

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

### قواعد السياسة النقدية

تسعى السياسة النقدية لتوجيه التغيرات في الطلب على النقود عن طريق تغيير المعروض من النقود. وبذلك تساعد السياسة النقدية التي تدير عرض النقود بشكل فعال على ضمان أن تعكس أسعار السلع والخدمات بدقة التغيرات في العرض أو الطلب على تلك السلع والخدمات. يقوم البنك المركزي حاليًا بتعديل المعروض النقدي عن طريق شراء وبيع السندات الحكومية والأصول الأخرى.

تجادل الأكاديميون وصناع السياسات ما إذا كان يجب على البنوك المركزية اتباع قاعدة ثابتة ومحددة مسبقًا أو ينبغي أن يكون لها حرية التصرف في السياسة النقدية. يجادل أنصار السلطة التقديرية للبنك المركزي بأن قاعدة بسيطة للسياسة النقدية لا تتوافق مع تعقيد الاقتصاد المتقدمة .

نظرًا للأخطاء التي تصدر عن البنوك المركزية سواء على مستوى التنبؤ والتوقع أو اتخاذ القرار في وقت غير مناسب فقد لجأت بعض البنوك المركزية إلى إلغاء مبدأ حرية التصرف لدى محافظي البنوك المركزي باستحداث قواعد تسير عليها السياسات النقدية، . ومع ذلك، فإن نظرة فاحصة تشير إلى أن النهج القائم على القواعد هو الأفضل.

- تحدد قاعدة السياسة النقدية الجيدة خطة عمل لا يمكن للبنك المركزي أن يتجاهلها لاحقًا، في حين أن حرية التصرف تسمح لمحافظي البنوك المركزية بالرد - وغالبًا ما يبالغون في رد الفعل - على المؤشرات الاقتصادية كما يرون مناسبًا.

- تم انتقاد النهج القائم على القواعد لكونه صارمًا للغاية ، لكنه يوفر اليقين في السوق بأن البنك المركزي لن يضحي بالاستقرار طويل الأجل من أجل مكاسب قصيرة الأجل.

- بينما تمنح السلطة التقديرية محافظي البنوك المركزية المرونة للاستجابة لتغيرات الاقتصاد، فإنهم يفتقرون إلى المعرفة الكاملة التي من شأنها أن تمكنهم من ممارسة هذا التقدير بشكل مناسب. البنوك المركزية ليست بارعة في معالجة المعلومات الجديدة وإجراء تغييرات على السياسات استجابة لذلك.

- باختصار، فإن القاعدة البسيطة التي يسهل توصيلها هي أكثر قدرة على إدارة تعقيد الاقتصاد من البنك المركزي الذي يعمل تقديريا.

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

ومن أهم قواعد السياسة النقدية:

### قاعدة فريدمان النسبة: k

ستؤدي هذه القاعدة إلى زيادة المعروض من النقود بنسبة مئوية ثابتة معينة لكل فترة زمنية ، والتي لا يمكن تغييرها من قبل البنك المركزي، اقترح فريدمان هذه القاعدة حتى لا تكون النقود مسببا للتقلبات الاقتصادية، بالإضافة إلى تجنب تأثير التباطؤات على كفاءة القرارات التي يتخذها البنك المركزي.

يجادل البعض على أن إحدى مشكلات هذه القاعدة في عدم قدرتها على التكيف مع التقلبات المفاجئة وغير المتوقعة في الاقتصاد، وخاصة التغيرات في الطلب على النقود. قد تكون النتيجة "صددمات" مفاجئة للدخل والعمالة.

### قاعدة سعر الفائدة لتايلور

ستحدد هذه القاعدة هدفًا لسعر الفائدة على المدى القصير. عندما يكون التضخم أو الناتج في الاقتصاد أعلى من المعدلات المرغوبة، فإن السلطة النقدية ترفع المعدل المستهدف عن طريق تقليص المعروض من النقود. إذا كان التضخم والإنتاج أقل من المستويات المرغوبة، فإن السلطة النقدية ستزيد من المعروض من الأموال القابلة للقرض، وبالتالي تخفض سعر الفائدة. تستخدم البنوك المركزية قواعد السياسة النقدية لإدارة السياسة النقدية ضمن استراتيجية تحدد الأهداف التي يتعين تحقيقها من حيث التضخم أو البطالة أو النمو الاقتصادي. تستخدم السلطات الاقتصادية القواعد كدليل لقيادة أدوات السياسة الخاصة بها وفقًا لتطور انحراف المتغيرات الموضوعية عن أهدافها أو المستويات المرغوبة. توفر القواعد تحديدًا واضحًا للإجراءات التي يجب على البنوك المركزية اتباعها من أجل تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي، وبالتالي تقليل عدم اليقين الناجم عن الإجراءات التقديرية للسلطات الاقتصادية وضمان قدر أكبر من اليقين للوكلاء الاقتصاديين فيما يتعلق بسلوك السياسة النقدية . تعد قاعدة تايلور واحدة من أكثر القواعد التي تمت دراستها ومناقشتها في أدبيات السياسة النقدية نظرًا لأنها وصفت بنجاح سياسة الاستقرار التي تتبعها العديد من البلدان للسيطرة على التضخم. في الواقع، اكتسبت قاعدة تايلور أهمية معيارية لتحديد أسعار الفائدة وتم اعتمادها كمرجع من قبل عدد متزايد من السلطات النقدية. ومع ذلك، تفتقر القاعدة إلى أساس نظري دقيق حيث تم تطويرها تجريبيًا من متابعة تطور معدل الأموال الفيدرالية الأمريكية بين عامي 1984 و 1992

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

تكتب قاعدة تايلور كالتالي

$$\text{Target Rate} = \text{Neutral rate} + 0.5 (\text{PIBe} - \text{PIBt}) + 0.5 (\pi_e - \pi_t)$$

معدل سعر الفائدة = سعر الفائدة المحايد + 0.5 (PIBe - PIBt) + 0.5 (πe - πt)

حيث تعبر e عن التوقع

و t : الزمن

وضع تايلور سعر الفائدة المحايد 2 بالمائة، كما أنه يمكن توقع الناتج من خلال الإمكانيات المتاحة، يعتبر سعر الفائدة دالة في التغيرات الحاصلة في النمو الاقتصادي، والتضخم. عكس فريدمان الذي وضع عرض النقود دالة في النمو الاقتصادي والتضخم.

### قاعدة التغذية العكسية ماكلوم

تأخذ هذه القاعدة قاعدة فريدمان أساسا وتحاول تطبيق متغيرات الاقتصاد الكلي، مثل التغيرات في التوظيف والدخل، لتحديد المعدل المستهدف للسلطة النقدية، يناقض ما كولوم قاعدة تايلور، ويؤكد على إمكانية اشتقاق قاعدة للسياسة النقدية من معادلة التبادل، وعكس تايلور يجعل من القاعدة النقدية هو المتغير التابع.

$$\Delta B_t = \Delta x_t^* - \Delta V B_t + \mu (\Delta x_{t-1}^* - \Delta x_{t-1})$$

B : القاعدة النقدية

VB : سرعة دوران النقود

X : يمثل PIB

Δ : يمثل معدل النمو

\* : المعدل المستهدف.

وعمل ماكلوم هو دعم لأراء فريدمان

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

### قاعدة استهداف التضخم

عرف مفهوم استهداف التضخم ثلاث مراحل بدأت من استهداف أسعار الصرف إلى استهداف المجمعات النقدية لتصل إلى استهداف مجالات محددة لمعدل التضخم، كما أنه توجد عدة أسباب أدت إلى الانتقال من مرحلة إلى أخرى.

استهداف التضخم بأنه "نظام للسياسة النقدية يتميز بالإعلان العام عن الهدف الرسمي لمجالات أو هدف كمي) رقمي (لمعدل التضخم لفترة زمنية واحدة أو أكثر مع الاعتراف الظاهر بأن تخفيض واستقرار التضخم في المدى الطويل هو الهدف الأولي للسياسة النقدية. ويشترط لنجاحها:

أ- الإعلان العام عن المعدل المستهدف للتضخم والذي ينبغي تحقيقه في الأجل المتوسط؛

ب - أن يصبح هدف الاستقرار النقدي هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، حيث يمكن تحقيق باقي الأهداف بشرط عدم تعارضها مع الهدف الرئيسي؛

ت - أن يتم استخدام كل المعلومات المتاحة لصياغة أدوات السياسة الاقتصادية وليس فقط

المعلومات المتاحة حول المجاميع النقدية وسعر الصرف

ث - أن يقوم البنك المركزي باستمرار بالتواصل مع الأسواق المالية، وأن يقوم بتحديد توجهاته المستقبلية التي تهدف إلى إبقاء معدلات التضخم تحت السيطرة مما يساهم في رفع من شفافية السياسة النقدية؛

ح - ضرورة وجود استقلالية للبنك المركزي ونظام مالي آمن ومستقر، بالإضافة إلى وجود هدف وحيد للسياسة النقدية.

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

### . السياسة النقدية غير التقليدية

توجهت البنوك المركزية للاقتصاديات المتقدمة نحو ما يسمى السياسات النقدية غير التقليدية منذ الأزمة المالية عقب إفلاس بنك ليمان براذرز في سبتمبر 2008. وسميت غير تقليدية لأنها لم تستخدم من قبل ولا تعكس العمل المعتاد للبنوك المركزية. وقد تناول اعتماد هذه السياسات خوفا من حدوث خلل في آلية عمل السياسة النقدية والجهاز المصرفي، لا سيما في سياق التدهور الفعلي، أو المحتمل لجزء كبير من النظام المصرفي، ومن أجل تجنب انسداد سوق ما بين البنوك طبقت السياسة النقدية غير التقليدية، كآلية تمويل حديثة في ظل الأزمة المالية الناتجة عن مختلف العوامل والتهديدات) الازمات المالية والتي تستخدم أدوات لم تستخدم من قبل.

أصبحت السياسات النقدية غير التقليدية وأدواتها من أهم الوسائل التي استخدمت في إدارة العمليات النقدية بهدف مواجهة المخاطر الاقتصادية والمالية، ومن هنا ظهر مدى فعاليتها في الوضع المالي العالمي؛ حيث شاركت في احتواء تداعيات الأزمة المالية العالمية التي أثرت في الدول ولم تتمكن السياسات النقدية التقليدية من تفسيرها بأسلوب دقيق، فاعتمدت البنوك المركزية والسلطات النقدية على السياسات النقدية غير التقليدية.

أولا-أداة التسهيل الكمي:

يدل مصطلح التيسير الكمي على أحد أدوات السياسة النقدية التي يطلق عليها تسمية غير التقليدية والتي يمكن للبنوك المركزية أن تستعملها في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمات المالية الكبرى، وينبع الطابع غير التقليدي لهذه الأدوات عن عدم تمكن البنوك المركزية من استعمال أدواتها التقليدية المتمثلة أساسا معدل الخصم أو معدلات مآين البنوك، وأداة الاحتياطي الإجباري، وأداة السوق المفتوحة التي تهدف إلى التحكم في الكتلة النقدية.

ويمكن تعريفها كذلك على أنها ""عبارة عن أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تستخدمها البنوك المركزية بشكل استثنائي خلال فترات الأزمات المالية ذلك عندما يتعذر على أدوات السياسة النقدية التقليدية الكمية منها أو الكيفية تنشيط الاقتصاد الكلي، حيث يقوم بموجها البنك المركزي بشراء الموجودات المالية 1 لدى الخزينة العمومية أو البنوك التجارية والمؤسسات المالية . حيث تتم العملية بإصدار نقود جديدة وبكميات هائلة تعتمد بالضرورة على الإصدار النقدي دون الالتزام بوجود مقابلات الكتلة النقدية، وهذا لزيادة المعروض النقدي خلال مدة زمنية مدروسة، والهدف منها هو الحفاظ على مستويات مستهدفة لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية أهمها استقرار معدلات التضخم، تحفيز النمو الاقتصادي وتخفيض معدلات البطالة".

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

الهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة، وتقوم الية التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي حيث يقتني هذا الأخير أصول مختلفة قد تشمل أصول قليلة المخاطر كسندات الخزينة أو أصول أخرى أكثر خطرا مثل سندات الرهن العقاري، والأوراق المالية المختلفة.

شكلت الإجراءات غير التقليدية التي اتخذها بنك اليابان بين عامي 2001 و 2006 أول حالة تستعمل فيها أداة التيسير الكمي من طرف عدة بنوك مركزية على غرار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (FED)، البنك المركزي الأوروبي (BCE)، بنك إنجلترا (BOE).

يعتبر التيسير الكمي أداة مشابهة لأداة اصدار النقود إلا أنها أكثر تطورا منها في اجراءات تنفيذها، وهي تركز على عاملين أساسين هما:

☐ توفير السيولة ليتم تداولها؛

☐ زيادة احتياطات القطاع البنكي.

يعتبر العامل الأول في حالة الأزمات المالية عاملا جوهريا حيث تستطيع البنوك المركزية بتحقيقه تجنب الكساد، في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الاقراض مجددا.

عادة تتكون العملية من البنك المركزي بضخ الأموال في الاقتصاد عن طريق شراء الأوراق المالية (مثل الأسهم والسندات وأصول الخزينة) من الحكومة أو البنوك التجارية. والغرض من التسهيلات الكمية هو زيادة المعروض من النقود، مما يجعل الوصول إليه أكثر سهولة كطريقة لتحفيز النشاط الاقتصادي والنمو. والفكرة هي إبقاء أسعار الفائدة منخفضة وتعزيز الإقراض للشركات والمستهلكين وتعزيز الثقة في الاقتصاد الكلي.

وتستهدف سياسة التيسير الكمي

• التأثير في معدل الفائدة طويل الأجل أي تخفيضه؛

• التقليل من مخاطر أسعار السندات؛

• تجنب حالات الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية؛

ومن أهم الفروقات بين سياسة السوق المفتوحة

• القيمة المالية لبرامج التيسير الكمي أكبر بكثير من القيمة المالية؛

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

- التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل؛ فالأدوات التقليدية تحاول التأثير على سعر الفائدة قصير الأجل؛
  - شراء الأوراق المالية عكس السوق المفتوحة التي تتعامل بسندات الخزينة
  - الهدف الوسيط هو المعروض النقدي وليس أسعار الفائدة
- ثانيا- أسعار الفائدة الصفرية:

تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث ارتفاع سعر الفائدة على الاقراض يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح ، حيث سادت أسعار الفائدة الرئيسية الحقيقية المنخفضة لفترات طويلة في اغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة المالية العالمية (2008) سواء الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي، واليابان... الخ، حيث يتخذ البنك المركزي قرار خفض معدل الفائدة عندما يلاحظ بطء في معدلات النمو الاقتصادي من اجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي، وترتكز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة ويهدف هذا الاجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لسعر الفائدة عند مستوى جد منخفض مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية المنتهجة للبنك المركزي، إضافة إلى إمكانية اعلانه عن مستوى تضخم أعلى من السابق الذي ساد في فترة الأزمة أو الكساد، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بأكثر من عشرة تخفيضات متتالية لأسعار الفائدة الرئيسية منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008 وذلك لمواجهة الركود والانكماش الاقتصادي واستمر الوضع على حاله في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية ليحقق مستويات قياسية.

يعتبر موضوع أهمية المعدلات الصفرية لسعر الفائدة الاسمي القصير الأجل في إدارة السياسة النقدية إحدى أهم التي ركزت عليه السلطات النقدية مع نهاية الألفية الثانية باليابان، وكذلك مع بداية الألفية الثالثة في مختلف الاقتصاديات العالمية على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، ومنطقة اليورو.

ثالثاً- أسعار الفائدة السالبة:

من الناحية النظرية فان أدنى مستوى يمكن أن يصل إليه سعر الفائدة هو الصفر في المائة، ومن المفترض كذلك أنه عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير عن طريق

## الفصل الثالث: تطورات السياسة النقدية

هذه الآلية، غير أن التطبيق العملي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى ما دون الصفر، لكن هذا المعدل يتم التعامل به ما بين البنوك التجارية والبنوك المركزية، من خلال تطبيق هذه الأداة إلى الوصول إلى جملة من الأهداف أهمها:

1. عدم السماح للبنوك التجارية بإبقاء الأموال في حسابات البنك المركزي وتحفيزهم على تقديم المزيد من القروض للاقتصاد.
2. إنعاش الاقتصاد عبر زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء الانكماش وربما رفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للاقتصاد، كما أن أسعار الفائدة السالبة تقوم بتخفيض قيمة العملة، وهو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية؛
3. تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية، كما يمكن لهذه السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة وتخفيض ضغوطات ارتفاع أسعار الصرف.
4. دعم القوة الشرائية ودفع المواطنين للإنفاق أكثر لأنهم سيحصلون على قروض رخيصة من البنوك التجارية بنسبة فائدة أقل، وأما من يملكون الأموال فسيضطرون للإنفاق مادام الادخار لا يجلب لهم منافع مادية وأن قيمتها ستتناقص مادامت الفائدة سالبة.