



بعد السقوط

مع احتدام النقاش حول أفضل السبل لإدارة السياسة النقدية، تزداد ضبابية الفرق بين الاقتصادات المتقدمة والصاعدة بعد أن كان هذا الفرق صارخا في يوم ما



إسوار براساد
Eswar Prasad

المالي لأنها يمكن أن تكون أكثر نشاطا بكثير من الأدوات الأخرى لسياسات الاقتصاد الكلي.

وقد أثار هذا الأمر جدلا ثريا حول الإطار السليم للسياسة النقدية، وحول نطاق أهداف البنك المركزي والدرجة المثلى لاستقلاليتها. وحتى مع تناقص الوضوح بشأن الأطر النقدية المثلى، كان من النتائج الملموسة للأزمة المالية تقارب طبيعة الجدول الدائر حول عمليات البنك المركزي في اقتصادات تمر بمراحل تطور اقتصادي ومؤسسي مختلفة.

وكانت البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة تعتبر متأخرة عن نظيراتها في الاقتصادات المتقدمة من حيث دقة أطرها التشغيلية ومدى تطورها وشفافيتها. لكن البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة خرجت من الأزمة المالية في وضع أفضل بكثير من نظيراتها في الاقتصادات المتقدمة، فقد ثبتت ميزة انخفاض درجة تطور الأسواق المالية وتزايد مستوى الحيلة والحد التنظيميين. ونتيجة لذلك، اتخذ الجدول الدائر حول السياسات النقدية والتنظيمية المناسبة للأسواق الصاعدة بعض المنعطفات المثيرة للاهتمام (دراسة Gill،

الاقتصاد العالمي يتأمل الدروس المستفادة

بينما

من الأزمة العالمية الآخذة في الانحسار، احتدم الجدول حول مفاهيم عمليات البنوك المركزية التي كان يعتقد أنها ظلت راسخة منذ مدة طويلة، (دراسة 2007 Goodfriend)، وأصبح دور البنوك المركزية وصلاحياتها الملائمة موضع تحييص في أنحاء العالم. وصارت الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة على السواء أكثر عرضة للخدمات الخارجية نتيجة للعولمة، إذ أوجد تزايد انفتاحها أمام التدفقات التجارية والمالية قنوات أوسع لانتقال تداعيات الصدمات عبر البلدان. وقد أُلقت تلك القوى أيضا عبئا أكبر على السياسة النقدية، وصار من الأصعب على البنك المركزي الآن استخدام أدوات مثل تغيير سعر الفائدة لتحقيق أهداف محلية؛ فحركة رأس المال حول العالم يمكن أن تُنشئ صعوبات في إدارة السياسة النقدية خاصة في الاقتصادات ذات الأنظمة المالية الضحلة. ومع ذلك، تكتسب السياسات النقدية أهمية متزايدة بصفتها خط الدفاع الأول ضد الصدمات الخارجية وانهيار النظام

البنك
المركزي

(kanbur, and Prasad, 2009). وبداية يجدر بنا أن نستعرض بعض المبادئ العامة المتعلقة بكل أنواع الاقتصاد.

استهداف التضخم موضع انتقاد

أصبح استهداف التضخم -سواء بصورة صريحة أو ضمنية- هو إطار السياسات النقدية المفضل لدى أكثر الدول تقدماً على مدى العقدين الماضيين. فقد تبني عدد من البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة أيضاً أطراً تعطي الأولوية للحفاظ على مستوى مستهدف من التضخم أو في إطار نطاق محدد، بينما كانت هناك بنوك أخرى كثيرة تتحول إلى هذا النظام. ولاستهداف التضخم سجل أداء جيد في تحقيق استقرار الأسعار وتثبيت توقعات التضخم، الأمر الذي ثبتت قيمته في الأسواق الصاعدة، حيث يتسبب ارتفاع التضخم في وقوع ضرر بصفة خاصة لأنه يصيب الفقراء بأضرار بالغة غير متناسبة.

لكن استهداف التضخم تعرض لهجوم شديد عقب الأزمة المالية العالمية، وأصبح مسؤولو البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة الآن موضع سخرية لتركيزهم أكثر مما ينبغي على استقرار الأسعار وإغفالهم فقاعات أسواق الأصول وعدم تمكنهم من منع وقوع أسوأ أزمة يشهدها هذا الجيل.

وفي نفس الوقت، برغم اجتياز كثير من الأسواق الصاعدة للأزمة بصورة جيدة نسبياً، إلا أن البنوك المركزية ضمن هذه المجموعة التي تستهدف التضخم تواجه أيضاً ضغطاً للتخلي عن هذا الإطار. ويذهب منتقدو هذا الإطار إلى أن استهداف التضخم قد يصيب هذه الاقتصادات بالضرر لو كان هذا الاستهداف يعني إغفال التقلبات الحادة في سعر الصرف ودورات الرواج والكساد في أسواق الأوراق المالية والعقارات السكنية.

وبالفعل، فالحجة الكاسحة التي يسوقها مسؤولو البنوك المركزية في بعض الأسواق الصاعدة مفادها أن انخفاض التضخم ليس ضرورياً ولا كافياً لتحقيق الاستقرار المالي. والأمر الذي يحدونا إلى أخذ وجهة النظر المطروحة مأخذ الجد هو تراكم الضغوط الهائلة في الأسواق المالية في كثير من الاقتصادات المتقدمة إبان انخفاض معدلات التضخم واستقرار النمو.

فقاعات سوق الأصول

قد يكون لفقاعات الأسعار في سوق العقارات السكنية والأسهم آثار مدمرة على الأسواق المالية والاقتصاد عند انفجارها في نهاية المطاف. ويبدو أن هذه الحقيقة تضيف شرعية على الحجة القائلة بأن البنوك المركزية لا يمكنها تجاهل فقاعات أسعار الأصول وأن أي إطار ضيق يضع قيوداً على البنوك المركزية في اتخاذ إجراءات وقائية ضد الفقاعات مآله إلى الفشل. لكن هناك مشكلة كبرى - فمن الصعب اكتشاف هذه الفقاعات في الوقت الحقيقي، كما أنه من غير الواضح ما إذا كانت السياسة النقدية هي الوسيلة السليمة لوخز هذه الفقاعات قبل تفاقمها.

وفقاً للنظرة الصافية تجاه السياسة النقدية، ينبغي دمج فقاعات الأصول ضمن إطار استهداف التضخم ما دام قد توافر لدى مسؤولو البنوك المركزية النموذج الاقتصادي الكلي الصحيح للتضخم. ويؤدي رواج الأصول إلى زيادة الثروات المالية للأسر المعيشية والشركات، مما يجعلها تشعر بأنها صارت أغنى وبالتالي تنفق أكثر. ويترجم هذا الأمر إلى ارتفاع الطلب الكلي الذي يؤدي إلى ارتفاع التضخم الذي يستحث بدوره التحرك على مستوى السياسات. وبعبارة أخرى، ستسعى البنوك المركزية تلقائياً إلى منع فقاعات الأصول من خلال اتخاذ إجراءات على صعيد السياسة النقدية لمواجهة تأثيرها التضخمي. ومع ذلك، حتى

وإن كانت البنوك المركزية لديها النموذج الصحيح، فقد تنتعش أسعار الأصول بسرعة مما يؤدي إلى حالات كساد مدمرة قبل أن تظهر انعكاساتها على الطلب الكلي.

والحل الوسط هو أن الفقاعات التي تغذيها السياسة النقدية التيسيرية - التي ربما كانت على سبيل المثال انتعاش سوق الإسكان في الولايات المتحدة - ينبغي معالجتها من خلال السياسة النقدية، في حين أن فقاعات أخرى - مثل انتعاش أسعار أسهم القطاع التكنولوجي في بداية الألفينات - ينبغي التعامل معها باستخدام سياسات تنظيمية أو تركها لتأخذ مسارها الطبيعي. ويواجه هذا المنهج مجموعة خاصة من المشكلات نظراً لصعوبة اكتشاف الفقاعات ومنع وقوعها، ناهيك عن التكهن بأسبابها. لكن تظل حتى الآن هناك مسألة موضع جدل وهي ما إذا كان السبب المباشر لرواج سوق الإسكان وما تلاه من كساد في الولايات المتحدة هو تراخي السياسة النقدية أو ضعف التنظيم.

وأياً كانت النتيجة التي توصل إليها هذا الجدل، ففي أعقاب الأزمة سيكون من الصعب على البنوك المركزية تجاهل أسعار الأصول حتى وإن لم تستهدفها بأية طريقة رسمية. وبالفعل، فإن أي تفويض صريح بتحقيق الاستقرار المالي سوف يقتضي إدارة البنوك المركزية لأسعار الأصول. وعلى أي حال، فإن انخفاض أسعار العقارات السكنية في الولايات المتحدة خلال الأزمة الأخيرة أدى في النهاية إلى استسلام النظام المالي برمته. ويزعم بعض مسؤولي البنوك المركزية أن الحفاظ على الاستقرار المالي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالأهداف المعيارية للسياسة النقدية إلى درجة يتعذر معها الفصل بين الوظيفتين (دراسة Blinder, 2010).

وقد يؤدي هذا الجانب من «تجاوز نطاق الاختصاص» الممنوح للبنوك المركزية إلى مزيد من التعقيدات. ولنتأمل فكرة استخدام الأدوات التنظيمية في التعامل مع فقاعات الأصول وضمان الاستقرار المالي، وفي نفس الوقت استخدام سياسة سعر الفائدة في التعامل مع التضخم، فقد يخلق ذلك توتراً عندما يتأثر الوضع المالي الجيد للمؤسسات المالية الواقعة تحت مسؤولية البنك المركزي بسياسة سعر الفائدة. على سبيل المثال، فتدني أسعار الفائدة الأساسية من الأمور المواتية لأرباح البنوك لأنه يتيح لها الحصول على أموال بأسعار فائدة منخفضة، بينما قد تؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى ارتفاع التوقعات التضخمية وتغذية فقاعات أسعار الأصول.

وينطوي هذا الجانب الخاص بتجاوز نطاق الاختصاص على مخاطر أكبر. فبرغم أن إدراج وضع أسعار الأصول ضمن إطار السياسة النقدية أمر مغري، فمن الخطر أن يُطلب إلى البنوك المركزية إدارة نتائج أسعار الأصول دون معايير واضحة، ودون معرفة طبيعة تأثير إجراءات السياسة النقدية على أسعار الأصول. وتلك مجالات مجهولة، لكن من الواضح أنه لا يمكن إيقاف ممارسة البنوك المركزية لأعمالها ريثما يتم التوصل إلى حلول نظرية لهذه القضايا.

الأهداف والأدوات

يتعين في خضم الأزمة انتهاج سياسة نقدية عملية، والاستفادة من كل الوسائل المتاحة. وبالفعل، فما قامت به البنوك المركزية حول العالم من تدخلات حاسمة وضخمة بضخ السيولة كان له دور مهم في حماية النظم المالية من الانهيار الداخلي أثناء الأزمة الأخيرة. ولذلك لا يزال هناك سؤال مطروح حول طبيعة إطار السياسة النقدية الصحيح في الأوقات العادية، وما هو الإطار الذي سيسهم في

هل الاستقلالية مهمة؟

تتعرض استقلالية البنك المركزي لهجوم في شتى أنحاء العالم. ففي الولايات المتحدة، يهدد الكونغرس بوضع مجلس الاحتياطي الفيدرالي تحت رقابة أشد إحصاءاً حتى مع منحه تفويضاً أوسع في إدارة المؤسسات المالية الكبيرة والمؤثرة في النظام. وفي بلدان أخرى، استُخدمت الأزمة المالية كستار لمحاولة السياسيين كبح البنوك المركزية، وأقدم رئيس الأرجنتين على فصل رئيس البنك المركزي لعدم موافقته على استخدام احتياطي النقد الأجنبي في سداد جزء من التزامات ديون البلاد.

وتحدث هذه التطورات رغم الفكرة السائدة بأن استقلالية البنوك المركزية هي فضيلة خالصة لا تشوبها شائبة؛ لأنها تسمح بالتركيز على ما يجيد البنك فعله دون النظر إلى أي قيود سياسية أو غيرها ويساعد على بناء مصداقية البنك المركزي في السيطرة على التوقعات التضخمية. وتتوافر هذه المصداقية في الأوقات الصعبة فتفسح للبنك المركزي مجالاً لاتخاذ تدابير استثنائية دون أن تخرج توقعات التضخم عن السيطرة. وأحد الأمثلة على ذلك هي توقعات حدوث تضخم متواضع نسبياً في الولايات المتحدة، رغم ضخامة حجم السيولة التي ضخها بنك الاحتياطي الفيدرالي خلال عامي ٢٠٠٨-٢٠٠٩ والزيادة السريعة في الدين العام. وتبدو الأسواق - على الأقل حتى الآن - مقتنعة بقدرة الاحتياطي الفيدرالي على السيطرة على التضخم.

بيد أن مفهوم استقلالية البنك المركزي يتسم بالتعقيد، فالفكرة التقليدية هي أن البنك المركزي المستقل، إذ كان له هدف محدد لكنه واضح المعالم مثل الحفاظ على معدل التضخم عند مستوى منخفض ومستقر، لتوافرت لديه أفضل فرصة للعمل بفعالية وشفافية، مما يجعله أقل عرضة للتدخل السياسي. وحتى البنوك المركزية التي تضع أمامها هدفاً واحداً واضحاً وهو استهداف التضخم، فإنها تتمتع فقط باستقلال تشغيلي لتحقيق ذلك الهدف. والحكومة ذاتها هي التي تحدد الهدف، وعواقب عدم تحقيقه. وبالفعل، لو لم تتدخل الحكومة في وضع الهدف لافتقد شرعيته الأوسع أمام الجمهور.

وقد يصعب تحقيق هدف ضيق لو اتبعت الحكومة سياسة مالية مسرفة تؤدي إلى تراكم عجوزات ضخمة في الموازنة. بالإضافة إلى ذلك، إذا أوكلت للبنوك المركزية مسؤولية تحقيق استقرار الأسواق المالية وتفادي فقاعات أسعار الأصول، يجب تزويدها بوسائل أخرى إضافة إلى سعر الفائدة الأساسي (أو الاحتياطي الإلزامي في بعض الحالات). إلا أن هناك تعارضاً كبيراً بين اضطلاع البنوك المركزية بأهداف متعددة - حتى وإن توافر لها عدد مقابل من الأدوات - والاستقلال التشغيلي اللازم لتحقيق هدف التضخم. وفي كل الأحوال، فإن تحديد عدد أكبر من الأهداف يعني زيادة التدخل السياسي وتراجع المصداقية في الحفاظ على معدل تضخم منخفض.

وتتزايد هذه التعقيدات حدة في الأسواق الصاعدة حيث تكون البنوك المركزية في كثير منها من المؤسسات العامة الموثوق فيها والتي تتمتع بإدارة جيدة، مما يغري بتحميلها مزيداً من المسؤوليات. إلا أن الاضطلاع بمسؤوليات أخرى قد يجعلها أقل فعالية في تحقيق الهدف التي أثبتت قدرتها على إحرازه وهو السيطرة على التضخم.

ويمكن اللغز الحقيقي في أن تضييق مجموعة الأهداف قد يهدد أيضاً استقلالية البنك المركزي، حتى لو بدأ أنه غير مختص بأهداف أخرى مثل النمو وتوظيف العمالة. ويذهب مسؤولو البنوك المركزية في بعض الأسواق الصاعدة

تحقيق الاستقرار المالي واستقرار الاقتصاد الكلي والحد من تقلبات دورة الأعمال، وإيجاد حيز للسياسة النقدية لكي تتصدى بقوة للصدمات الخارجية المعاكسة؟ تذهب وجهة النظر التقليدية التي تستند إلى العمل الأكاديمي والخبرة العملية إلى أن للسياسة النقدية فعلياً أداة واحدة، وهي عادة ما تكون سياسة سعر الفائدة الأساسي، ويمكن استخدامها على الأكثر في تحقيق هدف واحد مثل الحد من التضخم والحفاظ على استقراره. لكن هناك وجهة نظر أكثر دقة، وهي أن البنوك المركزية لديها وسيلتان وهما أداة السياسة النقدية والسلطة التنظيمية. ويجب استخدام السياسة النقدية لإدارة التضخم، واستخدام السلطة التنظيمية في منع تراكم الاختلالات في النظام المالي. لكن حتى هذه المجموعة المحدودة من الأهداف تؤدي إلى نشأة توترات. فمثلاً كما سبق أن أشرنا أن ما يصلح للنظام المالي في أوقات الضغوط - حيث انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة - قد لا يصلح دائماً لإدارة نتائج التضخم.

وتتصاعد هذه التوترات في الأسواق الصاعدة حيث ظلت البنوك المركزية عادة مسؤولة عن طائفة واسعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، بالإضافة إلى استقرار الأسعار والأوضاع المالية. وعلى سبيل المثال، فإن وصفة السياسة النقدية المستقرة والشفافة التي تركز على هدف واحد بصفة أساسية وهي الأفضل على المدى الطويل تتعارض مع الواقع العملي القاسي الذي يشير إلى أن طفرة التدفقات الرأسمالية الداخلة، وما ينجم عنها من ارتفاع في سعر الصرف، قد تسفر عن عواقب ضارة دائمة على حصص سوق التصدير وتضر بشريعية البنك المركزي. ونتيجة لذلك، فإن الأهداف الفرعية مثل إدارة سعر الصرف تؤدي بالفعل إلى تعقيد إدارة السياسة النقدية في هذه الاقتصادات. وتنطوي بعض الوسائل مثل ضوابط رأس المال على فعالية محدودة كما أن لها أيضاً مشكلاتها.

وثمة منظور مختلف يفيد بانتهاء الأمر إلى تكليف البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة بالمسؤولية عن مجموعة كبيرة من الأهداف. وتشمل الخيارات المطروحة محاولة الجمع بين كل هذه الأهداف، بكل ما تستتبعه من مخاطر؛ لأن البديل هو أن يلقي عليها باللائمة في حالة حدوث خلل ما في أي من تلك الأهداف. ومن ناحية أخرى يمكن الذهاب بنفس القدر إلى قول إن مواجهة أهداف متعددة يستلزم من البنك المركزي بدرجة أكبر وضع وتعريف مجموعة أكثر تحديداً من الغايات التي قد يأمل في تحقيقها بفعالية.

ولو اضطلع البنك المركزي بصلاحيات متعددة لتولدت توقعات غير واقعية بشأن ما يمكنه وما لا يمكنه فعله باستخدام ما تحت تصرفه من أدوات. والواقع أن هناك ما يغري بإضفاء القوة الشاملة على السياسة النقدية، وهي صفة تُفرض تلقائياً على بعض مسؤولي البنوك المركزية في الاقتصادات الصاعدة. لكن هذا العبء قد يكون أكبر من أن يحتمل ومقدر له الفشل في النهاية، خاصة في الاقتصادات ذات الهياكل المؤسسية الضعيفة والقدرة التنظيمية المحدودة والمعدلات المرتفعة للعجز المالي والدين العام. وحتى في غياب هذه القيود، لا يمكن للسياسة النقدية وحدها التأثير على إمكانات نمو الاقتصاد على المدى الطويل أو تحول معدل البطالة على مدى فترة ممتدة.

وهناك وجهة نظر أكثر تحديداً تقول بأن السياسة النقدية يمكنها أن تسهم على نحو أفضل في استقرار الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي من خلال الحفاظ على التضخم عند مستوى منخفض ومستقر. ويمكن لهذا الإطار - إذا سار في الاتجاه الصحيح - رسم حدود السياسة النقدية ووضع معيار واضح للمساءلة. وتصب التوترات بين وجهات النظر المتباينة في الجدل الدائر حول استقلالية البنك المركزي.

من الناحية التحليلية، إلا أنهم لم يطرحوا أطرا تقترب من التعامل مع التحديات العملية المعقدة التي يواجهها مسؤولو البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة.

إبقاء الأمور على طبيعتها

أثبت مسؤولو البنوك المركزية قدرتهم على التصدي للأزمات بفعالية، لكن القضية الأساسية ليست هي التصدي للأزمات، وإنما هي بالأحرى قضية إطار السياسة النقدية الذي يقلل من احتمال حدوث الأزمات في المقام الأول. وهنا تكون الإجابات أقل وضوحا. ومن المثير للاهتمام أن كل اقتصاد تقريبا كان لديه قبل وقوع الأزمة نظام يستهدف التضخم سواء صراحة أو ضمنا، أشار بشكل ما إلى عزمه إلى الالتزام بهذا الإطار ربما لسجله الجيد في تحقيق ثبات الأسعار.

ولا يزال هناك عدد من الأسئلة المطروحة عن كيفية تطويع استهداف التضخم ليتوافق مع عالم ما بعد الأزمة. ولكن هناك مسألة أكثر أهمية وهي إذا كان هذا المنهج يطرح إطارا أساسيا يمكن تطويعه حسب ظروف بلدان معينة.

وهل استهداف التضخم يوفر إطارا يحرر البنوك المركزية حتى تفعل ما في وسعها بفعالية وتضع توقعات واقعية حول ما تستطيع السياسة النقدية إنجازه؟ أم أنه قيد يكبلها ويدفعها إلى تجاهل تطورات السوق المالية والاقتصاد الكلي التي يمكن أن تشكل في النهاية مخاطر كبيرة؟

يمثل المنهج العملي قاعدة ممتازة للعمل في الأوقات العصيبة، لكنه لا يقدم إطارا لتحقيق الاستقرار في الأوقات العادية. ومن شأن العمل دون إطار أن يوفر المرونة والقدرة على التكيف، لكن على حساب إضعاف ركائز التوقعات التضخمية. ومن ثم تنشأ مخاطرة من تقييد قدرة البنوك المركزية على بناء المصداقية التي كان من الممكن أن تتاح بسهولة في أوقات الضغوط الاقتصادية الكلية والمالية. ومع هذا، يبدو أن استهداف التضخم هو أكثر إطار يمكن الدفاع عنه، وتحمله مسؤولية الإخفاقات التنظيمية التي أفضت إلى ما يقرب من انهيار المالي، قد يؤدي إلى التخلص من العملية برمتها، ما صلح منها وما بطل. ولن يكون تحقيق التوازن بين المنظورين أمرا هينا، وأمام المسؤولين عن البنوك المركزية، والأكاديميين على حد سواء، بعض الأفكار العويصة التي ينبغي لهم أن يتفكروا فيها. ■

إسوار براساد هو أستاذ أول يشغل منصب كرسي نانديال تولاني للسياسة التجارية في جامعة كورنيل ويشغل منصب كرسي نيو سينشري في علم الاقتصاد الدولي في مؤسسة «بروكينغز» وباحث مشارك في المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية.

المراجع:

Anand, Rahul, and Eswar Prasad, forthcoming, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets," National Bureau of Economic Research working paper.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy," IMF Staff Position Note 10/03 (Washington: International Monetary Fund).

Blinder, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?" Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, pp. 123–33.

Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).

Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy," Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, pp. 47–68.

ضمنا إلى أن ما يتمتعون به بالفعل من قدر ضئيل من الاستقلالية إنما هو معلق بخيط رفيع، قد يقطع مثلا لو لم تتخذ هذه البنوك أي إجراء في مواجهة سرعة ارتفاع سعر الصرف الذي يسبب أضرارا للمصدرين أو حيال فقاعات الأصول التي قد تسبب ألاما مبرحة عند انفجارها.

والرد الحاسم التقليدي هو أن أفضل ما يمكن للبنك المركزي المساهمة به في الوصول إلى معدل نمو مرتفع وتحقيق الاستقرار المالي هو توفير مناخ مستقر للاقتصاد الكلي عن طريق استقرار الأسعار. وفي ضوء التطورات أثناء الأزمة الأخيرة، بدا أن هذه الحجة صارت جامدة ولا يمكن الدفاع عنها. والحقيقة أن ذلك أحد المجالات التي يبدو فيها تباعد متزايد بين نظرية عمليات البنوك المركزية وممارساتها.

بدائل كثيرة

على الرغم من الأهمية المتزايدة لاستهداف التضخم، لا تزال هناك طائفة واسعة من البدائل لعمليات البنوك المركزية. فمن ناحية، هناك البنوك المركزية التي تستهدف التضخم رسميا مثل بنوك كندا ونيوزيلندا وتايلاند. كما أن بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يتمتع بتفويض رسمي مزدوج، وهو تعزيز النمو وتحقيق استقرار الأسعار، لكن هناك تصور واسع النطاق بأنه يضع استهداف التضخم على رأس أولياته. ومن ناحية أخرى، هناك بنك الاحتياطي الهندي، الذي يصفه محافظه دوفوري سوباروا صراحة بأنه بنك مركزي يقدم خدمات متكاملة وله أهداف متعددة—بينما لا يعطي الأولوية القصوى بالضرورة للحفاظ على انخفاض التضخم واستقراره. وهناك عدد من البنوك المركزية بما فيها بنك الصين المركزي، التي تستهدف سعر الصرف بطريقة أو بأخرى، وتستورد سياستها النقدية بشكل فعال من الخارج.

ونطاق النماذج النظرية أضيق: فقد ركزت نماذج أطر استهداف التضخم على سبيل المثال بشكل كبير على الاستهداف الصارم أو بشكل مرن يعطي بموجبه البنك المركزي وزنا لفجوة الناتج التي تقيس درجة الركود في الاقتصاد. وهناك عدد قليل من الأبحاث التي تشير إلى وجود روابط واضحة بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي أو إلى كيفية دمج أسعار الأصول ضمن إطار نقدي أوسع.

وحتى ضمن سياق ضيق، بدأت الأبحاث الأكاديمية لتوها تعالج التحديات الخاصة التي تواجه الأسواق الصاعدة. على سبيل المثال، فإن مسألة اختيار مؤشر الأسعار الذي ينبغي أن يتبعه البنك المركزي الذي يستهدف التضخم اكتسبت صبغة مختلفة في الاقتصادات منخفضة ومتوسطة الدخل. ففي تلك الاقتصادات تمثل نفقات الغذاء تقريبا نصف نفقات الأسر المعيشية، وتعمل نسبة كبيرة من السكان في إطار اقتصاد نقدي لا يستخدم النظام المالي الرسمي إلا قليلا (دراسة Anand and Prasad، قيد الإصدار). ولا تجد البنوك المركزية في هذه الاقتصادات ما يبرر دفاعها عن استهداف التضخم الأساسي فحسب الذي يستبعد تقلبات أسعار الغذاء والطاقة، برغم ما توحى به بعض النماذج النظرية التقليدية من أن التضخم الأساسي هو الهدف الصحيح. ولم يتم التوصل بعد إلى حل للمسائل الأوسع حول مستوى التضخم الصحيح الذي ينبغي استهدافه في الأسواق الصاعدة أو المفاضلات بين مستوى التضخم الأكثر ارتفاعا وأسعار الصرف الأكثر قوة (دراسة Blanchard, Dell'Ariccia, and Mauro, 2010).

وتفيد النتيجة النهائية بأنه حتى وإن كان الأكاديميون (ومن ضمنهم كاتب هذه السطور) يدعون إلى أطر أقوى للسياسة النقدية ترتكز على أساسيات أقوى