



# ما هي السياسة النقدية؟

كوشي ماتاي  
Koshy Mathai

## عاشت

والإنفاق - وقد توسعت الحكومات في استخدامها أثناء الأزمة الراهنة. بيد أن ما يحدث بصورة نمطية هو أن من تشريعات التغييرات في الضرائب والإنفاق يستغرق وقتا، وبمجرد أن تتحول هذه التغييرات إلى قوانين، يصعب سياسيا إلغاؤها. أضف إلى ذلك المخاوف من احتمال عدم استجابة المستهلكين بالشكل المقصود للحوافز الضريبية (فقد يلجئون مثلا إلى ادخار قيمة التخفيضات الضريبية بدلا من إنفاقها) ومن السهل أن نفهم لماذا تعتبر السياسة النقدية عامة خط الدفاع الأول في تثبيت الاقتصاد أثناء فترات الركود الاقتصادي. (ويرد الاستثناء في بلدان أسعار الصرف فيها ثابتة، حيث يتم ربط السياسة النقدية تماما بهدف سعر الصرف).

## السياسة المستقلة

رغم أن السياسة النقدية تعتبر واحدة من أهم أدوات الحكومة الاقتصادية، فإن معظم الاقتصاديين يرون أنها تدار على النمو الأفضل من جانب بنك مركزي (أو وكالة مماثلة) مستقلة عن الحكومة المنتخبة. وتنبع هذه الرؤية من بحث أكاديمي، أجرى منذ ثلاثين عاما خلط، ركز على مشكلة عدم الاتساق الزمني. ولا بد أن صانعو السياسة النقدية الذين كانوا أقل استقلالا عن الحكومة وجدوا أن من مصلحتهم أن يعدوا بتخفيض التضخم بغرض إبقاء سقف التوقعات بشأن التضخم متدنيا بين المستهلكين ودوائر الأعمال. ولكنهم في وقت لاحق، واستجابة لتطورات لاحقة، قد يجدون أنه من الصعب مقاومة التوسع في عرض النقود، مما يفضي إلى المفاجأة بالتضخم. وتلك المفاجأة من شأنها أولا أن تعزز الإنتاج، بجعل أجور العمالة أرخص نسبيا (حيث إن الأجور تتغير ببطء)، ومن شأنها أيضا أن تخفف من قيمة الدين الحكومي الحقيقية أو المصححة وفقا للتضخم. لكن الناس سرعان ما يدركون هذا الانحراف نحو التضخم ويرفعون سقف توقعاتهم بشأن زيادة الأسعار، مما يجعل من الصعب على صانعي السياسة تخفيض التضخم.

وللتغلب على مشكلة عدم التناسق الزمني، اقترح بعض الاقتصاديين أن يلتزم صانعو السياسات بقاعدة تقضى بإلغاء حرية التقدير الكامل في تصحيح السياسة النقدية. ومع ذلك، فقد ثبت أنه من الصعب في القطبين العملي الالتزام على نحو يحظى بالمصداقية بقاعدة (قد تكون معقدة) ثبت أنها صعبة. وكان هناك حل بديل، قد يحصن العملية رغم ذلك ضد السياسة، ويقوى ثقة الجمهور في التزام السلطات بتخفيض التضخم، يتمثل في تفويض إدارة السياسة النقدية لبنك مركزي مستقل معزول عن جانب كبير من العملية السياسية - كما كان الحال بالفعل في عدد من الاقتصادات. وتوحي الشواهد بأن استقلال البنوك المركزية يرتبط حقا بتراجع التضخم وزيادة استقراره.

السياسة النقدية تحت أفتحة عديدة. ولكن أيا كان مظهرها، فإنها تختصر في تصحيح عرض النقود في الاقتصاد بما يحقق توليفة ما من التضخم واستقرار الناتج.

وقد يتفق معظم الاقتصاديين على ثبات الناتج على المدى الطويل حتى أن أي تغير في عرض النقود وحده من شأنه أن يحدث تغييرا في الأسعار. ولكن على المدى القصير فإنه نظرا لأن الأسعار والأجور عادة يتم تصحيحها فورا، فإن عرض النقود قد يؤثر في الإنتاج الفعلي للسلع والخدمات. وهذا هو السبب في أن السياسة النقدية التي تديرها عامة البنوك المركزية مثل بنك الاحتياطي الفيدرالي أو البنك المركزي الأوروبي تمثل أداة هادفة للسياسات من أجل بلوغ الأهداف المتعلقة بكل من التضخم والنمو.

وفي حالة الركود مثلا، يتمتع المستهلكون عن الإنفاق بالمقرر الذي كانوا معتادين عليه، وينخفض إنتاج الشركات، مما يدفعها إلى تسريح العمال، والتوقف عن الاستثمار في قدرات جديدة، وقد ينخفض الإقبال الخارجي أيضا على صادرات البلد. وباختصار يحدث انخفاض في الطلب الكلي يمكن للحكومات أن تواجهه بسياسة تميل لمناهضة الاتجاه الذي يسير منه الاقتصاد. وغالبا ما تكون السياسة النقدية أداة مختارة لمواجهة التقلبات الدورية.

قد تؤدي مثل هذه السياسة الرامية لمواجهة التقلبات الدورية إلى التوسع المنشود في الإنتاج (والتشغيل). ولكن نظرا لأنها تستتبع زيادة في عرض النقود، فقد تسفر أيضا عن زيادة في الأسعار. ومع اقتراب الاقتصاد من الإنتاج بكامل طاقته، فإن زيادة الطلب ستلقى ضغوطا على تكلفة المدخلات، بما فيها الأجور. وعندئذ يستخدم العمل دخولهم التي زادت في شراء مزيد من السلع والخدمات، مما يؤدي إلى زيادة أكبر في الأسعار والأجور، ورفع التضخم المعمم لأعلى وهي نتيجة عادة ما يرغب صانعو السياسات في تحاشيها.

## هدفان متلازمان

ومن ثم، فعلى صانعي السياسات النقدية أن يوازنوا بين أهداف الأسعار والإنتاج. والحاصل أنه حتى البنوك المركزية، مثل البنك المركزي الأوروبي، التي لا تستهدف سوى التضخم فحسب، قد تسلم عموما بأنها تولى اهتماما كذلك بتحقيق استقرار الإنتاج والإبقاء على الاقتصاد في حالة تقرب من التشغيل الكامل. وعلى مستوى بنك الاحتياطي الفيدرالي، الذي يملك تفويضا مزدوجا صريحا من الكونغرس الأمريكي، فإن هدف التشغيل يحظى باعتراف رسمي ويوضع على قدم المساواة مع هدف التضخم.

والسياسة النقدية ليست هي الأداة الوحيدة لإدارة الطلب الكلي على السلع والخدمات، بل هناك أداة أخرى تتمثل في سياسة المالية العامة - فرض الضرائب

## إدارة السياسة النقدية

مكون لذاته التضخم الذي يحقق نفسه بنفسه. ويتم الإنفاق على كثير من عقود الأجور والأسعار مقدما، بناء على توقعات التضخم. وإذا رفع صانعو السياسات أسعار الفائدة، وأعلنوا أن مزيدا من الارتفاعات يشق طريقه، فقد يقنع ذلك العامة بأن صانعي السياسات جادون في إبقاء التضخم قيد السيطرة. عندئذ سوف ستبرم العقود الطويلة الأجل زيادات أكثر تواضعا في الأجور والأسعار على مر الزمن، وهذه سوف تحافظ بدورها على انخفاض التضخم الفعلي.

### متى يتوقف انخفاض الأسعار؟

خلال العامين المنصرمين، أجرت البنوك المركزية في كافة أرجاء العالم تخفيضا حادا في أسعار الفائدة الأساسية - حتى وصلت إلى الصفر في بعض الحالات - مما استفد كل إمكانات التخفيض. ومع ذلك فقد توصلت هذه البنوك إلى طرق غير تقليدية لمواصلة تيسير السياسة النقدية.

وكان أحد المناهج هو شراء كميات كبيرة من الأدوات المالية من السوق. وأدى ما يطلق عليه اسم التيسير الكمي إلى زيادة حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي - وضخ نقد جديد في الاقتصاد. وتحصل البنوك المركزية على احتياطات إضافية (وهي الودائع التي تحتفظ بها لدى البنك المركزي، وينمو عرض النقود).

وهناك خيار وثيق الصلة قد يتسبب بدوره في توسيع الميزانية العمومية للبنك المركزي، وهو خيار التيسير الائتماني، لكن التركيز أكبر على مكونات هذه الميزانية العمومية - أي أنواع الأصول المشتراة. وخلال الأزمة الحالية، أصبح كثير من أسواق الائتمان النوعية مجمدا، وكانت النتيجة أن توقفت قناة سعر الفائدة عن العمل. وردت البنوك المركزية باستهداف تلك الأسواق التي تكتنفها المشكلات مباشرة. فقد قام بنك الاحتياطي الفيدرالي مثلا، بإنشاء تسهيل خاص لشراء الأوراق التجارية (ديون الشركات ذات الأجل القصير جدا)، لضمان توافر الفرصة باستمرار للشركات للحصول على رأس المال العامل. واشترت أيضا الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية لضمان استمرارية تمويل الإسكان.

ويذهب البعض إلى أن التيسير الائتماني من شأنه تقريب السياسة النقدية من السياسة الصناعية بأكثر مما ينبغي، مع قيام البنوك المركزية بضمان تدفق التمويل لأجزاء معينة من السوق. لكن التيسير الكمي ليس أقل إثارة للجدل. فهو يتطلب شراء أصول أكثر حيادا مثل الديون الحكومية، لكنه يدفع البنك المركزي نحو تمويل عجز المالية العامة للحكومة، مما يمكن أن يجعل استقلاله موضع شك.

ولما كان الاقتصاد العالمي يبدو أنه بصدد الانتعاش، فقد تحول الشاغل الرئيسي إلى رسم إستراتيجية للخروج من الأزمة: كيف يمكن أن تنهي البنوك المركزية تدخلاتها الاستثنائية وتشدد سياستها النقدية للحيلولة دون تحول التضخم إلى مشكلة فيما بعد؟

كوشي ماتاي هو الممثل لصندوق النقد الدولي المقيم في سرى لانكا.

المراجع:

Ireland, Peter N., 2008, "Monetary Transmission Mechanism," in The New Palgrave Dictionary of Economics, ed. by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (Houndmills, Basingstoke, United Kingdom: Palgrave MacMillan, 2nd ed.).

كيف يتصرف بنك مركزي، إزاء تغيير السياسة النقدية؟ إن النهج الأساسي يتمثل ببساطة في تغيير حجم عرض النقود. ويتم ذلك عادة من خلال عمليات للسوق المفتوحة يتم فيها تبادل الدين الحكومي قصير الأجل مع القطاع الخاص. فإذا اشترى بنك الاحتياطي الفيدرالي مثلا، أو اقترض أذون خزانة من بنوك تجارية فسوف يضيف البنك المركزي نقدا إلى الحسابات يسمى الاحتياطي تتم مطالبة البنوك بالاحتفاظ به. وذلك من شأنه توسيع عرض النقود. وعلى النقيض من ذلك، إذا باع البنك الاحتياطي الفيدرالي أو أقرض أوراقا مالية للخزانة إلى البنوك، فإن ما يتلقاه من مدفوعات مقابل ذلك من شأنه تقليص عرض النقود.

ومع أن كثيرا من البنوك المركزية اختبرت على مر السنين أهدافا صريحة لنمو النقود، فإن مثل هذه الأهداف أصبحت أقل شيوعا بكثير. لأن قياس الارتباط بين النقود والأسعار أصعب مما كان عليه يوما من الأيام. وقد تحولت بنوك مركزية كثيرة إلى التضخم كهدف لها - إما وحده أو لغاية يحتمل أن تكون ضمنية من أجل تحقيق النمو و/ أو التشغيل.

وعندما يتحدث بنك مركزي ما علنا عن السياسة النقدية، فإنه عادة ما يركز على أسعار الفائدة وليس على أية كمية معينة من النقود (رغم أن الأمر قد يتطلب تحقيق أسعار الفائدة المنشودة من خلال إحداث تغييرات في عرض النقود). وتنزع البنوك المركزية إلى التركيز على سعر واحد تحدده السياسات، وهو بصفة عامة سعر لأجل قصير، غالبا ما يكون السعر لليلة واحدة، الذي تفرضه البنوك على بعضها البعض لاقتراض الأموال. وعندما تطرح البنوك المركزية نقودا في النظام بشراء الأوراق المالية أو اقتراضها، وهو ما يسمى باللغة العامية سياسة التليين، تخفيض السعر. وعادة ما يرتفع عندما يحكم البنك المركزي قبضته، عن طريق امتصاص الاحتياطات. ويتوقع البنك المركزي أن تتسرب التغييرات في السياسة النقدية إلى جميع أسعار الفائدة الأخرى ذات الصلة بالاقتصاد.

### آليات نقل الآثار

لتغيير السياسة النقدية آثار مهمة على الطلب الكلي، وبالتالي على كل من الإنتاج والأسعار. وثمة عدد من الطرق التي يتم من خلالها نقل إجراءات السياسات إلى الاقتصاد الحقيقي (دراسة Ireland, 2008). والطريقة التي يركز عليها الناس تقليديا هي قناة سعر الفائدة. فإذا أحكم البنك المركزي قبضته مثلا، ترتفع تكلفة الاقتراض، ويقل ميل المستهلكين إلى شراء الأشياء التي يمولونها عادة - مثل المنازل والسيارات - ويقل ميل الشركات إلى الاستثمار في معدات، أو برمجيات، أو مبان جديدة. ويتسق المستوى المنخفض من النشاط الاقتصادي مع التضخم الأدنى لأن انخفاض الطلب يعني عادة انخفاض الأسعار. لكن ذلك ليس خاتمة القصة. ذلك أن ارتفاعا في أسعار الفائدة يميل أيضا إلى تخفيض القيمة الصافية للشركات والأفراد - وهو ما يسمى قناة الميزانية العمومية - مما يجعل تأهلها للحصول على قروض بأي أسعار للفائدة أكثر صعوبة، الأمر الذي يقلل من ضغوط الإنفاق والأسعار. كما أن ارتفاع السعر يقلل من ربحية البنوك بوجه عام وبذلك يجعلها أقل استعدادا للإقراض - وهو ما يسمى قناة الإقراض المصرفي. وتقضى الأسعار المرتفعة عادة إلى ارتفاع قيمة العملة، عندما يسعى المستثمرون الأجانب إلى عوائد أعلى، ويزيدون من طلبهم على العملة. ومن خلال قناة سعر الصرف، تنخفض الصادرات عندما تزداد تكلفتها، وترتفع الواردات عندما تغدو أرخص. ويتقلص إجمالي الناتج المحلي بدوره.

وللسياسة النقدية تأثير إضافي مهم على التضخم من خلال التوقعات - وهي