

الحدود الجديدة: السياسة النقدية مع الاحتياطات الوفيرة

بيان اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة¹

ترجمة^٢: د. سامر مظهر قنطقجي

تعين على لجنة السوق الفيدرالية التابعة لمجلس الاحتياطي الفيدرالي FOMC³، ولعدة عقود قبل عام ٢٠٠٨؛ تعديل السياسة النقدية لمقابلة ظروف السوق بالرفع أو الخفض لتتناسب مع معدل عائد الحكومة الفيدرالية FFR⁴؛ الذي تضعه البنوك للاقتراض فيما بينها.

التأثير على الاقتصاد من خلال معدل الصناديق الفيدرالية

يستطيع الاحتياطي الفيدرالي التأثير على تكلفة الاقتراض عموماً من خلال هذا المعدل الوحيد. مع أن معدلات الفائدة تختلف في المدى القصير فيما بين المؤسسات المالية⁵؛ فهي تقترض حيث السعر الأقل وتقرض حيث السعر الأعلى. مما يشكل ضغطاً تصاعدياً على معدلات الفائدة المنخفضة وضغطاً تنازلياً على معدلات الفائدة المرتفعة. وهذا ما يعرف بالمتاجرة وهذا جانب هام من جوانب الأسواق المالية،

¹ مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، بيان اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة. ٢٠ مارس ٢٠١٩؛ رابط.

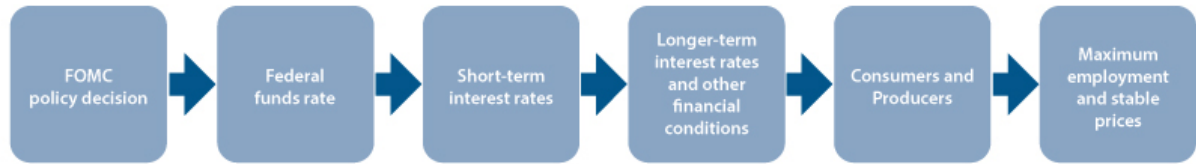
² Scott A. Wolla, A New Frontier: Monetary Policy with Ample Reserves, [link](#), May 2019.

³ مصطلحات:

- الاحتياطي الفيدرالي Fed: هو البنك المركزي للولايات المتحدة. وهو المفوض من الكونغرس لتعزيز الحد الأقصى للتوظيف وللاستقرار الأسعار، باستخدام معدلات الفائدة في السوق.
- المتاجرة Arbitrage: شراء وبيع متزامن لبضاعة لتحقيق الربح من فارق السعر.
- الميزانية العمومية: بيان الأصول والخصوم في وقت معين.
- معدل الأموال الفيدرالية Federal Funds Rate FFR: معدل الفائدة الذي تقرض به مؤسسة إيداع الأموال التي تتاح على الفور لمؤسسة إيداع أخرى لصباح اليوم التالي.
- اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة FOMC: هي لجنة أنشأها القانون وتتألف من سبعة أعضاء في مجلس المحافظين؛ رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك؛ ومعه أربعة رؤساء بنوك احتياطية أخرى يتناوبون. يشاركونهم أعضاء غير مصوتين في اللجنة الفيدرالية ومناقشتها.
- السيولة: النوعية التي تجعل الأصل قابلاً للتحويل إلى تدفق نقدي بخسارة قليلة نسبياً.
- السياسة النقدية: إجراءات البنك المركزي التي تنطوي على استخدام أسعار الفائدة أو عرض النقود للوصول لأهداف زيادة التوظيف واستقرار الأسعار.
- عمليات السوق المفتوحة OMO: شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية من خلال متعاملين أساسيين من قبل مجلس الاحتياطي الاتحادي للتأثير على المعروض من النقود.
- التحفيز Stimulus: إجراءات تتخذها الحكومة أو البنك المركزي بهدف تشجيع النشاط الاقتصادي والنمو.
- ⁴ في عام ٢٠٠٨، بدأت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة تنفيذ السياسة النقدية بشكل أساسي على المدى الطويل. كالشراء؛ والتي هي نوع من السياسة النقدية "غير التقليدية". واستكملت FOMC هذه الاستراتيجية بـ "التوجيه الأمامي" للأسواق المالية. وبقي معدل FFR قريباً من الصفر حتى ديسمبر ٢٠١٥.
- ⁵ معدلات قصيرة بسبب عدة عوامل: مدة القرض، والجدارة الائتمانية للمقترض، وما إذا كان الضمان المطلوب متاحاً.

والسياسة النقدية. وبذلك ومن خلال معدل **FFR** يمكن للاحتياطي الفيدرالي التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل الأخرى، والتي تؤثر بدورها على معدلات الفائدة في المدى الطويل وقرارات المستهلكين والمنتجين، وفي نهاية المطاف على مستوى التوظيف والتضخم في الاقتصاد الأمريكي (الشكل ١).

Figure 1
Transmission of Monetary Policy



تضع **FOMC** سياستها التوجيهية بتحديد **FFR** في المدى القصير، وهو الذي يتحكم بمعدلات الفائدة في المدى الطويل ومعدلات الفائدة الأخرى، فيؤثر ذلك على قرارات المستهلكين والمنتجين، وصولاً لتحقيق تعظيم التوظيف واستقرار الأسعار

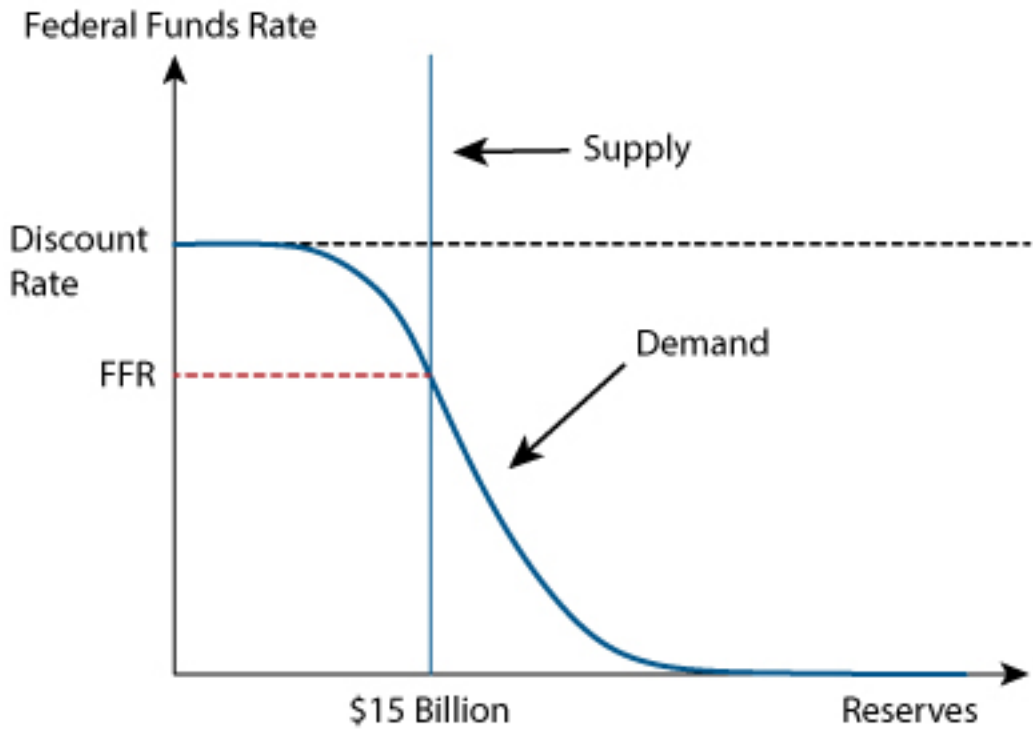
السياسة النقدية مع الاحتياطات النادرة

قبل سبتمبر ٢٠٠٨، اشترى المجلس الاحتياطي وباع كميات صغيرة من سندات الخزينة في السوق المفتوحة، بغية تعديل مستوى الاحتياطات المصرفية وللتأثير على **FFR**. واحتياطات المصرف هي مجموع الاحتياطات النقدية التي يحتفظ بها في البنك الاحتياطي الفيدرالي. وهي تنقسم إلى فئتين:

- (١) الاحتياطات المطلوبة وهي التي يجب الاحتفاظ بها في بنك الاحتياطي الفيدرالي.
- (٢) ما تحتفظ به المصارف من نقودها الفائضة (نقود وودائع) لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي. وهذه الاحتياطات هي أشبه بالضريبة لأن الفيدرالي لا يسدد عليها أية فوائد.

وفي غياب هكذا شرط، يمكن للبنوك إقراض أو استثمار هذه الاحتياطات لكسب الفوائد. ونتيجة لذلك، حافظت البنوك على الاحتياطات المطلوبة، عند حدها الأدنى، مفضلة كسب الفائدة عن طريق الإقراض أو الاستثمار في الأموال. وبسبب ندرة الاحتياطات، كان على البنوك في كثير من الأحيان الاقتراض من سوق الصناديق الفيدرالية (ودفع **FFR**) للتأكد من أنها تفي بمتطلبات الاحتياطي لليلة واحدة.

Figure 2
Monetary Policy with Scarce Reserves



الشكل ٢، السياسة النقدية مع الاحتياطيات الشحيحة أو النادرة

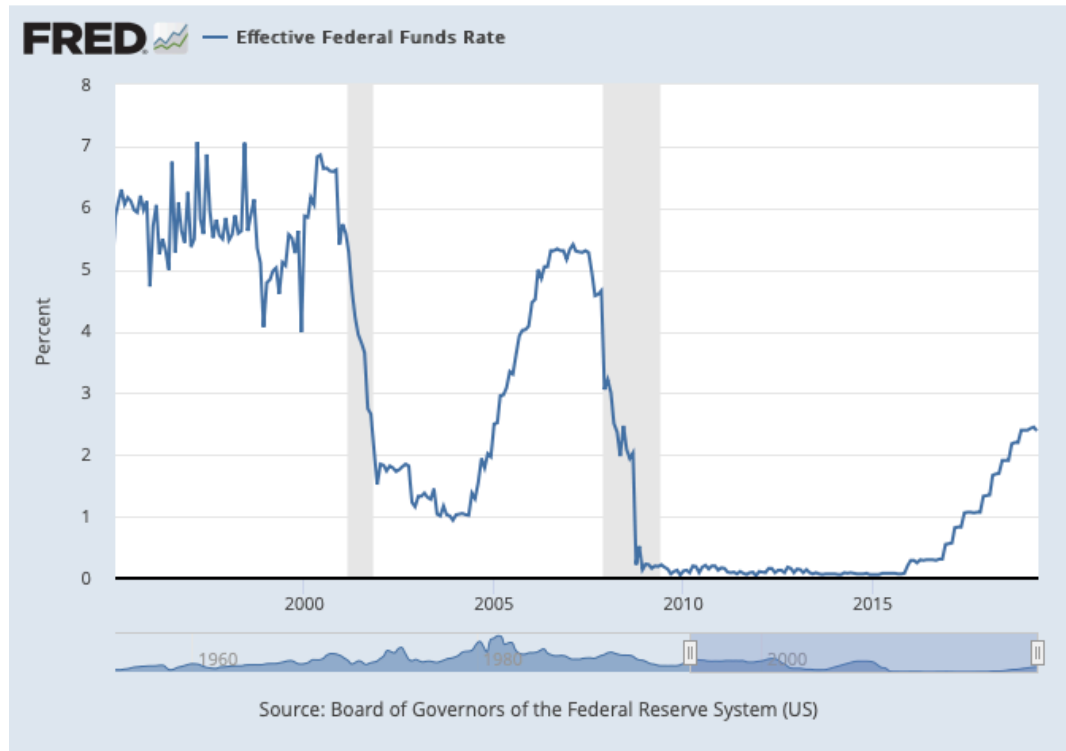
يتمثل عرض البنك من الاحتياطيات على المحور الأفقي، لأن عرض الاحتياطي مجمع يتم الاحتفاظ به من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي¹. وعندما تكون الاحتياطيات شحيحة، قد يقوم الاحتياطي الفيدرالي برفع منحني العرض إلى اليمين أو اليسار عن طريق إضافة أو إنقاص الاحتياطيات من النظام المصرفي باستخدام عمليات السوق المفتوحة. ويتقاطع العرض والطلب ليحدد معدل FFR.

عندما يكون منحني العرض في المنطقة المنحدرة من منحني الطلب، فإن دفعات صغيرة في العرض لها تأثير واضح على FFR. وقد استخدم مكتب التداول في بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك عمليات السوق المفتوحة لضبط المعروض من الاحتياطيات لتحقيق معدل FFR المستهدف من قبل اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة. تم هذا الضبط عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية لتحريك منحني عرض الاحتياطيات لليسار أو لليمين.

في هذا الإطار، يمكن لمجلس الاحتياطي الفيدرالي رفع أو خفض FFR بإجراء تغييرات صغيرة نسبياً في المعروض من الاحتياطيات (الشكل ٢).

¹ بتعبير أدق، يحدد البنك المركزي، مثل الاحتياطي الفيدرالي، "القاعدة النقدية" للبلاد، وهو مجموع النقود التي يحتفظ بها الناس إضافة إلى إجمالي احتياطيات البنك. القاعدة النقدية تساوي قيمة أصول البنك المركزي. وبحسب باختيار الناس لمقدار النقود المراد الاحتفاظ بها، يكون اختيار القاعدة النقدية دون إجمالي احتياطيات البنوك.

على سبيل المثال، يمكن لمجلس الاحتياطي الفيدرالي زيادة الاحتياطيات عن طريق شراء سندات الخزينة في عمليات الأوراق المفتوحة وتسجيل الحسابات الدائنة للباية في الاحتياطي كدفعة. حيث أن كمية كبيرة من الاحتياطيات ستدفع منحني عرض الاحتياطيات إلى اليمين وتضغط على FFR نحو الأدنى. وإن معدلاً منخفضاً من FFR ستشكل ضغطاً نحو الأدنى على معدلات الفائدة في الاقتصاد. وبالمثل، يمكن أن يخفض الاحتياطيات ببيع سندات الخزينة في السوق المفتوحة ويسجل الحسابات المدينة للباية. مع انخفاض المعروض من الاحتياطيات، يتم دفع منحني عرض الاحتياطيات إلى اليسار وضغط بشكل صاعد على FFR. وبزيادة معدل FFR ستزداد أسعار الفائدة الأخرى.



الشكل ٣ السياسة النقدية قبل عام ٢٠٠٨: معدل FFR المستهدف تستهدف FOMC معدل FFR متنوع ليناسب الظروف الاقتصادية. وقد حددت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة قبل عام ٢٠٠٨ هدفاً واحداً لـ FFR إضافة لاستخدام عمليات السوق المفتوحة لتحريك السعر نحو هدفها.

ملاحظة: تشير الأشرطة الرمادية إلى فترات ركود حددها المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية (NBER).¹

وقد استخدم الاحتياطي الفيدرالي هذه السياسات لتحقيق رقابته المزدوجة. على سبيل المثال، يمكن للفيدرالي زيادة الاحتياطيات لإنقاص معدل FFR ومعدلات الفائدة الأخرى. وبذلك يتنشط الاقتصاد

¹ Federal Reserve Bank of St. Louis; [link](#), February 22, 2019.

فيما إذا كان في حالة ركود للوصول لمعدلات التوظيف العظمى . أو يمكنه إنقاص الاحتياطات لخفض معدل **FFR** ومعدلات الفائدة الأخرى لمحاولة كبح الإنفاق عندما يزداد التضخم عن معدل ٢٪ لتحقيق هدف استقرار الأسعار .

ويتصرف مكتب التجارة في بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك في السوق المستهدفة للجنة السوق الفيدرالية المفتوحة للمحافظة على معدل **FFR** قريب من المعدل الذي تستهدفه لجنة **FOMC** (الشكل ٣) .

الأزمة المالية

الأزمة المالية والركود الناجم عنها، والمعروفة باسم الركود العظيم، وقد ضربت الاقتصاد الأمريكي بقوة، وبحلول كانون الأول (ديسمبر) ٢٠٠٨، خفض مجلس الاحتياطي الاتحادي معدل **FFR** المستهدف من (٠-٢٥) نقطة أساس¹. ثم، لتوفير مزيد من الحوافز والسيولة، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بسلسلة من عمليات شراء الأصول على نطاق واسع بين أواخر عام ٢٠٠٨ و ٢٠١٤². كان الغرض الرئيسي من عمليات الاستحواذ خفض معدلات الفائدة في المدى الطويل لتشجيع الاستهلاك والاستثمار .

زادت عمليات الشراء التي فتحت عمليات السوق المفتوحة، حجم الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، وأدت أيضا لزيادة كبيرة في حجم الاحتياطات في النظام المصرفي . إضافة إلى ذلك، وعلى مدار الأزمة، أدخل الاحتياطي الفيدرالي أداتين جديدتين للسياسة النقدية الأمريكية: الفائدة على الاحتياطات **IOR**³ وتسهيل اتفاقية إعادة الشراء العكسي (**ON RRP Overnight Reverse RePurchase**) . (انظر الجدول للحصول على قائمة مختصرات السياسة النقدية) .

Monetary Policy Acronyms	
Federal funds rate	FFR
Federal open market committee	FOMC
Interest on reserves	IOR
Interest on required reserves	IORR
Interest on excess reserves	IOER
Overnight reverse repurchase agreement	ON RRP

¹ نقطة أساس هي ١/١٠٠ من ١٪. يتم استخدامه بشكل رئيسي للتعبير عن الاختلافات في أسعار الفائدة. على سبيل المثال، يمكن وصف زيادة في معدل فائدة محدد قدره ٠.٢٥٪ على أنها زيادة قدرها ٢٥ نقطة أساس.

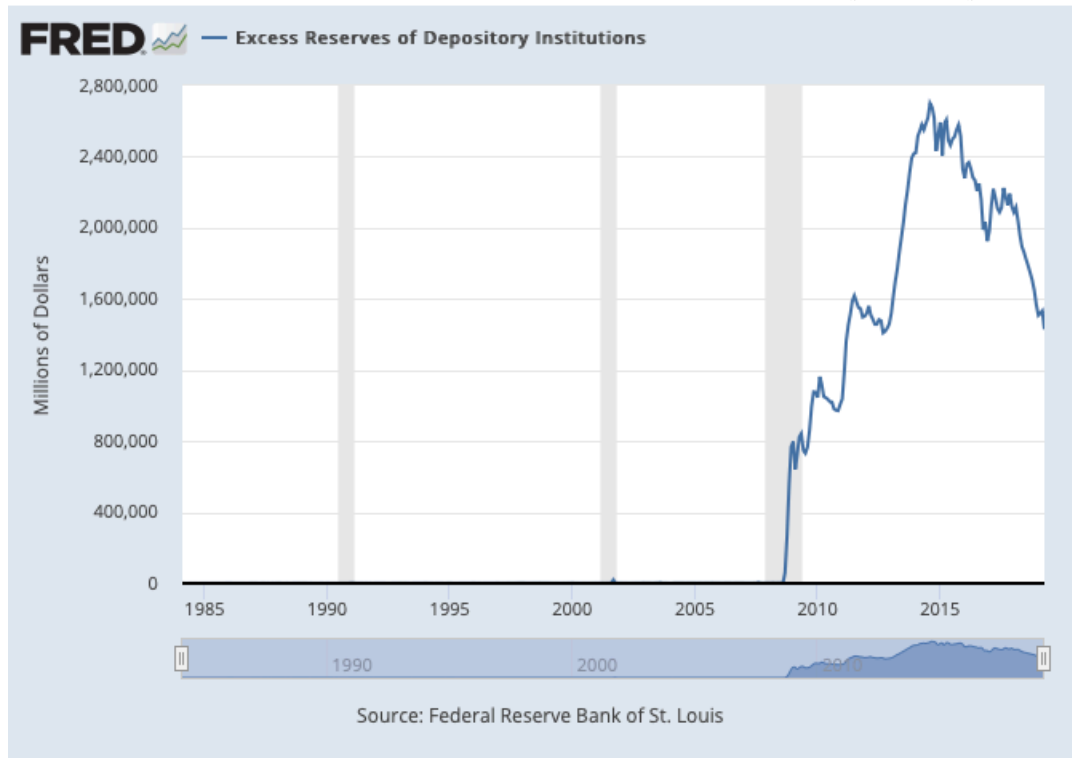
² مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي. "ما هي مشتريات الأصول الفدرالية في الاحتياطي الفيدرالي؟: رابط.

³ Interest On Reserves

الأداة الأولى :

شرّع الكونغرس معدل IOR في عام ٢٠٠٦، على أن يبدأ التطبيق في عام ٢٠١١. ولتمكين مجلس الاحتياطي الاتحادي من استخدام هذه الأداة خلال الأزمة المالية تم الضغط على تعديل البدء ليكون عام ٢٠٠٨، وفعلاً طُبق على الاحتياطيات المطلوبة (paying interest on required reserves, or IOER) والاحتياطيات الإضافية (paying interest on excess reserves, or IOER)¹.

وبذلك ألغت IOER الضريبة الضمنية على الاحتياطيات المطلوبة. ونظراً لأن معدل IOER يؤثر على قرارات البنوك بزيادة أو خفض حجم الاحتياطيات، فإنه يمنح الاحتياطي الفيدرالي أداة إضافية لتنفيذ السياسة النقدية. وقبل صيف ٢٠٠٨، لم تتجاوز الاحتياطيات الفائضة ملياري دولار؛ بينما بحلول ديسمبر ٢٠٠٨، وصلت إلى ٧٦٧ مليار دولار، وبلغت ذروتها في النهاية ٢.٧ تريليون دولار في أغسطس ٢٠١٤ (الشكل ٤) بسبب عمليات شراء الأصول الواسعة النطاق التي قام بها مجلس الاحتياطي الفيدرالي خلال هذه الفترة.



الشكل ٤ الاحتياطيات الزائدة: ملاحظة: تشير الأشربة الرمادية إلى فترات الركود التي يحددها NBER².

¹ مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي. "الفائدة على أرصدة الاحتياطي المطلوبة والأرصدة الزائدة. رابط
² بنك الاحتياطي الفيدرالي بسانت لويس؛ تم الوصول إليه في 22 فبراير 2019. رابط

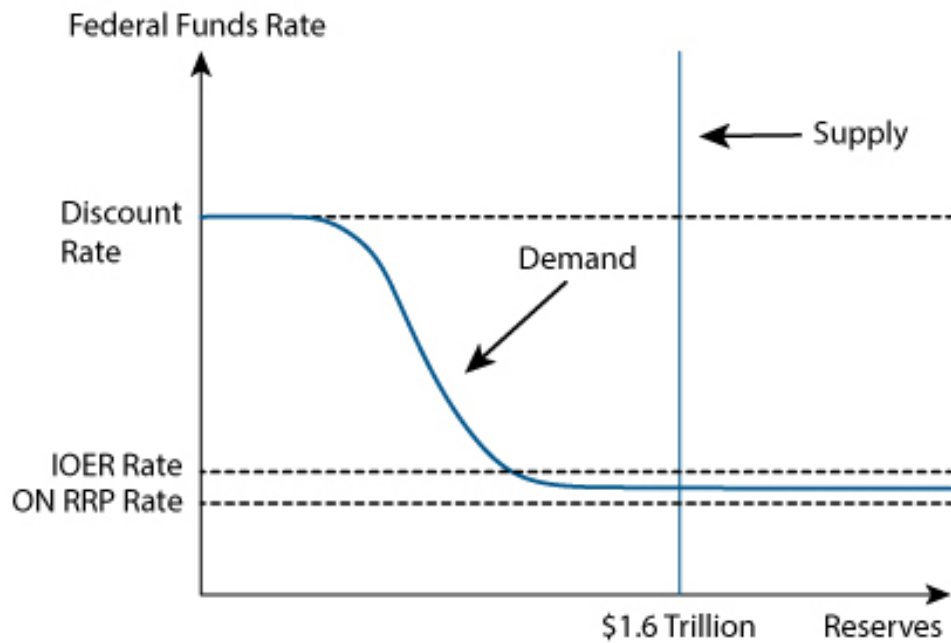
الأداة الثانية :

أما الأداة الجديدة الثانية للسياسة النقدية فهي **ON RRP** : عندما تستخدم مؤسسة ما الأداة النقدية الجديدة (تسهيلات **ON RRP**) فهي تودع بشكل أساسي احتياطياتها لدى الفيدرالي ليلا (مع سندات الخزانة الأمريكية مع محفظة الفيدرالي للاحتياطيات لتعمل كتأمين أو ضمان) وتكسب الفوائد حسب معدل **ON RRP** على الايداع. وهذا مشابه لشراء المستهلك شهادة إيداع، والاحتفاظ بها لفترة محددة، حيث يتم دفع الفائدة عند استردادها. وبذلك فالغرض من **ON RRP** هو وضع الحد الأدنى لأسعار الفائدة.

الإطار الحالي : السياسة النقدية مع الاحتياطيات الوفيرة

على الرغم من انخفاض حجم الاحتياطيات الزائدة منذ عام ٢٠١٤، إلا أن هذه الأرصدة تفوق متطلبات الاحتياطيات في الوقت الحالي، وقد أوضحت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة أنها في المستقبل، وبوجود مثل هذه الكمية الكبيرة من الاحتياطيات في النظام المصرفي، فلن يستطيع مجلس الاحتياطي الفيدرالي التأثير بفاعلية على **FFR** من خلال التغييرات الطفيفة في المعروض من الاحتياطيات. على سبيل المثال، لن تؤدي زيادة صغيرة في الاحتياطيات إلى خفض معدلات الفائدة ولا إلى رفعها (الشكل ٥). بدلاً من ذلك، سيستخدم مجلس الاحتياطي الفيدرالي أدواته الأحدث **IOER** و **ON RRP** للتأثير على معدل الفائدة **FFR** وأسعار الفائدة قصيرة الأجل عموماً.

Figure 5
Monetary Policy with Ample Reserves



وفي عالم تتوافر فيه الاحتياطيات بكثرة، يعمل الاحتياطي الفيدرالي في الحالات التالية:

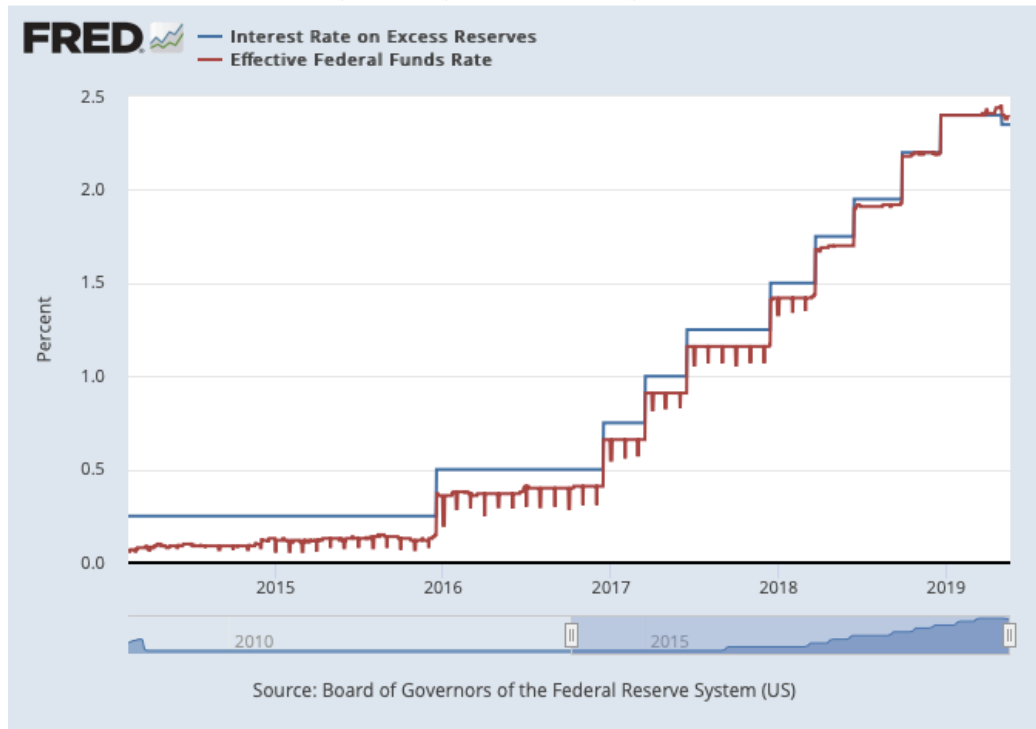
(١) منحني الطلب مسطح وقريب من معدل IOER.
 (٢) المعروض من الاحتياطيات ضخمة وبعيد باتجاه يمين الأصل، ويقاطع الطلب على الجزء المسطح من المنحني. على هذا النحو، فإن إجراء تعديلات طفيفة على عرض الاحتياطي لن يكون له ضغط نحو الأعلى أو الأسفل لمعدل FFR وبدلاً من ذلك، يتحرك معدل FFR متأثراً بمعدل IOER ومعدل ON RRP.

معدل IOER

يوفر معدل (IOER) الاستثمار الآمن والخالي من المخاطر للبنوك التي تحتفظ باحتياطيات لدى الاحتياطي الفيدرالي.

عند هذا المعدل لن تقرض المصارف احتياطياتها في السوق بأقل من IOER. عندئذ تلعب المتاجرة دوراً رئيسياً في توجيه الأموال الفيدرالية إلى الهدف المرجو. على سبيل المثال، إذا انخفض معدل FFR أكثر من معدل IOER بكثير فالمصارف سيكون لها حافز للاقتراض من سوق النقد الاحتياطي ثم لتودع هذه الاحتياطيات لدى الفيدرالي، لتجني الفارق كربح.

هذا سيدفع معدل FFR نحو معدل IOER (الشكل ٦). وبذلك ولتطبيق السياسة النقدية يحرك الفيدرالي FFR نحو الهدف المحدد من قبل FOMC من خلال تعديل معدل IOER¹ ولن تتمكن كل المؤسسات الاحتفاظ بالاحتياطي لدى الاحتياطي الفيدرالي.



الشكل ٦ الفائدة على الاحتياطيات الزائدة.

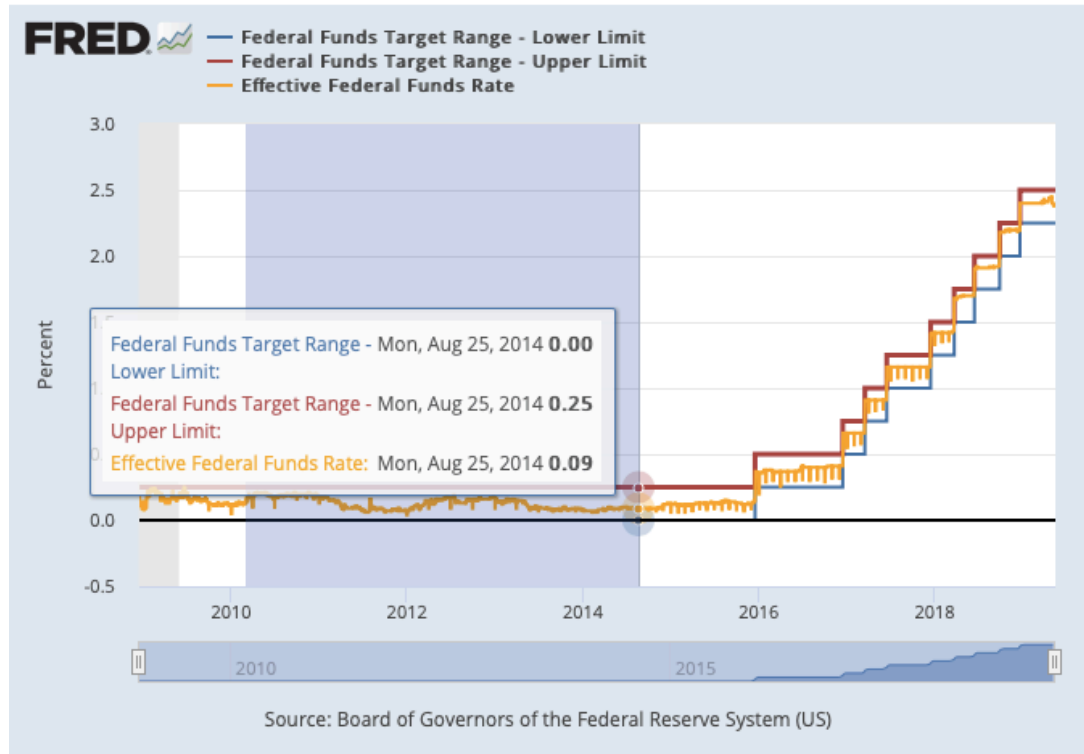
¹ Federal Reserve Bank of New York. "Reverse Repo Counterparties [link](#)

تسهيلات ON RRP

يمكن أن تشارك العديد من المؤسسات المالية في برنامج ON RRP أكثر من سعيها لتحقيق الفائدة على الاحتياطات. حيث تستخدم هذه المؤسسات معدل التسهيل للمتاجرة بمعدلات أخرى قصيرة الأجل. وعلى الخصوص، فهذه المؤسسات لن تكون على استعداد لإقراض الأموال بأقل من معدل ON RRP، وعليه لن ينخفض FFR عن معدل ON RRP. على هذا النحو، فإن السعر المدفوع على معاملات ON RRP سيعمل كحد أدنى لمعدل FFR.

نطاق FFR

بدلاً من تحديد هدف واحد لـ FFR، أصبح الهدف الآن أكثر تعقيداً من خلال كونه مجالاً من ٢٥ نقطة. كما ذكر سابقاً، فإن معدل IOER ومعدل ON RRP سيستخدمان لتوجيه FFR ليكون داخل النطاق المستهدف (الشكل ٧).



الشكل ٧ السياسة النقدية مع احتياطات وفيرة: FFR هو معدل نقطة واحدة¹، ملاحظة: يشير الشريط الرمادي إلى الركود على النحو الذي يحدده NBER. على الرغم من التغييرات الأخيرة، فإن FFR ستظل الوسيلة الأساسية لتعديل موقف السياسة النقدية². وستكون قنوات النقل نفسها (الشكل ١)، حيث سيؤثر معدل FFR على باقي معدلات الفوائد ضمن

¹ بنك الاحتياطي الفيدرالي بسانت لويس؛ تم الوصول إليه في ٢٢ فبراير ٢٠١٩: [رابط](#).
² مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي. "الاتصالات الفيدرالية المتعلقة بتطبيق السياسة. [رابط](#)

الاقتصاد، والتي ستؤثر على قرارات المستهلكين والمنتجين (انظر الشكل ١) لتحقيق السياسة النقدية، وستزيد لجنة السوق الفدرالية المفتوحة (FOMC) أو ستخفض المدى المستهدف بأسلوب ثابت مع أهداف سياستها: تحقيق استقرار الأسعار وتعظيم التوظيف.

استنتاج

عندما تكون الاحتياطات شحيحة، يمكن للاحتياطي الفيدرالي التأثير على FFR مع تغييرات طفيفة في المعروض من الاحتياطات في عمليات السوق المفتوحة التي التي من شأنها أن تدفع منحني العرض إلى اليمين (زيادة الاحتياطات) أو اليسار (انخفاض الاحتياطات). في السنوات القليلة الماضية، تبنى مجلس الاحتياطي الفيدرالي استراتيجية جديدة لتنفيذ السياسة النقدية. ومع وجود احتياطات وفيرة في النظام المصرفي، أصبح الاحتياطي الفيدرالي الآن يضع مجالاً من الأهداف. أما مكتب التداول الفيدرالي فيستخدم معدل IOER ومعدل ON RRP للحفاظ على معدل FFR ضمن النطاق المستهدف للجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة.

مثال:

أصدر البنك المركزي التركي الإثنين ٢٧-٥-٢٠١٩، قراراً بزيادة نسب متطلبات الاحتياطي على الودائع الأجنبية في القطاع المصرفي المحلي، بهدف دعم الاستقرار المالي للبلاد. وقال: إنه زاد نسب متطلبات الاحتياطي بـ ٢٠٠ نقطة أساس، لجميع فترات استحقاق الودائع الأجنبية. ونتيجة لزيادة متطلبات الاحتياطي، فإنه سيتم سحب ٤.٢ مليارات دولار من سيولة العملات الأجنبية من الأسواق. عندما تقوم الحكومات بطباعة النقود علناً لدفع الإنفاق الحكومي، نصل إلى اللعبة النهائية للعملات. فالكثيرون يعتقدون أن الانكماش قادم؛ إن طباعة النقود ستدمر العملات.