

إعادة التفكير في السياسة النقدية في عالم متغير، تعاون غير تقليدي¹

MARKUS K. BRUNNERMEIER

IMF

بعد عقود من السكون، عاد التضخم. لمحاربتها يجب على البنوك المركزية تغيير نهجها

تتكون النظرية النقدية في الاقتصاد من مدارس فكرية مختلفة بدلاً من نموذج واحد موحد. تؤكد كل مدرسة من هذه المدارس على القوى المختلفة التي تدفع التضخم وتوصي باستجابة سياسية متميزة. لقد أثارت الأوقات المختلفة تحديات مختلفة – وكل منها يتطلب نهجاً سياسياً خاصاً به. الآن، يتطلب عودة التضخم إلى الظهور تحولاً آخر في التركيز في السياسة النقدية. الإطار الفكري السائد الذي اتبعته البنوك المركزية منذ الأزمة المالية العالمية التي بدأت في عام ٢٠٠٨ لا يشدد على القضايا الأكثر إلحاحاً التي تلوح في الأفق ولا يخفف من عواقبها الوخيمة المحتملة في هذا المناخ الجديد. بعد فترة طويلة من أسعار الفائدة المنخفضة والتضخم المنخفض، يدخل الاقتصاد العالمي مرحلة تتميز بارتفاع معدلات التضخم وارتفاع مستويات الدين العام والخاص. قبل خمسة عشر عاماً، رأت البنوك المركزية حاجة ملحة لدمج مخاوف الاستقرار المالي والانكماش في نماذجها التقليدية للاقتصاد وطوّرت أدوات غير تقليدية للتعامل مع كليهما. على الرغم من أن الاستقرار المالي لا يزال مصدر قلق مهم، إلا أن هناك اختلافات مهمة بين البيئة الحالية والأخرى التي أعقبت الأزمة المالية العالمية: الدين العام مرتفع الآن، لذا فإن أي زيادة في أسعار الفائدة لدرء تهديدات التضخم تجعل خدمة الدين أكثر تكلفة – مع ما يترتب على ذلك من آثار مالية عكسية فورية وكبيرة على الحكومة. منذ بداية أزمة كوفيد ١٩ في أوائل عام ٢٠٢٠، من الواضح أيضاً أن السياسة المالية يمكن أن تكون محركاً مهماً للتضخم.

¹ Rethinking Monetary Policy in a Changing World, IMF, MARCH 2023, [Link](https://www.imf.org/en/Publications/WP/Papers/2023/01/01/Rethinking-Monetary-Policy-in-a-Changing-World).

بدلاً من الضغوط الانكماشية، تعاني معظم البلدان من تضخم مفرط. وهذا يعني أن هناك الآن مقايضة واضحة بين السياسة النقدية التي تحاول تقليل الطلب الكلي عن طريق رفع أسعار الفائدة والسياسة التي تهدف إلى ضمان الاستقرار المالي.

لقد تغيرت طبيعة الصدمات وتواترها. كانت الصدمات التاريخية في الغالب من الزيادات أو النقصان في الطلب - مع استثناء بارز لصدمات العرض خلال ما يسمى بالركود التضخمي في السبعينيات. الآن هناك العديد من الصدمات: الطلب مقابل العرض، مخاطر محددة مقابل مخاطر نظامية، انتقالية مقابل دائمة. من الصعب تحديد الطبيعة الحقيقية لهذه الصدمات في الوقت المناسب للاستجابة لها. يجب أن يكون محافظو البنوك المركزية أكثر تواضعاً.

تتطلب السياسة النقدية نهجاً معديلاً قوياً للتغيرات المفاجئة وغير المتوقعة في سيناريو الاقتصاد الكلي. قد يكون للسياسات الفعالة في بيئة اقتصاد كلي واحدة عواقب غير مقصودة عندما تتغير الظروف فجأة. سيناقش هذا المقال التحديات الرئيسية التي ستواجهها البنوك المركزية، والنظريات النقدية التي ستسلط الضوء عليها، وكيف يمكن للبنوك المركزية أن تتجنب الرضا عن الذات وينتهي بها الأمر إلى خوض الحرب الأخيرة.

التفاعل النقدي والمالي

يبدو أن البنوك المركزية تعمل كمدرء للاقتصادات الحديثة، حيث تحدد أسعار الفائدة بهدف تثبيت التضخم وتحقيق التوظيف الكامل في كثير من الأحيان (في الاقتصادات المتقدمة). حجر الزاوية الأساسي لهذا النهج، والذي يمكن تسميته بالهيمنة النقدية، هو استقلال البنك المركزي. يتمتع البنك المركزي باستقلالية قانونية إذا كان لديه السلطة القانونية النهائية لتحديد أسعار الفائدة دون تدخل من الحكومة. ومع ذلك، فإن الاعتماد الفعلي مهم أيضاً: عند تحديد أسعار الفائدة، لا ينبغي للبنك المركزي أن يقلق بشأن ما إذا كانت المعدلات المرتفعة ستؤدي إلى زيادة مديونية الحكومة أو مخاطر التخلف عن السداد. في الواقع، بينما يرفع البنك المركزي أسعار الفائدة ويتعين على الحكومة أن تدفع المزيد مقابل ديونها، فإن الأمل هو أن تقوم السلطات بخفض النفقات، وبالتالي تهدئة الاقتصاد وخفض ضغط التضخم. تتوقف قدرة البنوك المركزية على وضع السياسة النقدية والسيطرة على الاقتصاد في الأوقات العصيبة على استقلاليتها.

سمحت أسعار الفائدة المنخفضة ومستويات الدين العام الأقل خطورة التي سادت بعد الأزمة العالمية للبنوك المركزية بتجاهل ما كان آنذاك تفاعلات غير منطقية نسبياً بين السياسة النقدية والمالية. كانت الفترة التي أعقبت أزمة عام ٢٠٠٨ فترة هيمنة نقدية – أي أنه كان بإمكان البنوك المركزية أن تحدد أسعار الفائدة بحرية وتسعى إلى تحقيق أهدافها بمعزل عن السياسة المالية. اقترحت البنوك المركزية أن المشكلة الأساسية ليست ارتفاع الأسعار، ولكن احتمال أن يؤدي ضعف الطلب إلى انكماش كبير. ونتيجة لذلك، ركزوا بشكل أساسي على تطوير أدوات سياسة غير تقليدية للسماح لهم بتوفير حوافز إضافية. كما شعرت البنوك المركزية بالجرأة على اتباع سياسات من شأنها أن تلبّي في الوقت نفسه الحاجة إلى مزيد من التحفيز وتحقيق الأهداف الاجتماعية، مثل تسريع التحول الأخضر أو تعزيز الاندماج الاقتصادي.

خلال أزمة كوفيد ١٩، تغيرت الظروف بشكل كبير. ارتفع الإنفاق الحكومي بشكل حاد في معظم البلدان النامية. في الولايات المتحدة، قدمت الحكومة الفيدرالية دعماً هائلاً ومركّزاً للغاية في شكل "فحوصات تحفيزية" تُرسل مباشرة إلى الأسر. نفذت البلدان الأوروبية في البداية برامج أكثر تواضعاً إلى حد ما (تركز بشكل كبير على منع ترك العمال) وعلى برامج الإنفاق لمساعدة التحولات الخضراء والرقمية. يبدو أن التوسع المالي كان المحرك الأساسي للتضخم في الولايات المتحدة ولكنه ساهم أيضاً في التضخم في أوروبا. ولكن مع تزايد الإنفاق، تعرضت البلدان لصدمات في الإمداد بنسب غير مسبقة، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى المشكلات المرتبطة بالبواب – مثل اضطرابات سلسلة التوريد. هذه إضافة إلى ضغوط التضخم.

أظهر الوباء أن السياسة النقدية لا تتحكم دائماً في التضخم من تلقاء نفسها. تلعب السياسة المالية دوراً أيضاً. والأهم من ذلك، أن التراكم المصاحب للدين العام زاد من إمكانية الهيمنة المالية – حيث لا يستجيب العجز العام للسياسة النقدية. في حين أن مستويات الديون المنخفضة والحاجة إلى التحفيز سمحت للسلطات النقدية والمالية بالعمل جنباً إلى جنب في أعقاب الأزمة المالية العالمية، فإن احتمالية الهيمنة المالية تهدد الآن بوضعها في مواجهة بعضها البعض. تود البنوك المركزية رفع أسعار الفائدة لكبح جماح التضخم، بينما تكره الحكومات نفقات الفائدة المرتفعة. إنهم يفضلون أن تتعاون البنوك المركزية من خلال تسهيل ديونها – أي عن طريق شراء الأوراق المالية الحكومية التي لن يشتريها المستثمرون الخاصون.

لا يمكن للبنوك المركزية الاحتفاظ بالاستقلال إلا إذا وعدت بعدم الموافقة على أي رغبة حكومية في تحويل الديون المفرطة إلى نقود، الأمر الذي قد يجبر السلطات بعد ذلك على خفض الإنفاق أو زيادة الضرائب، أو كليهما – ما يسمى بضبط أوضاع المالية العامة.

السؤال الرئيس للسياسة هو ما الذي يحدد الفائز في أي منافسة بين الهيمنة المالية والنقدية. الضمانات القانونية لاستقلال البنك المركزي غير كافية، في حد ذاتها، لضمان الهيمنة النقدية: يمكن للهيئات التشريعية أن تهدد بتغيير القوانين ويمكن تجاهل المعاهدات الدولية، مما قد يتسبب في إعاقة البنك المركزي لسياسته المفضلة. لتعزيز الهيمنة النقدية، يجب أن يظل البنك المركزي يتمتع برأس مال جيد: إذا تطلب الأمر إعادة رسملة متكررة من الحكومة، فإن البنك المركزي يبدو ضعيفاً ويخاطر بفقدان الدعم العام. البنوك المركزية ذات الميزانيات العمومية الكبيرة التي تحتوي على العديد من الأصول الخطرة وتدفع الفائدة على الاحتياطات للبنوك الخاصة قد تتعرض لخسائر كبيرة مع ارتفاع أسعار الفائدة. قد تؤدي هذه الخسائر إلى زيادة الضغط من السلطات المالية للامتناع عن رفع أسعار الفائدة.

يجب على البنك المركزي أن يبقي الرأي العام إلى جانبه، لأن الجمهور هو المصدر النهائي لسلطته واستقلالته.

والأهم من ذلك، يجب على البنك المركزي أن يبقي الرأي العام إلى جانبه، لأن الجمهور هو المصدر النهائي لسلطته واستقلالته. وهذا يعني أن البنك المركزي يجب أن ينقل بشكل فعال الأساس المنطقي لإجراءاته للاحتفاظ بالدعم العام، لا سيما في مواجهة التضخم المدفوع مالياً. يحافظ البنك المركزي في نهاية المطاف على هيمنته إذا كان قادراً على أن يعد بمصادقية أنه لن ينقذ الحكومة من خلال تسييل الدين العام إذا كان هناك تخلف عن السداد.

تهديد الهيمنة المالية

تواجه البنوك المركزية تحديات جديدة في التفاعل بين الاستقرار النقدي والمالي. وهي تعمل الآن في بيئة يكون فيها الدين الخاص مرتفعاً، وتنخفض علاوات المخاطر على الأصول المالية، وتشوه مؤشرات الأسعار، ويعتمد القطاع الخاص بشكل كبير على السيولة التي يوفرها البنك المركزي في الأزمات. الفرق الرئيس بين الفترة التي تلت أزمة عام ٢٠٠٨ والوضع اليوم هو أن التضخم مرتفع بشكل مفرط. قبل عقد ونصف، تزامن هدف البنوك المركزية المزدوج المتمثل في تحفيز النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي من

خلال سياسات غير تقليدية. الآن، هناك مقايضات واضحة بين إدارة التضخم والاستقرار المالي، لأن رفع أسعار الفائدة لمكافحة التضخم يهدد بزعزعة استقرار الأسواق المالية.

بعد الأزمة العالمية، واجهت البنوك المركزية المشكلة المزدوجة المتمثلة في ضعف الطلب وعدم الاستقرار المالي والتزمت بفعل "كل ما يلزم" لمعالجة كليهما. بمجرد استنفاد حوافز أسعار الفائدة التقليدية، تحولوا إلى برامج التسهيل الكمي غير التقليدية (QE)، حيث قاموا بشراء كميات كبيرة من الأصول الخطرة من القطاع الخاص، على أمل أن يؤدي الانخفاض الناتج في هوامش الائتمان إلى تحفيز الإقراض والنشاط الحقيقي. كما مكّنت برامج التيسير الكمي البنوك المركزية من لعب دور هام جديد كصانع سوق الملاذ الأخير، وشراء الأوراق المالية عندما لا يفعل أي شخص آخر ذلك.

هناك دائماً مفاضلات بين أهدافهم المتمثلة في استقرار الأسعار والاستقرار المالي – حتى لو أصبح هذا التوتر واضحاً فقط على المدى الطويل.

تسببت عمليات الشراء الكبيرة للأصول الخاصة في تضخم ميزانيات البنوك المركزية، ولم يتم التراجع عن هذا التوسع عندما انتهت الأزمة لأن البنوك المركزية كانت تخشى أن يؤدي القيام بذلك بسرعة إلى إحداث أضرار اقتصادية.

أدى الاستعداد للاحتفاظ بميزانيات كبيرة إلى تراكم الديون الخاصة، وانخفاض هوامش الائتمان، وإشارات الأسعار المشوهة، وارتفاع أسعار المساكن من زيادة إقراض الرهن العقاري. أصبح القطاع الخاص يعتمد على السيولة التي توفرها البنوك المركزية واعتماد على بيئة أسعار الفائدة المنخفضة. في الواقع، أصبحت الأسواق المالية تتوقع أن البنوك المركزية ستدخل دائماً عندما تنخفض أسعار الأصول إلى مستويات منخفضة للغاية. نظراً لأن القطاع الخاص أصبح معتمداً بشكل كبير على البنك المركزي، فقد يكون التأثير الانكماشى لتفكيك الميزانيات العمومية للبنك المركزي أكثر وضوحاً من الحوافز التي يوفرها التيسير الكمي. لم يتضح بعد أي المشاكل قد يعاني منها القطاع المالي عندما تتغير بيئة السياسة النقدية بشكل مفاجئ، لكن الخسائر المحتملة التي تواجهها صناديق التقاعد في المملكة المتحدة في عام ٢٠٢٢ توفر تحذيراً صارخاً. استخدمت تلك الصناديق تقنيات يمكن أن تؤدي، عندما تنهار، إلى تشويه خطير لأسعار الفائدة طويلة الأجل وإحداث أزمة أكبر. اضطر بنك إنجلترا للتدخل لشراء سندات المملكة المتحدة لإحباط أزمة بعد ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل.

الآن، في بيئة تجبر البنوك المركزية على رفع أسعار الفائدة لمكافحة التضخم، فإن أهدافها المتمثلة في استقرار التضخم وصراع الاستقرار المالي. أدى اعتماد القطاع الخاص، وخاصة أسواق رأس المال، على سيولة البنك المركزي إلى حالة من الهيمنة المالية، حيث يتم تقييد السياسة النقدية بسبب المخاوف بشأن الاستقرار المالي. في مثل هذه البيئة، قد يؤدي التشديد النقدي إلى إحداث فوضى في القطاع المالي ويجعل الاقتصاد أكثر عرضة حتى للاضطرابات الصغيرة. يعتمد مدى الهيمنة المالية على ما إذا كانت البنوك الخاصة تتمتع برسملة كافية لتحمل الخسائر وعلى سهولة إجراءات الإفلاس الخاصة. إن قانون الإعسار الذي يعمل بشكل جيد سيعزل النظام عن الآثار غير المباشرة لفشل مؤسسة فردية ويقلل من احتمالية شعور البنك المركزي بأنه مضطر لإنقاذه. تجعل هذه المشكلات من الصعب على البنوك المركزية خفض التضخم دون التسبب في ركود - وتقوض إلى حد ما استقلالها الفعلي.

تتطلب هذه المشكلات إعادة التفكير في كيفية تفاعل السياسة النقدية مع الاستقرار المالي. من الأهمية بمكان أن تهدف البنوك المركزية إلى استعادة إشارات الأسعار بسلاسة في الأسواق الخاصة التي تدخلت فيها بشكل مفرط. يجب أن يدركوا أيضاً أن هناك دائماً مقايضات بين أهدافهم المتمثلة في استقرار الأسعار والاستقرار المالي - حتى لو أصبح هذا التوتر واضحاً فقط على المدى الطويل. يؤدي تراكم الميزانيات العمومية للبنك المركزي إلى تشوهات مالية ويقيد إجراءاتهم المستقبلية. يجب أن تتوقع البنوك المركزية هذا التوتر وتفرض رقابة احترازية كلية أكبر - أي التنظيم ليس فقط مع مراعاة سلامة المؤسسات الفردية، كما كان هدف التنظيم المالي تاريخياً، ولكن أيضاً لضمان سلامة النظام المالي باعتباره جميعاً. يجب أن يركز هذا التنظيم التحوطي الكلي المحسن بشكل خاص على مراقبة توزيعات الأرباح وتراكم المخاطر في أسواق رأس المال غير المصرفية. أخيراً، يجب على البنوك المركزية إعادة النظر في أدوارها كمقرضين وصانعي سوق الملاذ الأخير والتأكد من أن أي تدخلات مؤقتة فقط. يجب أن تركز البنوك المركزية على توصيل إطار سياسة يعمل على تسهيل ظروف السيولة دون أن يؤدي إلى عمليات شراء دائمة للأصول.

توقعات التضخم ومرتكزاته

واليوم، تؤدي موجة العرض والصدمات الأخرى إلى ارتفاع التضخم وتهدد بفصل توقعات التضخم عن هدف التضخم للبنك المركزي أو نقطة ارتكازه. بعد ما يسمى بالاعتدال الكبير في الثمانينيات

والتسعينيات – عندما كان التضخم والنمو الاقتصادي مواتيين – كانت توقعات التضخم مستقرة عبر الاقتصادات المتقدمة. في أعقاب الأزمة المالية العالمية، كانت هناك مخاوف من انخفاض الأسعار الإجمالية (الانكماش). لكن التضخم السريع الذي أعقب جائحة كوفيد-١٩ جعل البنوك المركزية تدرك أن وقت مخاوف الانكماش قد ولى ؛ ومرة أخرى، فإن احتمال تجاوز التضخم لأهداف البنك المركزي على المدى المتوسط يعد مصدر قلق.

لقد تغاضت البنوك المركزية عن الدروس المستفادة من أزمة عام ٢٠٠٨، مما جعلها تتخلى عن نهجها التقليدي في التعامل مع توقعات التضخم. كان هذا التحول الفكري مسؤولاً إلى حد كبير عن التشخيص الخاطئ الأولي لتهديد التضخم أثناء الوباء. اعتبرت البنوك المركزية أنه تم التغلب على التضخم منذ الثمانينيات، مما دفعها إلى افتراض أن توقعات التضخم ستظل ثابتة على الدوام. في ظل هذا الافتراض، اعتقدت البنوك المركزية أنه من الممكن إدارة الاقتصاد بسرعة – أي ترك البطالة تنخفض إلى ما دون المعدل الطبيعي (أو غير التضخمي) – دون تحمل الكثير من المخاطر. كما اعتبروا أنه من الآمن تقديم التزامات سياسة طويلة الأجل (مثل التوجيهات المستقبلية التي تفيد بإبقاء أسعار الفائدة منخفضة في المستقبل البعيد)، لأن لا يبدو أن هذه الالتزامات سيكون لها عواقب تضخمية طويلة الأجل. لكن مثل هذه الالتزامات يمكن أن تضر بالتوقعات إذا لم تتمكن البنوك المركزية في المستقبل من الوفاء بها. علاوة على ذلك، دفع الخوف من الانكماش البنوك المركزية إلى تبني نهج قائم على البيانات للسياسة أدى إلى تأخير أي تشديد عمداً. لضمان عدم قطع الإنتاج الاقتصادي قبل الأوان، لن ترفع البنوك المركزية المعدلات عندما توقعت ارتفاع التضخم في المستقبل (على سبيل المثال، لأن البطالة دون مستواها الطبيعي كان من المتوقع أن تؤدي إلى ارتفاع مفرط). وبدلاً من ذلك، كانوا ينتظرون حتى يتحقق التضخم قبل اتخاذ أي إجراء.

كما اتبعت البنوك المركزية نهجاً متهاوناً في التعامل مع صدمات العرض. غالباً ما تشير النماذج الاقتصادية التي تستخدمها البنوك المركزية إلى أن السياسة النقدية لا ينبغي أن تحيد بالكامل التضخم الناجم عن صدمات العرض لأن هذا التضخم مؤقت فقط (ينتهي عند زيادة العرض) وتهدف سياسة سعر الفائدة إلى التحكم في إجمالي الطلب. وبدلاً من ذلك، فإن الحجة المعتادة هي أن البنك المركزي يجب أن يقايض فوائد تهدة التضخم المؤقت مقابل تكاليف خنق النمو الاقتصادي. ومع ذلك، فإن

الفشل في الاستجابة لصدمات العرض من خلال اتخاذ خطوات لتقليل الطلب يمكن أن يزعزع استقرار عامل التضخم ويمنع البنك المركزي من تحقيق أهدافه في المستقبل. ومن المفارقات أن حرب أوكرانيا عززت ركيزة التضخم لأنها أعطت البنوك المركزية غطاءً لتفسير سبب ارتفاع التضخم بشكل كبير. لا يبدو أن الإطار الفكري الذي اعتمدته البنوك المركزية بعد أزمة عام ٢٠٠٨ قد فكك توقعات التضخم. ولكن سيكون من المكلف الانتظار حتى تبدأ عملية فك التثبيت في تغيير إطار العمل. ظهرت بالفعل إشارات تحذير في بيانات توقعات التضخم الأخيرة. إن فقدان مرساة التضخم، مع ما يصاحبها من عدم يقين بشأن المستهلك والأعمال، من شأنه أن يعيق كل من إجمالي العرض والطلب. سيكون لذلك عواقب مهمة على كل من البنوك المركزية – لأنه سيعوق قدرتها على السيطرة على التضخم – وعلى النشاط الاقتصادي، لأن المستهلكين والشركات سيترددون في الشراء والاستثمار. لمعالجة هذه المشاكل، يجب على البنوك المركزية العودة إلى النهج النقدي الذي يكون فيه تثبيت توقعات التضخم أولوية مركزية. لا يمكن تشديد السياسة إلا بعد حدوث التضخم. وبدلاً من ذلك، يتعين على البنوك المركزية اتخاذ الإجراءات بمجرد ظهور إشارات التحذير. يجب أن تدمج البنوك المركزية توقعات كل من الأسر المعيشية والأسواق المالية للتضخم المستقبلي، لأن هذه التوقعات تشكل ظروف الطلب الكلي وأسعار الأصول.