

فهم التضخم المنخفض

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي

إن المعتقد السائد هو أن البنوك المركزية تتمتع بقدرتها على خفض التضخم على المدى الطويل؛ لكن أزمة عام ٢٠٠٨ المالية أثبتت أنها عاجزة عن تحقيق ذلك، والسبب هو محدودية أدوات البنوك المركزية، بينما تتحكم السياسة المالية بالتضخم على المدى الطويل، وبذلك فإن سيطرة البنك المركزي على التضخم طويل الأجل تتوقف على قدرته في تحقيق الامتثال المالي لأهدافه.

ظل التضخم دون المستوى المستهدف في العديد من البلدان منذ الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، كظاهرة وصفها صندوق النقد الدولي بأنها: "تضخم منخفض" ²، وهذا كان واضحاً في الولايات المتحدة منذ عام ٢٠١٢، ومن المفارقات، تبني مجلس الاحتياطي الفيدرالي نفقات الاستهلاك الشخصي ³ PCE عند ٢٪.

ويزداد الأمر تعقيداً عند النظر إلى نظرية التضخم من خلال منحنى فيليبس، فبعد أن بلغت ذروته ١٠٪ في عام ٢٠٠٩، انخفض معدل البطالة في الولايات المتحدة بشكل مطرد إلى ما يقرب ٤٪. وهذا الانخفاض يجب أن يندرج بارتفاع معدل التضخم في المستقبل.

تقوم النظرية النقدية والمالية للتضخم على نموذج التوليد المتداخل (Diamond, 1965). ويتميز النموذج باستثمار رأس المال المادي والأصول الخارجية التي تتكون من الدين الحكومي الاسمي المتمثل بالاحتياطيات بفائدة وبالسنادات؛

تحدد السلطة المالية مسار الإنفاق الحكومي والضرائب، وبالتالي مسار الدين الاسمي، بينما تحدد السلطة النقدية سعر الفائدة الاسمي المدفوع على الاحتياطيات والدين الحكومي، وبالتالي تكوين الدين الحكومي المستحق بين احتياطيات البنك المركزي والسنادات الحكومية في أيدي الجمهور خارج البنك المركزي. وعليه يمكن أن يكون للسياسة النقدية والمالية تأثير دائم على مستوى الاستثمار والإنتاج.

¹ David Andolfatto and Andrew Spewak, Understanding Lowflation, Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, First Quarter 2019, 101(1), pp. 1-26. <https://doi.org/10.20955/r.101.1-26>, link

² See Moghadam, Teja, and Berkmen (2014).

³ Personal Consumption Expenditures Price Index

إن السيطرة على حجم النقد يترجم بالسيطرة على معدل التضخم في المدى الطويل . وعلى الرغم من هذا، لا يمكن للبنك المركزي من جانب واحد أن يفرض معدل التضخم على المدى الطويل . لكن يمكنه تحديد مسار مستوى السعر (وبالتالي التضخم) على المدى القصير من خلال معالجة العائد على السندات من خلال عمليات السوق المفتوحة عندما تكون الاحتياطات نادرة وعبر الفائدة المدفوعة على الاحتياطات عندما يتم الاحتفاظ بالاحتياطات كفائض عن الحد الأدنى القانوني .

وفي نموذج مقترح لتحديد القيود التي تواجهها سلطة نقدية تهدف إلى اتباع سياسة تضخم طويلة الأجل في مواجهة سلطة مالية غير متعاونة . اعتبرت تجربتين؛ تبدأ كلتا التجربتين بالاقتصاد في حالة ثابتة يكون فيها عائد السندات أعلى من الفائدة المدفوعة على الاحتياطات (بحيث تكون الاحتياطات نادرة) وحيث تتفق كل من السلطات النقدية والمالية على هدف تضخم طويل الأجل . السياسة المالية بالنسبة لأي سياسة نقدية معينة، يتم استيفاء قيود ميزانية الحكومة المؤقتة من خلال التعديلات في فائض الميزانية الأولية الحقيقي :

– التجربة ١ : البنك المركزي يخفض بشكل مفاجئ هدف التضخم المفضل على المدى الطويل، في محاولة للحفاظ على معدل التضخم عند أدنى سعر ممكن .

– التجربة ٢ : البنك المركزي يرفع بشكل مفاجئ هدف التضخم المفضل لديه .

القضية المركزية هي كيف من المرجح أن يتم حل النزاعات الناتجة على المدى الطويل، وأشارت نتائج التحليل إلى أن البنك المركزي من المرجح أن يفوز بالمسابقة الأولى ويفقد الثانية .

وعلى الرغم من النكهة التقليدية النقدية للنموذج، هناك سببان وراء عدم سيطرة البنك المركزي من جانب واحد على معدل تضخم طويل الأجل :

– أولاً، عادة ما تكون البنوك المركزية مقيدة بتكوين أموال من سندات الخزينة . لا يسمح لهم عادة بالمشاركة في التحويلات النقدية أو فرض الضرائب . لا يمكن أن ينمو عرض أموال البنك المركزي بسرعة أكبر من الدين العام لفترة غير محددة .

– ثانياً، قد تتضمن القاعدة النقدية في بعض الأحيان إجمالي الدين العام وليس جزءاً منه نقداً . عندما ينظر إلى احتياطات البنك المركزي وأوراق الخزنة كبديلين مقربين (كما يتضح، على سبيل المثال،

بفارق ضئيل على عوائد كل منهما)، فإن عرض النقود الأساسي الفعال يشكل إجمالي المعروض من الأصول الخارجية – وهو كائن يتحكم فيه السلطة المالية بدلاً من السلطة النقدية.

على الرغم من هذه القيود، لا يلزم أن يكون البنك المركزي عاجزاً تماماً من حيث التأثير على مستوى الأسعار وحتى المسار النهائي للتضخم طويل الأجل. في ظل الظروف العادية (أي عندما تهيمن السندات على المال بمعدل العائد)، يمكن للبنك المركزي التأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي ومستوى السعر من خلال عمليات السوق المفتوحة. على الرغم من أن المصرف المركزي لا يستطيع تحديد معدل التضخم طويل الأجل دون تعاون مالي، إلا أنه يمكن أن يؤثر على مسار مستوى الأسعار لفترة زمنية محددة على الأقل. على مدار هذا الفاصل الزمني المحدود، يضغط البنك المركزي على السلطة المالية بطول بعدين:

– أولاً، خفض التضخم من خلال سياسة نقدية تقييدية، يخفض البنك المركزي النشاط الاقتصادي الحقيقي.

– ثانياً، إن ارتفاع سعر الفائدة الضمني المرتبط بالسياسة النقدية المشددة له تأثير على زيادة حساب الفائدة على الدين العام، مما يستلزم تعديلات مالية مؤلمة سياسياً.

إن الفكرة التي نشجع عليها؛ استخدمها سارجنت (١٩٨٦) كتفسير لعجز ريغان، حيث خفضت الإدارة الضرائب وشجعت الظروف النقدية المشددة على حث الكونغرس على خفض الإنفاق. كما نوضح أدناه، تشير قرأتنا للأدلة إلى تعاون أقل بين مجلس الاحتياطي الفيدرالي والإدارة، مع تقسيم عناصر الكونغرس بينهما.

في ثمانينيات القرن الماضي، نوقشت مسألة التنسيق المالي والنقدي في سياق بيئة عالية التضخم. طرح مؤيدو استقلالية البنك المركزي السيناريو بشكل حار باعتباره الحاجة إلى سلطة نقدية رصينة وملتزمة للتحقق من سلطة مالية مسرفة بشكل طبيعي (والر، ٢٠١١). نظراً لأن مشكلة التضخم المرتفع هي المشكلة دائماً تقريباً، ففكر قليلون في سؤالهم عن الشكل الذي قد تبدو عليه لعبة تنسيق السياسات في سياق التضخم المنخفض.

تشير نظرية التضخم لدينا إلى أن الضغوط التي يمكن أن يمارسها البنك المركزي على السلطة المالية – وبالتالي، فإن النفوذ الذي يتعين عليه التأثير عليه في نهاية المطاف على مسار السياسة المالية – هو عدم تناسق بين أنظمة التضخم العالية مقابل معدلات التضخم المنخفضة:

– **في الحالة الأولى**، يتطلب خفض التضخم سياسة نقدية انكماشية، من بين أمور أخرى، تزيد من حساب الفائدة على الدين العام.

– **في الحالة الثانية**، يتطلب التضخم المتزايد سياسة نقدية توسعية تؤدي، كفوائد جانبية، إلى خفض نفقات الفائدة للدين العام.

علاوة على ذلك، عندما تتخذ السياسة النقدية التوسعية شكل عمليات شراء سندات الخزنة، يمكن أن ينخفض سعر الفائدة الاسمي فقط عند انخفاض الفائدة المدفوعة على الاحتياطيات. أصبحت مشتريات البنك المركزي من سندات الخزنة غير فعالة على نحو متزايد مع انتشار الفرق على عوائد السندات وتضييق الاحتياطيات. في الحد، عندما تكون متساوية، تكون عمليات شراء الأصول الإضافية غير ذات أهمية إلا بقدر ما تؤدي إلى تراكم الاحتياطيات الزائدة.

بالنظر إلى دور الدولار الأمريكي كعملة احتياطية عالمية، فإن العديد من العوامل التي تؤثر على نمو الطلب على ديون الخزنة الأمريكية ستكون خارج الاقتصاد الأمريكي. ومع ذلك، يتم تحديد العرض بالدولار الأمريكي والخزائن على المستوى المحلي، وبالتالي، وبصرف النظر عن الاضطرابات المؤقتة التي قد تجلبها العوامل الخارجية، يظل معدل التضخم طويل الأجل تحت السيطرة المحلية.

الأداة الرئيسية المتبقية تحت تصرف مجلس الاحتياطي الفيدرالي هي الفائدة على الاحتياطيات. تقترح نظريتنا أنه لتشجيع التضخم في مواجهة سياسة مالية مشددة. ولكي يشكل التضخم تهديداً كبيراً، يجب أن يكون معدل إصدار الدين الاسمي تسريع و / أو نمو الطلب العالمي على ديون الولايات المتحدة يجب أن يهدأ. ويمكن تحديد ثلاث قوى تضخمية محتملة على الأقل:

– **أولاً**، الاقتصاد المزدهر، يؤدي إلى إعادة تخصيص الدولار إلى فئات الأصول ذات المخاطر العالية.

– **ثانياً**، خفض الضرائب سيزيد الدين الوطني بشكل كبير.

– **ثالثاً**، نمو الطلب العالمي على ديون الخزنة الأمريكية سيتراجع إذا ضعف النمو الاقتصادي فيها.