



# الانتشارية

شاشة تبت أخبار الأسهم في ميدان تايمز سكوير، نيويورك، الولايات المتحدة.

جياكيان شن، وتوماسو مانسيني - غريفولي، وراتنا ساهاي

واسع اسم "التيسير الكمي" لضخ الدماء في الاقتصاد عندما تعذر تطبيق السياسات التقليدية مثل خفض أسعار الفائدة. وجرى تخفيض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات قريبة من صفر في الركود العالمي - وأبقى عليها في ذلك المستوى المنخفض للغاية منذ ذلك الوقت (وهو ما يسمى بالحد الصفري). ونظرا لأن البنوك المركزية لم تعد قادرة على خفض أسعار الفائدة إلى مستويات أدنى من ذلك، فقد لجأت إلى برامج مشتريات الأصول التي زادت بشكل كبير من حجم الميزانيات العمومية للبنوك المركزية. ومع استمرار فترة السياسة النقدية التيسيرية، بدأ صناع السياسات في الأسواق الصاعدة يعربون عن مخاوفهم. فزعموا أن التوسع النقدي في الاقتصادات المتقدمة قد تداعى إلى اقتصاداتهم، مما سبب زيادة حادة في التدفقات الرأسمالية الداخلة، لا سيما في أدوات الدين مثل السندات (راجع الرسم البياني ١). وارتفعت قيم عملاتها وزادت أسعار الأصول لديها بمعدل سريع. وخشي صناع السياسات في الأسواق الصاعدة من حدوث تعديلات مؤلمة للأوضاع تفرضها التحولات الكبيرة في سعر الصرف على الصادرات وعلى الشركات التي تتنافس بالواردات. وكانت لديهم مخاوف بشأن تنامي مواطن الضعف في العملات الأجنبية التي انخفضت قيمها مؤقتا والتي يمكن أن تصبح فجأة أعلى بكثير (وهو ما

المثل إنه عندما تعطس الولايات المتحدة يصاب بقية العالم بنزلة برد. وهذا القول ليس مجرد فولكلور. فقد بينت الأزمة المالية العالمية الأخيرة بجلاء أهمية الولايات المتحدة بالنسبة للاقتصاد العالمي، خيرا وشرا. ففي الجانب الإيجابي، ساعدت الأزمة على توضيح قدرة السياسة النقدية الأمريكية على منع حدوث كساد عالمي. ولكن كان لتلك السياسات نفسها آثار جانبية مهمة، لا سيما رفع أسعار الأصول وإغراق اقتصادات الأسواق الصاعدة بتدفقات رأسمالية داخلة. وأعرب صناع السياسات في هذه الاقتصادات عن قلقهم بشأن الآثار الانتشارية للسياسة الأمريكية، التي زادت من تقلب الأسواق مما تسبب في تفاقم المخاطر ذات الصلة التي تهدد الاستقرار المالي. وسندرس في هذا المقال هذه الآثار الانتشارية، بهدف تحديد السياسات التي تخفف على الوجه الأفضل من حدة هذه التداعيات المزعجة للاستقرار.

## السياسات غير التقليدية مطلوبة

كان من المرجح أن يعاني الاقتصاد العالمي بدرجة أكبر لو لم تكن البنوك المركزية قد اتبعت سياسات نقدية غير تقليدية تعتمد على ابتكارات من قبيل شراء سندات غير حكومية (وهو ما يطلق عليه على نطاق

يبدو أن أثر السياسات النقدية غير التقليدية للاحتياطي الفيدرالي على الأسواق الصاعدة أكبر من أثر السياسات التقليدية

## أدوات مفصلة

لدراسة هذه الأسئلة يلزم أن نعي مفهوم عنصر المفاجأة (أو التطور غير المتوقع) في التصريحات بشأن السياسة النقدية الأمريكية. فهذه التصريحات هي التي أفضت على أي حال إلى تداعي الآثار الانتشارية. وليست كل التصريحات على حد سواء. فمنها ما يتوقعه تماما المشاركون في الأسواق، ومنها ما يخرج عن التوقعات تماما. فإذا كان التصريح يتوافق بشكل تام مع ما تتوقعه السوق، فينبغي ألا يكون له أثر على أسعار الأصول أو تخصيصات الحافظة، لأن تلك الأسعار والتخصيصات ستكون قد تحددت سلفا على أساس التصريح

## ونظرا لأن البنوك المركزية لم تعد قادرة على خفض أسعار الفائدة إلى مستويات أدنى من ذلك، فقد لجأت إلى برامج مشتريات الأصول

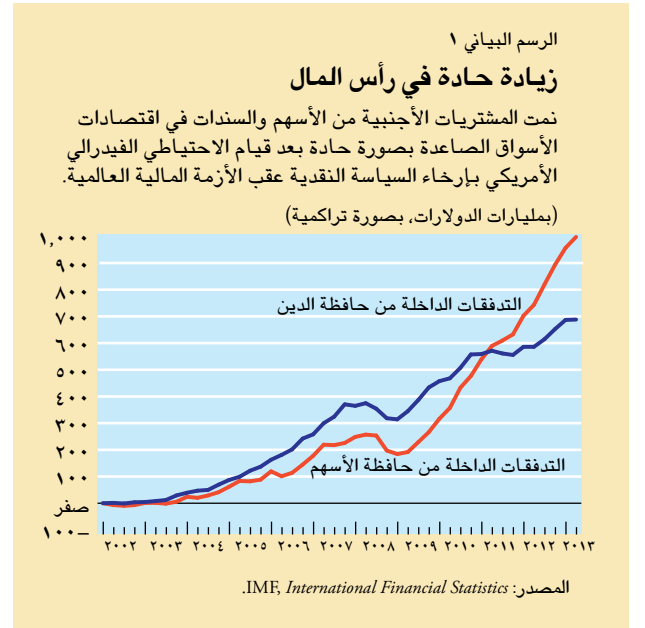
المتوقع. ولكن ذلك لا يعني أن السياسة النقدية غير فعالة، وإنما يعني فقط أنه لا توجد هناك معلومات كافية للحكم على فعاليتها. وهناك أمثلة أخرى ممكنة. فإذا أعلن البنك المركزي عن زيادة في أسعار الفائدة (لنقل مثلا بنسبة ٠,٢٥٪ من ١٪) أقل من توقعات السوق (ربما ٠,٥٪ من ١٪)، ففي هذه الحالة ينبغي أن ترتفع أسعار الأصول. ولكن لا يصح بالضرورة، على أساس وحيد هو تحرك السياسة المرصود، أن يقال إن تشديد السياسة النقدية (بمعنى رفع أسعار الفائدة إلى ٠,٢٥٪ من ١٪) كان مفيدا لأسعار الأصول. والتفسير الصحيح هو أن أسعار الأصول ارتفعت لأن درجة تشديد السياسة كانت أقل من المتوقع (كانت السياسة أكثر توسعية من التوقعات). ومن الضروري إذن رصد عنصر المفاجأة (أي "تحديد أثره" بلغة الاقتصاديين) في التصريحات المتعلقة بالسياسة النقدية — أي مدى اختلاف التصريح عن توقعات الأسواق. وفي هذه الحالة فقط يمكن مقارنة آثار التصريحات المتصلة بالسياسة النقدية بصورة متساوية، أو ما يمكن أن يسمى "حدود المفاجأة حسب الوحدة".

يسمى اختلالات الميزانية العمومية). وقالوا إن مواطن الضعف في النظم المالية تنشأ عن ارتفاع أسعار الأصول بسرعة، وتراكم فقاعات ائتمانية، وضخامة قروض الشركات وزيادتها. وأشار عدد كبير من صناعات السياسات إلى فترات سابقة زادت فيها بشدة التدفقات الرأسمالية الداخلة، حين فشلت المحاولات الرامية إلى إنهاء الفقاعات برفع أسعار الفائدة لزيادة تكاليف الاقتراض لأن أسعار الفائدة الأعلى كانت تجذب المزيد من التدفقات الرأسمالية الداخلة وتذكي ارتفاع العملة. واندلعت موجة أكثر حدة من النقد من صناعات السياسات في الأسواق الصاعدة بعد أن ألمح الاحتياطي الفيدرالي، وهو البنك المركزي الأمريكي، إلى أنه ينظر في إمكانية الحد من وتيرة مشتريات الأصول (أو "الإنهاء التدريجي لمشتريات الأصول"). وعندما ذكر رئيس الاحتياطي الفيدرالي السابق بن برنانكي هذه الإمكانية في مايو ٢٠١٣، ارتفع قلب الأسواق بصورة حادة في الأسواق الصاعدة (راجع الرسم البياني ٢) مع انخفاض أسعار الأصول بشدة.

## أسئلة حاسمة

هناك ثلاثة أسئلة مهمة تتعلق بالتداعيات نفسها والسياسات الرامية إلى احتوائها والتعامل معها:

- هل تؤثر التغيرات غير المتوقعة في السياسة النقدية الأمريكية على تدفقات رأس المال إلى الأسواق الصاعدة وأسعار الأصول بها وبأي مقدار؟
- هل تختلف هذه الآثار تبعا للمرحلة التي تمر بها السياسة النقدية الأمريكية — أي ما إذا كانت سياسة أسعار الفائدة تستخدم أثناء المرحلة التقليدية السابقة للأزمة المالية العالمية أو ما إذا كان يتم شراء أصول بكميات ضخمة أثناء المرحلة غير التقليدية (ما يسمى التيسير الكمي) بعد بداية الأزمة؟ لقد جرى تيسير السياسة النقدية عدة مرات قبل الأزمة المالية العالمية دون أن يستدعي ذلك ردود أفعال بهذه القوة. ولذلك فإنه من المهم التمييز بين هاتين المرحلتين لكي نفهم بوضوح أكبر مخاوف اقتصادات الأسواق الصاعدة.
- هل تتباين آثار التغيرات المفاجئة في السياسة النقدية الأمريكية مع تباين الأوضاع الاقتصادية المحلية لاقتصادات الأسواق الصاعدة؟ أي هل تحدد خصائص البلدان المستفيدة واختيارات السياسات فيها تأثير التغيرات في السياسة النقدية الأمريكية على اقتصاداتها؟



وهناك بعداً آخر مهم لهذه التصريحات، وهو محتواها المعلوماتي. فيمكن أن تتضمن التصريحات معلومات عن المقاصد المستقبلية للبنك المركزي بالنسبة إلى مستوى أسعار الفائدة الموجهة. ويشار إلى ذلك بالعنصر "الإشاري" في التصريحات. ويمثل هذا العنصر ضرورة لا غنى عنها للسياسة النقدية؛ بل إنه في الواقع يشكل الوسيلة الرئيسية التي يمكن أن تتحرك السياسة النقدية من خلالها. ويكون لحدوث

## كلما ظلت الأسواق تتمتع بالسيولة مع نموها، ينبغي احتواء مخاطر التداعيات.

زيادة أو نقصان مرة واحدة في سعر الفائدة الموجه تأثير محدود على الاقتصاد. والإشارة إلى حدوث تغيرات مستقبلية في أسعار الفائدة الموجهة هي الطريقة الوحيدة التي يمكن من خلالها للبنك المركزي أن يؤثر على أسعار الفائدة الأطول أجلاً ذات الصلة بقرارات اقتصادية مثل الاستثمار وتوظيف العمالة والاستهلاك.

إلا أن التصريحات بشأن السياسة النقدية يمكن أن تتضمن معلومات أخرى أيضاً، يمكن أن نسميها عنصر السوق في التصريحات. ويمكن للبنوك المركزية من خلال اتصالاتها أن تبلغ معلومات عن مدى توافر السندات لمستثمري القطاع الخاص (بسبب تطور حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي) والمخاطر (أو أوجه عدم اليقين) بشأن النمو والتضخم، والتغيرات في تفضيلات البنك المركزي وأهدافه (على سبيل المثال بشأن مدى سرعة إعادة مستويات التضخم إلى المستوى المستهدف).

ويمكن ملاحظة كل من البعدين للتصريحات — المفاجأة والمحتوى المعلوماتي — في أسعار السندات فوراً بعد التصريحات المتصلة بالسياسة النقدية (في هذه الدراسة، بفارق يوم واحد). فمن ناحية، ينبغي أن تؤثر المفاجآت المتصلة بالمحتوى الإشاري

للتصريحات على السندات قصيرة الأجل. ويعزى ذلك إلى أن البنوك المركزية لا يمكنها أن تلتزم باتباع مسار معين للسياسة إلا بعد فترة تقارب ثلاث سنوات، وهي الفترة التي يمكن من خلالها أن تنتجاً بأوضاع الاقتصاد بصورة معقولة. ولن تلتفت الأسواق إلى أي تصريحات بخلاف ذلك وستعتبرها كلاماً رخيصاً. ومن ناحية أخرى، ينبغي أن تؤثر المفاجآت المتصلة بعنصر السوق في التصريحات على علاوة الاحتفاظ بالسندات طويلة الأجل. وتستخدم طريقة تسمى الطريقة الإحصائية للعناصر الرئيسية لاستخلاص الحركات في عائدات السندات في الأجلين القصير والطويل في أيام التصريحات: ويعتبر أن الأولى تمثل المفاجآت الإشارية والثاني مفاجآت الأسواق. تستخدم طريقة بالطريقة الإحصائية للعناصر الرئيسية لاستخلاص الحركات في عائدات السندات في الأجلين القصير والطويل في أيام التصريحات.

وتتمثل الخطوة النهائية في قياس أسعار الأصول والتدفقات الرأسمالية في الاقتصادات الصاعدة استجابة لمفاجآت السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية. ويتم ذلك باتباع منهجية تسمى دراسة الأحداث، يتم فيها دراسة ردود أفعال السوق في اقتصادات الأسواق الصاعدة فور صدور تصريح بشأن السياسة النقدية في الولايات المتحدة. وهذه الطريقة مفيدة بوجه خاص في تحديد السببية، لأن الصدمة المهيمنة على الأيام التي تلي التصريحات تكون على الأرجح نتيجة للتصريح المتصل بالسياسة النقدية. وإضافة إلى ذلك، يفترض أن يشعر بالتأثير على الأسواق المالية في الأسواق الصاعدة فوراً أو في خلال يومين على الأقل. وفي المتوسط إذن، يمكن عزو التغيرات في أسعار الأصول والتدفقات الرأسمالية ضمن هذا الإطار الزمني إلى الصدمات الناجمة عن السياسة النقدية الأمريكية.

### نمو الآثار الانتشارية

لقد قمنا ببحث رد فعل ٢١ اقتصاداً من اقتصادات الأسواق الصاعدة — البرازيل وشيلي والصين وكولومبيا وهنغاريا والهند وإندونيسيا وإسرائيل وكوريا وماليزيا والمكسيك وبيرو والفلبين وبولندا ورومانيا وروسيا وسنغافورة وجنوب إفريقيا ومقاطعة تايوان الصينية وتايلاند وتركيا — على ١٢٥ تصريحاً بشأن السياسة النقدية في الفترة بين يناير ٢٠٠٠ ومارس ٢٠١٤ وخلصنا إلى أن مفاجآت السياسة النقدية الأمريكية لها أثر فوري (أو على الأقل خلال يومين) على التدفقات الرأسمالية وحركات أسعار الأصول في اقتصادات الأسواق الصاعدة. ولكن عندما قمنا بدراسة الفترات قبل الأزمة بشكل منفصل (أثناء المرحلة التقليدية للسياسة النقدية) وبعد نوفمبر ٢٠٠٨ (حين بدأ تنفيذ برنامج مشتريات الأصول على نطاق واسع)، وجدنا أن الآثار الانتشارية "لوحدة" مفاجآت السياسة النقدية الأمريكية كانت مختلفة وأقوى أثناء المرحلة غير التقليدية. وبالنسبة لكثير من الأصول، كانت التداعيات أكبر حتى عندما بدأت الولايات المتحدة تناقش الإنهاء التدريجي لمشترياتها من الأصول (مايو ٢٠١٣ إلى مارس ٢٠١٤). وبوجه عام، كانت التداعيات أكبر، في جميع مراحل السياسة النقدية، حين فاجأت التصريحات الأسواق بمعلومات عن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة الموجهة (مفاجآت إشارية)، بخلاف معلومات مفاجآت الأسواق التي أثرت على عائدات السندات الأمريكية في الأجل الطويل (راجع الرسم البياني ٣).

وافترضنا أن الآثار الأكبر للتداعيات أثناء المرحلة غير التقليدية كانت على الأرجح في معظمها هيكلية، نتيجة مشتريات السندات التي بدأ العمل بها في مرحلة السياسة غير التقليدية والسيولة التي خلقت. ولا يبدو أن الآثار الانتشارية لوحدة المفاجأة تعتمد على حجم



## الأساسيات الاقتصادية أمر مهم

يؤثر نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ومراكز الحساب الجاري والتضخم وخصص الدين المحلي في حيازة الأجانب تأثيراً كبيراً على آثار تداعيات السياسة النقدية الأمريكية على أسواق الأسهم والسندات وأسعار الصرف.

| الأسهم                                   | عائدات السندات |              | أسعار الصرف |              |
|--|----------------|--------------|-------------|--------------|
|  | عامل السوق     | عامل الإشارة | عامل السوق  | عامل الإشارة |
| نمو إجمالي الناتج المحلي                 |                |              |             |              |
| التضخم                                   |                |              |             |              |
| الحساب الجاري                            |                |              |             |              |
| حصة الدين المحلي في حيازة مستثمرين أجانب |                |              |             |              |

المصدر: حسابات المؤلفين.

ملحوظة: تشير الإطارات الخضراء إلى العوامل التي تحد من آثار الصدمات الناجمة عن السياسة النقدية الأمريكية غير التقليدية؛ وتشير الإطارات الحمراء إلى العوامل التي تعظم هذه الآثار. وكلما كان اللون داكناً بدرجة أكبر، كان الأثر أوضح. ويشير عامل الإشارة إلى المعلومات عن السياسة النقدية المستقبلية التي تنقلها صدمة ما. ويشير عامل السوق إلى المعلومات بشأن مدى توافر السندات لمستثمري القطاع الخاص، والمخاطر على النمو والتضخم، والتغيرات في تفضيلات البنك المركزي وأهدافه. والحساب الجاري هو رصيد البلد من صافي التجارة وصافي الإيرادات وصافي مدفوعات التحويلات.

ويؤكد تزايد حجم الآثار الانتشارية الظاهر أثناء مرحلة السياسات غير التقليدية على أن تكاليف أسعار الفائدة ستهبط إلى الصفر. ومن ثم يقتضي تجنب الآثار الانتشارية الكبيرة اعتماد سياسات مناسبة في أوقات الرخاء لتقليل مخاطر هبوط أسعار الفائدة إلى صفر في أوقات الشدة. ويمكن أن تتضمن هذه السياسات مجالات أخرى من الاقتصاد الكلي، مثل الإنفاق والضرائب، لتثبيت العلاقة بين الدين وإجمالي الناتج المحلي والحفاظ على حيز مالي كاف لدعم الاقتصاد في أوقات هبوط النشاط الاقتصادي. وحتى الإصلاحات الهيكلية في أسواق العمل مثلاً أو التعليم من أجل دعم النمو والعمالة يمكن أن تعتبر من العوامل المؤثرة. وللحفاظ على الاستقرار المالي، ينبغي أيضاً استخدام سياسات حذرة. ويمكن أن تشمل تلك السياسات الحذرة فرض حدود

إلزامية لرأس المال أو السيولة على المقرضين وحدود إلزامية لنسب القرض إلى القيمة أو خدمة الدين إلى الدخل على المقرضين.

وهناك أيضاً درس يمكن أن تستفيد منه اقتصادات الأسواق الصاعدة. فنظراً لأن الآثار السلبية للتداعيات المترتبة على السياسة النقدية الأمريكية تتصل بالأوضاع الاقتصادية للبلد المستفيد، أي أن تحسن الأساسيات الاقتصادية وزيادة سيولة الأسواق تساعد على كبح آثار الصدمات الناجمة عن السياسة النقدية الأمريكية، ينبغي أن تقوم اقتصادات الأسواق الصاعدة بتحسين أساسياتها الاقتصادية بقدر الإمكان. ويمكن استخدام سياسات أخرى، مثل التدخل في أسعار الصرف، أو حتى تدابير إدارة التدفقات الرأسمالية، أثناء فترات الاضطراب أو الأزمات للتعامل مع التقلب المفرط وأوضاع الأسواق غير المنظمة، ولكن ينبغي ألا ينظر إليها باعتبارها بديلاً عن السياسات الاقتصادية الجيدة بوجه عام.

وتكون الآثار الانتشارية أوسع نطاقاً وأكبر إذا كانت ناشئة عن مفاجآت إشارية. وذلك أمر يدعو إلى التفاؤل، ذلك أن القناة الإشارية مفهومة بوضوح أكبر من البنوك المركزية، ويمكن إدارتها بشكل أفضل من خلال التواصل الواضح بشأن مقاصد السياسات المستقبلية. وينبغي بالتالي أن يكون الاحتياطي الفيدرالي وغيره من البنوك المركزية المؤثرة قادرين على احتواء مصادر الصدمات التي تفضي إلى تداعي آثار انتشارية عالمية.

وفي الوقت نفسه، فرغم أن مفاجآت الأسواق تنطوي على آثار انتشارية أقل، يكون تمييز آثارها أقل على نطاق البلدان ويكون التنبؤ بها أصعب. ولتخفيف حدة آثار مفاجآت الأسواق، ينبغي أن تركز البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة على الحد من الصدمات على عائدات السندات طويلة الأجل عندما تخفف البنوك المركزية أو تنهي اعتمادها على السياسات النقدية غير التقليدية. ويمكن أن تفعل ذلك، مثلاً، بترك الأصول التي تراكمت لديها تبلغ آجال استحقاقها بدلاً من بيعها. وإذا اختارت أن تبيعها، فينبغي أن تفعل ذلك بشكل يمكن التنبؤ به بدرجة كبيرة جداً. ■

جياكيان شن اقتصادي في الإدارة الأوروبية في صندوق النقد الدولي. وتوماسو ماسيني غريغولي خبير أول في القطاع المالي وراتنا ساهاي نائب مدير، وكلاهما في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.

الصدمات، سواء كانت مرتبطة بتاريخ أو تشديد السياسة، أو ما إذا كانت تحدث في نقطة تحول في موقف السياسة (محاولة أولى لتشديد السياسة مثلاً بعد سلسلة غير منقطعة من عمليات الخفض).

ولكننا انتهينا أيضاً إلى أن التداعيات تتأثر بالحالة الاقتصادية للبلد المعني. فقد شهدت البلدان ذات الأساسيات الاقتصادية الأقوى تداعيات أقل. ويعني ذلك أن زيادة نمو إجمالي الناتج المحلي وزيادة قوة الحسابات الجارية، وانخفاض التضخم، وانخفاض حصص الدين المحلي الذي يحوزه أجانب، أدى بشدة إلى إضعاف آثار التداعيات، لا سيما خلال فترة السياسة النقدية غير التقليدية. ورأى البعض أن أثر الأساسيات الاقتصادية أصبح أقوى بمرور الوقت، مع بدء المستثمرين في التفريق بين البلدان. غير أن هذه الدراسة تخلص إلى أن الأساسيات الاقتصادية أمر مهم حتى في الاستجابات الأولية للتصريحات بشأن السياسة النقدية الأمريكية. وتشير الإطارات الخضراء في الرسم البياني ٤ إلى العوامل المحلية التي ساعدت على إخمات الصدمات، بينما تبين الإطارات الحمراء العوامل المحلية التي ضخمها.

وقمنا أيضاً بدراسة ما إذا كانت الأسواق الأكبر و/أو الأكثر سيولة (تلك التي يوجد فيها عدد أكبر من المشترين والبائعين) تحدث بها تداعيات أكبر. ومن حيث النظرية، تنطوي آثار حجم السوق وحدها على أكثر من معنى. ويعزى ذلك إلى وجود قوتين متعارضتين مؤثرتين. فالأسواق الأكبر تجذب عدداً أكبر من المستثمرين الأجانب، وهو ما يزيد من التقلب، وفي الوقت نفسه تكون هذه الأسواق أكثر سيولة في الغالب، وهو ما ينبغي أن يحد من التقلب. وفعلياً، لا يمثل حجم السوق وحده عاملاً كبيراً لتعظيم التداعيات أو الحد من أثرها. إلا أننا بمجرد أن قمنا بتحديد أثر سيولة السوق، ظهرت أدلة على أن الأسواق الأكبر تواجه تداعيات أكبر. وتكون آثار السيولة السوقية أوضح، حيث تقوم الأسواق التي تتمتع بسيولة أكبر بالحد من أثر التداعيات، كما هو متوقع. ومن ثم، فكلما ظلت الأسواق تتمتع بالسيولة مع نموها، ينبغي احتواء مخاطر التداعيات.

## انعكاسات السياسة

ليس غريباً أن تداعي آثار السياسة النقدية الأمريكية إلى بقية العالم، بالنظر إلى هيمنتها في الأسواق العالمية. ولكننا وجدنا أن الآثار الانتشارية الكبيرة بوجه خاص هي في معظمها ظاهرة حديثة، تعود إلى الأزمة المالية العالمية.