

دور السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة تداعيات جائحة كورونا (كوفيد19)

The role of the European Central Bank's monetary policy in the face of the repercussions of the pandemic COVID-19

شريف بوعلي بودري^{1*}

¹ جامعة حفر الباطن (المملكة العربية السعودية)، drcboudri@uhb.edu.sa

تاريخ النشر: 2022/06/30

تاريخ القبول: 2022/05/29

تاريخ الاستلام: 2022/05/05

Abstract :

This paper aims to clarify the role of the monetary policy of the European Central Bank in facing the repercussions of the Corona pandemic since the beginning of 2020, by presenting the most important monetary policy measures taken by the European Central Bank to confront the pandemic to ensure favorable financing conditions to support economic recovery in eurozone countries and face the negative impact of the epidemic on the course of The expected inflation, and then shed light on the most important current and future economic and financial challenges facing the Eurozone and the lessons learned in the Arab countries.

Keywords: Monetary policy; European Central Bank; Corona pandemic; Inflation; Financing.

JEL Classification : E3; E5; G02.

مستخلص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى توضيح دور السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة تداعيات جائحة كورونا منذ بداية عام 2020، وذلك من خلال عرض أهم إجراءات السياسة النقدية التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي لمواجهة الجائحة لضمان ظروف تمويل مواتية لدعم الانعاش الاقتصادي لدول منطقة اليورو ومواجهة التأثير السلبي للوباء على مسار التضخم المتوقع، ومن ثم تسليط الضوء على أهم التحديات الاقتصادية والمالية الحالية والمستقبلية التي تواجه منطقة اليورو والدروس المستفادة عربياً.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية؛ البنك المركزي الأوروبي؛ جائحة كورونا؛ تضخم؛ تمويل.

تصنيفات JEL: E3; E5; G02.

مقدمة

استدعى حجم وطبيعة الصدمة الوبائية في منطقة اليورو إلى استجابة سياسيات نقدية استثنائية. وقد كانت المهام الرئيسية الثلاث للبنك المركزي الأوروبي منذ ظهور الوباء كما يلي:

أولاً- تحقيق الاستقرار في الأسواق؛

ثانياً- حماية العرض الائتماني؛

ثالثاً- تحييد المخاطر السلبية المرتبطة بالوباء على مسار التضخم.

وتعتبر معالجة التحديين الأولين من الأولويات الكبرى، بالنظر إلى أن عدم استقرار السوق و / أو أزمة الائتمان، من شأنها أن تقوض إدارة سياسة نقدية فعالة. وتعتبر مواجهة التحدي الثالث أمراً محورياً لتنفيذ مهمة البنوك المركزية الخاصة باستقرار الأسعار. ومن هنا جاءت إشكالية الدراسة كما يلي:

ما هو دور السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة تداعيات جائحة كورونا

كوفيد-19؟

وللإجابة على هذه الإشكالية، نطرح الفرضيات التالية:

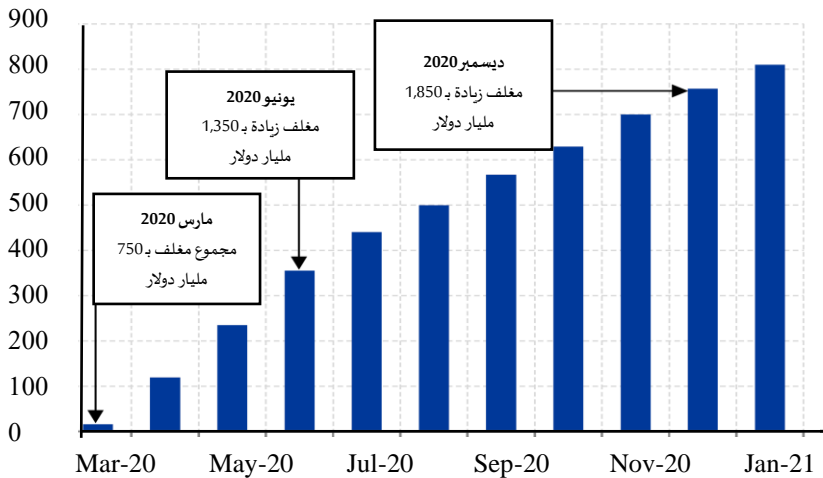
- تدابير سياسة البنك المركزي الأوروبي لم تكن كافية للحد من تداعيات جائحة كورونا كوفيد-19.
 - إجراءات السياسة النقدية التي اتبعتها البنك المركزي الأوروبي لم تكن ضمن طموحات دول منطقة اليورو، وقد كان لها آثار سلبية على اقتصاداتها.
 - تمكن البنك المركزي الأوروبي من خلال سياسته النقدية من كبح جماح التضخم في دول منطقة اليورو.
- وتتجلى أهمية البحث في توضيح دور إجراءات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة تداعيات جائحة كورونا، والدروس المستفادة من تجارب أقوى اقتصاديا العالم عربيا ودوليا.
- وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي بأدواته الوصف والتحليل، وذلك من خلال وصف وتحليل واقع الاقتصادات الأوروبية ومدى فعالية أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في معالجة التضخم والصدمات والتقليل من الآثار السلبية للجائحة (كوفيد - 19) على اقتصادات منطقة اليورو.

1- تدابير السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي لمواجهة الجائحة

نظرًا لأن تدابير السياسة النقدية الإضافية كانت ضرورية بشكل واضح لمواجهة حجم الصدمة الوبائية وطبيعتها الخاصة، فقد قدم البنك المركزي الأوروبي حزمة شاملة من التدابير التكميلية التي عملت على بُعدين رئيسيين (ECB, 2022):

البعد الأول: شراء الأصول: حيث تم ضخ 120 مليار يورو إضافية إلى برنامج شراء الأصول الجاري (APP) Asset Purchase Program في 12 مارس 2020، وتم إطلاق برنامج شراء الطوارئ الوبائية (PEPP) في 18 مارس من نفس السنة (Philip, 2020) وهو اختصار لـ The Pandemic Emergency Purchase Program؛ حيث تم من خلاله ضخ مبالغ معتبرة تجاوزت 750 مليار دولار خلال العام 2020، كما هو موضح في الشكل رقم 01.

الشكل رقم (01): صافي المشتريات التراكمي من خلال برنامج PEPP

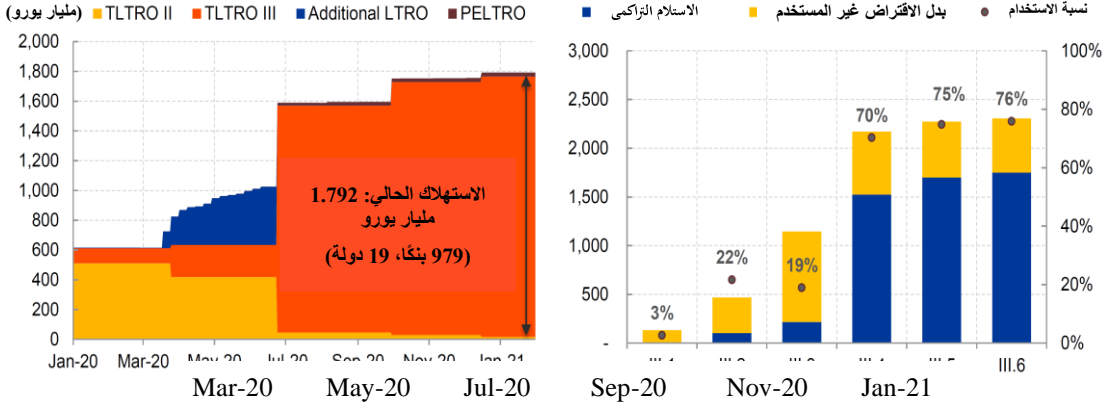


Source: ECB. Latest observation: January 2021.

وتماشيا مع التخفيض التدريجي في مشتريات الأصول الذي تقرر في ديسمبر 2021 ولضمان أن يظل موقف السياسة النقدية متسقا مع استقرار التضخم في مجلس الإدارة كان ذلك ضروريًا للحفاظ على سيولة مواتية.

1-1 عمليات السيولة: بالنسبة لعمليات السيولة، كان العنصر الرئيسي هو مراجعة هيكل وأسعار برنامج عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل المستهدفة TLTRO وهو اختصار لـ The Targeted Longer-Term Refinancing Operations.

ترافقت هذه المبادرات الرئيسية مع مجموعة من التدابير الداعمة، بما في ذلك تسهيل إطار الضمان طوال فترات مختلفة (Isabel Schnabel, 2021)، وتبين الرسوم البيانية التالية توفير السيولة واستخداماتها طبقاً لبرنامج TLTRO رقم II و III. الشكل رقم (02): عمليات TLTRO III السابقة الشكل رقم (03): قبول عمليات توفير السيولة (المقياس الأيسر- مليار يورو؛ المقياس الأيمن %) لدى البنك المركزي الأوروبي



Source: ECB.

ملحوظة: TLTRO III يشير إلى مجموع عمليات توفير السيولة وفقاً لبرنامج TLTRO III من 1 إلى 6. آخر ملاحظة: 15 فبراير 2021. وبالتوازي مع تدابير السياسة النقدية، نفذت الرقابة المصرفية الأوروبية (آلية الإشراف الفردية) والسلطات الاحترازية الكلية الوطنية بسرعة مجموعة من الإجراءات لمواجهة التقلبات الدورية.

كان برنامج PEPP وتيسير الظروف في إطار برنامج TLTRO هما حجر الزاوية لاستجابة السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي؛ تصميمهما ومعاييرهما مرتبطان ارتباطاً مباشراً بتطور الوباء وتأثيره على آلية التحويل النقدي والتوقعات الاقتصادية (Philip R. Lane, 2020).

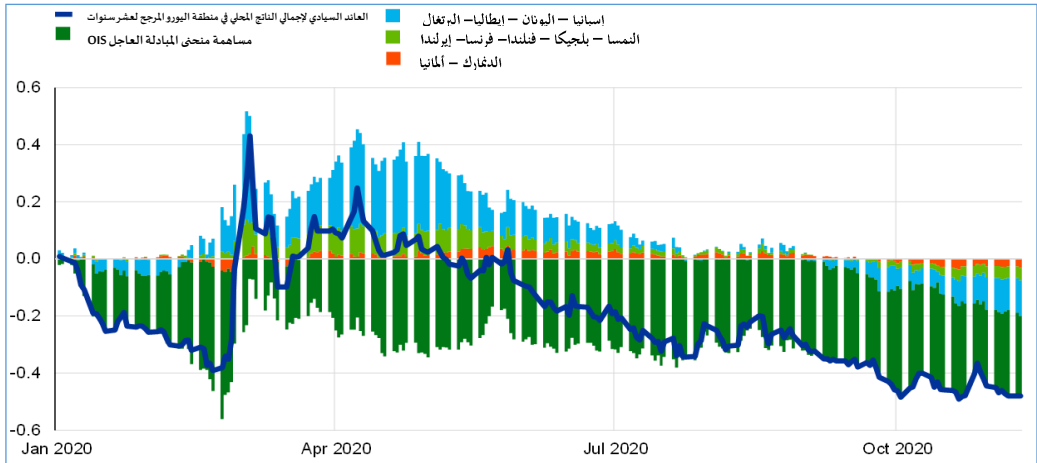
ويلعب برنامج PEPP دوراً مزدوجاً في استقرار الأسواق المالية والمساهمة في تخفيف الموقف العام للسياسة النقدية، فوظيفة التثبيت-والتي يتم تسهيلها من خلال القدرة على شراء كميات بطريقة مرنة بمرور الوقت عبر فئات الأصول والبلدان- نجحت في معالجة مخاطر التجزئة، وقدمت دعماً لاستقرار الأسواق وساعدت على مواجهة تشديد الأوضاع المالية التي لوحظت في وقت سابق قبل تقديم هذا البرنامج، كما يتضح من تقارب منحى العائد السيادي المرجح لإجمالي الناتج المحلي في منطقة اليورو مع منحى المبادلة العاجل (The Overnight Indexed Swap (OIS) curve). وهو مؤشر مهم لهيكل الخالي من المخاطر في منطقة اليورو

(الشكل رقم 04). (تلعب عائدات السندات السيادية وتصنيفها دوراً أساسياً لتحديد شروط التمويل للبنوك والشركات والأسر في جميع أنحاء دول منطقة اليورو).

علاوة على ذلك، يخفف برنامج PEPP موقف السياسة النقدية عن طريق استبعاد مخاطر مدة الاستثمار التي يحتفظ بها المستثمرون من خلال الضغط على المدى المتوسط إلى الطويل على منحى العائد، ويعزز برنامج PEPP أيضاً تأثير أسعار الفائدة السلبية والتوجهات المستقبلية على مسار تكلفة السياسة (Philip R. Lane, 2020).

الشكل رقم (04): العائد السيادي المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو-العائد المرجح لمدة 10 سنوات-

(نقطة مئوية)



المصدر: حسابات البنك المركزي الأوروبي

ملحوظة: آخر مراجعة يوم 24 نوفمبر 2020.

بالإضافة إلى ذلك، كان تخفيف الشروط التي تحكم برنامج TLTROs أمراً حاسماً في درء مخاطر أزمة الائتمان. وقد تم تعزيز هذا التأثير من خلال تسهيل متطلبات الضمان أن البنوك يمكنها الاستفادة الكاملة من هذه العمليات، ويحفز برنامج TLTRO البنوك على إقراض الاقتصاد الحقيقي.

ومن التدابير المشتركة بين دول الاتحاد الأوروبي التي تم اتخاذها للتصدي للوباء (de

Vet, 2021) ما يلي:

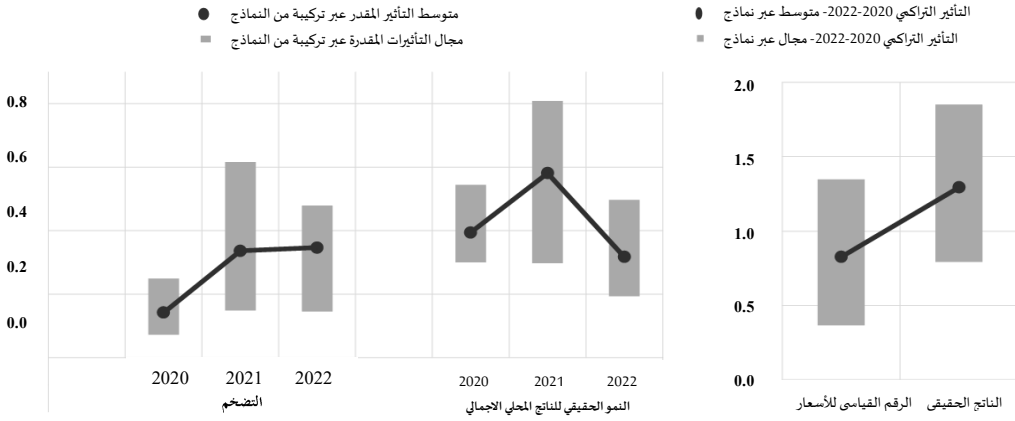
- في 18 أيار/مايو 2020، اقترحت فرنسا وألمانيا مبادرةً مشتركة من أجل الانعاش الأوروبي في مواجهة الأزمة حتى يتسنى لأوروبا التغلب على الأزمة الراهنة والخروج منها أقوى مما كانت

عليه في السابق. ويرمي أحد التدابير التسعة عشر التي تضمنتها المبادرة بوجه خاص إلى إنشاء صندوق إنعاش أوروبي من أجل تحقيق التضامن والنمو.

- وفي 27 أيار/مايو 2020، اعتمدت المفوضية الأوروبية هذه الفكرة وأطلقت عليها اسم "الجيل القادم للاتحاد الأوروبي".
 - وفي 17 كانون الأول/ديسمبر 2020، اعتمد الإطار المالي المتعدد السنوات لفترة 2021-2027، مما يتيح اعتماد خطة إنعاش غير مسبقة بمبلغ إجمالي قدره 750 مليار يورو، بما في ذلك 390 مليار يورو في شكل إعانات. وبمقتضى هذا الاتفاق، طُبّق مبدأ المديونية المشتركة نيابةً عن جميع الدول الأعضاء لأول مرة، ليكون بذلك دليلاً واضحاً على التضامن الأوروبي.
- ## 2- تكلفة تقاعس السياسة النقدية

عند تقييم مساهمة السياسة النقدية في مواجهة صدمة الوباء، فإن المعيار الطبيعي هو حساب التأثير السلبي الذي كان سيتحقق لو لم تستجيب السياسة النقدية. لحساب المسار البديل الذي كان من الممكن أن يتخذه الاقتصاد في غياب تدابير السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي، يمكن بناء مجموعات من الظروف المالية التي كانت ستحدث في غياب إجراءات السياسة النقدية، ومن ثم دمج هذه الظروف المالية غير الواقعية في نماذج الاقتصاد الكلي. ويتمثل النهج الأول لحساب الظروف المالية غير الواقعية في استخدام تقديرات تأثير ما قبل الجائحة لعمليات إعادة ضبط السياسة النقدية السابقة من أجل حساب مدى ارتفاع متوسط الغلة، على سبيل المثال، في غياب إجراءات السياسة النقدية، يشير التحليل المضاد من قبل موظفي البنك المركزي الأوروبي (Philip Lane, 2020) بناءً على هذا النهج إلى أنه في حالة عدم وجود تدابير السياسة النقدية الخاصة بمنطقة اليورو، سيكون ناتج المنطقة أقل بمقدار 1.3 نقطة مئوية ومعدل التضخم السنوي سيكون أقل بمقدار 0.8 نقطة مئوية بحلول عام 2022 من الناحية التراكمية (الشكل رقم 05).

الشكل رقم (05): التأثير المقدر (نقطة مئوية) لقرارات البنك المركزي الأوروبي منذ مارس 2020 على الاتجاه المركزي للتضخم والنمو الناتج الإجمالي الحقيقي



المصدر: حسابات البنك المركزي الأوروبي

تستند هذه الحسابات إلى المرونة المقدر للأوضاع المالية لدوافع السياسة التي يتم الحصول عليها باستخدام البيانات التي تم إنشاؤها في ظل ظروف السوق العادية؛ ونتيجة لذلك، تكون تقديرات التأثير عادةً متوسطة الحجم. ويترتب على ذلك أن هذا النهج الأول في القياس الكمي لتأثيرات سياسة البنك المركزي الأوروبي من المرجح أن يقلل بهامش واسع تأثيرها الحقيقي في ظل الظروف المالية الكلية الناتجة عن صدمة الوباء غير العادية.

إن الافتراض الأكثر واقعية لتكوين ظروف مالية غير واقعية هو إدراك أنه في حالة عدم اتخاذ أي إجراء للسياسة النقدية، فإن الأسواق المالية - التي كانت تعاني بالفعل من زعزعة في الاستقرار - كانت ستدخل في حالة من الانهيار، مما يدفع بالاقتصادات إلى الانهيار كذلك.

في نماذج الاقتصاد الكلي التي تستخدمها البنوك المركزية عادةً للمحاكاة وتحليل السياسات، من الصعب عكس دور تدابير السياسة النقدية في توفير دعم موثوق به ضد مخاطر الذيل العكسي adverse tail risks - مثل توقف تدفق الائتمان إلى الاقتصاد وعدم الاستقرار المالي الحاد.

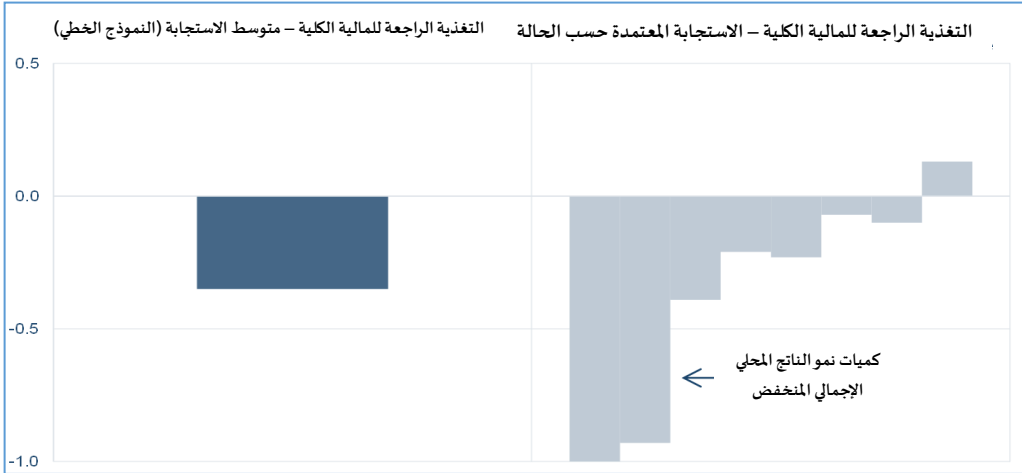
ومع ذلك، بناءً على التطورات الأخيرة في الاقتصاد القياسي الكلي لتقدير تأثير مخاطر الذيل المالي financial tail risks، تشير النتائج الأولية من قبل موظفي البنك المركزي الأوروبي (Philip Lane, 2020) إلى أن إزالة البنك المركزي الأوروبي للمخاطر المالية المرتبطة بالوباء كفل درجة من الدعم للنمو عدة مرات أكبر من التأثير الناتج عن الحساب الأكثر محدودية الموضح في (الرسم البياني 5). ويوضح كيلي (Kiley, M. T, 2020) مدى فاعلية السياسة النقدية

الأمريكية في الاستجابة للوباء، ومن خلال القيام بذلك، منع حدوث انتعاش على شكل حرف V من التحول إلى ركود عميق على شكل حرف U. وتوضح دراسته كيف تم تخفيف الزيادة الحادة في ظروف التمويل في بداية الوباء من خلال برنامج التيسير الكمي الذي خفف قيود الميزانية العمومية على الوسطاء الماليين، مما أدى بدوره إلى تحسين الظروف المالية العامة. وتظهر الدراسة أيضًا أن هذه التدخلات في سياسة الأزمات قد يكون لها تأثيرات طويلة الأمد على الاقتصاد. في إعداد النموذج، تبين أنها تمنع حدوث انخفاض في مخزون رأس المال المنتج.

على وجه الخصوص، وكما يوضح الشكل رقم 06، فإن التحليل الاقتصادي القياسي الذي يحدد تأثير التشديد في الظروف المالية لمنطقة اليورو - ليس فقط على متوسط نمو الإنتاج، ولكن أيضًا على أجزاء مختلفة من التوزيع التجريبي من خلال الانحدار الكمي - يُظهر تأثيرًا سلبيًا على النشاط، يكون أكبر بعدة مرات عندما يواجه الاقتصاد رياحًا معاكسة مما هو عليه في الحالة التي يحدث فيها تشديد خلال أفضل الأوقات التي يمر بها الاقتصاد. كما وجد تحليل البنك المركزي الأوروبي أن إجراءاته كانت حاسمة في الحفاظ على تدفق الائتمان إلى الاقتصاد ومنع عدم الاستقرار المالي المضطرب (Philip Lane, 2020).

الشكل رقم (06): التأثير على الناتج من تشديد شروط الائتمان في ظل حالات اقتصادية مختلفة

(التغيرات المئوية على أساس سنوي)



المصدر: حسابات البنك المركزي الأوروبي.

ملاحظات: يوضح الرسم البياني استجابة نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لتشديد الأوضاع المالية (انحراف معياري واحد) المقاسة من خلال مؤشر الظروف المالية. تُظهر اللوحة اليمنى التأثير عبر المقاييس لتوزيع الناتج المحلي الإجمالي.

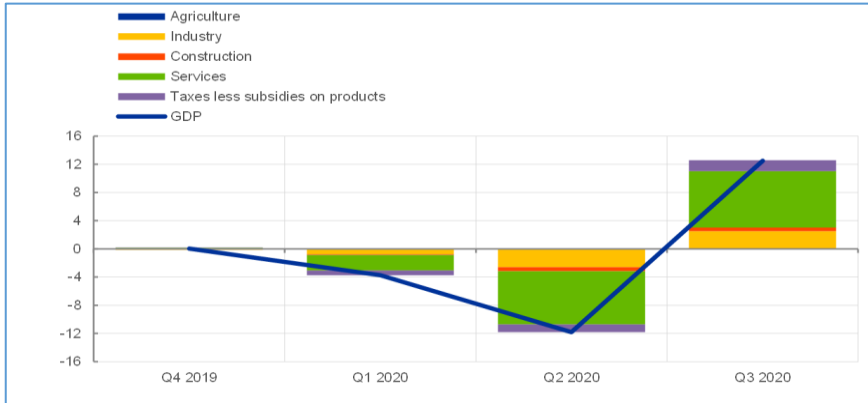
3- التحديات الاقتصادية والمالية

مع نهاية العام 2020، كانت الأخبار عن اللقاحات موضع ترحيب كبير، كونها تقلل من احتمالية حدوث أكثر السيناريوهات خطورة، فمع الزيادة آنذاك في الإصابات وإعادة فرض تدابير احتواء الوباء، كانت تعمل إشارات تحذيرية بأن مسار التعافي سيظل طويلاً ومحفوظاً بالمخاطر، ومن المرجح أن تكون التطورات الاقتصادية غير مستقرة ومتفاوتة عبر البلدان والقطاعات لبعض الوقت في المستقبل وتظل عرضة لارتفاع عدم اليقين، خاصة في ظل نشوب الحرب بين روسيا وأوكرانيا في مطلع عام 2022.

كما هو موضح في الشكل رقم 07، من الواضح أن قطاع الخدمات تحمل العبء الأكبر من تداعيات الوباء، لا سيما صناعات الخدمات (بما في ذلك السفر والسياحة) الأكثر تضرراً من إجراءات التباعد الاجتماعي والاحتواء.

الشكل رقم (07): التحليل القطاعي للناتج المحلي الإجمالي

(النسبة المئوية للتغير ربع السنوي، المساهمات بنقطة مئوية)



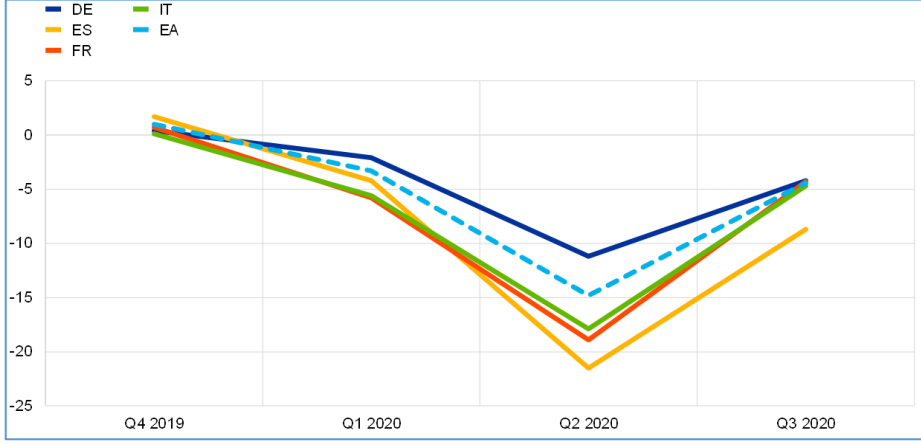
Sources: Eurostat and ECB staff calculation.

ملاحظات: تستند بيانات الربع الثالث من عام 2020 إلى ألمانيا، وفرنسا، وإسبانيا، وهولندا. آخر تحديث في الربع الثالث من عام 2020.

ويوضح الشكل رقم 08 أن تأثير الوباء يختلف أيضاً حسب الدول، بما يتماشى مع الاختلافات في الأهمية النسبية لقطاع الخدمات والحيز السياسي المتاح (Philip R. Lane, 2020).

الشكل رقم (08): معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي حسب الدول

(النسبة المئوية للتغير على أساس سنوي)



Source: Eurostat.

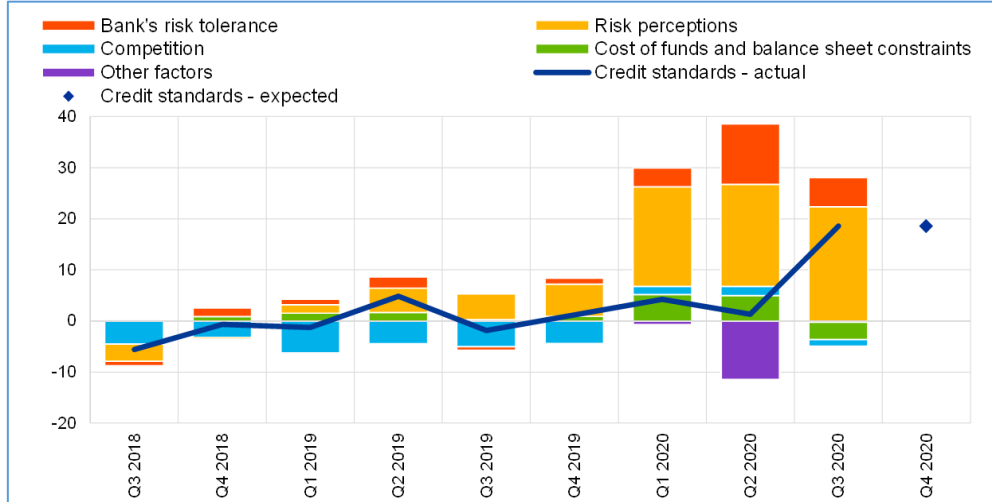
ملحوظة: الملاحظة الأخيرة هي للربع الثالث من عام 2020.

4- مخاطر حلقة التغذية الراجعة المالية العكسية الحقيقية

يعتبر استبعاد حلقات التغذية الراجعة العكسية بين الاقتصاد الحقيقي والأسواق المالية مهمة مركزية لواضعي السياسات. لقد تم منذ إجراءات السياسة النقدية، إحباط أي تشديد في تكاليف التمويل أو تدهور أوضاع السيولة بسبب رد الفعل السريع للسياسات، وكانت البنوك بدورها قادرة وراغبة في تلبية الطلب القوي على السيولة خلال فترة الوباء. ومع ذلك، كان هناك بعض الإشارات المقلقة في بيانات مسح الإقراض المصرفي (BLS) في منطقة اليورو لشهر أكتوبر من عام 2020، حيث أفاد المسح عن تشديد واسع النطاق لمعايير الائتمان التي تنسبها البنوك في المقام الأول إلى المخاطر الكامنة وراء بيئة الاقتصاد الكلي وتدهور الجدارة الائتمانية للمقترض (الشكل رقم 09). يوضح مسح BLS أيضاً أن تقليص خطط الاستثمار كان مصدراً مهماً لانخفاض الطلب على الائتمان خلال العام 2020 (الشكل رقم 10).

الشكل رقم (09): التغييرات في معايير الائتمان المطبقة على الموافقة على القروض أو خطوط الائتمان للمؤسسات والعوامل المساهمة

(النسب المئوية الصافية للبنوك التي أبلغت عن تشديد معايير الائتمان والعوامل المساهمة)



المصدر: البنك المركزي الأوروبي (مسح الإقراض المصرفي لمنطقة اليورو لشهر أكتوبر 2020)

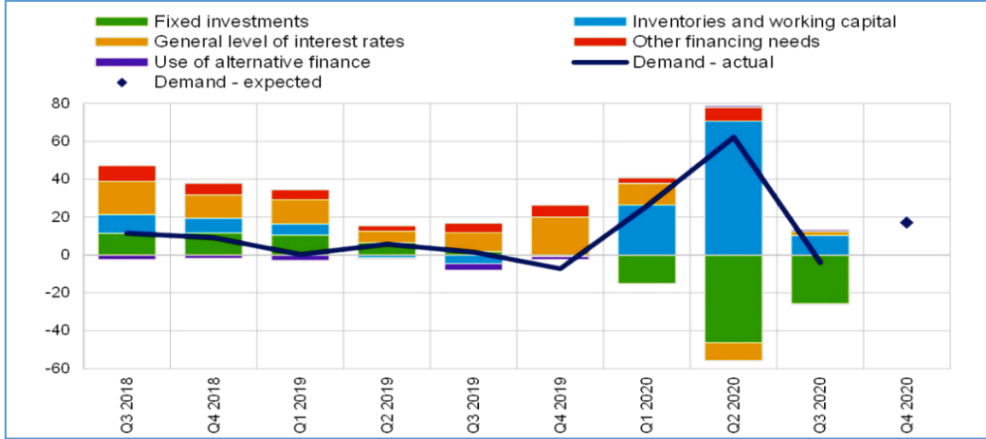
ملاحظات: القيم الفعلية "Actual" هي التغييرات التي حدثت، بينما القيم المتوقعة "Expected" هي التغييرات المتوقعة من قبل البنوك. يُعرّف صافي النسب المئوية على أنه الفرق بين مجموع النسب المئوية للبنوك التي استجابت "شُدِّدَ إلى حدٍ كبير" و "شُدِّدَ إلى حدٍ ما" ومجموع النسب المئوية للبنوك التي استجابت "مخفَّفة نوعاً ما" و "مخفَّفة إلى حدٍ كبير". يتم تعريف النسب المئوية الصافية للردود على الأسئلة المتعلقة بالعوامل المساهمة على أنها الفرق بين النسبة المئوية للبنوك التي أبلغت أن العامل المعين قد ساهم في التضيق والنسبة المئوية للإبلاغ عن أنه ساهم في التسهيل.

- Cost of funds and balance sheet constraints أي "تكلفة الأموال وقيود الميزانية العمومية" وهي المتوسط غير المرجح "للتكاليف المتعلقة بمركز رأس المال" و "الوصول إلى تمويل السوق" و "مركز السيولة".
- risk perceptions "تصورات المخاطر" وهي المتوسط غير المرجح "للوضع الاقتصادي العام والتوقعات"، و "الصناعة أو الوضع الخاص بالشركة والتوقعات / الجدارة الائتمانية للمقترض" و "المخاطر المتعلقة بالضمانات المطلوبة".
- competition "المنافسة" وهي المتوسط غير المرجح "للمنافسة من البنوك الأخرى"، و "المنافسة من غير البنوك" و "المنافسة من تمويل السوق".

- وتشير النسب المئوية الصافية للعوامل الأخرى "other factors" إلى عوامل أخرى ذكرتها البنوك على أنها ساهمت في تغييرات في معايير الائتمان، والتي تتعلق حاليًا بشكل أساسي بتدخلات السياسة استجابة لوباء COVID-19.

الشكل رقم (10): التغييرات في الطلب على القروض أو خطوط الائتمان للمؤسسات والعوامل المساهمة

(صافي النسب المئوية للبنوك التي أبلغت عن زيادة في الطلب والعوامل المساهمة)



المصدر: البنك المركزي الأوروبي (مسح الإقراض المصرفي لمنطقة اليورو لشهر أكتوبر 2020).

ملاحظات: يُعرّف صافي النسب المئوية للأستئلة المتعلقة بالطلب على القروض بأنه الفرق بين مجموع النسب المئوية للبنوك التي أجابت على الأسئلة "زاد بشكل كبير" و "زاد إلى حد ما" ومجموع النسب المئوية للبنوك التي أجابت "انخفض إلى حد ما" و "انخفض بشكل كبير".

- يتم تعريف النسب المئوية الصافية للردود على الأسئلة المتعلقة بالعوامل المساهمة على أنها الفرق بين النسبة المئوية للبنوك التي تفيد بأن العامل المعين قد ساهم في زيادة الطلب والنسبة المئوية للإبلاغ عن أنه ساهم في انخفاض الطلب.
- "Other Financial Needs" احتياجات التمويل الأخرى " هي المتوسط غير المرجح "لعمليات الاندماج /الاستحواذ وإعادة هيكلة الشركات" و "إعادة تمويل / إعادة هيكلة الديون وإعادة التفاوض".
- "use of alternative finance" استخدام التمويل البديل " هو المتوسط غير المرجح "لتمويل الداخلي" و"القروض من البنوك الأخرى" و"القروض من غير البنوك" و"إصدار/استرداد سندات الدين" و"إصدار/استرداد حقوق الملكية".

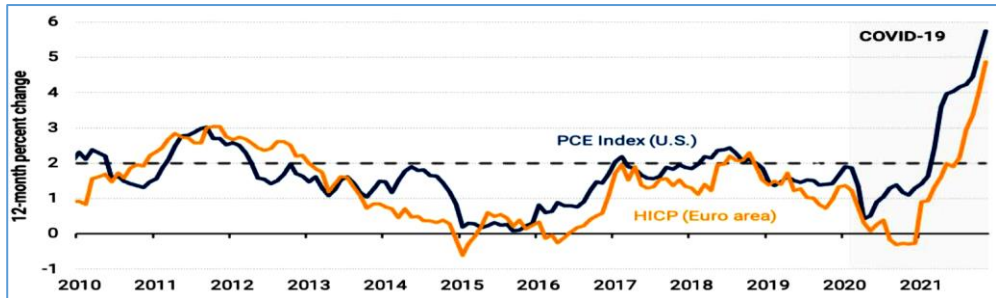
نوع آخر من حلقة التغذية الراجعة المالية الحقيقية السلبية في ظل ظروف الوباء يتكون من طبيعة التعزيز الذاتي لعملية تفاعل مالي-مالي دون المستوى الأمثل تستجيب من خلالها السياسة المالية بشكل غير كاف للصدمة الوبائية خوفاً من التسبب في تشديد غير مبرر لشروط التمويل. في بيئة عالية المضاعف، يمكن أن يكون هذا التوازن معززاً ذاتياً لأن التدهور المصاحب في البيئة المالية الكلية يمكن أن يثبت بالفعل زيادة في أقساط المخاطر السيادية. وعلى النقيض من ذلك، فإن الأثر المالي الكلي الإيجابي للاستجابة المالية القوية يمكن أن يوفق بين الظاهرتين التوأم المتمثلة في زيادة العجز المالي وانخفاض العائدات السيادية. لذلك، يظل من الحيوي لوضعي السياسات المالية والنقدية الاحتراس من مخاطر قنوات التضخم المالي هذه.

5- ضمان شروط التمويل المواتية في منطقة اليورو

في اجتماع للبنوك المركزية لمنطقة اليورو لشهر أكتوبر 2020، تم الإعلان أنه على أساس التقييم الشامل للتوقعات الاقتصادية وتوازن المخاطر المحيطة بها، سيتم إعادة ضبط أدوات السياسة النقدية، حسب الاقتضاء، للاستجابة للوضع الجاري. ولضمان التمويل تظل الظروف مواتية لدعم الانعاش الاقتصادي ومواجهة التأثير السلبي للوباء على مسار التضخم المتوقع. ارتفع معدل التضخم من 5.0 في المائة في ديسمبر 2021 إلى 5.1 في المائة في يناير 2022م. ومن المرجح أن يظل التضخم مرتفعاً على المدى القريب، وشكل التأثير المباشر لأسعار الطاقة أكثر من نصف الأسباب الرئيسية للتضخم في يناير 2022، كما أدت تكاليف الطاقة إلى ارتفاع الأسعار في العديد من القطاعات. كما ارتفعت أسعار المواد الغذائية بسبب العوامل الموسمية وارتفاع تكاليف النقل وارتفاع أسعار الأسمدة. بالإضافة إلى ذلك، أصبح ارتفاع الأسعار أكثر انتشاراً مع ارتفاع أسعار عدد كبير من السلع والخدمات بشكل ملحوظ (Christine Lagarde & Luis de Guindos, 2022).

الشكل رقم (11): التضخم للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي

مختلف عن التضخم المستهدف البالغ 2% منذ 2010



Source: Bureau of Economic Analysis, Eurostat.

إن ضمان ظروف تمويل مواتية لدعم الانعاش الاقتصادي ومواجهة التأثير السلبي للوباء على مسار التضخم المتوقع أمر ضروري لعدة أسباب (Christine Iagarde, 2020) أهمها:

أولاً- التزام البنك المركزي بضمن ظروف تمويل مواتية يدعم مستويات الثقة بين المستهلكين، والشركات، والوسطاء الماليين، والحكومات.

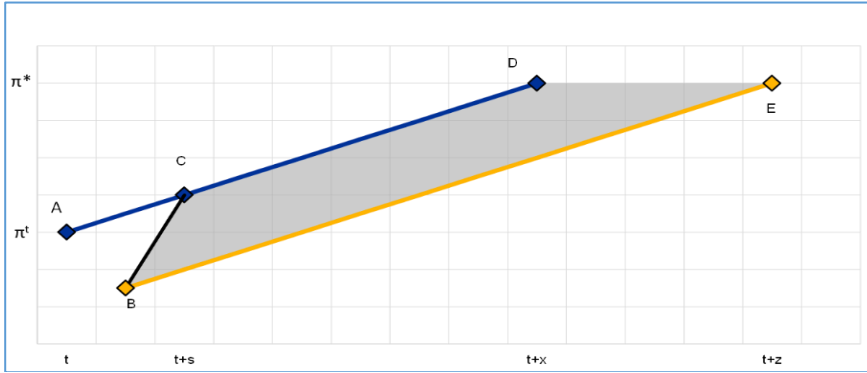
ثانياً- يقلل هذا الالتزام أيضاً من احتمالية تجسيد حلقات الهلاك المالي الحقيقي المعاكس. فعلى وجه الخصوص، فإن ظهور مسارات تتحقق ذاتياً يتراجع من خلالها المقترضون والمقرضون خوفاً من تشديد الأوضاع المالية هو أقل احتمالاً إذا كان من المفهوم عمومًا أن اضطرابات السوق ستؤدي إلى تدخل البنك المركزي.

ثالثاً- نظراً لأنه من الواضح أن الدعم المالي الكبير (على مستوى الاتحاد الأوروبي والمستوى القومي) يظل ضرورياً طالما أن الوباء يحد من التشغيل الطبيعي للاقتصاد. ومن أجل دعم مرحلة التعافي بعد الوباء، يجب أن تعمل السياسة النقدية على حد سواء لتسهيل الموقف المالي التوسعي بالضرورة وتقليل مزاحمة نشاط القطاع الخاص التي قد تحدث إذا انتقلت المستويات المرتفعة من الاقتراض العام إلى زيادة في العوائد السيادية.

رابعاً- في حين أن وصول المزيد من الإشارات الإيجابية بشأن التقدم المحرز في طرح علاجات اللقاح سيكون موضع ترحيب كبير بالتأكيد، فإن هذه "الصدمات الإخبارية" قد تستوعمها الأسواق المالية بسرعة أكبر من الأسر والشركات. وفقاً لذلك، من الضروري ألا يخرج تعافي الاقتصاد الكلي عن مساره بسبب الانحدار المبكر لمنحنى العائد.

خامساً- وأخيراً، يعد ضمان الظروف المالية المواتية أمراً أساسياً لاستعادة زخم التضخم والتأكد من أن توقعات التضخم تسترشد بالتزام البنك المركزي لمواجهة الصدمة الوبائية السلبية لعملية التضخم وتأمين التقارب نحو التضخم المستهدف على المدى المتوسط. يوضح الرسم البياني 12 التحدي الذي يواجهه استقرار التضخم في شكل محدد. فقبل ظهور الوباء (الوقت t) ، كان من المتوقع أن يرتفع التضخم تدريجياً نحو التضخم المستهدف ("π*") باتباع مسار ("AD" الخط الأزرق الغامق). وقد أدى الوباء إلى ضغوط مناهضة للتضخم، مع التأثير الهبوطي للركود الاقتصادي الأكبر الذي يفوق أي ضغوط تضخمية من قيود العرض. في الرسم البياني، هذه الصدمة السلبية لتوقعات التضخم تتمثل في التحول الهبوطي في المسار المتوقع للتضخم من "A" إلى "B".

الشكل رقم (12): مسار التضخم المتوقع



المصدر: البنك المركزي الأوروبي

ملاحظات: (الخط الأزرق) "AD" يمثل مسار التضخم المتوقع قبل الصدمة الوبائية. يتم التقاط التأثير السلبي الأولي لصدمة الوباء - في غياب توافق إضافي للسياسة النقدية - من خلال التحول النزولي في المسار المتوقع من "A" إلى "B". يوضح مسار "BE" (الخط الأصفر) مسارًا انتقاليًا للتضخم أقل حتى مما كان متصورًا في الأصل. من خلال توفير تكييف إضافي للسياسة النقدية، يمكن للبنك المركزي أن يستهدف المنطقة العليا من منطقة "BCDE"، بحيث يكون التعديل أقرب إلى مسار "BCD".

إن التسامح مع مرحلة أطول من التضخم المنخفض حتى (يتضح من المسار الأصفر

"BE" في الرسم البياني 12) مما كان متصورًا في الأصل سيكون مكلفًا ومحفوفًا بالمخاطر:

أولاً- قد ينطوي على تعافي أضعف للاستهلاك والاستثمار، نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية المتوقعة.

ثانيًا- من شأنه أن يساهم في حدوث انجراف هبوطي في توقعات التضخم التي قد تصبح راسخة.

إن مخاطر توقعات التضخم مهمة بشكل خاص في سياق منطقة اليورو، حيث إن

التضخم كان بالفعل دون المستوى المستهدف لفترة طويلة. في هذا السياق، من الضروري أن تركز توقعات التضخم على التزام البنك المركزي بتعويض الصدمة الوبائية السلبية لمسار التضخم وضمان التقارب مع التضخم المستهدف على المدى المتوسط.

في ظل هذه الظروف، يتمثل التحدي الأول في تحقيق التضخم المستهدف متوسط الأجل

في إعادة ربط التضخم بالمسار المتوقع لمرحلة ما قبل الجائحة. وهذا يعني زيادة زخم التضخم نحو الجزء العلوي من منطقة "BCDE" (المنطقة المظللة باللون الرمادي)، بحيث يقترب التعديل من مسار "BCD". من خلال تحديد الموقف النقدي عند المستوى المناسب لتوفير الظروف المالية

المطلوبة لتعويض الصدمة التضخمية للوباء، سيتم استعادة مسار التضخم الأساسي. وهذا بدوره يساعد أيضاً في تعزيز تكوين توقعات التضخم بطريقة تتماشى مع تحقيق التضخم المستهدف متوسط الأجل.

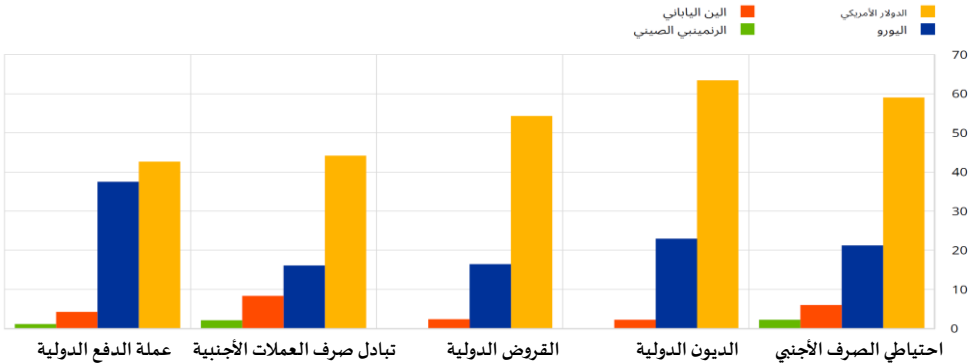
بالنظر إلى ما هو أبعد من المهمة العاجلة، حتى بعد أن يتم تعويض الضغوط المضادة للتضخم الناجمة عن الوباء بشكل كافٍ، فإن التحدي الثاني سيكون ضمان أن موقف السياسة النقدية بعد الوباء سيوفر تقارباً قوياً في الوقت المناسب للتضخم مع هدف السياسة النقدية على المدى المتوسط. في هذا السياق، ستساعد مراجعة استراتيجية البنك المركزي الجارية في تشكيل المسار المستقبلي لسياسته النقدية.

6- استجابة البنك المركزي الأوروبي للجائحة وأثره على الدور الدولي لليورو

ظل الدور الدولي لليورو مستقراً على نطاق واسع في عام 2020 (European central Bank, 2021). واتسمت هذه الفترة بتفشي الوباء وتقلص النشاط الاقتصادي العالمي بشكل غير مسبوق، كما شهدت الفترة دعماً استثنائياً للسياسات النقدية والمالية العالمية. وبشكل عام، ومع ذلك، لم تؤد هذه التطورات إلى تغيير كبير في الدور الدولي لليورو. (الشكل رقم 13).

الشكل رقم (13): اليوروثاني أهم عملة في النظام النقدي الدولي

(نسبة مئوية)



Sources: BIS, IMF, SWIFT and ECB calculations.

ملاحظات: أحدث البيانات الخاصة باحتياطيات العملات الأجنبية والدين الدولي والقروض للربع الرابع من عام 2020. بيانات تبادل العملات الأجنبية اعتباراً من أبريل 2019، بيانات SWIFT اعتباراً من ديسمبر 2020.

قد يكون لاستجابة البنك المركزي الأوروبي للأزمة أثر جانبي يتمثل في دعمه للدور الدولي

لليورو:

أولاً- تستفيد العملة الدولية من بنك مركزي يعمل بمثابة دعامة موثوقة لحماية ظروف السيولة في النظام المالي في أوقات الشدة (Charlotte. G & Maurizio., 2021). ووفقاً للأبحاث الحديثة (Eren, E & Malamud, S, 2019)، توجد صلة بين سياسات البنك المركزي في فترات الانكماش العالمية واختيار الشركات لعملة الديون في الأسواق الدولية من خلال توفيره السيولة اللازمة لمواجهة الآثار السلبية لصدمة الوباء على اقتصاد منطقة، مما عزز استقرار اليورو، والذي بدوره يمكن أن يدعم مكانته الدولية.

ثانياً- من خلال خطوط المقايضة وإعادة الشراء، كان البنك المركزي الأوروبي أحد البنوك المركزية الرئيسية التي وفرت الوصول إلى عملته على المستوى الدولي، فقد قدم البنك المركزي الأوروبي خطوط السيولة لأغراض السياسة النقدية من خلال توفير دعم فعال لأسواق العملات الخاصة، تقلل مخاطر التقلبات في تكاليف التمويل باليورو في الأسواق الدولية لغير المقيمين في منطقة اليورو. وهذا بدوره قد يزيد من جاذبية العقود المالية والتجارية القائمة على اليورو ويعزز الثقة في أسواق أصول اليورو.

إن جاذبية عملة اليورو في الأسواق المالية والمصرفية العالمية واستخدامها كعملة لإصدار الفواتير للتجارة يعزز كل منهما الآخر (Gopinath. G & Stein. J, 2021). هناك أيضاً دليل على أن خطوط مقايضة العملات والاستخدام الدولي للعملات يرتبطان ارتباطاً إيجابياً. ومع ذلك، فإن اتجاه السببية بين الاثنين هو موضع نقاش. يرى بعض المراقبين أن خطوط مقايضة العملات "واجب باهظ" ومسؤولية البنك المركزي الذي يصدر عملة دولية. ويدعي آخرون أن خطوط تبادل العملات نفسها تعزز مكانة العملة الدولية.

الخلاصة

يشكل الوباء تحديًا متعدد المراحل للسياسة النقدية، فلا بدّ من الاتحاد لمواجهة وباء فيروس كورونا، ولا سبيل إلى التغلّب على هذه الأزمة بدون انتعاش أوروبي يطبعه التضامن والقوة. وقد اتخذ الاتحاد الأوروبي بالفعل عدّة تدابير لمواجهة الأزمة وتتواصل هذه الجهود على الصعيد الأوروبي وبين البلدان أنفسها.

في الأسابيع الأولى للوباء من ربيع 2020، كانت الأولوية القصوى للبنك المركزي الأوروبي هي تحقيق الاستقرار في الأسواق. مع الانقطاعات المستمرة للنشاط الاقتصادي طوال عام 2020 وحتى عام 2021، لا تزال السياسة النقدية تلعب دورًا واضحًا في ضمان الحفاظ على الظروف المالية المواتية. وستظل هذه أولوية أساسية حتى في مرحلة ما بعد الجائحة، بالنظر إلى أن ضربة الاقتصاد الكلي للوباء من المرجح أن تستمر حتى بعد طرح الحلول الطبية. فقط من خلال ضمان ظروف مالية مواتية بشكل مناسب، سيتم ضمان الانتعاش الاقتصادي الكامل، ومن خلال مواجهة التأثير السلبي للوباء على مسار التضخم المتوقع، سيتم تعزيز التقارب القوي مع التضخم المستهدف على المدى المتوسط.

يستمر اقتصاد منطقة اليورو في التعافي، ولكن من المتوقع أن يظل النمو ضعيفًا في الربع الأول من عام 2022م. في حين أن توقعات التضخم غير مؤكدة، فمن المرجح أن يظل التضخم مرتفعًا لفترة أطول مما كان متوقعًا في السابق، خاصة في ظل تداعيات الحرب بين روسيا وأوكرانيا التي أدت إلى ارتفاع أسعار الطاقة بشكل كبير حيث تجاوزت أسعار النفط 130 دولارًا للبرميل بداية شهر مارس 2022.

تواجه السياسة النقدية حاليًا في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء العديد من التحديات. بعد سنوات من الضغوط التضخمية الخافتة، وعلى الرغم من موقف السياسة النقدية التيسيرية واستخدام مختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ارتفع التضخم مؤخرًا في العديد من الدول ومنها الدول العربية بسرعة وهو حاليًا أعلى من معدلات التضخم المستهدفة للبنوك المركزية، مما أثار جدلاً حول رد الفعل المناسب للسياسة النقدية.

نتيجة لوباء فيروس كورونا (COVID-19)، تواجه البنوك المركزية أيضًا قدرًا كبيرًا من عدم اليقين بشأن آفاق نمو اقتصاداتها بالإضافة إلى تداعيات الحرب الجارية في أوكرانيا وتغيرات المناخ، مما يثير تساؤلات حول الدور المناسب للبنوك المركزية. هناك أيضًا نقاش مستمر حول التفاعل بين السياسة النقدية والسياسات الاحترازية الكلية وحول مخاطر الاستقرار المالي الحالية. وأخيرًا، هناك نقاش حول ما إذا كان ينبغي على البنوك المركزية تطوير عملات رقمية.

قائمة المصادر والمراجع

- Philip, L. R. (2020). "Understanding the pandemic emergency purchase programme". Frankfurt: European Central Bank.
- Charlotte. G & Maurizio., H. (2021). "EU and ECB policy responses to the COVID-19 pandemic and the international role of the euro" The international role of the euro. Frankfurt: The Central European Bank. Retrieved June 2021
- Christine lagarde. (2020, November 11). "Monetary policy in a pandemic emergency". Retrieved from ECB: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201111~d01e03eb9c.en.html>
- Christine Lagarde, & Luis de Guindos. (2022). "Monetary Policy Statement". Press conference , 1 February (pp. 1-6). European Central Bank.
- de Vet, J. e. (2021). "Impacts of the COVID19 pandemic on EU industries". the committee on Industry, Research and Energy, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies (pp. 26-39). Luxembourg: European Parliament.
- ECB. (2022). "Combined monetary policy decisions and statement". Frankfurt: European Central Bank.
- Eren, E, & Malamud, S. (2019, Nov 11). (2019), "Dominant currency debt" , Bank for International Settlements. BIS Working Paper, pp. 01-92.
- European central Bank, E. (2021). "The international role of the euro". Frankfurt: European central Bank, Annual report, June 2021. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202106~a058f84c61.en.pdf>
- Gopinath. G, & Stein. J. (2021, May 2). "Banking, trade, and the making of a dominant currency". Quarterly Journal of Economics, Vol.136, No 2, pp. 783-830.
- Isabel Schnabel. (2021). " The ECB's policy response to the COVID-19 pandemic". Frankfurt: European Central Bank.
- Kiley, M. T. (2020). "Pandemic Recession Dynamics: The Role of Monetary Policy in Shifting a U-Shaped Recession to a V-Shaped Rebound". Finance and Economics Discussion Series 2020 (pp. 1-31). USA: Board of Governors of the Federal Reserve System. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020083pap.pdf>
- Philip Lane. (2020). "The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery". speech at the Financial Center Breakfast Webinar (pp. 12-29). Frankfurt: Main Finance Frankfurt. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200624~d102335222.en.html>
- Philip R. Lane. (2020). "Monetary policy in a pandemic: ensuring favorable financing conditions". Frankfurt: the Executive Board of the ECB. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201126~c5c1036327.en.html>
- Philip R. Lane. (2020). "The market stabilization role of the pandemic emergency purchase program". Frankfurt: ECB blog post. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200622~14c4269b9e.en.html>