

كيف وجدت الاقتصادات الأوروبية الناشئة أداة جديدة للسياسة النقدية

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي

قد يكون شراء السندات الحكومية من قبل البنوك المركزية في الأسواق الناشئة بمثابة تذكير لبعض أيام التمويل النقدي للحكومة، والذي تبعه في كثير من الأحيان ارتفاع التضخم وانخفاض قيمة العملة. ومع ذلك، فإن الإجراءات الناجحة التي اتخذتها العديد من البنوك المركزية في أوروبا الناشئة لشراء السندات الحكومية خلال جائحة كوفيد-19 تصدت لهذا التاريخ.

وسط اضطراب الأسواق المالية في بداية الوباء، أطلقت البنوك المركزية في كرواتيا والمجر وبولندا ورومانيا وصربيا وتركيا برامج شراء الأصول² (APPs)، وشراء سندات العملة المحلية الصادرة عن الحكومات ولكن أيضاً من قبل القطاع الخاص كحالة المجر. تشير الأبحاث الجديدة التي أجراها صندوق النقد الدولي إلى أن شراء الأصول في أوروبا الناشئة ساهم في التخفيف من اختلال وظائف الأسواق المالية، دون ظهور علامات على وجود آثار مزعزعة للاستقرار. وبتحقيق هذا الهدف ولدعم انتقال معدلات السياسة الأعلى إلى الطرف الأطول لمنحنى العائد، يجب على البنوك المركزية في أوروبا الناشئة تقليص برامج شراء الأصول أو إنهائها بمجرد تشديد السياسات النقدية.

برامج شراء الأصول في أوروبا الناشئة متميزة

مقارنةً بـ APPs التي استخدمتها البنوك المركزية للاقتصاد المتقدم أثناء الوباء، كانت معظم APPs في أوروبا الناشئة أصغر حجماً، على الرغم من وجود تمايز كبير داخل المنطقة. كما اقتصر بشكل عام على الفترة المباشرة التي أعقبت ظهور الوباء، باستثناء المجر وبولندا، حيث تستمر عمليات شراء الأصول.

¹ How Emerging European Economies Found a New Monetary Policy Tool, William Lindquist, Nadeem Ilahi, and Jaewoo Lee, IMF European Department, September 29, 2021, [Link](#)

² برنامج تم وضعه في ميزانية البنك، حيث يقوم من خلاله بشراء الأصول المالية المختلفة وإجراء عملية توفير الأموال بسعر ثابت مقابل ضمانات مجمعة، بهدف تشجيع انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل في السوق وتقليل أقساط المخاطر المختلفة لزيادة تعزيز التيسير النقدي (نقلا عن البنك المركزي الياباني: رابط).

يتوافق النطاق والمدة المحدودان لهذه APPs مع أهدافها، والتي كانت للتخفيف من اختلال وظائف السوق المالية، وتوفير السيولة، وإصلاح آليات نقل السياسة النقدية. مما يميز هذه APPs عن التيسير الكمي الذي تستخدمه البنوك المركزية للاقتصاد المتقدم، والذي يهدف إلى توفير حافز إضافي في سياق سياسة أسعار الفائدة عند أو بالقرب من الحد الأدنى الفعال. في الواقع، تم تنفيذ APPs في أوروبا الناشئة في الغالب جنباً إلى جنب أو حتى قبل تخفيف السياسة النقدية التقليدية. على سبيل المثال، انتهى برنامج شراء الأصول في رومانيا بشكل أساسي خلال صيف عام ٢٠٢٠، لكن معدل الفائدة فلم يصل إلا إلى مستوى منخفض وبلغ ١.٢٥٪ في يناير ٢٠٢١.

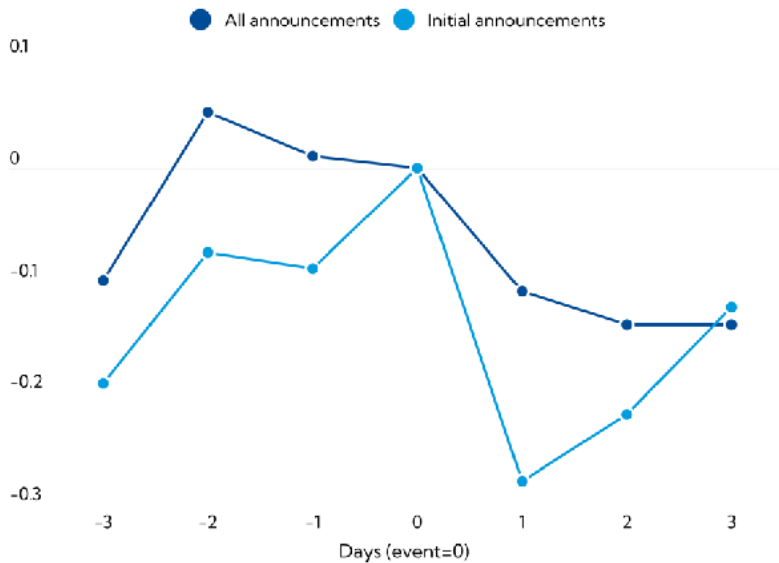
خفضت برامج شراء الأصول من ضغوط سوق السندات

تشير أبحاث صندوق النقد الدولي إلى أن APPs في أوروبا الناشئة كانت ناجحة في التخفيف من اختلال وظائف السوق في أعقاب الصدمة الوبائية مباشرة. باستخدام نهج دراسة الأحداث، وجدنا دليلاً على أن إعلانات APPs أدت إلى تخفيف ضغوط السيولة في سوق السندات وانعكس الارتفاع في فروق الأسعار على المدى الطويل.

Bond yields

Following purchase program announcements in emerging Europe, long-term bond yields declined, especially following initial announcements.

(median response of 10-year bond yields, cumulative percentage point change)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.

Note: Refers to bond yields for Croatia, Hungary, Poland, Romania, and Turkey.

IMF

الأهم من ذلك، لا يوجد أي دليل على أن هذه **APPS** أدت إلى ضغوط على العملة. قد يعكس ذلك مدتها ونطاقها المحدودين في الغالب. في البلدان التي كانت فيها **APPS** أكثر شمولاً أو مطولة، ربما لعبت الإجراءات التي اتخذتها البنوك المركزية لامتنعاص السيولة الإضافية الناتجة عن عمليات الشراء هذه دوراً في تقليل التأثير على أسعار الصرف. على سبيل المثال، أصدر البنك المركزي البولندي الأوراق المالية الخاصة به، بينما استخدم البنك المركزي المجري تسهيلات الإيداع لاستنزاف السيولة الناتجة عن عمليات الشراء.

سحب أو إيقاف برامج شراء الأصول المتبقية

بعد التخفيف من الخلل الوظيفي الأولي للسوق بنجاح، انتهت بالفعل معظم **APPS** في المنطقة. وبالنسبة لـ **APPS** الجارية في المجر وبولندا، يجب على البنوك المركزية النظر في الأهداف ودورها في تشديد السياسة النقدية، والذي بدأ بالفعل في المجر. يجب أن تكون الزيادات في معدلات السياسة مصحوبة بتدرج أو وقف **APPS**، مما يدعم نقل معدلات السياسة الأعلى إلى الطرف الأطول لمنحنى العائد.

في أغسطس، أعلن البنك الوطني المجري أنه سيبدأ تدريجياً في خفض مشترياته من السندات الحكومية. في حين أن البنك الوطني البولندي لم يرفع أسعار الفائدة بعد، إلا أن وتيرة الشراء تباطأت بشكل ملحوظ منذ أشهر الربيع.

الدور المستقبلي لبرامج شراء الأصول

بينما نجحت **APPS** في أوروبا الناشئة خلال الوباء، يبدو الآن أنها جزء من مجموعة الأدوات، إلا أن الظروف التي يمكن استخدامها فيها في المستقبل أقل وضوحاً. جزئياً، قد يعتمد استخدامها على الظروف العالمية. ومن المهم أن ندرك أن التيسير شبه الشامل للسياسات النقدية أثناء الوباء قد خلق ظروفاً مواتية أكثر للأسواق الناشئة **EMs** لاستخدام مثل هذه الأدوات. يبقى أن نرى ما إذا كان يمكن استخدام **APPS** من قبل الأسواق الناشئة **EMs** استجابة للصدمات الفردية دون إثارة ردود فعل كانخفاض قيمة العملة.

أساسيات الدولة مهمة أيضاً. يتمثل أحد المخاوف بشأن **APPS** في الأسواق الناشئة في أنها يمكن أن تحفز الهيمنة المالية إذا ساعدت في دعم العجز الذي لا يمكن تمويله بالوسائل التقليدية. كما أنه من

المرجح أن يخفف السجل الحافل لاستقرار الاقتصاد الكلي والمؤسسات الاقتصادية ذات المصدقية من المخاوف بشأن الهيمنة المالية. وتحقيقا لهذه الغاية، فإن الهيكل والانضباط اللذين توفرهما عضوية الاتحاد الأوروبي يجعلان هذه المخاطر أقل حدة، مما يحتمل أن يعزز النطاق المستقبلي **APPs** في هذه البلدان.