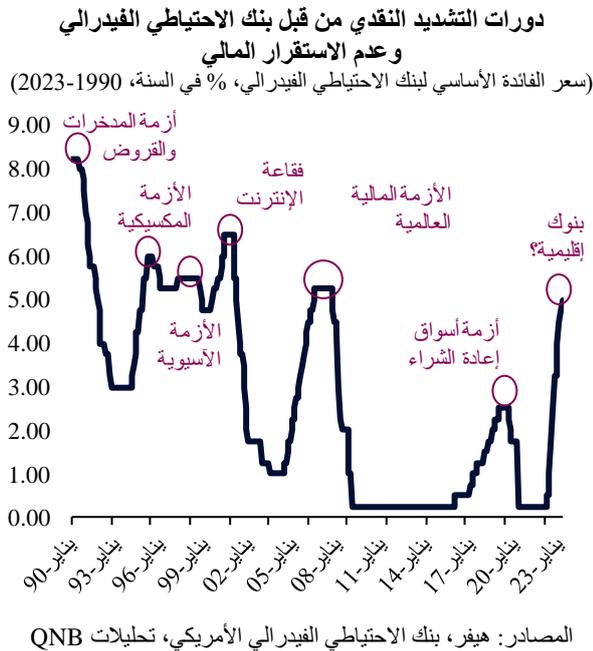


## كيف يمكن لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الموازنة بين مكافحة التضخم وضمان الاستقرار المالي؟



في الأسابيع الأخيرة، بدأت أولى علامات عدم الاستقرار المالي في الظهور، حيث شهدت البنوك الأمريكية الإقليمية التي تكبدت خسائر كبيرة غير محققة في محافظ السندات الخاصة بها تدفقات خارجية كبيرة من الودائع. وأدى هذا الانقراض إلى تهافت على سحب الودائع من مؤسسات أكثر هشاشة، مثل بنك سيليكون فالي ومقره كاليفورنيا وبنك سيغنيتشر في نيويورك. ثم ظهرت مخاوف من انتقال العدوى، واضطرت السلطات الاقتصادية إلى التدخل لتغطية الودائع بالكامل وفتح نافذة جديدة للسيولة. يتيح البرنامج المعلن للتمويل البنكي لأجل محدد (BFTP) للبنوك إيداع سندات الخزينة وسندات الدين الحكومية الأخرى لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي بسعرها الأصلي، مما يمكن المقرضين من تجنب البيع الاضطراري والوفاء بقيمة الودائع.

أدى عدم الاستقرار المالي إلى زيادة الجدل حول ما إذا كان بنك الاحتياطي الفيدرالي مستعداً "للتوقف" مؤقتاً عن رفع أسعار الفائدة أو حتى تخفيضها عاجلاً وليس آجلاً. ونظراً لانخفاض توقعات التضخم وضعف توقعات النمو، أصبح المستثمرون الآن يعتقدون أن بنك الاحتياطي الفيدرالي سيخفض أسعار الفائدة في النصف الثاني من العام. وتشير العقود الأجلة للأموال الفيدرالية إلى تخفيضات بواقع 100 نقطة أساس في أسعار الفائدة بحلول يناير 2024.

ومع ذلك، خلال الاجتماع الأخير للجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في أواخر مارس، قرر مسؤولو بنك الاحتياطي الفيدرالي زيادة أسعار الفائدة بمقدار 25 نقطة أساس إضافية. وعلى نحو هام،

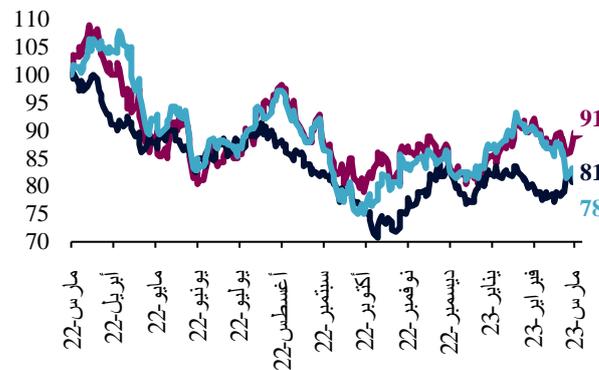
يتعرض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عادة لضغوط لتيسير أو تغيير السياسات النقدية المشددة للغاية، حيث يفضل المستثمرون وعمامة الناس "المكاسب السهلة" أو الأوضاع النقدية الميسرة. ويمكن لأسعار الفائدة المرتفعة والمتصاعدة أن تقيد النشاط الاقتصادي وتزيد من تكلفة رأس المال وتؤدي إلى عمليات بيع لتصفية الأصول طويلة الأجل مثل أسهم النمو والسندات طويلة الأجل والعقارات.

واستجابة للتضخم الذي تجاوز النسبة المستهدفة بفارق كبير، نفذ بنك الاحتياطي الفيدرالي منذ شهر مارس من العام الماضي واحدة من دورات التشديد النقدي الأكثر قوة وغير المتوقعة في تاريخ الولايات المتحدة. وأدى ذلك إلى مفاجآت سلبية وتراجع ملحوظ في أسهم النمو (-9%)، وسندات الخزينة طويلة الأجل (-19%) والأصول العقارية الأمريكية (-22%). وتؤكد هذه الانخفاضات على الحاجة إلى دراسة أعمق للسياسة النقدية لبنك الاحتياطي الفيدرالي وتأثيرها على الاستقرار المالي.

### تطور أسعار الأصول طويلة الأجل

(مطبوعة، مارس 2022 = 100)

- مؤشر راسل 1000 للنمو
- سندات الخزينة الأمريكية لأكثر من 20 سنة
- مؤشر صناديق الاستثمار العقاري الأمريكية



المصادر: بلومبرغ، تحليلات QNB

كجزء طبيعي من دورة التشديد النقدي، يمكن للأوضاع المالية الأكثر تقييداً أن تخلق آثاراً سلبية على الثروة، بل يمكن أن تؤدي هذه العملية في بعض الأحيان إلى عواقب وخيمة غير مقصودة، لا سيما عندما تصبح حركات السوق غير منتظمة، مما يؤدي إلى حالة من عدم الاستقرار المالي، وأزمات انتمان، وركود اقتصادي حاد. في الواقع، تطورت أغلب الأزمات المالية الكبرى في العقود العديدة الماضية خلال فترات ارتفاع وتصاعد أسعار الفائدة.

أنسب. لذلك من المهم أن يبقى بنك الاحتياطي الفيدرالي على سياسة التشديد النقدي لكي يسمح بحدوث انفراج تدريجي في سوق العمل.

ثانياً، يؤدي ضبط أدوات السياسة النقدية المختلفة إلى توفير مساحة لبنك الاحتياطي الفيدرالي للحفاظ على موقف حازم في مكافحة التضخم مع إدارة مخاطر عدم الاستقرار المالي. نعتقد أن التباين بين الهدفين من المرجح أن يؤدي إلى "فصل" أدوات السياسة النقدية. في الماضي، أيد معظم مسؤولي البنوك المركزية الحاجة إلى مواءمة أدوات السياسة، أي أن أسعار الفائدة الرسمية والميزانية العمومية يجب أن تسير في نفس الاتجاه أو يجب على الأقل ألا تتعارض مع بعضها البعض – سواءً عند التيسير أو الحياض أو التشديد النقدي. وقد أدى ذلك إلى قواعد الجمع بين رفع أسعار الفائدة والحفاظ على استقرار الميزانية العمومية أو تخفيضها، على عكس توسيع الميزانية العمومية، الذي يزيد من المعروض النقدي والسيولة في النظام.

خلال الأسابيع القليلة الماضية، أكد بنك الاحتياطي الفيدرالي مجدداً ضرورة تبني نهج مختلف في تطبيق أدوات السياسة النقدية تكون بموجبه سياسة أسعار الفائدة هي الأداة الرئيسية لمكافحة التضخم المرتفع، بينما سيتم تعديل سياسة الميزانية العمومية، بطريقة مستهدفة، من أجل دعم الأسواق المالية المجهدة. وهذا سيسمح بتنفيذ عملية تتسم بمزيد من التنظيم والاستدامة لتعديل السياسة النقدية.

صرح جبروم باول، رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي، بوضوح أن مهمة خفض التضخم لا تزال تمثل أولوية وأن أسعار الفائدة من المتوقع أن ترتفع أكثر.

من وجهة نظرنا، من المقرر أن تظل أسعار الفائدة مرتفعة لفترة أطول. ونتوقع زيادة إضافية بمقدار 25 نقطة أساس في مايو ليلعب سعر الفائدة النهائي على الأموال الفيدرالية نسبة 5.25%. بالإضافة إلى ذلك، لا نتوقع أي تخفيضات في أسعار الفائدة حتى عام 2024 على الأقل، على الرغم من القلق المستمر بشأن عدم الاستقرار المالي.

هناك عاملان يدعمان وجهة نظرنا، حيث ينبغي أن نضع في اعتبارنا أن إطار السياسة النقدية الرسمي لبنك الاحتياطي الفيدرالي يستهدف متوسط معدل تضخم يبلغ 2%.

أولاً، على الرغم من التراجع الكبير في التضخم في الأشهر الأخيرة، من 9.1% في يونيو 2022 إلى 6% في فبراير 2023، لا تزال الظروف غير مواتية لبنك الاحتياطي الفيدرالي لتحقيق النسبة المستهدفة للتضخم. وبصرف النظر عن التباطؤ الاقتصادي المستمر، لا تزال أسواق العمل الأمريكية تعتبر حالياً الأضيق منذ عقود، ويجب أن يحدث اعتدال كبير في نمو الأجور الذي تتراوح نسبته حالياً بين 5 و6% قبل أن يستقر التضخم عند مستويات

## فريق QNB الاقتصادي

### لويز بينتو\*

نائب رئيس مساعد – قسم الاقتصاد

هاتف: 4453-4642 (974+)

\*المؤلف المراسل

### بيرنابي لوبيز مارتين

مدير أول – قسم الاقتصاد

هاتف: 4453-4643 (974+)

**إخلاء مسؤولية:** تم إعداد المعلومات الواردة في هذه المطبوعة ("المعلومات") من قبل بنك قطر الوطني (ش.م.ع.ق) ("QNB") ويشمل هذا المصطلح فروع وشركاته التابعة. يُعتقد بأن هذه المعلومات قد تم الحصول عليها من مصادر موثوقة، ومع ذلك فإن QNB لا يقدم أي ضمان أو إقرار أو تعهد من أي نوع، سواءً كان صريحاً أو ضمنياً، فيما يتعلق بدقة المعلومات أو اكتمالها أو موثوقيتها كما لا يتحمل المسؤولية بأي شكل من الأشكال (بما في ذلك ما يتعلق بالتقصير) عن أي أخطاء أو نقصان في المعلومات. يُخلى QNB بشكل صريح عن مسؤوليته عن كافة الضمانات أو قابلية التسويق فيما يتعلق بالمعلومات أو ملاءمتها لغرض معين. يتم توفير بعض الروابط لمواقع إلكترونية خاصة بأطراف ثالثة فقط لراحة القارئ، ولا يؤيد QNB محتوى هذه المواقع، ولا يعتبر مسؤولاً عنه، ولا يقدم للقارئ أي اعتماد فيما يتعلق بدقة هذه المواقع أو ضوابط الحماية الخاصة بها. ولا يتصرف QNB بصفتها مستشاراً مالياً أو خبيراً استشارياً أو وكلاً فيما يتعلق بالمعلومات ولا يقدم استشارات استثمارية أو قانونية أو ضريبية أو محاسبية. إن المعلومات المقدمة ذات طبيعة عامة، وهي لا تعتبر نصيحة أو عرضاً أو ترويجاً أو طلباً أو توصية فيما يتعلق بأي معلومات أو منتجات مقدمة في هذه المطبوعة. يتم تقديم هذه المطبوعة فقط على أساس أن المتلقي سيقوم بإجراء تقييم مستقل للمعلومات على مسؤوليته وحده. ولا يجوز الاعتماد عليها لاتخاذ أي قرار استثماري. يوصي QNB المتلقي بالحصول على استشارات استثمارية أو قانونية أو ضريبية أو محاسبية من مستشارين محترفين مستقلين قبل اتخاذ أي قرار استثماري. الآراء الواردة في هذه المطبوعة هي آراء المؤلف كما في تاريخ النشر. وهي لا تعكس بالضرورة آراء QNB الذي يحتفظ بحق تعديل أي معلومات في أي وقت ودون إشعار. لا يتحمل QNB أو مديروه أو موظفوه أو ممثلوه أو وكلائه أي مسؤولية عن أي خسارة أو إصابة أو أضرار أو نفقات قد تتجم عن أو ترتبط بأي شكل من الأشكال باعتماد أي شخص على المعلومات. يتم توزيع هذه المطبوعة مجاناً ولا يجوز توزيعها أو تعديلها أو نشرها أو إعادة نشرها أو إعادة استخدامها أو بيعها أو نقلها أو إعادة إنتاجها كلياً أو جزئياً دون إذن من QNB. وعلى حد علم QNB، فإنه لم تتم مراجعة المعلومات من قبل مصرف قطر المركزي أو هيئة قطر للأسواق المالية أو أي جهة حكومية أو شبه حكومية أو تنظيمية أو استشارية سواءً داخل قطر أو خارجها، كما لم يتم QNB بطلب أو تلقي أي موافقة فيما يتعلق بالمعلومات.