

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي في

الفترة الممتدة بين 2019-2023.

Orientation towards the policy of quantitative tightening after the Corona pandemic crisis- causes and repercussions: a study of the state of the American economy in the period between 2019-2023.

نور الدين قدوري¹ *، عيسى حجاب²

¹ جامعة محمد بوضياف-المسيلة (الجزائر)، noureddine.kaddouri@univ-msila.dz

² جامعة محمد بوضياف-المسيلة (الجزائر)، aissa.hadjab@univ-msila.dz

تاريخ النشر: 2024/06/ 01

تاريخ القبول: 2024/05/ 21

تاريخ الاستلام: 2024/03/ 12

ملخص:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحديد البعد المفاهيمي لظهور سياسة التشديد الكمي ضمن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، بالإضافة إلى تحديد مدى مساهمة تلك السياسة في تحقيق الأهداف المرجوة منها في الاقتصاد الأمريكي.

وقد توصلنا من خلال الدراسة إلى أن الفترة الموالية لأزمة كورونا عرفت مرواحة للاقتصاد الأمريكي بين الانكماش والتضخم، الأمر الذي تطلب تنويعا في السياسة النقدية بين التيسير والتشديد. كما أن العديد من البنوك المركزية الأجنبية عملت بعد عام 2021 على تشديد السياسة النقدية، بسبب المخاوف بشأن استمرار الضغوط التضخمية، فقد ارتفع التضخم الأجنبي بشكل كبير في معظم الاقتصاديات مدفوعًا في الغالب بارتفاع أسعار الطاقة والغذاء.

كلمات مفتاحية: السياسة النقدية؛ سياسة التيسير الكمي؛ سياسة التشديد الكمي؛ أزمة كورونا؛ الاقتصاد الأمريكي.

تصنيف JEL: E5, E50, E52, E58, G1

Abstract: Through this study, we aim to determine the conceptual dimension of the emergence of the quantitative tightening policy within the tools of non-traditional monetary policy, in addition to determining the extent to which this policy contributes to achieving the desired goals in the US economy.

Through the study, we have concluded that the period following the Corona crisis was marked by a swing of the US economy between deflation and inflation, which required a diversification of monetary policy between easing and tightening. Also, many foreign central banks worked after 2021 to tighten monetary policy, due to concerns about continuing inflationary pressures. Foreign inflation rose significantly in most economies, mostly driven by higher energy and food prices.

Keywords: monetary policy; quantitative easing policy; quantitative tightening policy; corona crisis; American economy.

Jel Classification Codes : E5, E50, E52, E58, G1.

1. مقدمة

يتمثل الدور الرئيسي للبنوك المركزية في صياغة وتنفيذ السياسة النقدية التي تحقق هدفين رئيسيين؛ أولهما ضبط معدل التضخم عند مستوى منخفض ومستقر وثانيهما تحقيق التوظيف الكامل، زمن ثم تعزيز الاستقرار الاقتصادي والنقدي. وتستخدم في تحقيق أهدافها أدوات مختلفة في نوعها واتجاهات حركيتها تبعًا للوضع الاقتصادي في الدولة، أو في الإقليم بالنسبة للتكتلات الاقتصادية.

* المؤلف المرسل

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

تسببت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في ظهور أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية، وذلك بعد أن عجزت الأدوات التقليدية في تحقيق أهداف عبر قنوات إبلاغها المعروفة، بالإضافة إلى ضروريات تلك المرحلة والتي تتطلب تدخلا مستعجلا وفعالا يكون بقوة تلك الصدمات، وكانت البداية من الاقتصاد الأمريكي عبر سياسة التيسير الكمي.

الإشكالية:

واجه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في السنوات الاثنتا عشرة الماضية، أزميتين مالتين رئيسيتين، بدأت إحدهما في الأسواق المالية (انحيار تمويل الإسكان في 2007-2009)، والأخرى انطوت على صدمة خارجية جائحة كورونا أو ما يسمى بـ COVID-19. وقد استجاب الاحتياطي الفيدرالي في كل حالة بمجموعة من الأدوات النقدية الجديدة على الرغم من الاختلافات بين الأزميتين. يعتبر كل من التيسير الكمي ونقيضه التشديد الكمي، سياستين نقديتين مختلفان في التطبيق وتتوحدان في الأهداف المعروفة في السياسة النقدية، تطبق الأولى في حالة الكساد والثانية في حالة التضخم المرتفع. وقد توجه الاقتصاد الأمريكي والعالمي من التيسير غالى التشديد في أعقاب أزمة كورونا.

- فما هي الأسباب التي دفعت الاقتصاد الأمريكي إلى إتباع سياسة التشديد الكمي؟ وما تداعياتها على الاقتصاد الأمريكي والعالمي؟

ولتبسيط الإشكالية، سنقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أسباب تبني سياسة التشديد الكمي في الاقتصاد الأمريكي؟
- هل حققت سياسة التشديد الكمي أهدافها في الاقتصاد الأمريكي؟

الفرضيات: ارتأينا طرح فرضيات كإجابات أولية عن الأسئلة الفرعية السابقة، وهي كالتالي:

- وضع حد للآثار المترتبة عن سياسة التيسير الكمي المطبقة في أعقاب أزمة الرهن العقاري.
- ساهمت سياسة التشديد الكمي أهدافها في الاقتصاد الأمريكي، رغم المخاوف من تداعيات ظهور أزمة عالمية اقتصادية جديدة.

أهداف البحث: نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تحديد البعد المفاهيمي لظهور سياسة التشديد الكمي ضمن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.
- تحديد مدى مساهمة سياسة التشديد الكمي في تحقيق الأهداف المرجوة منها في الاقتصاد الأمريكي.

منهجية البحث: لمعالجة الإشكالية المتضمنة في الدراسة اتبعنا منهجين رئيسيين:

- المنهج الوصفي في وصف السياسة النقدي والمتضمنة للتشديد الكمي.
- المنهج التحليلي في قراءة وتحديد الأسباب والنتائج المترتبة عن إتباع سياسة التشديد الكمي على الاقتصاد الأمريكي.

والعالمي.

هيكل البحث: قسمنا البحث إلى ثلاثة محاور رئيسية:

- السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية.

- السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية: المبادئ والإجراءات المتخذة في أعقاب أزمة جائحة كورونا للفترة 2019-2023.

- انعكاسات السياسة النقدية الأمريكية المعتمدة في الفترة (2019-2023) على الاقتصاد الأمريكي.

2. السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية:

تسببت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، في الحد من فعالية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية، كما أدت إلى تغير بعض أهداف البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة، الأمر الذي نتج عنه ظهور أدوات وأهداف جديدة اصطلاح عليها تسمية "السياسة النقدية غير التقليدية".

1.2 السياسة النقدية التقليدية:

هناك العديد من المفاهيم المتعلقة بمصطلح السياسة النقدية التقليدية، وتعني بشكل عام مجموعة من الإجراءات والوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المسؤولة عن إدارة الشؤون النقدية والائتمانية عن طريق إجراء تغييرات في كمية الأموال التي تتناسب مع احتياجات النشاط الاقتصادي.

1.1.2 الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية التقليدية، وقنوات الانتقال من الأدوات إلى الأهداف:

تسترشد السياسة النقدية بأهداف البنوك المركزية، والتي تتمثل في المقام الأول في إبقاء التضخم قريباً من المستوى المستهدف (في معظم الاقتصاديات المتقدمة بالقرب من معدل سنوي 2%) على المدى المتوسط، وفي بعض الحالات أيضاً السعي لتحقيق هدف التوظيف.

تتمثل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية التقليدية في التحكم في سعر الفائدة قصير الأجل، والذي تتأثر التغييرات في معدلاته بتوقعات الجمهور المستقبلية، وبالظروف المالية (أي مدى توفر التمويل وتكلفته)، والذي بدوره يؤثر على الاقتصاد ككل (الإنفاق الكلي والإنتاج والتضخم والمستوى التشغيلي).

تتضمن السياسة النقدية التقليدية سلسلة انتقال من معدل الفائدة إلى الظروف المالية المتعلقة بأسواق التمويل قصير الأجل، إلى السندات طويلة الأجل والتمويل المصرفي وأسواق الإقراض، وأسعار الصرف وأسواق الأسهم. تعمل سلسلة النقل هذه بشكل أفضل عند استيفاء عدد من الشروط، والمتمثلة في:

- يجب أن يكون هناك مجال لسعر السياسة للتحرك في الاتجاه المطلوب وألا يكون مقيداً بحده الأدنى.
- يجب أن تعمل أسواق التمويل المختلفة بكفاءة مع موازنة كافية بين أسعار الفائدة اليومية وبقية هيكل مدة سعر الفائدة، بحيث تتحرك شروط التمويل لأنواع مختلفة من الوكلاء بالتزامن مع التغييرات في معدل السياسة.
- يجب أن تكون توقعات التضخم لدى الجمهور راسخة جيداً.

عندما يكون هذا هو الحال، فإن الانحراف المؤقت للتضخم عن الهدف في أي من الاتجاهين من غير المرجح أن يؤدي إلى حدوث دوامات تضخمية أو انكماشية، مما يسهل على السياسة النقدية تحقيق هدفها خلال فترة الاعتدال، فإذا كانت هذه الشروط متوفرة إلى حد كبير، فإن التغييرات في معدل السياسة تترجم إلى تغييرات في أسعار الفائدة الحقيقية وفي الظروف المالية العامة التي تؤثر بدورها على الإنفاق الحساس للفائدة على الاقتصاد بشكل عام. (Smets, October 2019, p. 9)

2.1.2 أنواع السياسات النقدية التقليدية:

نميز بين نوعين رئيسيين للسياسة النقدية التقليدية هما: (Benachenhou, April 2022, p. 774)

1.2.1.2 السياسة النقدية التوسعية:

تستخدم في حالة الركود حيث يعاني الاقتصاد من الانكماش، أي ارتفاع معدلات البطالة. وتمثل هذه السياسة في زيادة المعروض النقدي مما يزيد من قدرة البنوك على منح الائتمان وزيادة حجم الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة مستوى الدخل وإجمالي الطلب.

2.2.1.2 السياسة النقدية الانكماشية:

تستخدم في حالة التضخم أي الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، وتمثل هذه السياسة في تقليل المعروض النقدي الذي يحد من قدرة البنوك على منح الائتمان، مما يؤدي إلى زيادة في معدل الفائدة وبالتالي انخفاض في حجم الاستثمار وانخفاض في مستوى كل من الدخل وإجمالي الطلب نتيجة لذلك.

2.2 السياسة النقدية غير التقليدية:

تمثل في مجموعة من الإجراءات والوسائل غير المعتادة التي تطبقها السلطات النقدية في أوقات الأزمات من أجل التأثير على النشاط الاقتصادي. وقد نشأت الحاجة إلى استخدام أدوات بديلة عندما لم تعد البنوك المركزية قادرة على توفير الحوافز النقدية من خلال الوسائل التقليدية، لأن أسعار سياستها قد وصلت إلى مستويات تعتبر الحد الأدنى الفعال، وقد تم تصميم بعض الأدوات لتجاوز قنوات سوق المال التقليدية، وأخرى للتأثير بشكل مباشر على ظروف الائتمان من خلال توفير السيولة الكافية للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

1.2.2 الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية غير التقليدية، وقنوات الانتقال من الأدوات إلى الأهداف:

أدخلت البنوك المركزية تدريجياً مجموعة من إجراءات السياسة التي أصبحت تُعرف مجتمعة بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية. وعلى عكس السياسة النقدية التقليدية، استهدفت التدابير غير التقليدية شيئاً آخر غير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، فقد تم تصميم بعضها للتأثير على فروق الأسعار أو بشكل مكافئ معدلات خالية من المخاطر طويلة الأجل، بينما تم توجيه البعض الآخر للتأثير على هوامش السيولة والائتمان أو على نحو مكافئ أسعار الفائدة على مختلف الأدوات الخالية من المخاطر). وتهدف بعض الأدوات إلى استعادة ظروف السيولة وتقييم الأصول في النظام المالي كوسيلة لدعم آلية نقل السياسة النقدية، باستخدام هذه الأدوات أصبحت البنوك المركزية وسطاء لمجموعة أكبر من الأنشطة المالية. تطور استخدام UMPTs على مراحل، مع درجة معينة من التجريب، لتحقيق هدفين رئيسيين على نطاق واسع، هما:

- معالجة المشاكل في آلية تحويل السياسة النقدية؛
- توفير حوافز نقدية إضافية بمجرد عدم التمكن من خفض أسعار الفائدة بشكل أكبر في الوقت الفعلي، نظرًا لأن العديد من

UMPTs غالباً ما يتم نشرها معاً. (Benachenhou, April 2022, pp. 9-12)

2.2.2 الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (UMPTs):

أدخلت البنوك المركزية أدوات نقدية جديدة وأدخلت تغييرات على أطر سياستها النقدية للتعامل مع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وتداعياتها، تم تسميتها بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية UMPT، وعلى الرغم من التحديات التي تشكلها هذه

الأدوات، فهي إضافات قيمة إلى مجموعة أدوات البنوك المركزية. تطور استخدام UMPTs على مراحل وبدرجة معينة من التجريب، لتحقيق هدفين رئيسيين على نطاق واسع:

- معالجة الاضطرابات في سلسلة نقل السياسة النقدية أحداث (DTC)؛
 - توفير حوافز نقدية إضافية بمجرد تقييد الأداة التقليدية الرئيسية (معدل السياسة) بالحد الأدنى الفعال (ELB).
- توجد أربع مجموعات من الأدوات النقدية الجديدة، هي: سياسات أسعار الفائدة السلبية (NIRP)، وعمليات الإقراض الجديدة للبنك المركزي (LO)، وبرامج شراء الأصول (APP)، والتوجيهات المستقبلية (FG).

1.2.2.2 أسعار الفائدة السلبية (NIRP):

تعني ضمناً أن مالك الاحتياطيات الفائضة يتحمل تكلفة وضعها مع البنك المركزي، مما يقلب النمط المعتاد لتدفقات مدفوعات الفائدة في الاقتصاد النقدي. ومن خلال هذه العملية تريد البنوك المركزية ردع البنوك عن إيداع النقود لديها وتأمل في استخدامها لإقراض الأفراد والشركات مما يساهم بدوره في تقوية الاقتصاد وتخفيف الركود الاقتصادي.

قررت بعض البنوك المركزية مع تدهور الاقتصاد الكلي، وضع معدلات فائدة سلبية، بعضها مدفوع بالحاجة إلى تجنب ارتفاع قيمة العملة، فوجدوا بشكل عام، أن هذه الاستراتيجية كانت فعالة في التعامل مع أحداث ELB. تم تعديل العوائد طويلة الأجل تنازلياً بما يتماشى مع توقعات المعدلات قصيرة الأجل في المستقبل، وبالتالي توفير الحافز التوسعي المطلوب، وعلى الرغم من اكتشاف الآثار الجانبية لها مثل؛ ضغط هوامش الفوائد المصرفية، إلا أنها لم تشكل مشكلة كبيرة لاستقرار البنوك حتى الآن، بسبب تعويضات من مصادر الدخل الأخرى والتعافي النهائي لقيم المحفظة المصرفية، بما في ذلك الانخفاض في أداء القروض. ومع ذلك، لا يمكن تقييم الآثار المحتملة طويلة المدى لفترة طويلة من المعدلات السلبية على الوسطاء بشكل كامل على أساس التجربة الحالية.

2.2.2.2 عمليات الإقراض (LO):

تتضمن إنشاء البنوك المركزية تسهيلات إقراض جديدة أو توسيع القائمة لتوفير سيولة كافية لمجموعة أوسع من المؤسسات المالية في نفس الوقت، في ظل ظروف أكثر مرونة في الغالب من خلال السماح بضمانات منخفضة الجودة، وآفاق أطول من أسابيع إلى سنوات، وربما بتكلفة أقل.

وسعت البنوك المركزية من تسهيلات السيولة لديها للتعامل مع DTC في المراحل الأولى من الأزمة، وكانت السيولة الوفيرة للوسطاء الماليين أمراً حاسماً في تجاوز حالات الضعف في أسواق ما بين البنوك وأسواق المال والمشاكل المتعلقة بـ ELB. يهدف الإقراض الجديد للبنك المركزي بشكل أكثر وضوحاً إلى توفير الحوافز عندما تكون أسعار الفائدة مقيدة، وتضمنت التدخلات:

- تمديد أجل استحقاق عمليات الإقراض النموذجية؛
- توسيع مجموعة الضمانات المؤهلة ومجموعة الأطراف المقابلة؛
- تغيير شروط الإقراض (مثل التخصيص الكامل بسعر ثابت)؛
- فرض شروط صريحة على القروض لضمان النتيجة النهائية المرغوبة (مثل الإقراض المصرفي للشركات الخاصة غير المالية).

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

دعمت مكاتب الاقتراض التدفقات الائتمانية إلى القطاع الخاص وساعدت على استقرار توقعات السوق لأسعار الفائدة، لكنها ربما لم تكن محصنة ضد الآثار الجانبية مثل بعض التخصيص غير الفعال للائتمان وإضعاف حافز القطاع الخاص لتقليل الروافع المالية المفرطة.

3.2.2.2 برامج شراء الأصول (APP):

تتألف مشتريات البنوك المركزية من الأصول على نطاق واسع بخلاف أذون الخزانة قصيرة الأجل، والتي يتم تمويلها عادة عن طريق إنشاء احتياطات البنك المركزي، وأصول طويلة الأجل وأصول القطاع الخاص.

يقابل ثراء برامج LO مجموعة متنوعة من التطبيقات للتعامل مع مشاكل DTC و ELB، شكلت هذه البرامج مجتمعة زيادات كبيرة في ميزانيات البنوك المركزية، ويهدف شراء الأصول بشكل رئيسي إلى خفض العوائد طويلة الأجل وبالتالي تسهيل الظروف المالية الواسعة، يتم في بعض الحالات المتعلقة بشكل أساسي بشراء الأصول الخاصة بدعم تقييمات الأصول المتأثرة، أو تقديم أموال إضافية للمقترضين النهائيين عن طريق تحفيز توريق القروض. وقد أثبتت التطبيقات أنها أدوات فعالة للغاية، على الرغم من أن أداؤها لم يكن موحدًا، مما دفع البنوك المركزية إلى تكييف عملياتها أو استكمالها مع UMPTs الجديدة في بعض الأحيان.

لم يتم تقييم المخاوف المتعلقة بمخاطر إضعاف جودة الميزانيات العمومية للبنك المركزي، والقمع المفرط لأقساط الأقساط في تقييمات الأصول، وتأثير الندرة المؤقتة في أسواق إعادة الشراء، والتداعيات في شكل تعزيز أسعار السلع الأساسية ورافعة القطاع الخاص في اقتصاديات الأسواق الناشئة والصغيرة على أنها كافية لتحقيق ينفي المساهمة الإيجابية للتطبيقات في معالجة الضعف في إجمالي الطلب.

4.2.2.2 التوجيه الآجل أو إلى الأمام (FG):

يتألف من توفير المعلومات المتعلقة بإجراءات السياسة المستقبلية للتأثير على توقعات السياسة، بحيث تقوم معظم البنوك المركزية بشكل روتيني بالإبلاغ عن نواياها فيما يتعلق بالإعدادات المستقبلية لمعدلات السياسة قصيرة الأجل، يهدف الإجراء إلى تشكيل توقعات القطاع الخاص حول السياسة المستقبلية بطرق ابتعدت عن أساليب الاتصال السابقة.

تلعب FG دورًا لا غنى عنه في فترة تزايد عدم اليقين بشأن التوقعات الاقتصادية وقدرة البنوك المركزية على التعامل مع التحديات، لا سيما عندما تصل المعدلات إلى الحد الأقصى المسموح به، فهي تعمل على توضيح نوايا البنوك المركزية فيما يتعلق بإعدادات أسعار السياسة المستقبلية.

تعطى FG أيضًا معنى لـ UMPTs الفردية الأخرى وتعتبر أداة تربط UMPTs المختلفة معًا في حزمة شاملة، نظرًا لأن العديد من UMPTs تتضمن عمليات غير مسبقة أو النشر المتزامن للعديد من الأدوات، وتستخدم FG لتعزيز وضوح النوايا الإستراتيجية لصانعي السياسات. كما تظهر التجربة أن FG كانت فعالة بشكل عام، وإن كانت صعبة التصميم في بعض الأحيان ولا تخلو من الحوادث العرضية. أما التحدي الرئيسي مع FG فيتتمثل في موازنة المفاضلات بين وضوح الهدف ومصداقية إجراءات المتابعة ومرونة استجابة السياسة المستقبلية للظروف المتغيرة. (Smets, October 2019, pp. 1-2)

3.2.2 أنواع السياسات النقدية غير التقليدية:

تعمل السياسة النقدية في أوقات الانكماش والتضخم بسياسات مختلفة، وهو نفس الأمر المشترك بين التقليدي منها والحديث، رغم اختلاف الأدوات المتبنية في كل منها.

1.3.2.2 سياسة التيسير الكمي (QE) :

فيما يلي تفصيل للتيسير الكمي:

1.1.3.2.2 تعريف التيسير الكمي: التيسير الكمي QE هو شكل من أشكال التسهيل؛ يتمثل في توسيع حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي عن طريق زيادة حجم الودائع الاحتياطية (أرصدة الحساب الجاري) إلى ما هو أبعد من المستوى المطلوب، لرفع معدل الفائدة على الأموال الليلة واحدة إلى الصفر، (تتكون القاعدة النقدية من كل من النقد المتداول والودائع الاحتياطية، ولكن البنك المركزي يمكن أن يؤثر بشكل مباشر فقط على مستوى الودائع الاحتياطية)، ويشار إلى هذا باسم "الكمية".

يمكن تعريفها أيضًا على أنها الزيادة في حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي من خلال الزيادة في الالتزامات النقدية التي تحافظ باستمرار (متوسط) على السيولة والمخاطر في محفظة أصوله.

يكن أحد عيوب التيسير الكمي في سياسة معدل الفائدة الصفرية (ZIRP) ، والذي هو تشويه أداء سوق المال بسبب المستوى المنخفض للغاية لأسعار الفائدة الناتج عن حقيقة أن وسطاء سوق المال لا يستطيعون تغطية أعمالهم (التكاليف). (Morgan, November 2009, pp. 3-4)

2.1.3.2.2 القنوات المحتملة لتأثير سياسة التيسير الكمي:

تشمل القنوات المحتملة لتأثير مثل هذه السياسة:

- تأثير رصيد المحفظة، أي إذا كان المال بديلاً غير كامل للأصول المالية الأخرى، فإن الزيادة في حيازات الأموال تدفع المستثمرين إلى التحول نحو الأصول الأخرى، وبالتالي رفع قيمتها وتخفيفها بشكل نهائي. يمكن أن يتأثر حجم تأثير رصيد المحفظة بشكل كبير بمعدل الفائدة الذي يدفعه البنك المركزي للبنوك على ودايعها الاحتياطية في البنك المركزي. إذا دفع البنك المركزي سعر فائدة موجباً على الودائع الاحتياطية، فإن هذا سيؤدي إلى تحويل عن التحويلات الزائدة إلى أصول أخرى مثل القروض؛
- تقدم إشارة أوضح عن التزام البنك المركزي بالحفاظ على سعر الفائدة منخفضاً؛
- الزيادة الدائمة في المعروض النقدي يمكن أن تقلل من القيمة المتوقعة لتكاليف خدمة الدين الحكومي، وبالتالي تقلل القيمة المتوقعة لمدفوعات الضرائب المستقبلية. دفع الفائدة على الودائع الاحتياطية قريب جداً من مبيعات الفواتير من قبل البنك المركزي كعملية تمتص الأموال لتشديد ظروف سوق المال. من ناحية أخرى، إذا دفع البنك المركزي سعر فائدة صفر أو حتى سعر فائدة سلبي، فإن هذا من شأنه أن يشجع على إعادة الوساطة. (Morgan, November 2009, pp. 3-4)

2.3.2.2 سياسة التيسير النوعي أو التيسير الائتماني (CE):

فيما يلي تفصيل للتيسير النوعي:

1.2.3.2.2 تعريف سياسة التيسير النوعي:

يشار إليها باسم "التيسير النوعي" أو "التيسير الائتماني"، والفكرة الأساسية لهذه السياسة أن تشتمل على:

- عمليات تغيير حصص أنواع مختلفة من الأصول التي يحتفظ بها القطاع الخاص، والتي ستؤدي إلى تغييرات في أسعارها النسبية، وبالتالي سيكون لها آثار على النشاط الاقتصادي الحقيقي، والتي تهدف إلى تنويع مزيج الأصول التي يحتفظ بها البنك المركزي.

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

- الإقراض المباشر للمشاركين في السوق في الحالات التي تعطل فيها آلية التحويل العادية، بحيث تركز على تقليل هوامش سوق الائتمان وتحسين أداء أسواق الائتمان الخاصة بشكل عام.
- ينطوي التيسير النوعي (مثل التيسير الكمي) عمومًا على زيادة في حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي، لكن التركيز ينصب على مزيج الأصول، وليس على مستوى احتياطات البنوك (الخصوم). (Morgan, November 2009, p. 4)

2.2.3.2.2 أشكال أنشطة التيسير النوعي:

يمكن النظر إلى هذه السياسة على أنها استجابة لخلل أسواق الائتمان، بسبب مخاوف السوق الحادة بشأن كفاية رأس المال ومخاطر الإفلاس، وتتضمن أكثر أنواع التسهيلات مباشرة تخفيف المعايير الخاصة بأنواع المقرضين أو أنواع الضمانات المؤهلة لعمليات السوق المفتوحة، أو تمديد فترة هذه العمليات. وقد ميز رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برنانكي بين ثلاثة أنواع من أنشطة التيسير النوعي:

- الدور التقليدي للبنك المركزي المتمثل في توفير السيولة قصيرة الأجل للمؤسسات المالية السليمة، أي "المقرض الأخير".
 - نشاط توفير السيولة مباشرة للمقرضين والمستثمرين في أسواق الائتمان الرئيسية؛
 - شراء الأوراق المالية طويلة الأجل لمحفظه الاحتياطي الفيدرالي.
- أدت ضغوط السوق المالية إلى إنشاء عدد من البرامج الجديدة في هذه الفئة في الولايات المتحدة، والتي من بينها: تسهيل المزادات لأجل (TAF)؛ تسهيل إقراض الأوراق المالية لأجل (TSLF)؛ تسهيل ائتمان التاجر الرئيسي (PDCF)؛ واتفاقيات تبادل العملات الثنائية مع بنوك مركزية أجنبية. (Morgan, November 2009, pp. 4-5)

3.3.2.2 سياسة التشديد الكمي (QT):

فيما يلي تفصيل للتشديد الكمي:

1.3.3.2.2 تعريف سياسة التشديد الكمي:

يقول كبير الاقتصاديين في بنك ويلز؛ فارجو جاي بريسون: "التشديد الكمي (QT) هو عكس التيسير الكمي (QE)". (Tepper, 2022) فهو يشير إلى السياسات النقدية التي تقلص أو تقلل الميزانية العمومية للبنك المركزي، وتُعرف هذه العملية أيضًا باسم تطبيع الميزانية العمومية، بحيث يقوم البنك المركزي بتقليص احتياطياته النقدية عن طريق بيع سندات حكومية أو تركها تنضج وإزالتها من أرصدها النقدية، مما يؤدي إلى امتصاص السيولة أو المال من الأسواق المالية. ويكمن خطره في أنه قد يزعزع استقرار الأسواق المالية، مما قد يؤدي إلى أزمة اقتصادية عالمية. (velasquez.c.robert, 2023)

كما يعرف التضييق الكمي (QT) على أنه: أداة سياسة نقدية انكماشية تطبقها البنوك المركزية لتقليل كمية السيولة أو المعروض النقدي في الاقتصاد. ينفذ البنك المركزي تشديدًا كميًا عن طريق تقليل الأصول المالية التي يحتفظ بها في ميزانيته العمومية عن طريق بيعها في الأسواق المالية، مما يؤدي إلى خفض أسعار الأصول ورفع أسعار الفائدة. (wikipedia, 2022) وباختصار فإن التشديد الكمي (QT)؛ يشير إلى السياسات التي تقلل من حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي.

2.3.3.2.2 أشكال التشديد الكمي: ينصب التركيز الرئيسي في تطبيق QT على تقليل كمية الأموال المتداولة لاحتواء القوى التضخمية المتصاعدة، من خلال العمليات التي تؤدي من خلالها إلى ارتفاع أسعار الفائدة.

يستخدم التشديد الكمي للتأثير على أسعار الفائدة نحو الأعلى، ويمكن تحقيق ذلك:

- إما بالبيع المباشر للسندات الحكومية في سوق الخزنة الثانوية؛
- أو عدم إعادة شراء السندات التي يحتفظ بها البنك المركزي عند استحقاقها.

كلتا الطريقتين لتطبيق QT ستزيد من المعروض من السندات المتاحة في السوق، كما أنه ينتج عنهما أن العرض سيستمر في الزيادة من خلال المبيعات الإضافية أو عدم وجود طلب حكومي، وبالتالي فإن مشتري السندات المحتملين سيحتاجون إلى عوائد أعلى لشراء هذه العروض، ستؤدي هذه العوائد المرتفعة إلى زيادة تكاليف الاقتراض على المستهلكين، مما يجعلهم أكثر حذراً بشأن الدخول في الديون. هذا من شأنه أن يحد من الطلب على الأصول (السلع والخدمات)، انخفاض الطلب يعني استقرار الأسعار أو خفضها.

وفيما يلي تفصيل لأهم الفروق بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية.

الجدول 1: أهم الفرق بين السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية.

السياسة النقدية التقليدية	السياسة النقدية غير التقليدية
<ul style="list-style-type: none"> - قائم على التمويل غير التقليدي؛ - هدفه الأساسي هو توفير السيولة لمعالجة الأزمات؛ - أدواتها هي: التسهيل الكمي، وتيسير الائتمان وأسعار الفائدة الصفرية، والتوجيه الآجل، وسعر الإيداع السلبي، والتدخل غير المحدود في الصرف الأجنبي؛ الإصدار النقدي مجاني؛ - يؤدي إلى زيادة حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي نتيجة الإصدار النقدي وتيسير الكمي وتيسير الائتمان؛ سعر الفائدة صفر أو سلبي؛ - يمكن للبنك المركزي أن يتدخل بشكل مباشر دون وسيط مالي في السوق الأولية لشراء سندات الخزنة، والأصول المضمونة لدى الشركات والديون المدومة لدى البنوك؛ - يمكن البنك المركزي الاشتراك في الاكتتابات دون مراعاة جودتها. 	<ul style="list-style-type: none"> - يعتمد على التمويل التقليدي؛ - هدفه الأساسي هو استقرار الأسعار؛ - أدواته غير مباشرة مثل: معدل إعادة الخصم، السوق المفتوحة ومعدل الاحتياطي الإجمالي، وأخرى مباشرة مثل الإقناع الأدي؛ - القضية النقدية هي فقط للعودة؛ - لا يؤثر على حجم ميزانية البنك المركزي. - يتم تحديد سعر الفائدة حسب العرض والطلب؛ - يُسمح للبنك المركزي فقط بشراء سندات الخزنة في السوق الثانوية ومن البنوك التجارية والمؤسسات المالية؛ - البنك المركزي يكتب فقط في الأوراق المالية

Source: (Benachenhou, April 2022, p. 780)

3. السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية: المبادئ والإجراءات المتخذة في أعقاب أزمة جائحة كورونا للفترة 2019-2023:

قبل التطرق إلى طبيعة السياسة النقدية المطبقة وتداعياتها على الاقتصاد الأمريكي، سوف نحدد المبادئ التي تقوم عليها تلك السياسة في الولايات المتحدة الأمريكية.

1.3 مبادئ تصميم السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية ومحدداتها في ظل أزمة جائحة كورونا:

يقوم تصميم السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية على مجموعة من المبادئ الرئيسية، والتي تعتمد في بنائها على نماذج الاقتصاد، والتي تمكن من تحقيق الأداء الاقتصادي الجيد. وتتمثل فيما يلي: (Board of Governors of the Federal Reserve System, 7 February 2020, p. 33)

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

- المبدأ الأول: إتباع قاعدة السياسة النقدية التي تعزز الفهم العام والتي تتضمن المبادئ الأساسية للسياسة النقدية الجيدة، يجب أن تستجيب السياسة النقدية بطريقة يمكن التنبؤ بها للتغيرات في الظروف الاقتصادية.
- المبدأ الثاني: هو أن السياسة النقدية يجب أن تكون متيسرة عندما يكون التضخم أقل من هدف التضخم (2%) على المدى الطويل؛ على العكس من ذلك، يجب أن تكون السياسة النقدية مشددة إذا كان العكس هو الصحيح.
- المبدأ الثالث: هو أنه لتحقيق الاستقرار في التضخم، يجب تعديل معدل السياسة بمرور الوقت بأكثر من واحد مقابل واحد استجابة للزيادات أو النقصان المستمر في التضخم.
- ويقوم صانعو السياسة النقدية بشكل روتيني بتغيير الصفات الخاصة بسعر الفائدة الفعال، والتي توفرها قواعد السياسات النقدية المختلفة، معتمدين في ذلك على مجموعة من المحددات، والمتمثلة في: (Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 February 2021, p. 42)
- تعزيز أقصى قدر من التوظيف واستقرار الأسعار؛
- قراءات عن الصحة العامة، وظروف سوق العمل، وضغوط التضخم وتوقعات التضخم، والتطورات المالية والدولية؛
- تقييم مجموعة واسعة من البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية التي تم جمعها من جهات الاتصال التجارية والأطراف المطلعة الأخرى في جميع أنحاء البلاد.

2.3 السياسة النقدية الأمريكية المعتمدة في مرافقة ودعم الاقتصاد في بداية وبعد أزمة جائحة كورونا:

أجرى الاحتياطي الفيدرالي مراجعة واسعة لاستراتيجية السياسة النقدية وأدواتها وممارسات الاتصال التي يستخدمها في تفويض الأهداف لتحقيق أقصى قدر من التوظيف واستقرار الأسعار ومن المروحة بين التشديد والتيسير النقدي، فقد يؤدي تشديد السياسة النقدية في غياب دليل على ضغوط التضخم المفرط إلى خسارة غير مبررة، في حين أنه إذا حدثت زيادة غير مبررة في التدفق، فسيكون لدى صانعي السياسات الأدوات اللازمة لمعالجة هذه الزيادة. وفيما يلي تفصيل للسياسات المتبعة خلال فترة الدراسة:

1.2.3 السياسة النقدية الأمريكية المعتمدة في مرافقة ودعم الاقتصاد في بداية أزمة جائحة كورونا:

- اتخذ مجلس الاحتياطي الفيدرالي في أعقاب الوباء مباشرة، مجموعة من الإجراءات القوية وأنشأ تسهيلات إقراض طارئة، وقد دعمت هذه الإجراءات والتسهيلات تدفق الائتمان إلى الأسر والشركات وعملت كإجراءات مساندة منحت المستثمرين الثقة في أن الدعم سيكون متاحا في حالة تدهور الظروف بشكل كبير. ومن بين أهم تلك الإجراءات: (Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 February 2021, p. 31)
- تم إنشاء تسهيلات تمويل الأوراق التجارية (CPFF)، ومرفق السيولة لصندوق النقد المشترك (MMLF)، وتسهيل ائتمان التاجر الأساسي (PDCF).
- إنشاء مرفق السيولة لبرنامج حماية شيكات الراتب (PPPLF) لمنح الائتمان للمقرضين الذين يشاركون في برنامج حماية شيكات الراتب لإدارة الأعمال الصغيرة (SBA)، والذي قدم دعم كشوف المرتبات للشركات الصغيرة، وقد قدم الاحتياطي الفيدرالي حتى منتصف جانفي 2021 ما يقرب من 15000 دفعة مقدمة من PPPLF إلى أكثر من 850 مؤسسة مصرفية، بلغ مجموع السيولة أكثر من 110 مليار دولار.
- تم إنشاء خطوط تبادل سيولة مؤقتة بالدولار الأمريكي في مارس 2020، بالإضافة إلى الخطوط الدائمة الموجودة مسبقاً.

- تحسين ظروف السيولة في أسواق التمويل بالدولار في الولايات المتحدة وخارجها من خلال تزويد البنوك المركزية الأجنبية بالقدرة على تقديم التمويل بالدولار الأمريكي للمؤسسات في أوقات ضغوط السوق.
- تم إنشاء تسهيل ائتمان الشركات في السوق الأولية، وتسهيل ائتمان الشركات في السوق الثانوية، ومرفق السيولة البلدية لتحسين تدفق الائتمان من خلال أسواق السندات.
- تم إنشاء تسهيل قروض الأوراق المالية المدعومة بالأصول لأجل دعم إصدار الأوراق المالية المدعومة بقروض الطلاب وقروض السيارات وقروض بطاقات الائتمان والقروض المدعومة من قبل SBA وبعض الأصول الأخرى.
- أدخلت هذه التسهيلات تحسينات سريعة على أسواق الائتمان قبل انتهاء صلاحيتها في نهاية عام 2020، مع تدخلات مباشرة متواضعة فقط.

2.2.3 السياسة النقدية الأمريكية المعتمدة في مرافقة ودعم الاقتصاد في بعد أزمة جائحة كورونا:

- عرفت الفترة الموالية لأزمة كورونا مروحة للاقتصاد الأمريكي بين الانكماش والتضخم، الأمر الذي تطلب تنوعاً في السياسة النقدية بين التيسير والتشديد.

1.2.2.3 إتباع سياسة التيسير الكمي خلال الفترة 2019-2020:

- يتم التوجه نحو سياسة التيسير الكمي إذا توفر سببان، هما معدل تضخم أقل من 2 في المئة، وانكماش اقتصادي يحول دون التوظيف، وهو الأمر الذي تحقق في هذه الفترة، وفيما يلي توصيف للمتغيرين.

1.1.2.2.3 أسباب تبني سياسة التيسير الكمي خلال الفترة 2019-2020:

- تميزت هذه الفترة بانخفاض معدل التضخم من 1.6% في ديسمبر 2019 إلى 0.5% في أبريل 2020، ثم تعافى التضخم جزئياً مع ارتفاع الطلب، فكان في حدود 1.3 في المائة فقط في ديسمبر 2020، أي أنه أقل من هدف التضخم المسطر من طرف الاحتياطي الفيدرالي. كما أن الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2020 كان أقل بنسبة 2.5 في المائة من مستواه في الأرباع الأربعة لسنة 2019؛ حيث بلغ 2.1 في المائة في النصف الثاني من عام 2019. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 7 February 2020, pp. 5-12) ويرجع انخفاض معدل التضخم والانكماش الاقتصادي إلى الأسباب التالية:

- ارتفعت أسعار الطاقة الاستهلاكية بشكل طفيف أكثر من المؤشر الأساسي. وفي الوقت نفسه، سجلت أسعار المواد الغذائية زيادة طفيفة فقط في عام 2019، بسبب الأسعار الضعيفة للسلع الزراعية، ولم تسهم إلا بشكل ضئيل في تضخم أسعار المستهلك بشكل عام. كما انخفضت أسعار الواردات غير النفطية بخلاف أسعار الواردات المعلنة من الطاقة، قبل احتساب تأثيرات التعريفات على أسعار السلع المستوردة، استمرت في الانخفاض من ذروتها في منتصف عام 2018، استجابةً لانخفاض التضخم الأجنبي والانخفاض في السلع غير النفطية. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 7 February 2020, p. 10)
- الضعف في استهلاك الخدمات والصادرات الإجمالية التي نتجت إلى حد كبير عن تدابير التباعد الاجتماعي المستمرة لاحتواء الفيروس، في الداخل والخارج.

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

- انخفاض أسعار البنزين الذي نتج عن انهيار أسعار النفط في عام 2020. كما انخفضت أسعار تذاكر الطيران والفنادق بشكل ملحوظ، مدفوعة بالتخفيضات الهائلة في الطلب بسبب الوباء، وبقي استهلاك النفط وإنتاجه أقل بكثير من مستويات ما قبل الجائحة.
 - تقلص الاستثمار الثابت للأعمال - أي النفقات الخاصة على المعدات، والمياكل، والبحث والتطوير، والملكية الفكرية الأخرى- بشكل حاد في النصف الأول من عام 2020.
 - انخفاض الإنفاق على الخدمات مع استمرار التباعد الاجتماعي وأثره على تقييد النشاط الشخصي. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 February 2021, pp. 7-21)
- ### 2.1.2.2.3 أدوات التيسير الكمي المستخدمة خلال الفترة 2019-2020:
- عرفت السنتين الأوليتين للأزمة (2019-2020)، ركودا اقتصاديا وتراجعا في معدل التضخم، لذا توجه صناع القرار إلى اعتماد أدوات التيسير الكمي لتحفيز مكونات الطلب الكلي، ومن ثم دفع عجلة النمو الاقتصادي، وفيما يلي تفصيل للإجراءات المتخذة: (Board of Governors of the Federal Reserve System, 7 February 2020, pp. 17-38)
- قام الاحتياطي الفيدرالي بشراء أوراق مالية طويلة الأجل لممارسة ضغط هبوطي على أسعار الفائدة طويلة الأجل وتيسير الظروف المالية الأوسع نطاقاً، وارتفع إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي من حوالي 3.8 تريليون دولار في جويلية 2019 إلى حوالي 4.1 تريليون دولار في فيفري 2020، مع حيازات من سندات الخزانة بحوالي 2.4 تريليون دولار أمريكي وممتلكات ديون الوكالة و MBS بحوالي 1.4 تريليون دولار.
 - خفضت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) النطاق المستهدف لسعر الأموال الفيدرالية في جويلية وسبتمبر وأكتوبر 2019 بمقدار 25 نقطة أساس لكل منها، ليصل إلى 1 في المائة.
 - انخفضت أسعار الفائدة قصيرة الأجل، بما في ذلك على الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وأسعار الفائدة على بطاقات الائتمان وقروض السيارات، أسعار الفائدة على الرهن العقاري.
 - خفض الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة المدفوع على أرصدة الاحتياطي المطلوبة والزائدة إلى 2.1% في جويلية 2019، و1.8% في سبتمبر، و1.55% في أكتوبر من نفس السنة.
 - خففت البنوك عدة شروط على القروض التجارية والصناعية، ويسرت شروط التمويل الإجمالية للشركات غير المالية وسط أسعار فائدة منخفضة.

2.2.2.3 فترة الانتقال التدريجي من التيسير الكمي إلى التشديد الكمي خلال السنة 2020-2021:

- بعد التحسن الطفيف في معدل النمو الاقتصادي وزيادة معدل التضخم بنسبة قليلة عن 2%، قامت السلطات النقدية باتخاذ مجموعة من الإجراءات انتقلت فيها بين التيسير والتشديد لتحقيق أهداف السياسة النقدية، نذكر من بينها: (Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 February 2021, pp. 20-42)
- واصل الاحتياطي الفيدرالي توسيع حيازاته من سندات الخزانة بمقدار 80 مليار دولار شهرياً. فقد نمت الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى 7.4 تريليون دولار من 7 تريليون دولار في نهاية جويلية 2020، مما يعكس استمرار شراء الأصول للمساعدة في تعزيز الظروف المالية التيسيرية وسلامة أداء السوق، وبالتالي دعم تدفق الائتمان إلى الأسر والشركات.

- تشديد معايير الائتمان المصرفي، كما أن معايير الإقراض الاستهلاكية أقل ملائمة مما كانت عليه قبل الوباء، بشكل عام، وهي صارمة بشكل خاص للأفراد ذوي التصنيف الائتماني المنخفض، كما شددت البنوك معايير الإقراض بشكل كبير في النصف الأول من عام 2020.

كان الإقراض العقاري قويًا ومدعومًا بكل من معدلات الفائدة على الرهن العقاري المنخفضة بشكل قياسي، وإعفاء بعض القروض بموجب برنامج حماية شيكات الراتب.

3.2.2.3 التوجه نحو سياسة التشديد الكمي خلال الفترة 2021-2023:

عرف كل من النمو الاقتصادي والتضخم بداية من عام 2021 إلى غاية 2023 ارتفاعا، فاق الأهداف المسطرة من السلطات الوصية، لذا ووفقا لمنهجية السياسة النقدية الأمريكية كان لزاما إتباع سياسة التشديد الكمي.

1.3.2.2.3 أسباب تبني سياسة التشديد الكمي خلال الفترة 2021-2023:

تميزت هذه الفترة بارتفاع معدل التضخم إلى 5.8 بالمائة في ديسمبر 2021 لينخفض إلى 5.4 في المائة في جانفي 2023 بعد أن بلغ ذروته 7 في المائة في جوان 2022. كما أنه في نهاية عام 2021، كان إجمالي الناتج المحلي أعلى بنسبة 3 في المائة من مستواه في الربع الأخير من عام 2019، قبل أن يبدأ الوباء. إلا أن الانتشار السريع لمتغير Omicron، قد أدى إلى تباطؤ وتيرة النشاط الاقتصادي في وقت مبكر من عام 2022 ثم تلاه ارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بوتيرة قوية بلغت 3.0 في المائة في النصف الثاني من عام 2022. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 March 2023, pp. 5-6) ويرجع ارتفاع معدل التضخم والانتعاش الاقتصادي إلى الأسباب التالية:

- اختناقات سلسلة التوريد وصعوبات التوظيف والقيود الأخرى على السلع وسط طلب قوي والذي يمارس ضغطاً تصاعدياً واسع النطاق على الأسعار.

- الزيادات السريعة في أسعار الطاقة في النصف الثاني من 2021. لتصل إلى أعلى مستوى لها منذ أكثر من سبع سنوات، بسبب اضطرابات إنتاج النفط في الولايات المتحدة والزيادات المتواضعة في الإنتاج من قبل منظمة البلدان المصدرة للبترول والتوترات الجيو سياسية مع روسيا. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 25 February 2022, pp. 13-14)

- نما الإنفاق الاستهلاكي بمعدل 1.8 في المائة في النصف الثاني من عام 2022، وهي نفس الوتيرة تقريباً كما في النصف الأول من العام، مما يشير إلى أن عادات الإنفاق لدى المستهلكين قد عادت إلى أنماط ما قبل الوباء.

- الزيادات الكبيرة في الوظائف والأجور في العام الماضي.

- اعتماد الأسر على المدخرات التي تراكمت خلال الوباء، بالإضافة إلى مكاسب أسعار المساكن على مدى السنوات القليلة الماضية، والتي فاقت السحب من الانخفاضات الأخيرة في أسعار الأسهم لاستمرار تمويل استهلاك. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 March 2023, pp. 19-20)

2.3.2.2.3 أدوات التشديد الكمي المستخدمة خلال الفترة 2021-2023:

عرفت الفترة الممتدة بين عامي (2021-2023)، نموا اقتصاديا وارتفاعا في معدل التضخم، لذا توجه صناع القرار إلى اعتماد

أدوات التشديد الكمي لتقييد الطلب الكلي، ومن ثم خفض التضخم، وفيما يلي تفصيل للإجراءات المتخذة:

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

- أبلغت البنوك منذ نهاية 2021 عن معايير وشروط إقراض أكثر صرامة إلى حد ما من مستويات ما قبل الوباء، بالنسبة للمقترضين ذوي الدرجات الائتمانية المنخفضة، بعد الانخفاضات الأولية في بداية الوباء.
- كان ائتمان الرهن العقاري للمقترضين ذوي الدرجات الائتمانية المنخفضة منذ بداية 2021 أكثر إحكاماً مما كان عليه قبل الوباء.
- زاد حجم الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي من 4.2 تريليون دولار قبل الوباء إلى مستواه البالغ حوالي 8.9 تريليون دولار في جانفي 2022، مما يعكس إلى حد كبير زيادة في حيازات حساب السوق المفتوح للنظام من شراء الأصول. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 25 February 2022, pp. 25-45)
- رفعت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) بسرعة النطاق المستهدف لمعدل الأموال الفيدرالية وخفضت ممتلكاتها من سندات الخزانة وديون الوكالات والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري للوكالة في وقت قياسي، كما رفعت النطاق المستهدف لسعر الفائدة على الأموال الفيدرالية بمقدار 3 نقاط مئوية أخرى منذ جويلية 2022 إلى غاية مارس 2023.
- شددت البنوك معايير الإقراض على القروض التجارية والصناعية والقروض العقارية التجارية وشروط تمويل المستهلك إلى حد ما أسعار الفائدة على بطاقات الائتمان، وذلك خلال الربعين الثالث والرابع من عام 2022.
- ارتفعت أسعار الفائدة على القروض المصرفية وعلى قروض الأعمال الصغيرة بشكل ملحوظ في أواخر 2022 وبداية 2023، تماشياً مع دورة التشديد. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 March 2023, pp. 20-38)

4. انعكاسات السياسة النقدية الأمريكية المعتمدة في الفترة 2019-2023 على الاقتصاد الأمريكي:

نتج عن الانتقال من سياسة نقدية تيسيرية كمية إلى سياسة نقدية تشديدية أثار إيجابية وأخرى سلبية على النشاط الاقتصادي والمصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية، وفيما يلي تفصيل لتلك الآثار تبعا لكل مرحلة:

1.4 انعكاسات سياسة التيسير الكمي في الفترة 2019-2021 على الاقتصاد الأمريكي:

عرفت تطبيق سياسة التيسير الكمي تداعيات ونتائج على القطاعين المصرفي والإنتاجي، وفي ما يلي ذكر لأهمها.

1.1.4 انعكاسات سياسة التيسير على القطاع المصرفي:

- عرف القطاع المصرفي وحركية الائتمان تغيرات خلال مرحلة التيسير الكمي، لعل أهمها:
- انتعشت أسعار الأسهم الأمريكية خلال عام 2019 بما يقرب من 30 في المائة، بعد أن عرفت انخفاضا حادا في نهاية عام 2018.
- تراجعت عوائد سندات الخزانة الاسمية بشكل حاد في أوت 2019، وذلك استجابة إلى حد كبير لمخاوف المستثمرين بشأن التوترات التجارية بين الولايات المتحدة والصين والتوقعات الاقتصادية العالمية، واستمر الائتمان الاستهلاكي في التوسع بوتيرة معتدلة، خلال النصف الثاني من عام 2019. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 7 February 2020, pp. 17-25)
- بقي تقلب أسواق الأسهم مرتفعا في 2020، بسبب استمرار حالة عدم اليقين بشأن وباء كورونا ومسار النشاط الاقتصادي المرتبط به، كما تقلصت عائدات سندات الشركات على فترات استحقاق مماثلة لسندات الخزانة إلى حد كبير، وانخفضت عائدات الخزينة وظلت قريبة من أدنى مستوياتها التاريخية، كما تدهورت جودة الائتمان للقروض ذات الرفع المالي القائمة في وقت مبكر من

عام 2020. إلا أن أسواق الأسهم عرفت انتعاشاً بعد انخفاضها في مارس 2020، ووصلت إلى مستويات قياسية في جانفي 2021، بعد وصول لقاحات فعالة لكورونا.

- ارتفع عجز الميزانية في السنة المالية 2020 إلى 15 في المائة من إجمالي الناتج المحلي الاسمي، وهو أكبر عجز كحصة من الناتج المحلي الإجمالي في حقبة ما بعد الحرب العالمية الثانية، صعوداً من مستواه المرتفع والمقدر ب 4٪ في السنة المالية 2019.

- زادت أحجام التوريق بعد أن توقفت في مارس 2020 لكنها ظلت أقل بكثير من مستويات ما قبل الوباء، على مدار عام 2020. كما زادت العائدات على سندات الخزنة الاسمية ذات فترات الاستحقاق الأطول بشكل ملحوظ منذ منتصف عام 2020، بعد الانخفاض الحاد في أواخر فبراير وأوائل مارس 2020، حيث أدت مخاوف المستثمرين بشأن تداعيات تفشي COVID-19.

- استمرت مقاييس سيولة السوق لأوراق الخزنة في التحسن إلى حد ما في النصف الثاني من عام 2020 واقتربت من مستويات ما قبل الوباء، خاصة بالنسبة إلى سندات الخزينة قصيرة الأجل. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 February 2021, pp. 20-28)

2.1.4 انعكاسات سياسة التيسير على النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وعلى الاقتصاديات المتقدمة:

عرفت هذه الفترة تزامناً في تطبيق سياسة التيسير الكمي بين الاقتصاديات المتقدمة، نتج عنها تأثيرات إيجابية مست معظم تلك الاقتصاديات، لعل أهمها:

- كانت مكاسب التوظيف في الولايات المتحدة الرواتب قوية في النصف الثاني من عام 2019 وبلغ متوسطها 176000 شهرياً خلال العام ككل، وانخفض معدل البطالة أكثر في عام 2019 واستقر عند 3.5 في المائة في ديسمبر؛ أي 0.4 نقطة مئوية أقل من عامه السابق. كما نمت الصادرات الحقيقية في عام 2019 وتراجعت الواردات الحقيقية، وكان العجز التجاري الاسمي أقل سلباً، ولم يتغير عجز الحساب الجاري بشكل كبير كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 7 February 2020, pp. 5-19)

- تراجعت الوظائف في الاقتصاد الأمريكي خلال المرحلة الأولى من الوباء (مارس وأفريل 2020) بمقدار 22 مليون وظيفة، بينما قفز معدل البطالة المقاس إلى 14.8 في المائة - وهو أعلى مستوى له منذ الكساد الكبير، وبعد أن تم تخفيف عمليات الإغلاق في نهاية 2020 انخفض معدل البطالة مرة أخرى بنسبة 0.4 نقطة مئوية فقط من نوفمبر إلى جانفي 2021، وبلغ معدل البطالة 6.3 في المائة - ما يقرب من 3 نقاط مئوية أعلى مما كان عليه قبل ظهور الوباء، كما لم تتعافى صادرات الولايات المتحدة من السلع بشكل كامل بعد الانخفاضات الحادة التي شهدتها في بداية الوباء، فظلت صادرات الخدمات منخفضة بسبب استمرار تعليق معظم الرحلات الدولية، في المقابل استعادت الواردات معظم ما فقدته، وتم تعويض انخفاض واردات الخدمات من خلال انتعاش كامل لواردات السلع. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 February 2021, pp. 6-23)

- قدمت البنوك المركزية في العديد من الاقتصاديات الأجنبية المتقدمة التسهيلات استجابة للنمو الضعيف والتضخم دون المستهدف، فنتج عنها تراجع في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في العديد من تلك الاقتصاديات في النصف الثاني من 2019، أما

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

معدلات البطالة فقد تحسنت مدعومة جزئياً بإجراءات السياسة النقدية التيسيرية، وظلت الضغوط التضخمية منخفضة على خلفية تباطؤ النمو الاقتصادي. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 7 February 2020, pp. 27-29)

- كانت السياسة النقدية في الاقتصاديات الأجنبية متيسرة للغاية خلال الفترة 2019 و2021، وظلت ظروف التمويل داعمة للنمو، مع قيام عدد قليل من البنوك المركزية الكبرى بإدخال إجراءات تحفيزية جديدة في أواخر عام 2020. وكان نتاج ذلك أن شهدت بعض الاقتصاديات الآسيوية ذات الدخل المرتفع (حيث تكون العدوى تحت السيطرة) نمواً أفضل نسبياً للنتائج المحلي الإجمالي مقارنة بالعديد من الاقتصاديات المتقدمة، فقد استفادت من زيادة الطلب على الصادرات في النصف الثاني من عام 2020 مقارنة بعام 2019. أما معدلات البطالة فقد كانت في نهاية عام 2020، أعلى مما كانت عليه قبل الوباء رغم وجود دعم كبير للسياسات التيسير، وساعد انخفاض الطلب الإجمالي واستمرار حالة عدم اليقين بشأن مسار كورونا في إبقاء التضخم ضعيفاً في العديد من الاقتصاديات. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 February 2021, pp. 35-37)

2.4 انعكاسات سياسة التشديد الكمي في الفترة 2021-2023 على الاقتصاد الأمريكي:

عرفت تطبيق سياسة التشديد الكمي تداعيات ونتائج على القطاعين المصرفي والإنتاجي، وفيما يلي ذكر لأهمها:

1.2.4 انعكاسات سياسة التشديد على القطاع المصرفي:

عرف القطاع المصرفي وحركة الائتمان تغيرات خلال مرحلة التشديد الكمي، لعل أهمها:

- ارتفعت أسعار أسهم البنوك على الصافي، مدعومة بتحسين التوقعات الاقتصادية، كما ارتفعت عائدات سندات الخزنة الاسمية عبر آجال الاستحقاق بشكل ملحوظ منذ أوائل يوليو 2021، واتسعت هوامش الديون الأخرى طويلة الأجل لأوراق الخزنة بشكل معتدل عبر فئات الائتمان.
- تحسنت ظروف تمويل الشركات الصغيرة بشكل ملحوظ خلال 2021، فتعافى الائتمان بقوة مدفوعاً بالتوسع المستمر في قروض السيارات والانتعاش الملحوظ في أرصدة بطاقات الائتمان. وقد شهد إجمالي القروض والإيجارات القائمة في البنوك التجارية نمواً ملحوظاً في النصف الثاني من 2021، مدفوعاً بالنمو القوي المستمر في العقارات التجارية والعقارات السكنية والقروض الاستهلاكية، كما نمت القروض العقارية التجارية بوتيرة متواضعة مماثلة للسنوات التي سبقت الوباء مباشرة. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 25 February 2022, pp. 25-33)
- زادت عوائد سندات الخزنة الأمريكية الاسمية قصيرة الأجل بشكل كبير منذ جويلية 2022، في حين ارتفعت العوائد طويلة الأجل بشكل ملحوظ، بعد ارتفاع كبير في العوائد عبر فترات الاستحقاق خلال النصف الأول من عام 2022. فيما استمرت قروض الأعمال في البنوك في النمو خلال عام 2022، لكنها بدأت في التباطؤ في الربع الرابع، أما الائتمان فتماشى بشكل عام مع مستويات ما قبل الوباء.
- أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض في قيمة الأوراق المالية المتاحة للبيع المحتفظ بها في الميزانيات العمومية للبنوك، واستمر إجمالي القروض والإيجارات القائمة في البنوك التجارية في التوسع منذ جويلية 2022، على الرغم من أن وتيرة النمو كانت معتدلة في الأشهر الأخيرة، وتراجعت معدلات الرهن العقاري لكنها ظلت أعلى بنحو 3 نقاط مئوية من مستوياتها في 2021، وبقيت

أوضاع السيولة في سوق الخزنة النقدية منخفضة مقارنة بمستويات ما قبل الوباء. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 March 2023, pp. 20-27)

2.2.4 انعكاسات سياسة التشديد على النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وعلى الاقتصاديات المتقدمة:

عرفت هذه الفترة تزامنا في تطبيق سياسة التشديد الكمي بين الاقتصاديات المتقدمة، نتج عنها تأثيرات ايجابية مست معظم تلك الاقتصاديات، لعل أهمها:

- زاد التوظيف في الرواتب مع إعادة فتح الاقتصاد واستعادة النشاط، بمقدار 3.5 مليون وظيفة في النصف الثاني من عام 2021، مما رفع مكاسب العام إلى 6.7 مليون وظيفة، وانخفض معدل البطالة من 6.7 في المائة في نهاية عام 2020 إلى 4.0 في المائة في جانفي 2021. أما واردات الولايات المتحدة فقد استمرت في الزيادة بوتيرة ملحوظة مدفوعة بقوة النشاط الاقتصادي الأمريكي، ولا سيما الطلب القوي على السلع والرغبة في إعادة تخزين المخزونات، كما زادت صادرات الولايات المتحدة زيادة طفيفة خلال النصف الثاني من عام 2021 وظلت دون مستويات ما قبل الجائحة، ونتيجة لذلك ارتفع كل من العجز التجاري الاسمي وعجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بعام 2020. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 25 February 2022, pp. 5-28)
- أدى تضائل تأثير العوامل المرتبطة بكورونا إلى استمرار سوق العمل في تعزيز مكاسب التوظيف في الرواتب والتي بلغ متوسطها 380,000 شهريًا منذ منتصف عام 2022، وظل معدل البطالة في الولايات المتحدة عند مستويات تاريخية منخفضة عند 3.4 في المائة في جانفي 2023. فيما انخفضت الواردات الحقيقية في النصف الثاني من 2022، مما يعكس تراجع الطلب المحلي على السلع، وفي المقابل عرفت الصادرات الحقيقية زيادة متواضعة، مقيدة بارتفاع قيمة الدولار في 2022 وضعف الطلب الأجنبي، ونتيجة لذلك تقلص عجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال النصف الثاني من 2022، لكنه بقي أوسع مما كان عليه قبل انتشار الوباء. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 March 2023, pp. 8-25)
- عملت العديد من البنوك المركزية الأجنبية على تشديد السياسة النقدية بسبب المخاوف بشأن استمرار الضغوط التضخمية، فقد ارتفع التضخم الأجنبي بشكل كبير في معظم الاقتصاديات مدفوعًا في الغالب بارتفاع أسعار الطاقة والغذاء، لكن التضخم الأساسي في الخارج ارتفع أقل مما هو عليه في الولايات المتحدة. في حين استمر النشاط الاقتصادي في الخارج في الانتعاش السريع في النصف الثاني من 2021، بسبب إعادة انفتاح الاقتصاد بعد توسع اللقاحات وزيادة القدرة على التكيف مع الوباء. أما معدلات البطالة في الاقتصاديات الأجنبية المتقدمة بشكل عام فقد عادت إلى مستويات قريبة من تلك التي كانت سائدة قبل الوباء، وقد تسببت التوترات الجيو سياسية المحيطة بروسيا وأوكرانيا إلى ضعف أداء مؤشرات الأسهم في أوروبا الشرقية. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 25 February 2022, pp. 37-38)
- أدى ضعف الطلب العالمي إلى إضعاف النشاط في اقتصاديات الأسواق الناشئة، حيث انخفضت الصادرات بشكل ملحوظ بين عامي 2022 و2023، كما تراجع نمو الناتج المحلي الإجمالي بشكل ملحوظ، فقد أدت أسعار الطاقة المرتفعة إلى ضغط الدخل الحقيقي متأثرًا بالتباطؤ المرتبط بـ COVID في الصين، والتداعيات الاقتصادية للحرب الروسية ضد أوكرانيا. فيما ظلت أسواق العمل قوية في معظم الاقتصاديات الأجنبية المتقدم، ويعكس انخفاض معدلات البطالة جزئيًا استمرار ارتفاع الطلب على العمالة.

التوجه نحو سياسة التشديد الكمي بعد أزمة جائحة كورونا- الأسباب والتداعيات: دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي

و عرف التضخم الرئيسي الأجنبي في الخارج انخفاضاً في نهاية 2022 وبداية 2023، مع تضائل آثار الزيادات السابقة في أسعار السلع الأساسية. فيما ارتفعت مؤشرات الأسهم الأجنبية عبر الاقتصاديات الكبرى، مدعومة بالاعتدال في قراءات التضخم في الولايات المتحدة وأوروبا والتطورات الاقتصادية التي تشير إلى تحسن آفاق النمو في الصين وأوروبا. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 March 2023, pp. 32-33)

5. خاتمة:

توصلنا من خلال الدراسة التي قمنا بها إلى مجموعة من النتائج، يتمثل أهم منها في العناصر التالية:

- نشأت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية عندما لم تعد البنوك المركزية قادرة على توفير الحوافز النقدية من خلال الوسائل التقليدية، لأنها وصلت إلى مستويات تعتبر الحد الأدنى الفعال، فتم تصميم بعض الأدوات لتجاوز قنوات سوق المال التقليدية، وأخرى للتأثير بشكل مباشر على ظروف الائتمان من خلال توفير السيولة الكافية للمؤسسات المالية.
 - يتطلب تطبيق السياسة النقدية الحديثة المروحة بين التشديد والتيسير النقدي، فقد يؤدي تشديد السياسة النقدية في غياب دليل على ضغوط التضخم المفرط إلى خسارة غير مبررة، في حين أنه إذا حدثت زيادة غير مبررة في التدفق، فسيكون لدى صانعي السياسات الأدوات اللازمة لمعالجة هذه الزيادة.
 - يتم التوجه في الاقتصاد الأمريكي نحو سياسة التيسير الكمي إذا توفر سببان، هما معدل تضخم أقل من 2%، وانكماش اقتصادي يحول دون التوظيف.
 - عرفت الفترة المالية لأزمة كورونا مروحة للاقتصاد الأمريكي بين الانكماش والتضخم، الأمر الذي يتطلب تنوعاً في السياسة النقدية بين التيسير والتشديد.
 - اختناقات سلسلة التوريد وصعوبات التوظيف والقيود الأخرى على السلع وسط طلب قوي والذي يمارس ضغطاً تصاعدياً واسع النطاق على الأسعار، كان السبب الرئيسي في ارتفاع معدل التضخم في جل دول العالم بعد أزمة جائحة كورونا، الأمر الذي دفع إلى تطبيق سياسة التشديد الكمي.
 - كانت السياسة النقدية في الاقتصاديات الأجنبية متيسرة للغاية خلال الفترة 2019 و 2021، وظلت ظروف التمويل داعمة للنمو، مع قيام عدد قليل من البنوك المركزية الكبرى بإدخال إجراءات تحفيزية جديدة في أواخر عام 2020.
 - عملت العديد من البنوك المركزية الأجنبية بعد عام 2021 على تشديد السياسة النقدية بسبب المخاوف بشأن استمرار الضغوط التضخمية، فقد ارتفع التضخم الأجنبي بشكل كبير في معظم الاقتصاديات مدفوعاً في الغالب بارتفاع أسعار الطاقة والغذاء.
 - أدت أسعار الطاقة المرتفعة إلى ضغط الدخل الحقيقي متأثراً بالتباطؤ المرتبط بـ COVID في الصين، والتداعيات الاقتصادية للحرب الروسية ضد أوكرانيا.
- اقتراحات: لتفادي الآثار السلبية لسياسة التشديد النقدي نقترح ما يلي:
- يجب أن يكون تطبيق سياسة التشديد النقدي في فترة قصيرة لا تتجاوز السنة.
 - يجب أن لا تطبق إلا في أوقات الأزمات الاقتصادية.

- ضرورة التنسيق الدولي بين مختلف القوى الاقتصادية في مزامنة تطبيق تلك السياسة النقدية.

آفاق الدراسة: للموضوع أفاق هي:

- متطلبات التشديد الكمي في الدول النامية.

- السياسة النقدية غير التقليدية ودورها في حلحلة الأزمات المالية.

5. قائمة المراجع :

- Board of Governors of the Federal Reserve System. (25 February 2022). The Board of Governors is pleased to submit its Monetary Policy Report pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act. ", Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Benachenhou, F. (April 2022). From the Conventional Monetary Policy to the Modern Policy of the Bank of Algeria, Trending Towards the Strategy of Islamic Finance. (U. d. Béchar, Ed.) Al Bashaer Economic Journal , 9 (1).
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (3 March 2023). "The Board of Governors is pleased to submit its Monetary Policy Report pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (19 February 2021). The Board of Governors is pleased to submit its Monetary Policy Report pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (7 February 2020). The Board of Governors is pleased to submit its Monetary Policy Report pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Morgan, P. (November 2009). The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Smets, S. M. (October 2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. Australia: Bank for International Settlements. Reserve Bank of Australia.
- Tepper, B. C. (2022, Mar 18). Quantitative Tightening (QT) Explained. Retrieved mai 5, 2023, from forbes: <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-quantitative-tightening/>
- velasquez.c.robert, A. g. (2023, February 25). Quantitative tightening (qt). Retrieved February 5, 2023, from investopedia: <https://www.investopedia.com/quantitative-tightening-6361478>
- wikipedia. (2022, mai 8). Quantitative tightening. Retrieved mai 2023, 4, from wikipedia: https://en.wikipedia.org/wiki/Quantitative_tightening