



إعادة تعريف البنوك المركزية

البنوك المركزية يجب أن تستخلص دروساً من الأزمة العالمية وتقوم بإصلاحات ملموسة

دوفوري سوبارو

Duvvuri Subbarao

عليها أن تواجه السيولة الإضافية وضغوط التضخم المحتملة. ولو قامت بتعقيم (امتصاص) السيولة الناتجة، لتعرضت لخطر رفع أسعار الفائدة، الذي من شأنه إلحاق الضرر بأفاق النمو. ومن شأن تقلب تدفقات رأس المال أيضاً أن يصيب الاستقرار المالي بالوهن. وسوف تؤثر كيفية إدارة اقتصادات الأسواق الصاعدة للثالث المستحيل - المتمثل في حساب رأسمالي مفتوح وسعر صرف ثابت وسياسة نقدية مستقلة - على آفاق نموها واستقرار الأسعار والاستقرار المالي.

إعادة تعريف صلاحيات البنوك المركزية

لقد أثارت الأزمة جدلاً حاداً واسع النطاق حول دور البنوك المركزية ومسؤولياتها، كما تطرح ثلاثة أسئلة مهمة على النحو التالي:

هل ينبغي للبنوك المركزية مواصلة استهداف التضخم؟ شهدت السنوات التي سبقت الأزمة توافقاً فكرياً قوياً في الآراء على ضرورة استهداف التضخم - أي وضع السياسة النقدية على أساس تحقيق معدل تضخم مستهدف - والذي عادة ما يتمثل في أسعار السلع الاستهلاكية. وحتى في الحالات التي لم تستهدف فيها

الجهود التي تبذلها البنوك المركزية للسيطرة على فقاعات أسعار الأصول تتطلب توافر القدرة التحليلية والتقدير الناضج لطبيعة المخاطرة.

البنوك المركزية معدل تضخم دقيق، كانت تسترشد في تحديد أهداف سياستها باستقرار الأسعار - إن لم تخضع له. وبدا هذا المنهج ناجحاً. فقد جاءت فترة ممتدة من استقرار الأسعار ترافقت مع ثبات النمو وانخفاض معدلات البطالة. وفي عالم ما قبل الأزمة، كان مسؤولو البنوك المركزية هم المجموعة المنتصرة. وقد أدى تفكك «الاعتدال الكبير» - إلى إضعاف إجماع الآراء بشأن الاقتصار على استهداف التضخم وحده، إن لم يكن قد أتى عليه. وتمثلت وجهة النظر السائدة قبل الأزمة في أن استقرار الأسعار والاستقرار المالي يعززان بعضهما. وقد أثبتت الأزمة خطأ هذا الطرح، فاستقرار الأسعار لا يضمن بالضرورة الاستقرار المالي. كما أعطت الأزمة «فرضية البيئة الجديدة» زخماً متجدداً ومفادها أن الاستهداف المحض للتضخم، أمر غير مستحسن وإنما يتعين مد حدود صلاحيات البنوك المركزية إلى ما هو أبعد من ضمان استقرار الأسعار ليشمل التنظيم والرقابة المصرفيين والاستقرار المالي والحيلولة دون حدوث فقاعات أسعار الأصول.

البنوك المركزية في قلب الأزمة المالية العالمية. وقد ألقى عليها **كانت** باللائمة بسبب سياساتها وإجراءاتها التي قادت العالم إلى هذه الأزمة، ولكنها أيضاً نالت التقريظ لقيادتها العالم للخروج منها. وقد أنصف التقييمان حيث كانت البنوك المركزية جزءاً من المشكلة وأيضاً جزءاً من الحل. ومع تراجع حدة الأزمة وترسخ التعافي، تواجه البنوك المركزية عدداً من القضايا سأتناول خمسة منها في هذا المقال.

السياسة النقدية في بيئة تسعى إلى العولمة

أظهرت الأزمة الصعوبات التي تواجه إدارة الاقتصاد الكلي في عالم يسعى إلى العولمة. وحتى مع ما أبدته الحكومات والبنوك المركزية من قوة غير مألوفة للسياسات، فقد عجزت عن السيطرة على الوضع بسبب الترابط بين النظام المالي وآثار التطورات الخارجية - سواء الإيجابية أو السلبية - على إجراءات السياسة الداخلية. ولعل الأمر الأكثر أهمية هو اكتشافها لعلاقة الارتباط الالاف للنظر بين المشاعر والثقة عبر البلدان.

وتتفاعل التطورات الخارجية مع الاقتصاد المحلي بطرق تتسم بالتعقيد والغموض وحتى التقلب. وينبغي للبنوك المركزية تعميق فهمها لهذه التفاعلات. والواقع أن بعض القنوات التي يجري من خلالها انتقال الآثار عبر الحدود مألوفة تماماً - وهي الأسعار العالمية، بما في ذلك تحركات أسعار السلع الأولية، وتزامن دورات النشاط الاقتصادي، وتدفقات رؤوس الأموال، وقوة التغير المشترك لأسعار الأصول؛ وأسعار صرف العملات الدولية الرئيسية، وسياسات أسعار الفائدة في كبرى البنوك المركزية. وهناك بعض قنوات انتقال الآثار غير مألوفة بالقدر نفسه. فعلى سبيل المثال، أظهرت الأزمة أنه يمكن حتى للاختلافات في القواعد التنظيمية أن تدفع إلى اتخاذ إجراء على أساس المراجعة وإضعاف كفاءة السياسات المحلية.

وفيما يخص إدارة تدفقات رؤوس الأموال، فقد تعرضت اقتصادات الأسواق الصاعدة لتوقف مفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال الوافدة خلال الأزمة وأيضاً في تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج - نتيجة لخفض التمويل بالدين على مستوى العالم. أما اليوم، فقد انقلب الوضع وعاد كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة إلى اجتذاب تدفقات وافدة صافية. وتمثل إدارة هذه التدفقات اختباراً لفعالية سياسات البنوك المركزية في اقتصادات الأسواق الصاعدة شبه المفتوحة، خاصة لو كانت متقلبة. فالبلد الذي لا يتدخل بنكه المركزي في سوق الصرف الأجنبي سيتحمل تكلفة ارتفاع سعر صرف العملة غير المتعلق بالأساسيات الاقتصادية. ولو تدخلت البنوك المركزية لمنع ارتفاع سعر صرف العملات، لوجب

إدارة تكلفة التنظيم ومنافعه

لجأ بنك الاحتياطي الهندي إلى استخدام مجموعة من التدابير الاحترازية للمحافظة على الاستقرار المالي شملت تحديد معايير الانكشاف والتشديد الوقائي لأوزان المخاطر المربوطة بالأصول وشروط تجنب مخصصات الخسائر. إلا أن هذه التدابير غالبا ما تنطوي على أعباء. فعلى سبيل المثال، قد يثور الجدل حول ما إذا كان تشديد أوزان المخاطر قد يخفف من تدفق الائتمان إلى قطاعات بعينها، إلا أن التشديد على نحو مفرط وسابق لأوانه ودون داع قد يضعف معدل النمو. وبالمثل، توفر معايير الانكشاف حماية ضد مخاطر تركيز الأنشطة التجارية، ومع هذا، فقد تحد هذه القيود من توافر الائتمان لقطاعات النمو المهمة. وبالتالي، وكما هو الحال في حالة استقرار الأسعار، تواجه البنوك المركزية تحديا يتمثل في إدارة المفاضلة بين الاستقرار المالي والنمو.

وعقب وقوع أزمة، ويفضل استقراء الأحداث الماضية، تبدو جميع السياسات المحافظة آمنة. بيد أن الإفراط في المحافظة قد يعيق النمو ويكبت الابتكار. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هو ما الثمن الذي نحن على استعداد لدفعه، أو بالعكس، ما المنافع المحتملة التي نحن مستعدون للتنازل عنها، لمواجهة أحداث لا يمكن توقعها، كأن نواجه بجة سوداء؟ وتوضيح التجربة أن تحقيق التوازن بين تكاليف التنظيم ومنافعه مسألة تتعلق بالتقدير السليم أكثر مما تتعلق بالمهارة التحليلية. فالبنوك المركزية، خاصة في البلدان النامية مثل الهند، بحاجة إلى شحذ مهاراتها في التقدير عند سعيها لتحقيق النمو والاستقرار المالي.

الاستقلالية مقابل المساءلة

لقد نسقت الحكومات والبنوك المركزية جهودها خلال الأزمة لإطلاق سياسات مالية عامة ونقدية توسعية غير مسبوق. وبينما تنظر البلدان مليا في الخروج من هذه السياسات التوسعية، تعود التوترات المعتادة بين السياسات النقدية والمالية إلى الظهور. ومن شأن احتمال عودة هيمنة المالية العامة أن يقوض استقلال البنوك المركزية.

ومن ثم، يجب أن تكون المسؤولية عن الاستقرار المالي مشتركة بين الحكومة والبنك المركزي وغيرهما من الجهات التنظيمية. وعلى الرغم من أن هذه المسؤولية المشتركة ليست مشكلة في حد ذاتها، فهناك مصدران للقلق متصلان بها يتمثل أولهما في أن إقناع المؤسسات المالية بإجراء سياسي بطبيعته، وقد تؤدي المشاركة في مثل هذه القرارات إلى الإضرار بالمصداقية التكنولوجية للبنوك المركزية في هذا المجال. أما مصدر القلق الثاني فيتمثل في المخاطرة بأن يتجاوز التنسيق مع الحكومة بغرض تحقيق الاستقرار المالي حدوده وينتشر إلى مجالات أخرى تقع ضمن اختصاصات البنوك المركزية مقوضا بذلك استقلاليتها.

وتتعرض مبررات الاستقلالية للبنوك المركزية لهجوم متزايد بسبب التطورات التي أفرزتها الأزمة. وبالتالي، يجب على البنوك المركزية المطالبة بالاستقلالية ليس بالحجج القوية وإنما ببذل جهود أقوى وطوعية لكي تكسب سمات الشفافية والتجاوب والمساءلة.

ومما لا شك فيه أن قائمة القضايا التي استعرضناها هنا ليست شاملة بأي حال، كما لم نناقش كل الاختلافات البسيطة. إلا أن البنوك المركزية لا بد أن تتوصل إلى فهم أفضل لكيفية بدء معالجة هذه القضايا وتستند إلى هذا الأساس لتكييف أسلوب عملها وتغييره على النحو المطلوب. ■

دوفوري سوباراو هو محافظ بنك الاحتياطي الهندي.

ما هو دور البنوك المركزية في منع فقاعات أسعار الأصول؟ تتمثل وجهة النظر الناشئة في أن منع التصاعد في أسعار الأصول يجب أن يكون ضمن اختصاص البنك المركزي. ومع هذا، ينقسم الرأي بشأن ما إذا كان يتعين على البنوك المركزية منع فقاعات الأصول عن طريق إجراء خاص بالسياسة النقدية أم من خلال إجراء تنظيمي. وعلى الرغم من هذا، فإن الأمر الذي لا خلاف عليه هو أن الجهود التي تبذلها البنوك المركزية للسيطرة على فقاعات أسعار الأصول تتطلب توافر القدرة التحليلية والتقدير الناضج لطبيعة المخاطرة.

هل يجب أيضا على البنوك المركزية المشاركة في التنظيم والرقابة المصرفيين؟ في كثير من النماذج التنظيمية، لا يعدو البنك المركزي كونه سلطة نقدية، بينما تُسند أعمال التنظيم والرقابة المصرفية إلى سلطة أخرى. وتتمثل وجهة النظر الناشئة في أن الأزمة قد حدثت - ولو في جزء منها على الأقل - بسبب الافتقار إلى التنسيق والاتصال بين البنوك المركزية والجهات الرقابية، وأن الوضع الأمثل - من أجل الاستقرار المالي - أن يعهد بمسألتي التنظيم والرقابة المصرفيين إلى البنوك المركزية. وباعتراف الجميع، هذه مسألة لم تحسم بعد. فليس هناك إجابة تناسب جميع الأحوال كما يتضح من تنوع النماذج التنظيمية حولنا. وستعين على كل بلد وكل بنك مركزي أن يجد حلا لهذه المسألة وفقا لظروفه الخاصة.

البنوك المركزية والاستقرار المالي

بينما يوجد اتفاق واسع على أن الاستقرار المالي ليس تلقائيا أو حتميا، فهناك اتفاق أقل على ما إذا كان ينبغي إدراجه صراحة ضمن صلاحيات البنوك المركزية أم لا. ومن الحجج المطروحة أن إدراجه صراحة لن يضيف جديدا؛ لأن الاستقرار المالي شرط ضروري - وإن كان غير كاف - لتحقيق أهداف البنك المركزي التقليدية المتعلقة بالتضخم والناتج وتوظيف العمالة. ومن ناحية أخرى، هناك وجهة نظر أخذة في التنامي مفادها أنه ما لم يدرج الاستقرار المالي صراحة ضمن صلاحيات البنوك المركزية، فيُحتمل إغفاله.

ونظرا لتعدد الأمور، فقد صار من الصعب الآن تعريف الاستقرار المالي على نحو دقيق وشامل وقابل للقياس. ومع هذا، نحن نعرف الآن أن هناك صفتين مميزتين لانعدام الاستقرار المالي، وهما:

● التقلب المفرط في المتغيرات الكلية مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف التي لها أثر مباشر على الاقتصاد الحقيقي؛

● المؤسسات والأسواق المالية المهتدة بنقص السيولة إلى الحد الذي يعرض الاستقرار النظامي للخطر.

فهل تمتلك البنوك المركزية الأدوات اللازمة للاضطلاع بصلاحيات الحفاظ على الاستقرار المالي؟ وفي هذا السياق، فإن وظيفة مقرض الملاذ الأخير هي إحدى الأدوات الواضحة للحفاظ على الاستقرار المالي. فأتناء الأزمة المالية، قامت البنوك المركزية بضخ كميات هائلة من السيولة لوقف تجمد النظام، وذلك عن طريق نوافذ مقرض الملاذ الأخير. وبينما وفر ذلك السيولة للمؤسسات الفردية، ظلت السوق تعاني من نقص السيولة، مما كشف عن حدود أداة النافذة في مكافحة نقص السيولة. فالبنك المركزي يمكنه ضخ السيولة ولكن من الصعب ضمان عدم استخدام الأموال الوفيرة الرخيصة المتاحة في شراء أصول تتآكل قيمتها بسرعة. وقد يصبح الخيار الوحيد هو أن يقوم البنك المركزي بشراء الأصول، مما يعني ألا يقتصر دور البنك المركزي على الإقراض، بل أيضا يصبح صانع سوق الملاذ الأخير. ولا تزال هذه المسائل في حاجة إلى تعريف واضح، ناهيك عن حلها. لكن لا بد من حلها قريبا.