

تعاون غير تقليدي

في بعض الأحيان يتعين على السلطات النقدية والمالية كسر القواعد والعمل معا
جيانكارلو كورسيتي

والوسيلة المثلى لتطبيق كل من هذه السياسات هي عن طريق مؤسسات مستقلة تتمتع بصلاحيات واضحة فيما يتعلق بأهدافها. فالتنسيق الصريح بين مختلف السلطات المالية والنقدية يؤدي إلى خلط المسؤوليات ويميل غالبا إلى سوء توجيه الأدوات (مثل التمويل النقدي للعجز). وقد يترتب على ذلك تآكل مصداقية السياسة ومن ثم درجة فعاليتها. غير أن لهذا النموذج بعدا دوليا أيضا. فمن خلال محافظة البلدان على ترتيب أوضاعها الاقتصادية فإنها تساهم في تحقيق الاستقرار والرخاء على مستوى العالم.

أسباب أهمية الإصلاحات

سلطت الأحداث التاريخية الأضواء في الآونة الأخيرة على عدة شروح أصابت البنيان الاقتصادي. أولا، في ظل بيئة

منذ دحر التضخم في الثمانينات من القرن الماضي، لا تزال الاقتصادات المتقدمة مستمرة في تقريب سياساتها الاقتصادية من النموذج الذي بات يشكل رؤيتنا للأمور في الوقت الحاضر. فمن خلال استهداف التضخم المنخفض، يمكن للسياسة النقدية أن تحقق استقرار النشاط الاقتصادي. وهو ما يؤدي إلى تحرير السلطات المالية من الحاجة لتفكيح سياساتها من أجل دعم الطلب الكلي، ويسمح لها بالتركيز على توفير السلع العامة والعمل على تحقيق أهداف إعادة توزيع الدخل. وينبغي في الوضع الأمثل أن تكون مساهمة سياسة المالية العامة في تحقيق الاستقرار المضاد للاتجاهات الدورية متروكة لأدوات الضبط التلقائي، مثل تأمينات البطالة.

استعادة الاعتدال

نتيجة للأسباب الموضحة أعلاه، نجد أن تحقيق الاستقرار في الأسعار وعلى المستوى المالي والاقتصادي الكلي يشكل مطلباً مشتركاً حاسماً على السياسة النقدية والمالية العامة. فلا بد للبنوك المركزية أن تسعى لتحقيق استقرار الأسعار في الأجلين المتوسط والطويل. ولا بد أن تضمن السلطات المالية استدامة القدرة على تحمل الدين، بحيث تقوم بتعديل سياساتها بما يتسق مع أهداف التضخم التي وضعها البنك المركزي: وفي الواقع العملي، ينبغي أن تعمل الحكومة على نحو موثوق بزيادة الفائض الأولي الهيكلي — وبالكثافة الكافية — كرد فعل لأي ارتفاع في رصيد الدين.

وهناك آراء قوية في الوقت الراهن تدعو إلى الالتزام بهذه الصفات على مستوى السياسات في ظل البيئة الحالية من ارتفاع التضخم ومستوى الدين. أولاً، حتى وإن كان التضخم غير المتوقع يمكن أن يوفر قدرًا من التخفيف للأعباء على المالية العامة في الأجل القصير، فإن الإذعان لنظام يتسم بالتضخم المرتفع والمتغير سيؤدي بالأسواق في نهاية المطاف إلى فرض علاوة مخاطر التضخم، أي زيادة أسعار الفائدة. ومن ثم يؤدي حتماً إلى زيادة تكاليف الاقتراض الحكومي وتدهور آفاق المالية العامة. ثانياً، نظراً لأن الضبط المالي (تخفيضات الإنفاق أو زيادة الضرائب) يسهم في احتواء الطلب الكلي، فإنه يجعل مهمة البنك المركزي أسهل — فالانكماش النقدي قد يكون أقل حدة.

ومع ذلك، فإن تفاقم خصوم القطاع العام أثناء سنوات جائحة كوفيد-19 يشكل تحدياً أمام صلابة النموذج. فقد يتعذر تحقيق التعديل المطلوب في الفوائض الأولية واستدامته على أسس سياسية واقتصادية. والآن هناك احتمال كبير، بعد أن تنحسر أزمة التضخم الحالية، أن يرجع العالم إلى سيناريو الركود المزمّن، حيث أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة (r) دون معدل النمو (g). ولكنه ليس سوى مواساة لا تنفع كثيراً. فالقيمة السالبة للمعادلة "سعر الفائدة الحقيقي - معدل النمو" ($r - g$) يمكن أن تساعد على احتواء ديناميكية نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي لكنها على الأرجح ستقتربن بجوانب سلبية أخرى، مثل انخفاض نمو الإنتاجية. وقد تجد الحكومات نفسها واقعة تحت تأثير الضغوط لتحمل مستويات عجز ضخمة لأسباب اقتصادية أو اجتماعية؛ ومرة أخرى قد تتسبب مستويات الدين المرتفعة في ارتفاع علاوات المخاطر مما يؤثر سلباً على نحو منهجي في آفاق المالية العامة.

منصة اختبار النموذج

في أعقاب الأزمة المالية العالمية، وفرت معظم البنوك المركزية آليات نقدية مساندة للديون العامة. وبعبارة أخرى، أنها وقفت على أهبّة الاستعداد، ضمناً أو صراحة، للتدخل في سوق الديون الحكومية لمنع أي زيادات في تكاليف الاقتراض بناءً على توقعات تزايد أسعار الفائدة. ومن الأمثلة الرائدة في هذا المجال برنامج "المعاملات النقدية المباشرة" التابع للبنك المركزي الأوروبي في عام 2012.

ونجاح الآلية النقدية المساندة لا يتطلب قيام البنك المركزي فعلياً بشراء السندات الحكومية. ولكنها تعمل بصورة أفضل كتحذير موثوق بالتدخل يثبط المضاربة في الأسواق (أو بلغة المتخصصين الاقتصاديين، أنها تحول دون تنسيق المستثمرين توقعاتهم على أساس ارتفاع سعر الفائدة التوازني). غير أن موثوقية هذا التحذير تعتمد على عدة ظروف، من أهمها بدرجة كبيرة التعاون من جانب السلطات المالية. لماذا؟ لأن عمليات شراء السندات تعرض البنك المركزي لمخاطر تسجيل خسائر في ميزانيته العمومية. ومثل هذا الخسائر ستدفع السلطات النقدية إلى اللجوء لتشغيل مطابع الأوراق النقدية ومن ثم فإنها تحيد عن المهام المنوطة بها لتحقيق استقرار الأسعار. وما لم تقدم خزانة الدولة ضمانات مالية احتمالية على الميزانية العمومية للبنك المركزي (أي تحويل الأموال إلى البنك المركزي في حالة الخسائر)، فقد ينتاب المستثمرين الشك في مصداقية السلطات النقدية بالمجازفة فعلياً بالتدخل في السوق.

ومن شأن الآلية النقدية المساندة جيدة التصميم أن تستبعد وقوع أزمات المخاطر السيادية المحققة لذاتها. وما لم يكن الدين على مسار مستدام، اعتماداً على الآلية المساندة، فإن انخراط البنك المركزي في الدين الحكومي لن يؤدي إلا لزعزعة استقرار التوقعات التضخمية. وسيظل الاقتصاد عرضة لمخاطر توقعات التضخم المحققة لذاتها التي ترفع تكاليف الاقتراض الحكومي الاسمية والحقيقية على السواء.

هذه هي المخاطر الرئيسية التي تواجه الاقتصادات المتقدمة وبعض اقتصادات الأسواق الصاعدة حيث تكون ديونها (غالباً) مقومة بعملاتها الوطنية وبنوكها المركزية مستقلة. وتحقيق درجة موثوقة من التفاهم بين السلطات المالية والنقدية حول كيفية العمل معاً لاحتواء مواطني التعرض لمخاطر الأزمات المدفوعة بالتوقعات يشكل اللبنة الأساسية اللازمة لخلق نظام موثوق للسياسة الاقتصادية. **FD**

جيانكارلو كورسيتي هو رئيس برنامج "بيير فيرنر" وأستاذ الاقتصاد في معهد الجامعة الأوروبية.

قراءات إضافية:

Bartsch, Elga, Agnès Bénassy-Quéré, Giancarlo Corsetti, and Xavier Debrun, eds. 2020. *Geneva 23: It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*. London: CEPR Press.

Corsetti, Giancarlo, and Luca Dedola. 2016. "The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-Fulfilling Debt Crises." *Journal of the European Economic Association* 14 (6): 1329–371.

Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, Marek Jarcioński, Bartosz Maćkowiak, and Sebastian Schmidt. 2019. "Macroeconomic Stabilization, Monetary-Fiscal Interactions, and Europe's Monetary Union." *European Journal of Political Economy* 57 (March): 22–33. See also references within.

Zhang, Tongli. 2021. "Monetary Backstop and Sovereign Default on Domestic Debt." Johns Hopkins University Department of Economics, Baltimore, MD.