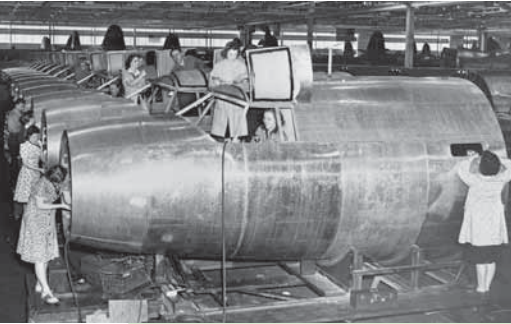


# مجالات لم يتم ارتيادها

عندما تكافح السياسة النقدية الجسور أزمة ما

**لعل** الهبوط الاقتصادي العالمي الراهن لن يكون بقدر شدة الكساد العظيم، ويرجع ذلك في بعض أسبابه إلى التصدى القوي له من جانب صناع السياسات في العالم. فمنذ ثمانين عاما مضت، لم يكن صناع السياسات في البداية مقتنعين حتى بضرورة تخفيف الشروط النقدية، وهم يتحملون جزءا لا بأس به من اللوم عما نجم عن ذلك من كساد. وهذا الرسم البياني يصور كيف تغير فكر السياسات تغيرا جذريا منذ ذلك الوقت.

عندما بدأت الأزمة في منتصف ٢٠٠٧، رد البنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي بإجراء خفض جسور فيما يستهدفه من سياسة أسعار الصرف- وهو السعر الخاص بأموال البنك الاحتياطي الاتحادي، الذي تقوم البنوك على أساسه بإقراض بعضها البعض لليلة واحدة- كما قام باستحداث تسهيلات خاصة لضمان توفير الفرصة لجميع أجزاء الجهاز المصرفي للحصول على السيولة. وفي الوقت ذاته، كان توافر كم مفرط من الأموال لدى الجهاز من شأنه أن يؤدي إلى إنزال سعر أموال البنك الاحتياطي الاتحادي دون المستهدف، واحتمال إنكفاء نيران التضخم، لذلك قام البنك الاحتياطي الاتحادي ببيع أوراق مالية صادرة عن الخزينة الأمريكية لامتناس السيولة. وعقب انهيار بنك ليمان براندرز في أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨، ازدادت الأحوال المالية والاقتصادية سوءا على نحو مثير. فقام البنك الاحتياطي الاتحادي بإجراء تخفيض آخر في السعر المقرر وفقا للسياسة، وطرح مزيدا من التسهيلات، وسمح عندئذ بزيادة ميزانيته العمومية بما يزيد على الضعف على مدى بضعة أشهر فقط، مع تضخيم الاحتياطات المصرفية، وبالتالي القاعدة النقدية. ومع ذلك، لم تزد الإجماليات النقدية الأوسع إلا بصورة متواضعة، بالنظر إلى سلوك البنوك الحذر. وقد جعل توسيع الميزانية العمومية للصندوق من الصعب الإبقاء على سعر أموال الاحتياطي قريبا مما تستهدفه السياسة، وفي كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٨ نزل الاحتياطي الاتحادي بالمستهدف إلى ما بين صفر و ٢٥ نقطة أساس. ورغم عدم وجود مجال آخر لأية تخفيضات في أسعار الفائدة، مازال الاحتياطي الاتحادي يحتفظ بقدرته على إدارة السياسة النقدية من خلال التغييرات في تكوين ميزانيته العمومية وحجمها. وهذه القدرة تعتبر حاسمة، بالنظر إلى خطر الانكماش.



## التمويل يشن حربا عالمية

قام البنك الاحتياطي الاتحادي بشراء ديون الخزينة في أثناء الحرب العالمية الثانية، في الوقت الذي كان يتعين فيه

على الحكومة الاقتراض على نطاق واسع لتمويل ميزانيتها الخاصة بالدفاع التي شهدت توسعا كبيرا. ومع مساعدة البنك الاحتياطي الاتحادي في تمويل العجوزات في الموازنة التي سجلت أرقاما قياسية في الارتفاع، تعرضت القاعدة النقدية إلى بعض التآرجحات الحادة خلال الأربعينيات من القرن الماضي ولكنها لم تبلغ أبعادا، ما بلغته الزيادة في أثناء خريف ٢٠٠٨.

حجم  
النقود

## كساد عظيم ومراجعة فكرية عظيمة

في ١٩٣٠، قام البنك الاحتياطي الاتحادي بتشديد سياسته، مما ساعد على إشعال الكساد العظيم، وفي ١٩٣٧، ضغط على المكابح في وقت سابق لأوانه، الأمر الذي هدر فرصة استرداد العافية، وزج بالاقتصاد في خضم الركود. وخلال هذه الفترة البيئية، توسع في (كمية وسائل الدفع)، لكن بطريقة أقل جسارة بكثير عما ارتأى «احتياطي اليوم» القيام به



إعداد كوشى ماثى وسيمون/ ويلسون، صندوق النقد الدولي.

### خارج الخارطة

بعد أن ضاعف بنك الاحتياطي الاتحادي. بالفعل ميزانيته العمومية. صار الآن مهيباً لزيادتها حتى أكثر من ذلك، وبذلك ينقل القاعدة النقدية (الخط الأزرق) حقا إلى صفحة أخرى فوق هذه الصفحة. وفي آذار/ مارس ٢٠٠٩، أعلن بنك الاحتياطي الاتحادي أنه سوف يجري زيادة ضخمة في مشترياته من الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية ومن الديون التي أصدرتها وكالتا الإسكان الأمريكية فاني ماي وفريدي ماك، وأنه سيبدأ في شراء سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل. وقد بدأت هذه المشتريات بالفعل، ولكنها قد تقطع شوطاً أبعد.

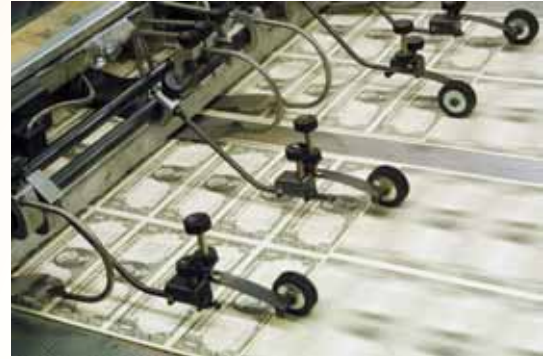


### المخرج من هذا الطريق

ما من أدنى شك في أن ما قام به بنك الاحتياطي الاتحادي من توسع مثير في القاعدة النقدية كان له ما يبرره، بالنظر إلى الهبوط الاقتصادي الحاد ومخاطر الانكماش. لكن استراتيجية الخروج قد تكون صعبة.

فبمجرد أن يبدأ الاقتصاد في التعافي، ولا تعود البنوك تشعر بالعزوف إلى هذه الدرجة عن إقراض احتياطياتها، سوف يضطر بنك الاحتياطي الاتحادي إلى تقليص القاعدة النقدية بسرعة من أجل إحباط التضخم. فمعرفة الوقت المناسب لإجراء ذلك يعتبر بطبيعة الحال أمراً يتطلب براعة وحذراً.

لكن حتى لو كان توقيت البدء في تقليص كمية وسائل الدفع واضحاً فقد تكون طريقة إجراء ذلك أقل وضوحاً حيث إن لدى بنك الاحتياطي الاتحادي الآن في ميزانيته العمومية بعض الأصول طويلة الأجل وغير السائلة نسبياً، وبالتالي ليس من السهل التخلص منها بالبيع بسرعة. ويدرس البنك حالياً طائفة من خيارات السياسات - بعضها سوف يتطلب صلاحية قانونية جديدة - لمعالجة هذه القضية.



### مسألة نقد بالأساس

يبين الخط الأزرق السميكة في الرسم البياني النمو السنوي في القاعدة النقدية الأمريكية المصححة - أي كمية النقد الموجودة في الاقتصاد، واحتياطيات البنوك التي يمكن إقراضها وأيضاً إنفاقها. وبصرف النظر عن الذروة التي بلغها العام ٢٠٠٠، عندما خشي الناس من تعطل نظم الحاسوب، وكنزوا النقد، كان النمو في القاعدة النقدية الأمريكية مطرداً إلى حد ما منذ الحرب العالمية الثانية حتى أواخر ٢٠٠٨.

ويبين الخط الأحمر الأخف في الرسم البياني لماذا لا يوجد تهديد وشيك من التضخم برغم انفجار القاعدة النقدية. ذلك أن كل تلك الأموال التي تم ضخها في احتياطيات البنوك ظلت تابعة هناك: في قباء البنوك. أما الخط الأحمر الخفيف فيبين الاتجاه في حجم النقود بمعناها الواسع، وهو عبارة عن القاعدة النقدية المبينة في الخط الأزرق زائداً إيداعات الحسابات الجارية والادخارية للأفراد والشركات. ولم يزد هذا القياس الأعرض للنقود إلا بصورة متواضعة.



٢٠

صفر



المصدر: بنك الاحتياطي الاتحادي في سانت لويس.

قاعدة نقدية

### حاذر من هبوط الأسعار

يجب المستهلكون دفع أسعار أقل لما يشترونه من أشياء، لكن لو انخفضت الأسعار على المستوى العام، واستمرت في الهبوط - وهو اتجاه يعرف بالانكماش - لتعرض الاقتصاد لخطر تنازل حلزوني خطير. لماذا؟ لأن الانكماش يجعل الاقتراض يبدو باهظ التكلفة حتى لو كان بأسعار فائدة غاية في التدنى، الأمر الذي يؤدي إلى تقلص الاستثمار، وتدنى النمو، بل وحتى تزايد ضعف الأسعار. نظراً لأن الانكماش يجعل تسديد ديون المستهلكين يبدو أنها كلفة، مما يجعل الناس يشعرون بزيادة

فقرهم، وأنهم ينفقون أقل، مما يؤدي بدوره إلى التشجيع على زيادة انهيار الأسعار. وأخيراً لأن الانكماش قد يدفع المستهلكين إلى تأجيل مشترياتهم، أملاً في أن يدفعوا فيها أقل في وقت لاحق. لكن لو بقي كل المشتريين في صفوف المتفرجين، فإن الأسعار سوف تتدهور أكثر وأكثر، وقد يدخل الاقتصاد في حلقة مفرغة. ومن الأهمية بمكان تجنب هذه النتيجة، كما أنه يفسر لماذا قام بنك الاحتياطي الاتحادي بتدعيم القاعدة النقدية على النحو الذي بينه الرسم البياني. وهذا أيضاً سبب رئيسي لقيام الحكومات عبر العالم بسن حزم كبيرة من الحوافز المالية العامة.

١٩٣٠