



عدم المساواة وأَسعار الفائدة

ينبغي أن تفصح البنوك المركزية
بشفافية أكبر عن الآثار التوزيعية
للسياسة النقدية
نيئا بودينا وكيارا فريتو ودينز إيغان
وهيلين بوارسون



تستجيب

البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم للتداعيات الاقتصادية لجائحة كوفيد-١٩ من خلال التيسير الشديد لسياساتها النقدية، بما في ذلك تخفيض أسعار الفائدة وشراء الأصول. وقد ساعدت هذه السياسات التيسيرية في الحد من تداعيات الجائحة. غير أن الخلاف في الوقت نفسه قائم حول ما إذا كانت هذه السياسات قد أدت إلى تفاقم عدم المساواة. وتعتبر السياسة النقدية مسؤولة جزئيا عن دعم أسواق الأسهم بعدما سجلت انخفاضات غير مسبوقه بسبب الجائحة، وهو ما قد يبدو تطوراً إيجابياً للوهلة الأولى، لا سيما بالنسبة للأثرياء. غير أن التيسير النقدي من شأنه أيضاً الحد من عدم المساواة نظراً لأن انخفاض أسعار الفائدة قد يساهم في تشجيع الشركات الصغيرة على الاقتراض وتعيين عاملين جدد، على سبيل المثال. فهل يساهم تيسير السياسة النقدية إذن في تفاقم عدم المساواة أم الحد منها بوجه عام؟

عائلة سامسون

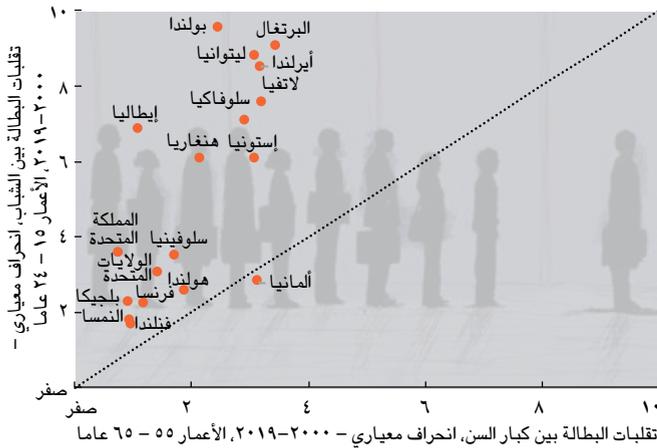
غالباً ما تكون مناقشات السياسة النقدية مجردة، لذلك فلنتناول الموضوع على مستوى شخصي. ما الذي يعنيه لك أن يقوم البنك المركزي في بلدك بتيسير السياسة النقدية؟ هل يمثل ذلك نفعاً أم ضرراً بالنسبة لوضعك المالي، وكيف سيكون وضعك مقارنة بالآخرين؟ تعتمد الإجابة بشكل أساسي على دخل كل منا وثروته ومدخراته وديونه.

ولشرح هذا الأمر، نقدم لكم عائلة سامسون، وهي عائلة افتراضية تضم ليزا، وهي شابة في أوائل العشرينات، ووالديها مارغريتا وهوميرو، وعمها أرتورو، وهو محاسب في الخمسينات من عمره. كيف يؤثر التيسير النقدي عليهم؟ لننظر بداية في وضع ليزا التي تعتمد على دخلها من العمل كنادلة لمواصلة دراسة التمريض بنظام عدم التفرغ. وهي من العاملين ذوي المهارات المنخفضة، وتتقاضى أجراً أقل من العاملين الأكبر سناً الذين يتمتعون بالمزيد من المهارات والخبرات، مثل عمها أرتورو. كذلك فإن احتمالات فقدان الوظيفة خلال فترات الركود والانضمام إلى صفوف العاطلين أكبر في حالة ليزا مقارنة بالعاملين الأكبر سناً (انظر الرسم البياني ١).

والجيد في الأمر بالنسبة لليزا أن التيسير النقدي يحد من تأثير الركود على معدلات البطالة. ومن خلال قناة دخل العمل، يشجع التيسير النقدي النشاط الاقتصادي ويحد من البطالة، وتعود الفائدة الأكبر من ذلك على العاملين الأصغر سناً والأقل خبرة وأجراً الذين غالباً ما يكونون أول من يفقدون وظائفهم خلال فترات الركود. ولولا التيسير النقدي

الرسم البياني ١ الشباب

تزداد احتمالات البطالة بين الشباب مقارنة بالفئة الأكبر سناً.



المصادر: منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، وحسابات خبراء صندوق الدولي. ملحوظة: يزداد خطر البطالة بين الشباب الذي يتقاضون أجوراً أقل عادة، نظراً لأن بطالة الشباب أكثر تأثراً بالدورات الاقتصادية.

لازادات احتمالات فقدان ليزا لعملها واتسعت فجوة الدخل بينها وبين عمها. وحتى لو كانت ليزا قد استطاعت العثور على وظيفة أخرى، فقد تكون وظيفة غير مستقرة - بعقد قصير الأجل ومزايا قليلة، على سبيل المثال.

ولننظر الآن في حالة أرتورو، فهو يتقاضى أجراً، ويستثمر في مجموعة من السندات والأسهم التي تدر عليه دخلاً رأسمالياً، ويمتلك منزلاً. وسيساعد تراجع أسعار الفائدة في زيادة دخله الرأسمالي، وسيستفيد بالتالي من خلال قناة تكوين الدخل. كما سترتفع قيمة استثماراته في السندات والأسهم والعقارات من خلال قناة الميزانية العمومية. ولكن ليزا لا تمتلك أي أصول ولن تستفيد مباشرة من زيادة الدخل الرأسمالي أو ارتفاع أسعار الأصول بالتالي.

وننظر أخيراً في حالة مارغريتا وهوميرو اللذين تقاعدا بعدما ادخرا طيلة حياتهما ويعتمدان حالياً على دخلهما التقاعدي والفائدة من الودائع المصرفية. وكلاهما مدخر صاف. في حين أن ليزا مقترض صاف، حيث حصلت على قرض للدراسة وقرض آخر لشراء سيارة. ومع تخفيض أسعار الفائدة، تقل مدفوعات الفائدة المستحقة على ليزا



كان مدخرا صافيا بسبب تراجع دخل الفائدة. وبالنسبة لمارغريتا وهوميرو، يمكن موازنة تراجع دخل الفائدة المتولد من مدخراتهما من خلال ارتفاع قيمة منزلهما - وربما عدم اضطرابهما لإعالة ابنتهما التي كانت تعاني في السابق إذا ما ساعدتها الإجراءات النقدية على الاحتفاظ بوظيفتها.

قنوات مختلفة

كما يتضح من مثال عائلة سامبسونز، فإن حجم الآثار التوزيعية للتيسير النقدي يتوقف على الأهمية النسبية لمختلف القنوات، والتي قد تتنوع أيضا حسب الخصائص المختلفة لكل بلد.

ففي البلدان التي حققت مستويات شمول مالي أفضل من غيرها، يمكن للأسر الفقيرة الوصول إلى الائتمان بسهولة أكبر، كما تستطيع على الأرجح الحصول على قروض عقارية لشراء المنازل - مما يجعلها تستفيد بالتالي من تراجع أسعار الفائدة، وذلك على عكس البلدان الأخرى التي يعتاد مواطنوها شراء منازلهم نقدا. وفي البلدان التي تقوم نظمها المالية على المصارف، فإن المواطنين غير الحاصلين على قروض الذين يحتفظون بمدخراتهم في صورة ودائع مصرفية قد يتكبدون خسائر نتيجة التيسير النقدي من خلال قناة إعادة توزيع المدخرات. وبالنسبة للبلدان التي يتسع فيها نطاق الحماية الاجتماعية، يؤدي التيسير النقدي إلى تراجع خطر البطالة بالنسبة للعمالة الأقل دخلا بشكل أكبر مقارنة بالبلدان التي توفر قدرا أقل من الحماية الاجتماعية لمواطنيها.

وفي الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية، يمكن أن يتفاوت تأثير قناة الميزانية العمومية على عدم المساواة حسب أنواع الأصول التي يمتلكها المواطنون. وعادة ما يكون الدخل الرأسمالي هو الأهم على الإطلاق بالنسبة للأسر الأكثر ثراء التي تحوز قدرا أكبر من الأصول المالية. وينطبق ذلك خصوصا على الولايات المتحدة، حيث تشكل السندات (١٦٪) والأسهم (٤٦٪) - انظر الرسم البياني (٢) ثلثي أصول العشرة في المائة الأكثر ثراء. وبخلاف هذه المجموعة، يتركز الجزء الأكبر من أصول معظم أسر الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة ضمن فئة العقارات. ويعني ذلك أن التيسير النقدي قد يكون له دور أكبر في زيادة المساواة من خلال أسعار المساكن مقارنة بالدخل الرأسمالي، كما يستفيد أصحاب القروض العقارية أيضا من تراجع مدفوعات الدين. وخلصت مجموعة من الدراسات (الصادرة قبل جائحة كوفيد-١٩) التي تتناول عددا من القنوات المذكورة إلى أن تيسير السياسات النقدية تنشأ عنه آثار توزيعية صافية مختلطة ومحدودة غالبا من حيث مردودها الاقتصادي، مع بعض الاختلافات عبر البلدان وبين السياسات النقدية التقليدية (أسعار الفائدة) وغير التقليدية (مشتريات الأصول). ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال، يزداد عدم المساواة في الدخل ويتراجع عدم المساواة في الاستهلاك عقب التيسير

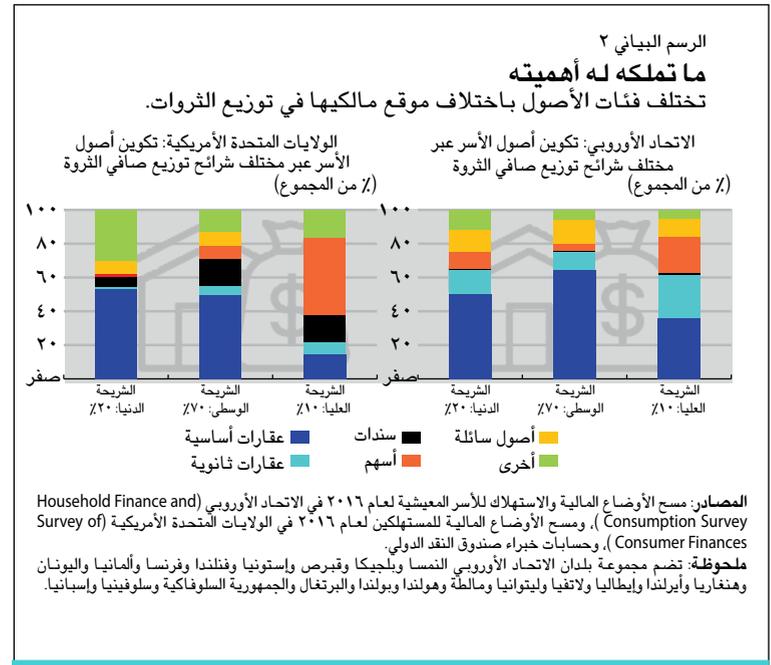
تجاه البنك، إما بسبب تخفيض أسعار الفائدة على القروض التي حصلت عليها (بالنسبة للقروض ذات الفائدة المتغيرة) أو لأنها تمكنت من إعادة تمويل ديونها بأسعار فائدة أقل. لكن مارغريتا وهوميرو يتعرضان للخسارة بسبب تراجع دخلهما من الفائدة عقب تخفيض أسعار الفائدة (فضلا عن احتمالية تعرضهما لخسائر بالقيمة الحقيقية بسبب إمكانية ارتفاع التضخم نتيجة التيسير النقدي). وقد يتراجع دخلهما التقاعدي بالقيمة الحقيقية.

وبافتراض تساوي جميع العوامل الأخرى، عادة ما يكون تأثير التيسير النقدي سلبيا على المدخرين قليلي الدين الذين يمتلكون ودائع مصرفية كبيرة، بينما يستفيد منه المقترضون على أساس صاف (راجع دراسة Auclert 2019، ودراسة Tzamourani 2021). وبعبارة أخرى، فإن التيسير النقدي يعيد توزيع الموارد من المدخرين إلى المقترضين، وهو ما يعرف بقناة إعادة توزيع المدخرات.

الفائز هو ...

يتوقف التأثير الصافي بالنسبة لليزا والديها وعمها على الأثر المجمع لإجراءات السياسة النقدية عبر مختلف القنوات. فبعض القنوات تحمل مكاسب لهم بينما يتكبدون خسائر عبر القنوات الأخرى.

فعلى سبيل المثال، نجد أن ليزا تستفيد من التيسير النقدي من خلال دخل العمل وتراجع تكلفة خدمة الدين، وإن كانت لن تستفيد مباشرة من ارتفاع أسعار الأصول. وعقب التيسير النقدي، يستفيد أرتورو من ارتفاع دخل العمل وزيادة الدخل الرأسمالي - بينما يتكبد خسائر إذا



الكمي - ولكنها آثار محدودة ومؤقتة (راجع دراسة Kaplan, Moll, and Violante 2018).

السؤال الأهم

في ظل اتساع فجوات الدخل والثروة وضيق الحيز المتاح في ميزانيات العديد من البلدان، هل ينبغي أن يكون للسياسات النقدية دور أكبر في التصدي لعدم المساواة؟

تكمّن المشكلة في أن السياسة النقدية أداة غير فعالة للتصدي للتحديات التي تواجه مجموعات ديمغرافية أو مجموعات اجتماعية-اقتصادية بعينها. علاوة على ذلك، فإن تكليف البنوك المركزية بهدف إضافي قد يؤثر سلباً على كفاءة السياسة النقدية نظراً لأن السعي إلى الحد من عدم المساواة قد يتعارض مع مهمة الحفاظ على استقرار الأسعار والإنتاج. وتوجد أطراف أخرى أقدر على التصدي للقضايا المرتبطة بزيادة عدم المساواة، لا سيما الحكومة، نظراً لأن هذه الاتجاهات طويلة الأجل تنشأ في الأساس عن عوامل هيكلية وتتطلب أدوات أكثر كفاءة لاستهداف مجموعات بعينها.

ومن خلال السماح للبنوك المركزية بالتركيز على وظيفتها الأساسية، سيمكنها التفرغ لأداء المهام التي تبرع فيها: اتخاذ الإجراءات الملائمة لمواجهة الهبوط الاقتصادي وحماية الوظائف مع الحفاظ على استقرار الأسعار. وفي الوقت نفسه، ينبغي أن تسعى البنوك المركزية إلى فهم الفروق بين الأسر بشكل أفضل ومراعاة هذه الفروق في تطبيق أطر السياسات الحالية، بما في ذلك من خلال إعداد النماذج والتحليلات اللازمة لدراسة توزيع الدخل والثروات الذي يعد أحد محددات انتقال آثار السياسة النقدية.

وفي الوقت نفسه، من شأن سياسات المالية العامة الداعمة والإصلاحات الهيكلية المقترنة بتيسير السياسة النقدية المساهمة في تحسين النتائج الاقتصادية الكلية والتوزيعية. ويعد الدعم المالي الموجه، إلى جانب الإصلاحات الهيكلية التدريجية - كسياسات سوق العمل النشطة، بما في ذلك المساعدة في البحث عن فرص عمل وإعادة التدريب - من الأدوات الأكثر ملاءمة لمواجهة تزايد عدم المساواة ومساعدة الفئات التي سبقها ركب التحول الاقتصادي.

وتتطلع البنوك المركزية بدور أساسي في الجدل الدائر بشأن عدم المساواة - بما في ذلك جائحة كوفيد-19 - يتمثل في الإفصاح بوضوح عن الآثار التوزيعية الإيجابية والسلبية لإجراءات السياسة النقدية من خلال مختلف القنوات، بما في ذلك البيانات الصادرة عن مسؤولي البنوك المركزية، والتقارير الرسمية، وفعاليات التواصل المجتمعي. وعليها أن توضح الدور المحتمل لهذه الإجراءات في تعزيز مستويات الرخاء بوجه عام من خلال تحسين أفاق التوظيف لصالح الفئات الأكثر فقراً والحد من عدم المساواة في الاستهلاك. والتواصل الواضح أمر ضروري للحفاظ على ثقة الجمهور وتوضيح صلاحيات البنوك المركزية في حدود المهام المنوطة بها.

وقد بدأت البنوك المركزية الكبرى في الإفصاح بوضوح عن الآثار التوزيعية لما تتخذه من إجراءات (راجع دراسة Carney 2016، ودراسة Lane 2019). كذلك قام الاحتياطي الفيدرالي مؤخراً بمراجعة مهامه وصلاحياته، بما في ذلك للتأكيد على ضرورة بلوغ الحد الأقصى للتوظيف كأحد الأهداف الاحتوائية وتعزيز مزايا السياسات النقدية التنشيطية لصالح الفقراء.

ما بعد كوفيد-19

لا تزال الجائحة تتسبب في آثار توزيعية ملحوظة، ولا يزال الجدل مستمراً بشأن عدم المساواة، بما في ذلك في سياق البنوك المركزية. وقد تتغير الأهمية النسبية لمختلف القنوات التي تؤثر السياسة النقدية من خلالها على عدم المساواة إذا ما أدت الجائحة إلى تغيرات دائمة في توزيع الدخل والثروات. وبينما يظل الاستقرار الاقتصادي الكلي هو الهدف الأساسي للبنوك المركزية، ينبغي لها الاضطلاع بدور في هذا الشأن من خلال الإفصاح عن الآثار التوزيعية للسياسة النقدية ومراقبتها وتحليلها. وينبغي لها كذلك إلقاء الضوء على الحقائق المغايرة - التحسن العام في مستويات الرخاء بفضل إجراءات السياسة النقدية بالرغم من الآثار التوزيعية الممكنة. وأخيراً، ينبغي أن توضح البنوك المركزية أن استمرار تفاقم أوضاع عدم المساواة وتراجع أسعار الفائدة على المدى الطويل هما نتيجة عوامل هيكلية في الأساس لا يمكن التصدي لها إلا من خلال التنسيق مع السياسات الحكومية الأخرى. **FD**

نينا بودينا اقتصادي أول و**هيلين بوارسون** نائب رئيس قسم إدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة بصندوق النقد الدولي و**كيارا فريتو** اقتصادي بإدارة نصف الكرة الغربي بصندوق النقد الدولي و**دنيان إيجان** رئيس قسم إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي.

تستند هذه المقالة إلى ورقة عمل صادرة مؤخراً عن صندوق النقد الدولي بعنوان ("Distributional Effects of Monetary Policy") من إعداد مؤلفي المقالة وفالنتينا بونيفاشيو ولويز برانداو مارك وبالاج سونتو وفيليب إنغلر ودافيد فورتشيري وروي مانو وماتشيكو ناريتا ومراد أوموف وغورنين باسريشا.

المراجع:

Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333-367.

Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism." Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, UK, December 5.

Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 108 (3): 697-743.

Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy." Speech at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, December 16.

Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households." *European Economic Review* 132 (February): 103643.