

الأزمة والسياسة النقدية¹

GITA GOPINATH

IMF

لقد وُلد الوباء والحرب تحديات جديدة للبنوك المركزية العالمية في السنوات المقبلة وجاء ارتفاع التضخم العالمي الذي أنهى بشكل مفاجئ عقوداً من المكاسب المعتدلة للأسعار في ملتقى فريد من الأزمات: الوباء العالمي وغزو روسيا لأوكرانيا.

الآن، يجب على الاقتصاديين أن يسألوا، ما هي الدروس التي يقدمها هذا العصر للسياسة النقدية؟ قد نبدأ بالدروس المستفادة من الوباء والحرب ذات الصلة بالسياسة النقدية، حتى لو عاد العالم في النهاية إلى بيئة ذات معدلات فائدة منخفضة وتضخم منخفض. لقد فات معظم الاقتصاديين ارتفاع التضخم، وعلمنا أن نفهم لماذا وكيف يمكن للسياسة النقدية أن تتغير في المستقبل. لكن بعض آثار الأزمات – التضخم المرتفع، واضطرابات سلسلة التوريد، وزيادة الحواجز التجارية – قد تستمر لفترة أطول أو تتفاقم. يمكن أن يتحدى ذلك استقرار الاقتصاد الكلي في جميع أنحاء العالم، وخاصة في الأسواق الناشئة. كيف يمكننا تجنب ذلك؟

تفسير ارتفاع التضخم

كانت الأسعار المرتفعة مفاجأة من منظور أطر سياسات ما قبل الأزمة، وخاصة بالنسبة للاقتصادات المتقدمة. تشير الأدلة التجريبية إلى أن التضخم ارتفع بمقدار ضئيل فقط عندما انخفضت البطالة، بما يتوافق مع منحني فيليبس المسطح للغاية. وقد تعززت هذه الأدلة من خلال تجربة التضخم التي كانت سائدة قبل الوباء والتي ظلت فاترة حتى مع دفع التحفيز النقدي بالبطالة إلى مستويات منخفضة للغاية. ومع ذلك، فإن هذه النماذج التي تتضمن منحدرًا منخفضًا لمنحني فيليبس لم تقم بعمل ضعيف في تفسير ارتفاع الأسعار المرتبط بالوباء. معظم توقعات التضخم المبنية على هذه النماذج، بما في ذلك نموذجنا في صندوق النقد الدولي، لم تكن متوقعة بشكل كبير للتضخم.

¹ Crisis and Monetary Policy, FINANCE & DEVELOPMENT IMF, MARCH 2023, [Link](#)

في حين أن التضخم المرتفع يعكس جزئياً تطورات غير عادية، فمن المحتمل أن تعكس بعض أخطاء التنبؤ سوء فهمنا لمنحنى فيليبس وجانب العرض في الاقتصاد.

بينما يربط منحنى فيليبس القياسي التضخم بفجوة البطالة، ربما يكون الانتعاش السريع في التوظيف قد لعب دوراً مهماً في دفع التضخم، مما يعني أن "تأثيرات السرعة" مهمة أكثر مما كان يُعتقد سابقاً. قد يكون هناك أيضاً عوامل غير خطية مهمة في منحنى فيليبس: تصبح ضغوط الأسعار والأجور الناتجة عن انخفاض البطالة أكثر حدة عندما يكون الاقتصاد ساخناً أكثر مما هو عليه عندما يكون دون مستوى التوظيف الكامل. أخيراً، يشير ارتفاع تضخم السلع أثناء الانتعاش – عندما أدت القيود المفروضة على العرض والطلب على الخدمات إلى انخفاض كبير في التحفيز على السلع – إلى أهمية قيود القدرة على المستوى القطاعي والإجمالي.

قد تكون مخاطر التضخم الناتجة عن زيادة سخونة الاقتصاد أكبر بكثير مما كنا نعتقد في السابق.

دروس للسياسة النقدية

أحد الآثار المترتبة على هذه الأفكار هو أننا بحاجة إلى نماذج عرض مجمعة أفضل تعكس دروس الوباء. على سبيل المثال، سيساعد على تطوير نماذج قطاعية تفرق بين السلع والخدمات ودمج قيود القدرة القطاعية للمساعدة في حساب تأثيرات السرعة والخطوات غير الخطية على المستويين القطاعي والإجمالي.

لكن يجب علينا أيضاً إعادة النظر في الوصفات السياسية التي كانت سائدة على نطاق واسع قبل الجائحة والتي كانت تستند إلى منحنى فيليبس المسطح.

ورأت إحدى هذه الوصفات أن البطالة التي تقل كثيراً عن معدلها الطبيعي مقبولة، بل ومرغوبة. يبدو أن تشغيل الاقتصاد الساخن كان يعمل بشكل جيد للولايات المتحدة والاقتصادات المتقدمة الأخرى قبل الوباء. انخفضت البطالة إلى أدنى مستوياتها التاريخية، بما في ذلك العمال المحرومين، بينما ظل التضخم دون المستوى المستهدف.

لكن مخاطر التضخم الناتجة عن زيادة سخونة الاقتصاد قد تكون أكبر بكثير مما كنا نعتقد في السابق. كما سلط الوباء الضوء على الصعوبات في قياس الركود الاقتصادي. في حين أن عدم القياس لا يمثل مشكلة خطيرة إذا كان منحنى فيليبس مسطحاً، فإنه إذا كان المنحنى غير خطي عندما تنخفض البطالة

إلى ما دون معدل طبيعي غير مؤكد إلى حد كبير. في هذه الحالة، قد يدفع صانعو السياسة البطالة دون قصد إلى ما دون تقديرهم (المفرط في التفاؤل) للمعدل الطبيعي ويغذون الارتفاع التضخمي – كما يمكن القول أثناء التضخم العظيم في السبعينيات. بالإضافة إلى ذلك، يشير الوباء إلى أن تشغيل الاقتصاد ساخناً يزيد من احتمالية إصابة القطاعات الرئيسية بقيود القدرات، مما يؤدي إلى ضغوط تضخمية قد تصبح واسعة النطاق.

قد يكون تشغيل الاقتصاد ساخناً أمراً مرغوباً فيه في ظروف معينة، ولكن يجب على صانعي السياسة أن يكونوا أكثر انسجاماً مع الجوانب السلبية المحتملة وأن يكونوا حذرين مع المبالغة في التحفيز.

كانت وجهة نظر أخرى سابقة للوباء مفادها أن البنوك المركزية الكبرى يمكن أن تستخدم مصداقيتها "للنظر من خلال" صدمات العرض المؤقتة، مثل ارتفاع أسعار النفط، وافترض أن التضخم سيكون عابراً. وستكيف معدلات السياسة استجابة لتأثيرات الجولة الثانية؛ أي إلى التأثيرات الأكثر ثباتاً على التضخم. ولكن كان من المقدر عادةً أن تكون هذه صغيرة، لذلك لم يكن على صانعي السياسة أن يتفاعلوا كثيراً، حتى مع الصدمات الكبيرة – بما يتفق مع المقايضات الإيجابية بين التضخم والعمالة.

وأكد الوباء كيف يمكن أن يكون لصدمات العرض تضخم واسع النطاق ومستمر التأثيرات، بسرعة مذهلة. قد تنتشر ضغوط الأسعار التصاعدية القوية في بعض الصناعات من خلال سلاسل التوريد والأجور، أو تؤثر على توقعات التضخم، مما يؤثر على تحديد الأسعار أو الأجور.

يشير هذا إلى أن البنوك المركزية يجب أن تتفاعل بقوة أكبر في ظل ظروف معينة. من المحتمل أن تكون الظروف الأولية مهمة: قد يتسبب البحث في صدمة مؤقتة في حدوث مشكلات إذا كان التضخم مرتفعاً بالفعل، لذا فمن المرجح أن تؤدي الصدمات الإضافية إلى إزاحة توقعات الأسعار. قد تحتاج البنوك المركزية أيضاً إلى أن تكون أكثر عدوانية في استجاباتها السياسية في اقتصاد قوي حيث يمكن للمنتجين تمرير التكاليف المتزايدة بسهولة ويكون العمال أقل استعداداً لقبول انخفاضات الأجور الحقيقية. قد يضطر البنك المركزي أيضاً إلى الرد بشكل أكبر إذا كانت الصدمات واسعة النطاق وليست مركزة في قطاعات معينة.

خطر المشابرة

يمكن تطبيق الدروس حول منحني فيليبس والوصفات السياسية المستندة إلى كونه مستويًا حتى في بيئة ما قبل الجائحة ذات معدلات الفائدة المنخفضة عادةً والتضخم الذي تتبدد فيه مشكلات العرض. ولكن هناك أيضاً احتمال حدوث تضخم أكبر بكثير مما يزيل ثبات التوقعات، والمزيد من الاضطرابات المزمنة في سلاسل التوريد العالمية والتجارة المفتوحة.

تتمثل إحدى المخاطر الرئيسية في أن التضخم المرتفع يفكك توقعات التضخم. وهذا من شأنه أن يعقد مقايضات السياسة النقدية، لأن انخفاض قيمة العملة وصدّات العرض سيكون لها تأثيرات تضخمية أكثر استمراراً. من شأن الزيادات الكبيرة في أسعار الفائدة لاحتواء التضخم أن تتسبب في انكماش أكبر للإنتاج. ساعد التشديد الكبير والحمل من قبل العديد من البنوك المركزية خلال العام الماضي في التخفيف من مخاطر عدم الاستقرار. ومع ذلك، يجب أن يظل محافظو البنوك المركزية يقظين.

كما سيتضاعف التحدي الذي تواجهه البنوك المركزية إذا أصبحت صدمات العرض أكثر رسوخاً. قد يحدث هذا إذا قررت البلدان الحد من مخاطر اضطرابات سلسلة التوريد من خلال رفع الحواجز التجارية. وهذا من شأنه أن يعرض البلدان لمزيد من التقلبات المفاجئة في العرض، مما يؤدي بدوره إلى فرض مقايضات أكثر صعوبة للسياسة النقدية وزيادة صعوبة الاستقرار الاقتصادي.

ستتضرر البنوك المركزية في الأسواق الناشئة بشكل خاص إذا أصبحت التجارة أكثر تجزئة وتراجعت توقعات التضخم. هذه الاقتصادات هي بالفعل أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ويمكن أن تواجه مقايضات سياسية أكثر صعوبة.

من حيث المبدأ، يمكن أن يكون للوباء والحرب أيضاً تأثيرات دائمة على جانب الطلب في الاقتصاد من خلال التأثير على سعر الفائدة الحقيقي المتوازن (المعدل الذي يحقق به الاقتصاد على المدى الطويل إنتاجه المحتمل دون تكبد التضخم). يمكن أن تؤثر على عدم المساواة، والتركيب السكانية، والإنتاجية، والطلب على الأصول الآمنة، والاستثمار العام والديون، من بين أمور أخرى. على سبيل المثال، قد يؤدي الوباء والحرب إلى زيادة انخفاض معدل التوازن عن طريق زيادة الطلب على الأصول الآمنة وزيادة عدم المساواة. بشكل عام، من المحتمل ألا تكون هذه التأثيرات كبيرة بشكل خاص، وبالتالي من المرجح أن يظل معدل التوازن منخفضاً – على الرغم من استمرار عدم اليقين بشأن مستواه الفعلي. علاوة على ذلك، فإن

التحول المستمر إلى الإنفاق بالعجز، أو اللحاق بالركب الكبير في الاستثمار المناخي، يمكن أن يعزز بشكل ملموس معدل التوازن.

الآثار المترتبة على السياسة

لقد تسبب الوباء والحرب في مزيد من التحدي للبنوك المركزية. وقد ركز أولئك الموجودون في الاقتصادات المتقدمة في السنوات الأخيرة على توفير حوافز كافية لدعم النمو وزيادة التضخم المنخفض. كانت المهمة هي توفير القوة النارية اللازمة من خلال أسعار فائدة قريبة من الصفر عندما بدا أن التضخم سيظل منخفضاً للغاية.

الآن، تؤكد هذه الأزمات للبنوك المركزية أن إدارة المخاطر تعني حساب التضخم المنخفض جداً أو المرتفع للغاية – وإمكانية حدوث توترات أقوى بين أهداف استقرار الأسعار والتوظيف أو النمو. أظهر الوباء أيضاً كيف أن العلاقة بين البطالة والتضخم، المضمنة في منحنى فيليبس، قد لا تكون ثابتة عندما يكون الاقتصاد قوياً – وأن الصدمات مثل ارتفاع أسعار الطاقة قد تعمل بشكل مختلف في الأوقات الجيدة مقابل فترات الركود.

وبناءً على ذلك، فإن الخطر الواضح المتمثل في حدوث تضخم سريع يعني أنه من الضروري إعادة النظر في قوة الاستراتيجيات، مثل تشغيل الاقتصاد الساخن ورؤية صدمات العرض على أنها مؤقتة. تقدم هذه الاستراتيجيات فوائد، ولكنها تزيد أيضاً من المخاطر على استقرار الأسعار.

إلى جانب هذه الدروس، هناك مخاوف من أن الوباء والحرب قد يؤديان إلى صدمات أكبر في العرض وتوقعات تضخم أقل ثباتاً. هذه المخاطر هي الأكبر بالنسبة للأسواق الناشئة، خاصة تلك ذات الديون المرتفعة. ولكن مع التضخم الأسرع منذ عقود، تواجه البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة أيضاً مخاطر كبيرة، وهذا هو السبب في أنها بحاجة إلى الاستمرار في المسار والحفاظ على معدلات السياسة النقدية المقيدة حتى ترى علامات دائمة للتضخم تعود إلى الهدف. لا يمكننا أن نحقق نمواً اقتصادياً مستداماً دون استعادة استقرار الأسعار.

بينما يتعين على البنوك المركزية قيادة مكافحة التضخم، يمكن أن تساعد السياسات الأخرى. يجب أن تلعب السياسة المالية دوراً، مع تقديم المساعدة الموجهة للفتات الأكثر ضعفاً والتي لا تتناسب مع ذلك محاكاة الاقتصاد. يجب على صانعي السياسات دفع أجندة المناخ للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي

والمالي . أخيراً، ستعمل السياسات التي تقلل من مخاطر التجزئة في التجارة العالمية على تقليل مخاطر صدمات العرض وتساعد على تعزيز الناتج العالمي المحتمل .