#### Syrian Private University الجامعة السورية الخاصة Faculty of Business Administration كلية إدارة الأعمال

"Money and Banking"
Course VI (lecture12)

"السياسة النقدية حمليات السوق المفتوحة"

Lect. Hadi KHALIL

Email: hadi.khalil@hotmail.fr



#### مقدمة

- سنتطرق في هذا الفصل إلى:
- مفهوم السياسة النقدية بإطارها العام
- أدوات السياسة النقدية مع التركيز على عمليات السوق المفتوحة
- تأثیر السیاسة النقدیة علی التوازن فی السوق النقدی والتوازن فی سوق السلع والخدمات (نموذج AS/AD).

### مفهوم وفاعلية السياسة النقدية

• هي السياسة الظرفية التي ينفذها البنك المركزي بهدف التأثير على المتغيرات الاقتصادية الرئيسية.

#### • لكن كيف يتم الحكم على فعالية السياسة النقدية؟

• يكون الهدف من السياسة النقدية دائما هي التحكم في مؤشرات ومتغيرات الاقتصاد الحقيقي بما يتناسب مع الظروف التي يمر بها الاقتصاد في دولة ما.

• إن هذا الهدف يتحقق من خلال التأثير على متغيرات وسيطة وهي المتغيرات النقدية (سعر الفائدة، حجم النقود، سعر الصرف) ومتغيرات مالية (حجم القروض، الودائع).

#### مفهوم وفاعلية السياسة النقدية

- لذلك من الضروري القول:
- ✓ إن فاعلية السياسة النقدية تتحقق من خلال قدرتها على التأثير على
   المتغيرات الحقيقية عندها وعندها فقط يمكن القول أنها فعالة
- √ أما السياسة النقدية التي تحدث أثرا فقط في المتغيرات النقدية والمالية (الوسيطة) فلا تكون فعالة.
- √ هناك عامل آخر يتحكم في مدة فعالية السياسة النقدية وهي انسجامها مع آلية أهداف السياسة المالية (السياسة الضريبة و الانفاقية للدولة، موازنة الدولة).
- √ كما قلنا تعتبر السياسة النقدية هي سياسة ظرفية أي أنها أثرها يجب أن يظهر خلال فترة قصيرة الأجل وذلك لكي تكون فعالة في معالجة «الظرف» التي تم اتخاذها من أجله.

#### أدوات السياسة النقدية

• تطرقنا لدى دراستنا لوظيفة البنك المركزي إلى الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي لدى تنفيذه لسياسته النقدية وقلنا أنها تقسم إلى:

#### • أدوات كمية

- سعر إعادة الخصم
- نسبة الاحتياطي القانوني
- عمليات السوق المفتوحة
  - أدوات نوعية
  - الترشيد الائتماني
  - التوعية والمؤتمرات
- ولتجنب التكرار سنركز في هذا الفصل على آلية وتفاصيل عمل عمليات السوق المفتوحة

- √ عمليات السوق المفتوحة Open market operation (OMOs) هي شراء وبيع الأوراق المالية في السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي تعتبر أداة رئيسية يستخدمها البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية.
- √ لنأخذ مثلا كيفية استخدام هذه الأداة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (The FED).
- ✓ تحدد اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (OMC-Committee)(التي يتم انتخابها من قبل مجلس المحافظين الذين يدير البنك الفيدرالي) الهدف قصير الأجل لعمليات السوق المفتوحة.
- √ ثم يقوم مكتب التداول Trading Desk في بنك الاحتياطي الفدرالي بنيويورك بإدارة عمليات الشراء والبيع. إن نوعية الأوراق المالية المؤهلة أو المسموح بها من قبل الاحتياطي الفيدرالي لتدخل في هذه العمليات محدود نسبياً.

√ يمكن تقسيم عمليات السوق المفتوحة OMO إلى نوعين: دائم ومؤقت.

## ✓ عمليات السوق المفتوحة الدائمة ( Permenant OMO):

تتضمن عمليات السوق المفتوحة الدائمة شراء أو بيع الأوراق المالية لحساب الاحتياطي الفيدرالي وتسجل لديه في حساب يدعى « نظام السوق المفتوح».

تستخدم عمليات السوق المفتوحة الدائمة عادة لتناسب الأهداف طويلة الأجل المتعلقة ب إحداث توسع في حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي – مثلا عندما يكون المطلوب إحداث نمو في حجم العملة في التداول.

وخلال الأزمة المالية في عام 2008 وبعدها، استُخدمت عمليات السوق المفتوحة الدائمة للتأثير في حجم رصيد الأوراق المالية التي يمتلكها الاحتياطي الفيدرالي من أجل تخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل وجعل الظروف المالية (الاقراض والاقتراض أكثر ملاءمة.

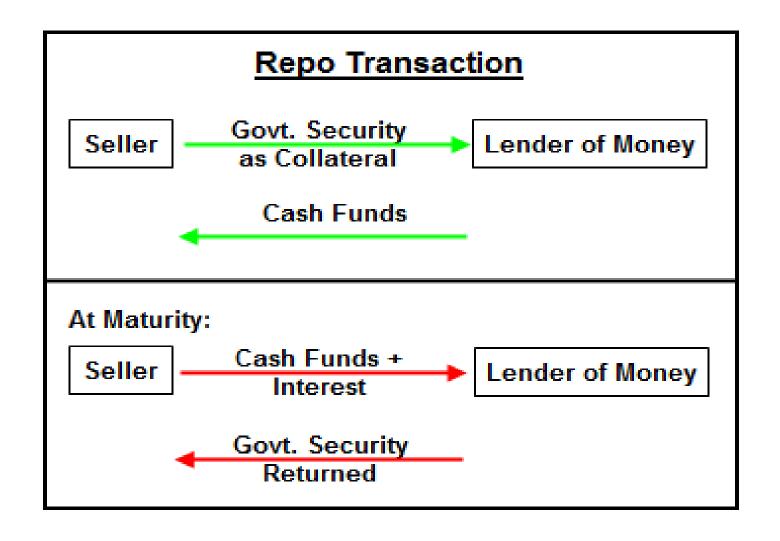
## ✓ عمليات السوق المفتوحة المؤقتة ( Temporary OMO):

عادةً ما تستخدم عمليات السوق المفتوحة المؤقتة لتلبية احتياجات الاحتياطي القانوني والتي تعتبر احتياجات مؤقتة بطبيعتها. هذه العمليات هي إما اتفاقيات إعادة الشراء (Reverse repo).

في عملية الريبو، يقوم مكتب التداول في بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء ورقة مالية مع وجود اتفاق لإعادة بيعها مستقبلا في تاريخ الاستحقاق.

يمكن أن يعتبر الريبو (Repo) من الناحية الاقتصادية كما لو أنه قرض مضمون مقدم من الاحتياطي الفيدرالي، ويكون الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الورقة المالية بمثابة مبلغ الفائدة.

الشكل التالي يقدم مخططا مبسطا لعملية الريبو:



## ✓ عمليات السوق المفتوحة المؤقتة ( Temporary OMO):

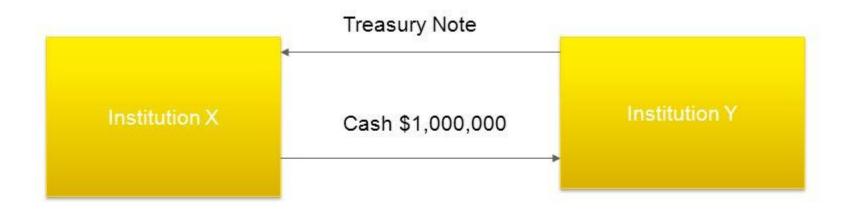
لدى عملية الريبو العكسي (Reverse repo)، يبيع مكتب التداول في بنك الاحتياطي الفيدرالي ورقة مالية بموجب اتفاقية لإعادة شراءها مستقبلا في تاريخ الاستحقاق.

تعتبر عملية الريبو العكسي من الناحية الاقتصادية كما لو أنها عملية اقتراض مضمون من قبل الاحتياطي الفيدرالي.

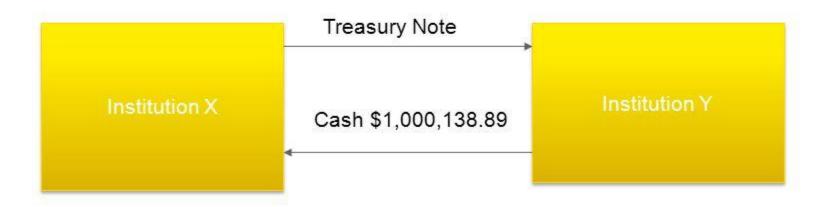
يتم استخدام عمليات Reverse repo في الوقت الحالي كأداة للمساعدة في الحفاظ على سعر الفائدة الفيدرالي (معدل سعر فائدة قصير الأجل – يومي (Overnight) عند المعدل المستهدف (targeted) والذي وضعته لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية FOMC.

الشكل التالي يقدم مخططا مبسطا لعملية Reverse repo:

#### 1. Initial Transaction in Reverse Repo Agreement



#### 2. Closing Transaction in Reverse Repo Agreement



#### أدوات السياسة النقدية - عمليات السوق المفتوحة - آلية العمل

√ لكي نتعرف على آلية عمل عمليات السوق المفتوحة بمراحلها المختلفة سنتطرق إلى مثالين يتعلق كل منهما بعمليتي شراء وبيع حجم محدد من سندات الحكومة. سنتاول:

- ✓ خطوات تنفيذ كل عملية
- √ الظرف الاقتصادي الذي يتطلب اتخاذها (التضخم- الكساد)
  - ✓ كيفية تأثيرها في معالجة هذا الظرف الاقتصادي

#### أولاً: شراء أوراق مالية من قبل بنك الاحتياطي الفدرالي:

#### نفترض مايلي:

الاقتصاد الأمريكي يعاني من حالة من الكساد... لذلك:

نفرض أن اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) وجهت إدارة مكتب تداول مجلس الاحتياطي الفيدرالي (FRBNY) بشراء 500 مليون دولار من الخزينة.

#### أدوات السياسة النقدية - عمليات السوق المفتوحة - آلية العمل - حالة الشراء

√ العملاء في FRBNY يستدعون أولا تجار (Dealers) الأوراق المالية الحكومية العاملين في البنوك التجارية والاستثمارية الكبرى (مثل Goldman Sachs).

✓ يقوم هؤلاء التجار بتقديم قائمة من الأوراق المالية المتوفرة لديهم للبيع، يظهر بها المعلومات التالية:

- √ العملة المصدرة بها هذه الأوراق،
  - √ تاريخ الاستحقاق،
- ✓ والسعر الخاص بكل ورقة مالية.

#### أدوات السياسة النقدية - عمليات السوق المفتوحة - آلية العمل - حالة الشراء

√ يسعى العملاء في مكتب التداول في بنك الاحتياطي الفيدرالي FRBNY بعد ذلك إلى شراء الحجم المستهدف من الأوراق المالية (بتاريخ استحقاق المرغوب وأقل سعر ممكن) حتى يشتروا 500 مليون دولار. ثم يقومون بإخطار إدارة السندات الحكومية الخاصة ببنك الاحتياطي الفيدرالي باستلام الأوراق المالية الحكومية وتسديد ثمنها للبائعين.

✓ ويقوم بائعو الأوراق المالية (البنوك) بدورهم بإيداع هذه المدفوعات في حساباتهم المحتفظ بها لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي المحلي.

√ نتيجة لهذه المشتريات ، تمت زيادة رصيد حساب «سندات الخزينة» في ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي بمقدار 500 مليون دولار، والمقابل يزاد رصيد حساب «الاحتياطي» التي تحتفظ بها هذه البنوك والتجار في بنك الاحتياطي الفيدرالي بمقدار 500 مليون دولار.

# أدوات السياسة النقدية — عمليات السوق المفتوحة — آلية العمل — حالة الشراء ✓ بالإضافة إلى ذلك ، هناك تأثير على ميزانية البنوك التجارية. كيف؟

- √ إجمالي الاحتياطيات (الأصول) من البنوك التجارية سيزيد بمقدار 500 مليون دولار بسبب شراء الأوراق المالية من قبل بنك الاحتياطي الفدرالي، والودائع تحت الطلب (الالتزامات) من تجار الأوراق المالية (أولئك الذين قاموا ببيع الأوراق المالية) في بنوكهم ستزيد بمقدار 500 مليون دولار.
- √ الشكل التالي يوضح خطوات تنفيذ عملية الشراء السندات الحكومية وتأثيرها على ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي (The FED) وعلى ميزانية البنوك التجارية.

#### Federal Open Market Committee (FOMC)

Federal Reserve **Purchases** Treasury Securities from Primary Dealers





How the FOMC Controls the Federal Funds Rate

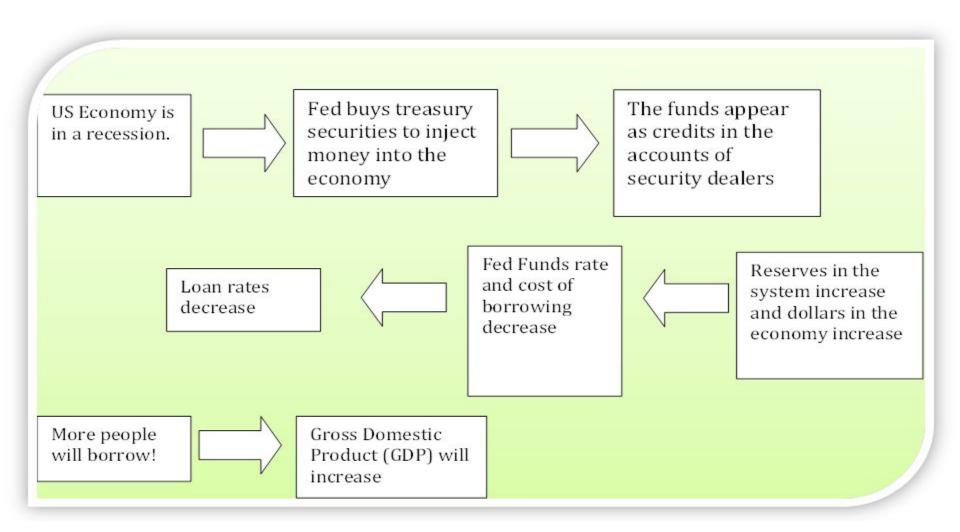
#### أدوات السياسة النقدية - عمليات السوق المفتوحة - آلية العمل- حالة الشراء

- √ الآن سنرى كيف يمكن لعملية شراء السندات الحكومية من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي أن تعالج حالة الكساد التي يعاني منها الاقتصاد؟
- ✓ عندما يوجه البنك الفيدرالي بشراء السندات الحكومية تتخلى البنوك التجارية
   عن سنداتهم ويكون الأثر على ميزانيتهم كالتالي:

الخصوم	الأصول
+500 ودائع التجار بائعي السندات الحكومية	+500 احتياطيات لدى البنك المركزي

- $\checkmark$  يزداد حجم الاحتياطيات والأموال في الاقتصاد  $\rightarrow$  فينخفض معدل سعر الفائدة (سعر الأموال)  $\rightarrow$  تزداد قدرة العملاء الاقتصاديين على الاقتراض  $\rightarrow$  تزداد معدلات النمو.
  - ✓ الشكل التالي يوضح ما سبق

# Fed's Open Market Operations in a RECESSION





#### نفترض مايلي:

الاقتصاد الأمريكي يعاني من ارتفاع معدلات التضخم ... لذلك:

نفرض أن اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) وجهت إدارة مكتب تداول مجلس الاحتياطي الفيدرالي (FRBNY) ببيع 500 مليون دولار من سندات الخزينة.

العملاء في مكتب التداول FRBNY يعلمون تجار الأوراق المالية الحكومية الذين يقدمون قائمة من الأوراق المالية التي هم على استعداد لشرائها، بما في ذلك السعر المرعوب دفعه لكل ورقة مالية.

بيع العملاء في FRBNY الأوراق المالية إلى هؤلاء التجار بأعلى الأسعار الممكنة حتى يتمكنوا من بيع 500 سندات حكومية بقيمة 500 مليون دولار.

# أدوات السياسة النقدية - عمليات السوق المفتوحة - آلية العمل - حالة البيع

- √ ثم تقوم مكتب التداول FRBNY بإخطار إدارة السندات الحكومية ببنك الاحتياطي الفيدرالي بتسليم الأوراق المالية إلى التجار (المشترين) وتلقي ثمن هذه الأوراق.
- √ يدفع تجار الأوراق المالية هذه الأوراق عن طريق سحب ودائعهم الخاصة بهم في بنوكهم التجارية.
- √ ونتيجة لهذا البيع، ينخفض رصيد حساب «سندات الخزينة» في ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي بمقدار 500 مليون دولار، وبالمقابل ينخفض رصيد حساب «الاحتياطي» المحتفظ به من قبل البنوك (التي تتعامل بهذه السندات الحكومية) لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي بمقدار 500 مليون دولار.

# أدوات السياسة النقدية — عمليات السوق المفتوحة — آلية العمل — حالة البيع ✓ بالإضافة إلى ذلك ، هناك تأثير على ميزانية البنوك التجارية. كيف؟

√ ينخفض إجمالي رصيد الاحتياطيات التي تحتفظ البنوك التجارية لدى البنك الاحتياطي بمقدار 500 مليون دولار بسبب شراء الأوراق المالية من بنك الاحتياطي الفدرالي، وستنخفض الودائع تحت الطلب من تجار الأوراق المالية في بنوكهم بمقدار 500 مليون دولار (وهذا يعكس ثمن الأوراق المالية المشتراة من قبل هؤلاء المتعاملين).

√ الشكل التالي يوضح خطوات تنفيذ عملية بيع السندات الحكومية وتأثيرها على ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي (The FED) وعلى ميزانية البنوك التجارية.

#### Federal Open Market Committee (FOMC)

Federal Reserve Sells Treasury Securities to Primary Dealers

> Reserves in the Banking System **Decline**

> > Federal Funds Rate *Increases*

How the FOMC Controls the Federal Funds Rate

### أدوات السياسة النقدية - عمليات السوق المفتوحة - آلية العمل - حالة البيع

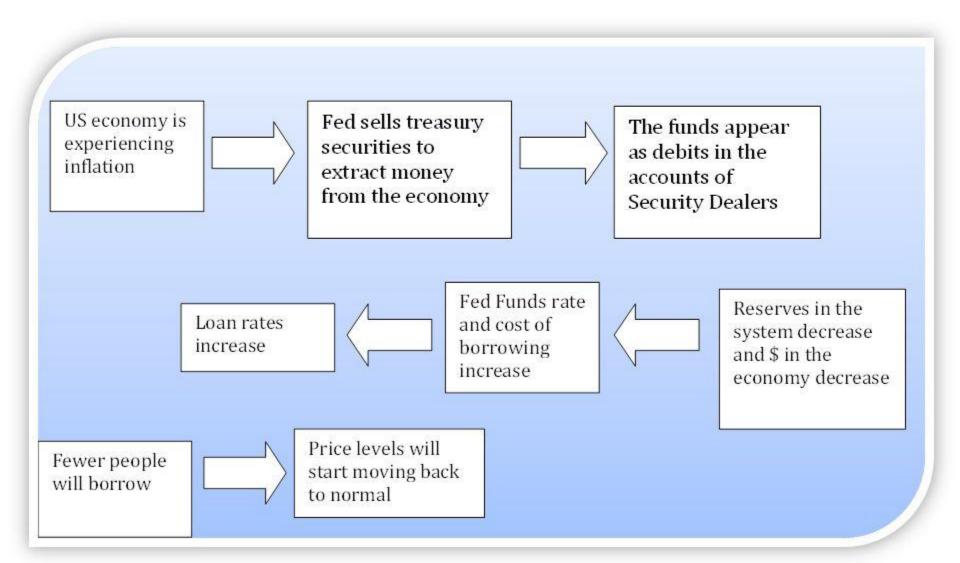
√ الآن سنرى كيف يمكن لعملية بيع السندات الحكومية من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي أن تعالج حالة ارتفاع معدلات التضخم التي يعاني منها الاقتصاد؟

عندما يوجه البنك الفيدر الي ببيع السندات الحكومية يظهر الأثر في ميزانية البنوك التجارية كالتالي:

الخصوم	الأصول
- 500 ودائع المتعاملين (مشتري)	-500 الاحتياطيات لدى البنك
الاوراق المالية	المركزي

- √ يتناقص حجم الاحتياطيات والأموال السائلة في الاقتصاد → فيزداد معدل سعر الفائدة (سعر الأموال) → تنخفض قدرة العملاء الاقتصاديين على الاقتراض → ينخفض الطلب← تتخفض الأسعار.
  - ✓ الشكل التالي يوضح ما سبق

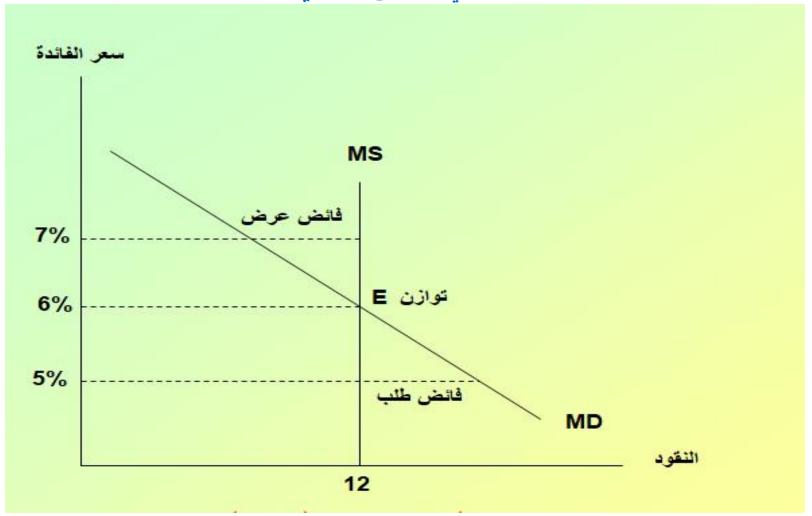
# Fed's Open Market Operations during INFLATION



# السياسة النقدية - الطلب والعرض في السوق النقدي

- ✓ تحدثنا سابقا عن العرض النقدي والنظريات المختلفة للطلب على النقود.
- √ السوق النقدي يتشابه مع بقية الأسواق (سوق السلع والخدمات وسوق العمل) في أن السعر التوازني يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب.
- √ لنفترض أن العرض النقدي هو ثابت لأنه محدد من قبل السلطة النقدية (البنك المركزي) عندها يتحدد السعر التوازني من خلال العوامل التي تؤثر على الطلب ولقد درسنا الدوافع المختلفة للطلب على النقود (المعاملات، الاحتياط، المضاربة).
- √ الشكل التالي يمثل التوازن في سوق النقد (تساوي العرض النقدي مع الطلب على النقود).....

# السياسة النقدية - الطلب والعرض في السوق النقدي



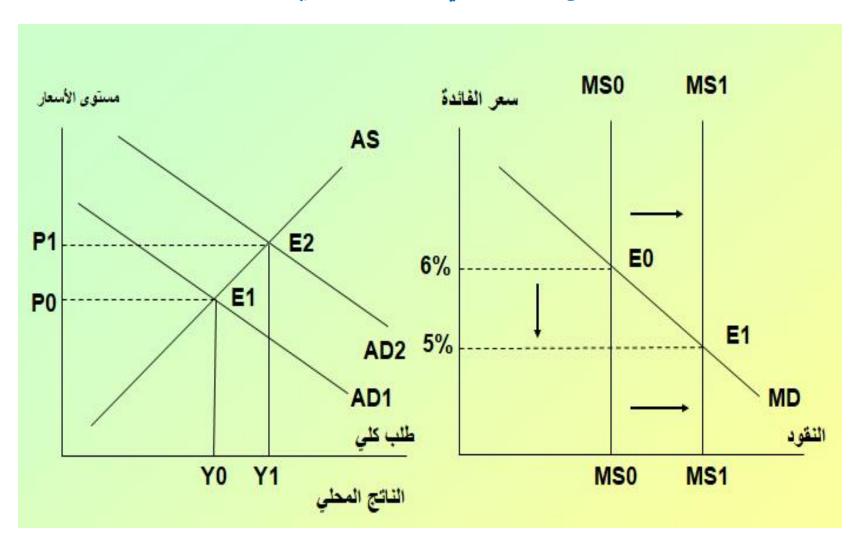
#### السياسة النقدية - الطلب والعرض في السوق النقدي

- √ من الملاحظ أن التوازن في سوق النقود يتم عند تقاطع العرض والطلب كالعادة، والذي يحدث عن سعر فائدة مقداره (6%).
- √ كذلك عند سعر فائدة أقل من (6%) مثل (5%) فإن الطلب على النقود يفوق عرض النقد، بمعنى أن الحاجة إلى النقود أكبر من كمية النقود الموجودة في الاقتصاد، مما سيؤدي إلى زيادة سعر الفائدة والعكس صحيح.
- √ فعند سعر فائدة (7%) تلاحظ أن عرض النقد قد فاق الطلب، ولتقليل الفائض النقدي وجب زيادة الطلب على النقود وذلك عن طريق تخفيض سعر الفائدة وهذا ما نراه في الشكل السابق.

# السياسة النقدية - الأثر على التوزان في السوق النقدي

- √ إذا أراد البنك المركزي زيادة عرض النقد لمستوى أعلى فإنه يتبنى سياسة نقدية توسعية، فإنه يقوم بذلك مستخدماً أدواته كسعر إعادة الخصم (تخفيض سعر الخصم) و الاحتياطي القانوني (تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني) و عمليات السوق المفتوحة (شراء السندات).
  - ✓ إن زيادة العرض النقدي يتمثل في المنحنى (MS1) في الشكل التالي:

### السياسة النقدية - الأثر على التوزان في السوق النقدي



#### السياسة النقدية - الأثر على التوزان في السوق النقدي

- ✓ وعند زيادة عرض النقد، مع ثبات الطلب، فهذا سيقود لخفض سعر الفائدة التوازني من (6%) إلى (5%) كما هو واضح في الشكل السابق ونحن نعلم أن خفض سعر الفائدة هو بمثابة تشجيع للقطاع الحقيقي للاقتراض لأغراض الاستثمار، إذن فانخفاض سعر الفائدة يؤدي لزيادة الاستثمارات التي ستنقل بدورها منحنى الطلب الكلي للأعلى بالزيادة، وستزيد من الناتج المحلي الإجمالي بمقدار المضاعف كما هو موضح بالجزء الأيمن من الشكل السابق.
- √ أما إذا قل عرض النقد، فسيرتفع سعر الفائدة، وتقل الاستثمارات، وينتقل منحنى الطلب الكلي في الاقتصاد إلى اليسار، مع انخفاض في الناتج المحلي الإجمالي، إذن فانخفاض عرض النقد باستخدام أدوات السياسة النقدية التي أشرنا إليها تعتبر سياسة نقدية انكماشية الانكماشية يكون في أوقات الرخاء Policy، وكما نعلم فإن استخدام السياسة الانكماشية يكون في أوقات الرخاء والتضخم وذلك بغية تقليل السيولة والقوة الشرائية لدى الجمهور.