

السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

الباحث / فلاح بن عبد الهادي بن حزام العجمي
مسجل دكتوراه بقسم الاقتصاد السياسي والتشريعات الاقتصادية
كلية الحقوق - جامعة المنصورة .

تحت إشراف

السيد الأستاذ الدكتور / إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف

أستاذ الاقتصاد السياسي والتشريعات الاقتصادية

ووكيل كلية الحقوق - جامعة المنصورة للدراسات العليا والبحوث

مقدمة

إنَّ البنك الفيدراليَّ الأمريكيَّ من أكبر المؤسسات المالية وَزناً في العالم من حيث القوة والتأثير من خلال سياساته، حيث يتمُّ متابعة قراراته بصورة تفصيلية من قِبَل كلِّ المُستثمرين في العالم، وأيَّ تغييرٍ قد يطرأ على السياسة النقدية الخاصة به يُؤثِّر على أسواق العالم بأكمله، وقد برز دوره بعد الدَّعايات التي خلفتها الأزمة المالية العالمية عن طريق تطبيقه لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ولقد نجحت هذه السياسات في كثيرٍ من الجوانب.

وتعدُّ السياسة النقدية من أهمِّ السياسات الاقتصادية؛ نظراً للدور الذي تلعبه في تحقيق أهداف المجتمع جنباً إلى جنبٍ مع السياسات الاقتصادية الأخرى. وتأتي أهمية السياسة النقدية بما لها من تأثيرٍ على النظام الاقتصادي من حيث معدلات النموِّ ومستوى الإنتاج والتشغيل وتوزيع الثروة والدخل الحقيقي. وليس من الخطأ أن يُسمَّى النظام الاقتصادي الحديث بـ "النظام الاقتصادي النقدي"، وهذه التسمية لم تطلق على سبيل المبالغة، ولكنها تُعبِّر عن واقع الحياة الاقتصادية، والمبادلات التي تتمُّ من الأطراف المتعاملة والتي تخضع إلى أسلوب إدارة هذا النظام، فإذا كان يتَّصف بحسن التيسير انتعشت حركة المبادلات، وساعد ذلك على التنمية الاقتصادية.

وبعدُ البنك المركزيُّ هو السُّلطة النقدية الرئيسة، وهو المسؤول عن إعداد وتنفيذ السياسة النقدية، والتي تهدفُ إلى تحقيق التوازن بين العرض والطلب للنقود، وذلك من خلال تعديل سعر الفائدة، وهذا التوازن الدقيق بين العرض والطلب على النقود يتحقَّق من خلال تجنب زيادة النقد؛ لتفادي ارتفاع معدل التضخم، وبعدُ الهدف الرئيس للبنوك المركزية هو السيطرة على مستوياتٍ منخفضةٍ من التضخم، والعمل على تحقيق استقرار الأسعار.

- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في التركيز على مسارات السياسة النقدية للاحتياطيَّ الفيدراليَّ الأمريكيَّ وانعكاس أدواتها في مؤشرات اقتصادية ومالية مختلفة؛ من أجل تحديد أثر السياسة النقدية عبر مؤشرات كفاءة أداء السياسة النقدية من أجل زيادة النمو الاقتصادي، وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي تعود بالفائدة على جميع مكونات الاقتصاد الوطني من مؤسسات الأفراد؛ بهدف الحد من التضخم والبطالة وزيادة متوسط الدخل للفرد.

- إشكالية الدراسة:

تعدُّ التدخُّلات في عمل استخدام أدوات السياسة النقدية من المشاكل الرئيسة في تنفيذ وصياغة الإجراءات النقدية والمتعلِّقة باستخدام أدواته الكمية والتي ترتبطُ بمدى استقلالية الاحتياطيَّ الفيدراليَّ الأمريكيَّ، لذا يجب تحديد آثار السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي عن طريق قياس التَّفاوت في أثر أدوات السُّلطة النقدية والتي تنعكس في مُتغيِّرات الاقتصاد الكلي والتي تقيس كفاءة أداء السياسة النقدية.

- تساؤلات الدراسة: تسعى الدراسة إلى تحقيق عديد من التساؤلات، منها:

- تحديد الإطار العام لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.
- تحديد مسار السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.
- الإحاطة بأدوات السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ومدى أهميتها.
- النتائج المترتبة على السياسات النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على إنعاش الاقتصاد.

- منهج الدراسة: اعتمد الباحث في هذه الدراسة على بعض مناهج البحث المناسبة، منها:

- المنهج الاستقرائي: وذلك من خلال استقراء واقع السياسة النقدية من خلال تحليل الأدوات الكمية للسلطة النقدية، وكذلك تحليل مؤشرات أداء كفاءة السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.
- المنهج التحليلي الوصفي: من خلال تحليل بيانات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وكذا الإحصائيات والنشرات التي يصدرها البنك، وتحليل كافة البيانات الواردة بهذه النشرات؛ بهدف تحديد العوامل التي تحكم وضع الاقتصاد الأمريكي وتحديد اتجاهاته ودور أدوات السياسة النقدية في ذلك؛ بهدف الوصول إلى النموذج الذي يهدف إلى تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي.

- خطة الدراسة:

وللإمام بجوانب هذا البحث ارتأينا تقسيمه إلى مبحثين يسبقهما مبحث تمهيدي، وذلك كالآتي:

- المبحث التمهيدي: الإطار العام لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.
- المبحث الأول: أدوات السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.
- المبحث الثاني: مدى كفاءة أدوات السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

المبحث التمهيدي

الإطار العام لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

يعدّ البنك الفيدرالي الأمريكي من أكبر وأقوى المؤسسات النقدية في العالم من حيث القوة والتأثير من خلال سياساته، حيث يتم متابعة قراراته بصورة تفصيلية من قبل كل المستثمرين في العالم، وذلك بما يملكه من أدوات سياسات وقرارات تؤثر على الأسواق العالمية، حيث إن أي تغيير لديه يتم متابعته بصورة تفصيلية وباهتمام من قبل المستثمرين في العالم.

المطلب الأول

نشأة بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

أنشئ أول بنك قومي للولايات المتحدة الأمريكية في عام ١٧٧١، حيث تم منحه امتيازات احتكارية لمدة عشرين سنة قابلة للتجديد، وهذا ما أدى بأصحاب المصالح إلى المعارضة، وبالتالي لم يُمنح التجديد عندما حان وقته. وفي عام ١٨١٦ أنشئ بنك قومي آخر أُعطيت له سلطات أوسع في الإشراف والتوجيه، وكان ذا صلة وثيقة بالحكومة وأهداف السياسة الاقتصادية، وقام على المبادئ المتبعة في أوروبا، لكن التقدم الاقتصادي المضطرب الذي شهدته الولايات المتحدة الأمريكية خلال القرن التاسع عشر خاصة بسبب إصدار أوراق البنكنوت، أدى بالحكومة الفيدرالية إلى إصدار تشريع لتوحيد نوع الأوراق النقدية التي تصدرها البنوك من حيث الفئات والمظهر والغطاء اللازم للوفاء.

وتسبب الذعر الذي حدث عام ١٩٠٧ في الولايات المتحدة الأمريكية في ضرورة مراجعة النظام المصرفي اللامركزي، وأوضحت اللجنة النقدية القومية المشكلة لدراسة الأوضاع النقدية والمصرفية بضرورة إخضاع البنوك التجارية لرقابة البنك المركزي على غرار بنك إنجلترا وفرنسا، واستناداً إلى ذلك أُسس النظام الاحتياطي الفيدرالي بموجب القانون الذي صدر عام ١٩١٣ والذي اشترط قيام نظام إقليمي من بنوك الاحتياطي الفيدرالي تمثل سلطة البنك المركزي، لذا أنشئ في كل منطقة بنك احتياطي فيدرالي يقوم بوظائف البنك المركزي في منطقته، ويتكون رأسماله من مساهمة البنوك التجارية الأعضاء بما يعادل ٦% من رأسمال البنك التجاري واحتياطياته.

ورغم ذلك فإن بنوك الاحتياطي الفيدرالي تعدّ من الناحية الإدارية مؤسسات شبه حكومية تعمل للصالح العام ولا تستهدف تحقيق الأرباح، ويقوم كل بنك من بنوك الاحتياطي الفيدرالي بوظائف البنك المركزي في منطقته، وبالخصوص فهو يتمتع بسلطات واسعة في الرقابة على الائتمان المصرفي، من خلال سياسة تغيير نسب الاحتياطي وسياسة سعر إعادة الخصم، إضافة إلى سياسة السوق المفتوحة التي شكّلت لها لجنة على المستوى القومي، وفي الأخير نُشير إلى أن بنوك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تقوم بجمع ودائع الخزينة الأمريكية، وتدفع الالتزامات الحكومية، كما أنها تُقرض الخزينة مباشرة.

وتُوجد عدّة تعريفات للبنك الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ، نذكر منها ما يلي:

– **التعريف الأول:** الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ هو البنك المركزيّ الأول والوحيد التابع للولايات المتّحدة الأمريكيّة والذي تأسّس في ٢٣ ديسمبر ١٩١٣؛ نتيجةً للاستجابة لعدّة هزّاتٍ اقتصاديّةٍ أصابت البلاد آنذاك.

– **التعريف الثاني:** هو البنك المركزيّ للولايات المتّحدة الأمريكيّة، مقرّه العاصمة واشنطن، حيث يعدّ هو المسؤول عن السّياسة النقديّة للولايات المتّحدة الأمريكيّة واستقرار العملة وسعر صرفها وطباعة النقود والتحكّم بمعدّل الفائدة على القروض، كما أنّه المُنفذ للبنوك العاملة في الولايات المتّحدة الأمريكيّة عبر إقراضها أثناء الأزمات الماليّة من خلال سياسة التيسير الكميّ، حيث يُشرف على البنوك ليتأكّد من عدم استعمالها سياسةً مُتهوِّرةً، وأنّ جميع تعاملاتها الماليّة تسير في الاتجاه الصحيح.

– **التعريف الثالث:** الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ هو البنك المركزيّ المسؤول عن السّياسة النقديّة الأمريكيّة؛ والذي يُشرف على البنوك، ويحافظ على الاستقرار الماليّ، ويُقدّم الخدمات الماليّة للحكومة الأمريكيّة ومواطنيها.

ومن التعاريف السّابقة يُمكن إعطاء تعريفٍ شاملٍ للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ:

الاحتياطيّ الفيدراليّ هو البنك المركزيّ للولايات المتّحدة الأمريكيّة والأقوى في العالم؛ لما يمتنع به من سلّطاتٍ واستقلاليّةٍ في اتّخاذ القرارات وتنفيذ السّياسة النقديّة؛ من أجل ضمان استقرار نقديّ وأمن اقتصاديّ.

المطلب الثاني

الهيكل التنظيميُّ للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ

أدرّك أعضاء الكونغرس عندما أسّسوا نظام الاحتياطيّ الفيدراليّ أنّ المؤسّسة سوف تكون في منتهى القوّة، وعلى هذا قاموا بتوزيع هذه القوّة على مُحرّكين رئيسيين من المراكز الماليّة الأمريكيّة الرئيّسة، مثل نيويورك، إلى أماكن أخرى في الدولة، ومن أجل ذلك قسّموا الولايات المتّحدة إلى ١٢ مقاطعة احتياطيّ فيدراليّ لدى كلّ منها بنك احتياطيّ فيدراليّ.

ويتكوّن هيكل البنك الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ ممّا يلي:

١ – **مجلس المحافظين (المجلس الاحتياطيّ الاتّحاديّ):** تمّ تأسيسه من قبل الكونغرس على أنّه السّلاح الذي يتمّ استخدامه من قبل الجهاز المصرفيّ المركزيّ في البلاد، وهذا المجلس يُشرف على بنك الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ، ويتألّف من سبعة أعضاء، يتمّ تعيينهم من قبل رئيس الولايات المتّحدة الأمريكيّة، ويصادق عليهم مجلس الشيوخ، ومدة العضويّة في هذا المجلس هي ١٤ سنةً مُتعدّدة التعيّينات، حيث يُمكن أن يكون أعضاء مجلس المحافظين من داخل بنك الاحتياطيّ الفيدراليّ، على أن يتمّ تعيين الأعضاء ذوي الكفاءة لهذه المناصب. ويترأس هذا المجلس رئيس ونائب له، ويتمّ تعيينهما من قبل الرئيس، ويصادق عليها مجلس الشيوخ،

ويتم ترشيح أعضاء المجلس القائم آنذاك ليشغلوا هذين المنصبين، عهدتهما في الأغلب هي ٤ سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة.

ويُقدّم مجلس المحافظين العديد من الخدمات التي تُقدّمها البنوك الاتحاديّة لمؤسسات الإيداع والحكومة تُشبه الخدمات التي تُقدّمها البنوك ومؤسسات الادّخار لعملائها، ويتمثّل عملها في الاحتفاظ باحتياطيّ البنوك والاستمرار بتزويد الاحتياطات النقديّة لمؤسسات الإيداع وتقديم القروض لهم. هذا بالإضافة إلى القيام بتحريك العملة والنقود داخل وخارج البلاد، وجمع ومعالجة الملايين من الشيكات كل يوم، وتعمل أيضاً على توفير وفحص حسابات وزارة الماليّة وإصدار وتلخيص الأوراق الحكوميّة والإشراف على سلامة البنوك الأعضاء.

٢- البنوك الاحتياطية الفيدرالية الإقليمية: تتوزّع البنوك الإقليمية في جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكيّة وفي مختلف المدن الرئيسيّة، تمّ تقسيمها إلى اثني عشر بنكاً على اثنتي عشرة منطقة مختلفة، وكلّ منها تحتوي على بنك احتياطيّ إقليميّ، يُطلق على كلّ بنك من هذه البنوك الاثني عشر الاحتياطيّ الفيدراليّ منسوباً إلى المدينة التي يتواجد بها، وتتمثّل هذه المدن في: بوسطن، نيويورك، سان فرانسيسكو، شيكاغو، فيلاديلفيا، ريتشموند، كليفلاند، سانت لويس، أتلانتا، مينيا بوليس، دالاس، كانسا سيتي.

من أهمّ ما يميّز هذه البنوك أنها ليست بنوكاً للودائع، وتكون مهمّة هذه البنوك تولّي عمليّة المقاصة وإدارة العملة في التداول؛ عن طريق سحب الأوراق التالفة من التداول، وإصدار عملات جديدة، وتقديم القروض إلى البنوك الأخرى داخل المنطقة، والقيام بوظائف الإشراف والرّقابة عليها، واقتراح سعر الخصم. ويتمّ إدارة كلّ بنك احتياطيّ من قبل مجلس إدارة يترأسه رئيس، يُعيّنون من قبل وزارة الخزانة الأمريكيّة.

٣- لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية: وهذه اللجنة هي المسؤولة عن وضع السّياسة النقديّة في الولايات المتحدة الأمريكيّة، وتتألّف من جميع أعضاء مجلس الاحتياطيّ الفيدراليّ السبعة ورؤساء البنوك الإقليمية الاثني عشر، غير أنّ خمسة من الاثني عشر من رؤساء البنوك الإقليمية يُسمح لهم بالتصويت في أيّ وقت، وهم: رئيس بنك الاحتياطيّ في نيويورك وأربعة آخرون يتجدّدون في كلّ عام، وبسبب هذا التشكيل يتحلّى البنك بجانبين: خاصّ وعامّ، حيث تمّ تأسيسه لخدمة مصالح عامّة الشعب من جهة، وكذلك المؤسسات المصرفيّة الخاصّة من جهة أخرى. كما يقوم الاحتياطيّ الفيدراليّ بجملة من الوظائف، منها ما يتعلّق بتقديم خدمات الدفع ووضع السّياسة النقديّة، ومنها ما يخصّ الجوانب التنظيميّة له.

٤- البنوك الأعضاء: البنك العضو هو مؤسسة خاصّة تمتلك أسهماً في البنك الاحتياطيّ الإقليميّ، وتحفظ جميع البنوك المُستأجرة وطنياً بمخزون في أحد بنوك الاحتياطيّ الفيدراليّ الإقليميّ، وقد تختار البنوك من الدول أن تكون أعضاء، وأن تحفظ بمخزونها في مصرف الاحتياطيّ الفيدراليّ الإقليميّ وكميّة الأسهم التي يتوجّب أن يمتلكها البنك العضو تساوي ٣% من رأسمالها وفائضها، ومع ذلك فإن الاحتفاظ بالمخزون في بنك الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ ليس مثل امتلاك أسهم في شركة مُداوليّة، وبشكل عامّ هذه الأسهم لا يُمكن بيعها

أو تداولها، والبنوك الأعضاء لا تُسيطر على البنك الاحتياطي الفيدرالي نتيجة امتلاك هذا المخزون من أرباح البنك الإقليمي الذي هو فيه.

ويُتلقى البنك العضو توزيعات أرباح تُساوي ٦% من الأسهم التي تمّ شراؤها، أما ما يتبقى من أرباح البنك الاحتياطي الفيدرالي الإقليمي فيُعطى لوزارة الخزانة بالولايات المتحدة الأمريكية، ففي عام ٢٠١٥ حقق البنك الفيدرالي أرباحاً بلغت ١٠٠ مليار دولار، ووزع أرباحاً مقدرةً بـ ٢,٥ مليار دولار على البنوك الأعضاء، فضلاً عن عائدات قدرت بـ ٩٧ مليار دولار لوزارة الخزانة الأمريكية.

٥- المجالس الاستشارية: وتُقدّم ثلاثة مجالس استشارية قانونية تتمثل في المجلس الاستشاري الاتحادي، والمجلس الاستشاري للمستهلكين، والمجلس الاستشاري لمؤسسات الادخار، تُقدّم المشورة إلى المجلس بشأن المسائل ذات الاهتمام الحالي، وتجتمع هذه المجالس التي ينتمي أعضاؤها إلى كلِّ مقاطعات الاحتياطي مرتين أو أربع مرّات في السنة، ولدى البنوك الاحتياطية الفيدرالية لجنة استشارية للمؤسسات الاتحادية اثنتي عشرة إدارية ولجان الأعمال التجارية الصغيرة واللجان الاستشارية الزراعية، وعلاوة على ذلك يجتمع المسؤولون من جميع المصارف الاحتياطية دورياً في لجان مختلفة.

المطلب الثالث

وظائف البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

ويؤدّي البنك الاحتياطي الفيدرالي مجموعةً من الوظائف؛ من أجل تحقيق المصالح المخوّلة له وتعزيز قوة الاقتصاد الأمريكي، ومن بين هذه الوظائف نذكر ما يلي:

أولاً: وضع السياسة النقدية وتقديم خدمات الدفع

١- وضع السياسة النقدية: وتعدّ من أهمّ الوظائف التي يقوم بها الاحتياطي الفيدرالي، ويشير مُصطلح "السياسة النقدية" إلى الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي، مثل مجلس الاحتياطي الاتحادي للتأثير على توافر تكلفة المال والائتمان؛ للمساعدة على تعزيز الأهداف الاقتصادية الوطنية، وهذه الأهداف تتمثل في حماية القوة الشرائية للدولار وتشجيع الظروف الداعمة للنمو الاقتصادي، ويسهم مجلس الاتحاد في الاحتياطي في تحقيق هذه الأهداف من خلال إجراءات السياسة النقدية التي تُؤثّر على توافر تكلفة المال والائتمان.

ويُمثّل مجلس الاحتياطي الفيدرالي السلطة السياسية النقدية في البلاد، وتتضمّن التأثير في تكلفة الائتمان لتعزيز اقتصاد سليم، وقد كلف الكونغرس المجلس الاحتياطي لتحقيق هدفين رئيسيين، هما: تعزيز الحد الأقصى من الإنتاج والعمالة، واستقرار الأسعار. ولتعزيز النمو الاقتصادي مع الحفاظ على استقرار الأسعار يجب على مجلس الاحتياطي الاتحادي الموازنة بين تدفق الأموال والائتمان، ويتحقّق هذا التوازن من خلال التأثير على

مستويات احتياطات المؤسسات المالية، مما يؤثر بدوره على قدرة المؤسسات على تقديم القروض وشراء الاستثمارات.

وهذا ما يعني المحافظة على مستوى منخفض للتضخم؛ إذ يتطلب ذلك استخدام أدوات السياسة النقدية لرفع سعر الفائدة على الأموال الدخارية؛ أي تطبيق سياسة انكماشية لمحاربة الركود الاقتصادي، كما يمكن له استخدام أدواتها لخفض سعر الفائدة؛ أي تطبيق سياسة توسعية، وهذه الأدوات هي:

- **عمليات السوق المفتوحة:** تعد من أدوات السياسة النقدية الأكثر استخداماً من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وذلك من خلال شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية في السوق المفتوحة.

- **معدل الخصم:** سعر الخصم هو سعر الفائدة بالنسبة للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وخلافاً لعمليات السوق المفتوحة التي يتم فيها تحديد سعر الفائدة على الأموال الدخارية من خلال العرض والطلب على النقود في النظام المصرفي، فإن سعر الخصم يتم تحديده من طرف بنك الاحتياطي الفيدرالي، حيث يخضع لرقابة مجلس المحافظين، ويتم تعيين مستوى سعر الخصم فوق المعدل المستهدف على الأموال الفيدرالية، وبهذا فإن معدل الخصم يعد بمثابة مصدر احتياطي لتمويل مؤسسات الإيداع.

٢- **توفير العملة:** يعد الفيدرالي الأمريكي المسؤول عن توزيع العملة وضمان ما يكفي منها لتلبية الطلب العام، حيث تطلع من طرف مكتب الولايات المتحدة الأمريكية والنقش والطباعة في واشنطن وتكساس، فيتم بذلك شحن العملة للبنوك وفروعها في جميع أنحاء البلاد.

٣- **تقديم خدمات الدفع:** وذلك من خلال المحافظة على ما يكفي من العملة لتلبية الطلب العام وتقديم خدمات تحصيل الشيكات للبنوك ومؤسسات الإيداع الأخرى، وتوفير الخدمات المالية لحكومة الولايات المتحدة الأمريكية وبعض المؤسسات الأجنبية.

٤- **تسوية المدفوعات الحكومية:** تقدم البنوك الاحتياطية عدداً من الخدمات المصرفية والمالية لوزارة الخزانة الأمريكية، بما في ذلك اثنتان من الخدمات الرئيسية، وهما: حساب فحص الخزانة والوكيل المالي للخزانة. ويتم ذلك من خلال معالجة مجموعة واسعة من المدفوعات الإلكترونية للحكومة الأمريكية، مثل: الضمان الاجتماعي، الشيكات والرواتب، كما يقوم بدعم إصدار سندات الخزانة الأمريكية.

٥- **المدفوعات الإلكترونية وتحويل الأموال:** تقوم البنوك الاحتياطية وأخرى من القطاع الخاص بتوفير المعالجة الإلكترونية للمدفوعات الإلكترونية، ويقوم البنك الفيدرالي بحوالي ثلاثة أرباع المدفوعات في الولايات المتحدة الأمريكية، ويتم استخدام المدفوعات الإلكترونية التي هي أرخص عملية من الشيكات للإيداع المباشر من كشوف المرتبات ومدفوعات الشركات للتأمين، ويستخدم المستهلكون تحويلات لدفع أقساط التأمين والرهون العقارية والقروض وغيرها من فواتير الخدمات.

كما تُوفّر البنوك الاحتياطية نظام تحويل الأموال الإلكتروني الذي يُمكن لمؤسسات الإيداع أن تستخدمه لإجراء مدفوعات ذات قيمة كبيرة وقيمة زمنية للمشتريات بين البنوك ومبيعات الأوراق المالية وصرف أو سداد القروض وتسوية المعاملات العقارية، كما يُوفّر مركز تبادل المعلومات وسيلة إلكترونية لتبادل الخصم والائتمان بين مؤسسات الإيداع لتسوية المعاملات في البلاد، والتي تشمل عمليات الضمان الاجتماعي والمبالغ المسترجعة على الضرائب، كما تشمل تحويلات الخصم المدفوعات المتكررة لقروض الرهن العقاري وأقساط التأمين وفواتير الخدمات، كما يتم نقل الحركات الدائنة والمدينة إلكترونياً من خلال نظام الاتصالات المحسوبة، التي تنقل الأموال على الفور من مؤسسات الإيداع إلى أي مكان آخر في الولايات المتحدة الأمريكية.

٦- تقديم الخدمات إلى المؤسسات القائمة بالإيداع: وكجزء من البنك المركزي في البلاد تتشارك البنوك الاحتياطية الإقليمية بنشاط في نظام الدفع الوطني لمساعدتها على العمل بأقصى قدر من الكفاءة والأمان، وعلى عكس مقدمي خدمات الدفع الخاصة التي تتقاضاها علي حسب تكاليفها ولا تتجاوزها. ومنذ صدور قانون تحرير مؤسسات الإيداع والتحكم النقدي لعام ١٩٨٠ لم تكن الخدمات المالية للبنوك الاحتياطية متاحة فقط للبنوك الأعضاء في النظام الاحتياطي الاتحادي، وإنما أيضاً للبنوك التجارية غير الأعضاء وجميعيات الادخار والقروض والاتحادات الائتمانية وبنوك الادخار المتبادل.

ثانياً: الوظائف التنظيمية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

تتمثل المهام التنظيمية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي فيما يلي:

١- الإشراف على عمليات الاستحواذ والاندماج: وتخضع البنوك التجارية لمجموعة متنوعة من اللوائح التي تهدف إلى التأكد من أنها تخدم المودعين والمجتمعات المحلية بشكل جيد وتتبع المبادئ المصرفية السليمة. ويتكون مجلس الاحتياطي من وكالات تنظيمية مصرفية أخرى مسؤولة عن كتابة هذه اللوائح وفحص البنوك لتحديد مدى امتثالها، ويتولى مجلس المحافظين المسؤولية التنظيمية بمجلس الاحتياطي الاتحادي من خلال قواعد تقيد أو تسمح بأنشطة البنك، وغالباً ما يعتمد المجلس هذه اللوائح كاستجابة للتشريع الاتحادي.

إضافة إلى اكتساب مجلس الاحتياطي الفيدرالي مسؤولية إشرافية إضافية بموجب قانون "دود فرانك" لإصلاح Wall Street وحماية المستهلك، بما في ذلك سلطة مراقبة المؤسسات الكبيرة أو المعقدة التي يمكن أن تهدد استقرار الاقتصاد الأمريكي والنظام المالي، كما أنشئ التشريع لمراقبة الاستقرار المالي من خلال تحديد المخاطر الناشئة التي تواجه النظام المالي ومعالجتها، وإضافة إلى ذلك ترصد البنوك الاحتياطية امتثال البنوك التجارية لقوانين حماية المستهلك المتعلقة بالائتمان وقانون الحقيقة في الاقتراض.

ويمارس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سلطة واسعة على هيكل النظام المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث حدد قانون الشركات القابضة المصرفية مسؤولية رئيسة للاحتياطي الفيدرالي تمثلت في الإشراف وتنظيم أنشطة الشركات القابضة، ومن خلال هذا القانون سعى الكونغرس إلى تحقيق هدفين أساسيين:

- تجنّب نشوء احتكار أو كبح التجارة في الصناعة البنكية؛ من خلال الاستحواذ على بنوك إضافية من طرف الشركات قابضة للبنوك.

- إبقاء الصيرفة والتجارة منفصلتين؛ من خلال تقييد الأنشطة غير المصرفية الخاصة بالشركات القابضة للبنوك.

- **الاستحواذ على البنوك:** بموجب قانون الشركات القابضة للبنوك، فإن أي شركة تسعى من أجل أن تصبح شركة مصرفية قابضة يجب أن تحصل على موافقة من مجلس الاحتياطي الفيدرالي أولاً، فقبل الحصول على أكثر من ٥% من الأسهم يجب على جميع الشركات المصرفية القابضة إرسال التقارير اللازمة إلى النظام الفيدرالي، إذ إنه وعند النظر إلى طلبات شراء بنك أو شركة مصرفية قابضة يتعين على بنك الاحتياطي الفيدرالي أن يأخذ في الحسبان الآثار المحتملة لهذا الاستحواذ، إضافة إلى فعالية سياسات الشركة لمكافحة غسيل الأموال.

- **اندماج البنوك:** يقوم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بمهمة تنظيمية أخرى؛ ألا وهي العمل على دمج البنوك المقترضة، عندها قد تكون المؤسسة الناتجة أحد البنوك الأعضاء في الدولة؛ لضمان أن كل الاندماجات المطبقة قد تم تقييمها بطريقة رسمية، وذلك يستلزم أن تطلب الوكالات المسؤولة تقارير من قسم العدالة ومن وكالات مصرفية مختصة في مجال الموافقة.

٢- الموافقة على التغييرات التي تخص مراقبة البنوك: أصدر سنة ١٩٧٨ قانون مراقبة البنوك الذي يُخوّل للوكالات التنظيمية للبنك الفيدرالي أن يرفض أي مقترحات من طرف شخص (سواء أكان فرداً أم كياناً) أو عدة أشخاص يعملون في الاتفاق؛ من أجل اكتساب السيطرة على بنك مؤمن عليه أو شركة قابضة للبنوك، حيث إن الاحتياطي الفيدرالي هو المسؤول عن الموافقة على التغييرات التي تخص مراقبة الشركات المصرفية القابضة والبنوك الأعضاء في الدولة، والمؤسسة الفيدرالية لتأمين الودائع ومكتب مراقبة العملات هي المسؤولة عن الموافقة على التغييرات التي تخص مراقبة البنوك غير الأعضاء في الدولة المؤمن عليها والبنوك الوطنية.

عند النظر في أي اقتراح بموجب القانون يجب على الاحتياطي الفيدرالي مراجعة عدة عوامل، مثل: الوضع المالي، الكفاءة، الخبرة، تأثير الصفقة على المنافسة، وكفاية المعلومات المقدمة من قبل الجهة المالكة.

٣- معايير كفاية رأس المال: يتمثل الهدف الرئيس من تنظيم العمل المصرفي في التأكد من أن البنوك تحافظ على رأس المال الكافي لاستيعاب الخسائر في الحدود المعقولة، ففي عام ١٩٨٩ اعتمدت الجهات الرقابية على المصارف الاتحادية معياراً مشتركاً لقياس رأس المال الذي يركز على مخاطر استثمارات المؤسسة، هذا المعيار المشترك كان في المقابل يقوم على اتفاقية بازل سنة ١٩٨٨، ومعايير رأس المال المستندة على أساس المخاطر التي تتطلب توفر مؤسسات قادرة على تحمل مخاطر أكبر لامتلاك مستويات أعلى من رأس المال، إضافة إلى ذلك فإن هذه المعايير تأخذ في الحسبان المخاطر المرتبطة بالأنشطة التي لم يتم تضمينها في الميزانية

العمومية للبنك، مثل المخاطر الناجمة عن التزامات تقديم القروض، كما أنها تُعزّز الأمن والسلامة والتقليل من اللامساواة بين المؤسسات المصرفية العاملة في السوق العالمية.

٤- الإفصاح المالي من طرف البنوك الأعضاء في الدولة: يجبُ على البنوك الأعضاء في الدولة التي تُصدر الأوراق المالية المسجلة بموجب قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ الكشف عن بعض المعلومات التي تهم المستثمرين، بما في ذلك التقارير المالية السنوية وربع السنوية، حيث تُدار هذه المتطلبات من طرف القانون والبنك الفيدرالي.

٥- ائتمان الأوراق المالية: بحسب قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ فإنه يجبُ على مجلس الاحتياطي الفيدرالي تنظيم تمديد الائتمان المُستخدم في شراء الأوراق المالية، حيث يُحدّد المجلس من خلال أنظُمته الحد الأدنى للمبلغ الذي يجبُ على المشتري مراعاته عند شراء الأوراق المالية، إذ يحدّ الاحتياطي الفيدرالي من كمية الائتمان التي يُمكن تقديمها من قبل وسطاء الأوراق المالية والتجار ومقدار ائتمان الأوراق المُقدّمة من البنوك وغيرها من المقرضين.

المبحث الأول

أدوات السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

يعدّ البنك الفيدرالي الأمريكي بما يملك من أدوات وسياسات من أكبر المؤسسات النقدية في العالم من حيث القوة والتأثير، حيث تتم متابعة قراراته بصورة تفصيلية من قبل كلّ المستثمرين في العالم، وأي تغيير يحصل على السياسة النقدية الخاصة به يؤثر على أسواق العالم بأكمله.

المطلب الأول

السياسة النقدية التقليدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

شهد الاقتصاد الأمريكي عدّة تغييرات وتقلّبات، ممّا أدّى إلى بروز عدّة أفكار اقتصادية، وقد شكّلت السياسة النقدية التقليدية محوراً مهماً في تلك الأفكار، فكانت الأداة الوحيدة المُعترف بها كمُحدّد للسياسة الاقتصادية والوسيلة الفعالة لتحقيق النمو الاقتصادي.

الفرع الأول

سياسة تخفيض مُعدّل الفائدة

من المرجّح أن يختلف أثر تطبيق سياسة تخفيض مُعدّل الفائدة في البلدان النامية عن أثرها في الولايات المتحدة، حيث لم يؤدّ تخفيض مُعدّل الفائدة بين ٢٠٠١ و٢٠٠٣ إلى تحفيز الاستثمار كثيراً، لكنه دفع الأسر إلى إعادة تمويل رهوناته، ومكّنت تسديدات الدين المؤنّ عليه المُخفضة كما وتحسّن وضع الأسر المالي،

المستهلكين من المحافظة على مستوى إنفاقهم بالرغم من تراجع ثروتهم المستثمرة في البورصة بشكل ملحوظ. ووفقاً للتحليل الاقتصادي يؤدي تخفيض معدلات الفائدة إلى زيادة الاستثمارات والنمو.

وتشير البحوث الحديثة إلى قنوات إضافية، وهناك العديد من القنوات التي تحفز الاستهلاك عبر تخفيض معدل الفائدة. وتمثل التغيرات في معدل الفائدة إعادة توزيع الدخل بين الدائنين والمدينين، وقد يميل المدينون بشكل أكبر إلى الاستهلاك أكثر من الدائنين إذا عانت الشركات والأسر من القيود على صعيد الائتمان. وقد يعني تخفيض معدلات الفائدة أن الشركات ستحظى بمزيد من الأموال للاستثمار، وستتوفر للأسر مزيد من الأموال للاستهلاك. كما قد يؤدي ذلك ثروات أو آثاراً على الميزانية، وترتفع قيمة الأصول كالأسهم والعقارات مع انخفاض معدلات الفائدة، وقد تدفع زيادة الثروات الأسر إلى مزيد من الاستهلاك.

الفرع الثاني

سياسة الاحتياطي الإجباري

تستخدم السلطة النقدية من أجل تحقيق أهدافها مجموعة من الأدوات الكمية؛ من بينها نسبة الاحتياطي القانوني، وهو أن يطلب البنك المركزي من المصارف التجارية الاحتفاظ بنسبة محددة من ودائعها كاحتياطي لها في البنك المركزي، وعلى وفق مقتضيات الظروف الاقتصادية وأهداف السياسة النقدية يقوم البنك المركزي بتغيير هذه النسبة، ومن ثم التأثير في قدرة البنوك التجارية على منح القروض.

إن خفض الاحتياطي القانوني يدعم في اتجاه السياسة النقدية التوسعية، إذ إن دخول البنك المركزي مشترطاً للأوراق المالية يؤدي زيادة في عرض النقد لدى الجمهور والبنوك (بسبب تبديل أصول الثروة والأوراق المالية إلى نقود سائلة) من جهة، وإلى زيادة الاحتياطيات المصرفية ونمو القاعدة النقدية من جهة أخرى، والبنوك التجارية لا تحبذ الاحتفاظ بالاحتياطيات الزائدة عن النسبة القانونية (لأنها احتياطيات ليست عليها فائدة) فتقوم بتخفيض أسعار الفائدة من أجل التوسع في منح القروض التجارية كي تتخلص من الزيادة في الاحتياطيات.

أما خفض نسبة الاحتياطي على الودائع المصرفية فإنه يصبح لدى البنوك التجارية وفور وفائض في الاحتياطيات التي لا ترغب في الاحتفاظ بها (لأنه ليس عليها فائدة كما أشرنا)، ومن ثم ستقوم بإقراض هذه الزيادة إلى الجمهور أو الشركات بواسطة خفض سعر الفائدة، مما يؤدي إلى نمو القاعدة النقدية وعرض النقد، وعلاوة على خفض نسبة الاحتياطي يؤدي إلى رفع قيمة عرض النقود، وهذا مما يدعم من نتائج عملية شراء الأوراق المالية خلال عمليات السوق المفتوحة.

الفرع الثالث

تقييم السياسة النقدية التقليدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

تتمثل فاعلية السياسة النقدية في مدى قدرتها على بلوغ الأهداف النهائية، وهذا بدوره يرتبط بفاعلية مختلف الأدوات، كما يرتبط بظروف وأوضاع الدولة المعنية. وقد تمّ اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية بعد أن فشلت الأدوات التقليدية للسياسة النقدية والتي عادةً ما تستعملها البنوك المركزية في سعيها لمعالجة الأزمات كأداة أساسية هي تحديد معدل الفائدة الرئيسة ومعدل الفائدة التي تقرض به البنوك التجارية، ويكون على المدى القصير، وتؤثر التغييرات التي يتخذها البنك المركزي في معدل الفائدة الرئيس على الاقتصاد عبر قناتين رئيسيتين، ألا وهما: معدل الفائدة وقناة الائتمان:

١- قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها: يوجد في الأسواق المالية عدد كبير من الأسعار كل واحدة منها تتعلق بمدة معينة وبفئة معينة من المقترضين، ويمكن التعبير عن جميع معدلات الفائدة فيما يسمى بمنحنى المعدلات، حيث يحدد بالنسبة لفئة معينة من المقترضين معدل الاقتراض لمختلف الفترات، بحيث تنتقل التغيرات المسجلة في معدلات الفائدة الرئيسة إلى الاقتصاد عبر منحنى المعدلات الذي يتأثر بثلاثة عوامل رئيسة، وهي:

- التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة؛

- حالة عدم اليقين التي تؤثر على الاستباقات الخاصة بالمعدلات؛

- تأثر المعدلات الطويلة الأجل بالعرض والطلب على السندات باختلاف تاريخ استحقاقها.

أ- عندما يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر لا يمكن عند هذا المستوى إجراء تخفيضات؛ لأن معدل الفائدة لا يكون سالباً، ويكون لهذا الوضع أثر سلبي خاصة إذا كان معدل التضخم المسبق سالباً، حيث تفقد في هذه الحالة البنوك المركزية قدرتها على التأثير في المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيس، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقية، ما قد يسهم في اندلاع دوامة انعكاسية.

ب- حتى وإن لم يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر لا يستطيع البنك المركزي تخفيض المعدل، ويحدث هذا الوضع عندما يسقط الاقتصاد - بحسب صيغة الاقتصادي "كينز" - في مصيدة السيولة، فيفترض في الأوضاع العادية أن يؤدي وجود فائض من السيولة داخل الاقتصاد إلى شراء سندات، ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، إلا أن هذا الميكانيزم يتعطل عن العمل إذا انخفض عائد السندات أو إذا زادت خطورة ما بحوزتهم من الأصول. ويفضل المتعاملون الاقتصاديون في هذه الحالة الاحتفاظ بالنقد، وكنتيجة لهذا الوضع لن يكون هناك ارتفاع في أسعار السندات ولا انخفاض في معدلات الفائدة.

٢- قناة الائتمان وأسباب تعثرها: نظراً لعدم قدرة المتعاملين الاقتصاديين على الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية فإن جزءاً كبيراً منهم يعتمد بشكل رئيس على القروض البنكية، وهو ما يجعل من قناة الائتمان مهمة لانتقال السياسة النقدية، كما تعد هذه القناة مكملة لقناة معدل الفائدة؛ حيث إن هذه الأخيرة هي التي تحدد تكلفة الموارد التي تحصل عليها البنوك بالقرب من الأسواق المالية، فكلما ارتفعت الموارد بالنسبة للبنوك قل ميلها للإقراض، واقترضت بمعدلات فائدة مرتفعة، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض.

وتتوقّف قناة الائتمان عن العمل بشكلٍ طبيعيٍّ حين يتوقّف النظام البنكي عن العمل بشكلٍ طبيعيٍّ، وحين يكون هناك تباطؤٌ أو توقّفٌ في تدفّق القروض نحو الاقتصاد، ويحدث ذلك في الحالات التالية:

- تُسجّل البنوك خسائرٌ تُخفّض من قاعدة رأس مالها ومن قدرتها على الإقراض؛
- تندهور الأوضاع الاقتصادية بشكلٍ كبيرٍ؛ ما يجعل عملية الإقراض أكثرَ مخاطرةً، ويزيد من تردّد المقترضين؛
- تزداد حالة عدم اليقين الاقتصادي التي تُؤدّي إلى ارتفاع منح المخاطر وتزيد من تكلفة موارد البنوك؛
- يتوقّف سوق ما بين البنوك الذي يعدّ مصدر تمويل البنوك التجارية عن العمل؛ بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعاملة.

المطلب الثاني

السياسة النقدية غير التقليدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

لجأ البنك الفيدرالي الأمريكي - كغيره من البنوك المركزية حول العالم - بعد الأزمة المالية إلى تبني أدوات لسياسة نقدية غير تقليدية؛ من أجل دعم النشاط الاقتصادي، ومن أهمها سياسة التيسير الكمي، حيث تعدّ سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط وحفز الاقتصاد عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، بحيث يقوم البنك المركزي بشراء الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة للاقتصاد.

فالتيسير الكمي إذن هو سياسة نقدية يقوم بموجبها البنك المركزي بزيادة حجم مركزه المالي؛ ليتمكّن من زيادة حجم الأموال المخصّصة للإقراض عبر إصدار نقديّ جديد، بحيث يقوم البنك المركزي باستخدام هذه النقود الجديدة لشراء الأصول من البنوك الأخرى، مما يزيد من حجم السيولة لديها، فتصبح قادرة على منح القروض، ممّا ينعكس على معدلات الفائدة في شكل انخفاض، وهذا بدوره يؤدّي إلى انتعاش اقتصادي.

الفرع الأول

آلية تطبيق سياسة التيسير الكمي وقنوات تأثيرها

سنتطرق في هذا الفرع إلى آلية تطبيق سياسة التيسير الكمي أولاً، وقنوات تأثيرها ثانياً.

أولاً: آلية تطبيق سياسة التيسير الكمي

يقول Anderson: إنّ هذه الحملة من التسهيل الكمي Quantitative Easing (QE1) ليست الأولى بل هي الثانية، ذلك أنّ السلطات النقدية الأمريكية - وبدعم من الكونغرس - قامت عام ١٩٣٣ بشراء ١ مليار دولار من الأوراق المالية الصادرة عن الخزينة الأمريكية، وفي الآونة الأخيرة استخدمت الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو سياساتٍ مماثلةً خلال الأزمة المالية في الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١٠، وكانت هذه

البلدان تستخدم التسهيل الكمي عندما كانت معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الأجل الخالية من المخاطر؛ إما عند الصفر أو قريبة منه. وفي الولايات المتحدة يعد معدل الفائدة هذا هو معدل الأموال الاتحادية الفيدرالية.

خلال ذروة الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ في الولايات المتحدة قام الاحتياطي الفيدرالي (الفيدرالي) بالتوسع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة موجودات جديدة والتزامات جديدة. في شهر تشرين الأول ٢٠٠٨ أعلنت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة FOMC برنامجاً بمبلغ ٦٠٠ مليار دولار لشراء أوراق مالية مضمونة بعقارات ودين عام، وفي آذار ٢٠٠٩ وسّعت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة برنامج الشراء هذا بصورة كبيرة معلنة أنها ستشتري ١,٢٥ تريليون دولار من MBS و ٢٠٠ مليار دولار.

بعد انزلاق الاقتصاد الأمريكي إلى الركود قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض معدل الفائدة على الأموال الفيدرالية إلى ما يقارب الصفر، وبالتالي انزلاق الاقتصاد الأمريكي إلى مصيدة السيولة، وباعتبار أن السياسة النقدية غير فعالة في حالة الركود، وهذا يتشابه مع أزمة ٢٠٠٨، مما أدى بالاحتياطي الفيدرالي إلى البحث عن وسائل أخرى في إطار السياسة النقدية تسمح بتنشيط الاقتصاد خاصة بعد استفاد قدرة أدوات السياسة النقدية التقليدية (سعر إعادة الخصم، الاحتياطي الإجباري، السوق المفتوحة) في التأثير على النشاط الاقتصادي وحل الأزمة، وبالتالي وجب على الاحتياطي الفيدرالي استخدام سياسة نقدية غير تقليدية، حيث قام في إطار هذه السياسة بشراء الأصول المالية من السوق الأولية (سندات الخزينة، سندات الرهون العقارية، سندات الشركات) لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد، وتهدف هذه السياسة من خلال شراء وبيع الموجودات المالية إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في الأسواق المالية عند المستوى المحدد والمستهدف.

ثانياً: قنوات سياسة التسهيل الكمي

تتنقل آثار سياسة التيسير الكمي إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال قنوات تتمثل فيما يلي:

- قناة الإشارة: يدل الإعلان عن برامج شراء الأصول المالية على أن أسعار الفائدة ستظل منخفضة حتى نهاية البرنامج على الأقل، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل.
- قناة الثقة: إذا اعتقدت العناصر الاقتصادية أن سياسة التيسير الكمي هي سياسة فعالة فهذا سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول وانخفاض عوائدها من جهة أخرى.
- قناة إعادة التوازن المحفظة وتأثير الثروة: إن شراء البنوك المركزية للأوراق المالية يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وأسعار الموجودات الأخرى؛ وذلك لتوفير السيولة للمستثمرين البائعين الذين يقومون بإعادة هيكلة محافظهم الاستثمارية، وبالتالي زيادة الطلب على الأصول البديلة فترتفع أسعارها وتخفض عوائدها، ومن ثم انخفاض تكاليف التمويل للعناصر الاقتصادية، ومن جهة أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الأصول المالية إلى زيادة الثروة لحاملي هذه الأصول، وبالتالي زيادة الطلب على الاستثمار والاستهلاك.

- قناة الإفراض البنكي: إنَّ شراءَ البنك المركزيِّ للأوراق الماليةَ طويلةَ الأجل من البنوك والمؤسسات الماليةَ يؤدي إلى زيادة احتياطاتها، ومن ثمَّ ارتفاع حجم الائتمان المُقدَّم من طرفها للشركات والأفراد، ويُشترط لفاعلية هذه الآلية أن تكون البنوك راغبةً في تقديم الائتمان.
- قناة سعر الصرف: نتيجةً لشراء البنوك المركزية للأوراق الماليةَ تنخفض عوائدها، وهذا ما يدفعُ بالمُستثمرين إلى التحول إلى الأوراق المالية الأجنبية التي تُحقِّق عوائد أعلى، ممَّا يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية للبلد، وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية وتحسن القدرة التنافسية.

الفرع الثاني

مراحل سياسة التسهيل الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

يُطلق على سياسة التسهيل الكمي "سياسة التوسع في ميزانية البنك المركزي" نتيجة قيامه بشراء أصول مالية (سندات الخزينة، السندات المضمونة بالرهون العقارية، ديون الوكالات)؛ من أجل تخفيض أسعار الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل في الأسواق المالية، ويمكن تقسيم مراحل التسهيل الكمي وفق النموذج الأمريكي كما يبيِّن الجدول التالي:

الجدول (١) مراحل سياسة التيسير الكمي التي انتهجها الاحتياطي الفيدرالي

التاريخ	القرار	معلومات إضافية
٢٥ نوفمبر ٢٠٠٨	بنك الاحتياطي الفيدرالي ينطلق في الجولة الأولى من التسهيل الكمي؛ وذلك بإعلانه أنه سيقوم بشراء ٥٠٠ مليار دولار من السندات المضمونة بالرهون العقارية MBS و ١٠٠ مليار دولار من السندات الإسكانية التي ترعاها الحكومة	
١ ديسمبر ٢٠٠٨	مدير الاحتياطي الفيدرالي برنا ركي يُعلن أنَّ البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بإمكانه شراء سندات الخزينة طويلة الأجل	
١٦ ديسمبر ٢٠٠٨	لجنة السوق المفتوحة الاتحادية FOMC تصرِّح بإمكانية شراء سندات الخزينة طويلة الأجل	تخفيض مُعدل الفائدة على الأموال الفيدرالية من ١% إلى ما بين صفر و ٠,٥%
٢٨ يونيو ٢٠٠٩	لجنة السوق المفتوحة الاتحادية تؤكد على ضرورة متابعة شراء سندات الرهون العقارية والسندات طويلة الأجل	إطلاق برنامج التمويل TALF
١٨ مارس ٢٠٠٩	بنك الاحتياطي الفيدرالي يوسع في Q1 بإضافة ٧٥٠ مليار دولار لشراء سندات الرهون العقارية MBS و ١٠٠ مليار دولار تُوجَّه لديون وكالات السكن و ٣٠٠ مليار دولار لشراء سندات الخزينة طويلة الأجل	
٢١ سبتمبر ٢٠٠٩	لجنة السوق المفتوحة الاتحادية تشير إلى إمكانية اعتماد برنامج تسهيل كمي إضافي من أجل دعم النمو الاقتصادي	
٢١ سبتمبر ٢٠٠٩	لجنة السوق المفتوحة الاتحادية تباشر برنامج تسهيل كمي ثانٍ Q2 ويتضمَّن شراء سندات ٦٠٠ مليار دولار من سندات الخزينة طويلة الأجل خلال الفترة الممتدة من نوفمبر ٢٠١٠ إلى غاية جانفي ٢٠١١، كما ستحتفظ لجنة السوق المفتوحة الاتحادية لنفسها بحق التعديل في حجم الشراء إذا تطلَّب الأمر ذلك	
٩ أغسطس ٢٠١١	لجنة السوق المفتوحة الاتحادية FOMC تعلن إمكانية برنامج تسهيل كمي جديد لشراء سندات الخزينة طويلة الأجل	تعهد بنك الاحتياطي الفيدرالي بإبقاء أسعار الفائدة محصورة بين

		٠% ٢٥% إلى غاية منتصف ٢٠١٣ على الأقل
٢١ سبتمبر ٢٠١١	بنك الاحتياطي الفيدرالي يباشر عملية التويست التي تتضمن بيع حتى نهاية جوان ٢٠١٢ ما يعادل ٤٠٠ مليار دولار من سندات الخزينة ذات آجال تاريخ استحقاق 3 سنوات فأقل، وشراء بنفس المبلغ سندات الخزينة ذات آجال استحقاق يتراوح بين ٦ سنوات إلى ٣٠ سنة، ممّا سينتج عن هذه العملية عدم التغيير في حجم ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي	
٢٠ يونيو ٢٠١٢	قيام أعضاء لجنة السوق المفتوحة بالتمديد في عملية التويست حتى نهاية ديسمبر ٢٠١٢، وقد قام البنك الفيدرالي بموجب ذلك بشراء مرة أخرى ما يعادل ٢٦٧ مليار دولار أمريكي من السندات الخزينة طويلة الأجل وبيع ما يعادل قيمتها من السندات القصيرة الأجل، وهذا سينتج عنه عدم التغيير في حجم ميزانية البنك الفيدرالي	
١٣ سبتمبر ٢٠١٢	البنك الفيدرالي يتبنّى برنامجًا ثالثًا للتسهيل الكمي Q3، ويتضمّن هذا البرنامج شراء كلّ شهر ما يعادل ٤٠ مليار دولار أمريكي من السندات المضمونة بالرهن العقاري الاحتياطي بسعر الفائدة محصور بين ٠,٥٠% إلى غاية منتصف ٢٠١٥	
٢٩ أكتوبر ٢٠١٤	قرّر بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وضع حدّ للبرنامج المعروف باسم التيسير الكمي.	

بحلول نهاية أغسطس ٢٠٠٧ أعلن الرئيس الأمريكي جورج بوش مجموعة من الإجراءات ومساعدة العائلات غير القادرة على سداد قسط الرهن العقاري، وسمي البرنامج (Hope Now alliance) وأطلق رسمياً في ٥ ديسمبر ٢٠٠٧ من قبل وزير الخزانة هنري بولسون، والهدف من ذلك هو ذو شقين - على حدّ سواء - لمساعدة العائلات الأكثر ضعفاً، ولمكافحة انتشار الأزمة عن طريق البنوك.

وقد تركّزت هذه الخطة في ثلاثة مبادئ أساسية، هي:

- زيادة الجهود المبذولة للدخول في اتصالات مع أصحاب المنازل الذين يواجهون صعوبات في الوفاء بديونهم، فبحسب هنري بولسون فإن ٥٠% من حالات الإفلاس نتيجة لعدم وجود تواصل بين المقرضين ومنشئي القروض ولا حتى مع المستشارين؛
 - تحسين فرص الحصول على الائتمان للمقرضين الذين سيواجهون إعادة تنظيم سعر الفائدة (مراجعة أسعار الفائدة المرتفعة)، لكن هذه التسهيلات موجهة خصيصاً إلى أصحاب الأموال الذين هم حالياً ذوو مقدرة على سداد القروض، وليست موجهة للذين هم في عجز بسبب أسعار الفائدة المرتفعة.
 - بذل جهود منظمة تسمح للتحوّل إلى قروض الرهن العقاري المدعومة: القاعدة الأساسية تكمن في تجميد أسعار الفائدة لمدة خمس سنوات بالنسبة لبعض قروض الرهن العقاري الثانوية بنسب متغيرة.
- ومع كلّ هذه الإجراءات إلا أنها سوف تؤثر فقط على جزء صغير من المقرضين، دون الأخذ بعين الاعتبار الذين لا يستطيعون تحمل الزيادة المدرجة في معدلات الفائدة، لكن يمكنهم الاستمرار في دفع المعدّل الحالي. ولنا أن نتذكّر أن أسعار الفائدة للسنتين أو للسنوات الثلاث الأولى تكون منخفضة (٧ - ٨%) ثم ترتفع في السنوات الأخرى (٩ - ١١%)، وهذا ما يبيّن لنا أن الفئات الأخرى ليست مؤهلة للحصول على المساعدة، والعائلات الأكثر تضرراً، والذين لا يستطيعون سداد القروض حتى قبل التسوية لمعدلات الفائدة، فهي إذا ليست معنية. ومع كلّ هذا فإن هذه التدابير غير مكلفة للحكومة الأمريكية؛ لأنها ترتيبات بين وكلاء القطاع الخاص: البنوك تقبل تسديد دفعات أقل من تلك المتوقعة؛ من أجل تجنب إفلاس المقرضين.

الفرع الثالث

تقييم دور السياسة النقدية غير التقليدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

اتخذت البنوك المركزية الرئيسة تحركات قوية لمعالجة خسائر السيولة؛ عن طريق توفير الوصول على نطاق واسع إلى التمويل قصير الأجل باستخدام التسهيلات القائمة، ولكن ذلك لم يحقق إلا نجاحاً أولياً جزئياً. فمع ظهور أولى الاضطرابات المالية في أغسطس ٢٠٠٧ قام البنك الاحتياطي الفيدرالي بضخ سيولة في أسواق النقد بقيمة ٢٤ ثم ٣٥ و ٢ مليار دولار مع تخفيض معدلات الفائدة. إلا أن السياسات النقدية ليست مجهزة بشكل جيد لمعالجة هذه الاختلالات، كما أن أداة سعر الفائدة عاجزة عن مكافحة هذه الظواهر.

كما أن تطبيق سياسة التيسير الكمي جعلت البنك الاحتياطي الفيدرالي يتحمل مسؤولية كبيرة فيما يتعلق بمصداقيته واستقلاله في حالة فشل تحقيق الوعود التي قطعها على نفسه، ولكن في بعض الأحيان تكون النتائج بعيدة كل البعد عن الأهداف، وفيما يلي سنعرض مزايا وعيوب سياسة التيسير الكمي:

أولاً: مزايا التيسير الكمي:

تكمُن فاعلية سياسة التيسير الكمي التي تتبناها الولايات المتحدة الأمريكية فيما يلي:

- أن الهدف الأساسي من اتباع الاحتياطي الفيدرالي هذه السياسة النقدية التوسعية هو محاولته تحفيز النمو الاقتصادي، عبر ضخ مزيد من الأموال في الاقتصاد حتى تتوفر احتياطات إضافية في النظام المصرفي، وبالتالي السماح للبنوك بإقراض مزيد من الأموال.
- إن أهم نتائج عمليات التيسير الكمي هي أنها تساعد بشكل قوي ومباشر على بقاء أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة؛
- أسهمت سياسة التيسير الكمي التي أجرتها البنوك المركزية في البلدان المتقدمة الكبرى منذ بداية الأزمة المالية في أواخر الألفية الثالثة في خفض المخاطر النظامية في أعقاب إفلاس بنك ليمان براذرز؛
- أدت الجولة الثانية من التيسير الكمي إلى ارتفاع في سوق الأوراق المالية في عام ٢٠١٠، مما أسهم بدوره في زيادة الاستهلاك والأداء القوي لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية.

ثانياً: عيوب التيسير الكمي:

منذ بداية تطبيق سياسة التيسير الكمي وهي تتعرض لهجوم كثير من المراقبين الذين يرون أنها سياسة غير فعالة في مساعدة الاقتصاد الأمريكي على الخروج من الأزمة، ويمكن إيجازها فيما يلي:

- على الرغم من مفعولها الإيجابي في المدى القصير والمتوسط فإنها على المدى البعيد قد يكون لها آثار ضارة والتي تتمثل في ارتفاع قوي في معدلات التضخم وانخفاض القوة الشرائية للعملاء، فعند طباعة الأموال يقوم البنك الاحتياطي الفيدرالي بجعل الدولار الأمريكي أقل قدرة على المنافسة مقابل العملات الأجنبية؛

- التيسير الكمي يمكن أن يخلق فقاعات في أسعار الأصول؛

- رغم أن خزائن المصارف مليئة بالسيولة ولكن حتى الآن لم يتم تحريك هذه السيولة بشكل كبير ولا بشكل صحيح، والتخوف القادم في الأسواق المالية؛ إذ يصب في احتمالية ارتفاع أسعار الفائدة عندما يتوقف التيسير الكمي؛
- إن لجوء الاحتياطي الفيدرالي إلى التوسع في ميزانيته يمكن أن يقلل من ثقة الجمهور في قدرته على رسم وتنفيذ خطة للخروج من السياسات التي تتبعها في الوقت الحالي؛
- حدوث تدفق هائل في الأموال الساعية إلى تحقيق أفضل العوائد من الولايات المتحدة الأمريكية إلى الأسواق الناشئة نتيجة تقليص أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية؛
- على الرغم من السيولة الكبيرة في النظام المصرفي الأمريكي وانخفاض أسعار الفائدة إلى نحو الصفر فإن الإقراض والاقتراض بين البنوك لا يزال مثبطاً والائتمان الموجه للقطاع الخاص مستمراً في الانخفاض.

المبحث الثاني

مدى كفاءة أدوات السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

تتمثل السياسة النقدية في الولايات المتحدة بسلطة البنك الاحتياطي الفيدرالي التي تشكل بداية القرن العشرين عام ١٩١٣، وأطلق عليه النظام الاحتياطي الفيدرالي في واشنطن، ويتكون من بنوك الاحتياطي الفيدرالي الثاني عشر بنك مركزي الأمريكي، وعلى الرغم من أن النظام الاحتياطي الفيدرالي هو من الناحية الاسمية مؤسسة تمتلكها البنوك التجارية الأعضاء فيه فإنه من الناحية العملية وكالة عامة مستقلة مسؤولة عن حجم الكتلة النقدية، والعرض النقدي والائتمان في الاقتصاد.

ويوجد تحت تصرف الاحتياطي الفيدرالي أدوات لها تأثير في أهداف وسيطة معينة، مثل الاحتياطي والعرض النقدي وأسعار الفائدة، وهي الأهداف المخصصة للمساعدة في تحقيق الغايات النهائية للاقتصاد السليم كتضخم منخفض وتنمية سريعة للمخرجات وخلق فرص عمل، ويظهر ذلك جلياً - بعد الحرب العالمية الأولى - من خلال أهداف التوظيف والنشاط الاقتصادي، الأمر الذي دعا بنك الاحتياطي إلى المحافظة على الاستقرار الخارجي عن طريق احتياطات الذهب؛ لأن الولايات المتحدة كانت ضمن قاعدة الذهب وتعزيز الاستقرار الداخلي عن طريق مستوى الأسعار والتوظيف والإنتاج لا سيما مدة الكساد الكبير ١٩٢٨، وهذا أدى إلى إعادة النظر في سياسة البنك الفيدرالي عام ١٩٣٣، وتم وضع البنك الفيدرالي تحت إشراف وزارة الخزانة الأمريكية، واستعاد استقلاله عام ١٩٥١ عند تسلم مكنزي إدارة الاحتياطي الفيدرالي وبدء التركيز على هدف التضخم والتوظيف واعتماد أفكار كينز.

وفيما يأتي توضيح لأهم أدوات السياسة النقدية في الولايات المتحدة، وذلك في مطلبين.

المطلب الأول

تحليل أدوات بنك الاحتياطي الفيدرالي

يسهم تحليل أدوات السلطة النقدية في معرفة اتجاهات السياسة النقدية في الولايات المتحدة والتحويلات الاقتصادية، وما علاقة السياسة النقدية بالأحداث التي مرت بها، والتي تنعكس عن طريق التفاوت في السلسلة الزمنية؛ إذ سيتم تحليل الأدوات الكمية المتمثلة بسعر إعادة الخصم، وإجمالي متطلبات الاحتياطي الفيدرالي، وعمليات السوق المفتوحة بشقيها البيع والشراء، والواردة في الجدول (٢) الخاص بأدوات بنك الاحتياطي الفيدرالي.

جدول (٢) أدوات بنك الاحتياطي الفدرالي (مليار دولار)

السنوات	سعر إعادة الخصم %	إجمالي متطلبات الاحتياطي	إجمالي مشتريات عمليات السوق المفتوحة	إجمالي مبيعات عمليات السوق المفتوحة
1990	6.79	6.5	165.700	18.300
1991	4.11	3.6	108.420	12.700
1992	3.00	8.9	101.000	8.601
1993	3.00	41.1	106.000	5.503
1994	4.75	42.2	122.800	5.721
1995	5.25	46.8	166.401	5.979
1996	5.00	51.9	169.238	7.742
1997	5.00	54.0	164.932	5.442
1998	4.50	52.0	201.503	6.086
1999	5.00	49.3	140.640	28.402
2000	6.00	47.8	200.142	3.85
2001	1.33	43.5	230.092	5.149
2002	5.75	44.3	251.371	6.645
2003	2.00	42.8	289.030	8.299
2004	3.25	41.3	314.623	10.975
2005	5.25	42.1	297.481	13.348
2006	6.25	45.4	290.039	12.096
2007	4.75	47.6	269.990	10.961
2008	2.39	39.7	378.676	15.927
2009	0.50	48.3	355.035	31.435
2010	0.75	55.2	435.373	30.383
2011	0.75	58.8	813.954	24.362
2012	0.75	71.0	1014.329	376.865
2013	0.75	79.5	1308.403	385.008
2014	0.75	89.0	1593.478	475.077
2015	1.00	103.6	1549.211	418.319
2016	1.25	110.2	1461.035	434.194
2017	1.50	115.1	1362.102	483.845
معدل النمو السنوي المركب %	99.18	34.4	69.55	491.498

Source: 1: Federal Reserve Monetary Policy Report (1990 – 2017). International Monetary Fund (IMF), international Financial Statistics, Year book, (1990 – 2017): www.IMF.org

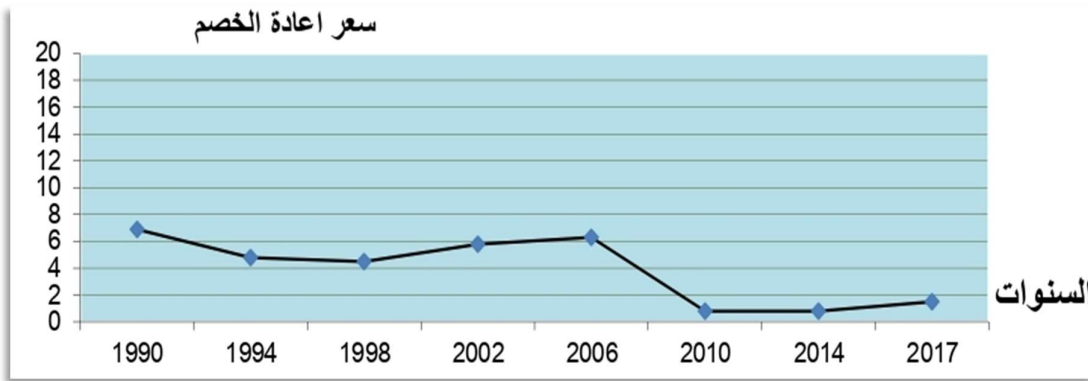
وتمّ حساب معدل النمو المركب بالصيغة التالية: $R = \{(An/Ao)^{1/t} - 1\} \times 100$

١ - سعر إعادة الخصم

يعدّ سعر إعادة الخصم من أبرز أدوات بنك الاحتياطي الفدرالي التي يستخدمها من أجل التأثير في السيولة النقدية عن طريق تشجيع الائتمان وتقليصه عن طريق التأثير في احتياطات البنوك وتقليل لجوئها إلى الاقتراض من الاحتياطي الفدرالي، والذي بدوره يؤدي إلى نموّ أبطأ في الحساب الدائن للمصارف، ومن ثمّ رفع معدل الفائدة قصير الأجل على الإقراض بين البنوك وعلى أسعار الفائدة على القروض، وبالعكس يعمل خفض معدل الخصم على تحفيز إقراض البنك من الاحتياطي وتصبح البنوك أكثر تحرراً في توفير الحساب الدائن لزيائته، ومن ثمّ يزيد مجموع الاحتياطات البنكية.

وهكذا تُوثر التغيرات في مُعدّل الخصم في مُعدّلات الفائدة الأخرى، فتُظهر البيانات في الجدول (٢) الخاصة بمُعدّل إعادة الخصم أنّ مُعدّل الخصم يتراوح بين ٦,٧٩% عام ١٩٩٠ و ١,٥% عام ٢٠١٧ عن طريق متابعة السلسلة الزمنية لمُعدّل الخصم، ونلاحظ تراجع مُعدّل الخصم نتيجةً لبعض الأحداث السياسية والاقتصادية التي مرّت بها الولايات المتحدة لا سيّما عام ٢٠٠١ نتيجةً للأحداث الإرهابية والتي انعكست في الاقتصاد الأمريكي وإعلان الحرب على الإرهاب وزيادة الإنفاق العسكري، إذ يلاحظ انخفاض مُعدّل الخصم من أجل زيادة السيولة النقدية وزيادة النشاط الاقتصادي. وقد انخفض عام ٢٠٠٨ نتيجةً للأزمة المالية، إذ كان هدف الاحتياطيّ الفدراليّ ينصبّ لتعويض نقص السيولة وطلبات الائتمان ورفع أسعار الأوراق المالية وزيادة الاستقرار في السوق المالية، ونلاحظ أنّ استقرار مُعدّل الخصم يُعطي تصوّرًا عن اتّجاه أدوات السياسة النقدية، بما لا يتعارض مع آلية التيسير الكميّ المتّبعة في تلك الفترة في الولايات المتحدة، ومن ثمّ نستدلّ عن طريق انخفاض أسعار الفائدة القصيرة والطويلة في الولايات المتحدة على كفاءة أداء السياسة النقدية التي تعكس انخفاض سعر إعادة الخصم، كما يظهر في الشكل (١).

شكل (١) تطور سعر إعادة الخصم في الولايات المتحدة



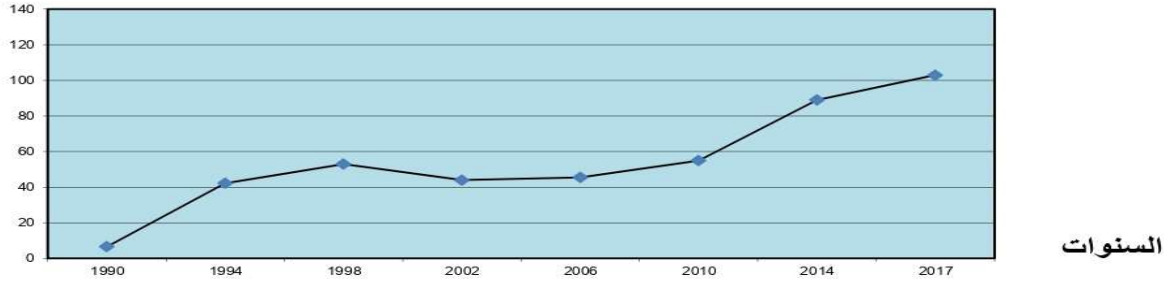
٢- مُتطلّبات الاحتياطيّ القانونيّ

تعدّ أداة مُتطلّبات الاحتياطيّ من الأدوات المهمة التي يتمّ استقراؤها عن طريق مؤشّرات الكفاءة؛ وذلك لتأثيرها المباشر والسريع في احتياطيّات البنوك والقدرة الائتمانية للمصارف، ممّا ينعكس في أسعار الفائدة وعرض النقد، ومن ثمّ تقنين القروض وهبوط كبير في الاستثمارات وانخفاض خطير في الناتج المحليّ الإجماليّ والعمالة وعلى النشاط الاقتصاديّ الأمريكيّ، إذ يظهر من الجدول (٢) أنّ مُتطلّبات الاحتياطيّ أخذت في الارتفاع على طول السلسلة الزمنية لمدة الدّراسة، وهذا يدلّ على نموّ الودائع وتوسّع الجهاز المصرفيّ في الولايات المتحدة، كما يدلّ على كفاءة واستقرار السياسة النقدية وأهدافها كهدف التضخّم المُستهدف وأهداف النموّ والاستقرار النقديّ والماليّ، وأنّ إجماليّ الاحتياطيّات بلغ ٦,٥ بليون دولار عام ١٩٩٠، وارتفع إلى ١١٥,١ بليون دولار عام ٢٠١٧.

كذلك تُظهر البيانات انخفاض الاحتياطي عام ٢٠٠١ نتيجة العجز الحكومي بسبب مُحاربة الإرهاب وشنّ الحرب على أفغانستان والعراق، وانخفض عام ٢٠٠٣ ثم أخذ بالارتفاع كما يُظهر الشكل (٢)، وبدأ يتراجع عام ٢٠٠٨ نتيجة الأزمة الماليّة؛ إذ استُخدم الاحتياطيّ الفدراليّ الاحتياطيّات لشراء الأوراق الماليّة والتي أُطلق عليها سياسة التيسير الكميّ عن طريق التأثير في ميزانية البنك المركزيّ، والتي تهدفُ لضخّ السيولة والمحافظة على استقرار الأسواق الماليّة ورفع قيمة الأوراق الماليّة.

شكل (٢) تطوّر مُتطلّبات الاحتياطيّ الفدراليّ في الولايات المتّحدة

متطلّبات الاحتياطي (بليون دولار)



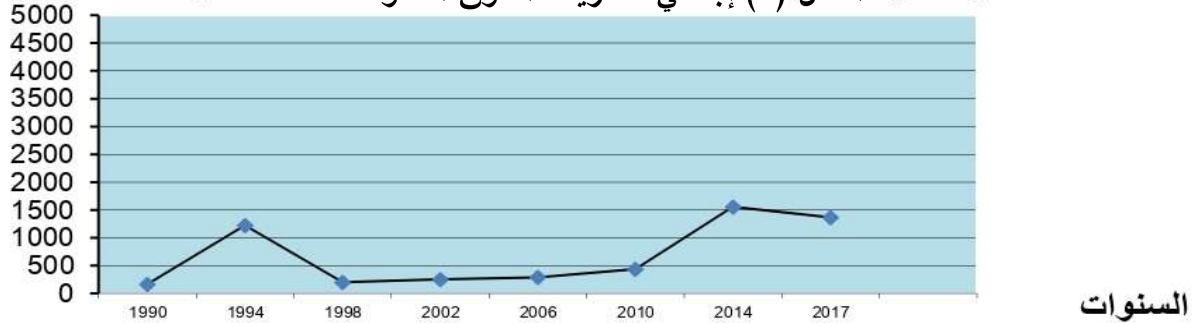
٣- عمليّات السوق المفتوحة

تعدّ أداة عمليّات السوق المفتوحة في الولايات المتّحدة من أبرز وسائل السُلطة النقديّة سريعة التأثير بأقصر وقت وسهولة تعديلها بحسب سياسات الاحتياطيّ الفدراليّ؛ لذا تحتلّ المرتبة الأولى من بين الأدوات النقديّة، إذ تستخدم من النّظام الاحتياطيّ من أجل المُساهمة في خلق ظروف نقديّة تُساعد على الاستقرار النقديّ والماليّ، وفيما يأتي توضيحٌ لمُشتريات ومبيعات الاحتياطيّ الفدراليّ من الأوراق الماليّة.

أ- إجماليّ مُشتريات عمليّات السوق المفتوحة: تُحدّد البيانات في الجدول (٢) طبيعة عمليّات السوق المفتوحة في الولايات المتّحدة واتّجاه السّياسة النقديّة عن طريق تأثيرها في احتياطيّات الجهاز المصرفيّ، فإذا كان الاحتياطيّ الفدراليّ يسعى إلى اتّباع سياسة نقديّة توسّعيّة، كما حدث أثناء الأزمة الماليّة عن طريق اتّباع التيسير الكميّ فإنّ لجنة السوق المفتوح سوف تضخّ مزيداً من الاحتياطيّات للجهاز المصرفيّ عن طريق شراء أدون الخزنة القصيرة الأجل وسندات الخزينة طويلة الأجل من المصارف التجاريّة أو مُوسّسات الأعمال الأخرى والأفراد؛ بهدف توفير احتياطيّات جديدة لدى المصارف التجاريّة؛ أي زيادة أموال المصارف التي يُمكن أن تُقدّمها كقروض أو استثمار، الأمر الذي يُساهم في رفع كميّة الأموال المُتداولة. ونلاحظ هناك زيادةً كبيرةً في إجماليّ المُشتريات من السوق المفتوحة؛ إذ بلغت ١٦٥,٧ مليار دولار عام ١٩٩٠ قياساً بـ ١٣٦٢,١٠ مليار دولار عام ٢٠١٧، وانخفضت عام ١٩٩١ بسبب حرب الخليج وتمويل الحرب، وأعلى نسبة حقّقها عام ٢٠١٤، حيث كانت ١٥٩٣,٤٧٨ مليار دولار، ثمّ انخفض بعد ذلك بسبب زيادة الإنفاق الحكوميّ والعجز لتمويل الحرب على الإرهاب، وقد ظهر الارتفاع خلال الأزمة العالميّة، إذ بلغت مُشتريات الاحتياطيّ الفدراليّ ٣٧٨,٦٧ مليار عام ٢٠٠٨، وتبنّى سياسة التيسير الكميّ من أجل دعم سوق الأوراق الماليّة وإعطاء الثقة في الأوراق

المالية عن طريق شراء الأوراق المالية وزيادة احتياطات الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، ومن أجل ضمان تحقيق أهداف النمو الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي ومكافحة البطالة عن طريق دعم الاستثمارات وخفض أسعار الفائدة على الاقتراض، والشكل الآتي يظهر التحولات في عمليات الشراء من السوق المفتوحة.

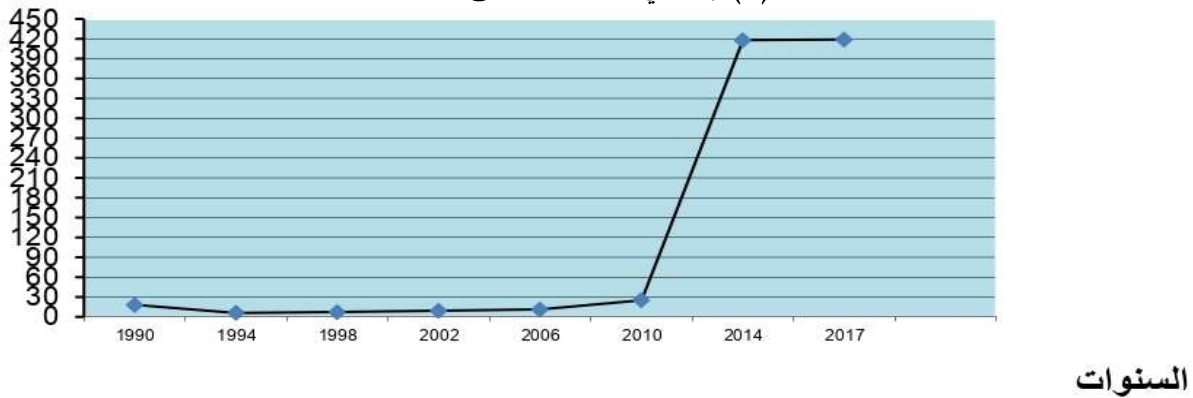
الشكل (٣) إجمالي مشتريات السوق المفتوحة



ب- إجمالي مبيعات الاحتياطي الفدرالي: عند القيام بعملية بيع السندات الحكومية في السوق النقدية فإنه يهدف إلى خفض عرض النقد عن طريق زيادة أسعار الفائدة على السندات، وبسبب زيادة المعروض من السندات تنخفض قيمتها السوقية، وعادة ما تستخدم هذه الأداة لمعالجة الاتجاهات التضخمية، وهذه العملية تؤثر في الاحتياطات النقدية لدى البنوك؛ ما يجعل قدرتها على الاقتراض تنخفض.

ويتضح من الجدول (٢) أن هذه التفاوتات في إجمالي مبيعات بنك الاحتياطي الفدرالي تعكس الأحداث الاقتصادية، ومحاولات النظام الفدرالي زيادة المعروض النقدي وخفض أسعار الفائدة؛ إذ انخفض عام ١٩٩١ إلى ١٢,٧ مليار دولار قياساً بعام ١٩٩٠ إذ بلغ ١٨,٣ مليار دولار، ثم أخذ بالانخفاض، بينما ارتفع عام ٢٠٠١ وازداد عام ٢٠٠٣ بسبب الحرب على العراق، وكذلك عام ٢٠٠٨ إذ بلغت ٣١,٤ مليار دولار بسبب الأزمة المالية، وكانت أقل من المشتريات من السوق المفتوحة والتي بلغت ٣٧٨,٧، وهذا يدل على أن السياسة النقدية هي سياسة توسعية، ويظهر ذلك في الشكل (٤).

الشكل (٤) إجمالي مبيعات السوق المفتوحة



المطلب الثاني

تحليل مؤشرات كفاءة أداء السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي

يسهم تحليل مؤشرات كفاءة أداء السياسة النقدية في الولايات المتحدة بمعرفة فاعلية أدوات السلطة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية أو مؤشرات كفاءتها والتي تعكس أداء السياسة النقدية في الأجل القصير والطويل وبيان أي مؤشرات كفاءتها أو المتغيرات الاقتصادية الأكثر تأثراً وتمثيلاً لاتجاهات أدوات السلطة النقدية في الولايات المتحدة، وبما ينسجم مع أهداف بنك الاحتياطي الفيدرالي، وبما يضمن تحقيق الاستقرار في الأسعار وأهداف النمو الاقتصادي، والجدول (٣) يعطي تصوراً عن بيانات مؤشرات أداء كفاءة السياسة النقدية والتي تمثل انعكاساً لأهداف الاحتياطي الفيدرالي، وذلك كما يأتي:

جدول (٣) مؤشرات كفاءة أداء السياسة النقدية في الولايات المتحدة

السنوات	سعر الفائدة الفدرالي %	النتاج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	الاستهلاك	الاستثمار المحلي	إجمالي الصادرات	إجمالي الواردات	الرقم القياسي لأسعار المستهلك	مؤشر أسعار المنتجين	سعر الصرف الحقيقي الفعال	أسعار الفائدة طويلة الأجل %	معدل البطالة %
1990	8.10	5979,575	711.3	59,940	551,850	629,750	52.4	93.2	115.8	8.55	7.07
1991	5.69	6174,050	748.0	49,240	594,925	623,550	62.7	93.4	111.6	7.86	8.62
1992	3.52	6539,300	787.5	58,770	633,075	667,800	71.3	93.9	109.0	7.01	9.61
1993	3.02	6878,700	812.8	82,800	654,800	719,975	79.3	95.3	111.1	5.87	8.94
1994	4.20	7308,775	875.0	89,990	720,925	813,450	86.4	96.5	108.5	7.08	7.99
1995	5.84	7664,050	911.8	110,060	812,825	902,550	100.0	100.0	100.0	6.58	7.40
1996	5.30	8100,175	956.2	103,020	867,575	963,975	107.2	102.3	103.6	6.44	7.23
1997	5.46	8608,525	1013.3	121,380	953,825	1055,775	112.1	99.7	109.5	6.35	6.73
1998	5.35	9089,150	1072.0	174,760	952,975	1115,675	116.8	100.0	116.6	5.26	6.20
1999	4.97	9660,625	1145.2	247,585	992,000	1248,625	120.4	106.4	114.8	5.65	5.87
2000	6.24	10284,750	1187.8	186,370	1096,825	1472,650	123.7	100.0	100.0	6.03	5.69
2001	3.89	10621,825	1281.5	146,041	1026,725	1395,400	121.5	101.1	103.7	5.02	6.80
2002	1.67	10977,525	1292.0	178,985	1002,500	1428,957	129.5	98.8	105.3	4.61	8.37
2003	1.13	11510,675	1331.3	195,218	1040,275	1543,925	135.3	104.1	111.0	4.01	8.77
2004	1.35	1227,925	1432.8	374,004	1181,500	1800,675	150.6	109.5	102.9	4.27	8.14
2005	3.22	13093,700	1456.1	352,591	1308,900	2030,100	157.9	100.0	100	4.29	7.59
2006	4.97	13855,900	1660.7	283,801	1476,300	2247,250	170.9	104.7	100.1	4.8	7.01
2007	5.02	14477,625	1760.0	523,890	1,664,625	2383,125	119.9	109.7	96.4	4.63	7.87
2008	1.92	14718,570	1847.1	343,583	1841,950	2565,025	123.8	120.5	92.3	3.66	8.92
2009	0.16	14418,725	1850.7	312,597	1587,725	1983,200	201.8	109.1	97.2	3.26	14.2
2010	0.18	14964,400	1861.9	349,828	1852,300	2365,00	202.4	116.7	93.3	3.22	14.8
2011	0.10	15517,925	2350.8	436,616	2106,375	2686,375	229.9	108.83	95.13	2.78	13.7
2012	0.14	16155,250	2544.1	377,240	2198,200	2763,825	231.6	109.43	98.06	1.08	12.50
2013	0.11	16691,500	2523.7	392,796	2276,625	2768,200	233.8	110.11	99.18	2.35	11.46
2014	0.13	17427,600	2562.7	338,851	2373,675	2883,200	235.3	111.14	106.8	3.25	10.8
2015	0.13	18120,700	2610.8	311,137	2264,900	2789,100	241.3	103.8	114.01	3.37	8.29
2016	0.38	18624,450	2658.0	311,582	2214,550	2735,800	242.0	100.35	120.6	3.50	7.75
2017	0.63	19563,321	2965.1	312,437	3747,800	2878,400	243.0	103.5	121.86	3.75	6.98
معدل النمو السنوي المركب %	99.7	87.9	84.5	80.7	75	83	82.8	95.8	96.1	98.3	96.3

١- سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية أو سعر الفائدة بين البنوك:

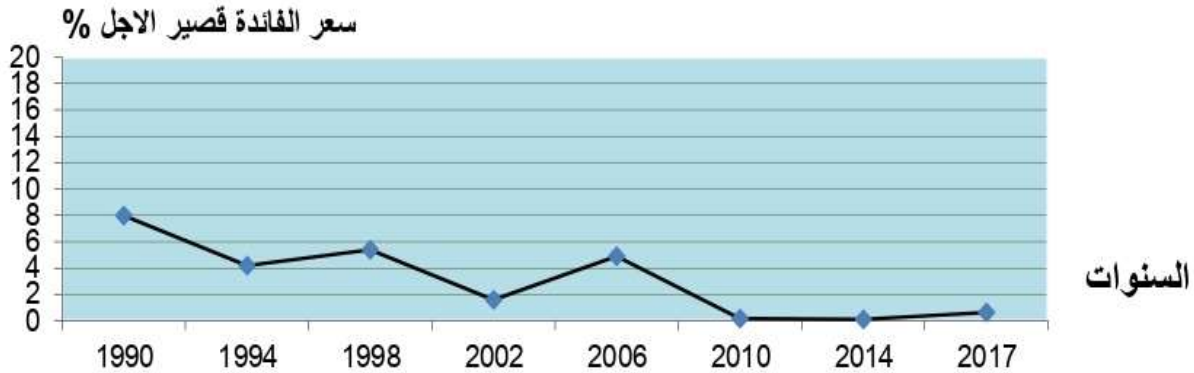
يعدُّ سعر الفائدة بين البنوك من أبرز مؤشرات كفاءة أداء السياسة النقدية؛ لأنها ترتبطُ باحتياجات البنوك لدى البنك المركزي وعمليات المقاصة كما في الولايات المتحدة؛ إذ تحتفظ البنوك بإيداعات خاصة بها لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي، ويطلب من كل بنك عضو في النظام الاحتياطي الاتحادي الحفاظ على الحد الأدنى للرصيد في حساب الاحتياطي، ويعتمد الرصيد المطلوب على إجمالي ودائع زبائن البنك، وتُسمى الأموال في حساب

الاحتياطي المصرفي "الأموال التّحاديّة" أو "أموال الاحتياطيّ الفيدراليّ"، وبعض البنوك لديها أموال أكثر ممّا هو مطلوب في بنك الاحتياطيّ وغيرها من البنوك؛ إذ تميل إلى أن يكون لديها نقص في الأموال التّحاديّة؛ لذا تستخدم البنوك سوق الأموال التّحاديّة، فالبنوك التي لديها أموال زائدة تُقرض لمن يُعانون من نقص، ويتمّ ترتيب هذه القروض، والتي عادةً ما تكون المُعاملات بين عشية وضحاها بسعر فائدة يُسمّى سعر الأموال الفيدراليّة.

وعلى الرّغم من أن سوق أموال الاحتياطيّ الفيدراليّ نشأ أساساً كوسيلة للبنوك لتحويل الأرصدة لتلبية مُتطلّبات الاحتياطيّ، فقد تطوّرت السوق اليوم إلى درجة أن العديد من البنوك الكبيرة تُستخدم الأموال التّحاديّة بطريقة مباشرة كمصدر تمويل؛ لذا فإنّ مُعدّل الفائدة الفدراليّ هو ببساطة مُعدّل الفائدة على القروض قصيرة الأجل جدّاً بين المُوسّسات الماليّة .

ويُلاحظ عن طريق تحليل بيانات الجدول الخاصّ بمؤشّرات أداء السّيّاسة النّقديّة تذبذب أسعار الفائدة، وكانت أعلى نسبة عام ١٩٩٠؛ إذ بلغت ٨,١٠%، ثم أخذت بالانخفاض، وهذا يدلّ على مسار السّيّاسة النّقديّة المُتّبعة من الاحتياطيّ الفدراليّ بما يعكس الظروف الاقتصاديّة والحاجة إلى السيولة النّقديّة عن طريق انخفاض مُعدّلات إعادة الخصم وزيادة عمليّات الشراء من السوق المفتوحة والتي انعكست في زيادة الاحتياطيّات لدى الجهاز المصرفيّ، ثم عاود الانخفاض التدريجيّ إلى أن وصل إلى ١,١٣% عام ٢٠٠٣ بسبب الحاجة إلى سيولة لتمويل الحرب وزيادة العجز الحكوميّ، وانخفض بشدّة عام ٢٠٠٨ بسبب الأزمة الماليّة وتدخّل الاحتياطيّ لمعالجة الأزمة وضخ السيولة في الاقتصاد لضمان الاستقرار النّقديّ، حيث خفض مُعدّل إعادة الخصم وزيادة المُشتريات من السوق المفتوحة، ثم أخذ بالانخفاض بسبب سياسة الإصلاح التي اتّخذتها الولايات المتّحدة وتحقيق أهداف النموّ وزيادة النّاتج المحليّ الإجماليّ، والشكل الآتي يُظهر التحوّلات في أسعار الفائدة على الأموال الفيدراليّة.

الشكل (٥) التحوّلات في أسعار الفائدة على الأموال الفيدراليّة



٢- الناتج المحلي الإجمالي

يُمثل الناتج المحلي الإجمالي إجمالي القيم النقدية في الاقتصاد للسلع والخدمات المنتجة في مدة زمنية محددة بسنة عن طريق ضرب الكميات المنتجة في أسعارها داخل حدود تلك البلد. وهنا تبرز أهمية الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر أداء لكفاءة السياسة النقدية لتقييم مقدار ما يحصل عليه الفرد من سلع وخدمات أنتجها المجتمع خلال مدة معينة غالباً ما تكون سنة واحدة، ويعكس هذا المؤشر النمو الاقتصادي مضافاً إليه التحويلات الخارجية، ويتم تقدير حصة الفرد من الناتج المحلي عن طريق تقسيم الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان للسنة نفسها.

والصيغة الرياضية له هي كالتالي:

$$\text{Per capital G D P}_{it} = \frac{\text{GDp}_{it}}{N_{it}}$$

GDP Per capital: حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي للدولة (i) في السنة (t)

GDP it: الناتج المحلي الإجمالي للدولة (i) في السنة (t).

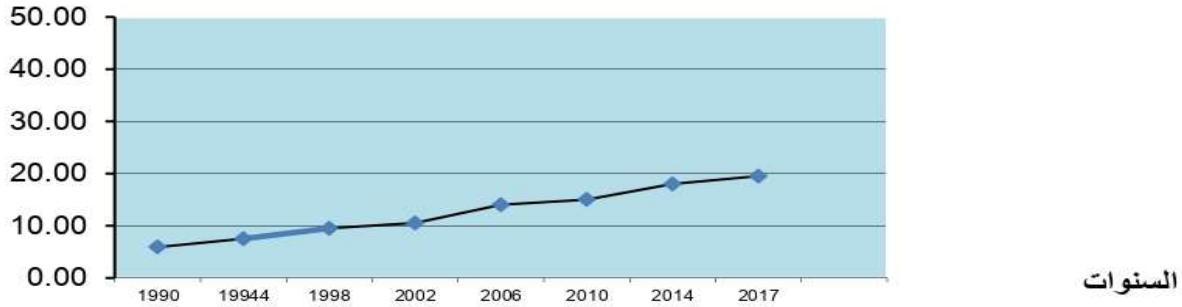
N it: عدد سكان الدولة (i) في السنة (t).

وكذلك استخدم مؤشر الناتج المحلي الإجمالي من لدن البنك الدولي ومن قبل مؤسسة (IFC) لتصنيف اقتصاديات البلدان عن طريق معدلات النمو بالناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد من GDP، ويعد أحد المقاييس الشائعة الاستخدام في قياس جودة المعيشة؛ لذا يمكن عد هذا المعيار الأكثر قبولاً في التمييز بين الدول المتقدمة والدول الناشئة والدول النامية، فقد صنف البنك الدولي عن طريق مؤسسة (IFC) البلدان منخفضة الدخل السنوي (أقل من ٧٦٥ دولار أمريكي سنوياً) بلداناً نامية، وبلدان الدخل المتوسط (٩٦٥٦ - ٧٦٥ دولار أمريكي سنوياً) ضمن مجموعة البلدان الناشئة، أما البلدان التي يتجاوز فيها دخل الفرد السنوي مبلغ (٩٩٥٩ دولار أمريكي) فقد صنّفها ضمن مجموعة البلدان المتطورة.

ويشير الجدول الخاص ببيانات الناتج المحلي الإجمالي إلى الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي، إذ بلغ عام ١٩٩٠ ما يقارب ٥,٩٧٩ ترليون دولار قياساً بعام ٢٠١٧ إذ بلغ ١٩,٥٦٣ ترليون دولار، مما يدل على كفاءة السياسة النقدية في تحقيق أهدافها وفاعلية أدوات السلطة النقدية في رفع مستوى الناتج المحلي الإجمالي، أما في الأعوام التي شهدت تحولات في السياسة الخارجية الأمريكية وما رافقها من زيادة النفقات العسكرية عام ٢٠٠١ و٢٠٠٣، وكذلك في الأزمة المالية، فقد أخذ الناتج بالارتفاع بفعل وسائل السلطة النقدية التي تضمنت خفض معدل الفائدة، ومن ثم زيادة الائتمان، وكذلك زيادة المشتريات من السوق المفتوحة، مما انعكس في زيادة السيولة في الأسواق المالية والاقتصاد، وهذا يدل على أن نجاح السياسة النقدية يحتاج إلى أسواق نقدية ومالية متطورة وجهاز مصرفي متقدم، والشكل الآتي يظهر التحولات في الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل (٦) تطور الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة

اجمالي الناتج المحلي الاجمالي (ترليون دولار)



٣- إجمالي الاستهلاك.

يعد مؤشر الاستهلاك من مؤشرات أداء كفاءة السياسة النقدية الرئيسة، حيث يُستخدم لقياس حجم استهلاك السلع والخدمات والتي تمثل الجانب الأكبر من الطلب الكلي؛ لذا فإن قرارات الاستهلاك تلعب دوراً مهماً في أداء العملية الاقتصادية، وعليه فإن النظريات التي يمكنها التنبؤ بتغير حجم الاستهلاك هي مهمة جداً في صياغة السياسة النقدية، حيث جادلت نظرية كينز بأن الدخل الحالي يقرر كمية الاستهلاك، وأن فرضية الدخل الدائم وفرضية دورة الحياة كلها نظريات لها تأثير في حجم الاستهلاك؛ وذلك لأن زيادة الدخل القومي الناتج عن الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي تؤدي إلى زيادة مستوى نصيب الفرد من الدخل القومي والتي تنعكس في زيادة الاستهلاك وحجم الطلب الكلي. وناقش فريدمان بأن الأسر لديها نظرة طويلة الأجل على الدخل. ولذلك، فإن خيارات الاستهلاك التي تقوم بها الأسر لا تعتمد فقط على الدخل الحالي، بل أيضاً على توقعات الدخل في المستقبل.

لذلك فإن الاستهلاك يتحدد بالدخل الذي يتحصل عليه الفرد، غير أن المستهلك لا ينفق بالضرورة كل دخله، ولكن يمكنه أن يدخر جزءاً منه، ولهذا يُقسم الدخل عادةً بين الاستهلاك والادخار؛ لذا فإن علاقة الادخار بالاستهلاك هي علاقة عكسية؛ أي إن زيادة حجم الاستهلاك ينقص مستوى الادخار، وإذا زاد مستوى الادخار يزداد معدل الاستثمار ثم يزداد الاستهلاك في المستقبل، والمعادلة الآتية توضح العلاقة:

$$\text{Saving} = \text{Income} - \text{Consumption}$$

لذا فإن الميل الحدي للاستهلاك يُعبر عن مقدار التغير في الاستهلاك الناتج عن التغير بوحدة واحدة في الدخل. وبما أن الدخل يتأثر بالتغيرات في أدوات السياسة النقدية عن طريق التأثير في الاستهلاك الكلي؛ إذ تميل التوسعات النقدية إلى زيادة الدخل الحقيقي وزيادة التضخم وتخفيض أسعار الفائدة الحقيقية، وهذا يؤدي ثلاثة مصادر مميزة لإعادة التوزيع:

– أولاً: تؤدي التوسعات النقدية إلى تحقيق مكاسب في الأرباح الإجمالية من العمالة والأرباح، ومن غير المرجح أن يكون توزيع هذه المكاسب متساوياً.

- **ثانيًا:** إنَّ التضخُّمَ غيرَ المُتَوَقَّع يُعيد تقييم الميزانيات العمومية الاسمية مع خسارة الدائنين الاسميين ومكاسب المدينين الاسمية: فهذه هي قناة فيشر 1933 Fisher التي تمَّ استكشافها من قبل Doepke and Schneider 2006 الذين يقيسون تعرُّضات الميزانية العمومية لمُختلف القطاعات ومجموعات الأسر في الولايات المتحدة لسيناريوهات التضخُّم المختلفة وتحديد المواقف الصافية لتعرُّضات الزيادات غير المُتَوَقَّعة في مُستوى الأسعار.

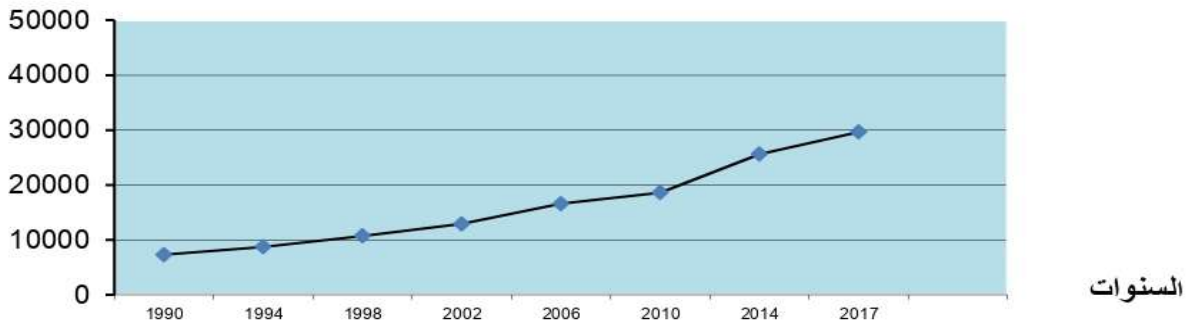
- **ثالثًا:** انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية يُؤدِّي إلى إيجاد شكل ثالث أكثر دقَّة من إعادة التوزيع هو زيادة أسعار الأصول المالية، ولكن من غير الصحيح الادِّعاء بأنَّ أصحاب الأصول يستفيدون بشكلٍ عامٍّ.

لذا فإنَّ التعرُّضَ لمخاطر أسعار الفائدة وعدم التحوُّط والقياس الصحيح لتعرُّضات الميزانية العمومية للأسر للتغيُّرات في أسعار الفائدة الحقيقية مثل المواقف الصافية للتغيُّرات في مُستوى الأسعار، مثل: المُستثمرون الذين تستثمر ثرواتهم المالية بشكلٍ أساسيٍّ على المدى القصير في شهادات الابداع تميل إلى أن تكون إيجابية، أمَّا تلك المُستثمرة على المدى الطويل كاستثمارات السندات أو التزامات الرهن العقاري القابلة للتعديل فتميل إلى أن تكون سلبية.

وهذا يدلُّ على أنَّ علاقة سوق السندات وسوق النقد بسعر الفائدة هي علاقة عكسيَّة؛ إذ إنَّ ارتفاع سعر الفائدة في السوق المالية يُؤدِّي إلى انخفاض القيمة السوقية للسندات، وأنَّ السندات طويلة الأجل ستُعاني من خسائر كبيرة. وتُشير النتائج الواردة في الجدول (٣) إلى ارتفاع مُستوى الاستهلاك، وقد كان أقلَّ مُعدَّل عام ١٩٩٠ وأعلى مُستوى استهلاك عام ٢٠١٧، وتبرز أهمية تحليل إجمالي الاستهلاك في تحديد الطلب الكلي وعلاقته بمُستوى الأسعار والنتائج المحليَّة الإجماليَّة، والذي يبيِّن أهمية تحليل هذا المؤشِّر عن طريق ارتباطه بالنظرية الكينزيَّة، والتي تتمخِّص بفكرة أنَّ الاقتصاد حين يصل إلى الاستخدام الكامل لعناصر الإنتاج فإنَّ زيادة الطلب تُؤدِّي إلى زيادة الضغوط التضخُّميَّة؛ لأنها سوف تنعكس في مُستوى الأسعار بسبب عدم مرونة الجهاز الإنتاجي، لذا يُمثِّل الاستهلاك مقياساً لكفاءة أداء السياسة النقدية؛ لارتباطه بمؤشِّرات اقتصادية تمثِّل زيادتها تحقيقاً لأهداف السياسة النقدية والتي يتبلور بلوغها عن طريق آلية استخدام أدوات السُلطة النقدية التي تُحدِّد استراتيجية السياسة النقدية في زيادة الطلب أو تخفيضه من أجل تحقيق الاستقرار النقدي، كما يُظهر الشكل (٧) التحولات في حجم الاستهلاك.

شكل (٧) تطوُّر إجمالي الاستهلاك في الولايات المتحدة

اجمالي الاستهلاك (مليار دولار)



٤- إجمالي الاستثمار المحلي

تُكمن أهمية حجم الاستثمار كمؤشر من مؤشرات أداء كفاءة السياسة النقدية تظهر في قياس تفضيل الأفراد بين الاستهلاك والادّخار؛ لأنّ الاستثمار يأتي من الدخل الذي لا يُنفق على الاستهلاك، فعندما يهدف الفرد إلى تحقيق منفعة أكبر في المستقبل من القيمة الحالية فإنه يتخذ قرار الادّخار ويستثمرها في مجالات مختلفة تُحقّق منفعة أعلى، وكذلك تُسهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي؛ لذا يُمكن توصيف الاستثمار بالتوظيف؛ أي الجزء المُستثمر الذي لا يُنفق على الاستهلاك.

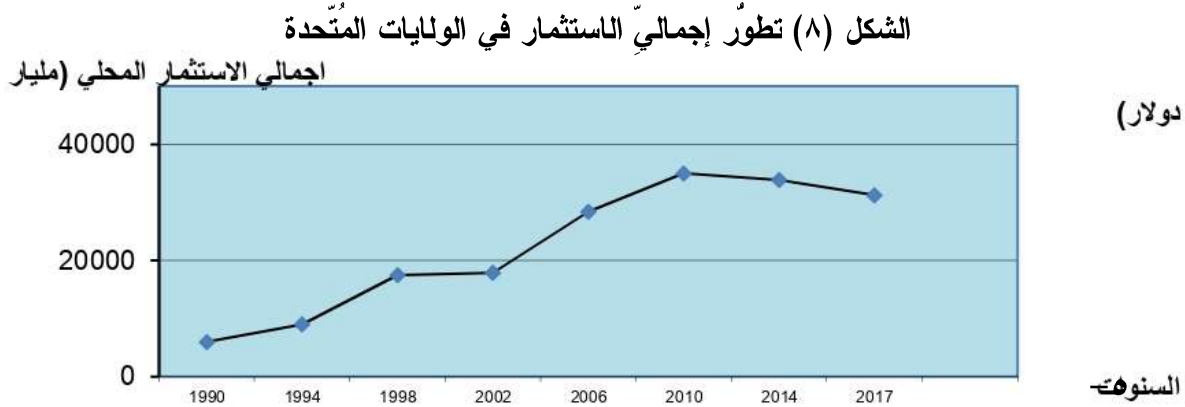
إذ إنّ المفهوم الاقتصادي للتوظيف يُفسّر عملية الاستثمار بموجودات قائمة ليست جديدة بالتوظيف، أما إذا كانت عملية الاستثمار في موجودات جديدة وأدت إلى زيادة حقيقية في الإنتاج فهي استثمار، لذلك يسمح الاستثمار للشركات بمواصلة توليد التدفّقات النقدية في المستقبل أو للحفاظ على الربحية من الأنشطة التجارية القائمة؛ لذلك تتطلّب مشاريع الاستثمار تقييماً دقيقاً ومتابعة للمتغيّرات الاقتصادية وآثارها؛ لأنها تحتاج إلى مبالغ كبيرة جداً من الأموال النقدية التي يتعيّن جمعها واستثمارها، ولأنها سوف تُحدّد ما إذا كانت الاستثمارات مربحة في المستقبل.

لذا فإنّ قرارات الاستثمار تُمثّل عملية الاختيار بين الاستهلاك الآن والاستهلاك في المستقبل، وبطبيعة الحال فإنّ قرار عدم الاستهلاك الآن هو الاستثمار، ومن أجلّ فإنّ اتّخاذ قرارات الاستثمار يحتاج إلى نوعين من المعلومات: أولاً، يحتاج إلى فهم مفاضلاته الذاتية بين الاستهلاك الآن والاستهلاك في المستقبل. ثانياً، يجب أن يُعرف المبادلات الممكنة بين الاستهلاك الحالي والمستقبليّ الممكنة ومقدار الاستثمار في الفرص الإنتاجية من أجل توفير استهلاك نهاية المدة.

لذلك تظهر أهمية قناة الاستثمار كمؤشر لأداء كفاءة السياسة النقدية في مختلف البلدان لا سيّما الدول النامية التي تعاني من خلق الخطط الاستثمارية بما تُسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية بسبب عدم الاهتمام بقوانين حماية الاستثمارات وأدوات الاستثمار الأكثر مواءمة ونفعاً لهذه المجتمعات وتحسين كفاءة الاستثمارات وتعظيم العوائد المحقّقة باتّباع طرائق تضمن زيادة الادّخار لدى المواطنين، ومن ثم توجيه المدّخرات نحو مجالات الاستثمارات المختلفة وتهيئة الأدوات الاستثمارية التي تخلق قيمة مضافة حقيقية للاقتصاد المحلي؛ لذا يُعرّف الاستثمار بأنه قيمة الإنفاق التي تتم في مدّة زمنية مُعيّنة على تكوين الأصول للحصول على الأرباح، وذلك بالتخلّي عنها في لحظة زمنية مُعيّنة ولمدّة زمنية مُعيّنة بقصد الحصول على تدفّقات مالية مستقبلية تُعوّض عن القيمة الحالية للأموال المُستثمرة وتعوّض المخاطر المصاحبة للمستقبل.

والغاية من تحليل مؤشر الاستثمار المحلي هي الوقوف على مدى تطور أداء السياسة النقدية ومدى فاعلية أدائها في خلق مُحفّزات لزيادة الاستثمار والتي ترتبط بتحقيق الاستقرار المالي والنقدي، وأيضاً خفض مُعدّلات الفائدة وتحفيز الائتمان وتحجيم الارتفاع بالمستوى العام للأسعار عن طريق تحليل البيانات الخاصة بمؤشر

الاستثمار يُظهر الاتجاه العام الذي يدلُّ على الارتفاع في حجم الاستثمار الكليّ وحدثت بعض التفاوتات والانخفاض في بعض السنوات؛ إذ انخفض عام ١٩٩١ نتيجة حرب الخليج، وكذلك انخفض عام ٢٠٠١، وبدأت الانطلاقة الفعلية للاستثمار منذ عام ٢٠٠٤؛ إذ ارتفع إلى ٣٧٤ مليار دولار، وانخفض عام ٢٠٠٨ بسبب الأزمة المالية وأثرها في الأسواق الأمريكية والمؤسسات المالية، ولكن بفضل السياسة النقدية التي اتبعتها البنك الفدرالي والتي عُرِفَت بالتيسير الكميّ أدت إلى ارتفاع مستوى الاستثمار الحقيقي والمالي، ومن ثم انعكست بزيادة الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يعكس أهداف السياسة النقدية المرتبطة بالتشغيل والنمو، ويظهر الشكل (٨) تطور حجم الاستثمار.



إجمالي الصادرات.

تعد الصادرات مؤشراً على نمو الإنتاج؛ إذ يتم تحديد نمو الإنتاج عن طريق نمو الصادرات، ويتم تحديد نمو الصادرات عن طريق نمو الدخل خارج البلد، ومن خلال القدرة التنافسية، ويتم تحديد القدرة التنافسية جزئياً عن طريق نمو الإنتاجية، ويتم تحديد نمو الإنتاجية عن طريق نمو الناتج المحلي الإجمالي؛ لذلك فإن دراسة الآليات وأدوات السياسة النقدية تتيح لبعض البلدان أن تصمم استجابة إيجابية صحيحة للصادرات والنمو في التدفقات النقدية الداخلة، مثل إدارة الاقتصاد الكلي لسعر الصرف الحقيقي، وكيف تأثير واستجابة أداء الصادرات لصدمة سعر الصرف والحد من إمكانيات الاستيراد، ويكون النمو داخلياً مع التعلم عن طريق العمل في قطاع التصدير، مما يؤدي عوامل خارجية إيجابية تعزز نمو الإنتاجية في الاقتصاد بأكمله.

لذلك قد يرغب المصدرون في تثبيت قوتهم الشرائية عن طريق رفع الأسعار في أوقات ضعف الدولار الأمريكي، وبالعكس عند انخفاض سعر السلع الأساسية للمستوردين الذين ارتفعت قيمتهم مقابل الدولار الأمريكي سيزداد طلبهم على السلع الأساسية، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع الأسعار.

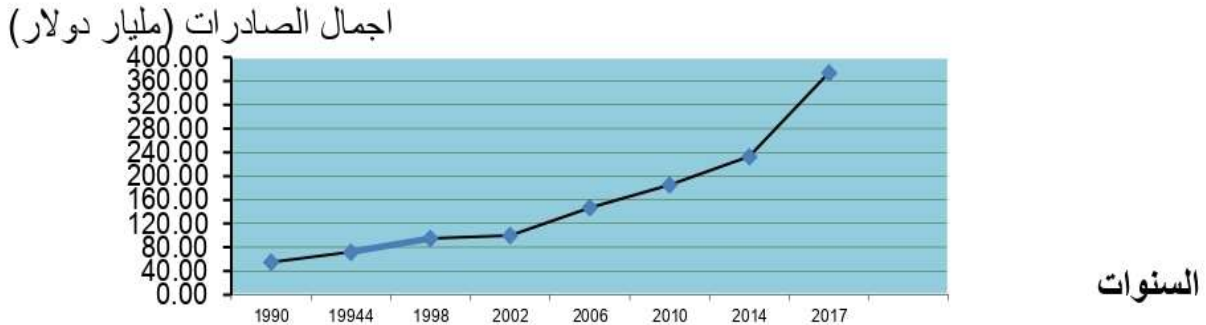
وتؤدي السياسة النقدية دوراً مهماً في التأثير على عملية التصدير عن طريق المحافظة على قيمة العملة المحلية والمستوى العام للأسعار، فعملية التصدير في إطار المعاملات الاقتصادية من دولة إلى أخرى تستخدم العملة المحلية كواسطة للتبادل والمعاملات أو وحدة الحساب داخل الدولة، لذلك فالمصدرون الذين يتعاملون في عروضهم السلعية مع الخارج يقومون بتحويل العملات الأجنبية المستلمة من الخارج إلى العملة الوطنية، ومن

جانب آخر فإنَّ المُستثمرين داخل البلد لا بدَّ أنْ يُحوِّلوا العملة الوطنيَّة التي لديهم إلى عملاتٍ أجنبيَّةٍ لتلبية مُتطلَّبات مُعاملاتهم الاستثماريَّة.

وتُسهِّم السِّياسات المُوجَّهة نحو تنامي الصِّناعات المُوجَّهة للصادرات في خلق فرص العمل وتنظيم الأجور، ومن ثمَّ تعظيم نموِّ الناتج وزيادة القيمة المُضافة للقطاع الصِّناعي، فزيادة الصادرات من شأنها أنْ تزيِّد من نموِّ الناتج المحليِّ الإجماليِّ، أمَّا الدول التي تعتمدُ على تصدير البترول والموادِّ الخام فإنها ستواجه مشاكلَ خارجيَّة في حالة انخفاض أسعار الموادِّ الأوليَّة التي تُصدرها البلدان النامية إلى الأسواق العالميَّة وتدهور شروط التبادل التجاريَّة للبلدان المُصدرة لهذه المواد، وقُدرة هذه البلدان على الوفاء بديونها الخارجيَّة ستكون ضعيفةً لا سيَّما الدول النفطية التي يعدُّ تصدير البترول والموادِّ الخام المصدرَ الرئيس للنقد الأجنبيِّ فيها.

تبرز أهميَّة الصادرات كمؤشِّر لكفاءة أداء السِّياسة النقديَّة؛ لأنها تعدُّ ركناً أساسياً في ميزان المدفوعات الذي يُمثِّل بياناً للمعاملات الاقتصادية كافة التي تجري بين أحد البلدان وبقية العالم خلال مدَّة زمنيَّة مُعيَّنة، وتشمل هذه المعاملات الصادرات والواردات من السلع والخدمات وجميع حركات رؤوس الأموال المُختلفة، ومن ثمَّ إظهار تبادل التأثيرات الخارجية مع العالم الخارجي، وبيان القوة والضعف للمركز الخارجي للدولة، وإعطاء تصوُّر واضحٍ عن التجارة الخارجية، وتحليل الجوانب النقديَّة من التجارة الدوليَّة لأيِّ بلد وسياسات سعر الصرف، وكذلك إظهار تأثير زيادة مُعدَّل التضخُّم وكيف يعملُ على خلق عجزٍ مُستمرٍّ في ميزان المدفوعات؛ لأنه يُشجِّع الواردات ويعوق الصادرات؛ لذا يُظهر مؤشِّر الصادرات فاعليَّة أدوات السُّلطة النقديَّة في تحقيق أهدافها والمحافظة على مُعدَّلات التضخُّم المُخفضة واستقرار سعر الصرف، ويظهرُ من تحليل إجماليِّ الصادرات للولايات المُتحدة أنَّ هناك ارتفاعاً في حجم الصادرات لا سيَّما في مجال الصِّناعات العسكريَّة، ويُلاحظ من البيانات الخاصَّة في الصادرات أنه بالرَّغم من الاستمرار في الارتفاع فهي أقلُّ من الواردات بسبب سعر صرف الدولار ودخول الصين كمصدرٍ قويٍّ في الولايات المُتحدة، والشكلُ اللَّاتي يوضِّح التطوُّرات في إجماليِّ الصادرات.

شكل (٩) تطوُّر إجماليِّ الصادرات في الولايات المُتحدة



٦- إجمالي الواردات.

إن الغاية الرئيسة من دراسة مؤشر الواردات هي بيان جوانب ميزان المدفوعات وبيان حجم المعاملات الخارجية والمدفوعات الدولية والتبادل التجاري؛ بهدف إظهار المعلومات المهمة في ميزان المدفوعات لوضعي السياسات الاقتصادية المستقبلية ولا سيما صناعات أدوات السياسة النقدية بما يلائم الوضع المالي الخارجي للبلد ووضع الآليات التي تحكم عمليات الاستيراد والتصدير.

لذا فإن تحديد مسار أدوات البنك المركزي من الموضوعات المهمة التي تؤثر وتتعرض على عجز الميزان التجاري، وتؤدي إلى زيادة الواردات أو انخفاض الصادرات، فالتوسع في حجم الائتمان المصرفي يؤدي إلى زيادة الطلب؛ ليس فقط على السلع المحلية بل يمتد كذلك إلى السلع الأجنبية المستوردة، ومن ثم إذا كان الاستيراد غير محدد بضوابط فسوف يزيد حجمه وترتفع مدفوعاته والتي تنعكس على كمية المتحصلات من العملة الأجنبية، أما إذا كان الاستيراد مقيداً فينعكس الطلب على السلع المستوردة إلى زيادة الطلب على السلع المنتجة محلياً، مما يترتب على ذلك ارتفاع أسعار السلع المنتجة محلياً والتي تؤدي لانخفاض الصادرات وتضعف قدرتها التنافسية في الأسواق الخارجية.

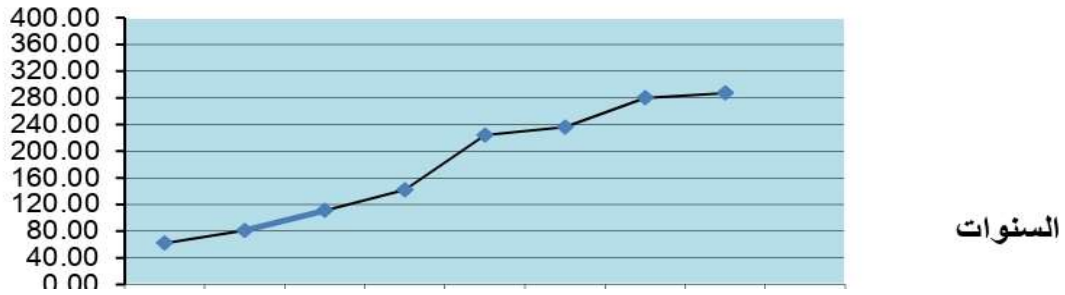
ومن ثم تنعكس آثار زيادة حجم الاستيراد من الخارج أو مدفوعات الاستثمار الأجنبي الداخلي إلى الخارج ومدفوعات التحويلات إلى الخارج كلها على زيادة حجم الطلب على العملة الأجنبية والتوسع في عرض العملة المحلية؛ بغية الحصول على العملة الأجنبية، الأمر الذي ينعكس في ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية، على عكس زيادة الصادرات والدخول المتأتية من الاستثمارات الوطنية في الخارج والتحويلات من الخارج إلى الداخل، فإن هذا يعني زيادة الطلب على العملة المحلية وزيادة عرض العملة الأجنبية، ومن ثم ارتفاع سعر الصرف المحلي.

ويمكن القول: إن السياسة النقدية تعمل على رفع سعر الفائدة المحلي عن طريق قناة بيع العملة الأجنبية وشراء العملة المحلية من أجل تقليص عرض النقد، وهذا يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل، ومن ثم تحقيق فائض في الحساب الرأسمالي والمالي يعوض عجز الحساب الجاري.

وتبرز أهمية مؤشر الواردات في الاستدلال على العجز والفائض في ميزان المدفوعات والتي تتأثر بالتضخم المحلي نتيجة زيادة الدخول النقدية التي تؤدي إلى زيادة الطلب على الواردات من المنتجات الأجنبية، وتؤدي إلى انخفاض الإنتاج المحلي وزيادة البطالة نتيجة انخفاض حجم الاستثمار والتي تؤثر في الناتج المحلي الإجمالي، فإذا كانت قيمة العملة المحلية أكبر من قيمتها الحقيقية فسيؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار المحلية من وجهة نظر الأجانب، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي على تلك السلع، ومن ثم حدوث اختلال في ميزان المدفوعات كذلك، وتؤدي حالة العجز في ميزان المدفوعات إلى بروز ضغوط تضخمية تقود إلى حدوث اختلالات مستمرة في ميزان المدفوعات.

وعن طريق تحليل البيانات الواردة في الجدول (٣) نجد ارتفاع حجم الواردات قياساً بالصّادرات؛ نتيجة انخفاض أسعار السلع الأجنبية قياساً بأسعار السلع في الولايات المتحدة، وكذلك أغلب الإنتاج في الولايات المتحدة يذهب إلى الصناعات العسكرية وزيادة الطلب عليها؛ لذلك تحافظ على سعر صرف الدولار؛ من أجل تعويض نقص الإنتاج بمنتجات أجنبية تكون أرخص للمستهلكين، وفي الوقت نفسه جعل سعر صرف الدولار أقل من العملة الأوروبية اليورو، مما يبقي المنتجات الأوروبية أعلى عالمياً، والشكل الآتي يوضح تطور الواردات في الولايات المتحدة.

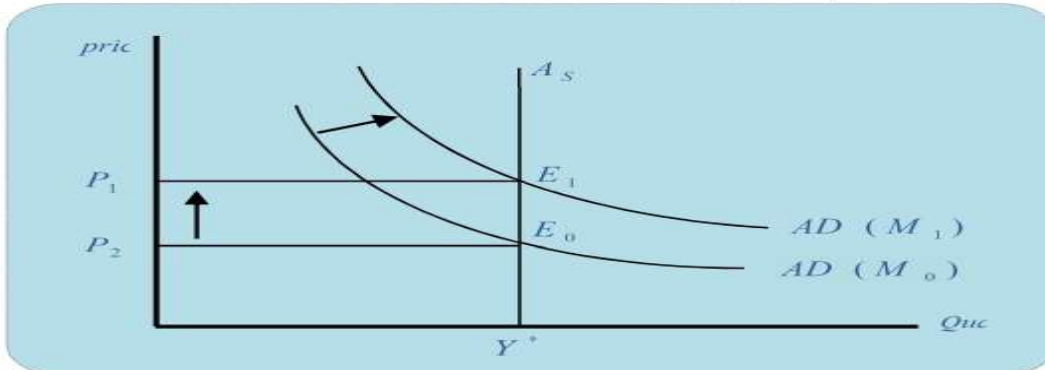
الشكل (١٠) تطور إجمالي الواردات في الولايات المتحدة
اجمالي الواردات (مليار دولار)



٧- الرقم القياسي لأسعار المستهلك. Consumer price index (CPI)

يمكن تعريف التضخم Inflation بأنه زيادة في الطلب الكلي غير مقرونة بزيادة في العرض الكلي؛ أي انخفاض القوة الشرائية للنقد، مما يؤدي إلى انخفاض القيم الحقيقية للموجودات الاستثمارية، ويقاس التضخم باستخدام مؤشرات، مثل مؤشر أسعار المستهلك (CPI) أو مؤشر أسعار المنتج (PPI) producer price Index. إذ يعتمد الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) على التغير الذي يحدث في تكلفة الحصول على مجموعة واسعة من السلع والخدمات التي تعكس أبرز جزء من الإنفاق الكلي للفرد، فمقدار التغير في الكميات من السلع والخدمات التي يحصل عليها الفرد يتأثر بالانخفاض الحاصل في القدرة الشرائية للنقد عن طريق تأثير أدوات السياسة النقدية بالأسعار من خلال التأثير على عرض النقد في التداول، إذ يمكن أن تستخدم هذه السياسة النقدية في تشجيع الأفراد على الادّخار أو في تقليص التسهيلات المصرفية بأشكالها المختلفة، ومن ثمّ تقليص حجم القوة الشرائية في التداول؛ فإن السياسة النقدية المستخدمة في إطارها الانكماشية تخفف من ضغوطات الطلب على مستويات الأسعار، والعكس يحدث أثناء انتهاز السياسات التوسعية، والشكل الآتي يوضح العلاقة بين الأسعار وكمية النقود.

الشكل (١١) العلاقة بين الأسعار وكمية النقود



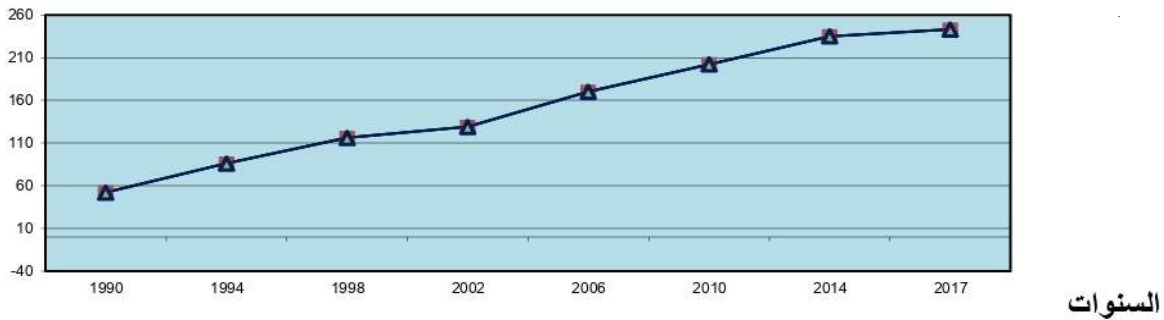
Source: Dermot Mc Aleese: Economics For Business: Second Edition, Prentice, Hall London, 2000: P. 297

لذا يتم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك لمعرفة الآثار التي تحدثها التغيرات السعرية على القوة الشرائية بدلاً من قياس معدل ارتفاع الأسعار، فيتم الاعتماد على هذا الرقم القياسي بوصفه يعكس مقدار التغير في السلع والخدمات التي يمكن للمستهلك اقتناؤها، إلى جانب أنه يعد المؤشر الأكثر استعمالاً لقياس مستوى الأسعار عن طريق قسمة مجموع أسعار السلع والخدمات خلال مدة زمنية معينة كنسبة إلى مجموع أسعار السلع والخدمات في سنة الأساس.

يستخدم مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك لاستخراج معدل التضخم عن طريق التغير السنوي للرقم القياسي لأسعار المستهلك؛ إذ يعد معدل التضخم من المؤشرات المهمة في صياغة السياسة النقدية؛ لارتباطه باتخاذ القرارات المتعلقة بالأسعار وسعر الفائدة، ويظهر الجدول (٣) أن معدل التضخم أخذ بالارتفاع، وهذا يعطي تصوراً عن طبيعة السياسة النقدية ومسارها التوسعي عن طريق التأثير على سعر الفائدة ولا سيما عند اتباع سياسة التيسير الكمي عن طريق شراء السندات، ومن ثم زيادة الاحتياطيات المصرفية وزيادة عرض النقد وزيادة الطلب على السندات؛ ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وانخفاض أسعار الفائدة، وعند انخفاض أسعار الفائدة فذلك يعني انخفاض تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في رأس المال المادي، ويزداد الاستثمار ويزداد الطلب الكلي والضغط التضخمي، والشكل الآتي يوضح تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الولايات المتحدة.

الشكل (١٢) تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الولايات المتحدة

الرقم القياسي لأسعار المستهلك



٨- مؤشر أسعار المنتجين (PPI) Producer price index

تؤدي مؤشرات أسعار المنتجين وظيفتين رئيسيتين: الأولى تقديم مؤشر على تغير الأسعار لدى منتجي السلع والخدمات، ومن ثم كمؤشر على الضغط التضخمي؛ لذلك يولي المحللون اهتماماً شديداً بإجراء مقارنات بين مؤشرات أسعار المنتجين بين البلدان، وليس فقط لأن زيادة أسعار المنتجين في بلد ما تتطوي على إمكانية

الانتقال إلى مؤشرات أسعار المنتجين أو مؤشرات أسعار المستهلكين في بلد آخر، وبالنظر إلى الاتجاه المتزايد لعمليات الإنتاج العالمية يمكن أيضاً أن تكون بمثابة مؤشرات للضغوط التضخمية في البلدان المستوردة، وتعكس الأخرى دورها في تخفيض تقديرات الأسعار الحالية للنشاط الاقتصادي، كذلك يُستخدم في سياق المقارنات الدولية لمؤشرات أسعار المنتجين من حيث النطاق والتغطية، مثل نوع الأسعار المُحصلة والتصنيف المُستخدم ومعالجة نظام التصدير والوزن.

وهذه المؤشرات التي تقيس متوسط التغير بمرور الوقت في أسعار البيع يتلقاها المنتجون المحليون للسلع والخدمات، ومن ثم تقيس مؤشرات أسعار المنتجين تغير السعر من وجهة نظر البائع، وهذا يتناقض مع التدابير الأخرى، مثل مؤشر أسعار المستهلك الذي يقيس تغير الأسعار من وجهة نظر المشتري. وقد تختلف أسعار البائعين والمشتريين بسبب الإعانات الحكومية والمبيعات وضرائب الإنتاج وتكاليف التوزيع، وهناك ثلاثة هياكل رئيسية لتصنيف مؤشر أسعار المنتجين تستمد من مجموعة المعلومات المتعلقة بالأسعار المقدمة نفسها:

أ- **تصنيف الصناعة:** مؤشر أسعار المنتجين للصناعة هو مقياس للتغيرات في الأسعار المستمدة من إنتاج الصناعة المباعة (أي صافي ناتجها)، وينشر مؤشر أسعار المنتجين ما يقرب من ٥٣٥ مؤشراً لأسعار الصناعة بالاقتران مع أكثر من ٤٠٠٠ مؤشر فرعي محدد للمنتج وفئة المنتج، فضلاً عن ٥٠٠ مؤشر تقريباً لتجمعات الصناعات.

ب- **تصنيف السلع:** ويُنظم هيكل التصنيف السلعي لمؤشر أسعار المنتجين للمنتجات والخدمات عن طريق التشابه أو التركيب المادي، بغض النظر عن تصنيف الصناعة للمؤسسة المنتجة.

ج- **الطلب النهائي على السلع الأساسية:** وتقوم مؤشرات أسعار السلع الأساسية بإعادة تصنيف مؤشرات السلع والخدمات على مستوى فئة المنتجات وفقاً لنوع المشتري وكمية المعالجة المادية أو تجميع المنتجات التي خضعت لها. وينشر مؤشر أسعار المنتجين أكثر من ٦٠٠ مؤشر من مؤشرات الاستثمار الأجنبي المباشر التي تقيس تغير الأسعار للسلع والخدمات المباعة للطلب النهائي والطلب الوسيط.

يسهم تحليل مؤشر أسعار المنتجين في الاستدلال على تغير الأسعار لدى منتجي السلع والخدمات، ومن ثم يُعد مؤشر على الضغط التضخمي والتي يمكن وصفها بتكاليف يتحملها المنتجون، وانخفاض مؤشر أسعار المنتجين يعكس كفاءة السياسة النقدية، ومدى نجاح أدواتها في خفض معدلات الفائدة وتكاليف المنتجين والتي تؤثر في ارتفاع أسعار المنتجين وتؤثر في حجم الطلب المحلي والمفاضلة بين الأسعار المحلية والمستوردة.

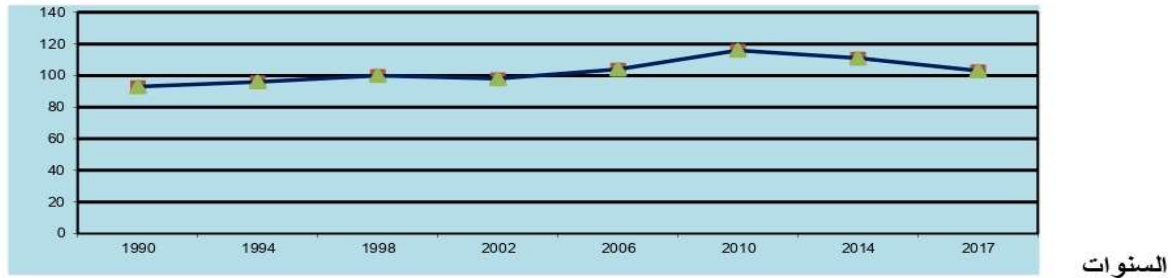
لذا عن طريق متابعة البيانات الخاصة بمؤشر أسعار المنتجين في الجدول (٣) يلاحظ أن مؤشر أسعار المنتجين بلغ ٩٣,٢ عام ١٩٩٠ قياساً بعام ٢٠١٧؛ إذ بلغ ١٠٣,٥، وهذا يدل على الارتفاع المستمر على مدة الدراسة كلها، وأعلى نقطة وصل لها كانت عام ٢٠٠٨؛ إذ بلغ ١٢٠,٥ نقطة بسبب انخفاض سعر صرف الدولار نتيجة الأزمة المالية، وهذا يعود إلى السياسة النقدية التوسعية التي تهدف إلى زيادة المعروض النقدي؛ بهدف القضاء على الانكماش وزيادة معدل النمو الاقتصادي لا سيما في السنوات الأخيرة، إذ أخذت معدلات

الفائدة في الانخفاض ولما سيمًا في مدة الأزمة المالية وإتباع سياسة التيسير الكمي التي تتضمن ضخ السيولة في الاقتصاد وزيادة الطلب المحلي.

ويمكن ملاحظة أن الفجوة التضخمية كانت ترتفع بمعدلات منخفضة وليست عالية جدًا بما يحافظ على مستويات الاستقرار النقدي، وبما يناسب السياسة التوسعية التي تؤدي إلى حدوث تغييرات متواترة في مستويات الأسعار المحلية نتيجة زيادة السيولة النقدية، حيث يترتب عليها زيادة الطلب الكلي والتي لا يقابلها زيادة في العرض الحقيقي ما يدفع بالأسعار المحلية نحو الارتفاع، والشكل الآتي يظهر تطور مؤشر أسعار المنتجين.

الشكل (١٣) تطور مؤشر أسعار المنتجين في الولايات المتحدة

مؤشر اسعار المنتجين



٩- سعر الصرف Nominal exchange rate

يُعرف سعر الصرف الاسمي بأنه سعر يتم به استبدال وحدة عملة معينة بعملة أخرى؛ لذا يعد مقياساً لقيمة عملة أحد البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، حيث يحدد وفقاً للطلب والعرض عليها في سوق العملات الأجنبية في لحظة زمنية ما، ولهذا يمكن أن يتغير سعر الصرف وفقاً لتغير الطلب والعرض، ويشمل سعر الصرف الرسمي السعر الرسمي وسعر الصرف الموازي في الأسواق الموازية.

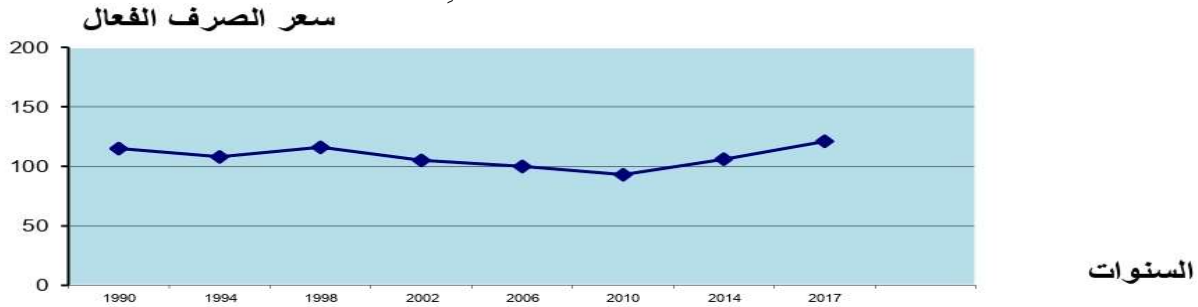
وتبرز أهمية عامل سعر الصرف في نقل آثار أدوات السياسة النقدية والتحديات التي تواجهها نتيجة زيادة الطلب على العملات بسبب ازدهار الطلب العالمي الذي أدى إلى زيادة نمو الناتج المحلي الإجمالي، مما يعني زيادة دخل الفرد في البلدان الصناعية، وكقاعدة عامة ترافقت هذه العملية مع تقدير أسعار الصرف وتراكم الاحتياطات الأجنبية فأدى ارتفاع صادرات المواد الخام وزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية.

لذا فإن قيمة العملة تعد من محددات النشاط الاقتصادي المؤثرة في نشاط الاستثمار والاستهلاك والادخار وميزان المدفوعات وغيرها، لذلك فالعملة القوية تشير إلى اقتصاد داخلي قوي؛ لذا تسعى الدول إلى تحقيق عدد من الإنجازات الاقتصادية لتقوية عملاتها، فمثلاً: قد يلجأ البنك المركزي إلى تعديل سعر إعادة الخصم؛ بهدف التحكم في أسعار الفائدة، والتي تؤثر في أسعار الصرف ومستويات الأسعار الداخلية وفي المنافسة بين الشركات، وتحقيق استقرار نسبي في أسعار الصرف هو تحقيق للتوازن الداخلي والخارجي لقيمة العملة وعلى الاستقرار النقدي واستقرار الأسعار، وبما يضمن تحقيق الأهداف الاقتصادية وبضمنها الأهداف النقدية.

وعليه؛ فإنَّ سعيَ البنك المركزيِّ للمحافظة على سعر الصرف هو لمنع الآثار السلبية في الاقتصاد، فمثلاً: تكون الشركات مُعرَّضةً للمخاطر الناشئة عن التغيرات في أسعار الصرف إذا كان لديها صافي أصول أو صافي التزامات بعملية أجنبية، فإذا ارتفعت قيمة العملة الأجنبية وكانت صاف أصول الشركة يزيد عن التزاماتها مُقومةً بالعملية الأجنبية فإنَّ الشركة في هذه الحالة سوف تستفيد، وعندما تزيد الالتزامات عن الأصول مُقومةً بالعملية الأجنبية فإنَّ الشركة سوف تكسب إذا انخفضت قيمة العملة الأجنبية.

ويظهرُ عن طريق تحليل بيانات سعر الصرف في الجدول (٣) تفاوتٌ في مؤشر سعر صرف الدولار أمام الشركاء التجاريين؛ إذ بلغ عام ١٩٩٠ حوالي ١١٥,٨ دولار، ثم أخذ بالانخفاض خلال مدة الدراسة وأثناء الأزمة المالية، وهذا يدلُّ على طبيعة السياسة النقدية التوسعية وزيادة معدل التضخم نتيجة انخفاض أسعار الفائدة، ويظهر ذلك جلياً في ارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلك، والشكل الآتي يُظهر تطورَ سعر الصرف الفعالي الحقيقي في الولايات المتحدة.

الشكل (١٤) تطورَ سعر الصرف الفعالي الحقيقي في الولايات المتحدة

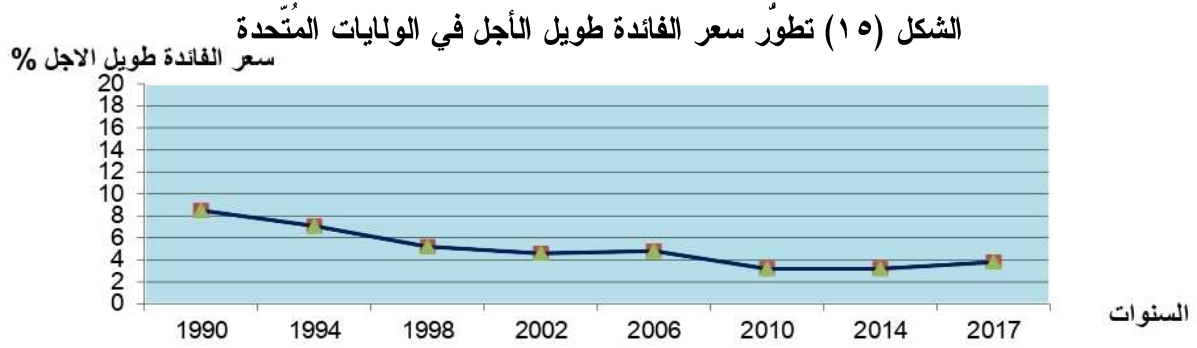


١٠ - سعر الفائدة طويل الأجل: Long- term interest rate

تُشير أسعار الفائدة طويلة الأجل إلى السندات الحكومية التي تُستحقَّ خلال عشر سنوات، ويتمُّ تحديد أسعار الفائدة على أساس السعر الذي يتقاضاه المقرض والمخاطر من المقرض، ومعدلات الفائدة طويلة الأجل هي عموماً متوسطات للمعدلات اليومية، وتُقاس كنسبة مئوية. وتتعلَّق أسعار الفائدة هذه بالأسعار التي يتمُّ فيها تداول السندات الحكومية في الأسواق المالية، وليس أسعار الفائدة التي صدرت بها القروض. وفي جميع الحالات، فإنها تُشير إلى السندات التي تكفل رأس مالها الحكومات. وتعدُّ أسعار الفائدة طويلة الأجل أحد محدِّدات الاستثمار في الأعمال التجارية، وتُشجِّع أسعار الفائدة المنخفضة على التوسع في الاستثمار الحالي والجديد، وارتفاع أسعار الفائدة يُحدِّد الاستثمار، والاستثمار بدوره مصدر رئيس للنمو الاقتصادي.

ومن ثمَّ، فإنَّ سعر الفائدة هو السعر الذي يتعلَّق بالاستحقاق الحالي على الموارد المُتعلِّقة بالاستحقاقات المُستقبلية على الموارد؛ لذلك يُمثِّل سعر الفائدة السعر الذي يدفعه المقرض؛ من أجل أن يكون قادراً على استهلاك الموارد الآن بدلاً من مدة في المستقبل، وفي المقابل هو السعر الذي يتلقاه المقرض للتخلي عن الاستهلاك الحالي، ومن هنا تظهر أهمية مؤشر أسعار الفائدة طويلة الأجل للتعبير عن الأوضاع الاقتصادية وتوقعات المُستثمرين ورغبتهم في المفاضلة عند تنويع المحافظ الاستثمارية.

لذا عن طريق تحليل بيانات سعر الفائدة طويل الأجل لعشر سنوات في الجدول (٣) يُلاحظ انخفاض سعر الفائدة، حيث بلغ ٨,٥٥% عام ١٩٩٠ قياساً بعام ٢٠١٧ إذ بلغ حوالي ٣,٧٥%، وارتفع في بعض السنوات نتيجة طبيعة السياسة النقدية التوسعية والناكماشية؛ إذ تظهر البيانات الخاصة بأدوات السياسة النقدية زيادة المشتريات من السندات الحكومية وسندات الرهن والتي انعكست في ارتفاع أسعار السندات وانخفاض أسعار الفائدة، وكذلك زيادة الاحتياطيّات المصرفية تؤدي إلى زيادة القدرة الائتمانية للمصارف، ومن ثم زيادة المعروض النقدي الذي ينعكس في الناتج المحلي وحجم الاستهلاك والاستثمار، وعليه يمكن الاستدلال على السياسة النقدية التوسعية في الولايات المتحدة من خلال الشكل الآتي:



١١ - معدل البطالة Employment

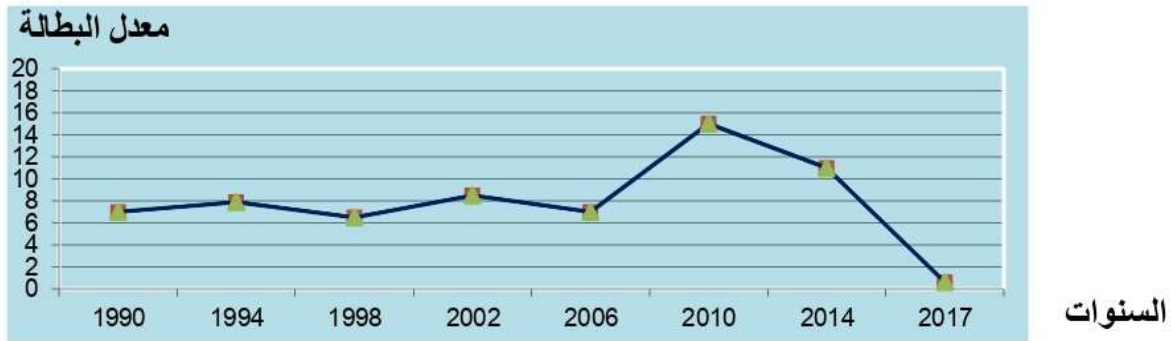
تبرز أهمية معدل البطالة كمؤشر لأداء كفاءة السياسة النقدية؛ كونها تعكس التحديات التي تواجه صياغة السياسة النقدية في البلدان المتقدمة والنامية؛ وذلك لأن البطالة لا تعني بالضرورة مشكلة اقتصادية فقط، وإنما هي مشكلة اجتماعية، فذلك الشخص الذي يفقد أو لا يحصل على عمل يصبح غير قادر على توفير متطلبات الحياة اليومية لنفسه وعائلته، مثل الطعام والإيجار والدراية؛ لذلك تعد البطالة مشكلة اجتماعية كبيرة خاصة بالنسبة للحكومات؛ لأن على الحكومة أن توفر برامج رعاية اجتماعية لمن يفقدون عملهم أو لا يحصلون على عمل؛ لذلك تعمل الحكومة على تحقيق الاستخدام الكامل وتعويض النقص الذي يحصل نتيجة التقلبات الدورية في الاقتصاد، واليوم المعدل المستهدف للبطالة في الدول المتقدمة هو ما يقارب ٥%.

إذ تمثل البطالة ظاهرة عالمية لها تأثيرات على جميع النواحي الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وترتبط بالتباطؤ في النمو الاقتصادي وزيادة معدل النمو السكاني، وأيضاً نتيجة انخفاض حجم المدخرات المحلية عن طريق تمويل الاستثمارات اللازمة لتوفير فرص العمل، إلى جانب سوء إدارة سوق العمل؛ لذا هي تمثل مقياساً لعدد العاطلين في الاقتصاد، ويوفر هذا المؤشر رؤية مفيدة للوضع الاقتصادي الراهن؛ لأنه يمكن أن يمثل عدد الوظائف المضافة أو المفقودة في الاقتصاد، ويشير الانخفاض في معدل البطالة إلى أن الأعمال التجارية آخذة في النمو، فضلاً عن ذلك فإن العاملين الجدد قد زادوا من دخلهم الشخصي، وأن دخلهم القابل للتصرف قد زاد أيضاً، مما يعزز مزيداً من التوسع الاقتصادي.

إنّ الأهداف الأساسية التي يُستدَلُّ منها على كفاءة السّياسة النقديّة ونجاحها هي: انخفاض مُعدّل البطالة الذي يُعبّر عن مدى صياغة السّياسة النقديّة بالشكل الذي يضمنُ تشجيع الاستثمار، وخلق حوافزٍ لبيئة استثماريّة ومُستقرّة من خلال استقرار أسعار الفائدة، والمُحافظة على قيمة العملة؛ لذا تظهر أهميّة تحليل البيانات الخاصّة بمُعدّل البطالة في الولايات المتّحدة والتي تُشير إلى تفاوت مُعدّل البطالة، حيث بلغ عام ١٩٩٠ حوالي ٧,٠٧، أمّا في عام ٢٠١٧ فبلغ ٦,٩٨.

ويُلاحظ أيضاً أنّ ارتفاع وانخفاض مُعدّل البطالة ارتبط بالأحداث التي مرّت بها الولايات المتّحدة الأمريكيّة عام ٢٠٠١، وفي بداية إعلان الولايات المتّحدة الحرب على الإرهاب، وتمتاز أغلب الصناعات الأمريكيّة بالصناعات العسكريّة التي تمتاز بارتفاع أسعارها؛ ما سمح لبعض المُنتجات الأجنبيّة بالدخول إلى الأسواق الأمريكيّة لتغطية الطلب المحليّ ودعم الدولار الأمريكيّ؛ من أجل ضمان مُستوى معيشيّ جيّد ونجاح البرنامج الحكوميّ، ويُشير الانخفاض في مُعدّل البطالة في السنوات التالية للأزمة الماليّة إلى أنّ الأعمال التجاريّة أخذت في النموّ، فضلاً عن أنّ العاملين الجدد قد زادوا من دخلهم الشخصيّ، وأنّ دخلهم القابل للتصرف قد زاد أيضاً، ما يُعزّز لمزيد من التوسّع الاقتصاديّ، وبذلك فإنّ رسم أيّ سياسة نقدية لمكافحة البطالة لا بدّ أن يقوم على تفسير ظاهرة البطالة وأسبابها خاصّة في ضوء نظام العولمة والتحديات الخارجيّة المؤثّرة على القطاعات الداخليّة وحجم التبادل التجاريّ، والشكل الآتي يُظهر تطوّر مُعدّل البطالة في الولايات المتّحدة.

الشكل (١٦) تطوّر مُعدّل البطالة في الولايات المتّحدة



خاتمة

إنّ السّياسة النقديّة التي ينتهجها الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ تُؤثّر على أسواق العالم بأكمله، ممّا يجعلُ المؤسسات النقديّة والمستثمرين في العالم تتابع عن كثب كلّ قراراته بصورة تفصيليّة، وأيّ تغيير يحصل على السّياسة النقديّة الخاصّة به، ومن هذا المنطلق عرّضنا في المبحث التمهيديّ للإطار العامّ لبنك الاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ من خلال نشأته وهيكله التنظيميّ ووظائفه، ثمّ عرضنا في المبحث الأوّل لأدوات السّياسة النقديّة للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ كسياسة تخفيض معدّل الفائدة وسياسة الاحتياطيّ الإجباريّ، ثمّ قمنا بتوضيح تقييم السّياسة النقديّة التقليديّة للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ، وبينّا مدى كفاءة أدوات السّياسة النقديّة للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ من خلال عرض آليّة تطبيق سياسة التيسير الكميّ وقنوات تأثيرها، وبينّا مراحل سياسة التسهيل الكميّ، وختمنا بتقييم دور السّياسة النقديّة غير التقليديّة للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ. وفي المبحث الثاني ناقشنا مدى كفاءة أدوات السّياسة النقديّة للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ من خلال تحليل أدوات بنك الاحتياطيّ الفيدراليّ، وتحليل مؤشّرات كفاءة أداء السّياسة النقديّة للاحتياطيّ الفيدراليّ.

وفي نهاية هذا البحث توصلنا لبعض النتائج والتوصيات:

أولاً: النتائج

- ١- تهدفُ مؤشّرات كفاءة السّياسة النقديّة لتوضيح الآثار النقديّة المؤثّرة في الاقتصاد الكليّ للأدوات الكميّة للسلطة النقديّة في الولايات المتّحدة الأمريكيّة وطبيعة العلاقات بين المتغيّرات التي تُمثّل معاً القوى الدافعة الرئيسة للاقتصاد وتحديد أيّ الأدوات أشدّ تأثيراً في المتغيّرات الاقتصاديّة.
- ٢- تُسهم دراسة أدوات السّياسة النقديّة الكميّة في تحسين مؤشّرات الكفاءة، مثل إدارة سعر الصرف، وكيف تُؤثّر ويستجيب لها أداء الاقتصاد الذي يتدهور نتيجة صدمة سعر الصرف، وكيفية الحدّ من مشكلة التضخّم، وهذا الأمر يتطلّب وضع خطة شاملة من أجل تعزيز نموّ الإنتاجيّة في الاقتصاد بأكمله، وخلق فرص عمل، وتحقيق التنمية الاقتصاديّة.
- ٣- أنّ الإجراءات التي تصدرُ عن البنك للاحتياطيّ الفيدراليّ الأمريكيّ لتحقيق أهدافه هي المحدّدة والمؤثّرة في مؤشّرات كفاءة أداء السّياسة النقديّة والتي تُمثّل أهدافاً قصيرة وأهدافاً طويلة الأجل يسعى لتحقيقها، كاستقرار الأسعار وتحديد آليات الوصول إلى معدّلات منخفضة للتضخّم.
- ٤- هناك مساران رئيسان للسّياسة النقديّة، يتمثّل أحدهما في تأثير تغيّرات أسعار الفائدة على سعر صرف العملة، والآخر من خلال تأثير تغيّرات أسعار الفائدة على الطلب، ولذلك فإنّ السّياسة النقديّة لها تأثيرٌ على النشاط الاقتصاديّ والنموّ من خلال عمل الأسواق الأجنبيّة والمحليّة.
- ٥- في السنوات الأخيرة لا سيّما بعد الأزمة الماليّة العالميّة ظهرت أداة جديدة للسّياسة النقديّة والتي تُعرف بالتيسير الكميّ عن طريق شراء السندات طويلة الأمد وليس القصيرة، كما في عمليّة السوق المفتوح؛

لتخفيض مُعدّل الفائدة طويلة الأمد وزيادة سيولة سوق الأصول، على عكس عمليات السوق المفتوح التقليدية التي تهدفُ الى تخفيض مُعدّل الفائدة قصيرة الأمد.

ثانياً: التوصيات

- ١- التأكيد على منح الاستقلالية والشفافية والإفصاح إلى السلطة النقدية في السعودية ومصر؛ للاستفادة من نتائج احتياطي الفيدرالي الأمريكي في مجال السياسة النقدية.
- ٢- يجب أن تكون ملامح السياسة النقدية في السعودية ومصر هادفةً إلى البنية التحتية للتنمية الاقتصادية ودعم القطاعات الإنتاجية بما يضمن - على الأقل - تغطية الطلب المحلي وخفض حجم الاستيرادات الأجنبية التي تستنزف العملات الصعبة من الاقتصاد، ومن ثم خلق فرص عمل كبيرة، وزيادة نشاط الأسواق المحلية، مما ينعكس في ازدهار الاستثمار.
- ٣- تنويع مصادر الدخل عن طريق توجيه السياسات النقدية، بما يضمن رفع مساهمة القطاعات الاقتصادية الأخرى غير النفطية، وخلق قاعدة إنتاجية متنوعة من أجل تقليل الأثر السلبية الناتجة عن صدمات أسعار النفط والتي تنعكس في زيادة عجز الموازنة وطرق تمويلها، ومن ثم مزاحمة أدوات السياسة النقدية.
- ٤- العمل على تبني خطط تضمن تطوير القطاع المصرفي بما يسهم في نقل آثار السياسة النقدية وتحقيق الأهداف المرسومة في ضوء البرامج الاقتصادية الهادفة لجذب الاستثمارات الأجنبية، ويخلق بيئة مصرفية قادرة على منافسة المصارف الأجنبية.
- ٥- ضرورة تحليل أدوات السياسة النقدية والأهداف الاقتصادية التي تسعى لها، ومدى دور المصارف في تقديم قروض إلى مشاريع إنتاجية قياساً بشراء وبيع العملات التي تقوم بها المصارف عن طريق وضع معايير لتحليل الأداء تتسجم مع أهداف النمو والاستقرار.
- ٦- ضرورة تحقيق توافق بين أهداف السياسة النقدية وإجراءات السياسة المالية، كزيادة الإنتاج المحلي وتقليل الاعتماد على المنتجات المستوردة عن طريق خفض معدلات الضريبة على المنتجات المحلية، ومن ثم رفع قيمتها كمُنَافسٍ مُقابل السلع المستوردة لا سيما في السوق المحلية والعمل، وما يُعزّز ذلك فرض ضريبة عالية على المستورد؛ من أجل حماية ودعم وتشجيع المنتج المحلي والشركات المحلية، ومن ثم رفع مؤشراتنا في السوق المالية.