



الصورة: MICHAEL CAMPANELLA

# ثائر في عالم الصيرفة المركزية

براكاش لونغاني يستعرض لمحات من حياة لارس سفينسون، المسؤول السابق في البنك المركزي السويدي، وأحد قادة ثورة استهداف التضخم

المعهد الملكي للتكنولوجيا في ستوكهولم. وأثناء "إجازة تفرغ علمي" حصل عليها لاتخاذ قرار بشأن خطوته التالية، التحق ببعض الدورات الجامعية لدراسة التاريخ الاقتصادي. ونصح أحد أساتذته بالتحول إلى دراسة الاقتصاد، موضحاً أن الاقتصاديين تتوفر لهم فرص وظيفية جيدة في السويد. "كانت تلك من أفضل النصائح التي أُسديت لي في حياتي"، حسبما قال سفينسون لمجلة التمويل والتنمية.

ثم واصل دراسته للحصول على درجة الدكتوراه في الاقتصاد في ستوكهولم، وأمضى أيضاً عاماً في معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا. وكان من بين أساتذته هناك بول سامويلسون، وروبرت سولو، وبيتر دايموند — الحاصلون على جائزة نوبل في الاقتصاد؛ وستانلي فيشر، النائب السابق لرئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ وهال فاريان، كبير الاقتصاديين في شركة غوغل. وضمت قائمة زملائه في الدراسة بول كروغمان، الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد؛ وأوليفيه بلانشار، كبير الاقتصاديين السابق في صندوق النقد الدولي؛ ومايو دراغي، الرئيس السابق للبنك المركزي الأوروبي ورئيس وزراء إيطاليا السابق؛ وفريدريك ميشكين، المحافظ السابق لنظام الاحتياطي الفيدرالي. يقول سفينسون: "حظيت في ذلك العام بشبكة علاقات ساعدتني كثيراً على مدار السنين".

وكانت وظيفته الأولى في معهد الدراسات الاقتصادية الدولية في جامعة ستوكهولم. وفي السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، انصب تركيزه على النظرية الاقتصادية والاقتصاد الدولي. ويصف تورستن بيرسون، صديقه وزميله ومساعدته لمدة طويلة، العمل معه آنذاك بقوله: "يتشبث سفينسون برأيه في العمل، إلا إذا طرح شخص آخر رؤية أفضل ونموذجاً متكاملًا. وهو يأخذ هواياته أيضاً على محمل الجد — فقد كنا شغوفين بممارسة الإبحار معاً، ثم تحول هو إلى ممارسة تسلق الصخور بشغف بالغ".

## استهداف التضخم

في تسعينات القرن الماضي، حول سفينسون اهتمامه بالكامل إلى علم الاقتصاد النقدي، وجاء ذلك الاهتمام مدفوعاً في جانب منه بعمله مستشاراً خارجياً للبنك المركزي السويدي. وكانت تلك فترة مضطربة. فقد كان الاقتصاد في مهبط الرياح بعد انهيار ربط سعر صرف الكرونة السويدية بوحدة النقد الأوروبية في عام ١٩٩٢، على الرغم من محاولة البنك المركزي البطولية الدفاع عنها برفع أسعار الصرف إلى ٥٠٠٪. وقد مُنح سفينسون ومجموعة صغيرة من خبراء الاقتصاد الداخليين والخارجيين أسبوعين لتقديم المشورة للبنك المركزي بشأن إطار نقدي جديد.

# هي

فترة مليئة بالتحديات بالنسبة لمسؤولي البنوك المركزية. فقد باغتت طفرة التضخم كثيراً من البنوك المركزية عام ٢٠٢١. يقول جيروم باول، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي: "لدينا الآن إدراك أفضل لمدى فهمنا المحدود للتضخم".

وكان يمكن أن تكون التحديات أصعب بكثير، لولا التحسينات الكبيرة التي أدخلت على الصيرفة المركزية على مدار العقود الثلاثة الماضية — وخاصة التقدم في الإطار الذي يُعرف باسم "استهداف التضخم". وبينما كان إحداث التغييرات جهداً جماعياً، فمن بين من شاركوا في تحمل المسؤولية لارس سفينسون، النائب السابق لمحافظ البنك المركزي السويدي، الذي يعمل حالياً أستاذاً منتسباً في كلية ستوكهولم للاقتصاد ذات المكانة المرموقة.

وعنه قال بن برنانكي، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي السابق والحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام ٢٠٢٢، في حديث لمجلة التمويل والتنمية: "لارس طرح رؤية عظيمة في قضايا حيوية بشأن السياسة النقدية. إنه مبرهن بحق في قدرته على الابتكار وفي استقلالية فكره".

ويعتقد إطار استهداف التضخم، تلتزم البنوك المركزية التزاماً صريحاً بهدف للتضخم، وتعمل على تحقيقه عن طريق تحريك أسعار الفائدة الأساسية، وهي أسعار تستطيع التحكم فيها. وغالباً ما يؤدي رفع أسعار الفائدة، كما تفعل البنوك المركزية حالياً على سبيل المثال، إلى تهدئة التضخم عن طريق خفض الإنفاق على المساكن والسلع الأخرى الحساسة تجاه تقلبات سعر الفائدة. وكان سفينسون من أوائل من تحولوا إلى تأييد استهداف التضخم. وأصبح منذ ذلك الحين من أشد المناصرين لهذا الإطار، فكان يحث مسؤولي البنوك المركزية على مواصلة تحسينه، ولا سيما عن طريق مصارحة المواطنين بمسار السياسة المستقبلية لتحقيق هدف التضخم.

وقد ساعدت التحسينات في إدارة السياسة النقدية، التي دعا إليها سفينسون وغيره، مسؤولي البنوك المركزية في العالم على الحيلولة دون تحول الأزمة المالية لعام ٢٠٠٧ إلى "كساد كبير" آخر. ومن منطلق دوره بصفته نائب محافظ البنك المركزي السويدي، قدم المساعدة للبنك في إدارة المراحل الأولى من الأزمة بنجاح..

## بلوغ الهدف

لم يكن ذلك هو المسار الذي تصوره سفينسون لحياته. ففي عام ١٩٧١، حصل على درجة الماجستير في الفيزياء والرياضيات التطبيقية من

ولحسن الحظ، كان هناك نموذج سابق متاح. ففي الثمانينات والتسعينات، اعتمد بنك الاحتياطي النيوزيلندي إطار استهداف التضخم، الذي نجح في تحقيق خفض حاد في معدل التضخم. وتحول بنك كندا المركزي إلى استهداف التضخم أيضا في عام ١٩٩١، ونجح في خفض التضخم إلى ٢٪. وفي تقرير أعده سفينسون للبنك المركزي السويدي، قال إن هناك "أسبابا قوية" تدفع السياسة النقدية إلى استهداف "نطاق ضيق لمعدل التضخم". وفي أوائل ١٩٩٣، اعتمد البنك هذا الإطار مستهدفا معدل تضخم طويل الأجل قدره ٢٪ يتم تحقيقه بحلول عام ١٩٩٥ — ولكنه لم يتمكن من تحقيقه في السنوات التالية.

وفي أواخر تسعينات القرن الماضي وبدايات الألفينات، كرس سفينسون جهوده لتوضيح نجاح إطار استهداف التضخم وإدخال تحسينات عليه. وبحلول عام ٢٠٠١، كان قد انتقل للعمل في قسم الاقتصاد المرموق في جامعة برنستون، حيث كان هناك عدد من الأساتذة المنخرطين في جهود مشابهة — من بينهم برنانكي، وكروغمان؛ وآلان بليندر، النائب السابق لرئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ ومايكل وودفورد، الخبير الاقتصادي البارز. وأطلق سكوت سامنر، أحد أصحاب النظريات النقدية البارزين في جامعة جورج ميسون، على هذه الكوكبة اسم "مدرسة برنستون"، وهو يرجع إليها الفضل في إدخال تغييرات على الصيرفة المركزية ساهمت بدور حاسم في إدارة "الركود الكبير".

ومن مساهمات سفينسون المبكرة أنه حث البنوك المركزية على تنفيذ استهداف التضخم بطريقة مرنة، إدراكا منه لمسؤوليتها المزدوجة في الإبقاء على معدل التضخم قريبا من المستهدف والاقتصاد قريبا من التوظيف الكامل. وقال سفينسون لمجلة "التمويل والتنمية" إنه في تلك الأيام "لم تكن هناك أي بنوك تُذكر يصدق عليها وصف "مهاويس التضخم"، وهو مصطلح صاغه ميرفين كينغ، محافظ بنك إنجلترا السابق، للإشارة إلى البنوك المركزية التي ينصب تركيزها كله على التضخم على حساب التوظيف.

## استهداف تنبؤات التضخم

ومن مساهمات سفينسون الأكثر أهمية أنه كان يحض البنوك المركزية على استهداف تنبؤات التضخم. ففي ظل استهداف التضخم، كانت البنوك المركزية قد أصبحت تتسم بشفافية متزايدة بالفعل في إعلان أحدث قراراتها بشأن السياسة النقدية وتفسيرها للجمهور. ورأى سفينسون أن البنوك المركزية ينبغي أن تذهب إلى أبعد من ذلك، فنظرا لأن إجراءات السياسة النقدية لم يظهر تأثيرها إلا بعد وقت طويل، كان من المهم أن تخبر البنوك المركزية الأسواق والمواطنين بخطتها للمستقبل.

وفي بحث شهير صدر عام ١٩٩٧، أوصى سفينسون بأن تختار البنوك المركزية مسارا لأسعار الفائدة الحالية والمستقبلية يجسد تنبؤات "جيدة" للتضخم والتوظيف من أجل توجيه الاقتصاد بمرور الوقت إلى معدل التضخم

المستهدف والتوظيف الكامل. ويوضح سامنر، الأستاذ في جامعة جورج ميسون: "لنفترض أن هدفك للتضخم ٢٪. عليك إذن أن تحدد سياساتك بحيث تمثل ما تتنبأ به أيضا من [أنك ستصل إلى] معدل تضخم قدره ٢٪... إنها مسألة يسهل إدراكها بالفطرة. فلماذا لا تحدد [مسارا لمستقبل] أسعار الفائدة الأساسية يمثل توقعاتك لنجاح السياسة؟" ومع ذلك، فقبل هذا العمل الذي قام به سفينسون، كانت البنوك المركزية تميل إلى افتراض مسار لأسعار الفائدة الأساسية من شأنه أن يبلغ بها معدلا أقل من مستهدفات التضخم أو أعلى منها. وعن هذا كتب سامنر: "بدا الأمر وكأن ربان سفينة يعبر المحيط الأطلنطي وقد ثبت الدفة في وضع من المتوقع أن تكون معه السفينة قد بعدت بمسافة ٢٠٠ ميل عن مسارها المحدد عند وصولها الجانب الآخر من المحيط." وقد بدأت بعض البنوك المركزية، مثل البنك المركزي النرويجي، والبنك المركزي السويدي، والبنك الوطني التشيكي، نشر مساراتها المحددة لأسعار الفائدة، عملا بتوصيات سفينسون، واقتداء بالبنك المركزي النيوزيلندي. واعتمد العديد من البنوك المركزية الأخرى ممارسات متوافقة إلى حد كبير مع هذا الاتجاه. ويقول روبرت تيتلو، المستشار الأقدم في مجلس الاحتياطي الفيدرالي وأحد مساعدي سفينسون، إن عمل سفينسون ساعد على إيجاد منهج أكثر استشرافا للمستقبل في التعامل مع السياسة النقدية، وولّد رغبة في الابتكار في أوقات الأزمات.

وقال تيتلو لمجلة التمويل والتنمية: "عند تقديم المشورة لمسؤولي البنك المركزي، كان لارس قادرا على الاحتفاظ دائما بهدوئه لدرجة خارقة ولكنه كان صعب المراس، وكان مهذبا لكنه كان صريحا". ويتذكر فيليب تيرنر، أحد كبار المسؤولين السابقين في بنك التسويات الدولية أنه "في مؤتمر أقامه بنك اليابان في عام ٢٠٠٠، كان سفينسون من أوائل من حثوا على اتخاذ إجراءات جذرية على صعيد السياسة النقدية". ففي دراسة قدمها سفينسون في ذلك المؤتمر، قال بلا مواربة: "لقد خسرت اليابان بالفعل عقدا من الزمن بسبب الركود الاقتصادي والانكماش". وأضاف أنه "مع استمرار السياسة السيئة، قد تخسر عقدا آخر".

## اتجاه إلى السالب

أتت تحسينات إدارة السياسة النقدية التي دعا إليها سفينسون وآخرون ثمارها أثناء "الكساد الكبير". فسرعان ما تحولت البنوك المركزية إلى اتخاذ إجراءات من المرجح أنها ساعدت على تجنب نوبة أخرى من "الكساد الكبير". إذ قامت بتخفيض حاد لأسعار الفائدة، مما أوضح أنها ليست "مهووسة بالتضخم"، وأنها تأخذ هدف تحقيق التوظيف الكامل على محمل الجد. وأشارت للأسواق بأنها تتوقع إبقاء أسعار الفائدة "منخفضة لمدة طويلة" — مع إعطاء توجيهات مسبقة تتماشى إلى حد بعيد مع روح المشورة التي قدمها سفينسون بشأن الشفافية.

بلا داع على صعيد السياسة النقدية" وقت الأزمة المالية العالمية، موضحاً أنها "لم تستند إلى أي مبرر واضح من حيث المؤشرات الاقتصادية الكلية".

وثبتت لاحقاً صحة تقدير سفينسون. ففي عام ٢٠١٤، بات واضحاً أن ارتفاعات أسعار الفائدة لم تكن تعمل على كبح تضخم أسعار المساكن، وكانت تقود إلى الانكماش والضعف الاقتصادي. ووجد البنك المركزي السويدي نفسه مضطراً إلى خفضها إلى الصفر. ثم غامر في عام ٢٠١٥ بخوض تجربة أسعار الفائدة السالبة، وهي تجربة اعتبرت ناجحة في ورقة عمل لاحقة أعدتها ريمّا ترك من صندوق النقد الدولي.

وعقب تركه منصبه في البنك المركزي السويدي، كرس سفينسون جهوده لتقديم الحجج على ضرورة أن ينصب تركيز السياسة النقدية على هدفي التضخم والناتج، مع ترك اعتبارات الاستقرار المالي للسياسة الاحترازية الكلية. وقال إن هاتين السياستين "مختلفتان، والأفضل إدارة كل منهما على حدة". "ولإثبات رؤيته، قدم عدداً من العروض التقديمية في صندوق النقد الدولي وفي جهات أخرى، سعى فيها لتقديم البراهين على أن منافع رفع أسعار الفائدة لتعزيز الاستقرار المالي عن طريق خفض احتمالات حدوث أزمة مالية هي منافع ضئيلة وغير مؤكدة. وفي المقابل، كانت التكاليف المتمثلة في ارتفاع معدل البطالة والضعف الانكماشية مرتفعة ومؤكدة بدرجة أكبر بكثير. وقد عرضت حسابات التكلفة والعائد التي أجراها سفينسون في دراسة أعدها خبراء صندوق النقد الدولي في عام ٢٠١٥ عن السياسة النقدية والاستقرار المالي ("Monetary Policy and Financial Stability")، خلصت إلى أن التكلفة تكون أعلى من العائد في معظم الحالات. وصرح تيرنر، المسؤول السابق في بنك التسويات الدولية، لمجلة "التمويل والتنمية" بأنه: "بإعمال المنطق الدقيق، وباستخدام الأحجام التجريبية الأكثر توافقاً مع الحجة التي عارضها، يتضح أن سفينسون حقق انتصاراً حاسماً في هذا السجال".

### نشاط دائم

في الخامسة والسبعين، لا يزال سفينسون نشطاً في العمل البحثي، وقد خصص أحدث أعماله لتوضيح أن المؤشرات الشائعة الاستخدام التي تقيس المبالغة في تقييم أسعار المساكن — مثل نسبة سعر المسكن إلى الدخل — هي مؤشرات مضللة ويمكن أن تؤدي إلى اتخاذ الوكالات المالية إجراءات رديئة على مستوى السياسات. وقد اعترض أيضاً على وجهة النظر السائدة بأن الأسر تزيد من تخفيض إنفاقها وقت الأزمات كلما ارتفعت مستويات ديونها العقارية غير المسددة. ويشعر تيرنر بالسعادة لرؤية سفينسون يواصل تحدي الأفكار المسلم بها، ويقول: "أينما ذهب هذا الرجل، يجد الاقتصاديون أن عليهم الارتقاء إلى مستوى أفضل". **FD**

براكاش لونغانني يشغل منصب مدير مساعد في مكتب التقييم المستقل بصندوق النقد الدولي.

غير أن "الركود الكبير" كان عميقاً حتى أن البنوك المركزية واجهت مأزقاً لم تدر معه ماذا عساها تفعل بعد أن خفضت بالفعل أسعار الفائدة الأساسية إلى الصفر وأشارت إلى أنها تعتزم إبقائها في هذا المستوى لفترة؟ ودعا سفينسون إلى التحرك نحو أسعار فائدة سالبة، وفرض رسوم على الودائع بهدف دفع البنوك إلى توفير القروض لتشجيع الإنفاق.

وكتبت صحيفة فاينانشال تايمز آنذاك أن "أشد مناصري هذه السياسة هو لارس سفينسون، نائب محافظ البنك المركزي السويدي، وهو خبير يتمتع بشهرة عالمية في نظرية السياسة النقدية وأحد زملاء بن برنانكي المقربين". واتخذ البنك المركزي الدنماركي تلك الخطوة الجريئة بالتحول إلى أسعار فائدة سالبة في عام ٢٠١٢، ثم حذا حذوه البنك المركزي الأوروبي وعدد من البنوك الأخرى.

ويرى بعض خبراء الاقتصاد أنه رغم كون أسعار الفائدة السالبة مسألة خلافية، فقد أدت إلى توسيع نطاق الأدوات المتاحة للبنوك المركزية. ويقول كينيث روغوف، كبير الاقتصاديين السابق في صندوق النقد الدولي إنه "إذا طبقت أسعار الفائدة السالبة على نحو صحيح فسوف تعمل على نحو مماثل للسياسة النقدية العادية، فتعزز الطلب الكلي وترفع معدل التوظيف" في الأزمات المستقبلية.

### اختلاف وانفصال

قبل بداية الأزمة المالية، تمكن البنك المركزي السويدي من اجتذاب سفينسون من جامعة برنستون في عام ٢٠٠٧ ليتولى منصب نائب المحافظ. في ذلك الوقت، كان البنك يعمل بنصيحة سفينسون بالفعل، فینشر مسار أسعار فائدته ويبرر سبب اختياره. وبحلول يوليو ٢٠٠٩، كان البنك المركزي السويدي قد خفض بالفعل أسعار الفائدة إلى ٠,٢٥٪.

غير أن سفينسون لم يتمكن من إقناع زملائه بخفض سعر الفائدة إلى الصفر، ثم التفكير في أسعار فائدة سالبة عند الحاجة. ففي الواقع، بدأ البنك المركزي السويدي يرفع أسعار الفائدة في عام ٢٠١٠. وأبدى سفينسون معارضته لتلك الخطوة، مشيراً إلى أن التنبؤات الخاصة بالتضخم لا تزال أقل بكثير من المستهدف، وأن معدل البطالة لا يزال مرتفعاً. واعتراض أيضاً على "الإبحار عكس اتجاه الرياح"، وهي الفكرة القائلة بضرورة رفع أسعار الفائدة لمواجهة المخاطر على الاستقرار المالي التي فرضها ارتفاع أسعار المساكن ومستويات الدين العقاري، على سبيل المثال، حتى وإن كانت اعتبارات الاقتصاد الكلي، مثل معدل التضخم وحجم الناتج، تتطلب غير ذلك.

وبعد عامين من الانشقاق المهدب عن الصف، ترك سفينسون العمل في البنك المركزي السويدي بصورة نهائية في آخر فترة ولايته في منتصف ٢٠١٣. وأعلن صراحة أنه "لم يتمكن من الحصول على التأييد اللازم للسياسة النقدية" التي كان يفضلها. وانبرى زملاؤه القدامى في جامعة برنستون للدفاع عنه. فوصف كروغمان ارتفاعات أسعار الفائدة في الفترة ٢٠١٠-٢٠١١ بأنها "قد تكون أكبر الأخطاء المرتكبة