



جمعية البنوك في الأردن
ASSOCIATION OF BANKS IN JORDAN

سياسة التيسير الكمي وخطة بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي لتقليص ميزانيته والدروس المستفادة

د. عدلي قنذح

مدير عام جمعية البنوك في الأردن



تموز ٢٠١٩

عمان - الأردن



جمعية البنوك في الأردن
ASSOCIATION OF BANKS IN JORDAN

سياسة التيسير الكمي وخطة بنك الاحتياط الفيدرالي الامريكي لتقليص ميزانيته والدروس المستفادة

إعداد: الدكتور عدلي قنذح
مدير عام جمعية البنوك في الاردن

تموز ٢٠١٩
عمان - الأردن

© جميع الحقوق محفوظة للمؤلف، ولا
يسمح بإعادة إصدار هذه الكراسة أو أي جزء منها
أو تخزينها في نطاق استعادة المعلومات أو نقلها أو
استنساخها أو ترجمتها بأي شكل من الأشكال دون إذن
خطي من الجمعية. ويجوز الاقتباس منها لأغراض
البحث العلمي بعد الإشارة إلى المصدر.

تصميم وإشراف فني وطباعة


Control

Design and Printing Services

Tel: 07 88 620 228

e-mail: control1est@gmail.com

المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
5	المقدمة
7	الجزء الأول: سياسة التيسير الكمي Quantitative Easing QE
11	الجزء الثاني: هل حقق بنك الاحتياط الفيدرالي أهدافه من عمليات التيسير الكمي واسعة النطاق؟
16	الجزء الثالث: الحجم الطبيعي لميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي
19	الجزء الرابع: خطة بنك الاحتياط الفيدرالي لتقليص ميزانيته
23	خلاصة وتناج ودروس مستفادة
24	أهم المراجع



المقدمة

تبنت العديد من الحكومات سياسات نقدية ومالية غير تقليدية خلال العقد الذي تلى اندلاع الازمة المالية العالمية، وكان من ابرزها سياسة ”التيسير الكمي“ التي تبناها بنك الاحتياط الفيدرالي. وقد تضمنت تلك السياسة شراء سندات خزينة وسندات مدعومة بال عقار وسندات وكالات مضمونة من الحكومة الامريكية بقيمة اجمالية وصلت الى حوالي ٣,٧ ترليون دولار. ومن أبرز مظاهر سياسة التيسير الكمي تضخم حجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي بأربعة أضعاف. وبعد أن تعافى الاقتصاد الأمريكي وغابت الأسباب الموجبة لتلك السياسات، قررت لجنة السياسات في بنك الاحتياط الفيدرالي تقليص حجم ميزانية البنك واعادتها الى حجمها الطبيعي بشكل تدريجي اعتبارا من شهر تشرين الاول ٢٠١٧.

تأتي هذه الدراسة لإلقاء المزيد من الضوء على سياسة التيسير الكمي ونتائجها المتحققة، وعلى خطة بنك الاحتياط الفيدرالي لتقليص (أو تطبيع normalization) ميزانيته، والاثار المحتملة لعملية التطبيع، حيث قسمت الى أربعة أجزاء رئيسية. في الجزء الأول، تم تحليل سياسة التيسير الكمي بكافة مراحلها من حيث حجم ونوعية الاصول والاهداف. وفي الجزء الثاني تمت الإجابة عن التساؤل الرئيسي: هل حقق بنك الاحتياط الفيدرالي أهدافه من عمليات التيسير الكمي واسعة النطاق؟ وفي الجزء الثالث تم تحليل ابرز المعايير التي يمكن استخدامها للتوصل إلى الحجم الطبيعي لميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي. وفي الجزء الرابع تم استعراض الخطوط العريضة لخطة بنك الاحتياط الفيدرالي لتقليص (تطبيع) ميزانيته. وفي الجزء الأخير تم الخروج ببعض النتائج والدروس المستفادة.

المؤلف

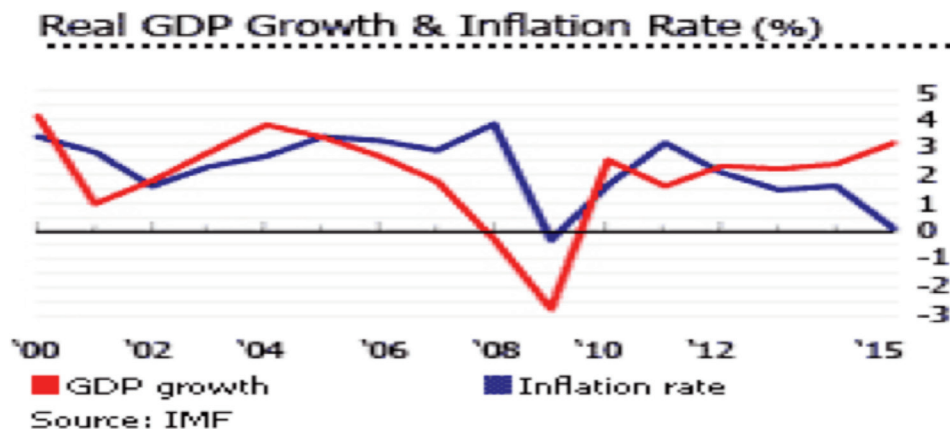
الجزء الأول:

سياسة التيسير الكمي Quantitative Easing QE

استجابة للركود الكبير الذي شهده الاقتصاد الأمريكي عقب اندلاع الازمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، حيث انخفضت معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي في أمريكا من ٢,٧ بالمئة عام ٢٠٠٦ الى ١,٨ بالمئة عام ٢٠٠٧ والى -٣,٠ بالمئة عام ٢٠٠٨ وحوالي -٣٪ في عام ٢٠٠٩ كما يشير الرسم البياني رقم (١) أدناه، أقرت لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية الامريكية the Federal Open Market Committee FOMC عدة سياسات نقدية غير تقليدية كان هدفها استعادة الانتعاش الاقتصادي بسرعة.

الرسم البياني رقم (١)

معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي والتضخم في امريكا ٢٠١٦-٢٠٠٠



ومن أهم تلك السياسات نذكر عمليات شراء الاصول واسعة النطاق (Large Scale Asset Purchases) LSAPs) والمعروفة باسم سياسة «التيسير الكمي» Quantitative Easing QE والتي أدت الى أكبر عملية توسع في ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي منذ الحرب العالمية الثانية. وقد أعلنت لجنة السوق المفتوحة منذ البداية بأن هذه السياسة مؤقتة وستعود الميزانية لمستوياتها الطبيعية عندما يستعيد الاقتصاد الأمريكي حالة الانتعاش. فقد انتبه متخذه القرار في بنك الاحتياط الفيدرالي الى أن عملية تسريع استعادة الانتعاش الاقتصادي قد توفر حوافز للبنوك لسحب الاموال الضخمة التي تحتفظ بها كاحتياطات فائضة في بنك الاحتياط الفيدرالي وضخها في الاقتصاد الحقيقي، الأمر الذي قد يخلق ضغوطا تضخمية، وهذا لا يتناسب مع مهمة بنك الاحتياط الفيدرالي في الحفاظ على استقرار الاسعار. ولمنع حدوث مثل هذا السيناريو، كان لدى لجنة السوق المفتوحة في بنك الاحتياط الفيدرالي عدة أدوات للسيطرة على الميزانية وفي النهاية تقليص حجمها.

فبهدف توفير السيولة وتخفيض أسعار الفائدة وتنشيط عمليات الاقراض، وبالتالي استعادة النشاط الاقتصادي، أتبع لجنة السوق المفتوحة في بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي سياسة التيسير الكمي ونفذتها

على ثلاث جولات أو مراحل كبيرة خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٤. والجدول رقم (١) والرسم البياني رقم (٢) أدناه يبينان حجم عمليات التيسير الكمي واسعة النطاق التي نفذها بنك الاحتياط الفيدرالي والتي وصل حجمها الى حوالي ٣,٧ ترليون دولار.

الجدول رقم (١)

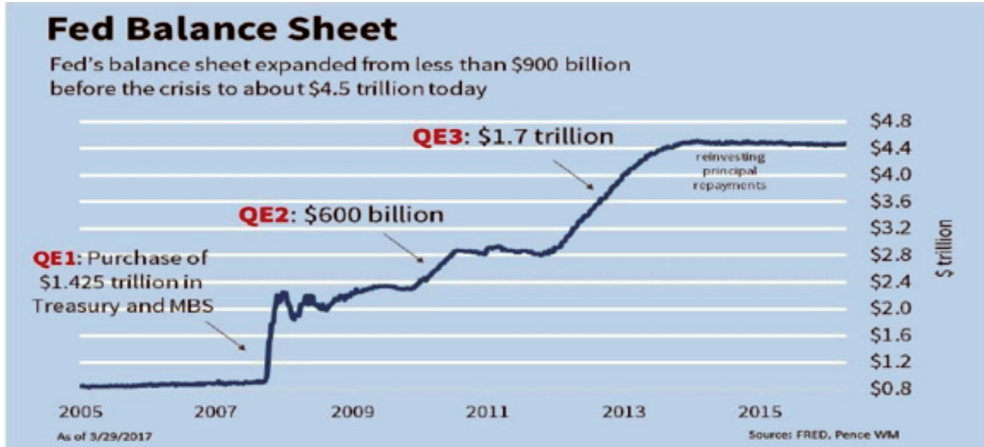
حجم عمليات التيسير الكمي خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٤

الجولة	الجولة الاولى QE1 (2008 - حزيران 2010)	الجولة الثانية QE2 (تشرين الثاني 2010 - حزيران 2011)	الجولة الثالثة QE3 (أيلول 2012 - تشرين أول 2014)
نوع السندات	سندات مدعومة بالعقار 600 مليار دولار سندات خزينة وسندات وكالات وغيرها 800 مليار دولار	سندات خزينة 600 مليار دولار	سندات خزينة شهرية 40 مليار دولار ثم أصبحت 80 مليار دولار في شهر كانون الأول 2012
اجمالي الجولة الواحدة	1.4 ترليون دولار	0.6 ترليون دولار	1.7 ترليون دولار
الاجمالي	3.7 ترليون دولار		

* البيانات تقريبية.

الرسم البياني رقم (٢)

جولات التيسير الكمي الثلاث خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١٤)



الجولة الاولى: عمليات التيسير الكمي QE1

اجتمعت لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية بتاريخ ٢٥ نوفمبر ٢٠٠٨، وأعلن بعدها بنك الاحتياطي الفيدرالي أنه سيشتري ٨٠٠ مليار دولار من الديون المصرفية، وسندات الخزانة الأمريكية والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري من البنوك الأعضاء. وقد بدأت اول جولة لسياسة التيسير الكمي واسعة النطاق (LSAPs) (QE1) في شهر كانون الأول ٢٠٠٨ وانتهت في شهر حزيران ٢٠١٠. وخلال فترة الجولة الاولى اشترى بنك

الاحتياط الفيدرالي سندات مدعومة بالعقار بقيمة ٦٠٠ مليار دولار، وأشترى ديون وكالات فيدرالية (اي ديون صادرة عن كل من Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae لتمويل شراء قروض عقارية) بمبلغ ٢٠٠ مليار دولار، واشترى سندات خزانة أمريكية طويلة الاجل بمبلغ ٣٠٠ مليار دولار. وتجدر الإشارة الى أن شراء ١,٤ ترليون من السندات المدعومة بالعقار وديون الوكالات ساعد في زيادة الائتمان المتوفر في الاسواق الخاصة، وتنشيط القروض العقارية ودعم سوق الاسكان المحاصر. أما عملية شراء سندات الخزينة طويلة الاجل بقيمة ٣٠٠ مليار دولار فكانت مصممة لوضع ضغوط لتخفيض أسعار الفائدة بشكل عام من أجل دعم النشاط الاقتصادي.

وقد تعاطمت المخاوف خلال صيف ٢٠١٠ بأن يسقط الاقتصاد الأمريكي في حالة انكماش شبيهة بتلك التي سادت في اليابان في نهاية التسعينيات. والانكماش هو انخفاض في المستويات العامة لأسعار السلع والخدمات يصاحبه في العادة أداء اقتصادي ضعيف.

الجولة الثانية : عمليات التيسير الكمي QE2

لتجنب سيناريو سقوط الاقتصاد الأمريكي في حالة انكماش، مارست لجنة السوق المفتوحة ضغوطاً لرفع معدلات التضخم من خلال الجولة الثانية لعمليات التيسير الكمي واسعة النطاق (QE2 LSAPs). وتضمن البرنامج شراء سندات خزينة طويلة الاجل بقيمة ٦٠٠ مليار دولار خلال الفترة تشرين الثاني ٢٠١٠ وحتى حزيران ٢٠١١، أي بمعدل ٧٥ مليار دولار شهرياً. وقد نجحت هذه الخطة إذ هدأت مخاطر الانكماش والكساد بعد هذه الجولة. ومع ذلك فقد أشارت بعض البيانات الاقتصادية الى أن التعافي الاقتصادي يعد هشاً ومعرضاً للصدمات السلبية التي تحصل في العالم. ففي نفس تلك الفترة، كان الاتحاد الأوروبي متورط بأسوأ أزمة ديون سيادية، والتي هددت بزعة استقرار ثاني أكبر اقتصاد في العالم. ولحماية الاقتصاد الأمريكي ضد الصدمات العكسية، لجأت لجنة السوق المفتوحة في بنك الاحتياط الفيدرالي الى ما يسمى ببرنامج تمديد الاستحقاق والمعروف باسم Operation Twist وهي سياسة قديمة استخدمها البنك لأول مرة عام ١٩٦١. وقد تضمنت هذه السياسة بيع سندات خزينة قصيرة الاجل مقابل شراء سندات خزينة طويلة الاجل، وذلك بهدف تخفيض أسعار فائدة السندات طويلة الاجل وبنفس الوقت المحافظة على نفس حجم السندات في ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي. وقد بدأت هذه العملية في شهر ايلول ٢٠١١ ومددت في شهر حزيران ٢٠١٢ حتى نهاية ٢٠١٢. وبالإجمالي تمكنت لجنة السوق المفتوحة من التخلص من ملكية السندات ذات أجل استحقاق سنة وأقل واستبدالها بسندات خزينة طويلة الاجل بقيمة ٦٦٧ مليار دولار.

وبعد تنفيذ سياسة تمديد الاستحقاق، استمرت بيانات السوق بإعطاء اشارات انتعاش أقل من المطلوب. ولإيجاد سوق أقوى، بدأت لجنة السوق المفتوحة في شهر أيلول ٢٠١٢ جولة ثالثة من عمليات التيسير الكمي واسعة النطاق QE3 (LSAPs).

الجولة الثالثة : عمليات التيسير الكمي QE3

تضمنت الجولة الثالثة في البداية شراء سندات وكالات مدعومة بالعقار بقيمة ٤٠ مليار دولار شهرياً. ولكن مع انتهاء برنامج تمديد الاستحقاق في شهر كانون الاول ٢٠١٢ تمكنت لجنة السوق المفتوحة من اضافة سندات خزينة طويلة الاجل للمشتريات الشهرية بقيمة ٤٠ مليار دولار. وكانت الجولة الثالثة مرنة من حيث البيع والشراء وغير محددة بتاريخ انتهاء معين ومرتبطة بحالة الاقتصاد.

وفي نهاية الجولات الثلاث لعمليات التيسير الكمي واسعة النطاق، تضخمت ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي أربع مرات مقارنة بحجمها قبل بداية الازمة المالية العالمية. فقد ارتفعت من حوالي ٠,٨ ترليون دولار بتاريخ ١٠ أيار ٢٠٠٦ الى حوالي ٤,٥ ترليون دولار بتاريخ ٢٠ أيلول ٢٠١٧، كما يبين الجدول رقم (٢) أدناه والرسم البياني رقم (٢) اعلاه.

ونما حجم النقد المصدر من ٧٥٨ مليار دولار بتاريخ ١٠ أيار ٢٠٠٦ الى ١,٥ ترليون دولار بتاريخ ٢٠ أيلول ٢٠١٧ ليعكس عملية طباعة النقد (الالكترونيا) التي لجأ إليها بنك الاحتياط الفيدرالي لتنفيذ عمليات التيسير الكمي واسعة النطاق التي تمت خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٤، وتظهر (عمليا) في النمو الكبير في بند النقود الاحتياطية التي تحتفظ بها البنوك لدى بنك الاحتياط الفيدرالي في جانب المطلوبات. وهذا البند يعكس أثمان السندات بمختلف أنواعها واستحقاقاتها التي اشتراها بنك الاحتياط الفيدرالي من البنوك خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٤. فعندما كان بنك الاحتياط الفيدرالي يشتري سندات من البنوك كان يودع أثمان السندات في حساباتها لديه، ويظهر ذلك جليا في بند النقود الاحتياطية الفائضة Excess Reserves. ونظرا لأن البنوك لم تكن تقرض معظم تلك الاموال للاقتصاد الحقيقي، فقد بقيت في ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي كنقود احتياطية فائضة^(*). ووجود هذه الاموال بهذا الحساب كان له دور كبير في عدم ارتفاع معدلات التضخم في السوق الأمريكي نظرا لأنها بقيت خارج سيولة الاقتصاد الحقيقي.

الجدول رقم (٢)

ميزانية فعلية مبسطة لبنك الاحتياط الفيدرالي (مليارات الدولارات الأمريكية)

الموجودات	20 أيلول 2017	10 أيار 2006	المطلوبات	20 أيلول 2017	10 أيار 2006
السندات	4,242.7	760	النقد المصدر	1,533.6	758
أخرى	215.8	82	النقود الاحتياطية	2,229.4	14
			أخرى	654.4	41
اجمالي الموجودات	4,458.6	842	اجمالي المطلوبات	4,417.4	813

الأسئلة التي تطرح الان وبجاجة لاجابة هي: «(١) هل حقق بنك الاحتياط الفيدرالي أهدافه من عمليات التيسير الكمي واسعة النطاق التي نفذها على ثلاث مراحل خلال الفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٤؟»، و «(٢) ما هو الحجم الطبيعي لميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي الذي يجب أن تستقر عنده الان؟»

(*) يعود نمو النقود الاحتياطية الى هذا المستوى لأن بنك الاحتياط الفيدرالي بدأ بدفع فائدة على الاحتياطيات الفائضة اعتباراً من ٢٠٠٨/١٠/٦. وتعد هذه السياسة أداة هامة في استراتيجية الخروج للبنك عند بدء تقليص ميزانيته في شهر تشرين الأول ٢٠١٧.

الجزء الثاني:

هل حقق بنك الاحتياط الفيدرالي أهدافه من عمليات التيسير الكمي واسعة النطاق؟

عندما أعلن بنك الاحتياط الفيدرالي عمليات التيسير الكمي (والتي يعكسها التوسع الهائل في عمليات السوق المفتوحة التي ينفذها) كان هدفه الاساسي تحفيز الاقتصاد من خلال التسهيل على الشركات اقترض المال. وكان بنك الاحتياط الفيدرالي يشتري الأوراق المالية من البنوك لإضافة السيولة إلى أسواق رأس المال، وهو ما له نفس تأثير زيادة عرض النقود.

كان الغرض من هذا النوع من السياسة النقدية التوسعية هو خفض أسعار الفائدة وتحفيز النمو الاقتصادي وتخفيض معدلات البطالة. حيث تسمح أسعار الفائدة المنخفضة للبنوك بتقديم المزيد من القروض. والقروض المصرفية تحفز الطلب من خلال منح الشركات المال للتوسع في نشاطاتها. وبنفس الوقت تقدم البنوك القروض للمستهلكين (الافراد) بشروط سهلة لشراء المزيد من السلع والخدمات.

ومن خلال زيادة عرض النقد، تحافظ عمليات التيسير الكمي على قيمة العملة منخفضة في الاقتصاد. وهذا يجعل الاصول المحلية أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، كما أنه يجعل الصادرات أرخص. فهل تحققت تلك الاهداف؟

أجريت العديد من الدراسات (×) المعمقة لتحليل آثار سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي. الا أنه يجدر التنويه الى أن الآثار التي نشاهدها في أداء الاقتصادات المختلفة لم تكن نتيجة حصرية لهذه السياسة فقط، وإنما لمختلف السياسات والاجراءات والقرارات التي أخذت بين الفينة والأخرى. ومع ذلك أشارت نتائج بعض دراسات تحليل الانحدار regression analysis، باستخدام نموذج منحنى العائد yield model ونموذج التضخم inflation model ونموذج عرض النقد money supply model ونموذج النشاط الاقتصادي economic activity model، الى أن جهود التحفيز وسياسات التيسير الكمي أضافت قيمة للاقتصاد الأمريكي وبنسب متفاوتة، وان كانت الجولة الأولى QE1 أثرت سلباً على الاقتصاد الأمريكي في بعض النواحي .

فعلى سبيل المثال، تمكن بنك الاحتياط الفيدرالي من تخفيض أسعار الفائدة على أدونات وسندات الخزينة طويلة الأجل ٢-٥ سنوات ورفع حجم النقود الاحتياطية وزيادة عرض النقد. وكان مؤكداً أن زيادة عرض النقد (السيولة) تعمل على حفز الانفاق والاستثمار بينما يعمل تخفيض أسعار الفائدة على زيادة الائتمان، حيث كان هذا هدفاً رئيسياً لسياسات بنك الاحتياط الفيدرالي.

وتجدر الإشارة إلى أن بنك الاحتياط الفيدرالي اضطر للجوء إلى ما يسمى بسياسة تمديد الاستحقاق

(*) أنظر على سبيل المثال:

Daniel Nellis. Grinnell College. 2013. Measuring the Change in Effectiveness of Quantitative Easing Issues. Political Economy. Vol 22. 108 -126

Matthew Q. Rubino Spring 2015. The Effects of Quantitative Easing in the United States: Implications for Future Central Bank Policy Makers. James Madison University JMU Scholarly Commons. Spring 2015

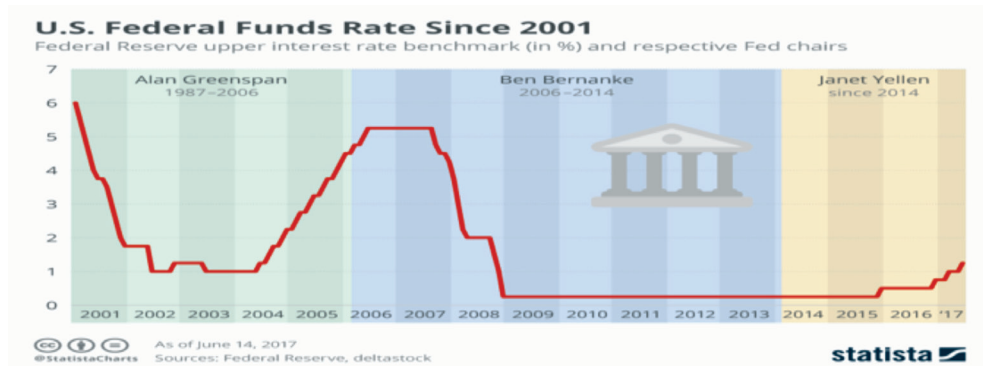
operation twist في الفترة التي أعقبت الجولة الثانية من برنامج التيسير الكمي QE2 وكان الهدف منها التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل، وقد نجح في ذلك . كما وأشارت الدراسات إلى أن الجولة الأولى QE1 كان لها تأثيرات سلبية وتدايعات ذات دلالة إحصائية على حجم القروض الشخصية في كافة البنوك التجارية. ومع ذلك فقد عكست الجولة الثالثة QE3 ذلك الاتجاه، ورفعت أحجام القروض الاستهلاكية في كافة البنوك بدلالات إحصائية واضحة. وبالمجمل، فإن سياسة التيسير الكمي المتمثلة ببرامج شراء السندات بمختلف أشكالها وأحجامها واستحقاقاتها كان لها آثار إيجابية كبيرة على الاقتصاد الأمريكي. ونظراً لأن اقتصاديات الدول المتقدمة متشابكة ومترابطة، فيجب على بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي أن يأخذ بعين الاعتبار ليس فقط التبعات والآثار الأولى لسياساته وقراراته على الاقتصاد الأمريكي، وإنما التبعات والآثار الثانية واللاحقة على اقتصادات الدول الأخرى لما لذلك من تأثيرات عكسية ستعود على الاقتصاد الأمريكي في مراحل لاحقة. سنقوم الان بدراسة تطور أربعة مؤشرات اقتصادية رئيسية للاقتصاد الأمريكي باختصار للإجابة على التساؤل المطروح، وهذه المؤشرات هي: سعر فائدة أموال بنك الاحتياط الفيدرالي Fed Fund Rate ومعدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي ومعدلات البطالة والتضخم.

تطور سعر الفائدة الفيدرالي 2017-2008

كما يشير الرسم البياني رقم (٣)، تمكن بنك الاحتياط الفيدرالي من المحافظة على مستويات أسعار الفائدة قريبة من الصفر لفترة طويلة امتدت من ٢٠٠٨ وحتى نهاية ٢٠١٥ تقريباً، عندما بدأ بنك الاحتياط الفيدرالي، بتاريخ ١٦ كانون الأول ٢٠١٥، ولأول مرة منذ عام ٢٠٠٦، برفع سعر الفائدة التأسيري على أمواله الاحتياطية من صفر الى ٠,٢٥ بالمئة. وقد كانت هذه الخطوة متوقعة على نطاق واسع، وكانت إشارة الى مدى تعافي الاقتصاد الأمريكي من الركود الذي اصابه منذ عام ٢٠٠٨. فقد اعتقد بنك الاحتياط الفيدرالي أن الاقتصاد الأمريكي قوي آنذاك ولم يعد يحتاج إلى عكازات وأن هذه الخطوة "تمثل نهاية فترة غير عادية" من المعدلات المنخفضة لأسعار الفائدة المصممة لتعزيز الانتعاش الاقتصادي.

الرسم البياني رقم (٣)

تطور سعر فائدة أموال الفيدرالي خلال الفترة (٢٠١٧ - ٢٠١٧)

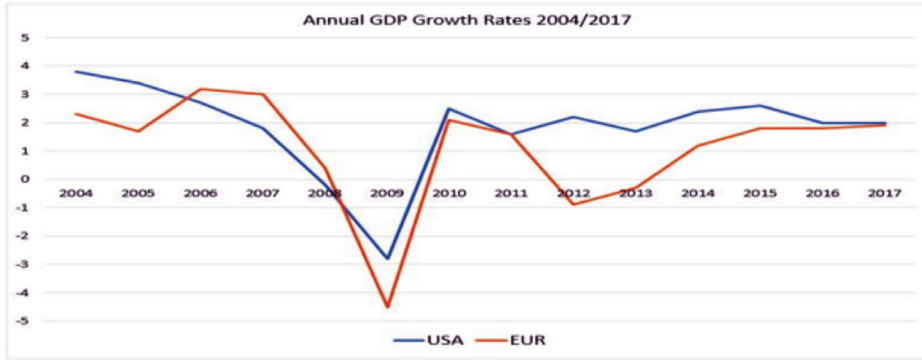


تطور معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي 2008-2017

يلاحظ من الرسم البياني رقم (٤) أن الناتج المحلي الاجمالي قد عاد لينمو بمعدلات موجبة تراوحت ما بين ٢,٠ و ٣,٠ بالمئة اعتباراً من عام ٢٠٠٩ واستمر بتحقيق تلك المعدلات حتى الان، بعكس معدلاته في منطقة اليورو التي انتكست عام ٢٠١١ بسبب ظهور أزمة الديون السيادية هناك وتأخرت في اللحاق بمستوياتها في أمريكا حتى عام ٢٠١٦ تقريباً.

الرسم البياني رقم (٤)

معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي في امريكا والاتحاد الاوروبي (٢٠٠٤ - ٢٠١٧)



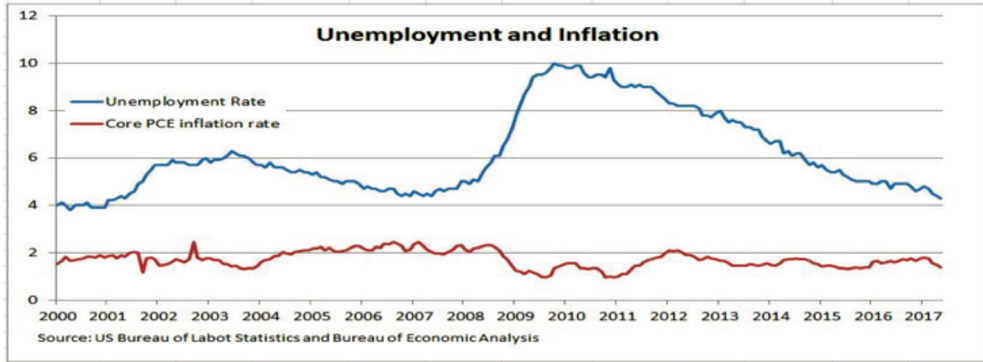
تطور معدلات البطالة 2008-2017

يشير الرسم البياني رقم ٥ ادناه الى أن معدلات البطالة قد انخفضت من مستوياتها المرتفعة التي وصلت اليها بعد الازمة المالية العالمية والتي بلغت ١٠ بالمئة عام ٢٠٠٩ الى أدنى من مستوياتها قبل الازمة لتصل الى ٤,٢ بالمئة في الربع الثالث من عام ٢٠١٧. وتعتبر هذه المعدلات قريبة جداً من حالة التشغيل الكامل في الاقتصاد. ويحدد معدل البطالة نسبة القوى العاملة الإجمالية التي لا تعمل وتسعى بنشاط للحصول على وظيفة خلال الفترة المعنية. ولاتجاه التنازلي لمعدلات البطالة تأثير إيجابي على عملة الدولار، حيث يميل العاملون إلى إنفاق المزيد من الأموال. ويشكل الاستهلاك الخاص في أمريكا جزء كبير من الإنتاج المحلي الإجمالي. كما وتنعكس مسألة تراجع معدلات البطالة على تراجع طلبات التعويض عن البطالة في الولايات المتحدة إلى أدنى مستوى منذ سنوات طويلة لتؤكد تحسن التوظيف الملموس في سوق العمل.

ويعكس تراجع معدلات البطالة قدرة الاقتصاد الأمريكي على استحداث وظائف جديدة كل شهر بلا توقف منذ سبع سنوات لينخفض عدد طالبي العمل المتاحين ويجعل أصحاب العمل مترددين في صرف الموظفين خشية عدم العثور على بدائل لهم. وتفيد بعض الدراسات أن الشركات تجد صعوبة في إيجاد موظفين مؤهلين وهو ما يزيد الضغط لزيادة الأجور الذي ساعد بدوره في إقناع بنك الاحتياط الفيدرالي في زيادة أسعار الفائدة مرتين هذه السنة على الرغم من تدني معدلات التضخم.

الرسم البياني رقم (٥)

تطور معدلات البطالة والتضخم في امريكا ٢٠٠٠ - ٢٠١٧



تطور معدلات التضخم 2008-2017

من المعلوم أن احد أهداف بنك الاحتياط الفيدرالي هو المحافظة على استقرار الاسعار عند مستوياتها المستهدفة عند ٢ بالمئة. وقد كان من المتوقع لعملية التيسير الكمي الضخمة التي عملت على توفير السيولة للبنوك أن تعمل على رفع معدلات التضخم لمستويات كبيرة نتيجة لتأثيراتها على القاعدة النقدية وبالتالي على حجم السيولة في الاقتصاد. لكن ما حصل هو أن معدلات التضخم بقيت منخفضة طوال مدة تنفيذ برامج التيسير الكمي عند مستويات أدنى من المستهدفة. فما هي الأسباب وراء انخفاض معدلات التضخم في الولايات المتحدة لأدنى من ٢ بالمئة (وهو المستوى المستهدف من بنك الاحتياط الفيدرالي) حتى الان كما يشير الرسم البياني رقم (٥) اعلاه ؟

كان من المتوقع لدخول كميات كبيرة من السيولة للاقتصاد، نتيجة لسياسة التيسير الكمي، أن تشعل التضخم. لكن وعلى الرغم من التوسع النقدي الهائل الذي حققه بنك الاحتياط الفيدرالي خلال الفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٤، فإن التضخم لم يتجاوز نسبة ٢ بالمئة منذ عام ٢٠٠٩، ولن يتجاوز نسبة ١,٧ بالمئة في هذا العام (٢٠١٧). فلماذا كان التضخم منخفضاً جداً بالنظر إلى الكم الهائل من المال الذي ضخه بنك الاحتياطي الفيدرالي في النظام؟ ولهم سبب انخفاض التضخم، سنذكر باختصار شديد عدد من العوامل التي ساهمت في كبح معدلات التضخم.

العامل الاول، أن معظم المال الجديد لم يدخل الاقتصاد وبقي على شكل نقود احتياطية للبنوك مودعة في بنك الاحتياط الفيدرالي حيث وصل رصيدها الى حوالي ٢,٢ ترليون دولار من أصل ٣,٧ ترليون ضخها بنك الاحتياط الفيدرالي خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٤ كما يبين الجدول رقم (٢) في الجزء الأول من الدراسة. وكان السبب الرئيسي في ارتفاع بند النقود الاحتياطية الى هذا المستوى لأن بنك الاحتياط الفيدرالي بدأ بدفع فائدة على الاحتياطيات الفائضة اعتباراً من ٦ تشرين الاول ٢٠٠٨.

العامل الثاني، تراجع أسعار المواد الأولية وخاصة النفط والمشتقات النفطية. أما العامل الثالث، فهو أن للتطورات في مستويات الأجور واتجاهاتها التنافسية دوراً في انخفاض معدلات التضخم. أما العامل الرابع،

فهو انخفاض سرعة تداول النقود velocity of money خلال الفترة التي تلت الأزمة المالية العالمية، التي عوضت الزيادة الحادة في عرض النقود. ويعود السبب الى زيادة رغبة الناس في الاحتفاظ بالنقود بدلا من انفاقها، من جهة وزيادة عدد السكان من جهة ثانية.

إذن فالجواب على التساؤل المطروح أعلاه هو أن بنك الاحتياط الفيدرالي حقق أهدافه بشكل واضح. وهذا ما أشعره بالاطمئنان، حيث أن وضع الاقتصاد الأمريكي طبيعي ويمر بحالة قريبة جداً من التشغيل التام ويحقق معدلات نمو موجبة ومستقرة منذ سنوات. ويجدر التذكير بأن القلق الرئيسي أمام بنك الاحتياط الفيدرالي في الوقت الراهن هو أن معدلات التضخم حالياً (٧,١ بالمئة توقع للعام ٢٠١٧) ما تزال أقل من المستوى المستهدف للبنك وهو ٢,٠ بالمئة.

لذا فقد أخذت لجنة السوق المفتوحة في بنك الاحتياط الفيدرالي قراراً بالبدء برفع أسعار الفائدة تدريجياً، وبنفس الوقت تخفيض حجم ميزانية البنك التي تضخمت أربع مرات خلال السنوات العشر الماضية لتعيدها الى مستوياتها الطبيعية التي تمكنها من ادارة السياسة النقدية بشكل فعال وكفوء في هذه الظروف الطبيعية التي يعيشها الاقتصاد الأمريكي حالياً.

والان ننتقل للإجابة على السؤال الثاني وهو: ”ما هو الحجم الطبيعي لميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي الذي يجب أن تستقر عنده الآن؟“ بمعنى اخر، ”السي أي مستوى يجب أن يتم تخفيض حجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي بعد أن تضخمت أربع مرات خلال العقد الماضي؟“

الجزء الثالث

الحجم الطبيعي لميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي

يختلف حجم الميزانيات العمومية للبنوك المركزية بشكل كبير من بلد إلى آخر. ففي الاقتصادات المتقدمة، يتراوح النطاق اليوم من أقل من ٥ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي في كندا إلى أكثر من ٨٠ بالمئة في سويسرا. ولدى البنوك المركزية في الدول النامية ميزانيات تقارب ضعف معدل الاقتصاد المتقدم، وتتراوح ما بين ١٢ بالمئة من إجمالي الناتج المحلي في كولومبيا إلى ما يقرب من ١٤٠ بالمئة من إجمالي الناتج المحلي في هونغ كونغ. وبشكل عام، يعتمد الحجم الطبيعي لميزانية البنك المركزي على أهداف السياسة النقدية وطبيعة النظام المالي.

ولمعرفة الحجم الطبيعي لميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي يمكن الاستعانة بثلاثة معايير رئيسية وهي:

- (1) حجم الميزانية نسبة لحجم الاقتصاد ومقارنته مع متوسط حجمها لفترات تاريخية ذات ظروف صعبة و / أو ظروف طبيعية، و (2) مقارنة حجمها مع احجام ميزانيات بنوك مركزية موثوقة، و (3) الرجوع للنظرية الاقتصادية بهذا الخصوص.

حجم الميزانية نسبة لحجم الاقتصاد ومقارنته مع متوسط حجمها لفترات تاريخية ذات ظروف صعبة و / أو ظروف طبيعية:

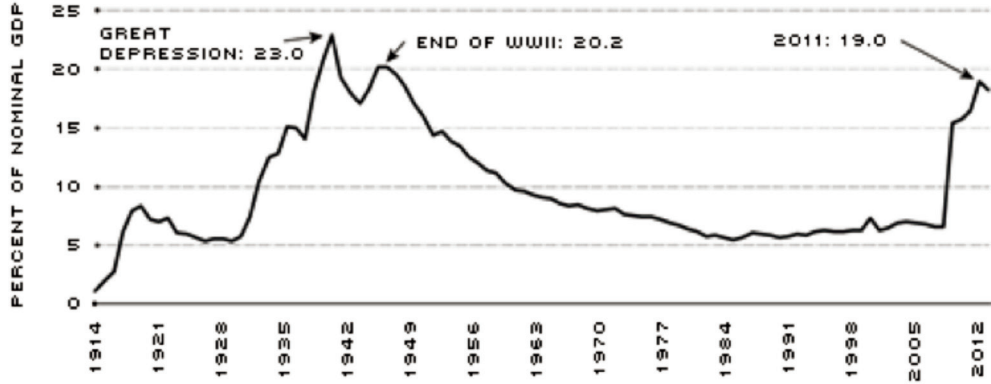
يبين الرسم البياني رقم (٦) ادناه التطور التاريخي لحجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي طوال مئة عام ماضية تعود لبداية انشاء بنك الاحتياط الفيدرالي، وهي الفترة ١٩١٤-٢٠١٢. وقد اشتملت هذه المدة الطويلة على فترات تضمنت حربين عالميتين وفترات من الكساد الاقتصادي وفترات من الانتعاش الاقتصادي.

ففي فترة الكساد الكبير عام ١٩٤٠، وصل حجم الميزانية الى ٢٣ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي الاسمي. وفي عام ١٩٤٦، بعد الحرب العالمية الثانية، بلغ حجم الميزانية ٢٠,٢ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي. لذلك، فان مستويات الميزانية لبنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي اليوم (٢٣ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي) قد شهدناها في سنوات سابقة.

ولكن في الظروف الطبيعية وظروف الانتعاش، كان حجمها يتراوح ما بين ٥ و ١٠ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي، وذلك طوال عقود الستينيات والسبعينيات والثمانينيات والتسعينيات والسنوات الثمانية الأولى من العقد الأول للقرن الحالي. فمن الواضح أن حجم الميزانية كان يتضخم عندما كان الاقتصاد الأمريكي يمر بحالة من الركود او الكساد الاقتصادي أو الحروب، وكان يتقلص عندما كان الاقتصاد الأمريكي يمر بحالة الانتعاش. اذا وفقا لهذا السيناريو، من المتوقع أن يتم تقليص حجم الميزانية الى قرابة النصف كحد أقصى. وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي قادراً على تحقيق أهداف السياسة النقدية على المدى الطويل بأقل من نصف أصوله الحالية (٥,٤ ترليون دولار).

الرسم البياني رقم (٦)

تطور حجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة ١٩١٤-٢٠١٢



(2) مقارنة حجم الميزانية مع احجام ميزانيات بنوك مركزية موثوقة

يبين الرسم البياني رقم (٧) قيم ميزانيات أربع بنوك مركزية رئيسية (أمريكا، بريطانيا، الاتحاد الأوروبي، واليابان). بينما يبين الرسم البياني رقم (٨) قيم ميزانيات خمسة بنوك مركزية (أمريكا، وبريطانيا، والاتحاد الأوروبي، واليابان، وسويسرا) كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي الاسمي لتلك الدول. وهذه البنوك المركزية نفذت سياسات نقدية تكيفية accommodative monetary policies في مطلع الركود الاقتصادي عام ٢٠٠٨، وذلك لمواجهة التباطؤ الاقتصادي العالمي. وبعض تلك البنوك نفذت عمليات تيسير كمية واسعة النطاق شبيهة بتلك التي نفذها بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي.

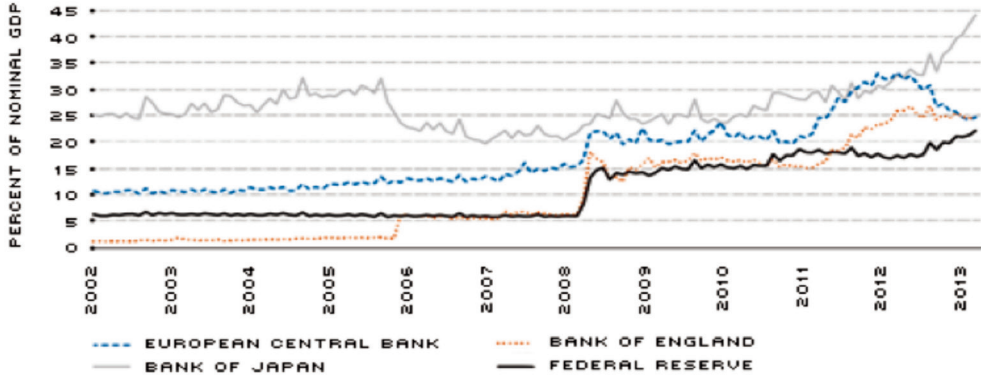
وكما يبين الرسم أدناه، فإن حجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي، التي تصل نسبته حالياً الى ٢٢,٣ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي الاسمي، يحتل الترتيب الاقل بين مثيلاته الدولية. بالمقابل، يصل حجم ميزانية البنك المركزي الياباني الى حوالي ٢,٤٤ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي الياباني، ويصل حجم ميزانية البنك المركزي السويسري الى ٨٣ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي السويسري، وذلك نتيجة لتحرك البنك للدفاع عن قيمة الفرنك السويسري من الارتفاع خلال أزمة الديون الأوروبية. فمن المعروف أن الصادرات السويسرية تعتمد بشكل كبير على الطلب من منطقة اليورو. وخلال أزمة الديون الأوروبية، لجأ المستثمرون الى الفرنك السويسري كعملة آمنة، ونتيجة لذلك ارتفعت قيمة الفرنك السويسري بشكل ملحوظ، الامر الذي خفض من تنافسية الصادرات السويسرية (فانخفضت قيمتها بنسبة ٦ بالمئة سنوياً في الربع الثالث من عام ٢٠١١). واستجابة لذلك، تدخل البنك المركزي السويسري بشكل كبير في سوق القطع الأجنبي كمشتري لل عملات الأجنبية بهدف تخفيض قيمة الفرنك السويسري. ويعد ذلك مثلاً واضحاً لبرنامج تيسير كمي واسع النطاق LSAP تضمن أهدافاً مختلفة وأستخدام أصولاً مختلفة، بالمقارنة مع برامج نفذتها الولايات المتحدة الأمريكية.

ان متابعة ميزانيات بنوك مركزية أخرى يعطي لجنة السوق المفتوحة في بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي بعض الفهم للحدود والهوامش المتوفرة لها، ولما يمكن أن يصل عنده حجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي. لكن، باعتقادي أن هذا السيناريو غير مناسب للحكم على الحجم الطبيعي لميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي،

لأن ما يقرر ذلك هو طبيعة السياسة النقدية الأمريكية واهدافها وطبيعة الاقتصاد الأمريكي وحالته، وهي عوامل داخلية تخص الاقتصاد الأمريكي.

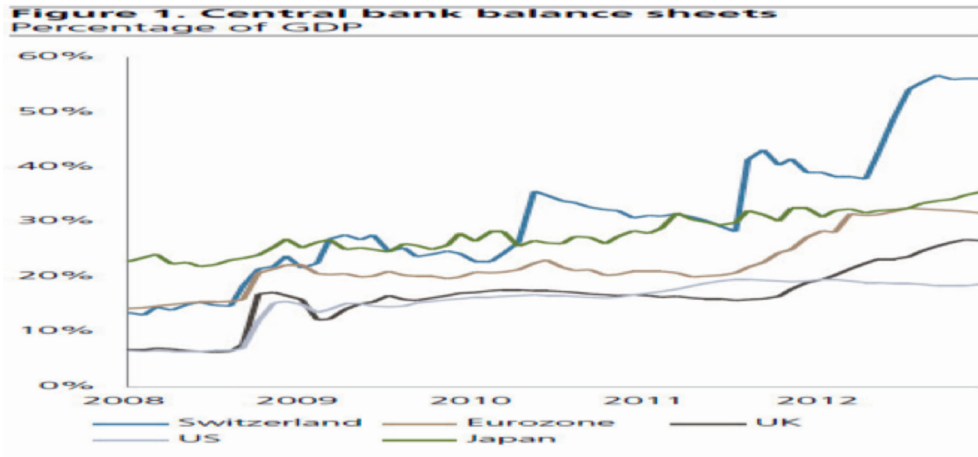
الرسم البياني رقم (٧)

هياكل ميزانيات البنوك المركزية في بعض الدول المتقدمة الرئيسية ٢٠١٣-٢٠٠٢



الرسم البياني رقم (٨)

هياكل ميزانيات البنوك المركزية في بعض الدول المتقدمة الرئيسية ٢٠١٢-٢٠٠٨



(3) الرجوع للنظرية الاقتصادية

لم تتطرق النظرية الاقتصادية بشكل مباشر حتى الآن لمبادئ محددة ينبغي أن تحدد الحجم الأمثل لميزانية البنك المركزي. وعلى الرغم من أن النظرية الاقتصادية حافلة بالتحليل فيما يتعلق بالحجم الأمثل للنقود والسيولة في الاقتصاد، ألا أنه سيكتفى بالتحليل الذي أجري اعلاه وخاصة ما يتعلق بالمقارنات التاريخية لحجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي طوال المئة عام الماضية ومقارنتها مع بنوك مركزية موثوقة.

في الجزء التالي من هذه الدراسة سيتم تحليل خطة بنك الاحتياط الفيدرالي لتقليص ميزانيته والبدائل المتاحة أمامه لتنفيذ ما يعرف بخطة التطبيع normalization، بالإضافة للأثار المحتملة لعملية التطبيع.

الجزء الرابع:

خطة بنك الاحتياط الفيدرالي لتقليص ميزانيته

أوضحت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في بنك الاحتياط الفيدرالي نهجها إزاء تطبيع السياسة النقدية في وثيقة ” مبادئ وخطط تطبيع السياسات“ التي أصدرتها بعد اجتماعها في شهر أيلول ٢٠١٤. وأشارت اللجنة إلى أنه سيكون هناك عنصرين رئيسيين في تطبيع السياسة: الأول، رفع المستوى المستهدف لسعر الفائدة الفيدرالي تدريجياً إلى مستويات أكثر تقليدية، والثاني، التخفيض التدريجي لحيازات بنك الاحتياط الفيدرالي من الأوراق المالية التي تملكها عقب اندلاع الازمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨. وعززت اللجنة هذه المبادئ والخطط في اجتماعها في شهر آذار ٢٠١٥ بالإعلان عن مزيد من التفاصيل حول النهج الذي ستستخدمه لرفع سعر الفائدة الفيدرالي وغيره من أسعار الفائدة القصيرة الأجل. وقررت اللجنة في اجتماعها المنعقد في شهر كانون الأول ٢٠١٥ أن الظروف الاقتصادية والآفاق الاقتصادية تبرر المضي في تنفيذ الخطوة الأولى في تطبيع موقف السياسة النقدية؛ وبناء على ذلك، صوتت اللجنة لرفع النطاق المستهدف لسعر الفائدة على الأموال الفيدرالية للمرة الأولى منذ كانون الأول ٢٠٠٨.

وواصلت اللجنة رفع النطاق المستهدف لمعدل سعر فائدة الأموال الاتحادية تدريجياً مع بدء تعزيز النمو الاقتصادي وتطور الآفاق الاقتصادية. وبعد اجتماع اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في شهر حزيران ٢٠١٧، أعلنت اللجنة تفاصيل إضافية عن النهج المخطط لها للحد تدريجياً من حيازات الأوراق المالية لبنك الاحتياط الفيدرالي مع مرور الوقت. ووافقت اللجنة في اجتماعها في شهر أيلول ٢٠١٧ على بدء برنامج التخفيض التدريجي لحيازات الأوراق المالية لبنك الاحتياط الفيدرالي اعتباراً من شهر أكتوبر ٢٠١٧ الماضي.

مبادئ وخطط تطبيع السياسات المعلنة عام 2014

ناقشت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في بنك الاحتياط الفيدرالي، في ربيع وصيف عام ٢٠١٤، سبل تطبيع موقف السياسة النقدية وحيازات الأوراق المالية للبنك الفيدرالي. وكانت المناقشات جزءاً من التخطيط الحثيث ولا تعني ضمناً أن التطبيع سيبدأ بالضرورة قريباً. وواصلت اللجنة الحكم على أن العديد من مبادئ التطبيع التي اعتمدها في حزيران ٢٠١١ لا تزال قابلة للتطبيق. غير أنه في ضوء التغييرات التي طرأت على محفظة حساب نظام السوق المفتوحة منذ عام ٢٠١١ والتحسينات في الأدوات التي ستتاح للجنة لتنفيذ السياسة أثناء التطبيع، خلصت اللجنة إلى أن بعض جوانب عملية التطبيع النهائية قد تختلف عن تلك المحددة سابقاً. ووافقت اللجنة أيضاً على أنه من المناسب تقديم معلومات إضافية عن خططها للتطبيق. وفي أيلول ٢٠١٤، اتفق جميع المشاركين في اللجنة الفيدرالية المفتوحة، باستثناء واحد، على العناصر الرئيسية التالية للنهج الذي يعتمدون تنفيذه عندما أصبح من المناسب البدء في تطبيع موقف السياسة النقدية:

ستحدد اللجنة توقيت وسرعة تطبيع السياسة - أي خطوات رفع سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية وغيرها من أسعار الفائدة القصيرة الأجل إلى مستويات أكثر طبيعية والحد من حيازات الأوراق المالية لبنك الاحتياط الفيدرالي- وذلك لتحقيق أكبر قدر من التشغيل واستقرار الأسعار.

وعندما تستدعي الظروف الاقتصادية والتوقعات الاقتصادية سياسة نقدية أقل تيسيراً، سترفع اللجنة نطاقها المستهدف لمعدل سعر فائدة الأموال الفيدرالية.

وخلال عملية التطبيع، يعتزم بنك الاحتياط الفيدرالي تحويل سعر الفائدة الفيدرالي إلى النطاق المستهدف الذي حددته اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في المقام الأول عن طريق تعديل سعر الفائدة الذي يدفعه على أرضة الاحتياط الفائضة.

أثناء التطبيع، يعتزم بنك الاحتياط الفيدرالي استخدام تسهيلات إعادة شراء عكسية ليلية واحدة وغيرها من الأدوات التكميلية حسب الحاجة للمساعدة في السيطرة على معدل سعر فائدة الأموال الفيدرالية. وسوف تستخدم اللجنة تسهيلات إعادة شراء عكسية ليلية واحدة فقط بالقدر الضروري وستتم إزالتها عندما لم تعد هناك حاجة للمساعدة في السيطرة على معدل سعر الفائدة الفيدرالية.

وتعتزم اللجنة تخفيض احتياطات الأوراق المالية من الاحتياط الفيدرالي بطريقة تدريجية ويمكن التنبؤ بها في المقام الأول عن طريق التوقف عن إعادة استثمار مدفوعات أصل الدين على الأوراق المالية المحتفظ بها في حساب نظام لجنة السوق المفتوحة.

وتتوقع اللجنة وقف أو البدء في الإلغاء التدريجي لعمليات إعادة الاستثمار بعد أن تبدأ في زيادة النطاق المستهدف لمعدل سعر فائدة الأموال الفيدرالية؛ وسيتوقف التوقيت على كيفية تطور الظروف الاقتصادية والمالية والتوقعات الاقتصادية.

ولا تتوقع اللجنة حالياً أن تبيع الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري الوكالة كجزء من عملية التطبيع، على الرغم من أنه قد يكون هناك ما يرر محدودية المبيعات على المدى الأطول لتخفيض أو التخلص من الحيازات المتبقية. وسيتم إبلاغ توقيت ووتيرة أي مبيعات إلى الجمهور مسبقاً.

وتعتزم اللجنة أن يحتفظ بنك الاحتياط الفيدرالي، على المدى الأطول، بأوراق مالية أكثر من اللازم لتنفيذ السياسة النقدية بكفاءة وفعالية.

واللجنة مستعدة لتعديل تفاصيل نهجها إزاء تطبيع السياسات في ضوء التطورات الاقتصادية والمالية.

مناهج تقليص ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي

من الناحية العملية، يمكن لبنك الاحتياط الفيدرالي اللجوء الى منهاجين للتخلص من جزء كبير من السندات في ميزانيته:

الأول: منهج بيع السندات (Selling Securities Approach)،

والثاني: منهج الاستحقاق (The Maturing Approach) من خلال أن يختار عدم إعادة استثمار السندات التي تستحق.

وقد اتخذ بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي خطوة بدء التخلص من السندات لاعتقاده بان هذا النوع من التحفيز لم يعد ضرورياً الآن بعد أن أصبح أداء الاقتصاد الأمريكي جيداً ويحقق معدلات نمو جيدة وبعد أن انخفضت معدلات البطالة لمستويات مقبولة من ٩,٥ ٪ إلى ٤,٤ ٪ الآن.

ويركز بنك الاحتياط الفيدرالي حالياً على رفع معدلات التضخم للمستويات المستهدفة عند ٢٪ بعد أن استقرت معدلات التضخم عند مستويات أقل من المستهدفة لفترة طويلة.

وفي شهر ديسمبر ٢٠١٦، أعلن بنك الاحتياط الفيدرالي بأنه لن يبدأ عملية تقليص ميزانيته حتى تعود

مستويات أسعار فائدة أموال البنك (FFR Fed Fund Rate) الى المستويات الطبيعية Normal Interest وهي الخطوة الأولى لعملية التطبيع.

وفي شهر كانون الثاني ٢٠١٧، حذر بيرنانكي رئيس بنك الاحتياط الفيدرالي السابق من أية عملية بيع نشطة للسندات التي قد يلجأ إليها بنك الاحتياط الفيدرالي للتخلص من السندات التي يملكها، وذلك حفاظاً على رد الفعل غير المتوقع للأسواق المالية. وطالب أن تكون عملية التطبيع تدريجية.

وفي محضر اجتماع لجنة السياسات في بنك الاحتياط الفيدرالي في شهر آذار ٢٠١٧، كشف بنك الاحتياط الفيدرالي بأن الخطة التي سيتبعها هي التخلص من السندات بالتدريج. وفي هذه الأوقات أصبحت خطة الفيدرالي أكثر وضوحاً وستكون كما هو مبين في الجدول رقم (٣) والرسم البياني رقم (٩) أدناه:

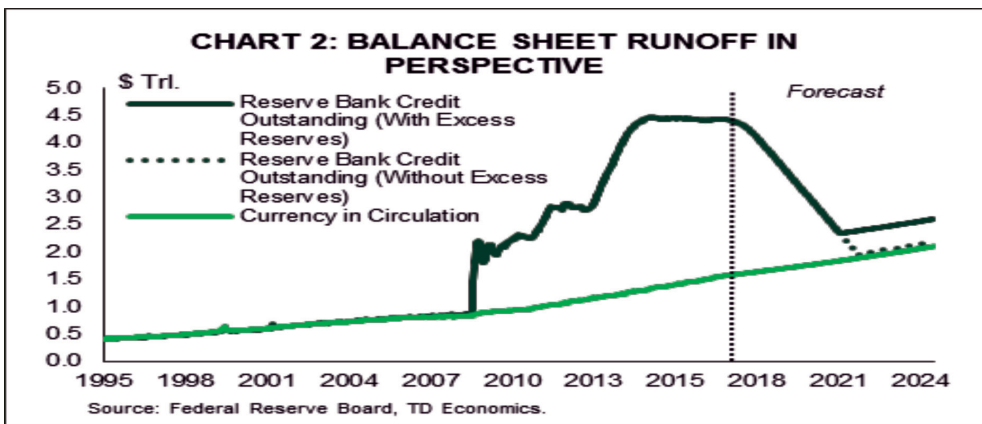
الجدول رقم (٣)

الخطة الأولية المعلنة لتقليص ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي اعتباراً من شهر تشرين الأول ٢٠١٧

نوع السندات	الشهر الأول	الشهر الثاني	الشهر الثالث	الاشهر اللاحقة
السندات الحكومية	٦ مليار دولار	٦ مليار دولار	٦ مليار دولار	30 مليار دولار
السندات المدعومة بالعقار وديون الوكالات	4 مليار دولار	4 مليار دولار	4 مليار دولار	20 مليار دولار
الاجمالي	10 مليار دولار	10 مليار دولار	10 مليار دولار	50 مليار دولار

الرسم البياني رقم (٩)

تصور أولي لخطة تقليص حجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٢٠)



كما يبين الجدول رقم (٣) والرسم البياني رقم (٩) اعلاه، سيتم التخلص من ٦ مليار دولار من السندات الحكومية شهرياً في أول ٣ شهور ليزداد المبلغ بعد ذلك حتى يصل الى ٣٠ مليار دولار شهرياً في الأشهر اللاحقة.

وفيما يتعلق بالسندات المدعومة بالعقار وديون الوكالات، وضع الفيدرالي خطة شبيهة حيث سيتم التخلص من ما قيمته ٤ مليارات دولار سندات شهرياً في أول ٣ شهور لتصل بعد ذلك الى ٢٠ مليار دولار سندات في الأشهر اللاحقة . وهذا يعني أنه سيتم تخفيض الميزانية بقيمة ١٠ مليارات دولار شهرياً في الأشهر الثلاثة الأولى، وبقيمة ٥٠ مليار دولار شهرياً بعد الأشهر الثلاثة الأولى ولمدة سنتين تقريباً.

المتابع لتطور ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي لشهري أيلول وتشرين الأول ٢٠١٧ يلاحظ أن البنك بدأ فعلاً بتنفيذ خطته لتقليص (تطبيع) ميزانيته حسب ما كان مخططاً، حيث انخفضت حيازته من الأوراق المالية بأرقام قريبة من الأرقام التي اعلنها في خطة التطبيع.

وبناء على ذلك، فمن المتوقع أن ينخفض حجم ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي الامريكي الى مستوى ٣ ترليون دولار تقريباً بحلول عام ٢٠٢٠.

خلاصة ونتائج ودروس مستفادة

- ١- قبل اندلاع الأزمة المالية في أواخر عام ٢٠٠٧، كانت الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي أقل من ربع حجمها الحالي وتتألف بالكامل تقريباً من سندات الخزينة. بعد ذلك، وللمساعدة في تعزيز التعافي الاقتصادي، استمر بنك الاحتياطي الفيدرالي في عملية شراء امتدت من نهاية عام ٢٠٠٨ إلى أواخر عام ٢٠١٤ على ثلاث مراحل. واليوم، تمثل سندات الخزانة ٥٥ في المائة فقط من الأصول في الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي. الجزء الآخر الكبير هو السندات المدعومة بالعقار بنحو ٤٠ في المئة. الباقي عبارة عن مجموعة من الأصول الأخرى، بما في ذلك الذهب.
- ٢- يود مجلس الاحتياطي الفيدرالي العودة لأدواته التقليدية وهي عمليات السوق المفتوحة. رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي جيروم باول يود أن يرى ميزانية بنك الاحتياط الفيدرالي الإجمالية مستمرة في الانكماش أكثر قليلاً نسبة للاقتصاد الأمريكي. في ذروتها، كانت الميزانية العمومية تعادل حوالي ٢٥ في المائة من الناتج الاقتصادي الأمريكي السنوي مقارنة بنحو ٦ في المائة قبل الأزمة. كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، فإن الميزانية العمومية اليوم هي ٢٠ في المائة من الاقتصاد الأمريكي البالغ حوالي ٢١ تريليون دولار. يود باول وزملاؤه في بنك الاحتياطي الفيدرالي أن يتم تخفيض نسبة الميزانية للناتج إلى حوالي ١٧ في المائة.
- ٣- عمليات السوق المفتوحة هي أداة مجلس الاحتياطي الفيدرالي الرئيسية التي يستخدمها لإدارة سياسته النقدية وللتأثير على أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ومعدلات النمو في الاقتصاد الأمريكي. وهي أداة فعالة منذ سنوات طوال.
- ٤- تحدث الازمات المالية العالمية في مختلف دول العالم نظراً لأن النظام المالي العالمي يتصف بالديناميكية والإبداع ونظراً لمرور تلك الاقتصادات بأحداث متسارعة ومفاجئة واستثنائية.
- ٥- تحتاج تلك الازمات الى سياسات نقدية ومالية جريئة وغير تقليدية لمعالجتها والتخفيف من أثارها وتبعاتها.
- ٦- على الجهات التنظيمية والرقابية التي تتدخل لمعالجة تلك الازمات وتبعاتها تقدير حجم الاموال التي تحتاجها في عمليات التدخل وتأثير تلك السياسات على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية وخاصة معدلات النمو والتضخم والبطالة.
- ٧- يجب أن تتصاحب عمليات التدخل بإجراءات وسياسات تسيقية حتى لا تتضارب السياسات بين مختلف الجهات المعنية وخاصة السياسات النقدية والمالية.
- ٨- أن تعمل الجهات الرقابية والتنظيمية على وضع سياسة للخروج exit strategy بعد الانتهاء من تحقيق الأهداف التي من أجلها تم تبني سياسات غير تقليدية لمعالجة آثار وتبعات الازمة.
- ٩- أن تعمل الجهات الرقابية والتنظيمية على مراجعة السياسات على فترات منتظمة في ضوء التطورات الاقتصادية والمالية على المستوى المحلي والعالمي، لضمان تحقيقها لاهدافها المرسومة، بحيث تكون هوامش الخطأ التي يسمح بها عند أقل حد ممكن.
- ١٠- تلعب البنوك المركزية دوراً محورياً في الخروج من الأزمات المالية والاقتصادية بالاعتماد على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

١١- تنطلق البنوك المركزية في تعاملها مع الازمات المالية من مفهوم تحقيق الاستقرار المالي والذي يتجاوز كيفية التعامل مع الازمات المالية عند وقوعها ، وإنما العمل على تأهيل القطاع المالي لاستيعاب وامتصاص تلك الازمات والحد من احتمالية وقوعها مستقبلاً ، وتقليص فرص انتقال تداعياتها الى مكونات القطاع المالي المحلية الرئيسية والى باقي القطاعات الاقتصادية في الدولة.

أهم المراجع

- US Bureau of Labor Statistics and Bureau of Economic Analysis.
- Daniel Nellis. Grinnell College. 2013. Measuring the Change in Effectiveness of Quantitative Easing Issues. Political Economy. Vol 22. 108 -126.
- Matthew Q. Rubino Spring 2015. The Effects of Quantitative Easing in the United States: Implications for Future Central Bank Policy Makers. James Madison University JMU Scholarly Commons. Spring 2015.
- <https://www.federalreserve.gov>



د. عدلي شحادة قندح

مدير عام جمعية البنوك في الاردن
عضو المجلس الاقتصادي والاجتماعي (سابقاً)
عضو منتدى الفكر العربي
عضو الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية

صدر للمؤلف

- ❖ الجهاز المصرفي.. الدور المحوري والاستجابة للتحديات 2006 - 2014
 - ❖ السياسات الاقتصادية الأردنية... تحليل نقدي ، الدار العربية للعلوم ناشرون، بيروت - لبنان، 2013.
 - ❖ الازمة المالية العالمية ... الجذور ، الاسباب، الآثار، وخطط الانقاذ ، عمان - الاردن ، 2009.
 - ❖ الدور الاجتماعي والاقتصادي للبنوك في الاردن ، عمان - الاردن، 2009.
 - ❖ التخاصية أحدث نماذج التنمية الاقتصادية ، دار مجدلاوي للنشر، عمان - الاردن، 2003 .
 - ❖ تاثير اتفاقية الجاتس على تنافسية البنوك القطرية 2001-1995، مصرف قطر المركزي، الدوحة- قطر، 2002. باللغة العربية ، وعام 2003 باللغة الانجليزية.
-