



## مقياس الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال

### محاضرة 11: السياسات النقدية

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم مجالات السياسة الإقتصادية، التي تسعى إلى تحقيق الإستقرار النقدي لتوفير مناخ ملائم لممارسة النشاط الإقتصادي.

#### أولاً- تعريف السياسة النقدية:

وتعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الإقتصاد، وهي بذلك تعني العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والإئتمان وكذلك الإقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي. وبالتالي يمكن القول أن أي تعريف شامل وكاف للسياسة النقدية لا بد أن يضم مجموعة من العوامل الرئيسية التالية:

- الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات النقدية

- تستخدم الإجراءات للتحكم في كمية النقد والإئتمان في الإقتصاد ومن ثم التأثير في سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية

- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق الأهداف التي تحددها السلطات النقدية.

#### ثانياً- أنواع السياسة النقدية

وتتمثل هذه الأنواع في:

1- السياسة النقدية الإنكماشية: تهدف أساساً إلى علاج الحالة التضخمية التي يعاني منها إقتصاد بلد ما وبالتالي، فإن هدف السياسة النقدية تجاه التضخم، هو الحد من إنشاء أدوات نقدية أي الحد من إنشاء النقود وتخفيض المعروض النقدي، وبالتالي يتم الحد من إنفاق الأفراد والمؤسسات على شراء السلع والخدمات.

2- السياسة النقدية التوسعية: تهدف في مجملها إلى علاج حالة الركود أو الإنكماش التي يمر بها الإقتصاد أي أن التدفق الحقيقي أكبر من التدفق النقدي وهنا تسعى السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي إلى زيادة المعروض النقدي وبالتالي زيادة الطلب على السلع والخدمات.

#### ثالثاً- تصنيف أهداف السياسة النقدية

يمكن تقسيم أهداف السياسة النقدية إلى ثلاث مستويات:

- أهداف أولية (فورية)

- أهداف وسيطة

وهذه المستويات الثلاث من الأهداف ترتبط مع بعضها البعض بشكل وثيق، فالأهداف الوسيطة والأهداف الأولية تشكل مراحل نحو تحقيق الأهداف النهائية للبنك المركزي. وتعد الأهداف الأولية حلقة ربط قوية التأثير بالأدوات النقدية والتأثير على الأهداف الوسيطة.

#### 1- الأهداف الأولية (الفورية):

تعد الأهداف الأولية متغيرات يحاول البنك المركزي من خلالها التأثير على الأهداف الوسيطة، كما أنها عبارة عن أهداف عملية يسعى البنك المركزي إلى تحقيقها مباشرة من خلال أدوات السياسة النقدية التي يحوزها. وتتمثل في:

#### - مجتمعات الإحتياطيات النقدية:

تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة (الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع) لدى الأفراد والإحتياطيات البنكية (ودائع البنوك لدى البنك المركزي والمتمثلة في الإحتياطيات الإجبارية والإحتياطيات الإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك)، أما الإحتياطيات المتوفرة للودائع الخاصة فهي تمثل الإحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الإحتياطيات الإجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى. أما الإحتياطيات غير المقترضة فهي تساوي الإحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الإحتياطيات المقترضة (القروض المخصوصة).

#### - ظروف السوق النقدية:

وتتمثل في الإحتياطيات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في السوق النقدية التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى. والاحتياطيات الحرة تمثل الاحتياطيات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطيات التي اقتترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض، وتكون الاحتياطيات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطيات الفائضة أكبر من الاحتياطيات المقترضة والعكس صحيح.

#### 2- الأهداف الوسيطة:

يشترط في الأهداف الوسيطة معايير حتى يكون لها أثر على الأهداف النهائية وهذه المعايير تتمثل في أنها يجب أن تكون قابلة للقياس بشكل سريع، قابلة للسيطرة من طرف البنك المركزي، ومرتبطة بالأهداف النهائية. وتتمثل الأهداف الوسيطة الملائمة أساسا في:

- نمو الكتلة النقدية (M1, M2, M3)، وهذا قصد السيطرة على التضخم (حسب النظرية الكمية للنقود).

- مستوى معدلات الفائدة، والتي تلعب دور هام في الإقتصاد الحقيقي. فالمعدلات القصيرة الأجل تعتبر هامة لدى البنك المركزي للتدخل في السوق النقدية.

وبالتالي هناك ثلاث نماذج أساسية ممكنة من الأهداف الوسيطة:

#### - أهداف معدلات الفائدة:

تقود الأهداف الوسيطة لمعدلات الفائدة السلطات النقدية إلى تحديد مستوى مرغوب فيه لمعدلات الفائدة، إلا أن هذه السلطات لا يمكنها تحديد هذا المستوى بدقة لأن ميكانيزمات السوق (السوق النقدية) هي التي تقرر حسب العرض والطلب على النقود مستوى المعدلات (معدل الفائدة لأجل قصير جدا مثل معدل الفائدة اليوم ليوم). وباعتبار أن البنك المركزي عنصر أكثر أهمية في السوق النقدية، فإن دوره يسمح بتوجيه وإدارة معدلات الفائدة.

#### - أهداف معدل الصرف:

يشكل هذا المعدل مؤشرا هام، فبإمكان السلطات النقدية استخدام أدوات السياسة النقدية لبلوغ مستوى معين من معدل صرف العملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي. فالدولة يمكن أن تبحث على تخفيض لقيمة عملتها من أجل إنعاش صادراتها، أو العكس، ورفع قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى من شأنه تخفيض معدل التضخم وتراجع في أسعار واردات الدولة.

### - أهداف كمية (المجمعات النقدية):

وتتمثل في تطور المجمعات النقدية، وتعني المؤشرات المختلفة للكتلة النقدية المتداولة في الإقتصاد. وتسعى السلطات النقدية (مثلا البنك المركزي الأوروبي) إلى تحديد معدل نمو للزيادة السنوية للكتلة النقدية (معدل نمو بـ 3% لمجمع نقدي معين). وخلال السنة تلتزم السلطات النقدية باستخدام حزمة أدوات السياسة النقدية التي بحوزتها من أجل أن لا تتجاوز الكتلة النقدية المستوى المحدد لها.

### -3 الأهداف النهائية:

هناك اتفاق واسع على أن الأهداف الرئيسية والنهائية للسياسة الاقتصادية بشكل عام وللسياسة النقدية بشكل خاص هي:

- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار:

- العمالة الكاملة:

- تحقيق معدل عال من النمو؛

- توازن ميزان المدفوعات.

ويمكن شرح هذه الأهداف كما يلي:

- هدف استقرار المستوى العام للأسعار:

إن استقرار الأسعار يعتبر عنصرا أساسيا من أجل أن تحافظ النقود على قيمتها (القدرة الشرائية للنقود)، وصناع السياسة النقدية والإقتصادية متفقون على أهمية استقرار العملة، كما يتعين ربط استقرارها بتقلبات الأسعار (ارتفاع أو انخفاض).

- العمالة الكاملة:

تعني العمالة الكاملة نظريا استخدام كل الموارد المتاحة، لكن مع السماح عمليا بهامش من الموارد غير المشغلة والتي تمثل نسبة البطالة من فئة المجتمع النشطة. وتسعى السياسة النقدية إلى التأثير في عرض النقود بما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار فيسبب ذلك انخفاض الأجر الحقيقي مما يدفع أصحاب العمل إلى تشغيل المزيد من الأيدي العاملة لزيادة حجم مشروعاتهم.

- النمو الإقتصادي:

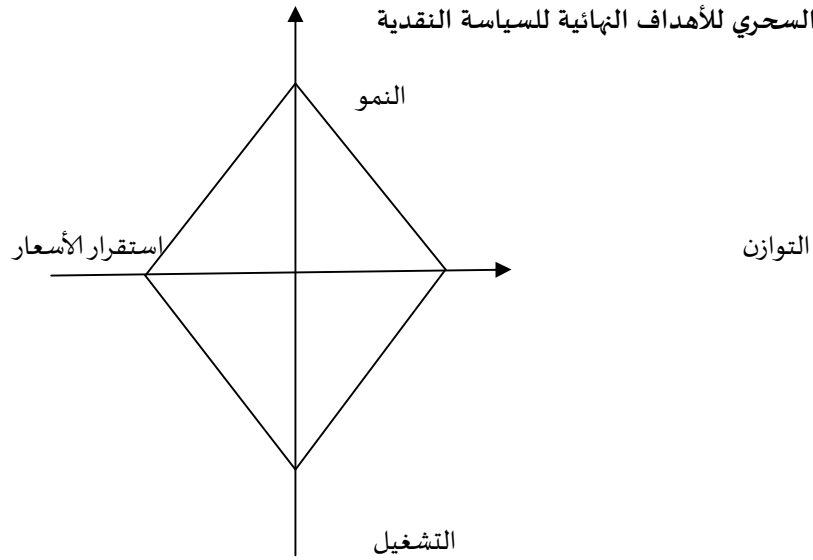
وتعني عملية الزيادة المستمرة لحجم الإنتاج. والتي لا تصاحبها فقط الزيادة في الأحجام ولكن أيضا تتضمن التنوع الكبير للسلع والخدمات المقترحة في السوق لإقتصاد ما. أي أن النمو الإقتصادي عبارة عن ظاهرة كمية قابلة للقياس.

وفي الحقيقة يصعب التوفيق بين هدف تحقيق معدل مرتفع للنمو الإقتصادي (هدف طويل الأجل)، وهدف استقرار الأسعار والنقد (هدف قصيرة الأجل)، خصوصا في الدول النامية.

- توازن ميزان المدفوعات:

عبارة عن حساب إحصائي يتم تحضيره ونشره من قبل البنك المركزي، والذي يسجل كل العلاقات الإقتصادية (التجارية، المالية والنقدية) المنفذة خلال سنة بين دولة ما وبقيّة الدول الأخرى. وفي الحقيقة يمكن تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات بحيث يكون لصالح الدولة من خلال تشجيع الصادرات وتقليل الواردات باستخدام المعروض النقدي أو سعر الفائدة أو سياسات سعر الصرف، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات يمكن للبنك المركزي معالجته من خلال قيامه برفع سعر إعادة الخصم ما يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض، وبالتالي التقليل من الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار داخل الدولة ومن ثم تشجيع الصادرات المحلية وتقليل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على تخفيض العجز في ميزان المدفوعات.

والشكل البياني التالي يلخص الأهداف النهائية للسياسة النقدية فيما يعرف بمربع كالدور أو بالمربع السحري:



المصدر: (قدي، 2003، صفحة 34)

وتجدر الإشارة إلى وجود تعارض في بعض أهداف السياسة النقدية ومن خلال الشكل أعلاه يتضح أن كل اقتراب من أحد الأهداف يمثل في الوقت نفسه ابتعادا عن الأهداف الأخرى، وهذا يطرح مسألة الأولوية في طرح هذه الأهداف من طرف واضعي السياسة الاقتصادية مع مراعاة الأوضاع الاقتصادية التي تمر بها الدولة، بالإضافة إلى درجة التقدم الاقتصادي وطبيعة النظام الاقتصادي.

رابعا- أدوات السياسة النقدية:

يمكن تقسيم أدوات السياسة النقدية إلى أدوات كمية وأدوات كيفية (نوعية) وأدوات أخرى. وفيما يلي هذه الأدوات المختلفة وتقييم مدى فاعلية و ملائمة كل منها لبلوغ الهدف المطلوب.

1- أدوات كمية:

وتهدف هذه الأدوات بصفة أساسية إلى التأثير على حجم الإئتمان المصرفي دون التركيز على أوجه الإستخدام التي يوجه إليها هذا الإئتمان. أي أن هذه الأدوات تحدث أثرها من خلال التأثير على حجم الأرصدة النقدية لدى البنوك التجارية ومن ثم على قدرتها على منح الإئتمان وإنشاء الودائع. وتشمل هذه الأدوات:

- سياسة معدل إعادة الخصم

- عمليات السوق المفتوحة

- نسبة الإحتياطي القانوني

أ- سياسة معدل إعادة الخصم:

- المفهوم:

معدل إعادة الخصم هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي على المبالغ النقدية (تسبيقات) الممنوحة للبنوك التجارية. ويشكل المعدل الرسمي للخصم معدل الفائدة الأدنى (معدل الأساس) على هذه التسبيقات. ويعتبر سعر إعادة الخصم من أقدم الأدوات المستخدمة من طرف البنك المركزي، ففي حالة التضخم يقوم البنك المركزي برفع معدل إعادة الخصم ليحد من قدرة البنوك التجارية على التوسع في الإئتمان بهدف الحد من الأوضاع التضخمية، فارتفاع تكلفة الإئتمان المتمثلة في سعر الفائدة تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل، ويقرر المستثمرون عدم الاقتراض، وقد يلجؤون إلى استثمار أموالهم في الأسواق المالية بشراء الأسهم والسندات، وبالتالي تخرج الأموال من فح السيولة ويتقلص حجم الكتلة

النقدية . أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة توسعية، فإنه يقوم بتخفيض معدل إعادة الخصم حتى يسمح للبنوك بخصم ما لديها من أوراق تجارية أو الإقراض للتوسع في منح الائتمان، فيقدم المستثمرون على البنوك التجارية للحصول على التمويل بتكلفة منخفضة عندما يكون سعر الخصم أقل بكثير من سعر الفائدة السوقي، فهناك حافز كبير للبنوك للحصول على القروض المخصصة بسعر خصم منخفض وإعادة استخدام حصيلة القروض في شراء سندات بسعر أعلى، لذلك يقوم البنك المركزي بوضع قواعد للحد من عدد المرات التي تلجأ فيها البنوك التجارية إلى البنك المركزي للحصول على القروض المخصصة.

#### - فاعلية أداة معدل إعادة الخصم

تتطلب هذه الأداة شروطا معينة ينبغي توافرها حتى يمكن تطبيقها بنجاح :

- ✓ تفترض هذه الأداة وجود أسواق نقدية نامية للتعامل في الأوراق التجارية وأذون الخزينة وغيرها من أدوات الإئتمان قصير الأجل التي يقبل البنك المركزي إعادة خصمها أو الإقراض بضمائمها. وبسبب ضيق الأسواق النقدية في البلاد النامية مما يفيد عدم فاعلية استخدام هذه الأداة وذلك لقلة التعامل بالأوراق المالية القابلة للخصم بها
- ✓ ضرورة اعتماد البنوك التجارية على البنك المركزي في الحصول على ما يلزمها من أموال، وتقل فاعلية هذه الأداة إذا كانت البنوك التجارية تتمتع بسيولة مرتفعة لتغطية القروض الممنوحة فلن تلجأ إلى البنك المركزي لإعادة خصم ما لديها من أصول في شكل أوراق تجارية وبالتالي قلة فاعلية هذه الأداة في هذه الحالة
- ✓ تفترض هذه الأداة أن تقوم البنوك التجارية بتغيير معدلات الفائدة مع تغير معدل إعادة الخصم (سعر البنك) غير أن تلك البنوك لا تلجأ إلى رفع سعر الفائدة بها إلا إذا كانت مضطرة للجوء للبنك المركزي للإقراض بمعدل إعادة خصم مرتفع، أما إذا كان لديها احتياطات نقدية عاطلة فسوف لا تغير من أسعار الفائدة بها وسوف تفضل إقراض تلك الأموال العاطلة مستندة إلى أنها لن تضطر للإقراض من البنك المركزي في تلك الظروف
- ✓ قد تقوم البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة ولا يستتبع ذلك انخفاض الطلب على القروض خاصة في فترات الرواج حيث ترتفع الأسعار وتزيد الفرصة في الحصول على الأرباح مما يعوض الزيادة في تكاليف الإقراض، كذلك في فترات الإنكماش قد تنخفض أسعار الفائدة ولا يزيد الإقبال على الإقراض نظرا لإنخفاض توقعات الأرباح في تلك الظروف.

#### - ب- عمليات السوق المفتوحة:

##### - المفهوم

إن عمليات السوق المفتوحة هي عبارة عن عمليات البيع والشراء للأوراق المالية من طرف البنك المركزي على مستوى الأسواق المالية، وذلك بهدف زيادة أو تخفيض القاعدة النقدية ( مجموع الودائع لدى البنك المركزي، في شكل المجمع النقدي MO). وترتبط هذه العمليات بما يسعى بـ " السوق المفتوحة"، لأن البنك المركزي لا ينتظر أي طلب لكن يتدخل بشكل تلقائي في السوق المالي الذي هو دائما مفتوح ( أثناء أيام العمل. ففي حالة إتباع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية للخروج من حالة الركود الاقتصادي فإنه يقوم بشراء كمية من الأوراق المالية من أجل تمكين البنوك التجارية من رفع قدرتها الاحتياطية النقدية والتوسع في عمليات الإقراض، كما أن زيادة المعروض النقدي تحدث انخفاضا في سعر الفائدة مما يرفع من حجم الاستثمار والدخل والعمالة؛ أما في حالة إتباع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية فإنه يقوم ببيع الأوراق المالية من أجل تخفيض الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية وبالتالي تقل قدرتها على منح الائتمان وهذا ما يؤدي إلى نقص المعروض النقدي الذي يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة مما يقلل من حجم الاستثمار والدخل والعمالة.

#### - فاعلية عمليات السوق المفتوحة:

إن نجاح سياسة السوق المفتوحة يتوقف على مدى وجود أوراق مالية كافية في السوق تسمح للبنك المركزي بالتأثير على السوق في حالة البيع أو الشراء، وفي حالة الإنكماش قد لا يتحقق الهدف من ذلك عندما يدخل البنك المركزي مشتريا للسندات وترتفع الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية وتزداد مقدرتها الإقراضية، ومع ذلك فإن الطلب على القروض قد لا يكون كبيرا للخروج من ظروف الإنكماش بسبب حالة التشاؤم التي

تسود بين رجال الأعمال، كما أن انخفاض أسعار الفائدة لا يعتبر عاملاً محفزاً على الاستثمار عندما تكون معدلات الأرباح منخفضة بالإضافة إلى أن تطبيق هذه الأداة يتطلب توفر أسواق مالية واسعة ومنظمة خاصة في الدول التي تسعى إلى التنمية.

ج- نسبة الإحتياطي القانوني:

- المفهوم

يفرض البنك المركزي على البنوك التجارية تشكيل احتياطيات إجبارية في شكل نسبة من ودائع الزبائن ( يتضمن هذا الوعاء الودائع تحت النظر، الودائع لأجل..).ولهذه الإحتياطيات هدفين أساسيين هما: تأمين سيولة البنك التجاري من أجل مواجهة السحوبات من ودائع الزبائن (أو لصعوبات إعادة التمويل)، والهدف الثاني هو تنظيم وضبط الكتلة النقدية . في حالة الكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض معدل الإحتياطي الإلزامي فتزداد الإحتياطيات المتوفرة لدى البنوك التجارية ومن ثم تزداد إمكاناتها على منح الائتمان، أما في حالة التضخم فإنه يقوم برفع معدل الإحتياطي الإلزامي وتنخفض الإحتياطيات التي بحوزة البنوك التجارية مما يعني انخفاض قدرتها على منح الائتمان، ويقل حجم الائتمان ومعدل التوظيف، والطلب فتتخفف الأسعار.

- فاعلية سياسة الإحتياطي القانوني:

إن أداة الإحتياطي القانوني من السياسات الناجحة في فترات التضخم باعتبار أن البنوك التجارية لا تجد وسيلة للاستجابة لتعليمات البنك المركزي في المهلة المحددة لرفع الإحتياطي النقدي إلا عن طريق خفض القروض وحجم الاستثمار، والودائع، وعلى العكس في حالة الكساد لأن قدرة البنوك على خلق ائتمان وزيادة حجم القروض لا يقابله طلب على هذه القروض من طرف الأفراد والمؤسسات نظراً لانتشار الكساد. ورغم ذلك تبقى هذه الأداة أكثر فعالية وأقل تكلفة مقارنة بالأداتين السابقتين للسياسة النقدية (سعر الخصم والسوق المفتوحة) خاصة في الدول النامية التي لا تتوفر على أسواق مالية ونقدية واسعة.

2- أدوات كيفية (نوعية):

وتهدف هذه الأدوات أساساً إلى التأثير على نوع الإئتمان أي على الكيفية التي يستخدم بها وليس على حجم الإئتمان الكلي.

أ- سياسة تأطير القروض:

وتسعى هذه الأداة إلى تحديد قيمة أو معدل النمو الأقصى للقروض التي يمكن أن تمنحها البنوك للجمهور. ووفق المبدأ، فإن هذا الحد ( المعدل الأقصى) يتم تثبيته مباشرة نسبة إلى الأصول (المستحقات) التي تحوزها البنوك وأيضاً خصوم البنوك (الودائع)، وبالتالي يعتبر هذا الإجراء توجيهي من طرف البنك المركزي.

ب- السياسة الإنتقائية للقروض

وتتعلق هذه الأداة ببعض القطاعات التي يعتبرها البنك المركزي أكثر مردودية للاقتصاد الوطني وذلك بتوجيه القروض إليها، بحيث تكون قراراته كفيلة بإعطاء كل التسهيلات في منح القروض إلى هذه القطاعات، كما أن الهدف الأساسي من استعمال هذه الأداة هو التأثير على توجيه القروض نحو القطاعات الاقتصادية والاستخدامات المرغوبة.

3- الأدوات الأخرى للسياسة النقدية

تعتبر أيضاً من أنواع الرقابة في تنظيم النشاط الإئتماني للبنوك

أ- الإقناع الأدبي:

يعمل البنك المركزي على إقناع البنوك التجارية بإتباع سياسات تنسجم مع ما يرمي إلى تحقيقه من أهداف. وقد يتخذ هذا التأثير الأدبي أو الإقناع صورة التصريحات التي يدلي بها البنك المركزي .

ب- التوجيهات والأوامر:

من مسؤوليات البنك المركزي إصدار تعليمات مباشرة موجهة إلى البنوك التجارية والمؤسسات المالية لتوجيهها إلى السياسات المرغوبة من خلال حجم الائتمان وطبيعته، مثل قيام البنك المركزي باستخدام جزء من الأصول المالية للبنوك التجارية في شراء السندات الحكومية أو إقراضها لأصحاب المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.

ج- عمليات التفتيش المباشر على عمليات البنوك:

يقوم البنك المركزي بعملية التفتيش المباشر على عمليات البنوك بشكل دوري (شهري أو نصف سنوي، أو سنوي) حسب الحاجة لمعرفة مدى تطبيق البنوك التعليمات والأوامر الموجهة إليها من طرف البنك المركزي. كما يتلقى البنك المركزي تقارير عن أنشطة البنوك السنوية التي تبين حالة البنوك وسيولتها، وحجم الودائع والقروض بها... الخ