

استشراف المستقبل

كارلو كوتاريللي وهوزيه فينيالز
Carlo Cottarelli and José Viñals

يتعين على البلدان أن تشرع في تصميم إستراتيجيات تصاحب التعافي الاقتصادي

رغم

أنه لا يزال من السابق لأوانه أن تسحب الحكومات سياساتها المقاومة لأكبر أزمة مالية منذ ثلاثينات القرن الماضي، فمن الضروري أن تشرع البلدان في تصميم إستراتيجيات تصاحب التعافي الاقتصادي بعد أن يصبح عميق الجذور. يبدي الاقتصاد العالمي علامات تحسن - هناك بصيص ضوء في آخر النفق - إلا أن التوقعات مازالت غير مؤكدة إلى حد كبير. ومن ثم فإنه على الرغم من أن الوقت مازال مبكرا جدا للخروج من سياسات التصدي للأزمة، فإنه من الحيوي البدء في تحديد إستراتيجية تصاحب الانتعاش؛ إذ يؤدي الإخفاق في القيام بذلك إلى زعزعة استقرار التوقعات، وإضعاف أثر الدعم المالي العام والنقدي الذي يُقدم الآن. وقد حاربت السلطات المالية والبنوك المركزية الركود الاقتصادي العالمي من خلال الإحلال محل الطلب المتدني من جانب المستهلكين ومنشآت الأعمال، ومن خلال تقديم دعم كبير للقطاعات المالية وغيرها من القطاعات الرئيسية. ونتيجة لذلك نمت ميزانياتها - وأصبحت أكثر خطورة. ولم يقتصر الأمر على أن السياسات المرتبطة بالأزمة أضعفت الميزانيات الخاصة بالمنشآت العامة فحسب، بل إن الارتفاع الشديد في الدين العام حدث مع زيادة الإنفاق على الصحة والمعاشات بسبب ازدياد أعداد السكان المسنين -

خاصة في الاقتصادات المتقدمة. وقد ساد الارتفاع الحالي المتصاعد للدين على الجهود المبذولة في مدة تزيد على عقد كامل في كثير من البلدان لتقوية الموازنات العامة تحسبا لتقدم السكان في السن. وربما كان تسهيل موقف السياسة النقدية واستخدام البنوك المركزية تدابير سياسية غير تقليدية أمرا جوهريا في منع انهيار القطاع المالي، ولكن الاستحواذ الكبير على الأصول المتدهورة عرض عددا من البنوك المركزية إلى خسائر محتملة، كما أن طبيعة بعض إجراءات هذه السياسات شبة المالية العامة قد تؤدي إلى ضغوط سياسية على استقلال البنك المركزي. ماذا يعنى هذا بالنسبة للسياسات المصاحبة للتعافي؟ أولا- إن مشكلات المالية العامة التي تنبع من شيخوخة السكان يجب التصدي لها بقوة أكبر. ثانيا- يتعين المحافظة على قدرة البنوك المركزية على السيطرة على التضخم بل يجب تعزيزها. ثالثا- يتعين أن تعزز السياسات نمو اقتصاديا قويا ومستداما من خلال إعادة سيطرة القطاع الخاص على القطاع المالي وغيره من القطاعات بما يسمح بقيام المنافسة وتحسين الإنتاجية.

مشكلات المالية العامة غير مسبوقه

هناك ثلاثة عوامل تسهم في إحداث ضعف رئيسي في أوضاع التمويل العام:

- الانغماس في النشاط الاقتصادي، وتباطؤ النمو الاقتصادي في السنوات القليلة المقبلة بالمقارنة مع التقديرات المسبقة فيما قبل الأزمة.
- حزم حوافز المالية العامة.
- عمليات التدخل الحكومي دعماً للقطاع المالي.

ومن المتوقع أن ترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي من ٧٥٪ في ٢٠٠٧ إلى ١١٥٪ في الاقتصادات المتقدمة في عام ٢٠١٤، على أساس التقديرات المستقبلية المحدثة الواردة في «أفاق الاقتصاد العالمي» عن تموز/ يوليو. وستقرب نسب الدين من النسبة التي ستبلغ ٩٠٪ في عام ٢٠١٤ وقد تتجاوزها في كافة اقتصادات مجموعة الدول السبع فيما عدا كندا (أي في فرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة).

وهذا التصاعد في الدين العام غير مسبوق في زمن السلم. لقد حدثت زيادات كبيرة في فترة الثلاثينيات من القرن الماضي، ولكنها بدأت من مستويات دنيا (مثلاً نحو ٢٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة في عام ١٩٢٩). هذا فضلاً عن أن الاتجاهات السكانية كانت مواتية في الثلاثينيات.

وترجع نسبة صغيرة نسبياً من الزيادة الكبيرة في الدين في الاقتصادات المتقدمة - لا تزيد على ٦٪ حتى الآن - إلى عمليات الدعم المالي. أما الجزء الأكبر من الزيادة في الدين العام فينبع من حوافز المالية العامة، وأيضاً وبصفة خاصة، من الخسائر في إيرادات الضرائب المصاحبة للركود والانهيار في أسعار الأصول. وهكذا فإن مشاكل المالية العامة لا يمكن حلها ببساطة من خلال إيقاف عمليات الدعم المالي.

مخاطر المالية العامة

إن الإخفاق في التصدي لاتجاه الدين المتصاعد قد يؤدي إلى إثارة المخاوف من أن الدين «سيتضخم على نحو مفرط» في نهاية المطاف، أو أن التوقف عن السداد سيصبح أمراً لا مفر منه. وعندئذ سترتفع معدلات الفوائد، مما يجعل مشكلة المالية العامة أكثر سوءاً، ويحتمل أن يقتل الانتعاش، ويؤدي إلى أجال استحقاق الديون، وحدث أزمات في إعادة التمويل. وستكون هذه الشواغل شديدة بصفة خاصة حينما ترتفع المخاطر المتوقعة لتخفيض قيمة العملة.

وتوحي التنبؤات بتوافق الرأي ومؤشرات السوق عن التوقعات المستمدة من السندات المرتبطة بالأرقام القياسية للتضخم في البلدان المتقدمة الرئيسية بأنه يتوقع أن يظل التضخم منخفضاً على مدى العقد القادم. وبينما اتجهت أسعار الفائدة على الأوراق الحكومية إلى الارتفاع لعدة أشهر، فإنها أيضاً ظلت منخفضة. بيد أن رد فعل الأسواق غالباً ما يأتي متأخراً ومفاجئاً، ومن ثم فإن الاستجابة الحميدة حتى اليوم لا توفر إعادة تأكيد حاسم بشأن المستقبل.

وقد اقترح بعض المعلقين أن التضخم - الذي يمكن أن يحدث إذا لم تكن البنوك المركزية قادرة على تقليص ميزانياتها وتشديد السياسة المالية بالسرعة الكافية عندما يبدأ الانتعاش - يمكنه أن يلعب دوراً مفيداً في تخفيض عبء الدين. بيد أن ارتفاع التضخم يسبب تشوهات ضخمة ناجمة عنه، وربما يتكلف كثيراً لإعادة تخفيضه مرة أخرى. والتضخم فردي الرقم لا يؤثر كثيراً في القيمة الحقيقية للدين، خاصة إذا انعكست التوقعات الأعلى للتضخم في شكل أسعار أعلى للفائدة عندما تقوم الحكومات بإعادة التمويل بنفسها في السنوات القادمة. باختصار إن استقرار الأسعار، في شكل تضخم منخفض، يمثل سلعة عامة حاسمة. ومن المهم المحافظة عليه لدعم النمو الاقتصادي المستدام.

البنوك المركزية تصرف بحسم

ساعد العمل الحاسم للبنوك المركزية لتوفير السيولة وغير ذلك من الدعم المالي - في منع انهيار القطاع المالي والانكماش المدمر. وخفضت البنوك المركزية أسعار

الفوائد التي تفرضها السياسات وبصورة كبيرة. وفي عملياتها المتعلقة بتوفير السيولة أطالت آجال الاستحقاقات، وتوسيع نطاق الضمانات، ومجموعة الأطراف المقابلة لضمان التدفق السلس لأموال الاحتياطي في النظام.

«يتعين أن تعزز السياسات نمو اقتصادياً مستداماً من خلال إعادة سيطرة القطاع الخاص على القطاع المالي وغيره من القطاعات بما يسمح بقيام المنافسة.»

وقد انخرطت البنوك المركزية أيضاً في عمليات شتى مدعومة بالأصول، وغالباً ما كانت غير تقليدية، سواء للتعامل بأسعار الفائدة قصيرة الأجل القريبة من الصفر في بعض الحالات، أو لمقاومة الاضطرابات الشديدة في الأسواق، خاصة عندما ارتفع طلب البنوك على أرصدة الاحتياطي ارتفاعاً حاداً عقب انهيار بنك ليمان براذرز في سبتمبر ٢٠٠٨. وتجدر الإشارة إلى أن الأدوات غير التقليدية قد انطوت على تيسيرات كمية وائتمانية. وكانت التيسيرات الكمية في هذه الأزمة تتكون من مشتريات لسندات حكومية لتخفيض أسعار الفوائد طويلة الأجل، بينما تضمنت تيسير الائتمان مشتريات لأصول الخاص لمواجهة تزايد فروق الائتمان في أسواق محددة (أن يصبح البنك مشتري الملجأ الأخير في سوق محتضرة للأوراق التجارية، على سبيل المثال). وفي بعض الدول، كان الأثر المجمع للتيسيرات الكمية والائتمانية على ميزانيات البنك المركزي ضخماً جداً. فعلى سبيل المثال، في نهاية يونيو ٢٠٠٩، زادت ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة على الضعف، بينما زادت ميزانية بنك إنجلترا إلى نحو ثلاثة أمثال ما كانت عليه في بداية الأزمة قبل سنتين، وفي كلتا الحالتين بلغت النسبة نحو ١٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. وتوسعت ميزانية نظام اليورو بنحو ٥٠٪ لتصل إلى نحو ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي.

السياسات النقدية تواجه قضايا غير معتادة

قد تواجه البنوك المركزية شداً بين مخاطر ارتفاع الضغوط التضخمية - سواء من الطلب المحلي، أو من أسعار السلع الأساسية، أو من المخاطر التي تنتقل لقطاعات أخرى من خلال حركات أسعار الصرف - وبين الانشغال بالاستقرار المالي خلال الأداء الاقتصادي الضعيف والمستمر.

وقد عدّ التوسع في استخدام أدوات غير تقليدية كلاً من وضع السياسات وتوصيلها. وعادة، فهناك أداة واحدة - سعر الفائدة للأجل القصير الذي هو عادة السعر فيما بين البنوك - يتم استخدامها لإعطاء إشارة عن التغيير في موقف البنك المركزي تجاه السياسة. ولكن العمليات غير التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية تزيد كثيراً من صعوبة تقييم الموقف الشامل للسياسة النقدية. وهذه الصعوبة قد تستمر في المراحل المبكرة للانتعاش إذا عادت الضغوط التضخمية للظهور في بعض البلدان قبل حدوث الانتعاش الكامل، ولذا فإن بعض استخدامات الأدوات غير التقليدية قد تستمر حتى مع استمرار ارتفاع أسعار الفائدة.

وهكذا، فإنه يمكن للبنوك المركزية أن تواجه تحديات مهمة في عديد من المجالات ذات الصلة: تحديد توقيت ومدى انعكاس تيسير السياسة، وتقرير الشكل الذي ينبغي أن تكون عليه ميزانياتها في المستقبل، والتنسيق مع السلطات المالية العامة والبنوك المركزية الأخرى، إبلاغ الجمهور بالإستراتيجية. وفيما يجاوز

هذا- فإنه على الرغم من أن استقرار الأسعار ينبغي أن يظل هو الهدف الأساسي للسياسة النقدية- تدور مناظرة حيوية حول الدور السليم للبنك المركزي في ضمان الاستقرار المالي.

عودة إلى الطبيعية

مع انتعاش الاقتصادات يكون من المهم عودتها إلى الحالة السوية، ليس فقط فيما يتعلق بأوضاع الدين الحكومي وميزانية البنك المركزي، ولكن أيضا في المسؤوليات المؤسسية. ولتخفيف احتمالات وقوع أزمة في المستقبل ينبغي إجراء التصحيح في المالية العامة- بما في ذلك إصلاح المعاشات والرعاية الصحية ما أن يسير الانتعاش في طريقه بأمان. وسيحافظ إلغاء تدخلات البنك المركزي- مع التعويض عن أي خسائر متصلة بالموازنة الحكومية- على قدرة البنك المركزي على إبقاء التضخم قيد السيطرة.

الحاجة إلى انضباط مالي أكبر

إن حجم التصحيح المطلوب في المالية العامة في العقدين القادمين غير مسبوق تقريبا، خاصة بالنسبة للبلاد الأعلى دينا. وتوحي دراسة لإدارة شؤون المالية العامة بصندوق النقد الدولي بأن البلدان المتقدمة الأعلى دينا (يزيد الدين على ٦٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٤) سيتعين عليها المحافظة على متوسط فائض أولى (الإيرادات مطروحا منها المصروفات قبل المدفوعات عن الفوائد) بنسبة ٤,٥٪ ابتداء من عام ٢٠١٤ لتخفيض دينها إلى ٦٠٪ من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام ٢٠٣٠ (Horton, Kumar, and Mauro, 2009).

وسيتطلب تصحيح المالية العامة إصلاح مستحقات التقاعد والرعاية الصحية- وتمثل المصدر الرئيسي للضغوط على الإنفاق في العقود القادمة. ويبلغ صافي القيمة الحالية للإنفاق في المستقبل بسبب كبر السن عشرة أمثال التكلفة التي تحملتها الموازنة العامة بسبب الأزمة. وتنطوي تدابير السياسة ذات الصلة على صعوبة من المنظور السياسي، كما أنها تتطلب تعزيزا للركيزة الفنية، ولكنها تظل ضرورية. ويمكن أن تؤدي تدابير من قبيل رفع سن التقاعد إلى إحداث تأثير له وزنه على صافي القيمة الحالية للإنفاق العام في المستقبل دون تقويض آثار حوافز المالية العامة على الطلب الكلي.

ومع ذلك، فإن تعديل تصحيح المالية العامة يجب أن يمتد لما وراء المعاشات، والرعاية الصحية، يشمل الإيرادات والمصروفات بصفة أعم. وستؤدي الاختلافات في الظروف وتفضيلات السياسة إلى اختيارات مختلفة فيما بين البلدان، ولكن ستكون هناك بضعة موضوعات مشتركة. فعلى جانب الإنفاق، يجب ألا تصبح حوافز المالية العامة دائمة. وعلى جانب الإيرادات يكون توسيع وعاء الضريبة هو الخطوة الأولى، ولكن يرجح أن تصبح التغييرات في الهيكل الضريبي أكثر أهمية عما كانت عليه قبل ذلك. وفي هذا الصدد، ستكون ضرائب تصحيح العوامل خارجية (مثل ضريبة الكربون) من بين الأولويات الرئيسية. ولدعم ضرائب تصحيح المالية العامة، يمكن للترتيبات المؤسسية مثل أطر المالية العامة متوسطة الأجل، وقوانين المسؤولية عن الأموال العامة، وقواعد المالية العامة ومجالس المالية العامة- أن تلعب دورا مساعدا، حسب ظروف كل بلد.

كما ينبغي للسياسات أن تضمن الانتعاش الكافي لقيمة الأصول التي جرت حياتها أثناء الأزمة. وقد تواجه السلطات القطرية أحيانا عمليات مفاضلة بين سرعة بيع الأصول إلى القطاع الخاص بمجرد عودة البنوك أو الشركات التي تم شراؤها لتحقيق الأرباح- وبين نهج أكثر تدرجا قد يغل في النهاية مكاسب أكبر للموازنة الحكومية.

ينبغي أن يكون للنمو الاقتصادي أولوية عليا، نظرا لقدرته على تحسين مركز البلد فيما يتعلق بالديون. ذلك أن زيادة بنسبة نقطة مئوية واحدة في

النمو الاقتصادي لمدة عشر سنوات (مع ثبات الإنفاق وافترض سعر للضريبة يبلغ ٤٠٪) تخفض الدين العام بنسبة ٢٤٪ من إجمالي الناتج المحلي. وإذا بلغ متوسط النمو عبر العقد نفس مستواه كان في العقدين السابقين، فإن الموازنات المتوازنة- في حين تمثل هدفا للتحدي- ستكون لتخفيض نسبة دين البلد من ١٠٠٪ من إجمالي الناتج المحلي إلى ٦٠٪ منه. بيد أن النمو الاقتصادي على امتداد العقد القادم أو نحوه ليس مضمونا بأية حال. فقد تسفر الأزمة عن انخفاض

«إن قدرة البنوك المركزية على المحافظة على استقرار الأسعار ستكون أمرا حاسما للنمو الاقتصادي القوي المرغوب في حد ذاته، كما أنها مطلوبة أيضا لضمان استمرارية القدرة على تحمل الديون.»

النمو المحتمل بدرجة أكبر مما حدث في العقود السابقة، كما أن التطورات السكانية المعاكسة قد تقيد النمو. وهكذا، فإن الإصلاحات الرامية لتعزيز النمو المحتمل جوهريّة.

وعلى الجانب الإيجابي، فإن الحساب الأساسي لديناميكية الدين يعني أن نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي- بغض النظر عن المكان الذي بدأت منه- تتقارب عند مستوى لا يعتمد إلا على النمو وعلى نسبة العجز إلى إجمالي الناتج المحلي. ولذا فإن جهود تعزيز النمو واحتواء العجز يمكن أن تكون مفيدة حتى لو كانت مراكز الدين مرتفعة الآن.

تحديات السياسة النقدية

إن قدرة البنوك المركزية على المحافظة على استقرار الأسعار ستكون أمرا حاسما للنمو الاقتصادي القوي المرغوب في حد ذاته لضمان استمرارية تحمل الديون. وفي حين أن الانكماش لا بد أن تكون له آثار ضارة ويفاقم الركود، فإن ارتفاع التضخم عن تلك المعدلات المتسقة مع استقرار الأسعار يمكن أيضا أن يضر النمو الاقتصادي.

ويعتبر استقرار القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي أمرا حاسما في الأجل القصير. ولكن مع خمود الأزمة قد تتناقص قدرة البنوك المركزية في المحافظة على استقرار الأسعار بفعل الميزانيات الموسعة التي تضم أصولا متدهورة مثل:

• الاحتياطات الضخمة الزائدة عن الحاجة والتي قد تسفر عن نمو ائتماني سريع وضغوط تضخمية.

• أصول معينة قد يصعب استخدامها لأغراض إدارة السياسة النقدية والسيولة.

• اعتماد على أدوات كمية قد يجعل من الصعب الحكم على موقف السياسة النقدية.

• الخسائر، والعمليات شبه- المالية العامة يمكن أن تؤدي إلى ضغوط سياسة نقوض استقلال البنك المركزي.

عناصر الإستراتيجية

العناصر الرئيسية في إستراتيجية البنك المركزي للخروج وفقا لترتيب أولوياتها هي: الحد من العمليات غير التقليدية وإلغاؤها، إعادة هيكلة الميزانيات، إعداد أدوات للتشدد النقدي، وتحديد وإبلاغ السياسات التي تستند إليها التوقعات.

العمليات غير التقليدية، بعض العمليات غير التقليدية- التي لا تبررها سوى الأزمة فقط- ستلغى مع عودة الأحوال المالية إلى وضعها السوي، كما أن الطلب على أرصدة احتياطي إضافية سينخفض بصورة آلية. وستتطلب مراكز الميزانية الأخرى إدارة وسياسة أكثر نشاطاً.

وقد أجريت مشتريات السندات الحكومية بموجب التيسيرات الكمية لتخفيض أسعار الفائدة للأجل الطويل. وقد تزيد المبيعات المباشرة تكلفة الاقتراض الحكومي، كذلك فإن توقيت هذه المبيعات أمر حاسم. في حين أنه يمكن استخدام السندات الحكومية في عمليات السوق المفتوحة لاستنزاف السيولة الزائدة على الحد، فليست هناك حاجة ماسة تدفع للبيع؛ نظراً لأن حيازة السندات طويلة الأجل أمر عادي بالنسبة لكثير من البنوك المركزية.

وبرامج تيسير الائتمان (شراء أصول القطاع الخاص للحد من فروق الائتمان) محددة الوقت في معظمها. وكما هو الحال بالنسبة إلى التيسير الكمي، فإن تخفيض عمليات التيسير الائتماني بدرجة كبيرة قد يعني ضمناً تشدداً فعلياً في السياسة النقدية. وهنا مرة أخرى، فإن الأمر يقتضى أن يعكس التوقيت تقييماً شاملاً للأحوال الاقتصادية.

تتعلق القضايا الأكثر صعوبة الناشئة عن التيسير الائتماني بحيازات البنك المركزي لسندات القطاع الخاص غير السائلة التي غالباً ما تكون قيمتها غير مؤكدة. وهذه الأصول قد لا تكون قابلة للاستخدام في العمليات العادية للسوق المفتوحة، ومن ثم فإنها قد تخلق عائقاً أمام الجهود المبذولة لاستنزاف السيولة عندما تعاود الضغوط التضخمية الظهور. وفضلاً عن هذا، فإن تلك الأصول يمكن أن تكون مصدراً أولياً لخسائر البنك المركزي.

إعادة هيكلة الميزانيات، تأثير المراكز الضخمة من الأصول غير التقليدية التي تحوزها حالياً بعض البنوك المركزية مخاطر السوق والائتمان على حد سواء. وقد تؤدي الخسائر المصاحبة لهذه المراكز إلى مركز سلبي لصادفي رأس المال بالنسبة لبعض البنوك المركزية. وقد تتجسد المخاطر الائتمانية- سواء كانت نتيجة للتيسيرات الائتمانية أم لضمائناً أكثر خطراً. وقد تسبب مخاطر السوق التي تنشأ أساساً من الأصول الأطول أجلاً المشتراة بعائد منخفض، في خسارة الأصول لقيمتها عندما ترتفع أسعار الفائدة.

ويعتمد رد الفعل الجيد لأي بنك مركزي على هيكل ميزانيته. فإذا ظل رأس المال موجباً وأظهرت العمليات ربحاً إجمالياً، فعندئذ لا بد أن تتحسن الميزانية بمرور الوقت. ولكن إذا كانت خسائر الائتمان ضخمة، فسيتعين على الحكومة أن تحول أموالاً إلى البنك المركزي لإعادة رسملته. إذ أن بنكا مركزياً ضعيفاً من الناحية المالية سيكون في غير هذا أكثر عرضاً للضغوط السياسية، وأكثر عزوفاً عن اتخاذ الإجراءات الضرورية، مع ما يترتب على ذلك من مضاعفات خطيرة على استقرار الأسعار.

الإعداد لتشديد السياسة النقدية، يتعين على البنوك المركزية أن تستعيد سيطرتها على السيولة وأن تعيد فرض سعر فائدة سياسي للأجل القصير، باعتباره أداة رئيسية لتحديد موقف السياسة النقدية، وحتى تكون على استعداد للتشدد عندما يحين الوقت.

ومع خروج الاقتصاد من الأزمة، قد تظل البنوك محتفظة بقدر كبير من السيولة الفائضة ينبغي إعادة امتصاصه للمحافظة على بقاء نمو الائتمان والتضخم تحت السيطرة. ويمكن للبنوك المركزية أن تستخدم أدوات وإجراءات كثيرة لهذا الغرض، بما في ذلك عمليات إعادة الشراء العكسي (بيع السندات الحكومية الموجودة في دفاتها مع الاتفاق على إعادة شرائها فيما بعد)، وإصدار سندات على البنك المركزي، وزيادة العائد على احتياطي البنوك المحفوظة لدى البنك المركزي.

وستكون الزيادة في عائد الاحتياطيات مهمة، إلا أن الاعتماد على ذلك النوع من تسهيل الودائع الدائمة ينطوي على خطر إضعاف حوافز التداول فيما بين

البنوك. ونظراً لأن البنوك المركزية بصفة عامة تستخدم سعر الإقراض فيما بين البنوك باعتباره سعراً للسياسة، فإن سوقاً أصغر للتداول فيما بين البنوك ستؤثر على نقل التغيرات في سعر الفائدة إلى الاقتصاد الأوسع، وهو ما يجب أن يؤخذ في الحسبان عند وضع السياسة النقدية.

وقد تحوز البنوك المركزية التي انهمكت بشدة في عمليات التيسير الائتماني أصولاً لا يمكن استخدامها في عمليات السوق المفتوحة، وسيكون عليها عندئذ استخدام الودائع لأجل أو سندات البنك المركزي لإعادة امتصاص السيولة. وأخيراً فإن التشدد في سياسة الضمانات قد يكون مهماً بالنسبة لبعض البنوك المركزية، من أجل تخفيض مخاطر الخسائر، وتجنب تشوهات السوق في المستقبل وسيطلب هذا تخطيطاً حريصاً لتجنب صدمات السوق المفاجئة.

إبلاغ الإستراتيجيات والسياسات

لا يزال الوقت مبكراً جداً بالنسبة للتشدد في السياسات النقدية والمالية العامة، إلا أنه ليس مبكراً بالنسبة للحكومة من ناحية توفير دعائم للتوقعات من خلال تحديد وإبلاغ إستراتيجياتها والإجراءات المقترحة لضمان ملاءة المالية العامة. إذ ينبغي طمأنة الأسواق بأن نواحي الشواغل الأطول أجلاً سيتم التصدي لها، وأن سياسة المالية العامة سيتم تشديدها عندما ينتعش الاقتصاد. فضلاً عن أن بعض الإجراءات التي لا تنطوي على خطر التأثير سلباً على الطلب الكلي يمكن تنفيذها الآن، مثل الإصلاحات المؤسسية لتعزيز الشفافية المالية العامة وأطر المالية العامة متوسطة الأجل (مثل الالتزامات ذات المصادقية بتخفيض عجز المالية العامة في الأجل المتوسط).

كما أن رد فعل الأسواق سيكون إيجابياً على إجراءات السياسة النقدية التي تطمئننا بشأن الالتزامات الخاصة بإبقاء التضخم تحت السيطرة. وفي بداية الأزمة، أصابت الأسواق الحيرة أحياناً بشأن موقف السياسة النقدية، والذي كان غامضاً في بعض الأحيان بسبب الإجراءات غير العادية التي كانت تستخدم لضمان الاستقرار المالي أو لتيسير أحوال السيولة. وسيطلب تجنب حدوث مثل هذه الحيرة في سياسات الخروج إخطاراً واضحاً من جانب البنوك المركزية، وسيكون رسم حد فاصل بين موقف السياسة والتدابير المتخذة لتنفيذها أمراً أساسياً. وسيساعد استعمال البنوك المركزية لمصطلحات مشتركة هذه العملية.

التعاون الدولي أساس الخروج الناجح

إن التعاون الدولي ضروري لضمان الاتساق فيما بين السياسات النقدية وسياسات المالية والمعاونة العامة عبر البلدان في أثناء عملية الخروج، على أساس الاستفادة من الخبرات المستفادة في أثناء الأزمة حتى الآن ونشرها. وقد ساعد ظهور الأزمة في نفس الوقت تقريباً في الاقتصادات المتقدمة في تسهيل التنسيق وتطبيق تدابير سياسة غير مسبوقه. ومع ذلك، فإن حالات التعافي قد لا تكون على نفس الدرجة من التناغم. ونتيجة لهذا، فإن ضمان الاتساق الدولي في سياسات الاقتصاد الكلي قد يكون أكثر صعوبة، في الوقت الذي تلعب فيه الظروف الخاصة بكل بلد دوراً أكبر في مداورات الحكومات بشأن أوضاع ومواقف سياساتها. ■

كارلو كوتاريللي مدير إدارة شؤون المالية العامة بصندوق النقد الدولي، وهوزيه فينيالز مستشار مالي ومدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية.

المراجع:

Horton, Mark, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor," IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: International Monetary Fund).