

سلوك غير تقليدي

سياسات الميزانية العمومية المبتكرة التي انتهجتها البنوك المركزية كانت عاملا مساعدا أثناء الركود، لكن استخدامها ينبغي أن يقتصر على الظروف الاستثنائية

مارك ستون، وكينجي فوجيتا، وكوتارو إيشي
Mark Stone, Kenji Fujita, and Kotaro Ishi

البنك المركزي المعتادة. فقد استدعت الأزمة تدابير تشكل مخاطر على الأسواق المالية بل على البنوك المركزية ذاتها أكبر مما يمكن تحملها إلا في الظروف الاستثنائية.

سياسات الاستقرار الاقتصادي الكلي

على مدى جيل على الأقل، استخدم الاحتياطي الفيدرالي، قدرته على التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل لتحقيق السلامة في الاقتصاد الأمريكي. وتحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل السائدة في أسواق المال بسحب أو ضخ الاحتياطيات النقدية التي كانت البنوك مطالبة بأن تحتفظ بها مودعة في البنك المركزي. وتتحول التغيرات فيما يسمى سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية (الذي تقترض به البنوك التي ينقصها الاحتياطي من بنوك أخرى لديها وفرة منه ليلة واحدة) إلى تغيرات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وكذا طويلة الأجل، التي تؤثر على تكلفة الاقتراض للأسر المعيشية ومجتمع الأعمال.

لكن مع انخفاض سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية إلى ما يقرب من الصفر، استفاد الاحتياطي الفيدرالي الخيارات التقليدية. لذلك قام بشراء سندات عامة طويلة الأجل - في محاولة لإعطاء دفعة للاقتصاد بخفض مباشر لأسعار الفائدة طويلة الأجل. فعندما يشتري الاحتياطي الفيدرالي سندات طويلة الأجل من البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى مقابل دولارات منشأة حديثا (في شكل احتياطيات)، فإنه يقلل المعروض في السوق من هذه السندات. وهذا يرفع سعر السندات المتبقية في السوق ويقلل عائدها. وتنخفض عائدات الأوراق المالية طويلة الأجل الأخرى على نحو يتماشى مع عائدات السندات الحكومية، مما يجعل الاقتراض أقل تكلفة. والهدف هو زيادة قدرة البنوك على الإقراض وتعزيز قيمة الأصول، مما يؤدي إلى زيادة الطلب المحلي وإعطاء دفعة للنمو الاقتصادي. وقد أجرى الاحتياطي الفيدرالي جولتين من برامج شراء السندات على نطاق واسع: واحدة من مارس ٢٠٠٩ إلى مايو ٢٠١٠، والأخرى من نوفمبر ٢٠١٠ إلى يونيو ٢٠١١. وهناك دلائل قوية على أن برنامج شراء السندات (على الأقل الجولة الأولى) حفّض العائدات، وربما عزز التعافي الاقتصادي في الولايات المتحدة. ونظرا لأهمية الاقتصاد الأمريكي، لا ريب في أن البرنامج قد خفف من الهبوط الاقتصادي العالمي. كذلك اضطلع بنك إنجلترا ببرنامج لشراء السندات، رغم أنه توقف في فترة أسبق من الاحتياطي الفيدرالي.

ويتميز برنامج شراء السندات بأنه يؤثر على حيازات الاحتياطي الفيدرالي

في أوائل عام ٢٠٠٩، كان الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في ورطة. فقد كانت الولايات المتحدة رهينة السنة الثانية من الركود، ولم يكن هناك أي تحسن في الأمور. وكان الإجراء المعتاد في هذه الظروف يتمثل في خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل لتنشيط طلب المستهلكين ومجتمع الأعمال. ولكن الأزمة كانت قد خفضت أسعار الفائدة قصيرة الأجل لما يقرب من الصفر، لذلك لم يكن في الإمكان خفضها أكثر من ذلك.

لذلك تحول «الاحتياطي الفيدرالي» كما يطلق على البنك المركزي الأمريكي، إلى سياسة لم يستخدمها منذ الحرب العالمية الثانية. فقد اشترى بصورة مباشرة سندات عامة طويلة الأجل لمحفظته مقابل سندات الاحتياطي النقدي التي أنشئت حديثا بغية توسيع ميزانيته لمحاربة الركود (انظر «أرض غير مطروقة»، مجلة التمويل والتنمية، يونيو ٢٠٠٩). وربما كان برنامج شراء السندات على نطاق واسع، والذي يطلق عليه غالبا «التيسير الكمي»، الأكثر شهرة من بين عدد من الأساليب غير التقليدية التي استخدمت فيها البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة ميزانياتها العمومية أثناء الأزمة العالمية، للتصدي لمخاطر الائتمان الكبيرة عندما عجزت السياسة النقدية عن خفض أسعار الفائدة أكثر. وإزاء الاضطرابات العميقة والمتنوعة في الأسواق المالية والاقتصادات العينية، أطلق كثير من البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة أيضا برامج لتوفير السيولة، بما في ذلك برامج للإبقاء على الأسواق مفتوحة، وإنقاذ البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية، ولتوفير النقد الأجنبي اللازم. وأدت هذه السياسات أيضا إلى تضخم الميزانيات العمومية في البنوك المركزية إلى مستويات غير مسبوقة. وبشكل عام، يمكن اعتبار سياسات الميزانية العمومية ناجحة، على الأقل في منع الانزلاق إلى أسفل في دوامة حلزونية تتعاقب فيها الأزمات المالية والاقتصادية. عاد النمو - وإن كان بمعدل ضعيف في أغلب الاقتصادات المتقدمة. لكن هذا النجاح لا يعني أن هذه السياسات يجب أن تصبح جزءا من أدوات

من الأصول تأثيراً أكبر بكثير من عملياته التقليدية. فمقدار الاحتياطات الكلية لا تتغير كثيراً في عمليات الاحتياطي الفيدرالي النقدية التقليدية التي تستهدف سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية. ولكن برنامج شراء السندات غير حجم ميزانيته العمومية وتكوينها.

سياسات الاستقرار المالي

تمتلك البنوك المركزية سلطة إيجاد مبالغ غير محدودة من الاحتياطات - الأصول الأكثر سيولة - مما يعطيها قدرة فريدة على منع انتقال مشكلات السيولة في القطاع المالي إلى الاقتصاد العيني - أي المحافظة على الاستقرار المالي النظامي. وجرت العادة على أن البنوك المركزية تعمل باعتبارها مقرض الملاذ الأخير للبنوك التي تتمتع بالملاءة لكن تنقصها النقود الحاضرة، وإذا لزم الأمر للنظام المصرفي ككل. وقد توسع خلال الأزمة الأخيرة دور البنك المركزي في توفير السيولة لضمان الاستقرار المالي بشكل كبير. فلم تقم البنوك المركزية بمساعدة البنوك التجارية فحسب، بل أقرضت أيضاً المؤسسات المالية غير المصرفية الكبرى. وأصبح عدد قليل من البنوك المركزية الكبرى أيضاً - خاصة الاحتياطي الفيدرالي - هم صناع أسواق الملاذ الأخير بقبول أوراق مالية لا يمكن بيعها في السوق كضمان إضافي مقابل قروض من البنك المركزي. بل خرجوا على المعتاد لدى أبعد، وفر العديد من البنوك المركزية النقد الأجنبي، أساساً دولارات أمريكية، لبنوك محلية تواجه صعوبات في تعبئة الأموال بالعملة الأجنبية. وأدت هذه التدابير في معظمها، والرامية إلى مساعدة أسواق مالية مهمة والحفاظ على الاستقرار المالي، إلى التخفيف من قيود السيولة ودعم أسعار الأصول.

ومع انحسار الأزمة، بدأت البنوك المركزية في إلغاء العديد من عمليات الميزانيات العمومية غير التقليدية. بيد أن العديد من البنوك المركزية في اقتصادات متعددة - وأهمها الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا وبنك اليابان - لا تزال محتفظة بميزانيات عمومية ضخمة.

تقييم السياسات

على الرغم من أن السياسات غير التقليدية لميزانيات البنوك المركزية العمومية يبدو أنها قد ساعدت في تعافي اقتصاد الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات المتقدمة، فقد كانت لها عواقب غير مقصودة - فقد ذهب البعض إلى أنها شجعت التدفقات الرأسمالية غير اللازمة إلى بعض اقتصادات الأسواق الصاعدة وساهمت في تضخم أسعار السلع الأولية. ولكن سياسات الميزانيات العمومية هذه خلقت أيضاً مخاطر للبنك المركزي وللأسواق.

إن ضخ النقود لدعم الأسواق يتضمن بطبيعته مخاطر ائتمانية يمكن أن تسبب خسائر للبنك المركزي. فدعم البنك المركزي الكبير للسيولة يمكن أن يثير توقعات بتلقي الدعم في المستقبل، ويجعل الأطراف الفاعلة في السوق تتخذ قرارات أكثر مخاطرة واستناداً للاعتقاد بأنه ستتم كفالتها إذا ما ساءت الأمور مرة أخرى. ومن المحتمل أن يؤدي ضخ البنك المركزي لمبالغ كبيرة من السيولة في سوق المال إلى الحد من حوافر الأطراف الفاعلة في السوق على التداول فيما بينها، وبذلك يقلص حجم الأسواق القائمة فيما بين البنوك وأسواق المال، ويؤدي في النهاية إلى إضعاف البنية التحتية للسوق بعد خروج البنك المركزي.

وبوسع البنك المركزي أن يقلل من هذه المخاطر إلى أدنى حد. فعلى سبيل المثال، لاحتواء مخاطر الائتمان يمكنه تقييم الضمان الذي يقبله استناداً إلى المخاطر المناسبة. ويمكنه تنفيذ سياسات الميزانيات العمومية على أساس

مشروط لفترة محدودة وباستراتيجية للخروج مبلغه بوضوح لتجنب الآثار الجانبية غير المقصودة.

وتنطوي مشتريات السندات واسعة النطاق على تكاليف ومخاطر كبيرة محتملة. فإذا ما ارتفعت عائدات السندات، سوف يسجل البنك المركزي خسائر في الأوراق المالية التي يمتلكها. وقد يجعل برنامج شراء سندات البنك المركزي معرضاً لضغوط من أصحاب المصالح المكتسبة الذين يستفيدون من مشتريات السندات. ويجب أن تصمم استراتيجية بيع السندات أو خفض حيازات السندات بدقة لأنها قد تسبب زيادة حادة في العائدات طويلة الأجل، وتسفر عن آثار التشديد النقدي غير المقصودة. وربما كان الأمر الأهم هو أن برنامج شراء السندات يمكن أن يخلق انطباعاً بأن البنك المركزي يقوم بعملية «تنقيح» للدين الحكومي بالفعل، أي أنه يقوم باستبدال السندات الحكومية بنقود منشأة حديثاً. فعلى سبيل المثال، قد يكون برنامج شراء السندات محل ترحيب الحكومة في البداية، حيث تسهم العائدات الأقل في حدوث توفير في المالية العامة. لكن بمجرد أن ينتقل محور تركيز سياسة البنك المركزي إلى التشديد، من المحتمل أن ينشأ تعارض في المصالح بين البنوك المركزية والحكومة.

وللتصدي لهذه المخاطر، يجب تحديد أهداف برنامج شراء السندات وأهدافه العريضة في فترة مبكرة. وبشكل خاص يتعين احترام الاستقلال الذاتي للبنك المركزي تماماً، وأن يتوافر لصناع السياسة إدراك واضح بأن مشتريات البنك المركزي للسندات ليست جزءاً من الإنفاق الحكومي والسياسات الضريبية، وأنه سيتم إنهاؤها والغاؤها في النهاية عندما تتحقق أهداف السياسة النقدية.

وتوحي هذه الاعتبارات بأن سياسات الميزانية العمومية لن تفضي إلى أسلوب جديد لعمل البنوك المركزية في الأوقات العادية. وليس من المصادفة أن البنوك المركزية عالية المصداقية وحدها هي التي اعتمدت بدرجة كبيرة على هذه السياسات، التي انطوت في أغلبها على زيادات ضخمة في الأصول السائلة المحلية. وحتى بالنسبة للبنوك المركزية عالية المصداقية لا ينبغي استخدام سياسات الميزانية العمومية إلا في ظروف خاصة - مثلما في حالة مواجهة الاقتصاد مشكلات مالية حادة بدرجة كافية لإشاعة الاضطراب في القطاع العيني، ويكون سعر الفائدة الأساسي ثابتاً عند أدنى حد.

والمرجح أن سياسات الميزانيات العمومية غير التقليدية قامت بدور مهم في مساعدة الاقتصادات على التعافي من أشد هبوط حاد منذ «الكساد الكبير». وقد أظهرت البنوك المركزية إبداعاً ودرجة كبيرة من الجراءة. وعلى الرغم من أن هذه المخاطر كانت على الأرجح جديرة بتحملها، فإن هذه السياسات يجب ألا تستخدمها سوى أكثر البنوك المركزية مصداقية - وفي حالات نادرة فحسب. ومن المهم تذكر أن سياسات البنوك المركزية ليست دواء شافياً لكل الأمراض، خاصة عندما تكون المشكلة المتضمنة هي الملاءة. وهناك أيضاً خطر أن تقلل سياسات البنك المركزي الحوافز التي تشجع صناع السياسة على معالجة مشكلات الملاءة الأساسية. ■

مارك ستون هو نائب رئيس قسم، وكينجي فوجيتا اقتصادي أول في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي، وكوتارو إيشي هو اقتصادي أول في الإدارة الأوروبية في صندوق النقد الدولي.

يستند هذا المقال إلى ورقة العمل الصادرة عن صندوق النقد الدولي في يونيو ٢٠١١، بعنوان: "Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far" من إعداد مارك ستون وكينجي فوجيتا وكوتارو إيشي.