

النظرية النقدية الحديثة: رؤية تحليلية

د. هبه الباز*

ملخص

مضت أكثر من عشر سنوات على الأزمة المالية العالمية، إلا أن آثارها ما تزال متواجدة في مختلف البلدان. فالدول المختلفة ما تزال تعاني من انخفاض معدلات النمو والإنتاجية. ولقد جاءت أزمة فيروس كورونا المستجد لتزيد من حدة المشكلة وتؤدي إلى المزيد من الانخفاض. ولقد لجأت الحكومات لحزم من السياسات المتنوعة بهدف تنشيط ودفع الطلب الكلي، إلا أن تلك السياسات لم تتجح في تحقيق هدفها على النحو المرجو. وهو الأمر الذي دفع برواد النظرية النقدية الحديثة إلى طرح تلك النظرية في محاولة منهم لإيجاد حلول مختلفة تهدف بشكل رئيسي لاتباع سياسات مالية توسعية. وترتكز النظرية النقدية الحديثة على فكرة رئيسية مفادها أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية لا يمكن أن تقلس أو تتعثر، ومن ثم يمكنها التوسع بحرية في الإنفاق العام طالما بإمكانها إعطاء الأمر للبنك المركزي عند اللزوم بتغذية حساباتها بالمبالغ التي تحتاجها لتمويل أعمالها. فالسياسة الاقتصادية المثلى هي التي تركز على تحقيق التشغيل الكامل والاستقرار المالي، بدلاً من التركيز على حجم العجز بالموازنة العامة للدولة وحدود الدين العام.

ويؤخذ على النظرية النقدية الحديثة أنها تفتقر لوجود إطار نظري متين، كما تتجاهل في تحليلها الآثار السلبية التي يمكن أن تنتج عن التحرير الكامل لأسعار الصرف، وعن تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بشكل كامل بالاعتماد على التوسع في الإصدار النقدي. أضف إلى ذلك أنه بملاحظة الواقع الاقتصادي الحالي يتضح أن النتائج المنتظرة من تطبيق النظرية لم تتحقق على أرض الواقع. وتهدف هذه الدراسة إلى استعراض أبرز معالم النظرية النقدية الحديثة وفروضها، وتحديد أوجه الاتفاق والاختلاف بين تلك النظرية والنظريات السابقة. كما تسعى هذه الدراسة إلى تقييم تلك النظرية وتحليل مدى سلامة فروضها.

الكلمات المفتاحية: النظرية النقدية الحديثة-السيادة النقدية-السياسة المالية-السياسة النقدية.

* أستاذ الاقتصاد المساعد ورئيس قسم السياسات المالية والنقدية بمركز السياسات الاقتصادية الكلية بمعهد التخطيط القومي.

The Monetary Money Theory: An Analytical Review

Abstract

More than ten years have passed since the Global Financial Crisis, and still countries are suffering from its lasting effects. Growth rates and productivities in different countries are still below levels that would have prevailed. Moreover, the outbreak of the COVID-19 crisis aggravated the situation and led to more decline in these rates. Consequently, governments established diverse policies to stimulate aggregate demand. However, these policies failed to achieve their goals. That led the Monetary Money Theory (MMT) pioneers to develop this theory in order to find different solutions aiming to adopt expansionary fiscal policies.

The central idea of MMT is that a monetarily sovereign country can never go bankrupt or run out of money. It can spend freely since it can always give orders to the central bank to credit the government's bank account for an unlimited amount of money. Subsequently, the ideal economic policy is the one that targets achieving full employment and financial stability, instead of focusing on the scale of the public budget deficit and the public debt.

However, The MMT is criticized for the lack of a well-established theoretical framework, and the inattention to the negative impacts that may results from adopting floating exchange rates and exclusive reliance on money-financed deficits. Moreover, MMT when applied in real world, failed to generate the awaited results.

This study aims to review the main aspects of the Modern Monetary Theory and its assumptions and determine the similarities and differences between the MMT and previous economic theories. Finally, this study intends to evaluate the MMT and assess the validity of its assumptions.

Keywords: Monetary Money Theory- Monetarily Sovereign- Fiscal Policy-Monetary Policy.

مقدمة

مضت أكثر من عشر سنوات على الأزمة المالية العالمية، إلا أن آثارها ما تزال متواجدة في مختلف البلدان. فالدول المختلفة، وفي فترة ما قبل تفشي جائحة فيروس كورونا المستجد، كانت تعاني من انخفاض معدلات النمو والإنتاجية. ثم جاءت أزمة فيروس كورونا المستجد لتزيد من حدة المشكلة وتؤدي إلى المزيد من الانخفاض. ولقد لجأت الحكومات لحزم من السياسات المتنوعة بهدف تنشيط ودفع الطلب الكلي، إلا أن تلك السياسات لم تنجح في تحقيق هدفها على النحو المرجو. وهو الأمر الذي دفع برواد النظرية النقدية الحديثة (MMT) Modern Monetary Theory or Modern Money Theory إلى طرح تلك النظرية في محاولة منهم لإيجاد حلول مختلفة تهدف بشكل رئيسي لاتباع سياسات مالية توسعية.

يأتي من بين أبرز رواد تلك النظرية راندل راى (Randall Wray) (وهو يعد أول من قدم دراسة أكاديمية متكاملة في هذا المجال عام ١٩٩٨ بعنوان "Understanding modern money: The key to full employment and price stability". كما تعد كتاباته في مجال شرح وتفسير النظرية النقدية الحديثة هي الأكثر وضوحًا وشمولًا مقارنة بأقرانه من أنصار تلك النظرية). هذا إلى جانب مجموعة أخرى من الرواد البارزين يأتي على رأسهم ستيفاني كيلتون (Stephanie Kelton)، وماثيو فورستتر (Mathew Forstater)، ووارين موزلر (Warren Mosler)، وبيبل ميتشل (Bill Mitchell)، وإريك تيمواني (Eric Temoigne), (Palley,) (2015, p.1; Lavoie, 2019; p.97; Wray, 2020, p.26).

كما يأتي على رأس المؤسسات البحثية التي أخذت على عاتقها بلورة النظرية النقدية الحديثة، "مركز التشغيل الكامل واستقرار الأسعار" "The Center for Full Employment and Price Stability" بجامعة ميزوري بمدينة كنساس، و"مركز التشغيل الكامل والعدالة" "The Center for Full Employment and Equity" بجامعة نيوكاسل بأستراليا، و"معهد ليفي للاقتصاد" "The Levy Economics Institute" بجامعة بارد (Wray, 2020, p.26).

وترتكز النظرية النقدية الحديثة على فكرة رئيسية مفادها أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية Monetary Sovereign لا يمكن أن تفلس أو تتعثر، ومن ثم يمكنها التوسع بحرية في الإنفاق العام بهدف تحقيق التشغيل الكامل. فالسيادة النقدية يمكن استغلالها لمعالجة وتخطي عيوب النظم الرأسمالية، خاصة

البطالة، وعدم العدالة في توزيع الأجر الثروات، وكذا عدم الاستقرار المالي. ومن ثم، فإن السياسة الاقتصادية المثلى هي التي تركز على تحقيق التشغيل الكامل والاستقرار المالي، بدلاً من التركيز على حجم العجز بالموازنة العامة للدولة وحدود الدين العام. كذلك، لا يوجد داعٍ لأن تقوم الحكومة، وبهدف مواجهة ذلك العجز، ببيع السندات الحكومية أو فرض المزيد من الضرائب، طالما أن البنك المركزي يمكنه أن يقوم بتغذية حسابات الحكومة بالمبالغ التي تحتاجها لتمويل أعمالها.

وتهدف هذه الدراسة إلى استعراض وتوضيح أبرز معالم النظرية النقدية الحديثة وفروضها وفقاً لما ورد بكتابات أبرز رواد تلك النظرية، وكذا تحديد أوجه الاتفاق والاختلاف بين تلك النظرية والنظريات السابقة. كما تسعى هذه الدراسة إلى تقييم تلك النظرية وتحليل مدى سلامة فروضها. وتعتمد الدراسة في سبيل تحقيق أهدافها على المنهجي الاستقرائي، إلى جانب استخدام الأسلوب الوصفي والتحليلي، لاستعراض فروض النظرية النقدية الحديثة -في ضوء الدراسات السابقة- وتحليل مدى سلامتها، وكذلك في المقارنة بينها وبين النظريات الأخرى، ثم تقييم مدى سلامة فروضها.

١. فروض النظرية النقدية الحديثة

من خلال دراسة وتحليل الآراء والكتابات المختلفة لرواد النظرية النقدية الحديثة، يمكن القول بأنها تقوم على مجموعة من الفروض الرئيسية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- **الفرض الأول:** الدولة التي تصدر عملة ما وتتمتع في ذات الوقت بالسيادة النقدية لا يمكن أن تنفد لديها النقود.
- **الفرض الثاني:** الضرائب لا تمول النفقات الحكومية، وإنما تخلق طلباً على النقود.
- **الفرض الثالث:** الودائع لا تخلق القروض، بل القروض هي التي تخلق الودائع.
- **الفرض الرابع:** التوسع في الإنفاق الحكومي عن طريق التمويل بالعجز يؤدي لانخفاض أسعار الفائدة.
- **الفرض الخامس:** بيع وشراء السندات يعد جزءاً أصيلاً من السياسة النقدية وليس السياسة المالية.
- **الفرض السادس:** اتباع نظم صرف مرنة يزيد من الحيز المتاح أمام الحكومة لاختيار سياساتها والتركيز على تحقيق أهدافها.
- **الفرض السابع:** التضخم وانخفاض قيمة العملة هي القيود الحقيقية التي قد تحول دون زيادة الإنفاق.
- **الفرض الثامن:** الحكومات هي التي تختار بمحض إرادتها عدم تحقيق التوظيف الكامل.

١.١. السيادة النقدية Monetary Sovereignty

يشير مصطلح "السيادة النقدية"، في ظل النظرية النقدية الحديثة، إلى قدرة الدولة الاحتكارية على أن تصدر عملتها الخاصة، وأن تحصل الدولة ضرائبها وبقية مستحقاتها كالرسوم والغرامات بتلك العملة، وكذا أن تقترض وتسدد التزاماتها المختلفة بتلك العملة. كذلك، أن تتمتع تلك العملة بالقبول العام من سائر الدول، وأن تكون غير مربوطة بشيء ما قد تعجز الدولة عن إنتاجه أو توفيره، مثل الذهب أو عملة دولة أخرى (Wray, Book, 2021, p.163; Tymoigne, 2009, p.2; Wray, 2020, p.28; 2021, p.4).

وفقًا للنظرية النقدية الحديثة، فإنه لا يوجد حد لقدرة الحكومات التي تقترض بعملتها المحلية على تمويل نفسها. إن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية لا يمكن أن تفلس أو تتعثر. فالدولة بصفتها المحتكر الوحيد لعملية إصدار العملة يمكنها أن تصدر منها الكم الذي تشاءه، وذلك لتمويل نفقاتها أو سداد ديونها المقومة بتلك العملة. ويتم ذلك ببساطة من خلال إعطاء الدولة للبنك المركزي الأمر بإصدار المزيد من العملة وتغذية الحسابات المصرفية (Burnham, Brady, 2020, p.6; Wray, 2020, p.30; Wray, 2009, p.16; Chohan, 2020, p.6; 2020, p.205). وهكذا، فإن النظرية النقدية الحديثة تقترض وجود توافق كامل -يصل لدرجة الدمج- بين البنك المركزي والخزانة العامة، أي بين السلطتين، النقدية والمالية (Palley, Lavoie, 2013, 2019, p.98; 2013, 2014b, 2015).

وجدير بالذكر، أن تمتع الدولة محل الدراسة بالسيادة النقدية يعد شرطًا ضروريًا لسريان النظرية النقدية الحديثة، مثلما الحال بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا وأستراليا واليابان. هذا في حين أن الدول التي تتبع نظم أسعار الصرف الثابتة لا يمكن أن تنطبق عليها النظرية. كذلك، لا تسري تلك النظرية على دول الاتحاد الأوروبي، والتي لا يمكنها أن تقوم بشكل فردي بإصدار المزيد من العملة (اليورو) (Book, 2021, p.163). ولا تنطبق هذه النظرية أيضًا على الدول النامية التي ترتبط عملاتها بعملات دول أخرى مثل الدولار الأمريكي أو اليورو (Wray, 2019, p.7).

٢.١. الضرائب لا تمول النفقات الحكومية، ولكنها تعد مصدرًا للطلب على النقود

تؤكد النظرية النقدية الحديثة على قدرة الحكومات على الإنفاق بأي حجم تريده دون وجود أي عوائق، ودون أن تضطر لفرض الضرائب أو الاستدانة بغرض تمويل ذلك الإنفاق. فالحكومات يمكنها بشكل دائم أن تتفق على البنية التحتية أو التعليم أو الدفاع ... إلخ، وكل ما يلزمها في تلك الحالة، أن تصدر أوامرًا للبنك المركزي بأن يغذي حساباتها بالأموال اللازمة، بصرف النظر عن توافر تلك الأموال مسبقًا من عدمه (Wray, 2009, p.16; Wray, 2016, p.3; Brady, 2020, p.1; Book, 2021, p.163).

ومن ثم، فإن الإنفاق الحكومي، وفقاً للنظرية النقدية الحديثة، ينبغي أن يسبق عملية جمع الضرائب، وليس العكس. فلا يمكن أن تقوم الدولة بجمع عملتها من المواطنين في شكل ضرائب، ما لم تقم أولاً بمنحهم تلك العملة في شكل إنفاق حكومي (Armstrong, 2019, p.32; Wray, 2020, p.29; Tymoigne, 2021, p.18). فالضرائب لا تمول النفقات الحكومية، وإنما بالأحرى تمثل مصدرًا للطلب على النقود أو العملة التي تصدرها الدولة. بمعنى آخر، إن فرض الضرائب وسعي المواطنين لسدادها بعملة الدولة -التي لن تقبل الحكومة عنها بديلاً- هو ما يخلق الطلب على تلك العملة (Wray, 2012, p.9; Murray & Forstater, 2017, p.26; Hogan, 2021, p.3).

وهكذا، فإن توافر السيادة النقدية يؤدي إلى تغير طبيعة القيد المالي الذي تواجهه الحكومة مقارنة بالأفراد، ويجعل وضع الدولة مختلف عن الأفراد. فالأفراد يواجهون قيد الميزانية، مما يعني أنه لكي يتمكنوا من الإنفاق لا بد وأن يتحصلوا أولاً على الدخل أو يقترضوا أو يبيعوا بعض أصولهم. وإذا لم ينجحوا في الحصول على تلك الموارد المالية، حينئذٍ يمكن أن يتعرضوا لخطر التعثر والإفلاس (Wray, 2020, p.27). أما الدولة، فلا تواجه مثل تلك القيود. ذلك أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية لا تحتاج لفرض أو زيادة الضرائب أولاً حتى تتمكن من تمويل نفقاتها. فكل ما يلزم لتمكنها من الإنفاق، هو أن تعطي أوامرًا للبنك المركزي بإصدار المزيد من النقود. وبالطبع، فإن قدرة الحكومة على إصدار المزيد من النقود بلا قيد هو الذي يفسر لماذا لا يمكن للدول التي تقترض بعملتها المحلية أن تغلس في ظل سريان مبدأ السيادة النقدية (Palley, 2015, p.3; Wray, 2020, p.27; Book, 2021, p.164).

وبتحليل كتابات وأفكار أنصار النظرية النقدية الحديثة، يمكن القول بأن المعادلة التالية تعبر عن قيد الميزانية الذي تواجهه الدولة Government budget restraint في ضوء هذه النظرية¹:

$$G - T = \theta + \beta$$

حيث: G تمثل الإنفاق الحكومي

و T تمثل صافي الإيرادات الضريبية بعد خصم المدفوعات التحويلية والفوائد

و θ تمثل مقدار عجز الموازنة العامة الذي يتم تمويله عن طريق إصدار النقود التي تتمتع بالسيادة

و β تمثل مقدار عجز الموازنة العامة الذي يتم تمويله من خلال إصدار السندات.

وفي ظل أن T تساوى صفر، وكذلك β تساوى صفر، تصبح معادلة قيد الميزانية في ظل النظرية

النقدية الحديثة كالتالي:

$$G = \theta$$

كذلك، فيما يتعلق بقدرة الحكومة على سداد ديونها -في حال قررت أن تقترض أو تستدين بدلاً من الاعتماد على إصدار المزيد من العملة- لا يمكن أن تتعثر تلك الحكومة في سداد تلك الديون. فساد الدين يعني أن $\beta_{\text{repayment}} < 0$ ، ويتم السداد عن طريق جعل $\theta_{\text{repayment}} > 0$ ، وبحيث تصبح كالتالي (Palley, 2015, p.4):

$$\beta_{\text{repayment}} + \theta_{\text{repayment}} = 0$$

ويمكن أن تعتبر الضرائب، وفقاً للنظرية النقدية الحديثة، أداة لإعادة توزيع الثروة وتحقيق أهداف مجتمعية. كما يمكن استخدام الضرائب للسيطرة على ارتفاع معدلات التضخم وسحب الفوائض من المواطنين وشركات الأعمال، بحيث لا يرتفع حجم الإنفاق الكلي عن الحد المرغوب فيه والذي يخلق المشاكل. إلا أنها في كل الأحوال لا تعتبر مصدرًا لتمويل إنفاق الحكومة والتي يمكنها بكل بساطة إصدار المزيد من النقود لتوفير النفقات التي تريدها (Chohan, 2020, p.9; Hogan, 2021, p.4).

¹ يفضل البعض أن يطلق على تلك المعادلة "متطابقة تدفق الميزانية أو الموازنة" "Budget flow identity" بدلاً من "قيد الميزانية أو الموازنة" "Budget restraint"، بحيث تعكس طبيعتها المحاسبية الأساسية، ولتمييزها عن قيد الميزانية الذي يواجهه الأفراد، والذين لا يتمتعون بإمكانية إصدار النقود على غرار الدولة. لمزيد من التفاصيل، راجع: (Palley, 2014b, p.3).

٣.١. الودائع لا تخلق القروض، بل القروض هي التي تخلق الودائع

وفقًا للنظرية النقدية الحديثة، فإن البنوك لا تقوم بخلق الائتمان (أو القروض) من الودائع، بل العكس. فهي تصدر القروض أو تخلق الائتمان بناءً على حجم الطلب لديها على الائتمان. فالعملاء الذين يقترضون من البنك عادة ما يعودون للبنك مرة أخرى لإيداع المبالغ المقترضة أو عوائدها. بشكل مبسط، إن العميل الذي يتلقى شيكًا نقدياً يتوجه على الفور إلى البنك لإيداع المبالغ الواردة بالشيك كودائع في حسابه (Wray, 2009, p.9; Tymoigne, 2021, p.11).

وبناء عليه، ترى النظرية النقدية الحديثة أن الموارد المالية، التي يمكن الاعتماد عليها لتمويل الاستثمارات المختلفة، لا ينبغي النظر إليها باعتبارها موارد نادرة مشروطة بتوافر قدر معين من المدخرات أو الاحتياطات. فالبنوك يمكنها أن تقوم بخلق الودائع -بشكل ذاتي endogenously- من خلال منح القروض (Chohan, 2020, p.6; Tymoigne, 2021, p.9).

٤.١. التوسع في الإنفاق الحكومي عن طريق التمويل بالعجز يؤدي لانخفاض أسعار الفائدة

إن الحكومات تقوم بالإنفاق من خلال الإضافة إلى الحسابات المصرفية للمستفيدين وتغذيتها (crediting bank accounts)، بينما تتناقص حسابات هؤلاء المستفيدين عند سداد الضرائب (debiting). ومن ثم، فإن حدوث عجز بالموازنة العامة للدولة يعني أن الإضافات التي تمت للحسابات فاقت الخصومات، مما يعني أن صافي ثروة القطاع غير الحكومي قد ارتفع، ومن ثم سترتفع الاحتياطات بالقطاع المصرفي بدورها، نتيجة لقيام القطاع غير الحكومي بإيداع تلك الأموال لدى البنوك، مما يؤدي في النهاية لزيادة حجم الودائع والاحتياطات لدى الجهاز المصرفي، والعكس صحيح. وهكذا، فإن النظرية النقدية الحديثة تعتمد على فكرة التوازنات القطاعية -كما سنوضح بالتفصيل لاحقاً- بحيث أن تحقيق القطاع الحكومي للعجز لا بد وأن يقابله تحقيق بقية القطاعات غير الحكومية للفائض (Wray, 2012, p.5; Wray, 2020, p.28; Chohan, 2020, p.8; Tymoigne, 2021, p.11).

إن العجز المستمر في الموازنة العامة للدولة يؤدي إلى تزايد حجم الاحتياطات وتراكمها. وبوجود ذلك الفائض في الاحتياطات، يرتفع حجم النقود المعروضة من قبل البنوك في سوق "الانترنت" الخاص بالإقراض

بين البنوك لليلة واحدة overnight market. وبالطبع، فإن ذلك الإقراض لن يمتص كل الفوائض. وبالتالي، ومع تزايد كل من حجم الاحتياطيات وعرض النقود دون أن يقابل ذلك تزايداً في الطلب عليها، ستخضع أسعار الفائدة عن ليلة واحدة Overnight rate لتصل إلى الصفر أو تصل لسعر الفائدة الذي يمنحه البنك المركزي مقابل الاحتياطيات (في النظم التي يقوم البنك المركزي فيها بمنح عائد للبنوك مقابل الاحتياطيات). ولمواجهة هذا الاتجاه التنازلي في أسعار الفائدة وامتصاص الفوائض، تقوم الحكومة ببيع السندات عن طريق البنك المركزي والخزانة (في الأجل القصير، تتم تلك العمليات عن طريق البنك المركزي في السوق المفتوحة، بينما في الأجل الطويل تتولى الخزانة العامة عمليات البيع من خلال إصدار سندات جديدة) (Wray, 2009, p.13).

بناءً عليه، فإن زيادة الإنفاق العام عن طريق التمويل بالعجز يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة. وتعد تلك الفرضية من ضمن فرضيات النظرية النقدية الحديثة الأكثر إثارة للجدل، حيث أن تلك الفرضية تناقض النظريات الاقتصادية السابقة والتي تنادي بعدم التوسع في الإنفاق الحكومي عن طريق التمويل بالعجز لأن ذلك يؤدي لارتفاع أسعار الفائدة، ومن ثم مزاحمة القطاع الخاص، وانخفاض حجم استثماراته.

كما ترى النظرية النقدية الحديثة أيضاً أن سعر الفائدة الطبيعي يساوي الصفر، إلا أن البنك المركزي يتدخل ويحدد معدل فائدة إيجابي. ومثل ذلك التعديل في أسعار الفائدة، يعد وفقاً للنظرية النقدية الحديثة غير مجدي. ويرجع السبب في ذلك وفقاً لأنصار تلك النظرية إلى أن إلقاء المزيد من "الأموال ذات التكلفة الرخيصة" لا يحفز الاستثمار، ذلك أن ما يحفز الاستثمار بالفعل هو استقرار الاقتصاد والتوقعات الإيجابية بشأن معدلات النمو والازدهار. وهو الأمر الذي بات جلياً في الفترة من بعد الأزمة المالية عام ٢٠٠٩ وحتى أزمة فيروس كورونا المستجد، حيث اهتم البنك المركزي الأمريكي بضخ المزيد من الأموال بأسعار فائدة منخفضة للغاية تقارب الصفر، وفي المقابل استغلت مؤسسات الأعمال أغلب تلك الأموال في إعادة شراء أسهمها بدلاً من الانخراط في استثمارات جديدة (Chohan, 2020, p.7).

٥.١. بيع وشراء السندات يعد جزءاً أصيلاً من السياسة النقدية وليست السياسة المالية

وفقاً للنظرية النقدية الحديثة، إن بيع أو شراء السندات الحكومية من قبل البنك المركزي أو الخزانة يتم بناءً على التغيرات التي تحدث لحجم الاحتياطيات المصرفية وانحرافها عن الأوضاع المحددة من قبل النظام

المصرفي، مما يؤدي بدوره لانحراف أسعار الفائدة عن ليلة واحدة عن الأسعار المستهدفة. ومن ثم، ترى النظرية النقدية الحديثة أن بيع وشراء السندات لا يتم بغرض الاقتراض، ولا يعد جزءًا من السياسة المالية، بل على العكس يعد جزءًا من السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي للوصول لأسعار الفائدة المستهدفة. فالسياسة النقدية تحدد سعرًا لأسعار الفائدة عن ليلة واحدة تستهدفه، ثم تستعين بعمليات السوق المفتوحة من جانبها، إلى جانب الإصدارات التي تصدرها الخزانة العامة، لسحب أو زيادة الاحتياطيات حتى تتمكن من الوصول لسعر الفائدة المستهدف (Wray, 2020, p.31; Tymoigne, 2021, p.18).

ومن ثم، ووفقًا للنظرية النقدية الحديثة، يمكن التخلص من الدين العام نهائيًا في حال قيام البنك المركزي بمنح عائد على الاحتياطيات (مثلما الحال في كندا والولايات المتحدة الأمريكية مؤخرًا) أو في حال تطبيق البنك المركزي لهدف جعل سعر الفائدة لليلة واحدة مساويًا للصفر (مثلما الحال في اليابان منذ أكثر من عقد) (Wray, 2009, p.15).

٦.١. اتباع نظم صرف مرنة يزيد من الحيز المتاح أمام الحكومة لاختيار سياساتها والتركيز على تحقيق

أهدافها

تدفع النظرية النقدية الحديثة بضرورة اتباع الدول لنظم صرف مرنة حتى تتمكن من تحقيق أهدافها الداخلية المهمة مثل تحقيق التوظيف الكامل والاستقرار المالي. فاتباع نظم أسعار صرف ثابتة، يدفع السياسات الداخلية للدولة للتركيز على هدف الحفاظ على أسعار صرف محددة -بدلاً من التركيز على تحقيق التوظيف الكامل للموارد- ويضطر الحكومة للدفاع عن عملتها، مما قد يستنزف احتياطياتها. ومن ثم، يتحول ميزان المدفوعات إلى قيد يؤثر سلبًا على معدلات النمو (Mitchell, 2016).

ويعترض أنصار تلك النظرية على الآراء التي تدفع بفكرة أن اتباع نظم أسعار الصرف الثابتة يضمن تحقيق الاستقرار المالي ويحمي الدولة من التضخم المستورد، وأن اتباع نظم الصرف المرنة يقوض ذلك الاستقرار. ويؤكد أنصار تلك النظرية في ذلك الصدد على أن التجارب التاريخية السابقة لا تدعم تلك الآراء. فالتاريخ يزخر بالعديد من التجارب التي أدى فيها اتباع نظم أسعار الصرف الثابتة إلى نتائج سلبية، في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى انهيار نظام بريتون وودز (Mitchell, 2018).

إن الحكومات التي تتبع نظم أسعار الصرف الثابتة تجد نفسها، وفقاً لأنصار النظرية النقدية الحديثة، مضطرة لكبح مستويات الطلب المحلي بها عن طريق زيادة أسعار الفائدة أو اتباع سياسات أخرى تقشفية، وذلك بهدف تخفيض حجم الواردات وجذب التدفقات الرأسمالية الأجنبية لعلاج العجز بميزان المدفوعات. كما أنه في حال تعرض قيمة العملة للانخفاض، يتدخل البنك المركزي لشرائها وبيع جزء من الاحتياطي الأجنبي، مما يخفض من حجم الاحتياطيات. ونتيجة لكل ما سبق، ينخفض حجم المعروض النقدي، وينكمش الاقتصاد، وترتفع معدلات البطالة، وتضطر الدولة حينئذٍ للاعتماد على سياسات مالية توسعية لتخفيض نسب البطالة. وهو الأمر الذي سيزيد عليه مرة أخرى ارتفاع حجم الواردات كنتيجة لارتفاع مستوى الدخل في ظل السياسة التوسعية المتبعة، مؤدياً في النهاية لاعتماد سياسة نقدية انكماشية (Mitchell, 2016).

وفي المقابل، لا تعاني الدول التي تتبع نظم أسعار الصرف المرنة من مثل تلك القيود، حيث يمكن لأسعار الصرف أن تتحرك وفقاً للتغيرات في ميزان المدفوعات. فهي تعد غير مجبرة، حال تحقيقها لعجز بالميزان الجاري، على اللجوء للسياسات الداخلية التقشفية بهدف تخفيض حجم وارداتها. فكل ما يلزمها آنذاك هو ترك عملتها تتحرك وفقاً لأسعار صرف معومة. وإذا ما أدت زيادة الواردات لخسارة العمالة الوطنية لفرص عملها، فيمكن للحكومة مواجهة تلك الخسارة عن طريق خلق فرص عمل جديدة بشكل مباشر أو من خلال تحفيز الطلب الكلي (Wray, 2009, p.19).

خلاصة القول، أنه وفقاً للنظرية النقدية الحديثة، لا يشكل القطاع الخارجي قيلاً على السياسات المحلية طالما أن الدولة تتبع نظم صرف معومة بشكل كامل لا تحكمها أي قواعد للربط، وأنه لا توجد على الحكومة أية ديون ينبغي سدادها بالعملات الأجنبية. في هذه الحالة، وإذا كانت أسعار الصرف تتحرك بحرية، فعندئذٍ ستتحرك تلك الأسعار لتتأقلم مع السياسات المحلية المتبعة دون أية مشكلات أو آثار سلبية (Vergnhanini & De Conti, 2017, p.20). وتجد الحكومات نفسها آنذاك قادرة على توجيه كامل طاقتها وإمكانياتها لتحقيق التوظيف الكامل لجميع مواردها الإنتاجية، بما فيها عنصر العمل. فالبنك المركزي في ظل تلك النظم، لا يضطر للدفاع عن العملة والتضحية بالاحتياطيات الأجنبية في سبيل ذلك. كما تصبح السياسة المالية هي الأخرى قادرة على التركيز على تحقيق التوظيف الكامل وغيره من الأهداف المرجوة (Mitchell, 2016).

٧.١. التضخم وانخفاض قيمة العملة هي القيود الحقيقية التي قد تحول دون زيادة الإنفاق

على الرغم من أنه وفقاً للنظرية النقدية الحديثة يمكن للحكومات التي تتمتع بالسيادة النقدية أن تتوسع بحرية في الإنفاق العام، إلا أن كل من ارتفاع مستوى التضخم وانخفاض قيمة العملة قد يمثل قيداً يمكن أن يحول دون إمكانية التوسع في ذلك الإنفاق. فالتضخم يلعب دوراً محورياً في ظل تلك النظرية. فهو يمثل مقياساً يمكن أن يعبر عن وضع الاقتصاد، كما يعتبر قيداً قد يحد من الإنفاق. كذلك الحال بالنسبة لانخفاض قيمة العملة (Wray, 2016, p.10; Book, 2021, p.164).

إن التضخم، وفقاً للنظرية النقدية الحديثة -وكذا أغلب الاقتصاديين غير النقديين منذ أيام كينز- ينشأ عندما يتخطى الاقتصاد فجوة الإنتاج، ولا تصبح لديه أى موارد أخرى معطلة تستلزم من الحكومة الإنفاق لاستغلالها. ومن ثم، فإن أى إنفاق بعد تخطي تلك النقطة من شأنه أن يحدث تضخماً. ومن ثم، فإنه لا توجد أى قيود مالية على الإنفاق الحكومي طالما أن الاقتصاد لم يصل بعد لحالة التوظيف الكامل. ويصبح بإمكان الحكومة في هذه الحالة الإنفاق بحرية، ودفع الاقتصاد نحو التوظيف الكامل، دون التسبب في حدوث تضخم^٢ (Palley, 2015, p.10; Book, 2021, p.164).

كذلك، وفي ظل اتباع نظم صرف معومة، في بعض الحالات الخاصة، قد تضطر الدولة لإصدار سندات بالعملة الأجنبية للتمكن من شراء سلع وخدمات بعينها بالعملة الأجنبية. وهو الأمر الذي يستلزم أن توفر تلك الدولة المزيد من تلك العملة الأجنبية لخدمة ذلك الدين. وقد تسود في بعض الأحيان حالة من القلق من عدم تمكن الحكومة من توفير تلك العملات، مما يؤدي بدوره لهروب رؤوس الأموال للخارج. ويزداد الأمر صعوبة في حالة نظم الصرف المدارة، حيث قد ينتهي الأمر بحدوث أزمة عملة نتيجة خوف حاملي العملة من عدم قدرة الاحتياطيات على الصمود ونفادها، ومن ثم مسارعتهم بالتخلص منها (Wray, 2016, p.10).

في مثل تلك الأوضاع المذكورة سلفاً، يصبح من الأفضل اتباع السياسات التشفيفية. بمعنى آخر، إذا كانت الحكومة تتوسع في إنفاقها بشكل كبير -بعد وصولها لحالة التوظيف الكامل- بحيث أن الأسعار ترتفع بمعدلات أسرع من المرغوب فيه، أو أن قيمة العملة تتراجع بشكل أكبر من المرغوب فيه، يمكن أن يكون

^٢ تجدر الإشارة هنا إلى أنه وفقاً للنظرية النقدية الحديثة، يمكن أن يحدث التضخم قبل الوصول للتوظيف الكامل، وذلك حال قيام الحكومة بتوجيه الإنفاق إلى القطاعات التي تعاني من انخفاض مرونة الإنتاج (Book, 2021, p.164).

حينئذ الحل الأمثل هو تخفيض حجم الإنفاق أو زيادة الضرائب. وتؤكد النظرية النقدية الحديثة هنا على أن الحكومة تلجأ لمثل تلك الخيارات في مثل تلك الظروف للسيطرة على تزايد معدلات التضخم أو تراجع قيمة العملة، وليس نتيجة لعجزها عن تدبير التمويل اللازم للإنفاق العام، مؤكدة مرة أخرى على أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية لا يمكن أن تتعثر (Wray, 2016, p.10).

٨.١. الحكومات هي التي تختار بمحض إرادتها عدم تحقيق التوظيف الكامل

تشير النظرية النقدية الحديثة إلى أن الاقتصادات، وخاصة المتقدمة منها، لديها قدر كبير من الموارد العاطلة الغير مستغلة. وتتمثل أبرز أشكال تلك الموارد العاطلة في البطالة ونقص التشغيل^٣ وقوة العمل المحتملة^٤ (Wray, 2016, p.10; Book, 2021, p.164). ويجب أن يكون هدف تحقيق التشغيل الكامل للموارد والقضاء على البطالة هو الهدف الرئيسي الذي تسعى لتحقيقه الحكومات المختلفة، مع عدم الاستسلام لفكرة "معدل البطالة الطبيعي"، والذي تتم المبالغة في تقديره بنسب مرتفعة مقارنة بالواقع (Book, 2021, p.165).

وتتادي النظرية النقدية الحديثة بضرورة أن تمثل الحكومة الملاذ الأخير فيما يتعلق بالتوظيف (ELR) Employer of the last resort لتضمن توافر الطلب على العمل المناسب واللازم لتحقيق التوظيف الكامل. ويتم ذلك من خلال وضع برامج لضمان التوظيف وتوفير فرص العمل Job Guarantee Program، تقوم الحكومة من خلالها بتوفير فرص عمل لأي فرد مستعد ويرغب في العمل، ولكنه لا يجد فرصة عمل في القطاعين الخاص والعام.

فمثل تلك البرامج تعتبر من وجهة نظر تلك النظرية بمثابة مثبتات تلقائية أو عوامل استقرار تلقائية Automatic Stabilizer تساعد على مواجهة التغيرات الدورية التي تصيب الاقتصاد وسوق العمل. ففي فترات نمو الاقتصاد، يتنامى الطلب على العمل بصفة عامة وبعيداً عن برنامج ضمان العمل، مما يؤدي

^٣ يشير مفهوم نقص التشغيل Underemployment -أو العمالة الناقصة أو التشغيل غير كامل- إلى وجود أوضاع وظيفية أو تشغيلية لا تلبى رغبات العاملين أو تتسق مع قدراتهم، مثل أن يعمل العامل عدد ساعات أقل مما يريد ويستطيع أن يعمل، أو أن يتلقى العامل أجرًا يقدر بقيمة أدنى من قيمة المجهود المبذول في العمل (Greenwood, 1999).

^٤ تشمل القوى العاملة المحتملة potential labor force الأشخاص غير العاملين وغير المصنفين كعاطلين عن العمل والذين يعبرون عن اهتمامهم بالعمل، ولكن ظروفهم الحالية تحد من فرصهم في البحث عن وظيفة أو من استعدادهم للعمل. وتشمل أيضاً على العمال المحيطون، وهم الراغبون في العمل والجاهزون له، أو الذين سعوا إلى الحصول على عمل لكنهم أحجموا عن ذلك بسبب ظروف سوق العمل الصعبة (Benes & Walsh, 2018).

لتقلص الطلب على العمل في إطار البرنامج. ومع دخول الاقتصاد في فترات الركود، سينخفض ذلك الطلب على العمل مما يزيد بدوره من حجم الدور الذي يمكن أن يلعبه برنامج ضمان التوظيف في تلك الفترة، حيث يلجأ الأفراد للانخراط في البرنامج للحصول على فرص عمل بدلاً من التعطل. أضف إلى ذلك، أن مجرد البقاء في سوق العمل بدلاً من التعطل يحافظ على خبرات ومهارات العمال المكتسب (Murray & Forstater, 2017, p.7).

وبصفة عامة، ترى النظرية النقدية الحديثة أنه يمكن للحكومات بالاعتماد على السياسة المالية -ودون الاستعانة بأسعار الفائدة- أن تصل للتوظيف الكامل، وبحيث يتساوى الطلب الكلي (ط ك) مع الناتج الذي يحقق التوظيف الكامل (ن *). وفي حالة أن (ط ك > ن *) ينبغي على الحكومة زيادة الإنفاق الحكومي عن طريق إعطاء البنك المركزي الأوامر بإصدار النقود، والعكس صحيح. ففي حالة أن (ط ك < ن *) ينبغي أن تخفض الحكومة من حجم إنفاقها العام لتخفيض العجز بالموازنة العامة. أما في حالة أن (ط ك = ن *)، يتوجب على الحكومة الحفاظ على توازن الموازنة العامة لتحاishi أن يؤدي الاستمرار في زيادة حجم المعروض النقدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، كما يستلزم الأمر آنذاك أن تقوم الحكومة بزيادة الضرائب للقضاء على العجز بالموازنة العامة للدولة (Palley, 2015, p.16).

وهكذا، يتضح أنه يمكن دائماً للحكومات، وبالاعتماد على سياساتها المالية فقط -مع الحفاظ على سعر فائدة طبيعي مساوٍ للصفر-، تحقيق التوظيف الكامل لكافة مواردها، إلا أنها قد تختار عدم تحقيق ذلك التوظيف إيماناً منها، وبشكل خاطيء، بأن ذلك التوظيف الكامل يمكن أن تنتج عنه مجموعة من الآثار الاقتصادية، والاجتماعية، والسياسية غير المرغوب فيها. فالحكومات تخشى من أن يؤدي التوظيف الكامل لزيادة معدلات التضخم، وانخفاض قيمة العملة، أو أن يؤدي تقوية وضع العمالة إلى إكسابهم قوى سياسية مما قد يهدد أوضاع الفئات الأغنى ذات النفوذ والسطوة. بمعنى آخر، إن تحقيق التوظيف الكامل يعد اختياراً متاحاً أمام السياسة المالية، ولكن الحكومات تختار بكامل إرادتها عدم تحقيقه (Wray, 2009, p.19).

٢. النظرية النقدية الحديثة والنظريات الاقتصادية الأخرى، أوجه الاتفاق والاختلاف

ترتكز النظرية النقدية الحديثة بالأساس على العديد من أفكار "جون ماينارد كينز" وأنصاره، بحيث يعتبرها البعض امتداداً للنظرية الكينزية. فهي تتفق بشكل واضح مع نظريات "كينز" بشأن الطلب الفعال، والتدفق الدائري للدخل، والفائدة (تفضيل السيولة)، وطبيعة النقود. كما تتفق مع بعض أفكار "هيمن مينسكي"، فيما يتعلق بعدم الاستقرار المالي وضمان التوظيف، وكذا بعض أفكار "جوان روبينسون"، و"نيكولاس كالدور"، وغيرهما من أنصار المدرسة النيوكينزية، وذلك فيما يتعلق بأسباب ودوافع النمو الاقتصادي. كذلك، تستمد النظرية النقدية الحديثة مجموعة من أفكارها من "ثورستين فييلن" (المؤسسية)، و"كارل ماركس" (الماركسية). هذا إلى جانب مجموعة أخرى من أفكار "فريدريك ناب" (فيما يتعلق بالتشارتالية، والتي تبناها من بعده "كينز")، و"واين جودلي" (فيما يتعلق بالتوازنات القطاعية)، و"آبا ليرنر" (فيما يتعلق بالتمويل الوظيفي) (Lavoie, 2019, p.97; Mitchell et al., 2019; Wray, 2020, p.27; Tymoigne, 2021, p.6).

وفي ضوء العرض السابق، يمكن القول بأن النظرية النقدية الحديثة تعتمد بشكل أساسي على مفهوم التمويل الوظيفي Functional Finance الذي وضعه الاقتصادي "آبا ليرنر"، والذي يشير إلى أن الحكومات يجب ألا تهتم بتوازن الموازنة، وإنما تهتم عوضاً عن ذلك بتحقيق التوظيف الكامل. ومن ثم، ينبغي عليها أن تمول نفسها لتتمكن من تحقيق الأهداف الاقتصادية الأساسية مثل مواجهة التقلبات الدورية وتحقيق التشغيل الكامل والاستقرار الاقتصادي، وتخفيض معدلات التضخم... إلخ. فالمبادئ التي يركز عليها التمويل الوظيفي هي نقيض النظريات الأرثوذكسية، والتي تنادي بضرورة توازن الموازنة. كما يشير "ليرنر" إلى ضرورة الاعتماد على الضرائب كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي. فالضرائب تستخدم للحد من الطلب المفرط ومن ثم السيطرة على التضخم. وكذلك الحال بالنسبة للدين العام، والذي يتم اللجوء إليه أثناء فترات التضخم، بهدف تخفيض القوة الشرائية للأفراد.

وبناءً عليه، تتفق النظرية النقدية الحديثة مع مبادئ التمويل الوظيفي في أن الحكومات يجب أن تصمم أوضاعها المالية عند المستويات التي تحقق التوظيف الكامل والاستقرار المالي، بصرف النظر عن حجم الدين الحالي أو العجز بالموازنة العامة للدولة. فلا توجد قيود مالية على السياسة المالية التي يجب أن تسعى للتوسع

في الإنفاق العام، وينبغي أن تستمر في ذلك التوسع حتى تتجز الأهداف المتعلقة بتحقيق التوظيف الكامل والاستقرار المالي، وذلك دون التقيد بمستويات الدين أو العجز.

كما تعتمد النظرية النقدية الحديثة على مفهوم التوازنات القطاعية للاقتصادي البريطاني "واين جودلي" الذي بحث العلاقة المحاسبية بين القطاع الحكومي وغيره من القطاعات الغير حكومية. ففي ضوء مبادئ التوازنات القطاعية، فإن تحقيق القطاع الحكومي لعجز لا بد وأن يقابله فائضاً في القطاعات غير الحكومية، والعكس صحيح. فمجموع الفائض/العجز الخاص بالثلاث قطاعات، الحكومي والخاص والخارجي، يجب أن يساوي في النهاية الصفر. وبناء عليه، فإن تحقيق الحكومة للعجز يجب ألا يعيقها عن المضي قدماً في تنفيذ برامجها التي تهدف لتنمية وتطوير المجتمع، حيث أن زيادة الإنفاق الحكومي في هذه الحالة سيعود بالإيجاب على بقية القطاعات الغير حكومية (Wray, 2012, p.5; Chohan, 2020, p.7; Tymoigne, 2021,) (p.15).

كذلك، تركز النظرية النقدية الحديثة على مبادئ "النظرية الورقية أو نظرية النقود الورقية أو التشارتالية" "Chartalism" (التي صاغها الاقتصادي الألماني "جورج فريدرش ناب" في كتابه الذي صدر في مطلع القرن العشرين وحمل عنوان "نظرية الدولة في المال The State Theory of Money"، وتبنى أفكارها من بعده "كينز") بحيث يطلق البعض على النظرية النقدية الحديثة اسم "التشارتالية الحديثة" "Neo-Chartalist". وتتص "التشارتالية" على أن النقود نشأت نتيجة محاولات الدول للسيطرة على النشاط الاقتصادي وتوجيهه، وذلك على عكس ما كان سائداً آنذاك من أن المقايضة كانت الدافع لنشأة النقود. وتستمد النقود قيمتها من سداد الضرائب التي تفرضها الدولة وتستحق الدفع بالعملة التي تصدرها الدولة. ومن ثم، فإن فرض الضرائب وسعي المواطنين لسدادها بعملة الدولة -التي لن تقبل الحكومة عنها بدلاً- هو ما يخلق الطلب على النقود (Palley, 2015, p.2; Sawyer, 2019, p.168; Chohan, 2020, p.5).

وعلى الرغم من قبول "كينز" و"توبين" -أحد أبرز رواد المدرسة النيوكينزية- لتفسير "التشارتالية" بشأن أسباب نشأة النقود، إلا أنهما يختلفان مع "التشارتالية" في أنهما يضيفان إلى أسباب نشأة النقود ودوافع الاحتفاظ بها السابقة -التي ذكرتها التشارتالية- دوافع أخرى تتمثل في أن النقود تستخدم كوسيط للتبادل أيضاً، ومخزن للقيمة، ووحدة للحساب. فلقد ساعدت تلك الدوافع على تطور دور النقود، إلى جانب كون الحكومات قد اعتمدت

عليها في دفع الضرائب وبناء الدولة. وبناء عليه، يمكن القول بأن النظرية النقدية الحديثة تختلف في ذلك الصدد مع النظرية الكينزية والنيوكينزية، في أنها تقصر سبب نشأة النقود على الحاجة لدفع الضرائب بالعملة المحلية للدولة فقط دون غيره من الأسباب التي طرحتها النظرية الكينزية والنيوكينزية.

هذا في حين تتفق النظرية النقدية الحديثة مع أفكار المدرسة الكينزية في أن الحقن يجب أن يسبق التسرب. فالإنفاق الحكومي -وفقاً للمدرسة الكينزية- هو شكل من أشكال الحقن في التدفق الدائري الذي يخلق الدخل اللازم لتمويل أشكال التسرب المختلفة مثل الادخار والاستيراد وصادات الضرائب، وينبغي أن يسبق الحقن التسرب. واستناداً إلى ذلك، تدفع النظرية النقدية الحديثة بأن الإنفاق الحكومي ينبغي أن يسبق عملية جمع الضرائب وليس العكس (Wray, 2020, p.29; Tymoigne, 2021, p.18).

كذلك، تتفق النظرية النقدية الحديثة مع "نظرية ماركس بشأن النقود" في نظرة كل منهما للنقود على أنها متغير داخلي وليس خارجي. وكلتا النظريتين -النقدية الحديثة وتلك الخاصة بماركس- تتعارضان مع "النظرية الكمية للنقود" بشأن اعتبارها للتضخم بمثابة ظاهرة نقدية بحتة. أضف إلى ذلك، أن تبرير النظرية النقدية الحديثة لتراخي الحكومات عن تحقيق التوظيف الكامل بأن سببه هو خشية تلك الحكومات من تقوية أوضاع العمالة وإكسابهم قوى سياسية قد تهدد الفئات الأغنى ذات النفوذ والسلطة يشابه إلى حد كبير أفكار "كارل ماركس" في ذلك الشأن.

وتختلف النظرية النقدية الحديثة مع النظرية النيوكلاسيكية في العديد من الأمور. فهي تتعارض تماماً مع التحليلات النيوكلاسيكية لـ "هيكس" و"سامولسن"، كما تتعارض بشكل أساسي مع أفكار أنصار تلك المدرسة بشأن قيد الميزانية. فالنيوكلاسيك يرون أن الأفراد يواجهون قيد الميزانية وكذلك الحكومات، مما قد يحد من قدراتهم على الإنفاق. أما النظرية النقدية الحديثة، فترى أنه على عكس الأفراد الذين يواجهون قيد الميزانية، فإن الحكومات التي تتمتع بالسيادة النقدية لا تواجه مثل هذا القيد. ومن ثم، لا يمكن أن تتعرض الحكومات لخطر التعثر أو الإفلاس، على عكس الأفراد.

كما تختلف النظرية النقدية الحديثة مع المدرسة النيوكلاسيكية، وبشكل خاص المدرسة النقدية أو "النقديين" "Monetarist"، فيما يتعلق بأثر التوسع في الإنفاق العام عن طريق التمويل بالعجز على أسعار الفائدة. فبين حين توضح النظرية النقدية الحديثة أن زيادة الإنفاق العام عن طريق التمويل بالعجز تؤدي إلى

انخفاض أسعار الفائدة. تنادى النظريات الأخرى بعدم التوسع في الإنفاق الحكومي عن طريق التمويل بالعجز لأن ذلك يؤدي لارتفاع أسعار الفائدة، ومن ثم مزاحمة القطاع الخاص، وانخفاض حجم استثماراته.

وبصفة عامة، يمكن القول بأن النظرية النقدية الحديثة تعد أقرب إلى مبادئ وأفكار الكينزيين والنيوكينزيين، منها للنقديين، وذلك فيما يتعلق بأهمية كل من السياسة المالية والنقدية. فبالنسبة للسياسة المالية، نجد أن البنك المركزي يعد مطالبًا، وفقًا للنظرية النقدية الحديثة، بتلبية رغبات الحكومة في إصدار المزيد من النقود، مما يؤكد أن النظرية النقدية الحديثة تتفق مع الكينزيين -والنيوكينزيين- في تأييد هيمنة الاستناد إلى السياسة المالية وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.

فلقد أكد الكينزيون على أهمية السياسة المالية في مجال العمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والخروج من أزمت الركود من خلال تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وقيامها بزيادة الإنفاق الحكومي لتحفيز الطلب الكلي والتخلص من الركود. وعلى العكس من ذلك، ينظر الكينزيون إلى السياسة النقدية على أساس أنها أقل فاعلية من السياسة المالية، نظرًا لأن الأولى -أي السياسة النقدية- تمارس تأثيرها على النشاط الاقتصادي والدخل من خلال أسعار الفائدة، والتي قد لا تستجيب للتغيرات في عرض النقود، بالإضافة إلى أنه عند وصول الاقتصاد إلى مرحلة "مصيدة السيولة"، فإن تغيرات كمية النقود لن تؤثر على أسعار الفائدة، ومن ثم الاستثمار. يضاف إلى ذلك، أنه في حالة ضعف مرونة الاستثمار بالنسبة إلى سعر الفائدة، لن يتأثر النشاط الاقتصادي والدخل. غير أنه، وإن كانت السياسة النقدية غير فعالة وفقًا للكينزيين، فإن السياسة المالية في وجهة نظرهم تمارس تأثيرًا مباشرًا وسريعًا على الإنفاق الكلي، ومن ثم على مستوى الدخل والتشغيل.

وإذا كانت النظرية النقدية الحديثة تتفق مع أفكار الكينزيين وميلهم إلى الاعتماد على السياسة المالية لتحقيق الأهداف المختلفة، فإنها لا تتفق مع أفكار النقديين والذين تشككوا في كفاءة السياسة المالية، وبينوا أنها تؤدي إلى آثار توزيعية بين القطاع العام والخاص نظرًا لأنه -في وجهة نظرهم- غالبًا ما يصاحب زيادة النفقات العامة انخفاضًا في حجم الطلب الخاص بنفس القدر فيما يعرف بـ"أثر المزاحمة" Crowding Out. وعلى العكس من ذلك، ينظر النقديون إلى السياسة النقدية على أنها تمثل الأداة الفعالة إلى حد كبير في مجال تحقيق الاستقرار الاقتصادي. كذلك، تختلف النظرية النقدية الحديثة مع النقديين الذين يدافعون عن فكرة عدم

تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، لأن هذا التدخل عن طريق ما تتبعه الدولة من سياسات إنفاقية توسعية هو السبب في إحداث التضخم وزيادة معدلاته.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه، وعلى الرغم من أن النظرية النقدية الحديثة وفقاً لمسامها هي نظرية "نقدية"، إلا أنها في الحقيقة تعتمد بشكل أكبر على السياسة المالية لدفع النشاط الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية.

٣. تحليل وتقييم للنظرية النقدية الحديثة

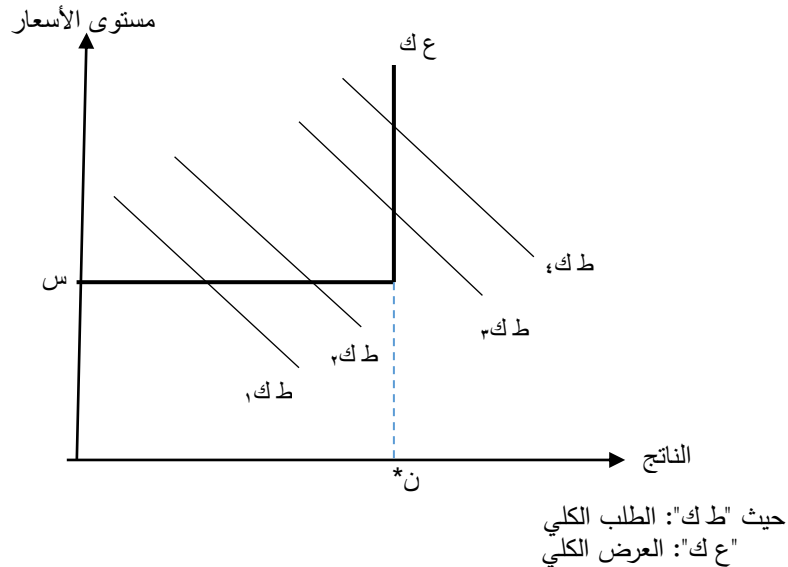
في ضوء العرض السابق، وتحليل أبرز فروض ومعالم النظرية النقدية الحديثة، ينبغي التأكيد على مجموعة النقاط التالية:

أولاً: يؤخذ على النظرية النقدية الحديثة أنها تفتقد لوجود إطار نظري تفصيلي متكامل، خاصة فيما يتعلق بالتضخم أو بأسعار الفائدة. فالنظرية النقدية الحديثة يمكن اعتبارها بمثابة إعادة صياغة للمبادئ والعلاقات المحاسبية التي توضح إمكانية تمويل عجز الموازنة العامة للدولة عن طريق إصدار المزيد من النقود. هذا في حين أن العلاقات المحاسبية لا تعد كافية لتوجيه السياسات. فهناك حاجة أيضاً للنظريات الاقتصادية الكلية لتوضيح وتفسير الآثار أو النتائج المختلفة التي ترتبط بالاعتماد على كل بديل من البدائل التمويلية المختلفة. وهو ما لم تقدم النظرية النقدية الحديثة بشأنه أي جديد يعتد به. فالجانب النظري الخاص بها يعد مبسطاً للغاية وغير ملائم لتقديم مثل تلك التفسيرات المنتظرة.

فلقد أكدت تلك النظرية على أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية يمكنها تمويل إنفاقها أو عجز موازنتها دون اللجوء لفرض الضرائب. إلا أن السؤال المحوري الذي يطرح نفسه جلياً هنا لا يتعلق بتوافر تلك الإمكانية من عدمها، وإنما يتعلق بماهية الآثار الاقتصادية الكلية التي ستنج عن اللجوء للبدائل التمويلية الأخرى. فالجميع يعلم أن بإمكان أي حكومة تمويل إنفاقها بالاعتماد على إصدار المزيد من النقود بواسطة البنك المركزي دون اللجوء لفرض الضرائب، ولكن ما هي التبعات الاقتصادية المختلفة التي يمكن أن تنتج عن اللجوء لمثل ذلك الاختيار؟ وهنا نجد أن النظرية النقدية الحديثة تفتقر للإجابات الواضحة التي يمكن أن تجيب عن مثل تلك الأسئلة. فالتحليل النظري الهش الذي تقدمه النظرية النقدية الحديثة في هذا الخصوص

يمثل تراجعاً وردة إلى الخلف في مستوى التحليل وعمقه مقارنة بما قدمه النيوكينزيون في كتاباتهم سابقاً مثل (Blinder & Solow (1972) و (Tobin & Buiter (1974).

وبمراجعة مساهمات أنصار النظرية النقدية الحديثة، يلاحظ عدم وجود نظرية محكمة للتضخم، أو نموذج رياضي متين، يمكن من خلالهما تحديد الآليات المختلفة التي يمكن للتضخم أن يؤثر من خلالها على الاقتصاد، وكيف يمكن لتلك التأثيرات أن تعقد من دور السياسات. فلقد اكتفت النظرية بالربط، على نحو غير محكم وبنقصه التدقيق، بين التضخم وحجم الطلب الكلي الناتج بدوره عن السياسة المالية المتبعة. وتحليل الأفكار الواردة بين سطور تلك النظرية، يُستنتج أنها تعتمد على نموذج ينطوي على وضعين فقط "On-Off"، بحيث تفترض في البداية أن الاقتصاد لم يصل بعد للتشغيل الكامل، ثم يصطدم لاحقاً بحاجز التوظيف الكامل. ومن ثم، فهي تفترض، ضمناً، وجود منحنى للعرض الكلي (ع ك) على شكل حرف "L" معكوس، بحيث أنه قبل بلوغ حالة التوظيف الكامل يكون التضخم خاملاً "Off"، ويؤدي ارتفاع الطلب الكلي (ط ك) إلى زيادة المخرجات/الناتج دون التأثير على مستوى الأسعار أو التضخم، كما هو واضح بالشكل رقم (1). وبمجرد بلوغ حالة التوظيف الكامل، ينشط التضخم "On"، وتؤدي زيادة الطلب الكلي حينئذٍ إلى ارتفاع مستوى الأسعار دون أي تأثير على الناتج (Palley, 2015, p.10).

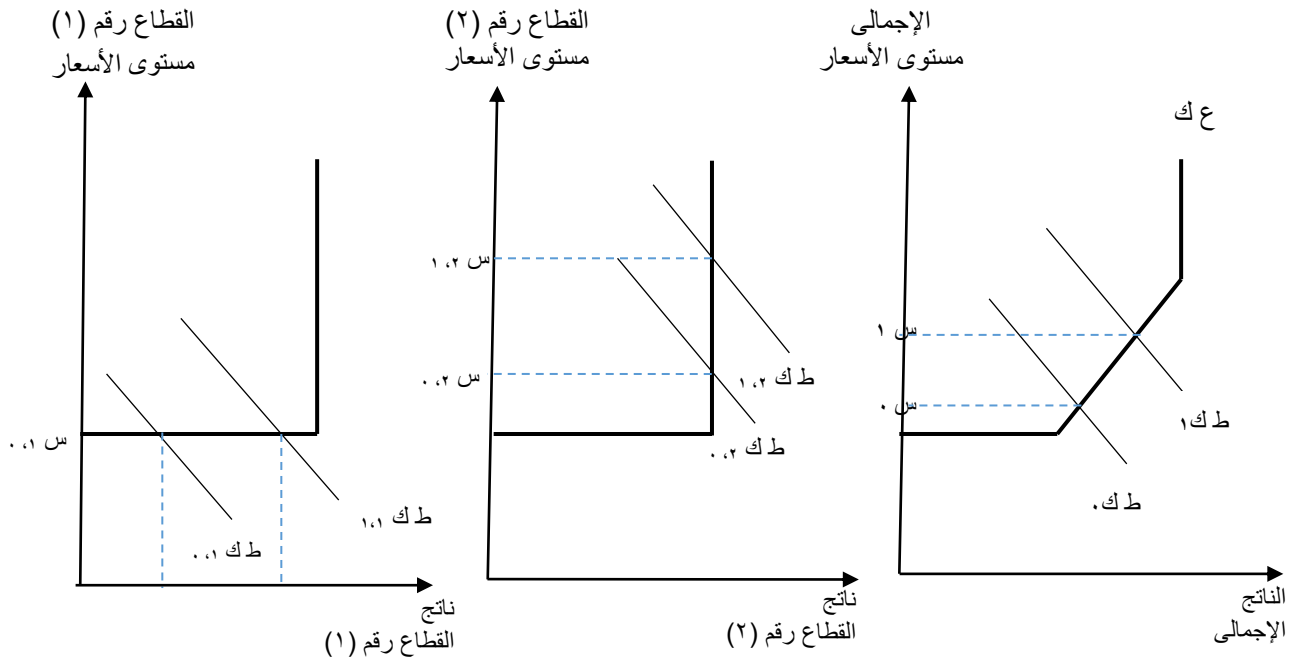


شكل رقم (1): آلية تحديد الأسعار والناتج المستخلصة ضمناً من عرض النظرية النقدية الحديثة

المصدر: من إعداد الباحثة بتصرف بالاعتماد على دراسة (Palley, 2015)

ويرى (Palley, 2015) في هذا الصدد، أنه ينبغي ألا يتم النظر إلى الاقتصاد على أنه يتكون من قطاع واحد يعمل عند مستوى التوظيف الكامل أو قبله، وإنما مجموعة من القطاعات التي يحقق بعضها التوظيف الكامل، بينما لم يبلغ البعض الآخر ذلك المستوى من التوظيف. وفي هذه الحالة، تتحدد المحصلة النهائية لتأثير زيادة الطلب الكلي على كل من الأسعار والنواتج بناءً على الأوضاع المختلفة للقطاعات التي يشتمل عليها الاقتصاد، وما إذا كانت قد بلغت مستوى التوظيف الكامل من عدمه.

ففي حالة وجود اقتصاد يتكون من قطاعين فقط على سبيل المثال، يصبح منحنى العرض الكلي أفقيًا عندما يعمل القطاعان عند مستوى أدنى من مستوى التوظيف الكامل، بينما يصبح ميل المنحنى إيجابيًا عندما يعمل أحد القطاعين عند مستوى التوظيف الكامل والآخر قبل ذلك المستوى. ويصبح المنحنى رأسيًا عندما يعمل كلا القطاعين عند مستوى التوظيف الكامل، كما هو موضح في الشكل رقم (٢).



حيث "ط ك": الطلب الكلي، "ع ك": العرض الكلي

شكل رقم (٢): آلية تحديد الأسعار والنواتج في اقتصاد مكون من قطاعين وفقاً للمستخلص ضمناً من عرض النظرية النقدية الحديثة

المصدر: من إعداد الباحثة بتصرف بالاعتماد على (Palley, 2015)

وكما هو واضح بالشكل رقم (٢)، يرتفع كل من مستوى الأسعار والنتائج نتيجة لتزايد حجم الطلب الكلي عندما يعمل أحد القطاعين عند مستوى التوظيف الكامل، بينما يعمل القطاع الآخر عند مستوى أدنى من التوظيف الكامل. وجدير بالذكر هنا أنه عند وضع تلك المفاضلة بين الأسعار والنتائج في إطار أكثر ديناميكية تصبح عندئذٍ مماثلة لتلك المفاضلة التي أشار إليها "فيليبس" بشأن التضخم والبطالة، حيث:

$$\pi = f(u) + \lambda \pi e \quad fu < 0, 0 < \lambda < 1$$

حيث تشير π إلى التضخم، و u إلى معدل البطالة، و λ إلى معامل التوقعات الخاصة بالتضخم، و π^e إلى التوقعات بشأن التضخم.

ويعد "منحنى فيليبس" بما يشير إليه من مفاضلة بين التضخم والبطالة -وبحيث أن معدل أقل من البطالة يقاوض بمعدل أكثر ارتفاعاً من التضخم- عنصراً مهماً يجب ألا يتم إغفاله عند رسم السياسات الاقتصادية المختلفة (Philips, 1958).

وفي ضوء ما سبق، فإن النظرية النقدية الحديثة تبالغ في تبسيط التحديات المتعلقة بإمكانية تحقيق التوظيف الكامل غير المصحوب بالتضخم، وذلك من خلال تجاهلها للعلاقة التي يطرحها منحنى فيليبس، وكذا آراء كينز -الذي تعتمد النظرية النقدية الحديثة بشكل كبير على أفكاره- بخصوص أن معدلات التضخم يمكن أن ترتفع مع ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، حتى لو كان الاقتصاد يعمل عند مستوى أدنى من مستوى التشغيل الكامل. وهو الأمر الذي يتنافى مع إمكانية وجود منحنى للتضخم على شكل "L". كما أنها لا تعترف بأن التوقعات يمكنها أن تلعب دوراً في التأثير على مستويات التضخم. وهو الأمر الذي يمثل تراجعاً واضحاً فيما يتعلق بتحليل ظاهرة التضخم.

أما بالنسبة لسياسة أسعار الفائدة، فتجدر الإشارة هنا إلى أن تأكيد أنصار النظرية النقدية الحديثة على أن سعر الفائدة الطبيعي يجب أن يساوي الصفر، يعد محل جدل كبير ويصعب الإتفاق معه بشكل كامل، وذلك لعدة أسباب، تتلخص فيما يلي:

- عند بلوغ مستوى التوظيف الكامل ستزيد معدلات التضخم. ومع وجود أسعار فائدة اسمية مساوية للصفر، سوف تصبح أسعار الفائدة الحقيقية سالبة، مما سيؤدي بدوره إلى تزايد معدلات الاقتراض

بشكل كبير، خاصة لتمويل عمليات شراء الأصول. وهو الأمر الذي سينتج عنه تزايد معدلات التضخم وإحداث "فقاعة" في أسعار تلك الأصول، ومن ثم عدم استقرار مالي.

• إن تثبيت سعر الفائدة عند الصفر من شأنه أن يؤدي في النهاية لتزايد حالات البطالة، خاصة الاحتكاكية. فالنظرية النقدية الحديثة تضع عبء التثبيت الاقتصادي على كاهل السياسة المالية، وبشكل رئيسي من خلال التحكم في الإنفاق العام كما أشرنا سابقاً. وبالتالي، فإنه في حالة أن (ط ك < ن*)، لا بد وأن تقوم الحكومة بتخفيض حجم الإنفاق العام، مؤدية لتزايد معدلات البطالة بين عمالة القطاع العام. وبالطبع، يستلزم الأمر بعض الوقت حتى يتم إعادة توظيف تلك العمالة في القطاع الخاص^٥.

• تجاهلت تلك النظرية وجود أثر التباطؤ، والذي أشار إليه سابقاً (1961) Friedman موضعاً أن هنالك تباطؤ بين اتخاذ القرار والبدء في تنفيذه، وتباطؤ آخر بين تنفيذ القرار نفسه ووقوع آثاره المنشودة. مثل ذلك التباطؤ يمكن أن يعوق فعالية السياسة المالية وقدرتها على علاج المشكلات بشكل سريع، ويعد دافعاً رئيسياً لعدم الاعتماد على السياسة المالية منفردة، وأهمية الاعتماد على السياسة النقدية وتحريك أسعار الفائدة بدلاً من تثبيتها عند الصفر. فلا داعي لأن تستغنى الحكومة عن أداة مهمة كسعر الفائدة تضيف إلى مجموعة الأدوات المختلفة التي يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ السياسات الاقتصادية الكلية.

• يمكن أن يؤدي الحفاظ على أسعار الفائدة عند الصفر إلى تبعات سلبية في ضوء الاقتصادات المفتوحة. فالاقتصادات الصغيرة المفتوحة تعد أكثر قابلية للتأثر بالتضخم وغيره من التأثيرات السلبية التي يمكن أن تقع على الدخل الحقيقي نتيجة لتراجع قيمة العملة المحلية. وفي ضوء حفاظ تلك الاقتصادات على سعر فائدة مساوٍ للصفر في مواجهة اقتصادات أخرى تعتمد على أسعار فائدة اسمية موجبة، سيؤدي ذلك لهروب رؤوس الأموال والتأثير بالسلب على سعر صرف العملة المحلية.

^٥ تجدر الإشارة هنا إلى أن تزايد البطالة على هذا النحو يمكن تفاديه في حالة الاعتماد على سياسة تغيير أسعار الفائدة والتي تعتمد بشكل رئيسي على التأثير في الطلب الخاص. ذلك أن السيطرة على الطلب الخاص وكبح جماحه يعد أفضل من تخفيض الطلب الكلي بشكل حاد ثم محاولة إعادة توظيف العمالة التي تم التخلي عنها نتيجة لذلك التراجع الشديد في الطلب الكلي.

ثانيًا: تجاهلت النظرية النقدية الحديثة الآثار المختلفة التي يمكن أن تنتج عن تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بشكل كامل بالاعتماد على التوسع في الإصدار النقدي. فاللجوء لمثل هذا النوع من التمويل من شأنه أن يؤدي لزيادة عرض النقود، والتي تنطوي بدورها على زيادة كامنة في القوة الشرائية. هذه الزيادة، حتى وإن لم تنشط بشكل فوري، يمكن أن تنشط مستقبلاً، ويكون من الصعب حينئذٍ كبح ذلك النشاط في ضوء ما تنادي به تلك النظرية من عدم الاعتماد على تحريك أسعار الفائدة لتحقيق الأهداف المنشودة.

وحتى في أوقات الركود، يعد من الأنسب عند تمويل عجز الموازنة العامة الاعتماد على توليفة من الإصدار النقدي وإصدار السندات. فالإصدار النقدي يحقن الاقتصاد بالنقود ذات القوة الشرائية، بينما إصدار السندات يستغل فرصة انخفاض أسعار الفائدة الناتج عن حالة الركود، مما يعني أن الحكومة يمكنها حينئذٍ تمويل العجز بتكلفة منخفضة مع تقليل مخاطر ارتفاع حجم السيولة مستقبلاً وما يمكن أن ينتج عن ذلك من تداعيات سلبية.

ومع خروج الاقتصاد من حالة الركود، لا بد من الاهتمام بدرجة أكبر بالمخاطر التي يمكن أن تتجم عن زيادة السيولة -وتأثير تلك الزيادة على التوقعات التضخمية وهو الأمر الذي تجاهلته النظرية النقدية الحديثة كما أشرنا سالفًا- ويصبح من الأنسب آنذاك الاعتماد بدرجة أكبر على تمويل العجز من خلال إصدار السندات العامة. أضف إلى ذلك، أنه حتى في ضوء انخفاض فرص ارتفاع معدلات التضخم في أوقات ضعف النشاط الاقتصادي، إلا أن تضخم أسعار الأصول وتحوله لما يعرف بظاهرة "الفقاعة" يمكن أن يحدث في أي وقت، وبصرف النظر عن حالة النشاط الاقتصادي السائدة. والتاريخ يزر بالتجارب المؤلمة التي أدى فيها تضخم أسعار الأصول -كنتيجة لتزايد ظاهرة "الأمولة"⁶ "Financialization"- المتزامن مع هشاشة النظم المالية، إلى إحداث أزمات مالية وخيمة.

ويزداد الأمر تعقيدًا عند تحليل الوضع في ضوء الاقتصاد المفتوح. فمن اللازم توخي الحذر لتبعات الاعتماد بشكل كامل على الإصدار النقدي لتمويل عجز الموازنة في حالة الاقتصاد المفتوح. ذلك أن جزء

⁶ تشير ظاهرة "الأمولة" إلى الهيمنة المتزايدة للاقتصاد المالي على حساب الاقتصاد الحقيقي، أو بمعنى آخر تفوق وهيمنة النشاط المالي على النشاط الاقتصادي، ومن ثم تزايد حجم الدور الذي تلعبه الأسواق المالية وكذا المؤسسات المالية في تشغيل الاقتصاديات المحلية والدولية. فلقد أدى الركود المزمع في الاقتصادات الرأسمالية إلى الهروب إلى أسواق المال، المتزامن مع تزايد التحرير المالي، والاعتماد المتزايد على المشتقات المالية، وكذا هيمنة الرأسمالية المالية على الرأسمالية الصناعية، إلى ارتفاع كبير في حجم القطاع المالي، وتزايد معدلات المضاربة على الأوراق المالية والابتكارات المالية، ومن ثم حدوث تقادم مصطنع أو غير حقيقي في أسعار الأصول (الفقاعة)، لا يلبث أن يؤدي إلى انفجار تلك الفقاعة مهددًا بوقوع أزمات مالية ذات عواقب وخيمة.

من الزيادة في المعروض النقدي يمكن أن يتم استخدامها لشراء الواردات وتملك الأصول الأجنبية. وهو الأمر الذي يمكن أن يؤدي بدوره لانخفاض قيمة العملة، مؤدياً لارتفاع معدلات التضخم وزيادة التوقعات بشأن المزيد من الارتفاع فيها. وكل ذلك من شأنه أن يؤثر في النهاية بالسلب على الاستقرار المالي.

ثالثاً: إن تعويم أسعار الصرف بشكل كامل على النحو الذي تناادي به النظرية النقدية الحديثة يعد مثاراً للجدل الواسع. فالأزمات التي عصفت باقتصاديات أمريكا اللاتينية تؤكد على أن أسعار الصرف المعومة تؤدي في العديد من الأوقات إلى عواقب وخيمة. كما أن انخفاض أسعار الصرف نتيجة للعجز المتزايد في عجز الموازنة العامة -الممول عن طريق إصدار المزيد من العملة- لا يمنع من وجود تضخم مستورد. أضف إلى ذلك، أن اتباع بعض الأسواق الناشئة لأسعار الصرف المعومة لم ينجح في جعلها بمعزل عن التأثير بالعوامل الخارجية، ولم يساعدها على اتباع سياسات داخلية مستقلة عن التأثيرات الخارجية مثلما تزعم النظرية النقدية الحديثة (Rey, 2015, p.25; Vergnhanini & De Conti, 2017, p.22).

وبالنظر إلى الواقع الفعلي، يتضح أن أغلب الدول على مستوى العالم تحتاج لشراء سلع وخدمات بالعملة الأجنبية، مما يعني أن الحاجة للحصول على العملات الأجنبية والحفاظ على القوة الشرائية للعملة المحلية مقارنة بغيرها من العملات الأجنبية هي القاعدة السائدة، وليست الاستثنائية كما تزعم النظرية النقدية الحديثة. ومن ثم، وبهدف مواجهة القيود الخارجية، تلجأ بعض الدول لاتباع أسعار صرف ثابتة وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، أو تلجأ للحد من معدلات النمو. وبناء عليه، فإن اللجوء للسياسات الانكماشية لا يعد اختياريًا تقوم به الدولة بمحض إرادتها كما تزعم النظرية النقدية الحديثة، وإنما قد تضطرها الظروف إليه (Ceseratto, 2016; Vergnhanini & De Conti, 2017, p.2).

وفي هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أن تحقق السيادة النقدية الكاملة يعتمد على توافر القدرة على إصدار عملة تتمتع بالقبول الدولي. ومثل ذلك القبول توافر قديماً عندما اتبعت الدول مذهب التجاريين أو "الماركنتيلية"، ثم توافر بعد ذلك بالنسبة للدولار الأمريكي الذي تمتع بقبول واسع غير محدود حتى نهاية القرن الواحد وعشرين. إلا أن إقبال البنوك المركزية على الاحتفاظ بالدولار الأمريكي كاحتياطي دولي قد أخذ في التراجع في العقدين الأخيرين. ذلك التراجع لم يقابله -على عكس المتوقع- إقبلاً متزايداً على الاحتفاظ بالعملات التقليدية كالليورو، والين الياباني والجنه الاسترليني بنسب أكبر في سلة الاحتياطي الأجنبي لتلك البنوك، وإنما

صاحبه تزايداً في الإقبال على العملات غير التقليدية مثل الدولار الأسترالي، والدولار الكندي، والرنمينبي الصيني، والوون الكوري، والدولار السنغافوري، والكورونة السويدية (Arslanalp et al., 2022, p.35).

ومع استمرار الحرب الروسية-الأوكرانية، تزايد التوقعات بحدوث تحولات أكبر في النظام النقدي العالمي الذي لطالما اعتمد بشكل رئيسي على الدولار الأمريكي، ليحل محله نظاماً تلعب فيه عملات الصين وروسيا والهند دوراً أساسياً في المعاملات الدولية أو المبادلات التجارية العالمية. ويمكن لمثل تلك التحولات أن تؤثر بدورها على السيادة النقدية للدولار الأمريكي، وغيره من العملات.

رابعاً: أكدت النظرية النقدية الحديثة على ضرورة أن تضع الحكومة برامج لضمان التوظيف. وفي ظل تلك البرامج، تجد الحكومة نفسها مضطرة لتحديد مستوى أجر أدنى من مستوى الأجر السائد حتى لا تقوم بسحب العمالة من القطاعات الأخرى. مثل هذا الأمر، قد يدفع بعض الحكومات -والتي لا تضع مصلحة العاملين على رأس قائمة اهتماماتها- لمحاولة استبدال عمالة القطاع العام بعمالة أرخص تتبع برامج التوظيف. أضف إلى ذلك، أنه مع انخفاض مستوى الأجر السائد في ضوء برامج التوظيف عن الحد الأدنى للأجور يصعب تلبية الاحتياجات المعيشية للعاملين. كما أن تحديد ذلك الأجر على هذا النحو يصاحبه ضغوط سياسية على الحكومة ويدفع المواطنين للتساؤل لماذا قد تمنح الحكومة في ضوء برامج التوظيف أجوراً أدنى من الحد الأدنى للأجور؟ ومع تزايد تلك الضغوط قد تجد الحكومة نفسها مضطرة لتخفيض الحد الأدنى للأجور ليتساوى مع الأجر السائد في ضوء برامج التوظيف، مما يضر بمصالح العاملين، ويؤدي أيضاً لانخفاض الناتج بالقطاع الخاص نتيجة تسرب بعض العمال ممن يتقاضون أجراً مساوياً للحد الأدنى للأجور في القطاع الخاص، إلى برامج التوظيف، نظراً لتساوي الأجرين آنذاك (Palley, 2015, p.20).

خامساً: تفترض النظرية النقدية الحديثة الاندماج أو التكامل التام بين السلطتين النقدية والمالية، بحيث أن السلطة المالية والسلطة النقدية -ممثلة في البنك المركزي- يتعاملان وكأنه قد تم دمجهما في كيان واحد. وتجدر الإشارة هنا إلى أن ذلك الاندماج الكامل قد لا يتوفر في كافة الدول التي تتمتع بالسيادة النقدية. فهناك العديد من الدول التي تفصل بين السلطتين. ومن ثم، فإن النظرية النقدية الحديثة قد تغافلت عن وجود مثل هذا الاختلاف في الترتيبات المؤسسية بين السلطتين، النقدية والمالية. وهو ما يعد بمثابة ضعفاً في مراعاة أحد جوانب الاقتصاد السياسي تعاني منه النظرية، ويؤدي لاختلاف النتائج في الواقع عما تفترضه النظرية.

وهنا يؤكد (Lavoie 2013) على أن الأفكار التي تطرحها النظرية النقدية الحديثة، كأن تقوم الحكومة بالتوسع في الإنفاق العام ببساطة من خلال إعطاء البنك المركزي الأمر بتغذية الحسابات المصرفية للمستفيدين، وكذا أن الحكومة لا تحتاج للاقتراض لتمويل العجز، وأن الضرائب لا تمويل النفقات الحكومية... إلخ، قد تعتبر منطقية ومقبولة فقط في حالة توافر شرط الاندماج والتكامل التام بين الحكومة والبنك المركزي. وهو ما يعد أمراً غير مضمون توافره.

وعلى الرغم من أن (Tymoigne & Wray 2013) يدافعان في ذلك الصدد بأن مثل تلك الترتيبات المؤسسية يمكن أن تتوافر في حال أرادت السلطة السياسية ذلك. إلا أن ذلك الدفع يعد غير كافٍ. فعدم توافر تلك الإرادة وغياب الاندماج التام بين السلطتين النقدية والمالية يقوض النظرية من الأساس ويجعلها عاجزة وغير قابلة للانطباق. وكان من الأجدر أن توضح النظرية النقدية الحديثة كيف يكون الوضع في حال عدم توافر تلك الإرادة، بدلاً من الإصرار على توافر ذلك الاندماج والدفاع عنه. وبناء عليه، فإن عدم وجود مثل ذلك التوضيح، يعد بمثابة وجه من أوجه الضعف التي تعاني منها تلك النظرية.

سادساً: إن النظرية النقدية الحديثة لا تؤيد استقلالية البنك المركزي، وذلك نظراً لأن البنك المركزي أصبح مطالباً، وفقاً لتلك النظرية، بتلبية رغبات الحكومة في تغذية حساباتها وإصدار المزيد من النقود. ومن ثم، فقد تغافلت تلك النظرية عن ذلك القدر من التجارب وكذا الدراسات العديدة، والتي تأتي على رأسها دراسة (Grilli et al. 1991)، ودراسة (Cukierman et al. 1992)، ودراسة (Cukierman 1994)، ودراسة (Jacome 2001) ... إلخ، والتي أثبتت على مر السنوات الماضية أن تمتع البنوك المركزية بالمزيد من الاستقلالية يصاحبه تحسناً في مؤشرات أداء الاقتصاد الكلي. كما تجاهلت هذه النظرية حقيقة أن العديد من الدول قد اتجهت في السنوات الأخيرة إلى منح بنوكها المركزية المزيد من الاستقلالية، ومن هذه الدول على سبيل المثال فرنسا، وإنجلترا، ونيوزيلندا، وغيرها العديد من الدول الصناعية.

سابعاً: يصعب تقبل آراء النظرية النقدية الحديثة بخصوص نشأة النقود، فالنقود لا تستخدم فقط لدفع الضرائب، وإنما هنالك دوافع أخرى للاحتفاظ بالنقود ساعدت في تطور الدور الذي تلعبه النقود. وتتمثل أبرز تلك الدوافع في أنها تستخدم كوسيط للتبادل، ومخزن للقيمة، ووحدة للحساب.

ثامناً: يؤخذ على النظرية النقدية الحديثة أيضاً أنها تركز بصفة مستمرة على جانب واحد للحقيقة، بينما تتجاهل الجوانب الأخرى. فعلى سبيل المثال، تفترض النظرية النقدية الحديثة أن أسعار الصرف إما أن تكون ثابتة أو معومة بشكل كامل. هذا في حين أن الخيارات المتاحة أوسع من ذلك بكثير. كما تفترض أن القروض تخلق الودائع، نافية إمكانية وجود جانب آخر للحقيقة ألا وهو أن الودائع هي الأخرى يمكنها أن تخلق قروضاً. كذلك الحال بالنسبة لدفاع النظرية عن فرضية أن الضرائب لا تمول النفقات الحكومية، نافية مرة أخرى وبشكل تام إمكانية أن الضرائب هي الأخرى يمكن أن تمول الإنفاق الحكومي. وهكذا، يلاحظ أن النظرية النقدية الحديثة تتجاهل بشكل كبير الخيارات والبدائل الواسعة المتاحة، وترتكز بصفة مستمرة وبشكل يتصف بعدم المرونة على بديل واحد من البدائل المتاحة، وكأنه هو البديل الأوحده متاح للاختيار.

تاسعاً: بملاحظة الواقع الاقتصادي الحالي، يمكن القول بأن تطبيق توصيات النظرية النقدية الحديثة على أرض الواقع لم يؤتي ثماره على النحو المنتظر. فمع تقادم أزمة فيروس كوفيد-١٩ وما صاحبها من تداعيات سلبية، اتبعت الولايات المتحدة الأمريكية توصيات النظرية النقدية الحديثة، وأقرت مجموعة من الحزم المالية التحفيزية المتتالية التي تهدف بشكل أساسي إلى التوسع بشكل مفرط في الإنفاق الحكومي دون الإلتفات إلى تزايد حجم الدين العام، وبحيث بلغ الدين الفيدرالي ٣٠,٥ تريليون دولار بحلول يونيو ٢٠٢٢، وذلك مقارنة بـ ٢٣,٢ تريليون دولار في نهاية عام ٢٠١٩. وتعد تلك الزيادة هي الأضخم في تاريخ الدين الفيدرالي (Roberts, 2022; Trading Economics, 2022).

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه في حين أدت تلك الحزم التحفيزية إلى دفع معدلات النمو الاقتصادي، بشكل مؤقت، إلا أنها أسفرت في المقابل عن العديد من المشكلات الأخرى. ويأتي على رأس تلك المشكلات تلك المتعلقة بالتأثيرات السلبية الناتجة عن تحفيز الطلب بشكل كبير لا يتناسب مع ظروف العرض السائدة في ضوء أزمة فيروس كوفيد-١٩ وتبعاتها، مما أدى إلى ارتفاع الأسعار وتزايد معدلات التضخم لتصل إلى ٩,١٪ في يونيو ٢٠٢٢، وهو أعلى معدل تضخم تسجله الولايات المتحدة الأمريكية منذ ٤٠ عامًا (Trading Economics, 2022). ولم تتمكن الزيادات التي شهدتها الأجور من الصمود في وجه تزايد معدلات التضخم، وسرعان ما تلاشى أثر تلك الزيادات مما أدى في النهاية للتأثير سلباً على الطبقات الفقيرة والمتوسطة. كما تزايدت درجة عدم المساواة في توزيع الأجور والثروات (Roberts, 2022). وكل ذلك يتناقض مع ما تشير

إليه فروض النظرية النقدية الحديثة من أن التوسع في الإنفاق الحكومي سيؤدي في النهاية إلى تحسين الأوضاع المعيشية للفقراء وتحسين درجة عدم المساواة في الدخل.

وهكذا، يتضح أن التوسع في الاستدانة بغرض الإنفاق على الاستثمار غير الإنتاجي كالإنفاق على الحماية الاجتماعية والتعليم المجاني لا يؤدي إلى توليد المنافع الاقتصادية المزعومة في ضوء النظرية. بل على العكس، يؤدي إلى تزايد معدلات التضخم وعرقلة النمو الاقتصادي والإضرار بالفئات الأكثر فقراً. ومن المثير للاهتمام أنه مع تفاقم الأوضاع تخلت الولايات المتحدة الأمريكية عن توصيات النظرية النقدية الحديثة ولجأت للاستعانة بشكل كبير بالسياسة النقدية ورفع أسعار الفائدة بشكل متتالي في محاولة منها لكبح جماح التضخم، وذلك على عكس ما تشير إليه فروض وتوصيات النظرية النقدية الحديثة من أنه في حال ارتفاع معدلات التضخم ينبغي الاعتماد على السياسة المالية وتخفيض حجم الإنفاق أو زيادة الضرائب، وأن أسعار الفائدة الطبيعية السائدة لا بد وأن تساوي الصفر.

أضف إلى ما سبق، أن رفع أسعار الفائدة في نهاية الأمر بشكل متتالي على النحو المشار إليه سابقاً، لتصل إلى ١,٧٥٪ و ٢,٥٪ على التوالي في يونيو ويوليو ٢٠٢٢ (Trading Economics, 2022)، يتنافى مع صحة فروض النظرية النقدية الحديثة التي تزعم بأن التوسع في الإنفاق الحكومي عن طريق التمويل بالعجز يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة.

خلاصة القول، قد تبدو بعض أفكار النظرية النقدية الحديثة على المستوى النظري جيدة، إلا أنها لا توتي ثمارها بالشكل المنتظر حال تطبيقها في الواقع العملي. وهو الأمر الذي دفع بالعديد من الدول، مثل كندا والصين، إلى إعادة النظر في مدى جدوى اتباع توصيات النظرية النقدية الحديثة بعد أن ارتفعت الأصوات المنادية بضرورة اتباعها في فترة ما بعد انتشار فيروس كوفيد-١٩.

خاتمة وخلاصة:

تتبلور الفكرة الرئيسية للنظرية النقدية الحديثة في أن الحكومة التي تتمتع بالسيادة النقدية لا يمكن أن تقلس أو تتعثر، وبالتالي يمكنها التوسع بحرية في الإنفاق العام طالما بإمكانها إعطاء الأمر للبنك المركزي عند اللزوم بتغذية حساباتها بالمبالغ التي تحتاجها لتمويل أعمالها. فتحقيق التشغيل الكامل للموارد والاستقرار المالى ينبغي أن تكون هي الأهداف الرئيسية التي تسعى السياسة المالية لتحقيقها بدلاً من التركيز على نسب العجز بالموازنة العامة للدولة والدين العام.

وتؤكد النظرية النقدية الحديثة على هيمنة السياسة المالية على النقدية. فعلى الرغم من أن النظرية النقدية الحديثة وفقاً لمسماها هي نظرية "نقدية"، إلا أنها في الحقيقة تعتمد بشكل أكبر على السياسة المالية لدفع النشاط الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية. وهي تركز بالأساس على العديد من أفكار "جون ماينارد كينز" وأنصاره، بحيث يعتبرها البعض امتداداً للنظرية الكينزية.

ويؤخذ على النظرية النقدية الحديثة أنها تركز بشكل مستمر على جانب واحد فقط من الحقيقة وتتجاهل الخيارات والبدائل الواسعة الأخرى المتاحة. كما تفقر لوجود إطار نظري متين، خاصة فيما يتعلق بالتضخم وأسعار الفائدة. كذلك، تتجاهل هذه النظرية، في تحليلها، الآثار السلبية التي يمكن أن تنتج عن التحرير الكامل لأسعار الصرف، وعن تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بشكل كامل بالاعتماد على التوسع في الإصدار النقدي. أضف إلى ذلك أنه بملاحظة الواقع الاقتصادي الحالي يتضح أن النتائج المنتظرة من تطبيق النظرية لم تتحقق على أرض الواقع.

وأخيراً، وعلى الرغم من الانتقادات الموجهة للنظرية النقدية الحديثة، إلا أنه لا بد من التأكيد على أن الأفكار التي طرحتها تلك النظرية بشأن أن الضرائب والسندات الحكومية لا تمثل مصادر تمويلية للإنفاق الحكومي، وأن التمويل هو للإنفاق الحكومي بالأساس وليس تمويلاً للعجز، وكذا أن اتخاذ القرارات المتعلقة بتمويل إنفاق حكومي ما من عدمه لا يجب أن تستند في المقام الأول إلى تأثيرها النهائي على حجم/نسبة الدين العام، تمثل وجهة نظر تختلف عن الآراء والأفكار السائدة وتستحق أن يتم أخذها بعين الاعتبار مع دراسة آثارها بجزر. فهي تقدم طريقة مختلفة للتفكير بشأن الإجراءات والتدابير المتعلقة بتمويل الإنفاق الحكومي، ومدخل مختلف يمكن من خلاله التعامل مع الضرائب والإنفاق الحكومي.

قائمة المراجع

- Armstrong, Phil. (2019). “An MMT perspective on macroeconomic policy space”, *Real-World Economic Review*, Issue No. 89, October, at: <http://www.paecon.net/PAERReview/issue89/whole89.pdf>
- Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen, and Chima Simpson-Bell. (2022). “The stealth erosion of the Dollar dominance: Active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies”, *IMF Working Paper*, WP/22/58, March.
- Benes, Elisa M. and Kieran Walsh. (2018). “Measuring unemployment and the potential labour force in labour force surveys”, International Labour Organization (ILO), *Statistical Methodology Series*, No. 6, Geneva, Swizeland, May, at: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---stat/documents/publication/wcms_627878.pdf
- Book, Joakim. (2021). “The mystery of Modern Monetary Theory”, *Economic Affairs*, No.41, Institute of Economic Affairs, pp:162-174, at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/ecaf.12449>
- Blinder, Alan S., and Robert M. Solow. (1972). “Does fiscal policy matter?”, *Econometric Research Program*, Research Memorandum No.144, Princeton University, New Jersey, August, at: <https://www.princeton.edu/~erp/ERParchives/archivepdfs/M144.pdf>
- Brady, Gordon L. (2020). “Modern Monetary Theory: Some additional dimensions”. *Atlantic Economic Journal*, No.48, International Atlantic Economic Society, pp.1-9, at: <https://doi.org/10.1007/s11293-020-09654-6>
- Burnham Terence C. (2020). “Stephanie Kelton, The deficit myth: Modern Monetary Theory and the birth of the people’s economy”. *Journal of Bioeconomics*, No. 22, pp.205–211, at: <https://doi.org/10.1007/s10818-020-09302-8>
- Cachanosky, Nicolás. (2021). “*Modern Monetary Theory: Nothing new under the sun*”. Library of Economics and Liberty, at: <https://www.econlib.org/library>

- Cesaratto, Sergio. (2016). "The state spends first: Logic, facts, fictions, open questions". *Journal of Post Keynesian Economics*, No. 39(1), pp.44-71, at: <http://dx.doi.org/10.1080/01603477.2016.1147333>
- Chohan, Usman W. (2020). "Modern Monetary Theory (MMT): A general introduction". *CASS Working Papers on Economics and National Affairs*, No. EC017UC, April 6, at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3569416
- Cukierman, Alex. (1994). "Central bank independence and monetary control", *The Economic Journal*, Vol.104, No.427, November, P.1437, at: <https://www.jstor.org/stable/2235462>
- Cukierman, Alex, Steven B. Webb and Bilin Neyapti. (1992). "Measuring the independence of central banks and its effects on policy outcomes", *The World Bank Economic Review*, Vol. (6), No.3, September 1992, at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/797831468739529187/Measuring-the-independence-of-central-banks-and-its-effect-on-policy-outcomes>
- Friedman, Milton. (1961). "The lag in effect of monetary policy", *Journal of Political Economy*, Vol. 69, No.5, pp.447-466.
- Greenwood, Adriana Mata. (1999). "International definitions and prospects of Underemployment Statistics", ILO Bureau of Statistics, paper prepared for the "Seminario sobre Subempleo" organized by the Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) and the Universidad Javeriana, Colombia, 8 - 12 November, at: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---stat/documents/publication/wcms_091440.pdf
- Grilli, Vittorio, Donato Masciandaro and Guido Tabellini. (1991). "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries", *Economic Policy*, Vol.6, No.13, October 1991, pp.341-392, at: https://www.researchgate.net/publication/243726953_Political_and_Monetary_Institutions_and_Public_Financial_Policies_in_the_Industrial_Countries

- Hogan, Thomas L. (2021). “Stephanie Kelton, The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy”. *The Review of Austrian Economics*, February 9, at: <https://doi.org/10.1007/s11138-021-00543-y>
- Jacome H., Luis Ignacio. (2001) “Legal central bank independence and inflation in Latin America during the 1990s”, *IMF Working Papers*, WP/01/212, December.
- Lavoie, Marc. (2013). “The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique”. *Journal of Economic Issues*, Volume 47, Issue 1, 2013, pp.1-32, at: <https://doi.org/10.2753/JEI0021-3624470101>
- Lavoie, Marc. (2019). “Modern monetary theory and post-Keynesian economics”, *Real-World Economics Review*, Issue No. 89, pp.97-108.
- Mitchell, Bill. (2016). “*Modern Monetary Theory: Balance of payments constraints*”, February 10, at: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=32931>
- Mitchell, Bill. (2018). “*MMT and the external sector*”, September 26, at: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=40433>
- Mitchell, William F., L. Randall Wray, and Martin Watts. (2019). “*Macroeconomics*”, London, Red Globe Press.
- Murray, Michael J. and Mathew Forstater. (2017). “*The job guarantees and Modern Money Theory: Realizing Keynes’s labor standard*”, Binzagr Institute for Sustainable Prosperity, Palgrave Macmillan.
- Palley, Thomas I. (2013). “Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory”, *IMK Working Paper*, No.109, Hans-Böckler-Stiftung, Macroeconomic Policy Institute (IMK), at: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/105973/1/imk-wp_109_2013.pdf
- Palley, Thomas I. (2014 a). “*Modern money theory (MMT): the emperor still has no clothes*”, February, at: https://thomaspalley.com/docs/articles/macro_theory/mmt_response_to_wray.pdf.

- Palley, Thomas I. (2014 b) “The critics of modern money theory (MMT) are right”, *IMK Working Paper*, No.132, Hans-Böckler-Stiftung, Macroeconomic Policy Institute (IMK), March 2014.
- Palley, Thomas I. (2015). “Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory”, *Review of Political Economy*, Vol. 27, No.1, 2015, pp.1-23, at: <http://sarkoups.free.fr/palley14b.pdf>
- Phillips, A. W. (1958). “The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the UK 1861-1957”, *Economica*, Vol.25, Issue No. 100, November, pp. 283-299, at: <https://doi.org/10.2307/2550759>
- Rey, Helene. (2015). “Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence”, *NBER Working Paper Series*, No.21162, pp.1-42, at: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21162/w21162.pdf
- Roberts, Michael. (2019). "Modern Monetary Theory: A Marxist critique", *Class Race and Corporate Power*, Vol. 7, Issue 1, at: <http://dx.doi.org/10.25148/CRCP.7.1.008316>
- Rochon, Louis-Philippe. (2011). “Post-Keynesian interest rate rules and macroeconomic performance: A comparative evaluation”, in Claude Gnos and Louis-Philippe Rochon (ed.), “*Credit, money and macroeconomic policy*”, Edward Elgar Publishing.
- Rogoff, Kenneth. (2019). “Modern monetary nonsense.” *Project Syndicate*, March 4, at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/federal-reserve-modernmonetary-theory-dangers-by-kenneth-rogoff-2019-03>
- Sawyer, Malcolm. (2019). “Modern monetary theory: is there any added value?”. *Real-World Economics Review*, Issue No.89, October.
- Summers, Lawrence H. (2019). “The left’s embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster”, *Washington Post*, March 4.
- Tobin, James, and Willem H. Buiter. (1974). “Long run effects of fiscal and monetary policy on aggregate demand”, Cowles Foundation for Research in Economics, *Cowles*

- Foundation Discussion Papers*, No. 384, Yale University, December 13, at: <https://willembuiter.com/CFDP0384.pdf>
- Trading Economics. (2022) "*United States Inflation Rates*", July, at: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>
 - Tymoigne, Eric. (2006). "*Central banking, asset prices and financial fragility*", Routledge, New York, 1st edition.
 - Tymoigne, Eric. (2021). "Seven Replies to the Critiques of Modern Money Theory", *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper Series*, No.996, December 13, at: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_996.pdf
 - Tymoigne, Eric and Randall Wray. (2013). "Modern Monetary Theory 101: A reply to critics", *Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper Series*, No. 778, November.
 - Vergnhanini, Rodrigo and Bruno De Conti. (2016). "Modern Monetary Theory: A criticism from the periphery", *Brazilian Keynesian Review*, No. 3(2), 2nd Semester, 2016, pp.16-31.
 - Wray, L. Randall. (2009), "Understanding modern money: How a sovereign currency works". Conference: "*Interdisciplinary Workshop on Money*", Free University, Berlin, June, pp. 1-28, http://www.levyinstitute.org/pubs/Wray_Understanding_Modern.pdf
 - Wray, L. Randall. (2012). "*Modern Monetary Theory: A primer on Macroeconomics for sovereign monetary systems*". Palgrave Macmillan.
 - Wray, L. Randall. (2016). "Taxes are for redemption, not spending", *World Economic Review*, No.7, pp. 3-11, at: <http://wer.worldeconomicsassociation.org/files/WEA-WER-7-Wray.pdf>
 - Wray, L. Randall. (2019). "Alternative Paths to Modern Money Theory". *Real World Economics Review*, Issue No. 89, October 1.
 - Wray, L. Randall. (2020). "Sovereign Currency and Non-Sovereign Budgets: The Modern Money Theory Approach". *Public Budgeting & Finance*, Volume 40, Issue 3, Fall, pp.26-48, at: <https://doi.org/10.1111/pbaf.12251>