

## نموذج السياسة النقدية الحديثة<sup>1</sup>

**BENJAMIN MOLL**

مجلة التمويل والتنمية - صندوق النقد الدولي

**GIOVANNI L. VIOLANTE**

مجلة التمويل والتنمية - صندوق النقد الدولي

يمكن للنماذج الاقتصادية الجديدة أن تساعد صانعي السياسات على فهم تأثيرات تدابيرهم للحد من التضخم بشكل أفضل .

الكثير عن التضخم اليوم ليس مفهوما جيدا . لماذا تتعرض بعض الأسر لأذى خطير بينما يشعر البعض الآخر بالكاد بتأثير التضخم، بل وربما يستفيدون منه؟ كيف تتأثر المعركة ضد التضخم بفائض المدخرات والمدفوعات الحكومية الناجمة عن الوباء؟ ما مدى أهمية صدمات العرض المرتبطة بالوباء والغزو الروسي لأوكرانيا؟

الأهداف المتطورة للسياسة النقدية تزيد من تعقيد فهمنا للتضخم . لطالما أكدت السياسة النقدية على السيطرة على التضخم من خلال تثبيت الطلب الكلي . لكن في الآونة الأخيرة، وسعت البنوك المركزية أهدافها لتشمل الاستقرار المالي والمناخ والمخاطر الجيوسياسية والاندماج الاجتماعي .

تلعب نماذج الاقتصاد الكلي دوراً رئيسياً في المساعدة على التنقل في هذا المشهد المعقد . تساعد النماذج صانعي السياسات على تفسير الملاحظات التجريبية حول حالة الاقتصاد، وتقتراح كيف ستؤثر إعدادات السياسة المختلفة على أهدافهم، وفي النهاية توجه قرارات السياسة . النماذج الكمية تقيس نقاط القوة للقوى المختلفة في اللعب، مما يساعد على تقييم المقايضات بين الأهداف المتنافسة .

لكن النماذج التقليدية تتجاهل عدم المساواة في الدخل والثروة وتفترض أن ما هو جيد للمستهلك العادي، كما هو محدد في النماذج، يجب أن يكون جيداً للاقتصاد الأوسع .

<sup>1</sup> THE VERY MODEL OF MODERN MONETARY POLICY, GREG KAPLAN, IMF, 28 Feb 2023, [Link](#)

تعتبر فئة النماذج الكمية المطورة حديثاً مناسبة بشكل خاص لتوجيه محافظي البنوك المركزية عبر منطقة السياسة النقدية الجديدة هذه، حيث يكون توزيع الثروة والدخل اعتباراً مركزياً. تُعرف باسم نماذج القنوات أو الدوائر HANK، فهي تجمع بين نماذج الوكيل غير المتجانسة (إطار عمل علماء الاقتصاد الكلي لدراسة توزيع الدخل والثروة) مع النماذج الكنتزية الجديدة (الإطار الأساسي لدراسة السياسة النقدية والحركات في إجمالي الطلب).

تنقل نماذج HANK دروساً جديدة حول إعادة التوزيع والتأثيرات غير المتجانسة للسياسة النقدية وتلقي ضوءاً جديداً على أهداف البنك المركزي التقليدية للتحكم في التضخم واستقرار الإنتاج. فيما يلي أربعة دروس عامة، وبعض الأفكار الأولية، حول كيفية قيام نماذج HANK بإلقاء الضوء على بيعتنا الحالية ذات التضخم المرتفع.

### الدرس الأول: توقع تأثيرات السياسة غير المباشرة

لقد علمتنا نماذج HANK كيف تؤثر السياسة النقدية على نفقات استهلاك الأسرة، بشكل مباشر وغير مباشر. القنوات المباشرة هي تلك التي يمكن أن تُعزى مباشرة إلى تغيير في أسعار السياسة قصيرة الأجل، مثل قرارات المستهلكين بتأجيل عمليات الشراء عندما ترتفع أسعار الفائدة. تنشأ القنوات غير المباشرة من خلال تأثير معدل السياسة على أسعار الفائدة الأخرى (مثل معدلات السندات طويلة الأجل والرهن العقاري)، وعلى أسعار الأصول (مثل الإسكان والأسهم)، وعلى توزيعات الأرباح، والأجور، والضرائب والتحويلات الحكومية.

يعتمد الحجم النسبي للقنوات غير المباشرة مقابل القنوات المباشرة بشكل أساسي على الميل الهامشي الإجمالي للاستهلاك MPC، والذي يقيس مقدار زيادة الدخل للأسرة التي يتم إنفاقها ومقدار ما يتم توفيره. في النماذج التقليدية، التي تحاول التنبؤ بتأثير السياسة النقدية على المستهلك العادي، تكون MPC صغيرة، وبالتالي فإن القنوات غير المباشرة غير ذات أهمية. وبدلاً من ذلك، تم تصميم نماذج HANK لتكون متسقة مع الأدلة التجريبية على سلوك الاستهلاك والادخار. إجمالي MPC أكبر بنحو ١٠ مرات، وبالتالي فإن التأثيرات غير المباشرة المختلفة تهيمن على آلية النقل.

ماذا يعني هذا بالنسبة للسياسة النقدية؟ من خلال عدسة النماذج القديمة، فإن كل ما يحتاجه المصرفي المركزي إلى معرفته للتنبؤ باستجابة الاستهلاك الكلي هو تقدير لمعامل واحد، وهو رغبة المستهلك في

تأجيل عمليات الشراء عندما ترتفع أسعار الفائدة ( "المرونة الزمنية للإحلال" ). ولكن مع نماذج HANK، تحتاج البنوك المركزية إلى معلومات أكثر دقة حول جانب الأسرة من الاقتصاد. إنهم بحاجة إلى صورة كاملة لتوزيع البلدان المتوسطة الشريكة، ومصادر الدخل، ومكونات الميزانيات الأسرية. بالإضافة إلى ذلك، فإن أهمية القنوات غير المباشرة تعني أن انتقال السياسة النقدية يتم بوساطة جميع تلك الآليات التي تساهم في تكوين الأسعار في السلع والمدخلات والائتمان والإسكان والأسواق المالية. لذلك، تحتاج البنوك المركزية إلى فهم عميق لهياكل السوق والاحتكاكات، فضلاً عن المؤسسات التي تلعب أدواراً رئيسية في هذه الأوضاع، مثل الحكومات المحلية والنقابات والهيئات التنظيمية.

## الدرس ٢: بعض السفن ترفع لأعلى، والبعض الآخر غرق

من وجهة النظر التقليدية للسياسة النقدية، "المد المتصاعد يثير كل السفن". تظهر نماذج HANK أن هذا خيال.

العديد من قنوات السياسة النقدية لها تأثيرات متباينة، وأحياناً متعارضة، على الأسر المختلفة. على سبيل المثال، تعتمد التأثيرات المباشرة لتغيرات أسعار الفائدة على الميزانيات العمومية للأسر: يستفيد المدينون من تخفيضات أسعار الفائدة، الذين تنخفض مدفوعات الفائدة لديهم (مثل الأسر ذات الرهون العقارية القابلة للتعديل) وتؤدي المدخرين الذين ينخفض دخلهم من الفوائد. للسياسة النقدية أيضاً تأثيرات غير متجانسة من خلال تأثيرها على التضخم.

أولاً، يفيد التضخم الأسر التي لديها الكثير من الديون الاسمية التي يتم إعادة تقييمها نزولاً. ثانياً، ترتفع أسعار بعض السلع أكثر من غيرها، وتستهلك الأسر المختلفة هذه السلع بنسب غير متساوية. أخيراً، فإن الآثار غير المباشرة للسياسة النقدية على الدخل المتاح للأسر غير متساوية لأن بعض الأسر أكثر عرضة للتقلبات في النشاط الاقتصادي الكلي من غيرها.

في نماذج HANK، لا تعد قنوات إعادة التوزيع هذه ضرورية لفهم من سيفوز ومن يخسر في السياسة النقدية فحسب، بل هي أيضاً في صميم كيفية عمل السياسة النقدية، بمعنى أن إعادة التوزيع تحدد تأثيرها الكمي على مجاميع الاقتصاد الكلي. إلى الحد الذي تقوم فيه القنوات الموضحة أعلاه بإعادة التوزيع من الأسر ذات البلدان المتوسطة الشريكة المنخفضة إلى تلك ذات البلدان المتوسطة الشريكة المرتفعة (من المدخرين إلى المنفقين)، يتم تضخيم تأثير الاقتصاد الكلي للسياسة النقدية. ستختلف

تأثيرات إعادة التوزيع هذه أيضاً عبر البلدان . على سبيل المثال، من المحتمل أن تكون أقوى في البلدان ذات معدل الفقر المرتفع أو عدم المساواة المرتفع، مما يؤدي أيضاً إلى انتقال نقدي مختلف بين الاقتصادات المتقدمة والبلدان منخفضة ومتوسطة الدخل . تجبرنا نماذج HANK على التخلي عن الخيال القائل بأنه يمكننا بشكل واضح فصل الاستقرار عن إعادة التوزيع .

### الدرس ٣ : الآثار المالية مهمة

هناك اعتقاد خاطئ آخر واسع الانتشار وهو الرأي القائل بأن السياسة النقدية يمكن فصلها عن السياسة المالية .

من خلال إدخال عدم المساواة في الدخل والثروة، تعيد نماذج HANK إنشاء رابط قوي بين الاثنين، مما يوضح كيف تترك السياسة النقدية "آثاراً مالية" مترتبة على ذلك . عندما يرفع البنك المركزي أسعار الفائدة، تزداد تكاليف اقتراض الخزنة، ويجب تمويل الزيادة عن طريق زيادة الضرائب أو خفض النفقات، الآن أو في المستقبل، أو من خلال التضخم في المستقبل . في نماذج HANK، فإن تفاصيل كيف ومتى تعوض الحكومة هذا النقص المالي، وأي الأسر التي تتحمل العبء، لها تأثير هائل على الآثار الإجمالية لارتفاع أسعار الفائدة .

وبالتالي، فإن البصمة المالية للسياسة النقدية تولد إعادة توزيع إضافية، والتي بدورها تضخم الصدمة أو تخففها اعتماداً على ما إذا كانت تنقل الموارد من المدخرين إلى المنفقين، أو العكس . تحافظ هذه القوة على تشابك البنوك المركزية وسندات الخزنة بشكل لا ينفصم . فكلما زاد الدين الذي تدين به الحكومة وكلما كان المدى أقصر، زاد الأثر المالي .

بشكل عام، تعد نماذج HANK أيضاً بيئة طبيعية لدراسة آثار السياسة المالية على الكفاءة الإنتاجية الإجمالية، ودرجة التأمين الاجتماعي، ومدى إعادة التوزيع بين الأسر .

### الدرس الرابع : الأداة الصحيحة لإعادة التوزيع

أين يترك هذا السياسة النقدية في الممارسة؟

تتفق الدراسات الخاصة بالسياسة النقدية والمالية المثلى في نماذج HANK على أن فوائد التثبيت الكلي تتضاءل أمام المكاسب الناتجة عن تخفيف المصاعب بشكل مباشر . تفضل السياسات المثلى في نماذج HANK دائماً إعادة التوزيع نحو الأسر المعيشية في فترات الانكماش .

قد يميل المرء إلى قراءة هذا على أنه تأييد لاستخدام السياسة النقدية لتقاسم الازدهار وتخفيف المحن. لكن السياسة النقدية هي أداة فظة لإعادة التوزيع أو التأمين. تخبرنا نماذج HANK أن السياسة المالية من المحتمل أن تكون أكثر ملاءمة لهذه المهمة لأنها يمكن أن تستهدف بشكل أكثر دقة أولئك الذين يحتاجون إلى الدعم.

### نوبة التضخم الحالية

تعد حلقة التضخم الحالية مثلاً جيداً لاستكشاف أين يمكن أن تكون نماذج HANK مفيدة لتحليل الاقتصاد الكلي وتقديم المشورة بشأن السياسات.

تُظهر نماذج HANK أن تأثير صدمة الاقتصاد الكلي على إجمالي الإنفاق يكون أكبر عندما تكون البلدان المتوسطة الشريكة والتعرض الفردي للصدمة أكثر ارتباطاً. في البيئة الاقتصادية الحالية، هذا يعني أن فهم آثار إعادة التوزيع للتضخم عبر الأسر أمر بالغ الأهمية لقياس آثاره الإجمالية. تستهلك الأسر حزمًا مختلفة من السلع والخدمات، مما يجعل بعضها أكثر حساسية للتضخم من غيرها. على سبيل المثال، العائلات الفقيرة التي تنفق حصة أكبر من دخلها على السلع الأساسية مثل الطاقة تتضرر بشكل خاص في هذه الحلقة. يكسب المقترضون مع انخفاض القيمة الحقيقية لديونهم، بينما تخسر الأسر التي لديها مبالغ نقدية كبيرة أو مدخرات سائلة. يمكن للعمال الذين تكون أجورهم مرنة نسبياً (على سبيل المثال، بسبب المكافآت والعمولات) أن تحم من فقدانهم للقوة الشرائية، في حين أن العمال الذين يتم التفاوض على أجورهم الاسمية بشكل غير منتظم، أو أولئك الذين يدفعون الحد الأدنى للأجور، سيرون أرباحهم الحقيقية تتقلص.

إن مستوى مدخرات الأسرة، الذي يؤثر على كيفية تأثير التغيير في أسعار الفائدة على الاستهلاك، أمر بالغ الأهمية. وكذلك هو توزيع المدخرات بين السكان والعلاقة مع رغبة الأسرة في الإنفاق. على سبيل المثال، المدخرات الزائدة التي نشأت عن قيود الاستهلاك بسبب الوباء (فكر في إنفاق أقل على وجبات السفر والمطاعم) هي لا يحوزها الأثرياء، وبالتالي يتم إنفاقهم بمعدل منخفض للغاية. المدخرات الفائضة المتراكمة من برامج التحويلات الحكومية الكبيرة في عامي ٢٠٢٠ و ٢٠٢١ مملوكة إلى حد كبير للأسر ذات الدخل المنخفض ويتم إنفاقها بشكل أسرع. يحافظ معدل الإنفاق السريع على الطلب الكلي ويعيق جهود البنك المركزي لترويض التضخم.

أخيراً، لا يمكن أن يتجاهل التقييم الكامل لآثار الرفاهية لموجة التضخم الحالية أسبابها. لا تزال هيئة المحلفين خارج دائرة النظر في الأهمية النسبية لصدّات العرض (بسبب جائحة كوفيد ١٩ والحرب في أوكرانيا)، والتحفيز المالي الكبير في عامي ٢٠٢٠ و ٢٠٢١، والسياسة النقدية الفضفاضة في العقد منذ الركود الأخير. كان لكل من هذه العوامل مكونات إعادة توزيع وتأثيرات غير متجانسة لا يمكن فهمها ضمن قيود النماذج التقليدية. سيساعدنا تشغيل نماذج HANK في فهم التأثيرات الكاملة لهذه الحلقة من التاريخ النقدي.

مراجع:

- Auclert, 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)*.