ٢٠٠٠، كان سفينسون من أوائل من حثوا على اتخاذ إجراءات جذرية على صعيد السياسة النقدية". ففي دراسة قدمها سفينسون في ذلك المؤتمر، قال بلا مواربة: "لقد خسرت اليابان بالفعل عقدا من الزمن بسبب الركود الاقتصادي والانكماش". وأضاف أنه "مع استمرار السياسة السيئة، قد تخسر عقدا آخر".

اتجاه إلى السالب

أتت تحسينات إدارة السياسة النقدية التي دعا إليها سفينسون وآخرون ثمارها أثناء "الكساد الكبير". فسرعان ما تحولت البنوك المركزية إلى اتخاذ إجراءات من المرجح أنها ساعدت على تجنب نوبة أخرى من "الكساد الكبير". إذ قامت بتخفيض حاد لأسعار الفائدة، مما أوضح أنها ليست "مهووسة بالتضخم"، وأنها تأخذ هدف تحقيق التوظيف الكامل على محمل الجد. وأشارت للأسواق بأنها تتوقع إبقاء أسعار الفائدة "منخفضة لمدة طويلة" — مع إعطاء توجيهات مسبقة تتماشى إلى حد بعيد مع روح المشورة التي قدمها سفينسون بشأن الشفافية.

بلا داع على صعيد السياسة النقدية" وقت الأزمة المالية العالمية، موضحاً أنها "لم تستند إلى أي مبرر واضح من حيث المؤشرات الاقتصادية الكلية".

وثبتت لاحقاً صحة تقدير سفينسون. ففي عام ٢٠١٤، بات واضحاً أن ارتفاعات أسعار الفائدة لم تكن تعمل على كبح تضخم أسعار المساكن، وكانت تقود إلى الانكماش والضعف الاقتصادي. ووجد البنك المركزي السويدي نفسه مضطراً إلى خفضها إلى الصفر. ثم غامر في عام ٢٠١٥ بخوض تجربة أسعار الفائدة السالبة، وهي تجربة اعتبرت ناجحة في ورقة عمل لاحقة أعدتها ربما ترك من صندوق النقد الدولي.

وعقب تركه منصبه في البنك المركزي السويدي، كرس سفينسون جهوده لتقديم الحجج على ضرورة أن ينصب تركيز السياسة النقدية على هدفي التضخم والناتج، مع ترك اعتبارات الاستقرار المالي للسياسة الاحترازية الكلية. وقال إن هاتين السياستين "مختلفتان، والأفضل إدارة كل منهما على حدة". "ولإثبات رؤيته، قدم عدداً من العروض التقديمية في صندوق النقد الدولي وفي جهات أخرى، سعى فيها لتقديم البراهين على أن منافع رفع أسعار الفائدة لتعزيز الاستقرار المالي عن طريق خفض احتمالات حدوث أزمة مالية هي منافع ضئيلة وغير مؤكدة. وفي المقابل، كانت التكاليف المتمثلة في ارتفاع معدل البطالة والضعف الانكماشية مرتفعة ومؤكدة بدرجة أكبر بكثير. وقد عرضت حسابات التكلفة والعائد التي أجراها سفينسون في دراسة أعدها خبراء صندوق النقد الدولي في عام ٢٠١٥ عن السياسة النقدية والاستقرار المالي ("Monetary Policy and Financial Stability")، خلصت إلى أن التكلفة تكون أعلى من العائد في معظم الحالات. وصرح تيرنر، المسؤول السابق في بنك التسويات الدولية، لمجلة "التمويل والتنمية" بأنه: "بإعمال المنطق الدقيق، وباستخدام الأحجام التجريبية الأكثر توافقاً مع الحجة التي عارضها، يتضح أن سفينسون حقق انتصاراً حاسماً في هذا السجال".

نشاط دائم

في الخامسة والسبعين، لا يزال سفينسون نشطاً في العمل البحثي، وقد خصص أحدث أعماله لتوضيح أن المؤشرات الشائعة الاستخدام التي تقيس المبالغة في تقييم أسعار المساكن — مثل نسبة سعر المسكن إلى الدخل — هي مؤشرات مضللة ويمكن أن تؤدي إلى اتخاذ الوكالات المالية إجراءات رديئة على مستوى السياسات. وقد اعترض أيضاً على وجهة النظر السائدة بأن الأسر تزيد من تخفيض إنفاقها وقت الأزمات كلما ارتفعت مستويات ديونها العقارية غير المسددة. ويشعر تيرنر بالسعادة لرؤية سفينسون يواصل تحدي الأفكار المسلم بها، ويقول: "أينما ذهب هذا الرجل، يجد الاقتصاديون أن عليهم الارتقاء إلى مستوى أفضل". **FD**

براكاش لونغانني يشغل منصب مدير مساعد في مكتب التقييم المستقل بصندوق النقد الدولي.

غير أن "الركود الكبير" كان عميقاً حتى أن البنوك المركزية واجهت مأزقاً لم تدر معه ماذا عساها تفعل بعد أن خفضت بالفعل أسعار الفائدة الأساسية إلى الصفر وأشارت إلى أنها تعتزم إبقائها في هذا المستوى لفترة؟ ودعا سفينسون إلى التحرك نحو أسعار فائدة سالبة، وفرض رسوم على الودائع بهدف دفع البنوك إلى توفير القروض لتشجيع الإنفاق.

وكتبت صحيفة فاينانشال تايمز آنذاك أن "أشد مناصري هذه السياسة هو لارس سفينسون، نائب محافظ البنك المركزي السويدي، وهو خبير يتمتع بشهرة عالمية في نظرية السياسة النقدية وأحد زملاء بن برنانكي المقربين". واتخذ البنك المركزي الدنماركي تلك الخطوة الجريئة بالتحول إلى أسعار فائدة سالبة في عام ٢٠١٢، ثم حذا حذوه البنك المركزي الأوروبي وعدد من البنوك الأخرى.

ويرى بعض خبراء الاقتصاد أنه رغم كون أسعار الفائدة السالبة مسألة خلافية، فقد أدت إلى توسيع نطاق الأدوات المتاحة للبنوك المركزية. ويقول كينيث روغوف، كبير الاقتصاديين السابق في صندوق النقد الدولي إنه "إذا طبقت أسعار الفائدة السالبة على نحو صحيح فسوف تعمل على نحو مماثل للسياسة النقدية العادية، فتعزز الطلب الكلي وترفع معدل التوظيف" في الأزمات المستقبلية.

اختلاف وانفصال

قبل بداية الأزمة المالية، تمكن البنك المركزي السويدي من اجتذاب سفينسون من جامعة برنستون في عام ٢٠٠٧ ليتولى منصب نائب المحافظ. في ذلك الوقت، كان البنك يعمل بنصيحة سفينسون بالفعل، فینشر مسار أسعار فائدته ويبرر سبب اختياره. وبحلول يوليو ٢٠٠٩، كان البنك المركزي السويدي قد خفض بالفعل أسعار الفائدة إلى ٠,٢٥٪.

غير أن سفينسون لم يتمكن من إقناع زملائه بخفض سعر الفائدة إلى الصفر، ثم التفكير في أسعار فائدة سالبة عند الحاجة. ففي الواقع، بدأ البنك المركزي السويدي يرفع أسعار الفائدة في عام ٢٠١٠. وأبدى سفينسون معارضته لتلك الخطوة، مشيراً إلى أن التنبؤات الخاصة بالتضخم لا تزال أقل بكثير من المستهدف، وأن معدل البطالة لا يزال مرتفعاً. واعتراض أيضاً على "الإبحار عكس اتجاه الرياح"، وهي الفكرة القائلة بضرورة رفع أسعار الفائدة لمواجهة المخاطر على الاستقرار المالي التي فرضها ارتفاع أسعار المساكن ومستويات الدين العقاري، على سبيل المثال، حتى وإن كانت اعتبارات الاقتصاد الكلي، مثل معدل التضخم وحجم الناتج، تتطلب غير ذلك.

وبعد عامين من الانشقاق المهدب عن الصف، ترك سفينسون العمل في البنك المركزي السويدي بصورة نهائية في آخر فترة ولايته في منتصف ٢٠١٣. وأعلن صراحة أنه "لم يتمكن من الحصول على التأييد اللازم للسياسة النقدية" التي كان يفضلها. وانبرى زملاؤه القدامى في جامعة برنستون للدفاع عنه. فوصف كروغمان ارتفاعات أسعار الفائدة في الفترة ٢٠١٠-٢٠١١ بأنها "قد تكون أكبر الأخطاء المرتكبة

وشفافيتها، ونجاحات السياسة وإخفاقاتها في الماضي، وتطورها الشخصي من اقتصادي باحث إلى أول امرأة تشغل منصب محافظ البنك المركزي في إسرائيل.

التمويل والتنمية: آخر ارتفاع كبير في التضخم شهدته إسرائيل كان في ثمانينات القرن الماضي. هل ترين أوجه شبه مع ما يحدث اليوم؟

كارنيت فلاغ: لقد تغيرت الظروف الاقتصادية الكلية والهيكل المؤسسية بشكل جذري منذ ذلك الحين، لذلك من الصعب إجراء مقارنات. ففي الوقت الذي بلغ فيه التضخم ذروته في عام ١٩٨٤، عندما ارتفعت الأسعار بنسبة ٤٤٥٪، كان لدينا عجز عام ضخم بلغ حوالي ١٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. وبلغ الدين ٢٨٠٪ من إجمالي الناتج المحلي. ولم تكن هناك استقلالية للبنك المركزي. وفي إطار برنامج الاستقرار، كان هناك تغيير في قانون بنك إسرائيل، يُعرف باسم "بند حظر طباعة النقود"، والذي منع البنك المركزي من تمويل العجز الحكومي. لذا فالظروف مختلفة تماما اليوم.

غير أن بعض الأشخاص في الكنيست، أي برلماننا، يضغطون على البنك المركزي لطرح مبادرات جديدة، مثل إعفاء صاحب المنزل الأعزب من زيادة أسعار الفائدة على القروض العقارية. وأمل ألا يشهد هذا الأمر أي تقدم. وحتى لو لم يفعلوا ذلك، فقد تؤدي المناقشات إلى الانضباط الذاتي الذي يجعل السياسة النقدية أقل فعالية. وحتى إذا لم يغيروا السياسة النقدية، فقد يؤثر على التوقعات، وهذا في حد ذاته قد يجعل السياسة النقدية أقل فعالية. وهذه الأنواع من المبادرات ليست مفيدة.

التمويل والتنمية: كانت إصلاحاتك كمحافظ للبنك المركزي مثيرة للجدل. ما هي نصيحتك لمحافظي البنوك المركزية اليوم الذين على خلاف مع صناع السياسات؟

كارنيت فلاغ: عندما كنت محافظة للبنك المركزي، كان معدل التضخم وأسعار الفائدة عند مستويات منخفضة للغاية، لذلك لم يكن هناك جدل حول السياسة النقدية. غير أن محافظ بنك إسرائيل هو أيضا مستشار اقتصادي للحكومة، بناء على قانون البنك المركزي الأصلي لعام ١٩٥٤. وهذا ليس دورا معتادا لمحافظ البنك المركزي، ويتسبب في خلاف مع النظام السياسي، وتحديدًا مع وزارة المالية. ووفقا للتقاليد المتبعة، ستكون هذه النصيحة عامة للغاية: فهي جزء من النقاش مع الحكومة ولكنها تساهم أيضا في الحوار المجتمعي. نصيحتي الرئيسية هي أن تتحلى بالشفافية والمهنية في تحليلك. ويجب أيضا أن تكون نشطا في الحوار المجتمعي استنادا إلى بحوث عالية الجودة.



الصورة: ALEX KOLOMOISKY

قبول الحوار

كارنيت فلاغ تؤكد على أهمية المساءلة والشفافية في البنوك المركزية

بعد فترة وجيزة من تعيينها محافظا لبنك إسرائيل في عام ٢٠١٣، انسحبت كارنيت فلاغ من اجتماع مع الحكومة بشأن السياسة الاقتصادية، وتساءلت عما إذا كان ينبغي لها نشر تعليقاتها على الملأ. لكن قبل وصولها إلى البنك المركزي، رأت أن تعليقاتها قد نقلتها الصحافة بالفعل. وتذكر قائلة: "لقد فهمت حينها أنه ليس ثمة ما يسمى تعليقات خاصة في اجتماعات الحكومة، وأن التحكم في سرد الأفكار أفضل دائما من إخراج تعليقاتك من سياقها لخدمة أجندة شخص آخر".

وتخضع البنوك المركزية حول العالم لتمحيص غير مسبوق في سعيها لتفادي التضخم والركود العالمي. وتحديث فلاغ إلى نيكولاس أوين من فريق مجلة التمويل والتنمية حول أهمية مساءلة البنوك المركزية

قوبلت الزيادة الكبيرة للغاية في الطلب بنقص في العرض — بسبب حالات إغلاق المصانع في الصين وبلدان أخرى، ثم بسبب الحرب في أوكرانيا — بدأ التضخم في الارتفاع السريع. وقد كان هناك تأخير في إدراك أن الطلب كان يساهم بدور مهم، ولم يقتصر الأمر على صدمات العرض. وهذا جزئياً هو سبب ارتفاع التضخم سريعاً، واستلزم تراجعاً أسرع عن التوسع وهو ما لم يتحقق حتى الآن في كل مكان.

التمويل والتنمية: ينتابني الفضول بشأن رحلتك من العمل كخبيرة اقتصادية تركز على الأبحاث إلى خبيرة في أعمال البنوك المركزية اضطرت إلى اتخاذ قرارات صعبة على صعيد السياسات بصورة يومية. هل غيرت تجربتك من منهجك في التعامل مع الأبحاث الاقتصادية؟
كارنيت فلاغ: ساعدتني خلفيتي، وخاصة كمديرة لإدارة البحث في بنك إسرائيل لمدة ١٠ سنوات، على استخدام الأبحاث بشكل فعال عند اتخاذ قرارات بشأن السياسات. ولم يساعدني ذلك على فهم الأسئلة التي يمكن أن تجيب عنها النماذج فحسب — بل أيضاً فهم قيود استخدام النماذج للحصول على إجابات. والخلفية البحثية يمكن أن تساعد في تحديد المجالات التي يمكنك فيها استخدام النماذج في عملية صنع القرار، والمجالات التي تحتاج فيها إلى الاعتماد على النظرية الأساسية أو التحليل البسيط لأحدث البيانات.

التمويل والتنمية: كنت أول امرأة تشغل منصب محافظ البنك المركزي في إسرائيل. هل كان ذلك مهماً لك ولبلدك؟

كارنيت فلاغ: عندما تم تعييني، كنت أكثر وعياً بأنني أول محافظ يتم ترقيته من داخل البنك المركزي، شخص بدأ كخبير اقتصادي شاب في البنك وتمت ترقيته إلى أن وصل إلى أعلى منصب. فقبلي، كان جميع المحافظين خبراء اقتصاد معروفين تم تعيينهم من الخارج. وقد انصب تركيزي على استكمال نجاحات من سبقوني.

في بنك إسرائيل، لم أشعر أن كوني امرأة قد أعاق تقدمي الوظيفي في أي وقت. لكنني أدركت في وقت مبكر أنه كان أمراً مهماً — فقد ورد في الصحافة الكثير حول كوني أول امرأة تشغل منصب المحافظ، ودائماً ما كنت أسأل عن ذلك كلما التقيت بالطلاب. وأدركت أنني أصبحت نموذجاً يحتذى.

لقد فوجئت بقلّة عدد محافظات البنوك المركزية عندما حضرت اجتماعات محافظي البنوك المركزية في صندوق النقد الدولي أو بنك التسويات الدولية. وأحياناً ما كان وجودي كامرأة وحيدة في غرفة بها ٣٥ أو ٤٠ محافظاً مخيفاً بعض الشيء. لكن مع مرور الوقت، اعتدت على ذلك. ومع مرور الوقت، أصبح هناك أيضاً المزيد من النساء في الغرفة. **FD**

أجريت تعديلات تحريرية على نص هذه المقابلة لمرعاة الطول المناسب والوضوح.

التمويل والتنمية: هل من الواقعي هذه الأيام أن تظل البنوك المركزية غير خاضعة للمساءلة إلى حد كبير؟ وهل ينبغي أن يكون هناك مزيد من النقاش حول تكاليف تشديد السياسة النقدية في ظل اتجاه العالم نحو ركود مؤلم؟

كارنيت فلاغ: هناك أشكال مختلفة من المساءلة. ويمكن تعزيز المساءلة من خلال متطلبات الشفافية وتقييمات الخبراء. والحوار المجتمعي على الهواء مباشرة هو جزء من المساءلة. ولكن ما تتساءل بشأنه حقاً هو ما إذا كان ينبغي للبنوك المركزية أن تكون مستقلة في تطبيق السياسة النقدية من أجل الوصول إلى هدف التضخم. وفي هذا الصدد، أعتقد أن السياسة ما زالوا منحازين للتضخم. وذلك هو ما أدى إلى التضخم المرتفع الذي شهدته سبعينات وثمانينات القرن الماضي. فالساسة يعتقدون أنه يمكنك تحمّل مستوى أعلى قليلاً من التضخم من أجل تحقيق زيادة بسيطة في النشاط الاقتصادي والتوظيف. ولكن الواقع أثبت أنه من الصعب للغاية السيطرة على معدل التضخم. فارتفاع التضخم يمكن أن يكون بداية لدوامة من توقعات التضخم، مما يؤدي إلى مزيد من الارتفاع في معدل التضخم. ولا يزال هذا الانحياز للتضخم الأساسي قائماً. ولا أعتقد أنه يمكنك استغلال هذه المفاضلة لتصميم تضخم أعلى قليلاً من أجل تحقيق زيادة في النشاط. فبمجرد أن يبدأ التضخم في التسارع، يصبح من الصعب للغاية السيطرة عليه. لذلك، قد تكون التكاليف — بما في ذلك التكاليف الواقعة على الرفاهية — مرتفعة للغاية.

التمويل والتنمية: هل أخطأت البنوك المركزية في الماضي؟ قيل لنا إننا يجب أن نثق في البنوك المركزية اليوم عندما ترفع أسعار الفائدة. لكن البنوك المركزية ضخت الأموال في الاقتصادات من خلال أسعار الفائدة المنخفضة والتيسير الكمي. ألا ندفع ثمن ذلك اليوم؟

كارنيت فلاغ: أعتقد أن استجابة السياسة النقدية للأزمة المالية العالمية كانت صحيحة عموماً وأنقذت العالم بالفعل من ركود أعمق وأطول بكثير. وقد كانت قيادة بن برنانكي والدروس التي تعلمها من الماضي غاية في الأهمية. وفي بعض الأماكن، كانت السياسة النقدية مصحوبة بسياسات احترازية كلية تهدف إلى التخفيف من آثار أسعار الفائدة المنخفضة للغاية على بعض أسواق الأصول. وفي إسرائيل، طبقنا مجموعة من القيود في سوق القروض العقارية للتأكد من عدم تراكم مخاطر مفرطة.

وبعد كوفيد-١٩، كانت هناك حاجة إلى استجابة ضخمة مرة أخرى، من خلال عمليات توسع نقدي ومالي على السواء. وهنا أعتقد أن سحب الدعم المالي والنقدي المفرط جاء بعد فوات الأوان. وقد ثبت أن التعافي قوي للغاية، ولكن رغم ذلك، واصلت بعض الحكومات اتباع سياسات مالية توسعية للغاية بينما ظلت السياسة النقدية تيسيرية للغاية. وعندما



منظورات الأسواق الصاعدة

دَرْبَ مطروق

الدروس المستخلصة من تجربة الأسواق الصاعدة في
عصر ارتفاع التضخم
ليسييتيا غانياغو

في

الحوار العام الدائر حول السياسة الاقتصادية، عادة ما تغطي التحديات التي تواجه الاقتصادات المتقدمة على تلك التي تواجه العالم النامي. ففيما يتعلق بالسياسة النقدية، على سبيل المثال، كانت القضية الفارقة في العقد الماضي هي الحد الأدنى الصفري لأسعار الفائدة والتضخم الذي كان منخفضا للغاية. لكن لم يكن لأي من هذه المشكلات تأثير كبير على الأسواق الصاعدة. فقد كانت تحدياتنا أكثر ارتباطا بكثير بالقضايا المعقدة، مثل منع التضخم من الارتفاع عن المستويات التي نستهدفها، ومقاومة المطالب بخفض أسعار الفائدة لرفع النمو الاقتصادي على المدى القصير، وتمويل مراكز المالية العامة غير المستدامة.

والآن، مع تغير الحوار الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة لمعالجة ارتفاع التضخم، فإن الأسواق الصاعدة لديها ما تقدمه. فالبنوك المركزية في الأسواق الصاعدة تتمتع بخبرة واسعة في التعامل مع هذه الظروف، بما

في ذلك الضغوط السياسية التي غالبا ما تعقب تشديد السياسات. وتبرز هنا ثلاثة من مجالات الخبرة.

المجال الأول يتعلق بإدارة صدمات العرض. وهذه الصدمات يصعب تفسيرها من منظور السياسة النقدية عندما تكون روتينية. فخلال الاثني عشر عاما التي أمضيتها في لجنة السياسة النقدية في بنك الاحتياطي بجنوب إفريقيا، كان الوقت الذي قضيته في محاولة قياس تأثير صدمات العرض، والإبلاغ عن كيفية التمييز بين الآثار المؤقتة والدائمة، أطول من الوقت الذي قضيته في إدارة الضغوط على جانب الطلب. وقد شهد العديد من الأسواق الصاعدة تجارب مماثلة.

وأحد جوانب المشكلة هو أنه حتى مع معدلات التضخم المعتدلة، يتعلم محدّدو الأجور والأسعار تتبع التضخم وربط أسعارهم. وهذا يعني أنه إذا لم تستجب البنوك المركزية للصدمات في الوقت المناسب، تزداد ضغوط الأسعار وتتغير توقعات التضخم. وهذا ما يزيد من عدم مواكبة السياسة للأوضاع القائمة، بحيث تترتب على الصدمات المؤقتة في النهاية آثار دائمة.

وعلى مدار عدة سنوات، كانت الاستجابة المثلى لصدمات العرض هي الصيغة المعتادة في الاقتصادات المتقدمة، ألا وهي عدم الاستجابة، لأن الصدمة ستتحسّر. لكن اقتصادات الأسواق الصاعدة أكثر ارتباطا بالمؤشرات وأقل قدرة على تحمل خسائر الدخل الحقيقي. والتضخم الذي نشهده اليوم من المرجح أن ينتشر في المستقبل. ولهذا السبب، تصبح استجابات السياسة لصدمات العرض مطلوبة في معظم الأحيان. وقد استحدث العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة أطرا قوية لاستهداف التضخم من أجل تشكيل توقعات التضخم بصورة أفضل، وكان أداء هذه الأطر جيدا بشكل عام، وهو ما نتج عنه مرونة السياسات.

وهذه الحاجة إلى منهج أكثر تميزا في الأسواق الصاعدة قد تستند بوجه عام إلى ارتفاع معدلات التضخم، وهو ما يمنح الناس حافزا قويا يدفعهم إلى تتبع مؤشر أسعار المستهلكين بدلا من افتراض استقرار الأسعار. فمعدلات التضخم لدينا مهمة بالنسبة للقرارات اليومية التي تتخذها الأسر والشركات.

استدامة المالية العامة

المجال الثاني يتعلق بالمهام المنوطة بنا. فغالبا ما يُفترض عدم تداخل السياستين المالية والنقدية. وهذا المفهوم نظري أكثر من كونه حقيقيا. فالسياسة المالية يمكن أن تؤدي إلى تشويه السياسة النقدية، وهو ما سيخبرك به أي من صناعات السياسات في الأسواق الصاعدة. وهذا ما تثبتته زيادة المخاوف بشأن هيمنة سياسة المالية العامة، ليس أقلها تزايد تركيز البنوك المركزية الكبرى على إرث التيسير الكمي والسياسات الأخرى التي عززت حيازاتها من سندات الدين الحكومي. وبسبب المخاوف بشأن الميزانيات العمومية، تزداد أهمية بقاء المهام المنوطة بالبنوك المركزية بسيطة ومباشرة.

ولتحقيق نتائج جيدة، تحتاج البلدان إلى استراتيجية اقتصادية كلية أوسع نطاقا تحقق النتائج الرئيسية الأخرى، وخاصة استدامة المالية العامة. فبدون هذه الاستراتيجية، لا يمكن للبنوك المركزية ضمان وجود بيئة داعمة للنمو. ومثال ذلك جنوب إفريقيا. ففي تسعينات القرن الماضي، قامت الحكومة الديمقراطية المنتخبة حديثا بإجراء سلسلة من الإصلاحات التي عززت أطول فترة من النمو المتواصل في تاريخ جنوب إفريقيا. وارتكزت هذه الإصلاحات على ثلاث لبنات أساسية، هي سعر الصرف المعوّم، الذي حرر البلاد من التدخلات المكلفة وغير الناجحة في أسعار الصرف؛ واستهداف التضخم، الذي أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة وزيادة استقرار الأسعار؛ وربما الأهم من ذلك، الانضباط المالي.

وهذه الإصلاحات مجتمعة ساعدت البلاد على تجاوز أزمات الأسواق الصاعدة في عامي ١٩٩٨ و ٢٠٠١. لكن نظرا لأنها انطوت على الانضباط والحذر، لم تحظ بشعبية كبيرة. وقد ساهم ذلك بدوره في اتباع منهج أكثر إسرافا على مدار العقد الماضي، مع قدر أقل بكثير من القلق بشأن حجم الإنفاق أو جودته. ونتج عن ذلك تدهور حاد في الاقتصاد الكلي، إلى جانب تحقيق معدلات نمو من أدنى المعدلات في تاريخ جنوب إفريقيا.

وتم الحفاظ على أوضاع السياسة النقدية كما هي، لكن السياسة النقدية ليست كل شيء. ومرة أخرى، شهدت الأسواق الصاعدة الأخرى تجارب مماثلة.

عملية توازن

يقودني هذا إلى المجال الثالث من مجالات خبرة الأسواق الصاعدة، وهو: كيفية المناورة عند صنع السياسة، وتحديد كيفية تحقيق التوازن بين اتخاذ إجراءات حاسمة واستمرار الانفتاح على الأفكار والمعلومات الجديدة.

في الاقتصادات المتقدمة، ولا سيما في السنوات الأخيرة، ربما كان التفكير الجماعي مشكلة رئيسية على مستوى السياسات. لكنني لست متأكدا من تعرض الأسواق الصاعدة لهذه المشكلة. ففي حالة السياسة النقدية في جنوب إفريقيا، نادرا ما توصلنا إلى اتفاق بالإجماع على ما إذا كان ينبغي رفع أسعار الفائدة. وحتى في الحالات القليلة التي وافق فيها أعضاء لجنة السياسة النقدية على التشديد، اختلفنا حول المقدار الذي ينبغي رفع أسعار الفائدة به. وفي مجتمعنا الأوسع نطاقا، يمكنني أن أؤكد لكم أننا لا نعاني من نقص في تنوع الآراء.

وتشير تجربتي إلى أن ما يحتاجه صناع السياسات في الأسواق الصاعدة بالفعل هو تنوع في الآراء حول الأسئلة التكتيكية وتوافق في الآراء بشأن الاستراتيجية الشاملة.

ففي جنوب إفريقيا، تتمثل المهام المنوطة بالبنك المركزي، والمنصوص عليها في الدستور، في حماية قيمة العملة لصالح النمو المتوازن والمستدام. ورغم إعجابي الشديد بالحوار

المفتوح، فإن التساؤل عن دور البنك المركزي أو انتقاده غير مفيد. ورغم أهمية تنوع الآراء، لا يتعين انتقاد كل شيء. ونظرا لأن الاقتصادات المتقدمة تواجه ديناميكية التضخم الأكثر شبيها بالأنماط في الأسواق الصاعدة، فإن هذا التمييز — بين الأشياء التي تتطلب اقتناعا وتلك التي تحتاج إلى نقاش — يمكن أن يكون مفيدا. فصناع السياسات النقدية يتخذون قرارات صعبة، في ظل معلومات غير كافية ومخاطر مرتفعة. ويغفل النقاد التعقيدات ويؤكدون فقط على عدم قدرة البنوك على رؤية الحقائق. وينبغي للبنوك المركزية التأكيد مجددا على أهدافها الاستراتيجية بوضوح وتأن ودعمها بأدلة جيدة. وما يمكن حشده من توافق في الآراء ينبغي تعزيزه، لا أن يخشى منه كمؤشر على التفكير الجماعي. وفي المقابل، عندما يتعلق الأمر بالتكتيكات، يجب أن تكون منفتحا ومستعدا لتغيير رأيك.

السياسة المالية يمكن أن تؤدي إلى تشويه السياسة النقدية، وهو ما سيخبرك به أي من صناع السياسات في الأسواق الصاعدة.

وقد يكون عام ٢٠٢٣ بحق هو العام الذي تتراجع فيه الاتجاهات التي شهدتها عام ٢٠٢٢ وتراجع فيه معدلات التضخم في بعض الاقتصادات المتقدمة. وإذا كان الأمر كذلك، ستتاح للأسواق الصاعدة فرصة طيبة لالتقاط الأنفاس. لكن لا ينبغي لنا اعتبار أي شيء أمرا مسلما به. ولسوء الحظ أن الأمر الأقل وضوحا هو ما إذا كانت اتجاهات التضخم الأكثر اعتدالا في الاقتصادات المتقدمة ستخفف الأوضاع الاقتصادية في اقتصادات الأسواق الصاعدة والأسواق النامية. وهناك حاجة إلى تجديد الالتزام بمعالجة مستويات الدين المرتفعة، مع الأخذ في الاعتبار تكلفة التحول إلى اقتصادات منخفضة الكربون. ويجب على اقتصادات الأسواق الصاعدة الاستفادة بشكل أفضل من التمويل الذي يمكنها اجتذابه لإعادة تحقيق نمو اقتصادي أعلى برأس مال أكثر استدامة.

ومع انخفاض النمو الاقتصادي والحاجة المستمرة إلى الموارد المالية، من المرجح أن تستمر بيئة التضخم المرتفع في كثير من أنحاء العالم. ومن شأن تحسين التنسيق بين السياسة المالية المستدامة والسياسة النقدية أن يخلق أوجه تكامل مهمة، مما يؤدي إلى الحد من تأثير صدمات العرض، والحفاظ على انخفاض تكاليف تمويل الحكومات، وحذف التضخم من قائمة مخاوف الأسر والشركات في جميع أنحاء العالم الصاعد. **FD**

ليسييتيا غانياغو هو محافظ بنك الاحتياطي بجنوب إفريقيا.



منظورات الأسواق الصاعدة

دواعي التدخل في سوق الصرف

في ظل الظروف المناسبة، يمكن أن يحد التدخل في سوق الصرف من التقلبات غير المبررة في أسعار العملات

سوكديف سينغ

والتدخل في سوق الصرف يتيح لصناع السياسات تخفيف وتيرة ومدى ارتفاع أو انخفاض قيم العملات. ويمكنه أيضا مواجهة الضغوط على سعر الصرف عن طريق خفض التوقعات أحادية الجانب بشأن قيمة العملة في المستقبل. ويساعد وجود نظام مالي أعمق في دعم عمليات الوساطة المالية، ولكن يمكنه أن يكون سيفا ذا حدين: فقد تؤدي زيادة توافر الأدوات المالية وزيادة السيولة إلى جذب المزيد من التدفقات الرأسمالية الداخلة. ويجب على اقتصادات الأسواق الصاعدة المفتوحة التي لديها نظم مالية كبيرة ومندمجة عالميا أن تحتفظ بالمزيد من احتياطات النقد الأجنبي وأن تتدخل بجرأة أكبر في سوق الصرف لتجنب التقلبات المفرطة. غير أن نجاح التدخل غير مضمون.

التدخل الناجح

هناك عدة عوامل تزيد من احتمالات نجاح التدخل في سوق الصرف. وللايجاز، سأركز هنا على العوامل التي تحدد النجاح عند الدفاع عن قيمة عملة أخذة في الانخفاض.

• **مستوى احتياطات النقد الأجنبي:** الاحتياطات الأجنبية لا تخلو من التكلفة، بل إنها لا تقدر بثمن عندما يتعرض سعر الصرف لضغوط خافضة غير مبررة. ولهذه الاحتياطات أهمية أكبر في البلدان التي تستخدم أسعار الصرف المربوطة (مثل منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة) أو الأطر النقدية القائمة على سعر الصرف (سنغافورة).

• **قوة الاقتصاد المحلي والنظام المالي:** تتيح قوة هذه الأساسيات للبنك المركزي مرونة أكبر من حيث حجم التدخل في سوق الصرف والسماح لسعر الصرف بالتحرك. وتسمح كذلك بزيادة فعالية التدخل لأن البنك المركزي لا يتعين عليه الانخراط بفعالية في عمليات السيولة التي تقوض تدخلاته في سوق الصرف (راجع الفقرة الرابعة).

• **سعر الصرف المستهدف الذي "يمكن الدفاع عنه"** لأنه يعكس أساسيات الاقتصاد: فالضغوط على العملة بسبب استمرار التدفقات الخارجة من الحسابين التجاري والجاري في ميزان المدفوعات تعكس غالبا الفشل في خلق اقتصاد متنوع وتنافسي ومندمج عالميا. والتدخل في سوق الصرف لن يساعد في هذا الصدد. وإذا كانت الأساسيات المحلية الضعيفة، مثل عجز المالية العامة الكبير أو النمو النقدي المفرط أو التضخم المرتفع، تؤثر على سعر الصرف، سيكون التدخل بلا جدوى أيضا. وما لم تكن هناك جهود حثيثة للتعامل مع مواطن الضعف هذه، سيستمر تأثيرها السلبي على العملة.

• **إجراءات التي تتخذها البنوك المركزية لإدارة تبعات التدخل في سوق الصرف على السيولة:** عندما يتدخل البنك المركزي للدفاع عن سعر الصرف، فإنه يخفض المعروض من العملة المحلية ويزيد المعروض من العملات الأجنبية. وفي حالة بقاء العوامل الأخرى على حالها، فمن المفترض أن يدعم ذلك سعر صرف العملة

قامت البنوك المركزية في الاقتصادات الكبرى في العالم بتخفيض أسعار الفائدة بعد عام ٢٠٠٨،

عندما

واجهت اقتصادات الأسواق الصاعدة الأصغر، وخاصة في آسيا، طوفانا من رأس المال أدى إلى ارتفاع أسعار عملاتها وانخفاض أسعار الفائدة. والآن بعد أن بدأت البنوك المركزية الكبرى في تشديد سياساتها بسرعة، تحول مسار التدفقات المالية: حيث تنخفض قيم عملات الأسواق الصاعدة، ويرتفع التضخم، وتعرض البنوك المركزية للضغوط لرفع أسعار الفائدة حتى مع توقف النمو.

أدى الاندماج الاقتصادي والمالي العالمي إلى إضعاف انتقال أثر السياسة النقدية الوطنية وجعل العوامل الدولية محركا أقوى للأسعار المحلية والأوضاع الاقتصادية. وتعد العملات المعومة مثالية لمعظم اقتصادات الأسواق الصاعدة، ولكن التطورات الخارجية يمكن أن تؤدي قريبا إلى عدم اتساق أسعار الصرف مع أساسيات الاقتصاد. ولا يتم ضمان استقلالية السياسة إلا إذا كانت الاقتصادات قوية بما يكفي لتحمل تقلبات أسعار الصرف والاختلالات الكبيرة.

المحلية. ويؤدي انخفاض السيولة بالعملة المحلية إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يوفر دعماً إضافياً لسعر الصرف. ومع ذلك، غالباً ما يرغب البنك المركزي في حماية الاقتصاد المحلي من ارتفاع أسعار الفائدة. ومن المرجح أيضاً أن تكون الحكومة غير راضية عن ارتفاع تكلفة تمويل الدين العام. لذلك، عادة ما يضحخ البنك المركزي السيولة مرة أخرى في النظام المصرفي، مما يحافظ على استقرار أسعار الفائدة المحلية نسبياً ولكنه يقوض جهوده لدعم العملة. وإذا تسبب ضعف العملة في ارتفاع التضخم المحلي، فإن عمليات السيولة هذه لا تُضعف سعر الصرف فحسب، بل تُضعف أيضاً استقرار الأسعار المحلية. وهذا ما يجعل السياسة النقدية وعمليات التدخل في سوق الصرف أقل فعالية.

- **انفتاح الحساب الرأسمالي:** تتباين درجة انفتاح اقتصادات الأسواق الصاعدة المفتوحة، ولا سيما عندما يتعلق الأمر بالحساب الرأسمالي. ويمكن للحساب الرأسمالي المفتوح تسهيل التدفقات في الاتجاهين في ظل الظروف العادية، ولكن التدفقات الكبيرة في اتجاه واحد خلال أوقات عدم الاستقرار يمكن أن تطغى على قدرة البنك المركزي على تثبيت قيمة العملة. ومع ذلك، من الضروري تجنب التقلبات الكبيرة في سعر الصرف بسبب السهولة التي يمكن أن تحدث بها التدفقات المالية قصيرة الأجل من جانب المقيمين وغير المقيمين استجابة لتوقعات سعر الصرف.

- **انكشاف القطاع الخاص لمخاطر النقد الأجنبي وحجم التحوط من هذه المخاطر:** في اقتصادات الأسواق الصاعدة، يجب على البنك المركزي أن يتتبع هذا الانكشاف بدقة، بل ينظمه حتى يضمن أنه لا يشكل أي خطر على الاستقرار الاقتصادي والمالي على المستوى الوطني. وبدون هذه الإجراءات الوقائية، يمكن أن يؤدي الضغط على سعر الصرف نتيجة عمليات الشراء المذورة للنقد الأجنبي إلى إبطال أثر التدخلات في سوق الصرف لدعم العملة.

كفاية الاحتياطيات

مستوى الاحتياطيات مهم ليس للتدخل في سوق الصرف فحسب بل أيضاً لغرس الثقة في قدرة بلد ما على شق طريقها في هذا العالم. فالاحتفاظ برصيد كبير بما يكفي من الاحتياطيات يعد أحد الاعتبارات المهمة المتعلقة بالسياسات. وتمثل إحدى طرق خفض الطلب على احتياطيات البنك المركزي في تطوير السوق المحلية للعملة الأجنبية، مما يتيح المزيد من الفرص للقيام بأنشطة الوساطة الخاصة المتعلقة بتدفقات النقد الأجنبي ولطرح أدوات جديدة للتحوط. وهذا من شأنه الحد من تواتر تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف. ومن المشكلات الشائعة في أوقات عدم اليقين أن العملة الأجنبية تنضب بسبب الطلب

المفرط عليها أو الاكتناز. وفي نهاية المطاف، يجب أن توفر احتياطيات البنك المركزي مرة أخرى آلية الأمان للسوق. كذلك فإن استدامة الاحتياطيات تعتمد على المصادر التي يتم بناؤها منها. وتعتبر الاحتياطيات التي يتم بناؤها من فوائض الحساب الجاري وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر موثوقية بوجه عام من الاحتياطيات التي يتم بناؤها من تدفقات الحافطة قصيرة الأجل. وينبغي بناء الاحتياطيات في أوقات اليسر. وغالباً ما تكون البنوك المركزية في اقتصادات الأسواق الصاعدة عرضة للضغوط السياسية التي تحول الاحتياطيات الحالية لأغراض أخرى. وهذا ما يجعل البلدان عرضة للمخاطر ويحد من قدرة البنوك المركزية على التدخل في سوق الصرف عندما يتعين عليها ذلك.

وهناك مصادر طارئة للاحتياطيات. وأحد الخيارات في هذا الصدد هو التمويل من صندوق النقد الدولي، ولكنه خيار الملاذ الأخير للعديد من البلدان، وخاصة في آسيا. ولدى البلدان أيضاً ترتيبات مبادلة ثنائية لتوفير السيولة الطارئة بالدولار أو العملات المحلية. وهناك ترتيب بين اقتصادات رابطة آسيان+3 لجمع موارد قيمتها ٢٤٠ مليار دولار يعرف باسم مبادرة شيانغ ماي للتعاون متعدد الأطراف يوفر دعم السيولة لاقتصادات المنطقة في أوقات الضغوط الخارجية. لكن هذا الترتيب لم يقلل من رغبة الاقتصادات الأعضاء في بناء احتياطياتها الخاصة لأسباب مختلفة، بما في ذلك استقلال السياسة.

وعندما تنخفض الاحتياطيات، أو تكون التدفقات الرأسمالية كبيرة لدرجة لا يرجح معها نجاح التدخل في سوق الصرف، تكون هناك حاجة إلى مزيد من التدخل المباشر لاستعادة الاستقرار. ويمكن لصناع السياسات النظر بحق في اتخاذ تدابير لتقييد التدفقات المالية. والعديد من العوامل التي تؤدي إلى نجاح التدخل ستؤثر أيضاً في تحديد مدى نجاح ضوابط رأس المال. وعلى صناع السياسات الذين يفرضون ضوابط رأس المال توخي الحذر أيضاً في توقيت إلغائها — فإلغاؤها قبل الأوان يمكن أن يكون محفوفاً بالمخاطر مثل إبقائها لفترة طويلة للغاية.

وإذا ما استُخدمت ضوابط رأس المال على النحو الصحيح، يمكن أن تكون بمثابة آلية "فاصل التداول" للحفاظ على الاحتياطيات الأجنبية وتزويد صناع السياسات بمتنفس مؤقت لإجراء الإصلاحات اللازمة للحد من مواطن الضعف ودعم الاقتصاد، دون القلق بشأن عدم الاستقرار الخارجي. وتعد الثقة في الاقتصاد المحلي من الأساسيات الرئيسية التي يجب استعادتها من خلال سياسات ذات مصداقية، وبعد ذلك يمكن تخفيف الضوابط وإلغاؤها تدريجياً. **FD**

سوكديف سينغ كان نائب محافظ بنك نيغارا ماليزيا في الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٧.



منظورات الأسواق الصاعدة

التمسك بالهدف

نظام استهداف التضخم لا يزال المسار الأمثل في الظروف العصبية
ليوناردو فيلار

منذ

اعتماده لأول مرة في ١٩٩٠، نجح استهداف التضخم عموماً كاستراتيجية للسياسة النقدية. فقد استطاعت معظم البلدان التي اعتمدته في خفض التضخم ودرجة تقلبه. وأتاح استهداف التضخم كذلك للعديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة تحويل سياساتها النقدية المسيرة لاتجاهات الدورة الاقتصادية، التي تميل غالباً إلى تضخيم أثر فترات التوسع الاقتصادي وتعميق أثر فترات الهبوط، إلى جهود مضادة لاتجاهات الدورية، مما ساهم في استقرار نمو إجمالي الناتج المحلي.

وبلادي، كولومبيا، خير مثال على ذلك. فقد استحدثنا نظام استهداف التضخم في عام ١٩٩٩ بعد ثلاثة عقود من التضخم المستقر وإن كان مرتفعاً بشكل مزمن. وقبل استحداث هذا النظام، كان على البنك المركزي التواء مع آليات الربط بمؤشر وما تتسم به من تعقيد، والتي أدت

إلى استدامة معدلات التضخم، واضطر إلى استخدام سعر الصرف كركيزة اسمية للاقتصاد في ظل ارتفاع التضخم نسبياً وتقلبات ميزان المدفوعات. ولم يكن بوسع البنك المركزي، في ظل هذه الظروف، سوى الاستجابة لآثار الدورات والصدمات الخارجية باعتماد سياسات مسيرة للاتجاهات الدورية لتثبيت أسعار الصرف.

تغيير قواعد اللعبة

بمجرد اعتماد كولومبيا نظام استهداف التضخم أصبح من الممكن لأول مرة الاستجابة من السياسة النقدية على نحو معاكس للاتجاهات الدورية. وبدأت السلطات تسمح لأسعار الصرف بالتقلب، ومن ثم العمل باعتبارها خط الدفاع الأول في مواجهة آثار الدورات والصدمات الخارجية. وقد اتضح ذلك في استجابة السياسة النقدية للأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٧-٢٠٠٩ وصدمة كوفيد-١٩ في عام ٢٠٢٠. ففي خلال هاتين النوبتين، سمحت السلطات بانخفاض قيمة العملة المحلية معتمدة في ذلك على مصادقية هدف التضخم، بدلاً من سعر الصرف، باعتباره ركيزة اسمية أساسية للاقتصاد.

وأثبتت استراتيجية استهداف التضخم كذلك نجاحها في التعامل مع الصدمة التضخمية الكبيرة التي تعرضنا لها في ٢٠١٤-٢٠١٦ عندما عانت كولومبيا من تزامن هبوط معدلات التبادل التجاري في أعقاب انهيار أسعار النفط، وموجة الجفاف الحادة، وصدمات العرض الأخرى. ونتيجة لذلك، بلغت نسبة انخفاض سعر الصرف الاسمي السنوي ٦٨٪ في عام ٢٠١٥، وارتفع التضخم من حوالي ٣٪ في منتصف ٢٠١٤ إلى ٩٪ في شهر يوليو ٢٠١٦، لينخفض بعد بضع سنوات إلى المستوى المستهدف البالغ ٣٪ بدون أي خسائر كبيرة في الناتج. وكان لمصادقية السياسة النقدية والاستقرار النسبي في توقعات التضخم على المدى الطويل دور فعال في نجاح هذا التصحيح.

تحديات ما بعد كوفيد

تواجه اقتصادات الأسواق الصاعدة التي تطبق نظام استهداف التضخم تحديات بالغة الصعوبة في الظروف الراهنة بعد جائحة كوفيد-١٩. فنظام استهداف التضخم يعتمد بشدة على مصادقية السلطات عندما يتعلق الأمر بالمحافظة على التضخم في حدود قريبة من الهدف المحدد، وهو ما لم يحدث منذ عام ٢٠٢١.

ومرة أخرى، تقدم كولومبيا مثالاً جيداً على ذلك. فقد ارتفع التضخم من أقل من ٢٪ في ٢٠٢٠ إلى ١٣,١٪ في ٢٠٢٢، مسجلاً أعلى مستوياته منذ اعتمادنا استهداف التضخم. وجاءت هذه الزيادة مدفوعة إلى حد كبير بأسعار الغذاء، التي ارتفعت بمعدل سنوي يكاد يصل إلى ٢٨٪ في عام ٢٠٢٢ استجابة لصدمات العرض على المستويين المحلي والدولي.

كذلك أدى التعافي القوي في الطلب الكلي إلى دفع التضخم إلى مستويات مرتفعة. فقد زاد معدل نمو إجمالي الناتج المحلي في كولومبيا بأكثر من ١٠٪ في ٢٠٢١ و ٨٪ في ٢٠٢٢، ويكاد الاتساع المستمر في عجز الحساب الجاري أن يسجل رقما قياسيا تاريخيا، رغم معدلات التبادل التجاري المواتية في ٢٠٢٢. وأدى الطلب المفرط كذلك إلى اتجاه صعودي في التضخم الأساسي، مسجلا ارتفاعا، باستثناء أسعار الغذاء والأسعار الخاضعة للتنظيم الحكومي، من ٢,٥٪ في ٢٠٢١ إلى ٩,٥٪ في ٢٠٢٢.

وكان للهبوط الحاد في قيمة العملة المحلية دور أيضا في الاتجاهات العامة للتضخم. فمع نهاية عام ٢٠٢٢، كان سعر البيزو الكولومبي قد انخفض بنسبة قدرها ٣٨٪ مقارنة بأوائل عام ٢٠٢١، متجاوزا الانخفاض المسجل في معظم البلدان الأخرى في أمريكا اللاتينية ومقترنا بتدهور تصورات المستثمرين للمخاطر القطرية على مدار السنتين الماضيتين، في الوقت الذي كانت فيه مستويات عجز المالية العامة أكبر بكثير مقارنة بالبلدان النظيرة في المنطقة.

وبتأثر التضخم أيضا بمختلف آليات الربط بالمؤشرات. ومن أهم محركاتها الزيادة السنوية في الحد الأدنى للأجور التي تتم في بداية كل سنة على أساس التضخم السابق المشاهد. وفي هذا السياق، يتسم عاما ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣ بطابع مميز، حيث شهدا رفع الحد الأدنى للأجور بنسبة قدرها ١٠٪ و ١٦٪، على التوالي، وهي أعلى بكثير من معدل التضخم الكلي. وساهمت طفرات الحد الأدنى للأجور في الإبقاء على ارتفاع معدل التضخم من خلال تأثيرها على تكلفة الإنتاج والدخول في دوامة الأجور والأسعار — حيث تزداد الأسعار نتيجة ارتفاع الأجور التي ترتفع بدورها للتعويض عن زيادة الأسعار.

الإفصاح والشفافية

في ظل هذه الأوضاع المليئة بالتحديات، تشهد السياسة النقدية في كولومبيا تشديدا غير مسبوق. فقد رفع البنك المركزي سعر الفائدة الأساسي من ١,٧٥٪ في سبتمبر ٢٠٢١ إلى ١٢,٧٥٪ في يناير من العام الجاري.

وأدى تعاقب الصدمات التي لحقت بالتضخم منذ عام ٢٠٢١ وما استتبعها من إعادة تقييم اضطرارية للاستجابة على مستوى السياسة النقدية إلى خلق تحديات أمام عملية الإفصاح العام من جانب البنك المركزي. فالأثر التضخمي الكبير والممتد لفترات طويلة جراء تلك الصدمات يتطلب فترة طويلة من التقارب نحو هدف التضخم يتعين تفسيرها للجمهور. فالتقارب نحو الهدف بأسرع مما ينبغي يمكن أن يكون باهظ التكلفة على الناتج والتوظيف، ولكن التقارب على مدار فترة أطول مما ينبغي يهدد بفصل التوقعات التضخمية عن ركيزتها.

وقد أعلن البنك المركزي مؤخرا أن عملية التشديد النقدي لم تنته بعد وأعرب عن التزامه بخفض التضخم والوصول به إلى المستوى المستهدف وقدره ٣٪ على مدار سنتين بانحراف مقبول قدره نقطة مئوية واحدة. ولحسن الحظ، فإن التوقعات التضخمية تتوافق عموما مع مسار التقارب المنشود.

استهداف التضخم ساعد كولومبيا على التصدي للصدمات الاقتصادية على نحو لم يكن ممكنا من قبل.

ركيزة المصادقية

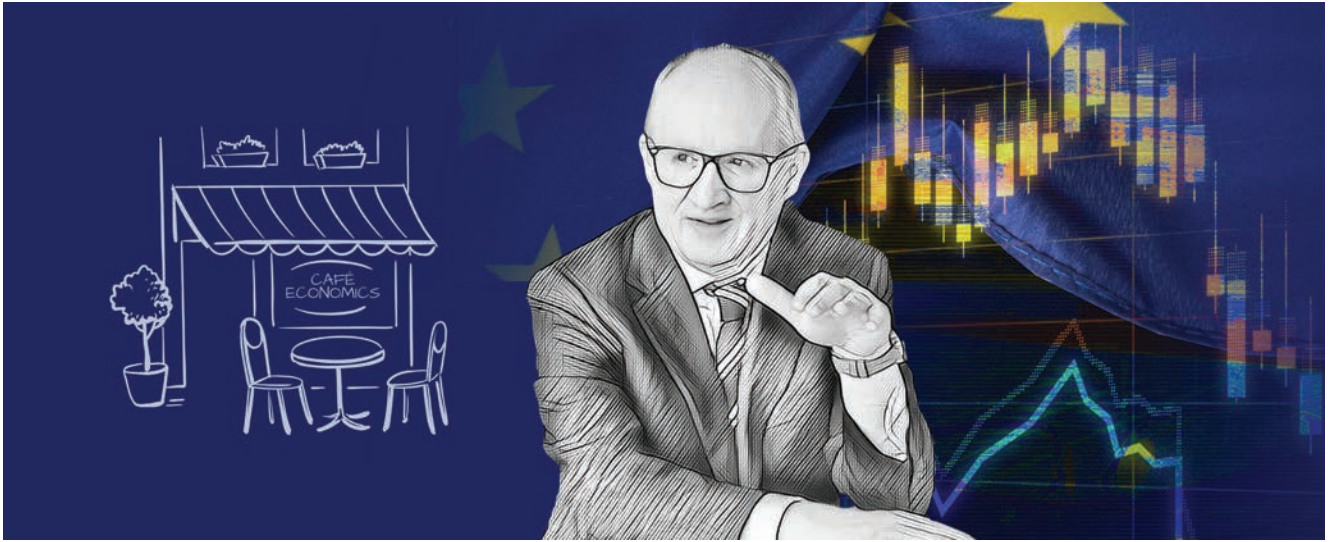
من المتوقع انخفاض التضخم سريعا بالمعايير التاريخية لكنه سيظل على الأرجح أعلى من معدله المستهدف لأطول فترة منذ استحداث نظام استهداف التضخم. وسيؤدي ذلك إلى زيادة صعوبة المحافظة على مصادقية هذا الهدف بوصفه ركيزة الاقتصاد الاسمية.

ولا شك أن التحديات أمام السياسة النقدية ستكون صعبة على وجه الخصوص خلال عامي ٢٠٢٣ و ٢٠٢٤. فنحن نتوقع حدوث تباطؤ حاد في النشاط الاقتصادي سيؤدي إلى انكماش نمو إجمالي الناتج المحلي إلى نسبة ضئيلة لا تتجاوز ٠,٢٪ في ٢٠٢٣ نتيجة زيادة تشديد الأوضاع المالية العالمية، وتباطؤ النمو في البلدان الشريكة لنا تجاريا، والسياسة النقدية الداخلية التقييدية التي تتضح الحاجة الماسة إليها وتضمن تقارب التضخم من تحقيق هدف البنك المركزي.

وهذه التحديات لا تمثل حجة ضد مزايا استراتيجية استهداف التضخم. بل إنها تعزز الأهمية التي نوليها لتقوية دور هذه الاستراتيجية كركيزة للاقتصاد وللحاجة إلى العمل في المنعطف الراهن على تنفيذ سياسة نقدية تقييدية توضح مدى التزام البنك المركزي بهدف صريح وموثوق للتضخم.

فنظام استهداف التضخم المقترن بسعر الصرف المعموم عاد بنفع كبير على اقتصاد كولومبيا. حيث ساعد البلاد على التصدي للصدمات الاقتصادية على نحو لم يكن ممكنا من قبل. ونرى أن تعزيز مصادقيته لا يزال المسار الأمثل لتجاوز هذه الظروف العصيبة. **FD**

ليوناردو فيلار هو محافظ بنك كولومبيا المركزي، "بنك الجمهورية".



على جبهة معركة التضخم

فيليب لين من البنك المركزي الأوروبي يناقش أهمية إعادة التضخم في منطقة اليورو إلى مستواه المستهدف

الوقت الراهن بؤادر التباطؤ. فما أهمية نجاح السلطات في إعادة توقعات التضخم إلى ٢٪ بالنسبة للأفاق الاقتصادية في منطقة اليورو؟

فيليب لين: أسوأ سيناريو بالنسبة لأي بنك مركزي هو أن تتسبب مرحلة ارتفاع التضخم المطولة في فقدان الثقة العامة بإمكان الحفاظ على استقرار الأسعار (وهو في الواقع العملي، التضخم المستهدف بنسبة ٢٪) على المدى المتوسط. فإذا ساد الاعتقاد أن التضخم سيظل مرتفعا لأجل غير مسمى، فسوف يترسخ هذا الاعتقاد في تحديد الأسعار والأجور ويصبح قادرا على الاستمرار ذاتيا. لذا من الضروري أن تكون السياسة النقدية محددة المعالم لضمان عودة التضخم في الوقت الملائم إلى النسبة التي حدناها وقدرها ٢٪. وقد اتسم هذا الأمر بأهمية خاصة خلال العام الماضي، نظرا لأن السياسة النقدية كانت فيما سبق موجهة طوال عدة سنوات لمعالجة نمط التضخم المزمع دون المستوى المستهدف. لذا عكفنا على التحرك بصورة مستمرة بعيدا عن موقف السياسة النقدية فائقة التيسير وباتجاه موقف تشديدي بالقدر الكافي للتأكد من عودة التضخم إلى المستوى المستهدف ومن ثم الحفاظ على ثبات توقعات التضخم على المدى الأطول.

التمويل والتنمية: ما الدروس التي يمكن أن يستخلصها صناع السياسات من صدمة التضخم؟ فمعظم الاقتصاديين كانوا يتوقعون أن الضغوط السريعة هي مجرد ضغوط انتقالية فحسب. وهل نحن بحاجة للتعامل مع السياسة النقدية على نحو مختلف؟

فيليب لين: لا شك أن هذه النوبة من التضخم المرتفع سوف تخضع للدراسة لعدة سنوات قادمة، لذا فإن جوابي عن هذا السؤال مقرون بوقتنا الحالي إلى حد كبير. وفي الوقت نفسه، أعتقد أنه ينبغي الإقرار بأن القوة المزروجة للجائحة

البنك المركزي الأوروبي يقف حاليا على الخطوط

الأمامية في ساحة المعركة ضد التضخم. فقد رفع صناع السياسات أسعار الفائدة إلى أعلى مستوياتها منذ ١٥ عاما لإعادة التضخم في منطقة اليورو إلى المستوى المستهدف عند نسبة ٢٪ بعد أن بلغ ذروته متجاوزا ١٠٪ في شهر أكتوبر الماضي. ومن المتوقع أن يتباطأ التضخم في العام الجاري، وإن كانت السياسة النقدية ستظل موضع تمحيص في ظل تباطؤ النمو الاقتصادي في القارة الأوروبية، ومواصلة المستهلكين صراعهم مع أزمة غلاء المعيشة، وسعي الحكومات لتمويل ديونها الضخمة في حقبة جديدة من أسعار الفائدة المرتفعة.

وفي مقابلة مع نيكولاس أوين، من فريق عمل مجلة التمويل والتنمية، تحدث كبير الاقتصاديين في البنك المركزي الأوروبي، فيليب لين، داعيا الحكومات إلى البدء في تقليص الدعم المقدم من المالية العامة للمستهلكين في ظل تراجع حدة أزمة الطاقة التي أشعلها الغزو الروسي لأوكرانيا. وتناول بالنقاش أهمية توجيه توقعات التضخم نحو مستوياتها المستهدفة، والتحديات التي ينطوي عليها تقليص الميزانية العمومية للبنك المركزي، بالإضافة إلى الدروس التي يمكن استخلاصها من تحركات السياسة النقدية في العام المنصرم.

التمويل والتنمية: بعد ارتفاع التضخم في أوروبا إلى مستويات لم نشهدها منذ ٤٠ عاما، تظهر عليه في

مع تراجع حدة أزمة الطاقة، من الضروري أن نبدأ في التراجع عن تنفيذ تدابير الدعم المالي.

حتمية أخلاقية فحسب، بل اقتصادية أيضا. ولكننا واثقون أيضا من أن تدابير الدعم من المالية العامة لوقاية الاقتصاد من تأثير أسعار الطاقة المرتفعة ينبغي أن تكون مؤقتة وموجهة للمستحقين ومصممة خصيصا للمحافظة على حوافز خفض استهلاك الطاقة. وعلى وجه التحديد، مع تراجع حدة أزمة الطاقة، من الضروري أن نبدأ الآن في التراجع عن تنفيذ هذه التدابير على الفور بما يتماشى مع انخفاض أسعار الطاقة وعلى نحو متناسق.

التمويل والتنمية: مع تصاعد أسعار الفائدة تتراكم حاليا الضغوط على الأسر المعيشية في مختلف أنحاء أوروبا. فهل تقوم البنوك المركزية بأي دور في سبيل التخفيف من هذه الضغوط، أم أن ذلك أمر ينبغي تركه كلية للحكومات وسياسة المالية العامة؟

فيليب لين: كل الأسر المعيشية تفيد من استقرار الأسعار في الأجل المتوسط. غير أن الفقراء هم الأشد تضررا من التضخم المزمن. وبالتالي فمن مصلحتنا الجماعية أن يواصل البنك المركزي الأوروبي تركيزه الأساسي على إعادة التضخم في الوقت المناسب إلى المستوى المستهدف عند نسبة ٢٪. وينبغي أن نتوخى الكفاءة في سياستنا النقدية، لكي نحقق هدفنا المنشود، مع تقليل التكاليف إلى أدنى حد من حيث الناتج والتوظيف. وفي سياق تحليلنا لانتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي نحرص على التفحص الدقيق لتأثير تحركات أسعار الفائدة على الأسر المعيشية، فلا يقتصر ذلك على الآثار المباشرة — التي تتباين، في أي مرحلة زمنية، بين المقترضين وأصحاب المدخرات وبين مختلف الفئات العمرية — بل يشمل أيضا الآثار غير المباشرة عن طريق تأثير السياسة النقدية على الناتج وتوظيف العمالة. وتتباين هذه الآثار بين العاملين في القطاعات الأكثر حساسية لتحركات أسعار الفائدة (مثل البناء والسلع الاستهلاكية المعمرة) والعاملين في الأنشطة الاقتصادية الأقل تأثرا بالعوامل الدورية. وبينما ينبغي أن تحرص الحكومات دائما على حماية الفئات الأشد تعرضا للمخاطر في المجتمع، نجد أن التدابير من المالية العامة التي تعوّض مباشرة أثر تحركات أسعار الفائدة قد تنطوي على مشكلات من حيث كفاءة السياسة النقدية وقد تكون أقل فعالية من سياسات الدخل الأخرى. ^{FD}

وظفرة أسعار الطاقة المرتبطة بالحرب شكلت صدمات كبيرة استثنائية وغير متماثلة كانت حتما ستؤدي إلى مرحلة مبدئية من التضخم المرتفع. ولا شك أنها تستوجب التفحص المستمر لتقييم ما إذا كان البنك المركزي الأوروبي وغيره من البنوك المركزية بوسعها تحقيق نتائج أفضل على صعيد تقدير حجم وأمد هذه الصدمة من ارتفاع التضخم. وينبغي لنا أن نسعى دائما للتعلم من مثل هذه النوبات وأن نكون منفتحين لقبول الانتقادات الداخلية والخارجية. فعلى مدار العام الماضي، تراجعت البنوك المركزية عن تنفيذ برامج التيسير الكمي ورفعت أسعار الفائدة تراكميا بقدر كبير على مدار فترة قصيرة نسبيا. وسوف نتعلم الكثير أيضا عن كيفية تسيير السياسة النقدية ومدى فعاليتها على مدار الشهور القادمة.

التمويل والتنمية: هل ترى أن سياسات البنك المركزي الأوروبي الرامية إلى تقليص ميزانيته العمومية ستخلق مشكلات لحكومات منطقة اليورو التي لديها احتياجات تمويل كبيرة؟ فبعض الحكومات المثقلة بالديون أصبحت معتادة على بيع سندات بلا هوادة للبنك المركزي الأوروبي.

فيليب لين: لقد ظلت هذه البرامج دائما تركز بصفة أساسية على ضمان مساهمة طرف منحنى العائد طويل الأجل في التيسير النقدي الذي يحتاجه الاقتصاد الكلي لتجنب فترة مطولة من التضخم الأدنى من المستوى المستهدف؛ وبعبارة أخرى، لم تكن هذه البرامج مخصصة لتمويل الحكومات مباشرة. ورغم أنه من المبكر جدا استخلاص دروس مؤكدة من تجربتنا في التحرك بعيدا عن التيسير الكمي ومباشرة التشديد الكمي في الوقت الحالي، فقد شهدنا في الشهور الأخيرة أن عودة أسعار الفائدة إلى طبيعتها أدت إلى ارتفاع طلب كثير من المستثمرين المؤسسيين (من أوروبا والعالم على حد سواء) لشراء السندات الحكومية في منطقة اليورو. وفيما يتعلق بسياسة المالية العامة، نحن واضعون تماما بأن سياسات المالية العامة، بما يتماشى مع إطار الحوكمة الاقتصادية في البنك المركزي الأوروبي، ينبغي أن تكون موجهة نحو جعل اقتصادنا أكثر إنتاجية والتدرج في تخفيف المديونية المرتفعة.

ومما لا شك فيه أن سياسة المالية العامة لها دور حيوي في توفير الحماية للفئات الأشد ضعفا في الاقتصاد من آثار صدمة أسعار الطاقة. وهذا لا يقتصر على كونه ضرورة

قوى مؤثرة

الاقتصادات المتقدمة تكافح حالياً لتجاوز الصعوبات التي تفرضها عدة تغيرات هيكلية كبيرة طويلة الأمد ستؤثر على كيفية تنفيذ السياسة النقدية. وهذه التغيرات الجارية تؤثر حتماً على المستوى الطبيعي لأسعار الفائدة — الذي يبلغ عنده التضخم والناجم المستوى الأمثل — وعلى كيفية انتقال آثار السياسة النقدية.



التحول الأخضر

يتعين بلوغ حجم الاستثمار السنوي في الطاقة النظيفة **٤ تريليونات** دولار في عام ٢٠٣٠ للوصول بمستوى صافي الانبعاثات إلى الصفر بحلول عام ٢٠٥٠^١.

التحول الأخضر سيقضي إعادة توزيع الموارد بدرجة هائلة بعيداً عن الوقود الأحفوري وفي اتجاه مصادر الطاقة المتجددة — لا سيما طاقة الرياح والطاقة الشمسية. ويرجح أن يتطلب هذا التحول زيادة كبيرة في الاستثمار، بتشجيع محتمل من أحد أشكال الدعم. ومع زيادة الطلب على الاستثمار سيرتفع غالباً مستوى أسعار الفائدة الطبيعي، لذا سيقضي التحول الأخضر دعم البنوك المركزية من أجل رفع سعر الفائدة الأساسي.

العمل من بُعد

زاد معدل المشاركة في العمل من بُعد بنسبة قدرها **٤٤٪** على مدار السنوات الخمس الماضية^٢.

ويشكل العمل من بُعد أوضاعاً تضخمية من خلال قناتين، هما عرض العمالة وإنتاجيتها. فالعمل من بُعد يؤدي غالباً إلى زيادة ساعات العمل الفعلية التي يمكن أن توفرها الأسرة المعيشية: حيث نجد العمال على استعداد لتقبل خفض أجورهم مقابل السماح لهم بأداء أعمال معينة عن بُعد. غير أن هناك وظائف معينة لا يمكن أدائها بكفاءة في بيئة العمل من بُعد، مما يخفض إنتاجية العامل في الساعة. ويؤدي تأثير هاتين القوتين غالباً إلى زيادة التكاليف الحدية للشركات (ومن ثم خلق ضغوط تضخمية) في حالة تجاوز أثر انخفاض الإنتاجية الأثر الناتج عن زيادة عرض العمالة. وتؤثر قناة الإنتاجية أيضاً على مستوى الطلب من الأسر المعيشية: فانخفاض الإنتاجية يؤدي إلى افتراض العمالة انخفاض الأجور في المستقبل، مما يجعلهم يخفضون مستوى طلبهم على السلع ويخلق قوة تعويضية مخفضة للأسعار. وسوف يتشكل الطلب على السياسة النقدية حسب كيفية تفاعل هاتين القوتين.

السياسة النقدية ستت
المدى الطويل بالعد
الاتجاهات العامة الاق
بطيئة التطور



تفكيك العولمة

الانفتاح التجاري بلغ ذروته عند نسبة قدرها ٦٠٪ في عام ٢٠٠٨ وأخذ ينخفض بعد ذلك.^٣

تفكيك العولمة يؤدي غالباً إلى إفقار البلدان عن طريق خلق الحواجز أمام التجارة وتشجيع إعادة توزيع الموارد إلى الأنشطة الاقتصادية الأقل كفاءة. فمن شأن هبوط الناتج أن يخفض الإيرادات الحكومية ويتسبب في التضخم المدفوع بعوامل المالية العامة في حالة اتخاذ الحكومة قرارات بتخفيض الإنفاق و/أو زيادة الضرائب. وستؤدي عوامل العرض والطلب إلى خلق قوى تضخمية يتوقف حجمها على طبيعة مركز البلد إذا كان في الأساس مستورداً أم مصدراً. فالبلدان المستوردة ستجد صعوبة أكبر في شراء السلع من الخارج، مما يخلق ضغوطاً تضخمية في الداخل. وفي المقابل، نجد أن البلدان المصدرة سوف تتوقع انخفاض دخلها في المستقبل من مبيعاتها الخارجية، مما يتسبب في هبوط طلب الأسر المعيشية في الداخل.



العوامل الديمغرافية

عدد سكان العالم فوق سن الستين سيزداد إلى الضعف بحلول عام ٢٠٥٠.^٤

من المرجح أن يتسبب التغير الديمغرافي في خلق ضغوط العرض والطلب والضغوط السياسية، فمن شأن شيخوخة السكان أن تخفض الطلب في ظل حرص الأفراد على الادخار من أجل التقاعد، مما سيخفض المستوى الطبيعي لأسعار الفائدة بصفة مؤقتة. وعلى جانب العرض، نجد أن تراجع المشاركة في سوق العمل سوف يحد من الناتج الممكن ويتسبب في تباطؤ نمو الدخل مما يحفز الأفراد على الادخار للمستقبل. ولكن ضغوط الادخار قد تنحسر بعد اكتمال التحول إلى سكان أكبر سناً، حيث يميل المتقاعدون غالباً إلى زيادة الاستهلاك من مدخراتهم بمعدلات عالية، وتستقر معدلات المشاركة في سوق العمل. وعلى المدى الطويل، لا توجد مؤشرات واضحة إن كان التغير الديمغرافي سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية أو الانكماش بصفة دائمة — أو مدى تأثيره على السياسة النقدية.



عملة البنك المركزي الرقمية

أكثر من ١٠٠ بلد ينظر حالياً في استخدام العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية.^٥

مع ظهور العملة الرقمية الصادرة عن البنك المركزي، في إطار ثورة العملة الرقمية التي لا تزال مستمرة، سوف يكون بوسع البنوك المركزية تحديد سعر الفائدة مباشرة على هذه العملات مما سيتيح لها نقل آثار السياسة النقدية مباشرة إلى الأسر المعيشية، بدلاً من انتقالها غير المباشر عن طريق البنوك التجارية حسب المعمول به في الوقت الحالي. فالبنوك التجارية لا تنقل تغيرات أسعار الفائدة بالكامل (وخاصة الزيادات) إلى الأسر المعيشية. لذا فإن أي زيادة تحدها البنوك المركزية في سعر الفائدة الأساسي لا تؤدي إلى زيادة بمعدل واحد إلى واحد في أسعار الفائدة على الودائع. ومن شأن استحداث العملة الرقمية الصادرة عن البنك المركزي أن يكون عاملاً جوهرياً كذلك في صياغة دور البنك المركزي في الاقتصاد. فإذا أصدرت البنوك المركزية العملات الرقمية مباشرة للأسر المعيشية، سوف يتعين عليها على الأرجح توسيع مبرائياتها العمومية بصفة دائمة. وقد يقرر البنك المركزي استثمار حافطة استثماراته الموسعة في السندات الحكومية، بحيث يقدم دعماً ملموساً لسياسة المالية العامة، أو في تقديم القروض للقطاع الخاص، بحيث يحفز الاستثمار في أنشطة اقتصادية معينة. عندئذ سيكون على البنوك المركزية التعامل بحرص مع سمعتها كجهات مستقلة، لأن أي قرارات استثمارية تتخذها قد تكون مشحونة بالمصاعب السياسية.



^١ الوكالة الدولية للطاقة net-zero-by-2050 <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>

^٢ بنك <https://codesubmit.io/blog/remote-work-statistics/> NorthOne

^٣ مذكرة مناقشات خبراء الصندوق رقم ٢٠٢٣/٠٠٦ /2023/01/11 <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/2023/006-Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266?cid=bl-com-SDNEA2023001>

^٤ منظمة الصحة العالمية <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/ageing-and-health>

^٥ مجلس الأطلسي <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>

إعداد فريق العمل في مجلة التمويل والتنمية استناداً إلى الدراسة البحثية التي أعدها ماركوس برونماير من جامعة برينستون.

الذهب

والفضة

والاستقرار النقدي

حقبة شبه منسية من تاريخ القرن التاسع عشر تثبت أهمية التعاون الدولي في استقرار النظام النقدي العالمي
يوهانس ويغاند

محلها الدولار الذهبي بعد أن استأنفت الحكومة عمليات الدفع بالعملة المعدنية (عام ١٨٧٩). وكانت المملكة المتحدة تستخدم الذهب بالفعل. ومع نهاية سبعينات القرن التاسع عشر، كانت جميع دول العالم الصناعية الكبرى تستخدم العملات الذهبية. وأصبحت الفضة — التي كانت بنفس أهمية الذهب حتى عام ١٨٧٣ — معدنا ثانويا يُستخدم غالبا في سك العملات في البلدان الهامشية. وكان لذلك تأثير هائل على النظام النقدي. فما بين عام ١٨٧٣ ونهاية العقد، تراجعت قيمة الفضة بما يقارب ٢٠٪

عام ١٨٧٣ نقطة تحول في التاريخ النقدي. ففي يوليو، قررت إمبراطورية الرايخستاغ الألمانية إحلال المارك الذهبي محل مجموعة من العملات الفضية. وفي سبتمبر، قلصت مصلحة سك النقود في باريس إنتاج العملات المعدنية المصنوعة من الفضة، لينتهي بذلك معيار الذهب والفضة النقدي المزدوج الذي طبقته فرنسا لعقود طويلة. وفي مطلع العام نفسه، قرر الكونغرس الأمريكي إلغاء العملة الورقية المؤقتة التي استخدمت خلال سنوات الحرب الأهلية، ليحل

يمثل

مقارنة بالذهب، بعد أن كان يتم تداول المعدنين بقيمة ثابتة طوال ٧٠ عاما. وشهدت البلدان العاملة بقاعدة الذهب موجة انكماشية حادة استمرت حتى أوائل تسعينات القرن التاسع عشر. غير أن تقدير التداعيات الحقيقية أكثر صعوبة لعدم توافر حسابات قومية شاملة عن سبعينات هذا القرن، وإن كانت المؤشرات، كالإنتاج الصناعي، تعكس ركودا حادا ومطولا في بلدان عدة — ففي ألمانيا على سبيل المثال، تُعرف أعوام ما بعد ١٨٧٣ بحقبة الأزمة (*Gründerkrise*).

نظام المعدنين العالمي

اختلفت آلية عمل نظم العملات في القرن التاسع عشر إلى حد كبير عن النظام النقدي الحالي، حيث كانت النقود يتم ربطها بالمعادن الثمينة (السيائك)، وكانت العملات المعدنية يتم سكها من السبائك، وكانت النقود الورقية قابلة للمبادلة مقابل السبائك بقيمة مضمونة.

وفي أوائل القرن التاسع عشر، تم ربط عملات معظم البلدان بالفضة — ما عدا في المملكة المتحدة، والولايات المتحدة بداية من منتصف ثلاثينات القرن نفسه، اللتين استخدمتا الذهب. أما فرنسا، فقد ربطت عملتها بالذهب والفضة كليهما. فوفقا لقانون أصدره نابليون عام ١٨٠٣، كانت مصلحة سك النقود في فرنسا تدفع ٢٠٠ فرنك لكيلو الفضة و ٣١٠٠ فرنك لكيلو الذهب. وأفضى هذا الضمان المزدوج للأسعار في فرنسا إلى نشأة نظام المعدنين العالمي: حيث ضمن قيمة صرف مستقرة بين الفضة والذهب (١٥,٥٪) وأسعار صرف شبه ثابتة بين جميع البلدان التي تربط عملاتها بالذهب والفضة.

واستمر نظام المعدنين العالمي طيلة فترة تداول عملات الذهب والفضة جنباً إلى جنب في فرنسا. وكانت فرنسا آنذاك إحدى ركائز استقرار النظام النقدي العالمي: فمن خلال آلية تُعرف باسم قانون غريشام، كانت التغيرات في كميات الذهب والفضة العالمية تؤدي أساساً إلى تغيرات في تكوين العملات في فرنسا، بينما ظلت أسعار الصرف بين عملات الذهب والفضة مستقرة. كذلك كان نظام المعدنين أكثر فعالية في الحفاظ على استقرار الأسعار مقارنة بنظام قائم على أحد المعدنين فقط، نظراً لأن صدمات عرض الذهب والفضة كانت توازن بعضها البعض.

وظل نظام المعدنين العالمي قائماً بسلاسة ويسر حتى عام ١٨٥٠ تقريباً حينما أدت اكتشافات الذهب الضخمة في كاليفورنيا وأستراليا إلى زيادة إنتاج الذهب عالمياً بخمسة أضعاف. وحسب قانون غريشام، ارتفع نصيب الذهب في العملات المعدنية الفرنسية — من أقل من ٣٠٪ سنة ١٨٥٠ تقريباً إلى أكثر من ٨٥٪ (!) في منتصف ستينات القرن التاسع عشر.

وتدرجياً، أدرك خبراء العملة خطر هذه التطورات على نظام المعدنين. فلو أن الذهب أقصى الفضة تماماً من العملات المعدنية الفرنسية، لأصبحت فرنسا من البلدان المطبقة لقاعدة الذهب بحكم الواقع، وانقطع الرابط بين عملات

قانون غريشام

في نظم سعر الصرف الثابت، "تطرد النقود الرديئة النقود الجيدة" حسب "قانون غريشام". وهذا ما حدث في ظل نظام المعدنين، حيث قامت مصلحة سك العملة بتثبيت السعر النسبي لمعدنين من المعادن المستخدمة في سك العملات. فإذا ما ازداد عرض أحدهما — بسبب الاكتشافات الجديدة أو إصلاحات العملة التي ألغت الوظيفة النقدية لهذا المعدن — يتراجع سعره السوقي على الأرجح، مما يشجع على تقديم السبائك (المعدن الخام) إلى مصلحة سك العملة لتحويلها إلى عملات معدنية للاستفادة من الضمان السعري. وعلى العكس، فإن المعدن الآخر الذي أصبح أكثر ندرة (وأعلى قيمة نسبياً بالتالي)، يتم سحبه من التداول. وبذلك تكون التغيرات في عرض السبائك قد أحدثت تحولاً في تكوين العملات المعدنية لصالح المعدن الأقل قيمة، أي المعدن "التضخمي"، ما دام الضمان السعري الذي أقرته مصلحة سك العملة سارياً. وسمي هذا المبدأ النقدي نسبة إلى السير توماس غريشام، المستشار المالي للملكة إليزابيث الأولى.

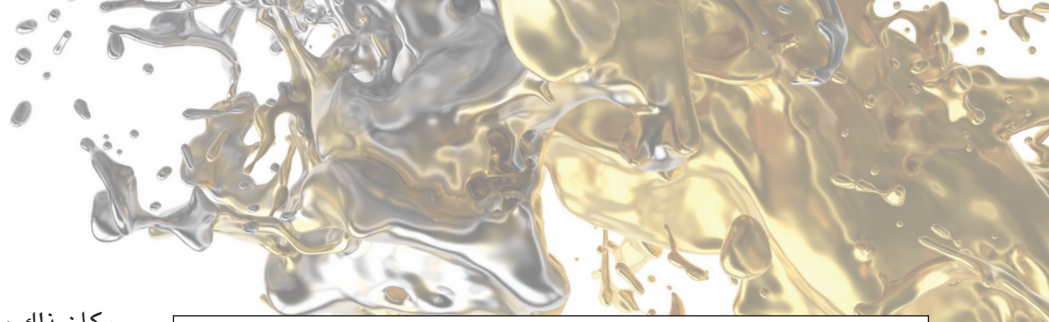
الذهب والفضة، وانقسم العالم إلى كتلتين، وربما أدى ذلك إلى تحركات حادة في أسعار الصرف والأسعار بوجه عام. واشتدت المخاوف في ألمانيا خصوصاً. فمعظم ولايات ألمانيا كانت تستخدم عملات الفضة. وبدون ارتباط المعدنين، كانت ألمانيا لتجد نفسها في نظام نقدي مختلف عن اقتصادات العالم الكبرى — المملكة المتحدة والولايات المتحدة وفرنسا — ومضطرة للدخول في عمليات تجارية مع هذه الاقتصادات بأسعار صرف موعمة. وانتاب الاقتصاديين والشركات الخوف من إمكانية تراجع أهمية ألمانيا لتصبح ضمن اقتصادات الهامش. وفي فرنسا، لم ينل نظام المعدنين رضا الجميع أيضاً، لا سيما بسبب التقلبات في تكوين العملات المعدنية الفرنسية.

نظام المعدنين في ستينات القرن التاسع عشر

في ظل هذه الضغوط، كيف استمر نظام المعدنين في ستينات القرن التاسع عشر؟ في سنة ١٨٦٧، استضاف نابليون الثالث مؤتمراً نقدياً دولياً في باريس للبحث عن بدائل. وأصدر توصية غير ملزمة بإقامة نظام عالمي للعملة قائم على الذهب. وبدأ أن فرنسا نفسها كانت تقود العالم بعيداً عن نظام المعدنين.

ولكن إصدار التوصية أمر وتنفيذها أمر آخر تماماً — حتى بالنسبة لفرنسا نفسها. فقد اقتضى التحول إلى الذهب تخلص فرنسا من عملاتها الفضية. غير أن ذلك كان ليؤدي إلى تراجع قيمة الفضة بمجرد زوال الرابط بين المعدنين وإبطال الوظيفة النقدية للفضة — أي أن التخلي عن نظام المعدنين كان بمثابة حكم بالخسارة تصدره فرنسا على نفسها (دراسة Flandreau 1996).

وفي ألمانيا، طالبت أصوات متزايدة بإحلال الذهب محل الفضة أو إقرار عملة قائمة على المعدنين. لكن الولايات الألمانية لم يكن في استطاعتها التخلص من عملاتها الفضية إلا في مقابل ذهب يقدمه بلد آخر. وهذا "البلد الآخر" لم يكن سوى فرنسا. وحسب قانون غريشام، كانت الإصلاحات الألمانية لتؤدي إلى زيادة كبيرة في حجم الفضة المتداولة في فرنسا. فهل كانت فرنسا لتتحمل ذلك؟



وكان ذلك بمثابة إشارة لصناع السياسات في برلين لإطلاق العنان لإصلاحات العملة — لحين نجاح فرنسا في دفع الدية فقط. لذلك تحرك الألمان بسرعة بلغت حد التهور. ففي يوليو ١٨٧١، علقت مصلحة سك العملة في برلين إصدار العملات المعدنية الفضية. وبعدها بأسابيع قليلة، بدأت الحكومة الاتحادية في شراء الذهب في لندن، وفي مطلع ديسمبر، أصدر برلمان الرايخستاغ قانونا يجيز سك العملات الذهبية. وطرحت الحكومة الاتحادية والحكومات الإقليمية العملات الذهبية الجديدة للتداول من خلال إنفاق الدية (دون البدء بالسحب من العملات الفضية). وازداد حجم العملات المعدنية المتداولة، مما نتج عنه دفعة تنشيطية مالية ونقدية كبيرة (وقصيرة الأجل أيضا). وفي يوليو ١٨٧٣، أقر الرايخستاغ قاعدة الذهب رسميا.

وربما يتساءل البعض عن السبب وراء إقرار ألمانيا لعملة قائمة على الذهب وحده وليس المعدنين معا — قبل عام ١٨٧٠، نال نظام المعدنين تأييدا واسعا بين الاقتصاديين في ألمانيا. لكن حجم العملات المعدنية المتداولة في ألمانيا لم يكن كافيا وحده لدعم نظام المعدنين العالمي. فألمانيا كانت تحتاج إلى استمرار فرنسا في الحفاظ على الرابط بين المعدنين، قبل دفع الدية وبعدها — وإلا كانت عودتها إلى قاعدة الفضة أمرا محتوما. وقد فشلت مساعي التعاون النقدي بالفعل في ستينات القرن التاسع عشر، وتراجعت احتمالات التعاون بالطبع في أعقاب النزاع المسلح.

لذلك تحولت ألمانيا بالكامل إلى الذهب. فقد كان خيارها الوحيد لتجنب العزلة النقدية دون التقييد بقرارات فرنسا (دراسة Weigand 2019). ولم يقتصر الأمر على ألمانيا، فقد استغلت البلدان الإسكندنافية وهولندا نفس الفرصة للتحول من الفضة إلى الذهب.

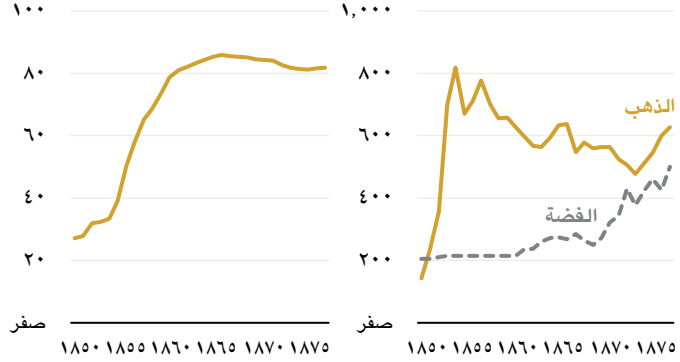
سقوط نظام المعدنين

في الخامس من سبتمبر عام ١٨٧٣، دفعت فرنسا القسط الأخير من الدية — حيث طرحت إصدارين من السندات لم يُعرف حجمهما حتى الآن (سندات رانت تيبير الفرنسية)، مما مكنها من الدفع في وقت مبكر للغاية عن التاريخ الأصلي المتوقع. وفي اليوم التالي، قررت مصلحة سك العملة في فرنسا تقليص إصدار العملات المعدنية الفضية، لينحل الرابط بين المعدنين.

وكانت هذه الخطوة غير متوقعة. ففرنسا كان بمقدورها مواصلة تطبيق نظام المعدنين حتى في أعقاب إصلاحات العملة في ألمانيا وهولندا والبلدان الإسكندنافية حال قبولها بتداول نسبة أكبر من العملات الفضية. لماذا عرضت نفسها والعالم إذن لحالة من عدم الاستقرار النقدي؟ بدت هذه الخطوة من قبيل التدمير الذاتي حتى أن دراسة Flandreau 1996 ظنت أنها بدافع القصاص.

الذهب والفضة

حسب قانون غريشام، أثرت التغيرات في عرض الذهب والفضة على تكوين العملة في فرنسا، بينما ظلت أسعار الصرف بين عملات الذهب والفضة مستقرة. الإنتاج العالمي السنوي من الذهب والفضة نصيب العملات الذهبية من العملات المعدنية المتداولة في فرنسا (بالمليون فرنك فرنسي)



المصدر: دراسة Wiegand 2019.

أم أنها كانت لتحل الرابط بين المعدنين لتجنب إغراقها بالفضة — بل لتجنب النتيجة نفسها التي كان يخافها الخبراء الألمان: ألا وهي العزلة النقدية؟ وانتهى الأمر بصناع السياسات الألمان إلى وضع مجموعة من التكهانات دون إحراز أي تقدم في إصلاحات العملة بخلاف بضع خطوات أولية (دراسة Wiegand 2022).

وخلاصة القول إن ستينات القرن التاسع عشر لم تقدم حلا سهلا للخروج من نظام المعدنين. ففرنسا كانت المتحكمة في نظام المعدنين، لكنها أصبحت أسيرة له: فقد كان بمقدورها منع البلدان الأخرى من المساس بالنظام، لكنها لم تستطع إلغاء النظام دون تحمل تكلفة هائلة. وهكذا ساد نظام المعدنين، وكان محط ثقة كبيرة في الأسواق التي تعاملت مع الأصول القائمة على الذهب والفضة كبدايل شبه تامة (دراسة Flandreau and Oosterlinck 2012).

الإصلاحات في ألمانيا

شهدت سبعينات القرن التاسع عشر تطورات هائلة. فكان النصر حليف الائتلاف الألماني بقيادة بروسيا في حربها ضد فرنسا، وسقط نابليون الثالث، ونشأت الجمهورية الثالثة والإمبراطورية الألمانية. واحتلت قوات بروسيا باريس، وكان انسحابها مرهونا بالحصول على دية ضخمة تدفعها فرنسا (أكثر من ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي الفرنسي) في صورة فضة وأصول أخرى. ولم يكن بمقدور فرنسا التخلي آنذاك عن نظام المعدنين. فإبطال الوظيفة النقدية للفضة كان ليحد من قدرتها على الدفع واسترداد سيادتها.

وقد تسبب إسقاط نظام المعدنين في أضرار لفرنسا، لكنه كان أكثر ضررا لألمانيا التي كانت تمتلك مخزونا أكبر من الفضة لم يكن من الممكن بيعه الآن إلا بخسارة كبيرة.

وطرحت دراسة (2002) Velde تفسيراً مثيراً للاهتمام. وفرنسا كان بمقدورها مواصلة العمل بنظام المعدنين في مطلع سبعينات القرن التاسع عشر — لكن طاقتها الاستيعابية لم تكن غير محدودة. فبدأ من مطلع سبعينات القرن، ساهمت اكتشافات الغرب الأمريكي في زيادة الإنتاج العالمي من الفضة (انظر الرسم البياني) — وحسب قانون غريشام، ستجد هذه الفضة طريقها إلى العملات المعدنية الفرنسية في نهاية المطاف لتحل محل الذهب. وماذا لو أن المزيد من البلدان استغنت عن العملات الفضية وسعت إلى تفرغ هذا المخزون القديم من الفضة في فرنسا؟

تبدل الحال وبات على فرنسا الآن أن تخاف العزلة النقدية حال انتهاء العمل بنظام المعدنين والتحول إلى الفضة. وأمام هذه الاحتمالات، بدأ الانسحاب المبكر بينما كانت حيازات الفضة لا تزال محدودة في فرنسا — وضخمة في ألمانيا — خياراً أفضل من الانتظار لحين انتهاء الحال بفرنسا مع مخزون ضخيم من الفضة لا حاجة لباقي العالم المتقدم به.

واتساقاً مع التفسير الوارد في دراسة Velde، لم تنه فرنسا نظام المعدنين على نحو مفاجئ. فقد أكدت الخزانة أن القيود المفروضة على سك العملات الفضية مؤقتة ويمكن إلغاؤها بمجرد توقف فائض تدفقات الفضة الوافدة، في دعوة شبيهة مباشرة لألمانيا لإعادة النظر في إصلاحاتها. وبمجرد فشل هذه المساعي، أصبح سقوط نظام المعدنين لا رجعة فيه. وفي أوائل عام ١٨٧٥، قررت الأسواق زوال الرابط بين المعدنين، وفي عام ١٨٧٦، علقت فرنسا سك العملات الفضية تماماً. وهكذا نشأت قاعدة الذهب الكلاسيكية.

التداعيات

كادت صعوبة السنوات الأولى لتطبيق قاعدة الذهب أن تُنسى. فقد شهد تكتل الذهب الجديد موجة انكماشية مزمنة أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، مما أثر سلباً على الأرباح والاستثمار. ونشبت صراعات توزيعية بين المدنيين والدائنين عكرت صفو الأجواء السياسية. وسرعان ما استقر في الوعي العام أن القرارات النقدية المتخذة في مطلع سبعينات القرن التاسع عشر كانت أحد الأسباب وراء ذلك. وتشكل عدد من مجموعات الضغط المناصرة لنظام المعدنين طالبت بإحياء النظام النقدي القديم. ونوقشت القضية في مؤتمرات دولية عقدت في الأعوام ١٨٧٨ و١٨٨١ و١٨٩٢، ولكنها، على غرار ما حدث في ستينات القرن، أخفقت في التوصل إلى أي نتائج.

وشهد يوليو عام ١٨٨٦ نقطة تحول أخرى عندما عثر أحد المنقبين في منطقة ويتواتسراند في جنوب إفريقيا على صخرة تحوي آثار ذهب ثبت أنها جزء من رواسب ضخمة. وأفضى ذلك إلى طفرة في إنتاج الذهب فاقت أهميتها اكتشافات الذهب السابقة في أستراليا وكاليفورنيا. وكان لذلك تأثير كبير على عرض النقود، حيث أتاح الفرصة لإنعاش الاقتصادات التي كانت تعاني من نقص السيولة. ومع نهاية الانكماش، تراجعت حدة المخاوف بشأن الديون. وبدأ ما يُعرف باسم العصر الجميل، وهي الفترة التي شهدت تطوراً سريعاً في شتى مناحي الاقتصاد والتكنولوجيا والثقافة واستمرت حتى اندلاع الحرب العالمية الأولى. وازدادت شهرة قاعدة الذهب بفضل حالة الرخاء السائدة، وأصبح ربط العملة بالذهب دليلاً على سلامة الإدارة النقدية. لذلك سعى صناع السياسات في أعقاب الحرب العالمية الأولى إلى معاودة تنفيذ قاعدة الذهب — لإحكام "الأغلال الذهبية" التي أدت لاحقاً إلى تفاقم الكساد الكبير.

الدروس المستفادة

أمكن إدارة نظام المعدنين بسلاسة عندما اقتصر تطبيقه على بلد واحد — فرنسا — في ظل بيئة مالية مستقرة. وعندما ازداد الوضع صعوبة، كان من المفيد الاستمرار في تطبيق النظام. ولكن الأمر تطلب تعاوناً دولياً — انتهى بالفشل الذريع.

ورغم أن النظام النقدي يختلف تماماً في الوقت الحالي عنه في القرن التاسع عشر، يظل الاستقرار النقدي سلعة عامة عالمية مرهونة بالتعاون الدولي، وهي سمة أساسية مشتركة بين الاستقرار النقدي وجميع السلع العامة العالمية، بداية من تحقيق السلام والاستقرار وانتهاء بحماية المناخ العالمي. **FD**

يوهانيس ويغاند مستشار في إدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

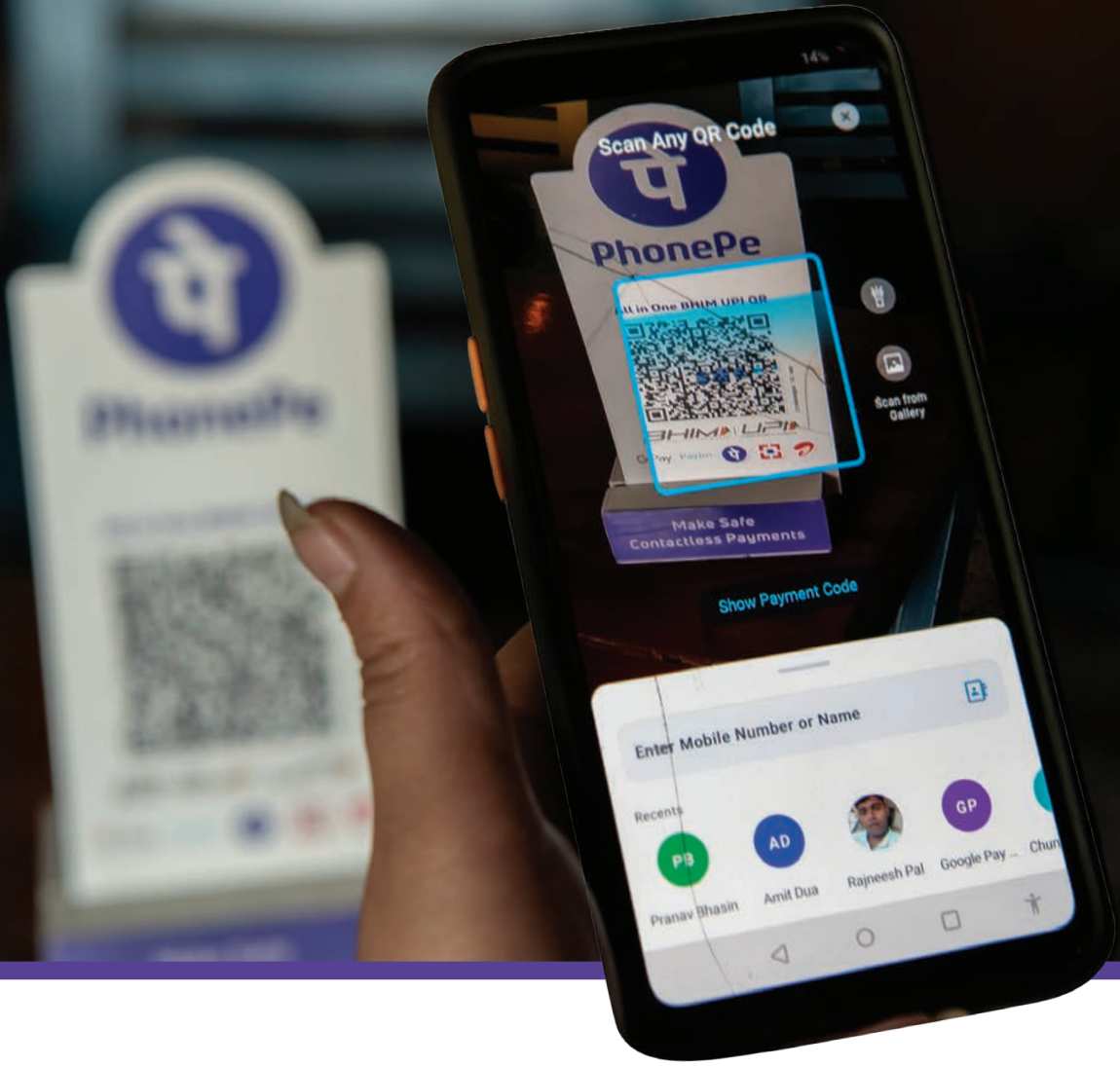
Flandreau, Marc. 1996. "The French Crime of 1873: An Essay on the Emergence of the International Gold Standard, 1870–1880." *Journal of Economic History* 56 (4): 862–97.

Flandreau, Marc, and Kim Oosterlinck. 2012. "Was the Emergence of the International Gold Standard Expected? Evidence from Indian Government Securities." *Journal of Monetary Economics* 59 (7): 649–69.

Velde, François R. 2002. "Following the Yellow Brick Road: How the United States Adopted the Gold Standard." *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 26 (2): 42–58.

Wiegand, Johannes. 2019. "Destabilizing the Global Monetary System: Germany's Adoption of the Gold Standard in the Early 1870s." IMF Working Paper 19/32, International Monetary Fund, Washington, DC.

Wiegand, Johannes. 2022. "Pictures of a Revolution: Analyzing the Transition from Global Bimetallism to the Gold Standard in the 1860s and 1870s." IMF Working Paper 22/119, International Monetary Fund, Washington, DC.



البيانات: من الناس إلى الناس

إن الابتكارات في منظومة البنية التحتية الرقمية العامة في الهند لم تعزز الوظائف الاجتماعية الأساسية فحسب، بل وفرت أيضا مسارا لإرساء ديمقراطية البيانات والعودة إلى سيطرة الناس على بياناتهم. فعلى مدار قرون عديدة، استندت الخدمات العامة والخاصة إلى عمليات يقوم بها الأشخاص وعمليات ورقية، ومنها تقديم الخدمات وضمان الامتثال للقوانين واللوائح السائدة. والآن، تحل البنية التحتية الرقمية محل الأشخاص والأوراق باستخدام شفرة، مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة. ويعمل البنية التحتية الرقمية على مدار الساعة بتكلفة منخفضة، يمكن توسيع نطاقها لتصل إلى عدد كبير من الناس، مما يحقق في غضون بضع سنوات فقط مكاسب كان يمكن أن يستغرق تحقيقها عدة عقود. وبالمثل، تقدم البنية التحتية الرقمية العامة خدمات على مستوى المجتمع لمختلف شرائح السكان، بما في ذلك المجتمعات المهمشة. وقد أدى ظهور العصر الرقمي أيضا إلى زيادة حادة في حجم البيانات وتوافرها وكيفية معالجتها. وعلى الصعيد العالمي، يسيطر عدد قليل من مقدمي الخدمات، مثل فيسبوك وغوغل وأبل، على كميات كبيرة للغاية من بيانات المستهلكين عالية القيمة والتي يجمعونها ويستفيدون منها

منهج حوكمة البيانات المتبع في الهند، والذي لا يميل إلى التدخل المفرط من جانب الدولة ولا يقوم حصريا على عدم التدخل، يشجع الابتكار سيذارث تيوارى، وفرانك باكر، وراهول ماتان

في تحقيق مكاسبهم. وهذا التفاوت في إمكانية الوصول إلى البيانات يجعل من الصعب على الناس الاستفادة من بياناتهم الشخصية لمصلحتهم الخاصة.

ويكتسب ذلك أهمية خاصة لأن البنية التحتية الرقمية العامة يمكن أن تعزز بشكل كبير عملية الحصول على التمويل استنادا إلى البيانات. ومن الموثق عالميا أنه، في غياب ضمانات ملموسة، لا تستطيع أغلبية كبيرة من البالغين الاقتراض من النظام المالي. والمعلومات التي يتم رصدها من أنشطة الناس اليومية على الإنترنت ينشأ عنها "رأس المال المعلوماتي" الذي يحد من تكاليف المعاملات، وعدم اتساق المعلومات بين المقترضين والمقرضين، والاعتماد على الضمانات المادية. وعندما يتمكن الأفراد من الوصول إلى بياناتهم والسيطرة عليها، تصبح لديهم القدرة على توليد رأس المال المعلوماتي.

وقد حاولت أجهزة تنظيمية عديدة معالجة مشكلة اكتناز البيانات لدى الشركات عن طريق إقرار سياسات للحد من سوء استخدام البيانات، ولكن هذه السياسات حالت أيضا دون استخدام البيانات، وخاصة فيما يفيد قطاعات أكبر من السكان.

غير أنه في إطار البنية المالية الرقمية في الهند، تعتبر ضمانات الخصوصية جزءا من التصميم التقني للبنية التحتية الرقمية العامة، بدلا من فرضها خارجيا بموجب قانون وسياسة تنظيمية. وتتوافر مزايا البيانات عالميا دون التعدي على حقوق الأفراد. ومنهج حوكمة البيانات هذا لا يميل إلى التدخل المفرط من جانب الدولة ولا يقوم حصريا على عدم التدخل. وهذا المزيج من الخصائص العامة والخاصة يشجع على التنظيم والابتكار بشكل أفضل.

الرقمي أولا

شهدت البنية التحتية الرقمية العامة في الهند نموا سريعا منذ عام ٢٠٠٩ لثلاثة أسباب رئيسية: أولا، كانت الرؤية الاستراتيجية هي تصميم البنية التحتية الرقمية العامة كقنوات، بحيث تلبى كل قناة احتياجا معينا. ثانيا، أدت الابتكارات التكنولوجية عبر العديد من هذه القنوات إلى استحداث مجموعة متكاملة قوية من التطبيقات، يشار إليها غالبا باسم منصة التطبيقات الرقمية الموحدة "إنديا ستاك"، والتي يمكن توسيع نطاقها لخدمة مختلف قطاعات السكان — أكثر من مليار شخص في ٢٩ ولاية و٢٢ لغة. ثالثا، تم تنفيذ البنية التحتية الرقمية العامة عبر قطاعات متعددة.

وعلى خلاف بلدان أخرى تم فيها تطوير البنية التحتية الرقمية عن طريق شركات خاصة غالبا، وضعت الهند نموذجا فريدا للبنية التحتية الرقمية العامة، قام القطاع العام بتصميمه وإدارته، بينما قام القطاع الخاص بتنفيذه.

وقد مكّن هذا المنهج القطاع العام من الابتعاد عن مسؤولية التسليم من البداية إلى النهاية — على سبيل المثال، في قطاعات الدفع، والتعليم، والصحة. وأدت الزيادة السريعة في التحول الرقمي في جميع أنحاء الهند إلى زيادة تغلغل وتنسيق المنصات بين مختلف الخدمات الحكومية. والآن، في سياق الشراكات بين القطاعين العام والخاص، يركز القطاع العام على الإطار التنظيمي، بينما يدير القطاع الخاص واجهة المستهلك وتقديم الخدمات. وقد أدى هذا المنهج أيضا إلى تقليص فجوات الشمول المالي.

والبنية التحتية الرقمية العامة في الهند، التي أقيمت ضمن النظام التنظيمي، مكنت مواطنيها من النفاذ إلى الاقتصاد الرسمي من خلال هوية رقمية يمكن التحقق منها؛ والمشاركة في السوق الوطنية من خلال نظام للدفع السريع، وتحقيق مكاسب الرفاهية في التمويل والصحة والتجارة من خلال التمكين من الوصول إلى البيانات وتبادلها.

هوية يمكن التحقق منها: الهوية التي يمكن التحقق منها، أو الهوية التي تثبت "أنني أنا من أنا"، هي عنصر أساسي في أي اقتصاد ومستوى شموله المالي. وفي عام ٢٠٠٨، كان واحد فقط من كل ثمانية هنود لديه هوية يمكن التحقق منها. وفي عام ٢٠٠٩، أطلقت الهند نظاما للهوية التي يمكن التحقق منها، يُعرف على نطاق واسع باسم نظام *Aadhaar*، كجزء من بنيتها التحتية الرقمية العامة التي وصلت في النهاية إلى أكثر من مليار شخص، بما في ذلك أولئك الذين لا يستطيعون القراءة أو الكتابة.

وقد أعطت هذه الهوية الرقمية دفعة للشمول المالي. ففي أقل من ١٠ سنوات، ارتفعت نسبة البالغين الذين لديهم حساب مصرفي من ٢٥٪ إلى أكثر من ٨٠٪. ونظرا لأن الشمول المالي يقترن بالتنمية الاقتصادية ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، يشير أحد التقديرات التقريبية إلى أن الهند لو كانت قد اعتمدت فقط على عمليات النمو التقليدية، لاستغرق الأمر ما يقرب من ٥٠ عاما لتحقيق نفس الارتفاع في مستوى الشمول المالي.

نظام للدفع السريع: بالنسبة للمستهلكين، يعتبر نظام الدفع السريع — وهو جزء آخر من البنية التحتية الرقمية العامة — قناة آمنة وأكثر ملاءمة لتحويل الأموال وسداد الفواتير. وبالنسبة للشركات، فإنه يوفر طريقة فعالة لإدارة المبيعات والمخزون وخفض النفقات العامة. أما الحكومة فتحصل على قناة خالية من التسرب لسداد مدفوعات الرعاية الاجتماعية وغيرها للمواطنين، بما في ذلك الفئات المستهدفة التي يصعب الوصول إليها.

وتحد نظم الدفع الكفؤة من الحاجة إلى اقتصاد نقدي وتدعم بالتالي رفع النمو الاقتصادي. ونظام الدفع السريع في الهند، الذي يسمى واجهة المدفوعات الموحدة وتديره مؤسسة المدفوعات الوطنية غير الهادفة للربح، يعطي مثالا على كيفية قيام الجهة التنظيمية (البنك المركزي مثلا) والجهة الخاضعة للتنظيم (البنوك التجارية مثلا)

فغالبا ما يكون المستهلكون غير قادرين على الوصول إلى بياناتهم حيث يتم تخزينها في مستودعات معزولة ذات ملكية خاصة وبصيغ غير متوافقة. وبالنظر إلى كمية البيانات المعنية، والحاجة إلى حفظها آمنة والحفاظ على انخفاض تكاليف المعاملات، فإن أي نظام يعيد السيطرة للمستهلكين والشركات يجب أن يكون رقميا.

وتتيح بنية تمكين الوصول إلى البيانات وحمايتها في الهند حلا تقنيا-قانونيا يسمح للأفراد بتفعيل حقوقهم في البيانات من خلال نظام لتبادل البيانات قائم على الموافقة. وهي توفر مستوى عاليا من الأمن ومستوى منخفضا من تكاليف المعاملات (حوالي ٠,٠٧ دولار لسحب البيانات) التي يتحملها المستهلكون الذين يطلبون الحصول على الخدمة. وتجمع هذه البنية بين البنية التحتية الرقمية العامة والابتكار الذي تقوده الأسواق الخاصة. ولا يتم تبادل البيانات إلا بموافقة مفصلة تحدد البيانات المطلوبة، ومدة الاحتفاظ بها، ومن سيقوم بمعالجتها. وتمنح البروتوكولات أيضا الأشخاص والشركات، أو أصحاب البيانات، القدرة على إلغاء موافقتهم، وتدقيق معاملات تبادل البيانات، وفرض متطلبات أمن البيانات على عملية تبادل البيانات.

وفيما يلي يتم إيضاح كيفية عمل قناة تبادل البيانات القائم على الموافقة في القطاع المالي من الناحية العملية. ويوضح الرسم البياني كيف تتيح البنية التحتية الرقمية العامة تقديم خدمات الائتمان والتأمين وإدارة الثروات من خلال تبادل البيانات المصرح به في نظام يمثل للمبادئ الراسخة لخصوصية البيانات.

وفي هذه السلسلة من المعاملات، يكون مدير الموافقات على دراية بهوية مستخدم البيانات أو مقدمها ولكنه لا يعرف محتوى البيانات التي ينقلونها. ومن ناحية أخرى، يكون مستخدمو البيانات (مقدموها) على دراية بمحتوى البيانات ولكنهم لا يعرفون هوية مقدم البيانات (مستخدمها). ومن خلال مدير الموافقات، يتم فصل تدفقات البيانات عن تدفقات الموافقات، وبالتالي ضمان كفاءة نقل البيانات مع مراعاة الشواغل المتعلقة بالخصوصية. وعلى سبيل المثال، رغم أنه يجوز لأي بنك استجابة لطلب من العميل تبادل البيانات المتعلقة بسجل نفقات ذلك العميل في حالة طلبه الحصول على ائتمان، فإنه يظل على غير علم بالغرض من الطلب وهوية الكيان الذي يحصل على البيانات.

ومنذ بدء تشغيل هذا النظام في القطاع المالي في الهند خلال العام الماضي، يمكن الآن لحوالي ١,١ مليار حساب فردي على النظام جني الثمار من قيمة بياناتهم. وتوضح التجارب الفردية أن النظام قد خفض إلى حد كبير زمن الحصول على الائتمان — من شهر إلى أيام. وعلى سبيل المثال، نجد أن الشركة الصغيرة التي واجهت صعوبات شديدة في السيولة عندما أصبحت خططها التوسعية غير

بالعمل معا في إدارة نظام الدفع كبنية تحتية رقمية عامة تُستخدم على أساس طوعي وتعمل على مدار الساعة. وواجهة المدفوعات الموحدة قابلة للتشغيل البيئي، لأنها تسمح لمقدمي خدمات الدفع الإلكتروني، مثل Google Pay و Paytm و PhonePe، بالاتصال بخدماتها، مع تحمل البنوك التجارية المشاركة في النظام تكلفة تشغيل قناة المدفوعات.

ويوفر هذا النظام للشبكة جميع مزايا النظم التكنولوجية الكبرى، مثل التحويلات الفورية والرسوم شبه الصفرية، بدون عيوب الاحتكار. وفي نهاية عام ٢٠٢٢، كانت واجهة المدفوعات الموحدة تقوم بمعالجة ٨ مليارات معاملة شهريا، بزيادة نسبتها ٧٠٪ تقريبا عن العام السابق. والواقع أن قنوات التجارة الرقمية المعززة بنظم الدفع الرقمية قد خففت أسوأ آثار مدمرة لإجراءات الإغلاق العام المترتبة على جائحة كوفيد-١٩ في البلاد.

إمكانية التطبيق على نطاق واسع: أظهرت الجائحة قوة البنية التحتية الرقمية العامة — ولم يقتصر ذلك على مجال التمويل. وتتضمن الحلول الناجحة على مستوى النظام تطوير وتوزيع اللقاح، اللذين أنقذا الأرواح؛ وقنوات التجارة الإلكترونية التي وفرت الحماية للوظائف وسبل العيش؛ وتقديم الخدمات التعليمية رقميا، مما حد من خسائر التعليم. ففي قطاع الرعاية الصحية، على سبيل المثال، تسمح القنوات الرقمية بتبادل البيانات عبر المنظومة الصحية بحيث يمكن للمستشفيات ومختبرات التشخيص والمؤسسات البحثية على حد سواء الاستفادة من تبادل بيانات الوقت الحقيقي — بموافقة المرضى ولصالحهم. فمن شأن سهولة توافر سجلات المرضى الشاملة التي تشمل الأعراض والتاريخ الطبي ونقاط البيانات الأخرى أن تتيح للأطباء تقديم تشخيص وعلاج أكثر دقة.

وفي قطاع المهارات، تتيح القنوات الرقمية العامة أطرا موثوقة يمكن من خلالها تبادل أوراق اعتماد المهارات ويمكن أن يعتمد عليها في أي مكان وكل مكان. وفي عالم يزداد فيه تنقل الأشخاص، يمكن أن تؤدي القدرة على التصديق على أوراق اعتماد مهاراتهم إلى توفير قدر كبير من التمكين.

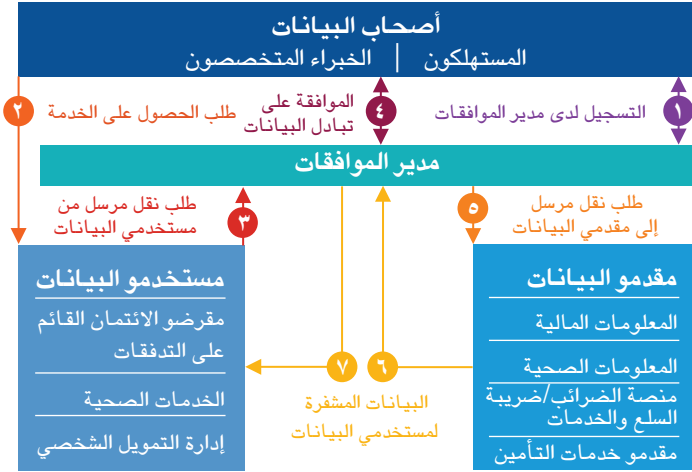
وفي قطاع التعليم، تعد القنوات الرقمية عنصرا مكملا للممارسات القائمة، كما توفر الأدوات التي تمكّن المعلمين والدارسين والمؤسسات التعليمية من تحقيق أهداف التعلم على المستوى الوطني. فهي تسهل استخدام وسائل جديدة للتعلم والتقييم يمكن نشرها بطريقة تحقق نتائج التعلم على أساس شخصي.

بنية تمكين الوصول إلى البيانات

تحتوي البنية التحتية الرقمية على كميات هائلة من البيانات. ورغم أن القوانين تفرض قيودا على كمية البيانات التي يمكن جمعها وطريقة استخدامها ومدة الاحتفاظ بها،

تمكين الوصول إلى البيانات

تتيح المنظومة الرقمية العامة في الهند تقديم الخدمات المالية من خلال التبادل السلس للبيانات القائم على الموافقة، مما يضمن الامتثال لمبادئ خصوصية البيانات.



المصدر: Tiwari, S., S. Sharma, S. Shetty, and F. Packer. 2022. "The Design of a Data Governance System." BIS Paper 124, Bank for International Settlements, Basel. ملحوظة: يشير الرسم البياني إلى نظام تبادل البيانات المستخدم في بنية تمكين الوصول إلى البيانات وحمايتها في الهند.

عملية بعد ظهور جائحة كوفيد-١٩ قد تمكنت من الحصول على التمويل وتجنب الإفلاس بفضل بياناتها المالية التي يمكن مبادلتها بسهولة.

ومع ذلك، لم تكن رحلة الهند خالية من التحديات. ففي غياب قانون وطني لحماية البيانات، تم وضع إطار الموافقة على البيانات في البلاد تحت الإشراف التنظيمي للبنك المركزي، بدلا من هيئة تنظيمية متخصصة في حماية البيانات. ويشير مشروع قانون جديد في الهند على وجه التحديد إلى الاختصاصات التقنية والتنظيمية لمدير الموافقات، وهي عنصر أساسي في إطار بنية تمكين الوصول إلى البيانات وحمايتها، وعندما يتم إقراره، سيكون له دور بالغ الأهمية في تشكيل الأسس التنظيمية والرقابية لهذه البنية.

حوكمة البيانات

إن الاستنتاجات المستخلصة من التجربة الهندية، وبشكل أعم تجارب كثير من البلدان ومناطق الاختصاص في جميع أنحاء العالم — أستراليا وسنغافورة والمملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي، على سبيل المثال لا الحصر — أظهرت أهمية البيانات لتحقيق نتائج عادلة ولموسة للمواطنين. ومن السمات الرئيسية للبنية التحتية الرقمية العامة أنه يمكن تصميمها لتمكين الأفراد والشركات من استخدام بياناتهم لمصلحتهم الخاصة.

وتشير تجربة الهند إلى أن الالتزام بما يلي سيكون غاية في الأهمية للبلدان الأخرى التي ترغب في اعتماد بنية تحتية رقمية عامة:

- ينبغي أن يكون للمواطنين الحق في الوصول إلى بياناتهم واستخدامها، أينما كانت، لمصلحتهم الخاصة.
- ينبغي أن تكون قواعد الوصول إلى البيانات واستخدامها عملية وواضحة وتسمح للمستخدمين بالوصول إلى بياناتهم ومبادلتها بموافقتهم، وبتكلفة معقولة، وبطريقة تحترم خصوصيتهم وأمنهم.
- يجب أن يكون هذا النظام رقميا وأن يتم دمج مبادئ حماية البيانات في التكنولوجيا، بالنظر إلى الكمية الكبيرة من البيانات المعنية والحاجة إلى حفظها آمنة مع إبقاء تكاليف المعاملات منخفضة.

وفي الماضي القريب، قام كبار صناع السياسات في أستراليا وفرنسا والهند واليابان ورواندا وبنك التسويات الدولية والمفوضية الأوروبية بمناقشة مناهج تمكين الوصول إلى البيانات وأكدوا على أهمية تعزيز هدي السياسة المتمثلين في الخصوصية والابتكار القائم على البيانات من خلال بروتوكولات تقنية مفتوحة وقابلة للتشغيل البيئي. وقد أصبحت حوكمة البيانات أيضا عنصرا أساسيا في بعض مبادرات التجارة الإقليمية الجديدة في منطقة آسيا والمحيط الهادئ، والمثالان الأخيران على ذلك هما اتفاق شراكة الاقتصاد الرقمي بين شيلي ونيوزيلندا

وسنغافورة والإطار الاقتصادي من أجل رخاء منطقة المحيطين الهندي والهادئ.

وستكون البنية التحتية الرقمية العامة وتمكين الوصول إلى البيانات من الموضوعات الأساسية التي سيتم تناولها في ظل رئاسة الهند لمجموعة العشرين في عام ٢٠٢٣. ولتحقيق تقدم على مستوى العالم، هناك حاجة إلى آلية حوكمة عالمية لدعم معايير التكنولوجيا المفتوحة، والتنسيق التنظيمي بين العديد من الأطراف المعنية، والاعتماد القابل للتشغيل البيئي. وعلى وجه الخصوص، يعد التنسيق الدولي ضروريا لحوكمة المعاملات عبر الحدود بصورة مرضية. ومن المبكر جدا الحديث عن معايير مشتركة لحوكمة البيانات، ولكن المحادثات في الأوساط غير الرسمية وفي المؤسسات الدولية حول المعلمات العامة لهذه المعايير قد بدأت بالفعل.

وبالنظر إلى المستقبل، يتعين على المجتمع العالمي تشجيع هذه المحادثات، وتشجيع البلدان ذات الفكر المتماثل على تبادل خبراتها وتوسيع حدود أفضل الممارسات في حوكمة البيانات. فاستمرار نقص المؤسسات التي تمثل المصالح العالمية في الساحة الرقمية يعد فجوة كبيرة في البنية الدولية الحالي. **FD**

سيدارث تيواري، زميل في تشاتام هاوس بلندن، هو الرئيس السابق لمكتب بنك التسويات الدولية لمنطقة آسيا والمحيط الهادئ، والمدير السابق لإدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة في صندوق النقد الدولي. وفرانك باكر هو مستشار إقليمي في مكتب بنك التسويات الدولية لمنطقة آسيا والمحيط الهادئ. وراهول ماتان هو شريك في مؤسسة Trilegal.

التنبؤ بالأسعار

من المرجح أن تصبح توقعات التضخم اليوم واقعا ملموسا غدا
فرانثيسكو غريغولي

وتعد توقعات التضخم مهمة لأن توقعات التضخم اليوم من المحتمل أن تصبح تضخما فعليا غدا. وإذا كنت تتوقع أن تكون السيارة أرخص بنسبة ١٠٪ في العام المقبل، فمن المحتمل أن تنتظر حتى تنخفض الأسعار قبل أن تشتريها. ويؤدي هذا الانخفاض في الاستهلاك إلى بطء النمو الاقتصادي عن طريق تخفيض الطلب وإلى دفع الأسعار نحو المزيد من الانخفاض. لكن إذا كنت تتوقع ارتفاع سعر السيارة بنسبة ١٠٪، فمن المحتمل أن تشتريها على الفور لتجنب دفع السعر الأعلى فيما بعد. ويؤدي ذلك إلى زيادة الطلب في الاقتصاد وإلى ارتفاع الأسعار. وتؤثر توقعات التضخم أيضا على مفاوضات الأجور. فإذا توقع العمال ونقاباتهم ارتفاع الأسعار بنسبة ١٠٪، سيضغطون على رؤسائهم من أجل زيادة رواتبهم على الأقل بنفس القدر لضمان عدم انخفاض قوتهم الشرائية. وربما يقوم العمال بإضراب لزيادة الضغوط. وعندئذ، ستقوم الشركات برفع أسعارها لحماية هوامش أرباحها من زيادة تكاليف الأجور. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى ما يعرف باسم "دوامة الأجور والأسعار" — التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع الأجور، مما يؤدي إلى ارتفاع أكبر في التضخم.

قياس توقعات التضخم

عادة ما تقاس توقعات التضخم باستخدام المسوح التي تجريها البنوك المركزية أو الجامعات أو المؤسسات الخاصة. فعلى سبيل المثال، تجري جامعة ميشيغان مسحا شهريا يُطلب فيه من ٦٠٠ أسرة على الأقل في جميع أنحاء الولايات المتحدة تقديم أفضل تنبؤاتها للتضخم. وتقوم بعض المسوح بجمع تنبؤات المحللين المختصين في البنوك أو الشركات المالية. وتقوم مسوح أخرى بجمع الردود من المتاجر ومؤسسات الأعمال الأخرى التي تحدد فعليا الأسعار التي يدفعها المستهلكون.

ويمكن أن تتباين التوقعات تباينا كبيرا بين مجموعات الأشخاص وداخل كل مجموعة. ويتقاضى واضعو التنبؤات المختصون مقابلا لدراسة جميع المعلومات المتاحة. وعادة ما تكون تنبؤاتهم للتضخم هي الأكثر دقة. لكن حتى هؤلاء الخبراء يختلفون فيما بينهم، خاصة عند التنبؤ بالتضخم في البلدان التي تكون الأسعار فيها أكثر تقلبا.

ويكون الاختلاف حول توقعات التضخم أكبر بين الأسر والشركات. وأحد الأسباب هو أن معظم الناس لا يقضون الكثير من الوقت في التفكير في التضخم إذا لم يروا أنه يتصل مباشرة بحياتهم — وهي ظاهرة تُعرف باسم



هل لاحظت زيادة أسعار السلع في المتجر الذي في منطقتك، وأنت لا تستطيع شراء نفس القدر الذي كنت تستطيع شراءه من السلع من قبل براتبك؟ في كثير من أنحاء العالم، ترتفع أسعار السلع والخدمات بأسرع وتيرة تشهدها منذ ٤٠ عاما. وعادة ما تنشر الصحف ووسائل الإعلام الأخرى أحدث أرقام التضخم — أي التغير في الأسعار مقارنة بمستواها في نفس الشهر من العام السابق. غير أن صناع السياسات يركزون في الأساس على توقعات التضخم.

وتصف توقعات التضخم المعدل الذي يعتقد الناس أن الأسعار سترتفع أو ستنخفض به في المستقبل. فعلى سبيل المثال، إذا كنت تعتقد أن السيارة التي يبلغ سعرها اليوم ٢٠ ألف دولار سيبلغ سعرها ٢٢ ألف دولار خلال عام، فإن توقعك لمعدل تضخم أسعار السيارات هو ١٠٪. أما إذا كنت تتوقع أن يبلغ سعر السيارة ١٨ ألف دولار، فإن توقعك لمعدل التضخم هو -١٠٪. ويكون توقعك لمعدل التضخم صفرا إذا كنت تعتقد أن يظل سعر السيارة كما هو. ويمكنك الحصول على رقم لتوقعات التضخم الكلي بتوسيع هذا المثال ليشمل جميع السلع والخدمات التي تستهلك عادة في بلد ما.

مصادقية البنك المركزي

ليس من السهل تثبيت توقعات التضخم. ولنتخيل موقفاً تكون فيه توقعات التضخم أعلى من الهدف، ويقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة بدلاً من رفعها. ففي هذا السيناريو، تصبح القروض أرخص، ويزدهر الطلب، ويتم دفع الأسعار إلى مستوى أبعد عن الهدف. وسيدرك الناس أن البنك المركزي غير جاد في أداء مهامه المتعلقة باستقرار الأسعار. لذلك، عندما يُسأل الناس عن توقعاتهم للتضخم، فمن المرجح أن تنطوي إجاباتهم على أرقام أعلى من الهدف. ونظراً لأن التضخم المتوقع غالباً ما يصبح تضخماً فعلياً، سيؤدي ذلك إلى إبقاء التضخم عند مستوى أعلى من الهدف لفترة أطول بكثير — وهي تكلفة افتقار البنك المركزي للمصادقية.

ولننظر بدلاً من ذلك في حالة بنك مركزي يتمتع بالمصادقية ويلتزم التزاماً قوياً بتحقيق استقرار الأسعار. فحتى إذا انحرف التضخم عن الهدف، يعتقد الناس أن البنك المركزي سيقوم بما هو مطلوب لاستعادة استقرار الأسعار. ونتيجة لذلك، قد لا يغير الناس توقعاتهم للتضخم خلال أفق السياسة الذي يمتد من سنتين إلى ثلاث سنوات.

إن تحقيق هذه الدرجة من المصادقية يستغرق وقتاً وليس بالأمر السهل دائماً. ويتعين على البنك المركزي أن يتحرك باستمرار بما يتماشى مع مهامه المتعلقة باستقرار الأسعار حتى يرى الناس أنه مستعد دائماً للحد من أي تباعد في توقعات التضخم عن الهدف. وفي بعض الحالات، يمكن أن ينطوي ذلك على مفاضلات صعبة، مثل رفع أسعار الفائدة للحد من ضغوط الأسعار — حتى عندما يكون الاقتصاد ضعيفاً والبطالة آخذة في الارتفاع، على سبيل المثال. ومع ذلك، بمجرد تثبيت توقعات التضخم بشكل آمن، يمكن للبنك المركزي أن يكون أقل صرامة بكثير، ويظل بوسعه تحقيق استقرار الأسعار. وأي زيادة أو انخفاض في توقعات التضخم عن الهدف ستصحح نفسها غالباً، كما ستلاشي نوبات التضخم بشكل أسرع — وهي ميزة لبنك مركزي يتمتع بالمصادقية. وهذا بدوره يتيح للبنك المركزي تركيز السياسة النقدية على تحقيق الأهداف الثانوية، مثل تحفيز النمو الاقتصادي والتوظيف.

ورغم أهمية أرقام التضخم التي تقرأ عنها في الصحف كل شهر، فربما تكون توقعات التضخم أكثر أهمية لأفاق الاقتصاد والاتجاه المستقبلي لأسعار الفائدة. ^{FD}

فرانثيسكو غريغولي هو اقتصادي أول في إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي.

"التجاهل العقلاني". وبدلاً من ذلك، قد يفترضون أن حركة جميع الأسعار تتماشى مع تكلفة بند واحد يشترونه بشكل متكرر — كالبزوين على سبيل المثال. وقد يتوقع بعض الناس ارتفاع الأسعار بينما يرى آخرون أنها ستتراجع. ولا يرصد المتوسط البسيط هذا التعقيد.

الحفاظ على استقرار الأسعار

تسعى معظم البنوك المركزية إلى إبقاء التضخم عند معدل ثابت، يُعرف باسم "الهدف". وغالباً ما تصبح توقعات التضخم تضخماً فعلياً، لذلك من مصلحة البنك المركزي إدارة توقعات التضخم وإبقاؤها قريبة من هذا الهدف قدر الإمكان. وبعبارة أخرى، ترغب البنوك المركزية في الحفاظ على "ثبات" توقعات التضخم عند الهدف لتحقيق هدفها الأساسي وهو استقرار الأسعار.

وتدرك البنوك المركزية أن تثبيت توقعات التضخم على المدى القريب أمر مستحيل عملياً لأن معظمها نتاج الأحداث الأخيرة، مثل الفيضانات أو الجفاف الذي دمر محصولاً ما وأدى إلى ارتفاع أسعار الغذاء. وبدلاً من ذلك، تركز البنوك المركزية على إدارة توقعات التضخم على المدى المتوسط، أي خلال سنتين إلى ثلاث سنوات عادة. وهذا هو "أفق السياسة" الذي يمتلكون خلاله الأدوات التي يمكن أن تؤثر على التضخم.

وإذا كان التضخم أعلى من الهدف، يمكن للبنك المركزي رفع سعر الفائدة الأساسي قصير الأجل وكذلك التأثير على أسعار الفائدة الأطول أجلاً لزيادة تكلفة الاقتراض على الأسر والشركات. فارتفاع تكلفة القروض يؤدي إلى ارتفاع تكلفة إنفاق الناس. وسيؤدي ذلك إلى تخفيض الطلب وبالتالي إبطاء التضخم، وستنخفض توقعات التضخم.

وهناك طريقة أخرى للتأثير على توقعات التضخم خلال أفق السياسة وذلك من خلال الإفصاح الذي يعطي إشارات حول الاتجاه المستقبلي للسياسة النقدية. وأصبحت أداة الإفصاح، المعروفة باسم "الارشادات الاستشرافية"، منتشرة على نطاق واسع عندما ظلت أسعار فائدة العديد من البنوك المركزية صفرية أو قريبة من الصفر بعد مرور عقد أو نحوه على انتهاء الأزمة المالية التي وقعت في 2008-2009. وقد أحجم العديد من البنوك المركزية عن دفع أسعار الفائدة الأساسية إلى مستويات سالبة. وحتى عندما كانت أسعار الفائدة الأساسية سالبة، قامت البنوك المركزية بتحسين الإفصاح عن السياسة المستقبلية لتحفيز الطلب ودفع توقعات التضخم إلى الارتفاع مجدداً نحو الهدف.



دفاعا عن العملة

يشير التاريخ إلى أن الطريق إلى ترويض التضخم يكون من خلال زيادة حجم التجارة الدولية، وليس تخفيضه

هارولد جيمس

بقدر ما تعرضت العملة للهجوم مؤخرا، يشير التاريخ إلى أنها قد تكون الهدف الخاطئ لسياسة التجديد، وأنها تقدم ترياقا للدوامات التضخمية. فأزمات الجوع في منتصف القرن التاسع عشر والصدمات النفطية في سبعينات القرن الماضي أثارت في البداية نوبات حادة من التضخم في جميع أنحاء العالم. وفي الحالتين، غيرت التكنولوجيات الجديدة بشكل كبير نظم الإمداد العالمية، مما أدى إلى توسيع نطاق العملة وتباطؤ معدل التضخم لفترات طويلة. وهكذا نجد أن التضخم الجامح دفع العالم في نهاية المطاف إلى زيادة العملة وليس تخفيضها، نتيجة تحقيق منافع كبيرة.

ومن المرجح أن تكون نفس القوى مؤثرة اليوم. فبيئة الأسعار المعتدلة في أوائل القرن الحادي والعشرين نشأت عن تحسين سياسات البنوك المركزية، ولكنها عكست أيضا انفتاح أسواق السلع والعمل العالمية. فقد أدى وجود سوق عمل عالمية إلى تراجع الأجور في البلدان الغنية، وأرادت البلدان الفقيرة تحقيق الاستقرار النقدي حتى تتمكن من الوصول إلى الأسواق العالمية دون انقطاع.

الطفرة التضخمية اليوم من التفاعل بين الانقطاعات في سلاسل الإمداد وعجوزات المالية العامة الكبيرة. وقد أثرت الجائحة، التي تلاها غزو

تنشأ

روسيا لأوكرانيا، تأثيرا شديدا على سلاسل الإمداد ونتج عنها ندرة الإمدادات. وقد واجهت البلدان الصناعية الغنية نقص الإمدادات، وعدم المساواة، والضغوط الاجتماعية بحزم تدابير المالية العامة الكبيرة. وأثناء الدوامة المفرغة التي تلت ذلك، أدت زيادة الإنفاق إلى زيادة الطلب، مما أدى إلى مزيد من النقص في الإمدادات. وقد يتبع ذلك دوامة مفرغة أخرى. فقد يؤدي ارتفاع أسعار الغذاء والوقود إلى إثارة السخط والاحتجاجات وحتى الثورات وانهيار الحكومات في جميع أنحاء العالم.

وقد تبدو الدوامة التضخمية إيدانا بعالم مختلف تماما، مقسم إلى كتل متنافسة تتبع استراتيجيات مكلفة "للتوريد من الدول الصديقة" بغرض توجيه التجارة إلى البلدان والنظم الصديقة، مع السعي إلى عرقلة المنافسين. وتعيد الدول الكبرى التفكير في منافع العملة، كما تحاول حماية ما تعتبره موارد حيوية أو استراتيجية. ويعد ذلك بمثابة وصفة لتجميد النمو الاقتصادي العالمي.

وحدد صناع السياسات والأكاديميون العلاقة بين العولمة والتحول إلى التضخم المنخفض حول العالم، أولاً في البلدان الصناعية الغنية، ثم في الأسواق الصاعدة الآسيوية، وفي نهاية المطاف في أمريكا اللاتينية، حيث كان التضخم أسلوب حياة. وفي عام ٢٠٠٥، أشار رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي آنذاك، آلان غرينسبان، إلى أن العولمة والابتكار هما "عنصران أساسيان في أي نموذج قادر على تفسير أحداث العشر سنوات الماضية"، أو ما أطلق عليه "الاعتدال الكبير". وفي أواخر عام ٢٠٢١، أشار رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي اليوم، جاي باول، إلى "استمرار القوى المضادة للتضخم، بما في ذلك التكنولوجيا والعولمة وربما العوامل الديمغرافية".

وهناك نمط تاريخي للعولمة يدفع إلى تباطؤ معدل التضخم، فما يُنظر إليه عادة على أنه العصر الأول للعولمة الحديثة بدأ في منتصف القرن التاسع عشر مع أزمت الجوع. وقد تخللته الحرب العالمية الأولى، وتلاها الكساد الكبير. وفي نهاية المطاف، انطلق نمط جديد من العولمة في سبعينات القرن الماضي. وقد بدأت نقطتا التحول — في أربعينات وخمسينات القرن التاسع عشر وسبعينات القرن الماضي — بنقص في الإمدادات وطفرة تضخمية (انظر الرسمين البيانيين ١ و٢).

التكنولوجيات التحويلية

في الحالتين، أدت الانفراجات التكنولوجية في النقل إلى عولمة مبتكرة. فقد ساهم المحرك البخاري في فتح القارات بالسكك الحديدية وفتح المحيطات بالسفن البخارية. وعقب عقد السبعينات من القرن الماضي، خفضت حاويات الشحن تكلفة نقل البضائع بشكل حاد. وقد ظهرت الاختراعات الفعلية في وقت سابق بكثير. فقد استطاع ماثيو بولتون وجيمس وات بناء محركات بخارية صالحة للتشغيل في سبعينات القرن الثامن عشر، وتم إطلاق أول سفينة حاويات في عام ١٩٣١.

لقد تطلب الأمر حدوث صدمة حادة في كل حالة لتحويل الأفكار المثيرة للاهتمام إلى تكنولوجيات تحويلية: أزمت الجوع في منتصف القرن التاسع عشر، ثم طفرات أسعار النفط في سبعينات القرن الماضي. فالاضطرابات الناجمة عن الزيادات الكبيرة في الأسعار هي التي خلقت الظروف الملائمة لإدراك القوة التحويلية للابتكارات. ولم يأت العائد الكبير إلا بسبب ظروف النقص في الإمدادات.

واعتمد الاستخدام واسع النطاق للابتكارات على اختيار السياسات، بدءاً من إزالة المعوقات أمام التجارة. والثورات التي شهدتها الحكومات كانت تعني أن السلطات العامة أخذت على عاتقها عدداً أكبر بكثير من المهام المتعلقة بإدارة الاقتصاد، بما في ذلك توجيه مسار تحرير التجارة وكتابة التشريعات التي أحدثت ثورة في مسار المؤسسات. وفي القرن التاسع عشر، تمت إعادة تشكيل الأعمال التجارية

من خلال أشكال جديدة للشركات، بما في ذلك الشركات المساهمة المشتركة ذات المسؤولية المحدودة والبنوك الشاملة التي حشدت رأس المال بطرق مبتكرة. وأدى الجمع بين إمدادات الذهب الجديدة والابتكار المصرفي إلى حدوث طفرات نقدية وسعرية.

وقد عاد استقرار الأسعار والنظام النقدي، وأدى إلى توافق في الآراء حول إطار نقدي مستقر وقابل للتطبيق دولياً، إذ سعت البلدان إلى آلية تسمح لها بجذب التدفقات الرأسمالية الوافدة أو زيادة العولمة. ففي القرن التاسع عشر، تمثل هذا الإطار في قاعدة الذهب. وفي أواخر القرن العشرين، تمثل في النظام الحديث لاستهداف التضخم من جانب البنوك المركزية. أما الرؤية الجديدة التي أعقبت ذلك فقد تضمنت تحقيق الاستقرار النقدي وإعادة تركيز الحكومات على المهام الأساسية.

فهل من الواقعي توقع تكرار نفس الديناميكية اليوم؟ على مدار التاريخ، كانت الاستجابة الأولية للتقلبات التي تشكل تهديداً هي التحرك في الاتجاه المعاكس والبحث عن المزيد من الاكتفاء الذاتي. ومع ذلك، نادراً ما يكون هذا المسار ناجحاً. فهو يؤدي إلى زيادة التكاليف وارتفاع التضخم، ويجعل الحلول الجذابة أصعب في التنفيذ. والأسئلة المتعلقة بالتصميم المؤسسي تحديداً — كيفية كتابة تشريعات جديدة متعلقة بالشركات، وإدارة المشتريات الحكومية، وتشغيل نظم مالية جديدة — ليس لها إجابات سهلة. وتتطلب التكنولوجيات المتطورة قدراً كبيراً من التعلم، حيث تكون تجارب البلدان الأخرى بالغة القيمة.

التداعيات السياسية

في خضم التحولات السابقة، شعر القليل من الناس بالراحة. وكان هناك عدم استقرار. ففي منتصف القرن التاسع عشر، تمت الإطاحة بالحكومات في جميع أنحاء العالم، ولم يكن واضحاً على الفور ما إذا كانت الحكومات اللاحقة أفضل أو أكفأ أو أكثر فعالية. فقد كانت بحاجة إلى التعلم. وفي سبعينات القرن الماضي، كانت هناك شكوك مزعجة واسعة النطاق حول جدوى الديمقراطية. ومر العالم بمرحلة التفكير في أزمت معقدة ومتعددة مماثلة لما نشهده اليوم. ولكن كان هناك مخرج. كذلك تبدأ المجتمعات والناخبون، وبالتالي القادة السياسيون، في إجراء المقارنات وإدخال التعديلات والاستفادة من تجارب البلدان الأخرى. وفي منتصف القرن التاسع عشر وأيضاً في سبعينات القرن الماضي، سرعان ما أصبح واضحاً أن أداء الحكومات التي لم تفتح على العالم كان أسوأ.

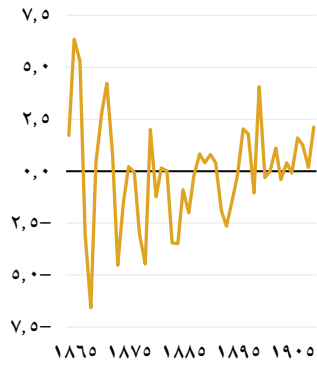
وهناك دلائل بالفعل على عملية التعلم اليوم. فقد بدأت المملكة المتحدة، من حسن حظ نظامها السياسي، عملية انفصال سياسي وتنظيمي واقتصادي في عام ٢٠١٦ بالتصويت على خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. وبحلول عام ٢٠٢٢، كانت التكاليف أوضح بكثير، وفشل البديل الجذري المتمثل في محاولة دفع النمو المستقل

الرسم البياني ١

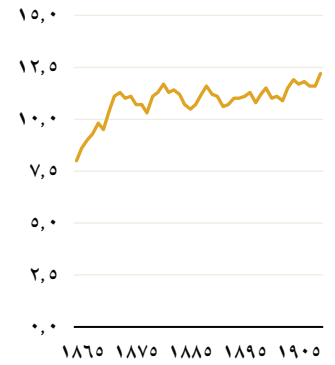
عصر العولمة الأول

نظرا لأن القاطرات والسفن البخارية خفضت تكاليف النقل في القرن التاسع عشر، زادت التجارة العالمية بينما تراجع التضخم الذي حدث أثناء المجاعة الكبرى.

المتغير البديل لتضخم أسعار المستهلكين
(تضخم أسعار المستهلكين في المملكة المتحدة %)



التجارة العالمية في السلع
(كنسبة من إجمالي الناتج المحلي)



المصادر: Catão, Luís A. V., and Maurice Obstfeld. 2019. *Introduction to Meeting Globalization's Challenges: Policies to Make Trade Work for All*, edited by Catão and Obstfeld. Princeton, NJ: Princeton University Press; and Bank of England, *A Millennium of Economic Data dataset (to 2016)*.

فشلا نزيحا في حكومة رئيسة الوزراء ليز تروس التي لم تدم طويلا. وأصبحت المملكة المتحدة مثلا بارزا على ما لا ينبغي فعله. فسرعان ما تراجعت الحركات الشعبية المناهضة للعولمة في جميع أنحاء أوروبا والتي استمالتها في البداية جاذبية تبني موقف مناهض للاتحاد الأوروبي.

واليوم، هناك احتجاجات متزايدة ضد النظم الأوتوقراطية والديمقراطية على السواء. وهناك قضية مشتركة تتمثل في السخط على الطرق الحالية لإدارة الجوائح، والحروب، وحتى تكنولوجيا المعلومات.

وفي الوقت نفسه، يمكننا أن نرى التكنولوجيات الجديدة التي ستحقق نموا أفضل وقدرة فائقة على معالجة مجموعة واسعة من القضايا المعاصرة — الصحة، وسياسة الطاقة، والمناخ، وحتى الأمن. وتتطلب جميعها العمل والتنسيق عبر الحدود. وهناك طفرات علمية موجودة بالفعل تكافئ المحرك البخاري أو سفينة الحاويات. فاللقاح المصنوع بتكنولوجيا "الحمض النووي الريبسي المرسل" (mRNA)، على سبيل المثال، كان قيد التطوير البطيء منذ تسعينات القرن الماضي، كعلاج في الغالب للأمراض الاستوائية النادرة. ثم كان استخدامه ضد جائحة كوفيد بمثابة نموذج، والآن تتبعه تطبيقات علاج أمراض أخرى، وخاصة الأمراض السرطانية.

بالمثل، كانت الإمكانيات الفنية للطب أو التعليم من بعد موجودة قبل انتشار الجائحة بفترة طويلة. وتحت ضغط الضرورة، سرعان ما أصبح استخدامها مألوفًا وأطلق ثورة قد يترتب عليها توافر خيارات أرخص وأوسع نطاقا. فالعمل من بعد — عبر الحدود السياسية أيضا — يعادل ثورات الاتصالات في الماضي. واستخدام تكنولوجيا المعلومات يعني أنه يمكننا تحقيق المزيد من التواصل مع تقليل الانتقال المادي.

وشهدت العولمة الأولية التي تركزت حول الثورة الصناعية مبادلة السلع المصنعة من عدد قليل من البلدان مقابل السلع الأولية من العديد من البلدان في باقي العالم. وقد نشأت العولمة في سبعينات القرن الماضي من خلال سلاسل الإمداد متزايدة التعقيد. وينشأ عن الأزمات الحالية نوع مختلف من العولمة، يتشكل من خلال تدفق المعلومات. وستكون هناك تباينات ملحوظة في الكفاءة التي تستجيب بها المجتمعات لثورة البيانات الجديدة. وتتسم ديناميكية العولمة اليوم بالقدرة على إحداث ثورة في تحقيق أمثلية النظم، مما يجعل الحصول على نتيجة تغير تقني سابق أرخص وأسهل. ومن هذا المنطلق، فإن العولمة هي التي تشكل قانون خفض التضخم الحقيقي. **FD**

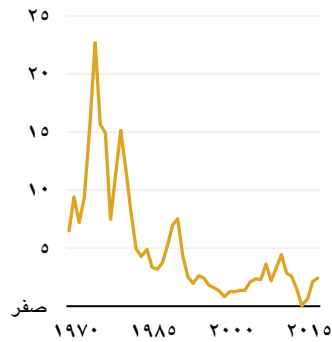
هارولد جيمس هو أستاذ التاريخ والشؤون الدولية بجامعة برينستون ومؤرخ في صندوق النقد الدولي.

الرسم البياني ٢

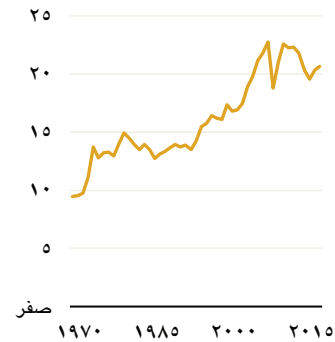
العولمة والتضخم

عقب الطفرة التضخمية التي أحدثتها الصدمات النفطية في سبعينات القرن الماضي، ساهمت تكنولوجيا سفن الحاويات الجديدة في تحفيز عودة التوسع في التجارة العالمية، بينما شهدت الزيادات في أسعار المستهلكين تباطؤا حادا.

المتغير البديل لتضخم أسعار المستهلكين
(تضخم أسعار المستهلكين في المملكة المتحدة %)



التجارة العالمية في السلع
(كنسبة من إجمالي الناتج المحلي)



المصادر: Catão, Luís A. V., and Maurice Obstfeld. 2019. *Introduction to Meeting Globalization's Challenges: Policies to Make Trade Work for All*, edited by Catão and Obstfeld. Princeton, NJ: Princeton University Press; and Bank of England, *A Millennium of Economic Data dataset (to 2016)*; وصندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

دروس من التاريخ

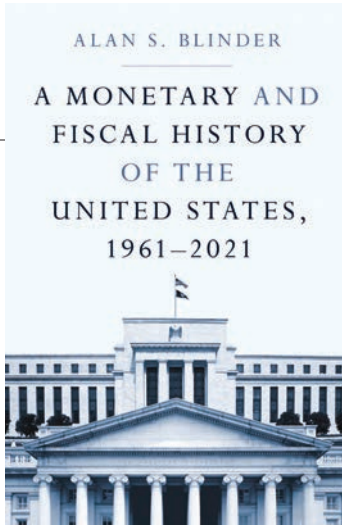
أزمتان شهدهما القرن الحالي (الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ والجائحة العالمية لعام ٢٠٢٠). وبالرغم من ذلك، فنحن نعيش في عالم صنعه محافظو البنك المركزي في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي. وهذا هو العصر الذي أثبت فيه الاقتصاديون بالدليل التجريبي العلاقة بين استقلالية البنك المركزي واستقرار الأسعار، وأشاد السياسيون من جميع الأطياف بحكمة محافظي البنك المركزي في تحقيق الاستقرار السوقي والدبلوماسية الدولية وإصلاح المعاشات التقاعدية والسياسة المالية، وانتشت الأسواق عقب كل تصريح أخير يصدره محافظو البنك المركزي.

وفي كتابه الجديد، يحتفي آلان بلايندر — الاقتصادي الشهير ونائب رئيس الاحتياطي الفيدرالي الأسبق الذي شارك في وضع سياسة المالية العامة والسياسة النقدية خلال تلك الحقبة الذهبية — بحكمة محافظي البنك المركزي، ولكنه يسلم الضوء أيضا على حملاتهم وهجماتهم القبيحة أحيانا في عالم السياسة المالية العامة.

ويكتب بلايندر بشغفه المعهود. فكتابه يموج بعبارات تفسيرية تعكس أسلوبه، وبمقتطفات من سيرة كبار الشخصيات. والأهم من ذلك، وكما يليق بخبير اقتصادي شارك في وضع السياسات على مدار الأربعين عاما الماضية، يركز المؤلف بدقة على انعكاسات التاريخ على الجدال الدائر حول السياسات. ويدون الكتاب تاريخ العصر الذي نعيشه، ويحوي الكثير من المعلومات عن أوجه التضارب والتضافر المستمرة بين سياسة المالية العامة والسياسة النقدية، وآخرها أزمة عام ٢٠٢٠ التي ربما تعكس التضافر الأكبر بين سياسة المالية العامة والسياسة النقدية منذ الحرب العالمية الثانية.

ويتناول بلايندر في كتابه عرضا شاملا لهذا التاريخ الاقتصادي من منظور كينزي (جديد) صريح، حيث يحتفي بالتكنوقراطيين ورؤسائهم السياسيين في منحنى دفاعي عن استقلالية البنك المركزي — انطلاقا من ثقته في أن السياسات تقدم حولا صحيحة تارة وخاطئة تارة أخرى للمسائل التي يثيرها الاقتصاد. فعلى سبيل المثال، من المؤكد أن بلايندر يرفض الفكرة التي تصور محافظي البنك المركزي باعتبارهم أطرافا سياسية فاعلة. وهذه، في رأبي، هي نقطة الضعف الأكبر في كتابه. فالكتاب يقدم صورة قوية عن سياسيين ذوي تحيز عميق للمدى القصير، وتكنوقراطيين يمثلون قوى فكرية مضادة وتنبع معظم — أو ربما جميع — أخطائهم عن الإخفاق في ممارسة الاستقلالية التي تتطلبها مناصبهم.

لكن الواقع أكثر تعقيدا. ففي حين يدافع بلايندر بقوة في كتابه عن الرأي الذي يقول بأن محافظي البنك المركزي ونظراءهم التكنوقراطيين الذين قدموا النصح للسياسيين حول سياسة المالية العامة لم يكونوا متحيزين في نصحهم



آلان بلايندر
التاريخ النقدي والمالي
للولايات المتحدة،
١٩٦١-٢٠٢١

Princeton University Press,
Princeton, NJ, 432 pp., 2022, \$39.95

في كثير من الأحيان، فإن دفاعه عن وجهة النظر بأنهم ليسوا سياسيين غير مرض. وهذا فرق مهم. فهناك أسباب وجيهة للاختلاف الكبير في وجهات النظر بين بلايندر وآلان ميلتزر إزاء سياسات الاحتياطي الفيدرالي في عام ٢٠٠٩ على سبيل المثال. والسبب ليس أن بلايندر ينتمي للحزب الديمقراطي وميلتزر للحزب الجمهوري، ولكنها الطريقة التي قام بها كل من بلايندر وميلتزر باختزال التعقيدات التي يشهدها العالم من خلال رؤية عالمية سمحت بهذا الاختزال.

يركز المؤلف بدقة على انعكاسات التاريخ على الجدال الدائر حول السياسات.

وينطوي عمل محافظي البنك المركزي على اختزال مماثل، إلى جانب أمور أخرى كثيرة. ففي عام ٢٠٢٣، بينما يقود الاحتياطي الفيدرالي العالم نحو تشديد أسعار الفائدة العالمية لمواجهة مستويات التضخم غير المسبوقة، نجد أنفسنا مجددا في خضم هذه المعركة الفكرية. والمخاطر كبيرة هذه المرة، ولكنها ليست مجرد مخاطر تكنوقراطية. فعلى مدار الشهور والسنوات القادمة، سيتعين على محافظي البنك المركزي إصدار أحكام وتقييمات مهمة في ظل حالة عدم اليقين السائدة. ويمثل لنا كتاب بلايندر مرجعا مهما للاستعانة به على اجتياز هذه الاضطرابات. وعلينا الآن أن نلقي نظرة أكثر عمقا على الأوضاع لتقييم إلى مدى سيخوض محافظو البنك المركزي غمار المعترك السياسي لنيل أهدافهم. [FD](#)

بيتر كونتي - براون أستاذ التنظيم المالي في كلية هارفرد
بجامعة بنسلفانيا.

الفائدة ثمن الوقت

تميل الكتابة المالية إلى استخدام أساليب التفضيل: "الأعلى خلال أربعة أسابيع" و"الأكبر على مدار عام". لذلك من المثير للانتباه أن نقرأ أن سقوط مؤسسة ليمان برانرز تلاه قيام البنوك المركزية بخفض أسعار الفائدة إلى أدنى مستوياتها خلال خمس ألبات. هكذا يبدأ إدوارد تشانسيلور كتابه بعنوان ثمن الوقت: القصة الحقيقية للفائدة، مشيراً إلى أن بلاد ما بين النهرين فرضت الفائدة على القروض قبل اختراع عجلات المركبات. فالفائدة القديمة — قبل نشأة العملات المعدنية — التي فرضت على قروض الذرة والماشية انعكست في اللغة التي ربطت تكلفة الاقتراض بما يتم إنتاجه؛ ففي اللغة السومرية، هناك كلمة تعني العنزة الصغيرة، وتشير اليونانية القديمة إلى كلمة توكوس التي تعني العجل.



إدوارد تشانسيلور
ثمن الوقت: القصة الحقيقية للفائدة
Atlantic Monthly Press
New York, NY, 2022, 432 pp., \$28

يساعد على استمرار شركات الزومبي، كما يؤدي إلى زيادة عدم المساواة وتضخم الفقاعات وزعزعة الاستقرار المالي. وينتقد تشانسيلور سياسة الاحتياطي الفيدرالي بسبب أسعار الفائدة المتدنية التي تعود تقريباً إلى تاريخ تأسيسه عام ١٩١٣. ويقول في كتابه إن قيام الاحتياطي الفيدرالي "بإخماد التقلبات الاقتصادية شجع على تراكم الرفع المالي"، حيث أدت السياسة النقدية التيسيرية إلى إشعال فتيل الأزمة المالية عام ٢٠٠٨. ويستشهد تشانسيلور بالصحفي المالي جيمس غرانت، مؤسس نشرة *Grant's Interest Rate Observer*، ويتفق معه في قوله إن الاحتياطي الفيدرالي "أصبح يؤدي وظيفة مزدوجة: إشعال النيران وإخمادها".

ومن بين الأمثلة على "سوء الاستثمار الناتج عن أسعار الفائدة شديدة الانخفاض"، يسلط تشانسيلور الضوء على الاتحادات الاحتكارية المتحكمة في الأسعار، مشيراً إلى الأبحاث التي تؤكد أن أسعار الفائدة هي العامل الأهم الذي يؤثر على هذه الكيانات. فأسعار الفائدة المنخفضة تؤدي إلى المغالاة في تقييم الشركات المبتدئة، مثل شركة ثيرانوس التي قفزت قيمتها إلى ٩ مليارات دولار، وهي شركة مبتدئة أسستها إليزابيث هولمز في مجال الفحوصات الطبية واتهمت بالاحتيال. ومن الأمثلة الأخرى الربيع العربي الذي يرى تشانسيلور أنه نشأ بالتزامن مع انخفاض أسعار الفائدة الأمريكية الذي أدى بدوره إلى تدفق رؤوس الأموال إلى اقتصادات الأسواق الصاعدة وارتفاع أسعار الغذاء. وهناك أيضاً العملات المشفرة التي أثار حالة من الهوس، وهي "وليدة الأوضاع النقدية" وليس التكنولوجيا فحسب: "فقيام البنوك المركزية بتخفيض قيمة عملاتها كان يعني ضرورة إيجاد نوع جديد من النقود".

وفي ظل انعدام الوعي النقدي، تتجدد المخاوف إزاء الرأسمالية والليبرالية بل إزاء الديمقراطية في رأي تشانسيلور. فالبنوك المركزية تتلاعب "بأهم سعر على الإطلاق في الاقتصاد السوقي" والقلب النابض للرأسمالية. ويرى الكاتب أنه في غياب هذا الحراك الناتج عن تكلفة الاقتراض، يستحيل تقييم الدخل المستقبلي أو اتخاذ القرار الصحيح بشأن توزيع موارد رأس المال، وتتقلص المدخرات. وهكذا تلوح في الأفق حلقة مفرغة من الآثار السلبية العاصفة. ويخلص تشانسيلور في كتابه إلى أن استمرار هذه الأوضاع "سيقتضي إحلال استثمارات الدولة محل الاستثمار الخاص، والبنوك المركزية محل البنوك التجارية لتصبح جهة تقديم الائتمان الرئيسية". "وبدون الفائدة المنظمة للسلوك المالي، سيكون النظام المالي غير المستقر بطبيعة الحال في حاجة إلى عدد لا نهائي من القواعد التنظيمية الجديدة".

وفي افتتاحية كتابه، يشير تشانسيلور إلى أن اللغة العبرية تستخدم كلمة *neshek* للتعبير عن الفائدة، وهي "مشتقة من كلمة أخرى تعني لدغة الثعبان". ويختتم بقوله إن "تجنب اللدغة" أسوأ من اللدغة ذاتها. ^{FD}

وفي كتابه الجديد الذي يستند إلى بحث شامل في تاريخ أسعار الفائدة، يوغص الصحفي المالي ومؤلف كتاب *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* في أعماق التاريخ مجدداً.

وأسعار الفائدة المنخفضة هي محور الشر في هذا الكتاب. فقد استحوذت على البنوك المركزية فكرة استهداف التضخم التي أعمتها عن الأضرار، و"لم تحسن مطلقاً دراسة أو حل" التدايعيات في مواجهة أزمة عام ٢٠٠٨ والمصاعب الناجمة عن الدين السيادي في أوروبا وغيرها من القضايا. وقد ساق تشانسيلور أمثلة من عصور وبلدان مختلفة تعزي جميعها الأضرار التي لحقت بالنمو والإنتاجية والمدخرات والاستثمار إلى تدني أسعار الفائدة الشديد. فانخفاض أسعار الفائدة

جيف كيرنز من فريق مجلة التمويل والتنمية.

تفكك الاتحاد السوفيتي من منظور جديد

يصف كتاب جون أودلينغ-سمي التحول الذي طرأ على الاقتصادات الموجهة عقب تفكك الاتحاد السوفيتي في عام ١٩٩١. والمؤلف هو خبير اقتصادي متقاعد ترأس في الفترة من عام ١٩٩٢ إلى عام ٢٠٠٣ الفريق المسؤول عن الجمهوريات السوفيتية السابقة في صندوق النقد الدولي. وينتقل الكتاب بسلاسة من المكاتب الحكومية في مبنى اللجنة المركزية للحزب الشيوعي السابق إلى المنازل الريفية لشباب الإصلاحيين الجامحين في أرخانغلسكو على أطراف موسكو. ويقدم الكتاب لمحة عن حفلات العشاء الرسمية الكبيرة حيث كان يتوقع من الضيوف تلبية الدعوات العديدة لرفع الأنخاب واحتساء أكواب الفودكا أو البراندي لآخر قطرة. ولكن أودلينغ-سمي لم يغب عنه سرد تفاصيل المأساة التي كان يعيشها العوام إبان انهيار الاقتصاد السوفيتي: طوابير لا نهاية لها أمام متاجر المواد الغذائية الحكومية ذات الرفوف الخاوية، وأناس يرتجفون من شدة البرد يفترشون جانب الطريق لبيع أغراض بسيطة. وبينما تلقي هذه القصص الشخصية الضوء على السياق والطابع المميزين لهذه الحقبة وتعين القارئ على فهم النص، يعي أودلينغ-سمي موضوع كتابه ويقدم سردا جادا للقضايا الاقتصادية.

يوضح المؤلف أثر مواطن الضعف السياسي العميقة — لا سيما الفساد والمحسوبية — في منع نمو اقتصادات السوق الحقيقية.

وفي عام ١٩٩١، زار أودلينغ-سمي وأعضاء آخرون من فريق صندوق النقد الدولي الاتحاد السوفيتي لمساعدة البلد على تجنب الانهيار الاقتصادي. وكانت هذه الزيارة "مهمة مستحيلة" بالطبع. فلم يكن معروفا سوى القليل عن اتحاد الجمهوريات السوفيتية الاشتراكية خارجه — بخلاف بعض الإحصاءات المزيفة والأكاذيب الأخرى. ويسوق المؤلف وصفا جليا لرعب اللحظة الأولى والفوضى التي تلت تفكك الاتحاد السوفيتي. وقد اتهم البعض صندوق النقد الدولي بتدمير الاقتصاد السوفيتي — الذي كان على وشك الانهيار في الوقت الذي طُلب فيه تدخل الصندوق.

TOWARDS MARKET ECONOMIES

THE IMF AND THE ECONOMIC TRANSITION IN
RUSSIA AND OTHER FORMER SOVIET COUNTRIES

JOHN ODLING-SMEE

جون أودلينغ-سمي
نحو اقتصادات السوق:
صندوق النقد الدولي
والتحول الاقتصادي في
روسيا وبلدان الاتحاد
السوفيتي السابق الأخرى
Hamilton Books,
New York, NY, 2022, 248 pp., \$24.99

وقد شرفت بالتعاون مع صندوق النقد الدولي عندما كنت رئيسا لوزراء إستونيا من عام ١٩٩٢ إلى عام ١٩٩٤، ولا يسعني إلا الاتفاق مع المؤلف عندما كتب يقول "كلما أمكن التعجيل بتنفيذ الإصلاحات، تسارعت وتيرة التعافي الاقتصادي. أما تأخير الإصلاحات الشاقة، فإنه يطيل عذاب المواطنين وآلامهم". ويقدم أودلينغ-سمي عدة تفسيرات لنجاح بلدان البلطيق. ويمكنني هنا أن أضيف ملاحظتين صغيرتين: الأولى أنها انفصلت تماما عن ماضيها الشيوعي، والثانية أن انهيار الاقتصاد السوفيتي جاء نتيجة انهيار النظام السوفيتي، وليس نتيجة الإصلاحات. وأسلوب الكتاب هادئ وعقلاني. فالمؤلف لا يدافع عن صندوق النقد الدولي أو عن نفسه، ولكنه يطرح مقترحات عما كان يمكن القيام به على نحو مختلف — ربما ليس من جانب صندوق النقد الدولي، ولكن من جانب البلدان التي شهدت تلك المرحلة الانتقالية. ويوضح أثر مواطن الضعف السياسي العميقة — لا سيما الفساد والمحسوبية — في منع نمو اقتصادات السوق الحقيقية.

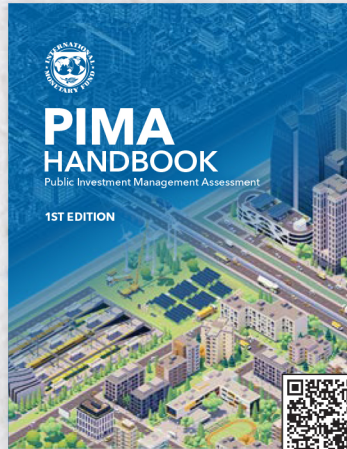
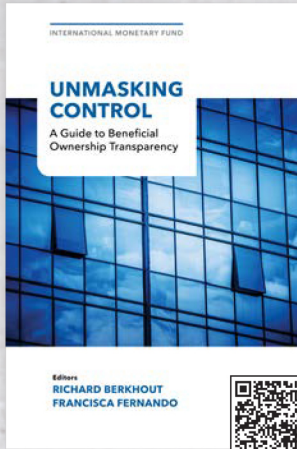
وقد سبق تأليف هذا الكتاب غزو روسيا لأوكرانيا في فبراير ٢٠٢٢ وبالتالي لا يتناول هذه المأساة، ولكنه يسوق وصفا دقيقا لجذورها. فقد أدى فشل الإصلاحات إلى الفساد والمحسوبية وحكم الأقلية — مما أدى بدوره إلى ظهور بوتين واندلاع الحرب. ولا جدوى من توجيه أصابع الاتهام متسائلين "من أضع روسيا؟" فروسيا قد أضعفت نفسها، وهي وحدها القادرة على النهوض بنفسها. **FD**

مارت لار هو رئيس وزراء إستونيا الأسبق.

مطبوعات صندوق النقد الدولي معك أينما كنت

مطبوعات مهمة

يمكنك تحميل المطبوعات التالية عن طريق المسح الضوئي لرمز الاستجابة السريعة (QR):



Arabic
Finance & Development, March 2023



MF IAA2023001

IMF | PUBLICATIONS

الاقتصاد العالمي بين يديك

IMF.org/pubs