

إنهاء عدم الاستقرار

كيف ساعدت إصلاحات السياسة النقدية في دفع شعوب خمسة بلدان أمريكية لاتينية كبرى من الأزمات المتكررة إلى الاستقرار الاقتصادي.

هورهيه إيفان كاناليس-كربليينكو، ولويس جاكومييه، وعلي أليشي، وإيفان لويس دي أوليفيرا ليما
Jorge Iván Canales-Krijlenko, Luis I. Jácome, Ali Alíchi, and Ivan Luís de Oliveira Lima

الإصلاح لدى معظم البلدان أنها قررت فصل قرارات السياسة النقدية عن الدورة السياسية - وذلك بأن أصبحت مدة العضوية في مجالس إدارة البنوك المركزية تتجاوز مدة الرئاسة أو تتداخل معها. وتضمنت الأحكام القانونية الرئيسية الأخرى منح البنوك المركزية سلطة إدارة سعر الفائدة الأساسي وحظر الإقراض المباشر للحكومة أو الحد منه. وفي مقابل منح البنوك المركزية هذه الاستقلالية، عملت القوانين على زيادة مساءلة البنوك المركزية أمام الأسواق والمجتمع ككل، حيث نصت على ضرورة الإفصاح عن سياساتها وأهدافها ونتائجها وتفسيرها عن طريق الإبلاغ المتكرر بما تشهده من تطورات.

واليوم أصبحت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية من بين أكثر البنوك المركزية استقلالية في أمريكا اللاتينية، وهي أفضل قليلاً في هذا الخصوص من كثير من البنوك المركزية في الأسواق الصاعدة المهمة الأخرى (انظر الشكل ١). لكن ذلك لا يعني أنه لا يمكن إجراء المزيد من التغيير. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تنص البرازيل على استقلالية البنك المركزي في القانون - رغم أن البنك المركزي يتمتع بالاستقلالية عملياً بحكم الأمر الواقع منذ ١٦ عاماً. ويمكن للبنك المركزي في كل من كولومبيا وبيرو أن يعزز الفصل بين اختيار

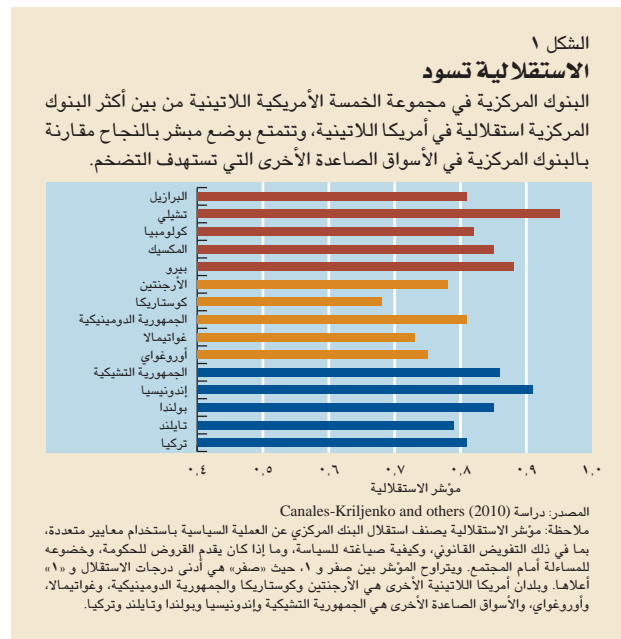
منذ ما يربو قليلاً على عقدين، واجه كثير من بلدان أمريكا اللاتينية حالة من عدم الاستقرار المالي، وأزمات عملة، بل حتى تضخماً مفرطاً. وأصبحت هذه التطورات المؤلمة متكررة وكان تأثيرها الاجتماعي والاقتصادي خطيراً - فقد تعطل الإنتاج وفقد الكثيرون وظائفهم وأحياناً كل المدخرات التي تمكنوا من جمعها طوال حياتهم. وكان الإحباط الاجتماعي كبيراً.

لكن الأمور اختلفت اليوم - خاصة في خمسة من أكبر بلدان أمريكا اللاتينية، التي تمثل نحو ٨٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للمنطقة. فقد كانت البرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو - وهي ما نسميه مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية - هي التي رسمت المسار لمنطقة تمكنت من تجاوز الأزمة المالية العالمية لتصبح من أقوى الأسواق الصاعدة. فكيف استطاعت تحقيق هذا التغيير الجذري الذي ربما ظن الكثيرون منذ ٢٠ عاماً أنه هدف لا يمكن بلوغه؟

وعلى الرغم من أن عوامل كثيرة - منها بعض الحظ - قامت بدور في هذا الخصوص، فقد كان العاملان الحاسمان هما الإصلاحات المؤسسية في البنوك المركزية والتغييرات التي أدخلت على أطر السياسة النقدية. ولم تتم هذه الإصلاحات واسعة النطاق بين عشية وضحاها، ولم تكن فعالة في الأساس إلا لأن مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية ظلت لأكثر عشر سنوات أو نحوها تطبق سياسات مسؤولة للمالية العامة والقطاع المالي نجحت في السيطرة على مواطن الضعف التي تجعلها عرضة للتطورات المعاكسة. ودعمت تلك السياسات مجتمعة قدرة البنوك المركزية على الحفاظ على استقرار الأسعار وبناء المصداقية - الذي عزز بدوره قدرتها على توجيه توقعات التضخم لدى المواطنين ومؤسسات الأعمال. ولم يتعزز دور البنوك المركزية على هذا النحو بفضل المهمة الواضحة التي عهدت إليه في محاربة التضخم وحسب، بل أيضاً بفضل زيادة استقلالية البنوك المركزية وخضوعها للمساءلة، وتحسين السياسات المتبعة، وتعزيز التواصل والشفافية. وساعدت السياسات المحسنة في عزل هذه الاقتصادات عن أسوأ آثار الأزمة المالية والاقتصادية العالمية (راجع «الحفاظ على إنجازات التحول الاقتصادي في أمريكا اللاتينية» في هذا العدد من مجلة التمويل والتنمية).

زيادة الاستقلالية والمساءلة

تم في معظم الحالات سن قوانين جديدة للبنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية نصت على إعطائها المسؤولية الأولى في الحفاظ على استقرار الأسعار. ومُنحت البنوك المركزية استقلالية كبيرة في القيام بمسؤوليتها ومقاومة الضغوط السياسية وضغوط جماعات المصالح. ومن العلامات الفارقة في مسيرة



أعضاء مجلس الإدارة والدورة السياسية، بينما يستطيع كل من المكسيك وتشيلي مطالبة الحكومة بأن تحتفظ بمستويات كافية من رأس المال لدى البنك المركزي.

سياسات أفضل

وفي ظل التفويض الواضح بشأن استقرار الأسعار، قامت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية باعتماد إستراتيجية استهداف التضخم لتكون أساسا لسياستها النقدية - بحيث يصبح الهدف الأساسي هو الوصول إلى معدل محدد لتضخم أسعار المستهلكين. وأدى نظام السياسة الجديد إلى تثبيت توقعات التضخم وزيادة مرونة السياسة النقدية، بما في ذلك المرونة في سعر الصرف. ولكي تؤدي البنوك المركزية في البلدان الخمسة مهمتها بمزيد من الفعالية، قامت بإصلاح شامل في أساليبها التشغيلية. واختارت جميعها في نهاية المطاف سعر فائدة قصير الأجل («سعر الفائدة الأساسي») كهدف تشغيلي لتحقيق معدل التضخم المستهدف. وتستخدم البنوك المركزية سعر الفائدة الأساسي للإشارة إلى التغييرات في موقف السياسة النقدية، فترفع هذا السعر عندما تتراكم الضغوط التضخمية وتخفضه عندما تقل حدتها. كذلك قامت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية بزيادة وتنقيح مجموعة الأدوات التي تعتمد عليها في إجراء عمليات السوق المفتوحة، مما أتاح لها الحفاظ على توازن عرض وطلب السيولة المحلية، والإبقاء على أسعار السوق قريبة من سعر الفائدة الأساسي. وقد تطلب هذا تحسين قدرتها على التنبؤ بالعوامل الأساسية التي تؤثر على السيولة المحلية - مثل الطلب على العملة والتدفقات النقدية الحكومية.

تعزيز الشفافية

استفادت هذه الإصلاحات والابتكارات في السياسة النقدية من تحسن مستوى التواصل وزيادة الشفافية، وثبت أنها بالغة الأهمية في تعزيز فعالية السياسة

السحب من المخزون

عندما كانت الأحوال المالية الخارجية مبهمة وأسعار الصادرات مرتفعة، راكمت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية احتياطيًا دولية ضخمة.

وعندما ساءت الأحوال الخارجية، لجأت البنوك المركزية في البلدان الخمسة إلى تلك الاحتياطيًا لتخفيف أثر انخفاض عملاتها. فباعت كل من البرازيل والمكسيك نحو ١٠٪ من الاحتياطيًا الدولية، لكنهما تعرضا لأكبر انخفاض في سعر الصرف - بمقدار ٣٠٪ تقريبًا بين أغسطس ٢٠٠٨ وفبراير ٢٠٠٩. وفي بيرو، استخدم البنك المركزي ما يقرب من ٢٠٪ من احتياطياته الدولية خلال شهرين، تاركًا سعر العملة ينخفض بمقدار ١١٪ فقط.

وعلى النقيض من ذلك، سمحت تشيلي وكولومبيا بانخفاض عملتيهما أكثر من انخفاض عملة بيرو، وباعتًا قدرًا أقل من الاحتياطيًا. وإضافة لذلك، تمكنت بعض البنوك المركزية في المجموعة من تأمين دعم خارجي إضافي لمركز الاحتياطيًا الدولية بما يحقق لها بعض الطمأنينة إزاء عدم التيقن من حجم الأزمة المالية العالمية. واتفقت كولومبيا والمكسيك مع الصندوق على أن يتيح لها استخدام تسهيل تمويلي جديد، هو خط الائتمان المرن - الذي يقتصر استخدامه على البلدان ذات السياسات والأطر المؤسسية القوية - مما يتيح لهما الاقتراض من الصندوق عند الحاجة. كان من المتاح كذلك للبرازيل والمكسيك مبادلة العملة المحلية مع بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بقيمة تصل إلى ٣٠ مليار دولار.

وبالإضافة إلى ذلك، استخدمت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية أساليب أخرى لزيادة النقد الأجنبي المتوافر في اقتصاداتها، وذلك من خلال مبادلات النقد الأجنبي على المثال (البرازيل وتشيلي).

النقدية ومصداقيتها. وبمرور الوقت، أصبحت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية أكثر قدرة على شرح إستراتيجية سياستها النقدية والقرارات المنفردة في ظل هذه السياسة. ولا تزال هذه البنوك تضطلع بإعداد تقارير عن التضخم أو السياسة النقدية والإفصاح عنها للجمهور ثلاث أو أربع مرات سنويًا منذ عشر سنوات تقريبًا. وهي تحدد مستوى سعر الفائدة الأساسي أثناء اجتماعات يعلن موعدها سلفًا، وتفصح عن الأسس التي تستند إليها في تعديل هذا السعر وغير ذلك من قرارات السياسة النقدية؛ وبعضها ينشر محاضر اجتماعات مجلس الإدارة. كذلك تتواصل البنوك المركزية في تلك المجموعة مع السوق بصفة مستمرة، وتصدر بيانات صحفية حسب الحاجة، كما تتيح بيانات عن آراء السوق فيما يتعلق بأهم المتغيرات الاقتصادية الكلية - ولا سيما توقعات التضخم والنشاط الاقتصادي - بالإضافة إلى تنبؤاتها الخاصة. وقد ساعد توافر هذا القدر الكبير من البيانات على بناء الثقة لدى الجمهور؛ لأن المشاركين في السوق يستطيعون التحقق بتكلفة زهيدة من أن السلطات القائمة على السياسة النقدية تعمل بما يتفق وأهدافها المعلنة.

وإلى جانب الإصلاحات النقدية واسعة النطاق، حدث تحسن كبير في سياسات الضرائب والإنفاق الحكومية وفي الرقابة والتنظيم المصرفيين. واغتنت بلدان مجموعة الخمسة فرصة ارتفاع أسعار السلع الأولية ويسر الأحوال المالية العالمية في الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠٠٧، فتمكنت من بناء احتياطيًا مالية وخارجية - ومن ثم تخفيض أعباء الدين العام وزيادة الاحتياطيًا الدولية - لتوفير هامش واثق من الصدمات الاقتصادية الخارجية. وفي الوقت نفسه، عملت على تحسين التنظيم والرقابة لتجنب الاضطرار إلى إجراء عمليات إنقاذ كبيرة للمؤسسات المعسرة. وأسهمت هذه التغييرات في الحد من مواطن الضعف الاقتصادية والمالية في بلدان مجموعة الخمسة وساعدت البنوك المركزية على انتهاز سياسة نقدية تتسم بالمصداقية والمرونة بصورة متسقة.

الاختبار تحت النار

لم يلبث العالم أن أصيب بصدمتين رئيسيتين متتاليتين. ففي عام ٢٠٠٧ حدث انخفاض شديد في أسعار الأغذية والنفط، وفي سبتمبر ٢٠٠٨ بدأت الأزمة المالية العالمية بصورة جديدة، بعد انهيار مؤسسة وول ستريت الاستثمارية، ليمان براذرز. وارتفع معدل التضخم متجاوزًا الأهداف المحددة له، بسبب الارتفاع الشديد في أسعار السلع الأولية الذي اقترن بضغط الطلب في بعض البلدان. وللحد من انتقال التداعيات إلى التضخم الأساسي (الذي تستبعد منه أسعار الطاقة والأغذية)، شددت البنوك المركزية السياسة النقدية برفع أسعار الفائدة التي بلغت ذروتها في منتصف عام ٢٠٠٨. ونتيجة للتدفقات الرأسمالية الداخلة ومعدلات التبادل التجاري المواتية، نزعت قيمة العملات الوطنية للارتفاع مما ساعد في تخفيف الضغوط التضخمية بالإبقاء على انخفاض تكاليف الاستيراد. وتباين التدخل الرسمي في سعر الصرف وتراكم الاحتياطيًا عبر بلدان مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية.

وعلى النقيض من ذلك، جاءت الأزمة المالية بزيادة حادة في العزوف عن المخاطر، مما سبب توقفًا مفاجئًا في الاستثمار المحلي والأجنبي. كذلك انهارت التجارة العالمية وأعقب ذلك ركود عالمي، مما قلل الضغوط التضخمية. وقد اقترن مثل هذا التوقف في السابق بحالة من الركود العالمي، كما أسفر تخفيض الاقتراض عن إشعال أزمات في العملة المحلية وأزمات مصرفية في أمريكا اللاتينية. أما في هذه المرة، فإن مناهج السياسة النقدية الجديدة - إلى جانب تحسن الأوضاع الاقتصادية ككل واتباع سياسات أفضل للمالية العامة - مكنت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة من الحفاظ على الاستقرار مع معالجة التقلبات الكبيرة المصاحبة في أسعار الصرف الحقيقية.

وبسبب الثقة في السياسات النقدية، ظلت توقعات التضخم ضمن المستويات المستهدفة لها، مما يعني أن البلدان الخمسة كان بإمكانها السماح بانخفاض

وتباينت وتيرة وتخفيف قيود السياسة النقدية، وفقا لتوقعات التضخم والمرحلة التي بلغها كل بلد في الدورة الاقتصادية. ونظرا لأن أسعار الفائدة الأساسية كانت مرتفعة قبل انهيار مؤسسة ليمان براذرز، فقد تمكن معظم البنوك المركزية في مجموعة الخمسة من تخفيضها إلى حد كبير - على النقيض من الاقتصادات المتقدمة، حيث أوصلت البنوك المركزية أسعار الفائدة الأساسية إلى ما يقرب من الصفر بالفعل. ومثل نظيراتها في الاقتصادات المتقدمة، اعتمدت البنوك المركزية

نظرا لمصادقية البنوك المركزية، أصبحت الأسواق تميز بين التضخم الدوري قصير الأجل والاتجاهات طويلة الأجل.

في مجموعة الخمسة تدابير شتى لتخفيف حدة نقص السيولة في اقتصاداتها، مثل تخفيف شروط الحصول على السيولة من خلال تسهيلات البنك المركزي وتخفيض الاحتياطي الإلزامي. وعلى الجانب الآخر، فنظرا لتأثير السياسة النقدية المتأخر، كان من الممكن أن تزداد حدة الركود في هذه البلدان من جراء أسعار الفائدة المحلية المرتفعة قبل الأزمة العالمية (غير المتوقعة).

وقد كان الإعلام المستمر بتطورات الأوضاع أمرا حاسما في هذا الخصوص، إذ كانت البنوك المركزية تشرح للأسواق قرارات سياستها النقدية والأهداف التي تتوخى تحقيقها. وأكدت البنوك أن آفاق التضخم المنخفض والركود الاقتصادي تقتضي إجراء تخفيض أكبر من المعتاد في أسعار الفائدة الأساسية، وأشارت إلى أن السياسات النقدية التوسعية مطلوبة للحفاظ على أوضاع السيولة العادية - في إشارة ضمنية للاستقرار المالي. ومع ذلك، ففي حين كانت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية تشرح قراراتها الهادفة إلى تيسير السياسة النقدية وضمان استمرار السوق المالية في أداء وظيفتها، كانت تبث رسالة واضحة تشير إلى عزمها على تشديد السياسة النقدية بمجرد ظهور الضغوط التضخمية، وهو ما حدث في البرازيل وتشيلي وبيرو.

ولكن بالرغم من النجاح الذي حققته هذه البلدان مؤخرا، فإن التراخي ليس خيارا مطروحا بالنسبة لها نظرا للتحدي الآخر الذي تواجهه الآن بالفعل. فبعد أن تعافت بذكاء من هبوط الاقتصاد العالمي في الوقت الذي تتخبط فيه الاقتصادات المتقدمة، عادت لتصبح من الاقتصادات الأثيرة لدى المستثمرين الأجانب. وستكون كيفية تعامل مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية مع الظفرة الجديدة في رأس المال الداخل إليها بمثابة اختبار آخر لمدى جودة إدارتها للمخاطر التي تهدد الاستقرار المالي والاقتصادي. ■

هورهيه إيفان كاناليس-كربيلينكو هو خبير اقتصادي أول في الإدارة الإفريقية في صندوق النقد الدولي، ولويس جاكوميه نائب رئيس قسم في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في الصندوق، وعلي أليشي خبير اقتصادي في إدارة آسيا والمحيط الهادئ في الصندوق، وإيفان لويس دي أوليفيرا ليما مستشار في شؤون المساعدة الفنية في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في الصندوق.

يستند هذا المقال إلى ورقة العمل الثالنية الصادرة في ديسمبر ٢٠١٠: IMF Working Paper 10/292, "Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries," by Jorge Iván Canales-Kriljenko, Luis I. Jácome, Ali Alich, and Ivan Luís de Oliveira Lima .

سعر الصرف الاسمي - بدرجات مختلفة - للقيام بمعظم العمل المطلوب لمواجهة الأزمة العالمية دون قلق كبير تجاه الآثار التضخمية. لكنها لم تترك أسعار الصرف تماما لما تحدده السوق، إذ احتفظت بوجودها في أنشطة التداول لمنع أي تطرف في سلوك هذه الأسواق، نظرا لأجواء عدم اليقين الكثيفة التي تسود الأسواق المالية. فقامت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة ببيع كم كبير من احتياطياتها الدولية في سوق النقد الأجنبي، وأوقفت العمل بالتدابير السابقة الرامية إلى امتصاص السيولة بالنقد الأجنبي (راجع الإطار).

وعلى الرغم من الانخفاضات الحادة في أسعار الصرف، والتي تسببت في رفع أسعار الواردات، توقع الجمهور أن يظل التضخم منخفضا. وعلى وجه الخصوص، أظهرت المسوح أن توقعات التضخم لمدة ١٢ شهرا ظلت في النطاق المستهدف خلال معظم فترة الأزمة - حتى عندما تجاوز التضخم الفعلي النطاق المستهدف (انظر الشكل ٢). وتشير هذه النتيجة إلى أن مصادقية البنوك المركزية جعلت الأسواق تميز بين التضخم الدوري قصير الأجل والاتجاهات طويلة الأجل.

تخفيف صدمة الركود

مع مطلع عام ٢٠٠٩، عندما كانت الأزمة المالية العالمية قد أصبحت ركودا عالميا، شرعت البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية في تخفيض أسعار الفائدة الأساسية للمساعدة على تحقيق التعافي الاقتصادي.

الشكل ٢

الثقة بشأن التزامات التضخم

ظلت توقعات الأعمال والمستهلكين بشأن التضخم في حدود النطاقات المستهدفة التي وضعتها البنوك المركزية في مجموعة الخمسة الأمريكية اللاتينية، أو قريبة من هذه الحدود، حتى عندما أدت أسعار السلع الأولية المتصاعدة إلى زيادة تضخم أسعار المستهلكين في عامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨.

