

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

العنوان

تقييم فعالية البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي  
- دراسة حالة البنك الفيدرالي الأمريكي -

مذكرة مقدمة إستكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الأستاذ:

د. بلال بوبلوطة

إعداد الطالبتين:

➤ لبنى كسيس

➤ مريم بوخاري

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: حكيم عيان
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: بلال بوبلوطة
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: العيد صوفان

السنة الجامعية 2016-2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وكرهات

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾ (النمل 19)

الحمد لله الذي أعاننا والذي به استعنا وعليه توكلنا الحمد لله الذي يسر سبيلنا وأنار دربنا والصلاة والسلام على معلم البشرية خير قدوتنا وحبينا "محمد صلى الله عمله وسلم" واقتداء بالحديث الشريف "من لم يشكر الناس لم يشكر الله ومن أسدى إليكم معروفا فكافئوه فإن لم تستطيعوا فادعوا له" فإني أوجه عبارات الشكر والامتنان لأستاذنا الكريم الفاضل "بلال بوبلوطة" شكرا على الصبر الجميل والنفس الطويل على سعي صبره معنا وعلى توجيهاته الصائبة وتواضعه الطيب معنا.

كما نشكر أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة المذكرة وإلى كل من كان سببا في الوصول إلى مقامنا هذا فألف شكر وتقدير.

لبيناي = هرييه

الصفحة	المحتويات
	البسمة
	شكر وتقدير
I	فهرس المحتويات.....
V	قائمة الجداول والأشكال.....
أ	مقدمة عامة.....
	<b>الفصل الأول: الإطار النظري للبنوك المركزية</b>
07	تمهيد.....
08	<b>المبحث الأول: ماهية البنك المركزي.....</b>
08	المطلب الأول: نشأة البنك المركزي.....
10	المطلب الثاني: مفهوم البنك المركزي.....
13	المطلب الثالث: ميزانية البنك المركزي.....
15	المطلب الرابع: استقلالية البنك المركزي.....
17	<b>المبحث الثاني: وظائف البنك المركزي.....</b>
17	المطلب الأول: وظيفة الإصدار النقدي.....
19	المطلب الثاني: بنك البنوك.....
20	المطلب الثالث: بنك الحكومة.....
21	المطلب الرابع: الرقابة على الائتمان.....
21	<b>المبحث الثالث: البنك المركزي والسياسة النقدية.....</b>
21	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية.....
23	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية.....
32	المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية.....
35	المطلب الرابع: قنوات إبلاغ السياسة النقدية.....
39	خلاصة الفصل.....

	<b>الفصل الثاني: الاستقرار المالي وآليات تحقيقه</b>
41	تمهيد.....
42	<b>المبحث الأول: ماهية الإستقرار المالي.....</b>
42	المطلب الأول: مفهوم الإستقرار المالي.....
47	المطلب الثاني: أهداف الإستقرار المالي.....
48	المطلب الثالث: تحديات الإستقرار المالي.....
49	المطلب الرابع: علاقة الإستقرار المالي بالإستقرار الإقتصادي والنقدي.....
51	<b>المبحث الثاني: أسباب ومظاهر عدم الإستقرار المالي.....</b>
51	المطلب الأول: أسباب عدم الإستقرار المالي.....
52	المطلب الثاني: مظاهر عدم الإستقرار المالي.....
53	المطلب الثالث: المخاطر التي تواجه النظام المالي ومظاهرها.....
57	المطلب الرابع: تحليل سلامة الإستقرار المالي.....
62	<b>المبحث الثالث: البنك المركزي والحفاظ على الإستقرار المالي.....</b>
62	المطلب الأول: دور البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي.....
63	المطلب الثاني: دور الإدارة الرشيدة للبنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي...
65	المطلب الثالث: وسائل البنوك المركزية لتحقيق الإستقرار المالي.....
66	المطلب الرابع: الإجراءات التي تساهم في الحفاظ على الإستقرار المالي.....
69	خلاصة الفصل.....
	<b>الفصل الثالث: دور البنك الفيدرالي في تحقيق الإستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية</b>
71	تمهيد.....
72	<b>المبحث الأول: لمحة تاريخية عن البنك الفيدرالي الأمريكي.....</b>
72	المطلب الأول: نشأة البنك الفيدرالي الأمريكي.....
73	المطلب الثاني: تعريف البنك الفيدرالي الأمريكي.....
73	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبنك الفيدرالي الأمريكي.....
75	المطلب الرابع: وظائف البنك الفيدرالي الأمريكي.....

79	المبحث الثاني: الأدوات المتبعة من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي لتحقيق الاستقرار المالي.
79	المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي.....
85	المطلب الثاني: سياسة معدلات الفائدة الصفرية.....
91	المطلب الثالث: سياسة معدلات الفائدة السالبة.....
95	المبحث الثالث: أثر السياسات المتبعة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي على الإستقرار المالي
95	المطلب الأول: معدل التضخم.....
98	المطلب الثاني: معدل البطالة.....
100	المطلب الثالث: سعر الصرف.....
102	المطلب الرابع: السوق المالي.....
109	خلاصة الفصل.....
111	الخاتمة العامة.....
116	قائمة المراجع.....
	الملخص

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
13	موجز لميزانية البنك المركزي	(01-01)
55	مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة	(02-02)
59	مؤشرات السلامة المالية	(03-02)
61	مؤشرات الحيطة الكلية	(04-02)
93	معدلات الفائدة المطبقة من قبل بعض البنوك المركزية	(05-03)

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
50	العلاقة بين الإستقرار المالي والإستقرار النقدي	(01-02)
82	مراحل تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية	(02-03)
82	الميزانية العمومية للبنك الفيدرالي الأمريكي	(03-03)
95	معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية من 2008 إلى 2017	(04-03)
97	مؤشر أسعار المستهلكين شهريا من جانفي 2013 إلى جانفي 2017	(05-03)
98	معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية من 2008 إلى 2016	(06-03)
101	سعر صرف الدولار مقابل اليورو من 2007 إلى 2016	(07-03)
103	مؤشر داو جونز من 2013 إلى 2017	(08-03)
105	مؤشر ستاندرد أند بورز من 2013 إلى 2017	(09-03)
108	مؤشر ناسداك من 2013 إلى 2017	(10-03)



تعتبر التطورات التي شهدتها العالم في القرن الماضي وكذا تنامي الرأسمالية مع زيادة النمو والعولمة المالية، كل هذا أثر على المتغيرات والمؤشرات الإقتصادية الكلية والمالية، والتي أدت إلى بزوغ أزمة مالية حادة لم يشهد العالم نظيراً لها، حيث أظهرت الأزمة المالية لسنة 2008 الآثار المدمرة لعدم الإستقرار المالي خاصة في الدول المتقدمة، لذلك إهتمت حكومات هذه الدول بضرورة تحقيق الإستقرار المالي كهدف أساسي من أهداف السياسة العامة للحكومة، إذ يتعين على السلطات أن تؤدي دورها بنجاح لتحقيق الإستقرار المالي من خلال تحديد التهديدات التي تواجهه بفعالية. حيث يعتبر تحديد مواطن الضعف في القطاعين المالي وغير المالي والصدمات المحتملة جزء حيوي وهام من عمل البنك المركزي لذلك تم إضافة هدف الإستقرار المالي كهدف ثاني للبنك المركزي الى جنب هدف تحقيق الإستقرار النقدي.

فعلی الرغم من أن الهدف الأساسي التقليدي للبنك المركزي هو تحقيق الإستقرار العام في مستوى الأسعار، إلا أن البنك المركزي يمكنه إستخدام الأدوات التي تهدف أساساً إلى الحفاظ على إستقرار الأسعار وأسعار الفائدة وعمليات السوق في بعض الأحيان لتعزيز الإستقرار المالي، كما انه يمكن للبنك المركزي الحفاظ على الإستقرار المالي من خلال التنظيم الإحترازي والإشراف ونظام التامين على الودائع حيث تزدت أهمية البنك المركزي في الحفاظ على الإستقرار المالي نتيجة إرتباط الهدفين ببعضهما البعض.

إن إستقرار الأسعار يدعم الإستثمار والنمو المستدام، لذلك يمكن إعتباره إسهاماً أساسياً لتحقيق الإستقرار المالي، فالبنك الفيدرالي الأمريكي كغيره من البنوك المركزية إتخذ الأدوات النقدية غير التقليدية الملاذ الأخير له بعد ثبوت عدم نجاعة الأدوات النقدية التقليدية في مواجهة وتقييم إختلالات الأزمة المالية، وذلك من خلال إتباع برامج مالية وتحفيزية من أجل زيادة المعروض النقدي وضخ الإقتصاد بالسيولة، وكذلك تخفيض معدلات الفائدة في حدود الصفر في محاولة منه لإنعاش الإقتصاد الأمريكي وتحقيق إستقرار النظام المالي ككل.

وهذا يضعنا أمام إشكالية هذه الدراسة، والتي يمكن إبرازها في السؤال الرئيسي التالي:

**كيف تدخل البنك المركزي الفيدرالي في تحقيق الإستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008؟**

إن الإجابة على التساؤل الرئيسي يمر عبر الإجابة على مجموعة من التساؤلات الفرعية والتي يمكن أن نذكر منها مايلي:

- ما المقصود بالبنك المركزي؟ وما هي وظائفه؟
  - كيف تساهم البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي من خلال السياسة النقدية؟
  - ما هو الإستقرار المالي؟ وما هي مظاهره؟
  - ما هي أهم الإجراءات التي إتبعها البنك الفيدرالي الأمريكي في تحقيق الإستقرار المالي؟
- ✓ **فرضيات الدراسة**
- يتمثل الإختلاف بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية في الأهداف؛
  - العلاقة بين السياسة النقدية والإستقرار المالي تتضح من خلال الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية؛
  - نجح البنك الفيدرالي الأمريكي في تحقيق الإستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.
- ✓ **أهمية الدراسة**
- تكمن أهمية الموضوع في مايلي:
- الدور الذي تلعبه البنوك المركزية من أجل تحقيق الإستقرار المالي وهذا لملاحظة وإكتشاف المخاطر والعوائق التي تواجهها.
- ✓ **أهداف الدراسة**
- تهدف هذه الدراسة إلى:
- معرفة مستوى الترابط الموجود بين البنوك المركزية والإستقرار المالي ومدى نجاح السياسات المطبقة للتخفيف من الإختلالات والأزمات؛
  - إبراز دور البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي؛
  - معرفة أهداف السياسة النقدية والذي يتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار؛
  - معرفة فعالية الأدوات المستخدمة من طرف البنوك المركزية لتحقيق الإستقرار المالي اي الخروج من الأزمات المالية التي تصيب النظام المالي والإقتصادي؛
  - إكتساب معارف جديدة متعلقة بكيفية عمل البنوك من البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.
- ✓ **دوافع إختيار الموضوع**
- يعود إختيارنا لهذا الموضوع لعدة أسباب نذكر منها مايلي:
  - الأهمية البالغة للموضوع ؛
  - الرغبة والميول الشخصي في تناول هذا النوع من الدراسات والمواضيع؛

- ديناميكية الموضوع وصفته بالتجديد والاستحداث.

### ✓ منهج الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة تم الإعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي، للأمام بالجوانب النظرية للدراسة، ثم إستخدمنا المنهج الإحصائي لتحليل وتفسير فعالية السياسات المطبقة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي في تحقيق الإستقرار المالي.

### ✓ صعوبات الدراسة

من الجدير بالذكر في البداية انه تقريبا لا يوجد بحث أكاديمي إلا ويعترضه شكل من أشكال الصعوبات العلمية والعملية على إختلاف درجاتها وإن كانت الصعوبات العلمية تعتبر أحد مقاصد البحث العلمي وأهدافه للوصول إلى تذليلها أمام أي بحث في المستقبل، فإن واقع الصعوبات العملية هو الذي يعجز البحث إلى درجة كبيرة وفي أحيان كثيرة عن تجاوزها حتى بعد نهاية البحث، فالصعوبات التي تلقينها في هذا البحث المتواضع لا تختلف في جوهرها عن تلك المألوفة لدى جل الباحثين ويمكن إستدراجها فيمايلي:

- قلة المراجع وخاصة المتعلقة بالإستقرار المالي؛

- صعوبة ترجمة المراجع الأجنبية.

### ✓ الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة في ما يتعلق بدور البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي نجد:

1- دراسة Masahiro Kawai و Peter J. Morgan سنة 2012 تحت عنوان: البنوك المركزية لتحقيق

الإستقرار المالي في آسيا

" banking for financial stability in asia"

والمنشورة كورقة عمل في Asian Development Bank Institute حيث كانت إشكالية هذه

الدراسة في ما تتمثل أدوات البنوك المركزية في الحفاظ على الإستقرار المالي؟ .

من أهم النتائج المتوصل إليها أن لدى البنوك المركزية أدوات مختلفة لتحقيق الإستقرار المالي

بما في ذلك المعايير وأدوات السياسة النقدية "غير التقليدية"، وأدوات التدخل في سوق العملات، وفي

بعض الحالات السلطة الإشرافية، وأدوات السلامة الإحترازية الكلية. وفي حالة وقوع أزمة يمكن للبنوك

المركزية اللجوء إلى التدابير التقليدية من خلال تخفيض سعر الفائدة، وإذا لم تكن هذه التدابير كافية، يلجأ إلى مجموعة من التدابير غير التقليدية المتمثلة في التيسير الكمي والتسهيلات الائتمانية.

2- دراسة Carlos Acevedo سنة 2012 تحت عنوان: دور البنوك المركزية في الاستقرار المالي

### "The Role of Central Banks in Financial Stability"

حيث عالجت إشكالية هذه الدراسة دور البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي. من أهم النتائج المتوصل إليها أن دور البنوك المركزية للحفاظ على الإستقرار المالي يتمثل في إتباع السياسات التقليدية للحد من التدفقات الرأسمالية المزعزعة للإستقرار وإدارة السيولة العالمية، فضلا عن إتباع التدابير الاحترازية الكلية للحفاظ على إستقرار النظام المالي.

3- دراسة Garry Schinasi سنة 2005 تحت عنوان: الحفاظ على الإستقرار المالي "

### "Safeguarding Financial Stability"

ومن أهم النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة أن الحفاظ على الإستقرار المالي يكون عن طريق تحليله وتقييمه وذلك عن طريق تحديد مصادر الخطر الداخلية والخارجية، ويعتمد في ذلك على العديد من الأدوات المختلفة.

#### ✓ أقسام الدراسة:

حتى تتمكن من الإلمام والإحاطة بكل جوانب البحث والإجابة عن الإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية إرتأينا أن نتناول في هذا البحث ثلاثة فصول رئيسية :

- **الفصل الأول:** يتناول الفصل الأول الإطار النظري للبنوك المركزية وقد قسم إلى ثلاث مباحث، إذ تطرقنا في المبحث الأول ماهية البنك المركزي، ثم خصص المبحث الثاني لوظائف البنك المركزي، ثم تناولنا في المبحث الثالث البنك المركزي والسياسة النقدية.

- **الفصل الثاني:** تناول الفصل الثاني الإستقرار المالي وقد قسم إلى ثلاث مباحث حيث تضمن المبحث الأول ماهية الإستقرار المالي أما المبحث الثاني فتطرقنا إلى أسباب ومظاهر عدم الإستقرار المالي، بينما تناولنا في المبحث الثالث البنك المركزي والحفاظ على الإستقرار المالي.

- **الفصل الثالث:** الفصل الثالث تضمن دور البنك الفيدرالي في تحقيق الإستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد قسم هذا الفصل أيضا إلى ثلاث مباحث، تضمن المبحث الأول لمحة تاريخية عن البنك الفيدرالي الأمريكي أما المبحث الثاني فتضمن الأدوات المتبعة من قبل البنك الفيدرالي

الأمريكي، بينما تناولنا في المبحث الأخير دراسة تحليلية لأثر السياسات المتبعة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي على الإستقرار المالي.

## تمهيد

يعتبر البنك المركزي الدعامة التي يقوم عليها أي نظام بنكي، والأداة الرئيسية التي تتخذ بواسطتها الحكومة لتنفيذ سياستها النقدية والإئتمانية على الإقتصاد الوطني، فالبنك المركزي هو صاحب الإمتياز في إصدار النقود وتحديد نسبة وحجم الإئتمان.

إن وجود البنوك المركزية لم يحدث إلا في بداية القرن العشرين، ففي حقيقة الأمر هي حوصلة أو نتيجة للتطور التاريخي الذي عرفته البنوك التجارية قبلا، فالبنك المركزي كان في الأصل بنكا تجاريا ويمرور الوقت ونتيجة لتطور العمل المصرفي إتسع نطاق بنك الإصدار وتعددت وظائفه، ثم ظهر بشكل جلي وأعم مصطلح البنك المركزي.

وسيتيم في هذا الفصل تناول مختلف جوانب الموضوع من خلال تقسيم الفصل إلى ما يلي:

**المبحث الأول:** ماهية البنك المركزي؛

**المبحث الثاني:** وظائف البنك المركزي؛

**المبحث الثالث:** البنك المركزي والسياسة النقدية.

## المبحث الأول: ماهية البنك المركزي

يمثل البنك المركزي قمة الجهاز المصرفي في البلاد، وقد نشأت هذه البنوك كمرحلة أخيرة من مراحل التطور النقدي، حيث يقوم بوظيفة الإصدار النقدي والحفاظ على قيمة العملة الوطنية.

## المطلب الأول: نشأة البنك المركزي

## أولاً: نشأة البنوك المركزية قبل القرن العشرين

لم تشهد البنوك المركزية تطور منتظم، ففي القديم توالى بنك واحد موقع البنك المركزي، إما لأنه كان يتمتع بإصدار العملة لوحده، (لاستحواذه على الجزء الأكبر من عملية الإصدار) أو لأنه كان بنك للحكومة ففي السابق لم يطلق على هذه البنوك إسم البنوك المركزية، كما هو عليه الحال الآن، وكانت المهمة الرئيسية لهذه الأخيرة الإشراف وتنظيم إصدار النقود الورقية وتأمين الإحتياجات المالية للدولة، ولم تكون تتمتع بدور مراقبة السيولة لتحقيق الإستقرار في الأسعار، وبمرور الزمن تمتعت البنوك بوظائف أخرى حيث أصبح يطلق عليها إسم البنوك المركزية، وترجع الجذور التاريخية لنشأتها إلى منتصف القرن 17<sup>1</sup>.

ومن أهم البنوك المركزية العالمية التي أنشأت في هذه الفترة نجد:<sup>2</sup>

**1- بنك السويد المركزي (1668):** وهو أول مصرف مركزي تأسس عام 1668 بهدف تقديم القروض للحكومة مقابل إعطائه الحق في إصدار العملة، حيث كانت وظيفته الرئيسية خلال نشأته هي إصدار النقود، وتم تثبيت ذلك عام 1809 وفي عام 1897 تم حصر النقود بصورة تامة من طرف البنك.

**2- بنك إنجلترا المركزي (1694):** تأسس بنك إنجلترا عام 1694، وهو شركة خاصة أنشأت بمرسوم ملكي بغرض منح التمويل لخزانة الملك، وكان بنك إنجلترا أول بنك له الخبرة في فن الصيرفة المركزية، حيث أصبح محتكراً جزئياً لإصدار النقود، وأصبحت النقود الورقية الصادرة من قبله هي العملة القانونية الوحيدة، وكانت وظيفة الإصدار الجزئي ووظيفة بنك إنجلترا كمصرف للحكومة ووكيلها، وهي وظائف مارسها البنك بشكل أفضل من البنوك الأخرى، لذا لم تعد البنوك الأخرى منافساً مؤثراً كبنك إنجلترا المركزي وفي عام 1845، زاد مركز بنك إنجلترا عندما تبنى وظيفة تسوية المقاصة بين البنوك التجارية من خلال إجراء تسويات في حساباتها كما إستخدم سعر الفائدة كوسيلة للتأثير على إئتمان البنوك التجارية وحل الأزمات المالية مما أعطى له سمعة وإحترام من قبل البنوك الأخرى.

<sup>1</sup>- محمود حسين الوادي، احمد عارف العساف، الإقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 227.

<sup>2</sup>- يسرى مهدي السامراتي، زكريا مطلق الدوري، الصيرفة المركزية والسياسة النقدية، مطابع اليتار، ليبيا، 2003، ص ص 14، 19.

- **بنك فرنسا المركزي (1800):** أسس نابليون بونابرت بنك فرنسا المركزي لمواجهة الركود الذي تعرضت له خلال الثورة الفرنسية، والهدف الأساسي لنشوئه هو قيامه بعملية إصدار النقد حيث في عام 1848 قام البنك الفرنسي بإصدار النقود، وبذلك أصبح المحنكر الوحيد لإصدار العملة.
- 4- بنك هولندا المركزي (1814):** في عام 1814 تأسس البنك الهولندي لمواجهة إنعدام الثقة في العملة الوطنية، ولتمكين الأفراد والمؤسسات من الحصول على القروض، وقد منح هذا البنك حق إصدار العملة لوحده وكمصرف للحكومة.
- 5- بنك النمسا المركزي (1817):** في عام 1817 تأسس البنك المركزي النمساوي نتيجة لتدهور النظام النقدي وانخفاض قيمة العملة النمساوية إنخفاضاً حاداً، وكان الهدف من تأسيسه معالجة التدهور والسيطرة على عملية إصدار النقد والسياسة المالية.
- وفي نفس السنة تم تأسيس البنك المركزي النرويجي كشركة مساهمة برأس مال خاص حيث منح هذا المصرف إمتياز عملية حق إصدار النقد من طرف ملك النرويج.
- 6- البنك المركزي الدنماركي (1818):** تأسس البنك المركزي الدانمركي، حيث أصبح محتكراً لإصدار النقود وكمصرف للحكومة وحل محل بنك الدولة الذي أنشأته الحكومة في 1813، حيث قام البنك المركزي بسحب النقود الورقية المصدرة من قبل الحكومة بسبب تدهور قيمتها وإصدار نقود جديدة بدلا منها، وبالتالي أصبح البنك الوحيد المحتكر للعملة الوطنية.
- 7- البنك المركزي البلجيكي (1850):** في عام 1850 تم تأسيس البنك المركزي البلجيكي، وهو شركة مساهمة خاصة ولكن تعيين المحافظ يتم من قبل الحكومة، حيث يعتبر المصرف الوطني الوحيد الذي له الحق بالقيام بإصدار النقد.
- 8- بنك إسبانيا المركزي (1856):** تأسس البنك المركزي الإسباني عام 1856، وكان واحد من المصارف الإسبانية التي لها الحق في إصدار النقد، واستمر بالعمل سوية مع المصارف الأخرى إلى عام 1873 حيث منح إحتكار إصدار النقد بمفرده.
- 9- بنك روسيا المركزي (1860):** تم تأسيس البنك المركزي الروسي كمصرف دولة بهدف توحيد التداول النقدي إضافة إلى منح القروض للإمبراطورية الروسية، وأعطى للبنك حق الإصدار النقدي والعمل على الحفاظ على قيمة النقود.
- 10- بنك ألمانيا المركزي (1876):** في عام 1876 تأسس بنك الرايخ بألمانيا، حيث اعتبر بنك بروسيا الذي سمي بنك الرايخ بمثابة بنك مركزي يقوم بالإصدار ويعمل كصيرفي للحكومة الإمبراطورية ويضع سياسة أسعار الفائدة للحفاظ على إحتياطات الذهب والتأثير على هيكل الائتمان.



**11- بنك اليابان المركزي (1882):** تم تأسيس البنك المركزي الياباني، والسبب هو إعادة النظام النقدي إلى حالة الإستقرار، بعد أن شهد اضطرابات نتيجة لتوسع البنوك التجارية في إصدار النقود والذي أدى إلى حدوث مشاكل إقتصادية وزعزعة ثقة الأفراد في النقود اليابانية.

**12- بنك إيطاليا المركزي (1893):** في عام 1893 أنشأ بنك إيطاليا من خلال دمج ثلاثة من أكبر البنوك في ذلك الوقت، واستمر العمل في هذا البنك كشركة مساهمة، ولم يتم تحويلها حق إصدار النقود دون سائر البنوك حتى عام 1926.

### ثانياً: نشأة البنوك المركزية بعد القرن العشرين

لم تكن هناك بنوك مركزية في بعض البلدان في القرن العشرين، فقد كان لكل بنك في الولايات الأمريكية الحق في إصدار النقد مقابل ودائع بسندات حكومية ولم تعمل هذه البنوك كصيرفي للحكومة أو كوكيل لها، أو كملجأ أخير للإقراض، وقد كانت الأزمة المالية التي حدثت في أمريكا عام 1907 سبباً مهماً في التحول من الصيرفة اللامركزية إلى الصيرفة المركزية من خلال تأسيس الصيرفة المركزية لأمريكا عام 1914 بإنشاء (12) بنك مركزي إحتياطي فيدرالي.

وفي المؤتمر المالي الدولي الذي عقد في عام 1920 في بروكسل من أجل البلدان التي لا توجد فيها بنوك مركزية، حيث شرع في إنجازها من أجل تحقيق الإستقرار في عملاتها، وتبع ذلك إنشاء البنك الإحتياطي الإفريقي عام 1921 وإنشاء العديد من البنوك المركزية في البلدان العربية مثل:

البنك المركزي العراقي في عام 1949، ومؤسسة النقد السعودي عام 1957 والبنك المركزي الأردني عام 1962<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: مفهوم البنك المركزي

#### أولاً: تعريف البنك المركزي

قدم بعض الإقتصادييين تعاريف مختلفة للبنوك المركزية، ترتبط تلك التعاريف مع الوظائف التي تقوم بها، ومن أهم التعاريف الشائعة للبنوك المركزية هي:

**التعريف الأول:** عرفت فيراسميت (Vera Smith) البنوك المركزية بأنها " هي النظام المصرفي الذي يوجد فيه بنك واحد، وله السلطة الكاملة على إصدار النقد ". حيث أكدت على وظيفة إصدار النقد<sup>2</sup>.

**التعريف الثاني:** وجاء تعريف سايرز (Sayers) "البنك المركزي هو عضو أو جزء من الحكومة الذي

<sup>1</sup>- هيل عجمي الجنابي، رمزي ياسين أرسلان، النقود والمصارف النظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر وتوزيع، الاردن، 2009، ص ص 177، 178.

<sup>2</sup>- يوسف حسن يوسف، البنوك المركزية ودورها في إقتصاديات الدول، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015، ص 24.

يأخذ على عاتقه إدارة العمليات المالية للحكومة وبواسطة إدارة هذه العمليات يستطيع التأثير في سلوك المؤسسات المالية، بما يجعلها تتوافق مع السياسة الإقتصادية للدولة " وهذا التعريف ركز على وظيفة المصرف المركزي كبنك الحكومة<sup>1</sup>.

**التعريف الثالث:** كما عرفها جونسى (Jauncy) على أنها " البنك الذي يعتبر المقاصة هي العملية الرئيسية له " يتضح أن وظيفة إجراء التسويات بين حسابات البنوك هي الأساس لجونسى<sup>2</sup>.

**التعريف الرابع:** في حين عرف دي كوك (Decock) البنوك المركزية بأنها " البنك المركزي هو البنك الذي يقنن ويحدد الهيكل النقدي والمصرفي بحيث يحقق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني، من خلال قيامه بوظائف متعددة، كتقنين العملة والقيام بإدارة العمليات المالية الخاصة بالحكومة، إحتفاظه بالإحتياطيات النقدية للبنوك التجارية واحتياطيات الدولة من العملات الأجنبية، وخدمة البنوك التجارية من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية، وقيامه بدور المقرض للبنوك التجارية وإنجاز أعمال المقاصة بين البنوك التجارية والقيام بالتنظيم والتحكم في الائتمان بما يتلاءم ومتطلبات الإقتصاد الوطني، وتحقيق أهداف السياسة النقدية<sup>3</sup>.

ومن جهة أخرى يمكن تعريف البنك المركزي " بأنه منشأة مصرفية لا تضع الربح في إعتبارها بقدر ما تهدف إلى تدعيم النظام النقدي والإقتصادي في الدولة، ونظرا لأهمية هذا الهدف فإن البنك المركزي يجب أن يكون رأس مالها مملوكا للدولة وفي البلاد التي لا تكون فيها هذه البنوك ملك للدولة فإن الدولة تخضعها لرقابتها، وبصفة عامة يتصف البنك المركزي بأنه بنك الإصدار وبنك البنوك وبنك الدولة فضلا عن كونه أداة إشرافية ورقابية على الجهاز المصرفي<sup>4</sup>.

ومن خلال ما سبق يعرف البنك المركزي بأنه مؤسسة مصرفية ومالية عامة وحيدة تقف على قمة الجهاز المصرفي وتحثل الصدارة في الجهاز المصرفي، حيث تشكل البنوك المركزية مكانا رئيسا في الأسواق المالية في العالم، حيث يتولى أمر السياسة الإئتمانية والمصرفية في الدول ويشرف على تنفيذها، وهو بنك لا يتعامل مع الجمهور وبقصر تعامله مع الحكومات والبنوك، والهدف الرئيسي في البنك المركزي، ليس تحقيق الربح الخاص كما هو الحال في البنوك التجارية ولكن هدفه تحقيق سلامة واستقرار النظام النقدي والمصرفي في الدولة.

<sup>1</sup> ضياء مجيد موساوي، الإقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007، ص244.

<sup>2</sup> زكريا الدوري، يسري السامراتي، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوني للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 25.

<sup>3</sup> تامر علوان المصلح، علم الإقتصاد الجزئي والكلّي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 261.

<sup>4</sup> إياد عبد الفتاح النسور، أساسيات الإقتصاد الكلّي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 125.

ثانياً: خصائص البنك المركزي

يتمتع البنك المركزي بمجموعة من الخصائص المميزة له والتي تعكس دوره وأهميته في الإقتصاد الوطني ومن هذه الخصائص ما يلي<sup>1</sup>:

- البنك المركزي المصدر الوحيد والمستقل والمشرف على إصدار النقود مع وجود فروع أخرى له في المدن المحلية، تسهل من مهامه وتجعله أكثر دقة وتنظيماً؛
- البنك المركزي لا يتعامل مباشرة مع الأفراد فهو لا يقبل ودائع الأفراد ولا يمنح التسهيلات مقارنة بالبنوك التجارية؛
- يختلف هدف البنك المركزي عن البنوك التجارية أو المشروعات الخاصة من حيث تحقيق الربح فيتمثل هدفه في تحقيق مصلحة الإقتصاد من خلال تنظيم الائتمان ومراقبته وكذلك إتباع السياسات النقدية وبالتالي فهو لا يضع ضمن أولوياته تحقيق الربح في تعاملاته؛
- يقع البنك المركزي في قمة الجهاز المصرفي وذلك لقدرته على إصدار النقود والرقابة على الائتمان من خلال الرقابة على البنوك التجارية والتأثير في قدرتها على خلق النقود؛
- هناك علاقة وثيقة بين البنك المركزي والحكومة في كونه الموجه العام للإقتصاد فالدولة هي التي تتولى إدارتها والإشراف عليها من خلال القوانين التي تسنها والتي تحدد بموجبها أغراضها وواجباتها، وتشارك مع الحكومة في رسم السياسة النقدية وتنفيذ هذه السياسة عن طريق التدخل والتوجيه والمراقبة؛
- يتمتع البنك المركزي بالقدرة على تحويل الأموال الحقيقية إلى أموال نقدية ولها القدرة على الهيمنة على إصدار النقد وعملية الائتمان في الإقتصاد؛
- يمثل البنك المركزي المؤسسة المحنكرة لعملية إصدار النقود في جميع دول العالم؛
- البنوك المركزية لها علاقة وثيقة بالبنوك التجارية والمتخصصة تمتلك السلطة والأساليب المختلفة التي تمكنها من التأثير على أنشطة وفعالية هذه البنوك بهدف تحقيق السياسة الإقتصادية للدولة؛
- إستقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية بعيداً عن تدخل السلطة التنفيذية، حيث ترتبط إستقلالية البنك المركزي بطبيعة أهداف السياسة النقدية، فبقدر ما تكون متصلة بغرض إستقرار الأسعار بقدر ما تكون مستقلة، حيث يعبر عن مدى إستقلاليتها، وذلك لأن العمل على تحقيق هذه الأهداف يمكن أن يعيق السلطة التنفيذية في تحقيق هدفها الرئيسي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- فلاح حسين وآخرون، إدارة البنوك، دار وائل للنشر وتوزيع، الأردن، 2008، ص 27.

<sup>2</sup>- زكريا الدوري، يسرى السامراتي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

المطلب الثالث: ميزانية البنك المركزي

إن ميزانية البنك المركزي تبين مصادر أموال البنك وأوجه استخدام هذه المصادر، وهي لا تختلف عن ميزانية أي بنك آخر من حيث بنود مكوناتها التي تشمل على المطلوبات (المصادر، الخصوم) والموجودات (الاستخدامات، الأصول) وإن الإختلاف الأساسي بين ميزانية البنك المركزي وميزانية البنك التجاري أو البنوك والمؤسسات الأخرى يتمثل في المكونات الرئيسية لجانبي الأصول والخصوم وبالذات فيما يتعلق بالإحتياطات النقدية وأثرها على عرض النقد والسيولة المحلية، فضلا عن أهمية مستحقات البنك المركزي على الحكومة، وبغية التعرف على طبيعة وأهمية نشاط البنك المركزي نستعين بالجدول رقم(1) الذي يبين موجز لميزانية البنك المركزي<sup>1</sup>.

الجدول رقم(1): موجز لميزانية البنك المركزي

الأصول	الخصوم
1- الموجودات الأجنبية.	1- الإحتياطات النقدية
2- حقوق على الحكومة (مستحقات حكومية).	أ- عملة متداولة.
3- حقوق على المصارف التجارية.	ب- ودائع المصارف التجارية.
4- حقوق على المؤسسات الأخرى.	ج- ودائع المؤسسات الأخرى.
5- موجودات أخرى.	1- الودائع الحكومية.
	2- المطلوبات الأجنبية.
	3- حسابات رأي المال.
	4- المطلوبات الأخرى.

المصدر: زكريا الدوري، يسري السامراتي، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوني للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص178.

ومن خلال ما تم التطرق إليه في الجدول سيتم شرح أهم عناصر الميزانية من أصول وخصوم.

أولاً: جانب الأصول (الموجودات)

ويبين هذا الجانب من ميزانية البنك المركزي استخدامات البنك ومجوداته و التي تتمثل فيما يلي:

- الموجودات الأجنبية: الذهب، العملات الدولية (النقد الأجنبي)، ودائع البنك لدى المصارف الأجنبية وحدات حقوق السحب الخاصة، إحتياطات البنك لدى صندوق النقد الدولي، الإستثمارات الأجنبية؛

<sup>1</sup>- ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، 2013، ص 70.

- حقوق على الحكومة (مستحقات حكومية): هذه الحقوق تعكس إقتراض الحكومة من البنك المركزي لتمويل إنفاقها سواء كانت قروض مباشرة أو إقتراض حكومي غير مباشر؛
- الحقوق على المصارف: وهي عبارة عن القروض التي يمنحها البنك المركزي للمصارف التجارية عن طريق قيامه بخصم الأوراق المالية المقدمة اليه من طرف المصارف التجارية؛
- الحقوق على المؤسسات الأخرى: وتتمثل في القروض التي يقدمها البنك المركزي لبقية المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى؛
- الموجودات الأخرى: وتضم بقية الموجودات الأخرى الخاصة بالبنك المركزي كالمباني والأجهزة وغيره<sup>1</sup>.

#### ثانياً: جانب الخصوم

- ويمثل هذا الجانب مطلوبات البنك المركزي ومصادر أمواله والتي تتمثل في:
- الإحتياطيات النقدية ( القاعدة النقدية): وتتكون الإحتياطيات النقدية من مصدريين: الأول يتمثل في العملة المتداولة التي أصدرها البنك المركزي، والمصدر الثاني يتمثل في إحتياطيات المصارف لدى البنك المركزي؛
- الودائع الحكومية: وهي عبارة عن الودائع التي تحتفظ بها الحكومة لدى البنك المركزي حيث يتولى تنظيم حساباتها وقبول ودائعها دون باقي المؤسسات المصرفية الأخرى؛
- المطلوبات الأجنبية: وتتمثل في إلتزامات البنك المركزي إتجاه العالم الخارجي وهذه الإلتزامات تنحصر في الجوانب التالية:

أ- وحدات حقوق السحب الخارجية.

ب- حساب صندوق النقد الدولي.

ج- إتفاقية الدفع الثنائية.

- حساب رأس المال: وتمثل الموارد الذاتية للبنك المركزي وهي عبارة عن رأس المال والإحتياطيات وهي لا تشكل مصدر رئيسي لنشاطه، بل يعتمد على موارد أخرى في تمويل نشاطه المصرفي والإئتماني؛
- المطلوبات الأخرى: وتمثل بقية المطلوبات الأخرى على البنك المركزي مثل شرائه لأصول معينة بواسطة أحد المصارف التجارية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - محب خلقة توفيق، الإقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص 210، 211.

<sup>2</sup> - عيد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات النقود والبنوك الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص ص 257، 258.

## المطلب الرابع: إستقلالية البنك المركزي

تعتبر استقلالية البنوك المركزية من أهم وأكثر الموضوعات المطروحة على الساحة المصرفية منذ سنوات مضت وحتى الوقت الراهن وان الإستقلالية تزيد من مصداقية البنوك المركزية وفعالية السياسة النقدية.

## أولاً: تعريف إستقلالية البنك المركزي

هناك عدة تعاريف لإستقلالية البنك المركزي نذكر منها:

- 1- إستقلالية مؤسسية: تعني إستقلالية التعليمات والأوامر عن الحكومة والبرلمان.
- 2- إستقلالية الأدوات: وتعني الحرية في إستخدام أدوات السياسة النقدية بما يتلاءم والسياسة الإقتصادية اللازمة لزيادة كفاءة الإقتصاد القومي.
- 3- إستقلالية شخصية: يقصد بها تعيين الأشخاص المكلفين بصيغة القرار من الأعضاء الذين يستقلون في آرائهم عن رأي آخر خارج البنك المركزي.

وفي ضوء الإطار العام الذي يحدد مكونات إستقلالية البنك المركزي، فإن مفهوم الإستقلال القانوني للبنك المركزي يتمثل في تحديد السلطات ومسؤوليات البنك المركزي بصورة قانونية والفصل بينهما وبين سلطات ومسؤوليات المؤسسات الأخرى بالدولة بشكل يمكن البنك المركزي من إدارة السياسة النقدية بفعالية نحو تحقيق الإستقرار الإقتصادي<sup>1</sup>.

كما يمكن تعريف إستقلالية البنك المركزي على أنها:

" حرية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية دون الخضوع للإعتبارات أو التدخلات السياسية من قبل الحكومة من خلال منحه حرية التصرف بشكل تام في رسم وتنفيذ سياسته النقدية، وهي بهذا لا تعني الإنفصال التام بين البنك المركزي والحكومة و إنما يكون هناك إتفاق وتنسيق في تحديد أهداف السياسة النقدية بينهما"<sup>2</sup>.

ومن جهة أخرى تعرف إستقلالية البنك المركزي بأنها " قدرة المصرف على إتخاذ قراراته بمعزل عن تأثير الحكومة المتمثلة بصورة مباشرة في وزارة المالية والخزينة أو الساسة كرئيس الدولة أو مجلس الشيوخ كما تتبع إستقلالية المصرف المركزي من إستقلالية أشخاص المجالس المحافظين وكبار التنفيذيين كرئيس

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية وإستقلالية البنك المركزي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2013، ص 21.

<sup>2</sup> - خلف محمد حمد الجبوري، دور إستقلالية البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية مع الإشارة إلى التجربة العراقية في ضوء قانون البنك المركزي العراقي رقم 56 لسنة 2003، تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد 7، العدد 23، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، 2011، ص73.

الدولة كما تنص عليها بعض التشريعات<sup>1</sup>.

### ثانياً: أسباب منح الإستقلالية إلى البنوك المركزية

هناك مجموعة من الأسباب التي تكمن وراء منح الحكومات الإستقلالية للبنوك المركزية، من أهمها:

- عدم نجاح الحكومات أو عدم قدرتها على إدارة وتنفيذ السياسة النقدية في مختلف الأوقات والظروف الإقتصادية، فنظرة السياسي تختلف في جزء كبير منها عن الإقتصادي خاصة عند علاج الكثير من المشاكل الإقتصادية التي تواجه الدولة؛
- قد يقوم الساسة باستخدام السياسات النقدية والمالية لتحسين الوضع الإقتصادي على المدى القصير على حساب مكونات أخرى في الإقتصاد؛
- وقوع الكثير من الدول في أزمات إقتصادية حادة مثل: التضخم والركود الإقتصادي؛
- قد تقوم الحكومة باستخدام البنوك المركزية لتحقيق مكاسب سياسية دون الأخذ بالإعتبار الخصوصية الإقتصادية فيما يتعلق بمبررات الإصدار النقدي؛
- من الأهداف الإقتصادية الحكومية المحافظة على معدلات متدنية من البطالة رغم أن ذلك قد يكون على حساب الإرتفاع في معدلات الأسعار؛
- قيام بعض المؤسسات الدولية المانحة والمقرضة خاصة صندوق النقد والبنك الدوليين، بفرض إستقلالية البنوك المركزية التعاون الدولي والحصول على التسهيلات<sup>2</sup>.

### ثالثاً: معايير إستقلالية البنوك المركزية

- تكاد تتفق معظم الدراسات التي أجريت في موضوع إستقلالية البنوك المركزية حول مجموعة من المعايير وإن كانت قد اختلفت في ترتيبها، الأمر الذي أدى في النهاية الى وجود بعض الإختلافات البسيطة في نتائج هذه الدراسات، ونجمع أهم هذه المراجع فيما يلي:
- مدى سلطة وحرية البنك المركزي في وضع وتنفيذ السياسة النقدية ومدى حدود وتدخل الحكومة في ذلك؛
  - مدى إلتزام البنك المركزي بنمو العجز في الإنفاق الحكومي ومدى إلتزامه بمنح التسهيلات الإئتمانية للحكومة وهيئاتها ومؤسساتها؛
  - مدى سلطة الحكومة في تعيين وعزل محافظي البنوك المركزية وأعضاء مجالس إدارتها؛
  - مدى خضوع البنك المركزي للمحاسبة والمساءلة؛

<sup>1</sup>- أحمد صبحي العياري، إدارة العمليات المصرفية والرقابة عليها، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010، ص 204.

<sup>2</sup>- إياد عبد الفتاح النسور، مرجع سبق ذكره، ص ص 132، 133.

- المكانة الخاصة بهدف المحافظة على إستقرار الأسعار وقيمة العملة كهدف للسياسة النقدية، ومدى قدرة البنك المركزي على تنفيذ ذلك، أم أنه يساوي في الأهمية مع بقية الأهداف.

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن درجة إستقلالية البنوك المركزية تتفاوت من دولة إلى أخرى، وأن إستقلالية البنك المركزي لا تعني الانفصال التام بين الحكومة والبنك المركزي، وإنفراد البنك المركزي في تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية وإنما يكون الإتفاق في تحديد هذه الأهداف بين الحكومة والبنك المركزي<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: وظائف البنك المركزي

يمكن القول بأن الوظيفة التقليدية للبنوك المركزية إنحصرت في إصدار النقود الورقية، لكن مع تطور النشاط الإقتصاد وما رافقه من تطور المؤسسات المصرفية، فقد أدى ذلك إلى تطور وتعدد وظائف البنوك المركزية.

#### المطلب الأول: وظيفة الإصدار النقدي

تتمثل عملية الإصدار النقدي أو إصدار العملة في تحويل أصول معينة (نقدية أو كسب نقدي) إلى وسيلة تبادل ودفع.

أما الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بشأن إصدار العملة تتمثل في:

- القيام بجميع الترتيبات اللازمة لطبع العملة الورقية وصك العملات المعدنية؛
- صك الحسابات الخاصة والمميزة عن حسابات البنك؛
- إستلام الكميات المطبوعة من العملة والإحتفاظ بها في خزائن البنك؛
- الإحتفاظ بسجلات توضح المخزون من العملة الجديدة والمشوهة والتالفة والتي تم إتلافها؛
- مراقبة العملة المتداولة واتخاذ التدابير اللازمة لمنع التزوير؛
- تزويد إدارة العمليات المصرفية بالبنك المركزي والمصارف التجارية بكميات من النقود اللازمة والمطلوبة؛
- الإحتفاظ بغطاء معين للعملة حسب ما ينص عليه القانون<sup>2</sup>.

قبل الخوض في أنواع قواعد الإصدار التي يتخذها البنك المركزي للقيام بمهمته التقليدية فيجب الإشارة إلى إتجاهين:

<sup>1</sup> - زينب عوض الله، أسامة وحمد الغولي، أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص ص 276-287.

<sup>2</sup> - محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 203.



**الإتجاه الأول:** وهو الإتجاه الذي يتبنى حرية الإصدار، وهذا يعني ترك الحرية الكاملة للبنك المركزي في إصدار العملة.

**الإتجاه الثاني:** وهذا الإتجاه يؤكد على تقيد عملية الإصدار وعدم ترك الحرية الكاملة للبنك المركزي في الإصدار من أجل تجنب الإفراط في إصدار العملة<sup>1</sup>.

ومن بين القواعد التي يتخذها البنك المركزي في عملية الإصدار تتمثل فيما يلي:

#### أولاً: قاعدة الغطاء الذهبي الكامل

هذا الغطاء الذهبي الكامل لا يسمح بإصدار أي نقود دون أن يقابلها غطاء كامل من الذهب 100%، وهذا النظام سابق لنشوء البنوك المركزية، حيث كانت بنوك الإصدار تصدر صكوك النقود بناء على كمية الذهب الموجودة لديها ولم يكن يسمح لها بغير ذلك، ومع نشوء البنوك المركزية تم إتباع النظام السائد دون تغيير إلا أنه ومع التطبيق الفعلي وعلى المستوى الواسع، وجدت البنوك المركزية أن حجم الإصدار النقدي مقيد بكمية الذهب الموجودة وأن هذا النظام يتميز بالجمود وعدم المرونة خاصة في الرواج الإقتصادي.

#### ثانياً: نظام الإصدار الجزئي

في ظل هذه القاعدة يمكن للبنك المركزي أن يحتفظ بغطاء من سندات أو أوراق مالية مسحوبة على الخزينة المركزية، أو على أي من المؤسسات العامة ولحجم ثابت من العملة المتداولة، وما زاد عن ذلك فيمكن للبنك أن يحتفظ بغطاء من الذهب وهذا يعني أن غطاء العملة المتداولة يتكون من أدونات مسحوبة على الخزينة المركزية وبشكل سندات حكومية إضافة إلى الغطاء الذهبي.

#### ثالثاً: نظام الغطاء الذهبي النسبي

وتعمل آلية هذا النظام بطريقة مخالفة للنظام السابق، حيث يمكن للبنك المركزي أن يحتفظ بغطاء متنوع للعملة المتداولة، يشكل الذهب نسبة معينة من ذلك الغطاء يحدد من قبل البنك، أما باقي الغطاء فيتكون من أصول أخرى مختلفة إما بشكل سندات محلية أو أجنبية أو بشكل عملات أجنبية قابلة للتحويل حيث تتميز هذه القاعدة بنوع من المرونة النسبية، حيث لا يشترط فيها أن يكون غطاء العملة 100% من الذهب، بشرط ألا يستطيع البنك المركزي التوسع في الإصدار دون مراعاة النسب المختلفة لعناصر الغطاء بما فيها الذهب.

<sup>1</sup> منير إسماعيل أبو شاور، أمجد عبد المهدي مساعدة، نقود وبنوك، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص171.

## رابعاً: نظام الحد الأقصى للإصدار

في ظل هذه القاعدة يصبح القانون هو الذي يجري سقف الإصدار وليس حجم الإحتياطي الذهبي المتاح حيث تلتزم الحكومة أو السلطة النقدية بحد معين للإصدار لا يجوز تجاوزه، وعادة فإنه من حق الحكومة تعديل ذلك الحد بين فترة وأخرى<sup>1</sup>.

## خامساً: نظام الإصدار الحر

في ظل تطور الأوضاع الإقتصادية في العالم خلال القرن العشرين، لم يعد هناك مبرر منطقي لإشترط إحتفاظ البنوك المركزية بغطاء ذهبي كامل أو جزء لها تصدره من أوراق نقدية، حيث لا يوجد حالياً في معظم دول العالم حد أقصى لها يمكن للبنك المركزي إصدار من نقدية، فالمهم هو أن يتناسب حجم النقد المصدر مع حاجات الأنشطة الإقتصادية وهو ما يستلزم المرونة والتحرر من القيود، والغرض من إحتفاظ البنوك المركزية اليوم بكميات من الذهب في أرصدها ليس لتغطية الإصدار النقدي بقدر ما هو لمواجهة الخلل في ميزان المدفوعات<sup>2</sup>.

## المطلب الثاني: بنك البنوك

وهذه الوظيفة مشتقة من مبدأ الإزدواج في النظام المصرفي، ومن العلاقة الخاصة بين البنك المركزي والبنوك التجارية، فالترج بين نوعي المؤسسات النقدية (البنك المركزي والبنوك التجارية)، يولد مجموعة من الإلتزامات على الأخيرة لصالح الأولى، كما يترتب أيضاً مجموعة من الحقوق للبنوك التجارية أو واجبات البنك المركزي على البنوك التجارية، ويظهر دور البنك المركزي كبنك للبنوك من خلال ما يلي:

- 1- منح القروض إلى باقي البنوك: يقوم البنك المركزي بتقديم قروض إلى مختلف البنوك إذا طلبت منه ذلك، فيكن بذلك المقرض الأخير للإقتصاد الوطني لأنه يمنح تسهيلات للبنوك التي بدورها تمنح قروض.
- 2- إعادة خصم الأوراق التجارية والمالية: إن من حق البنوك التجارية أن تعيد خصم الأوراق التجارية التي خصمتها لعملائها مقابل معدل فائدة يحدده البنك المركزي كما يمكن للمؤسسات المختصة في تعبئة القروض المتوسطة المدى أن تعيد خصم مستنداتها عند تقديمها للبنك المركزي وبالتالي إصدار النقود الورقية.
- 3- الإحتفاظ بجزء من الإحتياطيات النقدية للبنوك: ذلك لأن لكل البنوك حسابات جارية لدى البنك المركزي ولها بالتالي ودائع محفوظة لديه وزيادة على ذلك قد يجبر القانون البنكي البنوك بأن تودع لدى البنك

<sup>1</sup> - أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 82.

<sup>2</sup> - أحمد عبد العلي العجمي، نظم الدفع الإلكتروني، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013، ص 201.

المركزي إحتياجات إلزامية في مستوى معين من مجموع مواردها، وهذا ما يضمن للبنك إمكانية مراقبة سيولة البنوك التجارية وكذا توجيه سياستها.

**4- التسيير والمحافظة على إحتياجات الذهب والعملات الأجنبية:** يمنح قانون البنك المركزي إمتياز الحفاظ على الموجودات الخارجية من الذهب والعملات الأجنبية، وهذا الإمتياز يعطي للبنوك المركزية الحق في القيام بصرف العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية.

**5- مقاصة الحسابات بين البنوك والمؤسسات المالية:** إن لكل المؤسسات البنكية حسابات وودائع لدى البنك المركزي، وتصلح هذه الأخيرة لتسوية الحسابات بين البنوك، فكل بنك مدين يسحب على البنك المركزي شيكا لصالح البنك الدائن وهكذا يقوم البنك المركزي بمقاصة حسابات البنوك.

**6- إصدار النقود الائتمانية:** إن إصدار النقود الورقية هو الأساس الذي قام عليه نظام البنوك المركزية في الدول، ولهذا يطلق عليها بنوك الإصدار<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: بنك الحكومة

هناك علاقة وطيدة بين البنك المركزي والحكومة أضفت عليه قدرا من الثقة والمركز الأدبي بين البنوك الأخرى، بالإضافة إلى أنه مؤسسة عامة تنشئه الحكومة، إلا أنه يقوم بعدد من المهام والخدمات الهامة للحكومة نذكر منها ما يلي:

**1- الخدمات المصرفية للحكومة:** إذ تودع الحكومة حساباتها لدى البنك المركزي، فالإيرادات المختلفة للوحدات الإدارية الحكومية تسجل في حسابات خاصة بها، كما تقوم هذه الوحدات الإدارية والمؤسسات العامة بتحرير شيكات على تلك الودائع من أجل دفع إلتزاماتها.

**2- إدارة الدين العام المحلي:** يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام والعمل على تسويقها، من خلال تلقي طلبات المؤسسات والبنوك من أجل الإكتتاب فيها، كما يقوم بتسديد الفوائد على هذه السندات ودفع أقساط إهتلاك القروض العامة عند إستحقاق آجالها.

**3- إقراض الدولة:** عند إختلاف تدفق الإيرادات العامة عن تدفق النفقات العامة خلال السنة، يمكن أن تواجه الحكومة عجزا في ميزانيتها لفترة قصيرة فتلجأ الحكومة إلى الإقتراض من البنك المركزي قروضا قصيرة الأجل لتغطية ذلك العجز، وتصدر تلك القروض مقابل آذونات خزينة قصيرة الأجل وبأسعار فائدة منخفضة.

**4- حفظ وإدارة الإحتياطات النقدية من العملات الأجنبية والذهب وحقوق السحب الخاصة:** وذلك للمحافظة على سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية وعلى القيمة الحقيقية للعملة الوطنية، وكذلك توفير

<sup>1</sup> - خبايه عبد الله، الاقتصاد المصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص ص 140، 141.

العملات الأجنبية للحكومة بدفع إلتزاماتها الخارجية.

5- **مستشار مالي للحكومة:** يقوم البنك المركزي بحكم موقعه وإطلاعه على الشؤون المالية والنقدية سواء المحلية أو الدولية بتقديم المشورة إلى الحكومة في هذا المجال من أجل إتخاذ أفضل القرارات بما يحقق المصلحة العامة.

6- **رسم وتنفيذ السياسة النقدية:** تعد الحكومة هي المسؤولة في النهاية عن القرارات والسياسات الإقتصادية التي تتعلق بالمصلحة العامة، ومنها السياسة النقدية، والبنك المركزي يعد مؤسسة عامة التي أوكل إليها رسم وتنفيذ السياسة النقدية وتحقيق أهدافها المرسومة من قبل الدولة، وذلك لما يملكه البنك المركزي من تحكم في العديد من الأدوات النقدية ومن تم على السيولة النقدية ولماله من تأثير هام على الجهاز المصرفي<sup>1</sup>.

#### المطلب الرابع: الرقابة على الإئتمان

وهي من أهم وظائف البنك المركزي في العصر الحديث نظرا للأهمية التي تحتلها السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي، فقد إرتقى الإئتمان المصرفي إلى مرتبة النقود يتواضع الأفراد على قبوله كأداة لتسوية الديون، إذ تخلق البنوك التجارية الجزء الأكبر من ودائع النظام المصرفي وما تقوم به من عمليات الإقراض والإعتماد، فإنه يترتب على تغيير عرض البنك للإقراض أو الإستثمار إحداث تقلبات في عرض وسائل الدفع في النظام الإقتصادي الحديث، فإن تقلبات عرض النقود لها تأثير على القوة الشرائية للنقود وعلى مستوى النشاط الإقتصادي، حيث أن للإئتمان تأثير هام على مستوى الرخاء في البلاد والحاجة إلى وجود هيئة ذات سلطة فعالة في تنظيم الإئتمان، ولهذا فإن رقابة حجم النقود، إنما تعني بصفة أساسية رقابة حجم نقود الودائع التي تقوم بخلقها البنوك التجارية عندما تمنح الإئتمان لعملائها، ويستخدم البنك المركزي في هذا الصدد عدد من الأساليب أو الأدوات الفنية المتاحة له تكون في مجموعها ما يعرف بأدوات السياسة النقدية.

#### المبحث الثالث: البنك المركزي والسياسة النقدية

السياسة النقدية هي إحدى مجالات السياسة الإقتصادية لما لها من تأثير على حالة الإقتصاد على الصعيد الكلي، أخذت من المعطيات النقدية موضوعا لتدخلها، فهي تعبر عن تلك الوسائل التي في حوزة السلطات

<sup>1</sup> - عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الثانية، مركز يزيد للنشر، الكرك، 2006، ص ص

العامّة، لمراقبة خلق النقود وإستعمالها من طرف الوحدات الإقتصادية حسب الصالح العام المحدد في هدف السياسة الإقتصادية الكلية.

### المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية

نظرا لدور الذي تلعبه السياسة النقدية في الأقتصاديات المعاصرة تعددت تعاريف الأقتصاديين لها، ألا أنه هناك إتفاق حول العناصر المكونة لهذه السياسة والهدف النهائي المرجو تحقيقه.

#### أولاً: تعريف السياسة النقدية

لقد أطلق الإقتصاديون عدة تعاريف للسياسة النقدية نذكر أهمها:

**التعريف الأول:** عرفها الإقتصادي باش (G .L.Bash) بأنها: " ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي، سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية"<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** ويعرفها الإقتصادي كونت (Kent) على أنها: " إدارة توسع وانكماش في حجم النقود لغرض الوصول إلى أهداف معينة"<sup>2</sup>.

كما تعرف السياسة النقدية على أنها: " عبارة عن مجموعة من الأدوات التي تستعملها السلطات النقدية(البنوك المركزية) في الدول من أجل التحكم في عرض النقود، بمعنى آخر فهي عبارة عن آلية يستخدمها البنك المركزي من خلال مجموعة من الأدوات للتأثير والسيطرة على العرض النقدي في الدولة وذلك من خلال الرقابة على النشاط المصرفي من حيث منح الإئتمان والتسهيلات المصرفية بهدف تحقيق الإستقرار في المستوى العام للأسعار"<sup>3</sup>.

وتعرف على أنها: " الرقابة التي يمارسها البنك المركزي على عرض النقود في المجتمع أي أن هذه السياسة هي التي تتولى تنظيم المعروض النقدي، وتسمى أيضا سياسة الإئتمان، وتتولى السياسة النقدية إستخدام المعروض النقدي والإئتمان لتحقيق الإستقرار الإقتصادي، كما تستعين في تحقيق أهدافها بالبنك المركزي الذي يستخدم مجموعة من الإجراءات المؤثرة في كميات النقود ومعدلات الفائدة"<sup>4</sup>.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للسياسة النقدية، بأنها مجموعة الإجراءات والقرارات التي تقوم بها السلطات النقدية، للتأثير على المتغيرات النقدية وسلوك الأعوان الإقتصاديين لتحقيق

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 98.

<sup>2</sup> - رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 47.

<sup>3</sup> - ساعيد الهادي وآخرون، مبادئ الإقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 253.

<sup>4</sup> - عادل أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2004، ص ص 281، 282.

الأهداف الإقتصادية المسطرة.

ثانيا: أنواع السياسة النقدية

1- السياسة النقدية التوسعية: يتبناها البنك المركزي في حالة الركود أو الكساد الإقتصادي، حيث يزيد في حجم المعروض النقدي، ويترتب على ذلك الأمر إنخفاض في أسعار الفائدة ومن ثم يزداد الإستثمار وبالتالي يزداد مستوى الطلب الكلي، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة مستوى الناتج القومي ومستوى التوظيف، فضلا عن إرتفاع معدل النمو الإقتصادي<sup>1</sup>.

2- السياسة النقدية الانكماشية: هي عكس السياسة التوسعية، حيث في ظل ظروف التضخم، فإن البنك المركزي يتبع سياسة نقدية إنكماشية ترمي إلى تخفيض العرض النقدي في المجتمع ومن ثم إرتفاع أسعار الفائدة وبالتالي ينخفض مستوى الأسعار، وبدوره مستوى الطلب الكلي، وهذا يحد في النهاية من إرتفاع المستوى العام للأسعار<sup>2</sup>.

3- السياسة النقدية المختلطة (المرنة): يتفق أكثر علماء المالية العامة على أن هذه السياسة تناسب البلدان النامية التي تعتمد في الغالب على الزراعة الموسمية، أو على تصدير المواد الأولية إلى الخارج ( أي دولة أحادية المورد) في هذه الحالة يتبع البنك المركزي سياسة مرنة، بحيث يزيد من حجم وسائل الدفع (النقود) في مرحلة بدأ الزراعة، وتمويل زراعة المحاصيل ويقلل من حجم وسائل الدفع في مرحلة بيع المحاصيل، في محالة منه لحصر أثار التضخم<sup>3</sup>.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية

تعتمد السياسة النقدية في إدارتها لعرض النقد والإئتمان المصرفي على مجموعة من الأدوات سواء أدوات نقدية تقليدية أو أدوات نقدية غير تقليدية.

أولا: الأدوات التقليدية للسياسة النقدية

وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

1- الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية

أ- سياسة سعر الخصم: سعر الخصم هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي لقاء تقديم قروض أو سلفيات للبنوك التجارية أو إعادة خصم الأوراق التجارية والأدونات الحكومية للبنوك التجارية وتعتبر من الأدوات التقليدية التي يستخدمها البنك المركزي، والوظيفة الأساسية لسياسة سعر الخصم هي التأثير على

<sup>1</sup> محمد إبراهيم عبد الرحيم، إقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015، ص 156.

<sup>2</sup> حربي محمد موسى عريقات، مبادئ الإقتصاد، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 223.

<sup>3</sup> حسين بن صافي، إقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، 200، ص ص 153، 154.

حجم النقود من خلال التأثير على حجم الائتمان، فتخفيض سعر الخصم معناه حاجة البنوك التجارية للتوسع في الائتمان، وعلى العكس من ذلك فإن رفع سعر الخصم يقود البنوك التجارية إلى تقييد الائتمان حيث إذا كان هناك توسع في الائتمان يزيد عن المستوى المرغوب فيه الأمر الذي يهدد بظهور بوادر التضخم النقدي يلجأ البنك المركزي إلى رفع سعر الخصم، حيث يرجو من خلال ذلك أن تقل البنوك التجارية من إقتراضها منه، فتتأثر سيولتها التي بدورها ترفع مستوى أسعار الفائدة وأسعار الخصم بالنسبة للجمهور الأمر الذي يجعل الإقتراض من البنوك التجارية مكلفاً، فينكمش حجم الائتمان، على العكس من ذلك إذا وجد البنك المركزي أن حجم القروض دون المستوى المرغوب فيه فإنه يلجأ إلى تخفيض سعر الخصم، فتلجأ البنوك التجارية لإعادة خصم الأوراق التجارية والمالية فتزداد سيولتها، وتزداد تبعاً لذلك قدرتها على الإقراض، فتقوم البنوك التجارية بتخفيض سعر الفائدة على القروض البنكية فيزداد حجم الائتمان<sup>1</sup>.

يترتب على ممارسة سياسة إعادة الخصم أثرين مختلفين: أثر كمي على حجم الكتلة النقدية قيد التداول وأثر سعري على هيكله معدلات الفوائد.

**الأثر الكمي:** تحليل عملية خلق النقود أثبتت أن البنوك التجارية بعد خلقها للنقد الكتابي هي بحاجة للنقد المركزي من أجل تأمين سيولتها، هذه الحاجة تحتم إعادة تمويل تلك البنوك من قبل البنك المركزي، حيث ترتب أثراً كمياً على الكتلة النقدية لأنها تؤدي إلى إصدار النقد بواسطة البنك المركزي للبنوك التجارية.

**الأثر السعري:** البنك المركزي يعيد خصم الأوراق المالية (السندات) التي يمكن أن تعرضها عليه البنوك التجارية مقابل تسديد معدل معين، يكون له تأثير على معدلات الفائدة، حيث يرتبط معدل الخصم المحدد من قبل البنك المركزي بمعدلات الفائدة على الإستدانة في القطاع الخاص، ومعدلات الفائدة على القروض للإقتصاد الوطني، بالإضافة إلى معدلات الفائدة على الإستدانة في القطاع العام<sup>2</sup>.

**ب- سياسة السوق المفتوحة:** عمليات السوق المفتوحة هي قيام البنك المركزي ببيع أو شراء الأوراق المالية والذهب والعملات الأجنبية والسندات العمومية، وأذونات الخزينة في السوق النقدية، وذلك بهدف التأثير على الائتمان، حيث يحتفظ البنك المركزي بمحفظة ضخمة للسندات الحكومية متفاوتة الآجال تسمى عادة "بالمحفظة الإستثمارية" وأوراق أخرى، ويتم ذلك في السوق النقدية والمالية بقصد التحكم في السيولة وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض معدل الفائدة، ويتم تطبيق هذه السياسة وفق حالتين (التوسعية، والانكماشية)<sup>3</sup>.

ففي حالة معاناة الإقتصاد من ظاهرة التضخم يتدخل البنك المركزي عارضاً ما بحوزته من أوراق مالية للبيع

<sup>1</sup>- بسام الحجاز، الإقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2006، 223.

<sup>2</sup>- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000، ص ص: 222، 223.

<sup>3</sup>- عبد القادر خليل، مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص 97.

ومن تم يقوم بامتصاص الفائض من الكتلة النقدية نتيجة قيام البنوك بشراء تلك الأوراق المالية كبداية للنقود فيتقلص حجم السيولة، وتتنخفض قدرة البنوك التجارية على التوسع في منح الإئتمان.

أما إذا كان الإقتصاد يعاني من ظاهرة لإنكماش، يتدخل البنك المركزي لتشجيع الإئتمان وتوفير السيولة اللازمة للأداء الإقتصادي، بطرح المزيد من السيولة في سوق التداول مقابل الأوراق المالية والتجارية<sup>1</sup>.

**ج- سياسة معدل الإحتياطي القانوني:** تحتفظ البنوك عادة بنسبة معينة من ودائعها بشكل موجودات نقدية كان الغرض منها توفير حد أدنى من السيولة بالنسبة للبنك، وحد أدنى من الضمان للمودعين أما الآن فإن الغرض الأساسي منها هو تمكين السلطات النقدية من تنظيم عرض النقد والإئتمان والرقابة عليهما، وتحتفظ البنوك عادة بمثل هذه الإحتياطات النقدية إما بحكم القانون، أو بحكم العادة والتقاليد مثل بريطانيا، ويستطيع البنك المركزي التأثير في مقادير الإحتياطات النقدية المتوفرة لدى البنوك التجارية لأغراض الإئتمان، ويعمل بالتالي على التأثير في درجة سيولة البنوك التجارية ومدى قابليتها على خلق الودائع النقدية، وتأثير نسبة الإحتياطي النقدي القانوني على مقدار القروض المصرفية التي تستطيع البنوك التجارية منحها، ولهذا السبب فإن أثرها على عرض النقد كبير ومباشر، لذا فهي تستعمل لإجراء تغييرات كبيرة في عرض النقد وبالتالي في النشاط الإقتصادي السائد.

يؤدي إرتفاع نسبة الإحتياطي الإلزامي إلى إنخفاض إمكانية الجهاز المصرفي التجاري في خلق النقود وانخفاض النسبة يؤدي إلى إرتفاع إمكانياته. وبهذه الطريقة يستطيع البنك المركزي التأثير على إحتياطات البنوك التجارية وبالتالي على كمية النقود المتداولة<sup>2</sup>.

## 2- الأدوات المباشرة للسياسة النقدية

يقصد بالأدوات المباشرة تلك الأدوات التي تمس مباشرة عرض النقد أو بالأحرى حائزي النقد، ومن بين هذه الأدوات تأطير القروض والسياسية الإنتقائية للقروض، التسهيلات الإئتمانية، سعر الفائدة، سعر الصرف، الإقناع الأدبي وتستهدف هذه الأدوات توجيه الإئتمان إلى وجهة معينة بقصد تشجيع الإستثمار في قطاع إقتصادي معين دون غيره.

**أ- تأطير القروض:** تهدف هذه السياسة إلى تحديد نمو المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني وهي القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، وقد أستخدم هذا الأسلوب كأداة للسيطرة على الإئتمان، ولم تشمل هذه الأداة تحديد المبلغ المتاح لكل طلب للقروض فقط، بل أيضا تقليص الفترة الزمنية

<sup>1</sup>- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص ص 125، 126.

<sup>2</sup>- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص 367، 368.



للأوراق التجارية الصالحة لإعادة الخصم، ففي ظروف التضخم يقوم البنك المركزي بهذه السياسة بهدف منح الإئتمان حسب القطاعات ذات الأولوية التي لم تكن سببا في إحداث التضخم، إما عندما ينتشر التضخم بحدّة فإن الدولة تقدم على صياغة سياسة تأطير القروض الإلزامية، واستخدم هذا الأسلوب كأداة السياسة النقدية كإجراء مضاد للتضخم، وعادة ما تكون سياسة تأطير القروض مرافقة ببرنامج إستقرار الكتلة النقدية ويشمل كذلك التقليل من النفقات العمومية وتشجيع الإدخارات وإصدار السندات والقيام بكل الوسائل الكفيلة بتخفيض الكتلة النقدية الفائضة<sup>1</sup>.

ب- **السياسة الإنتقائية للقرض:** للقيام سياسة تأطير القروض يقوم البنك المركزي باستخدام أدوات إنتقائية للتحكم في القروض الموزعة من طرف البنوك وهي:

- **تسديد خزينة الدولة لجزء من الفوائد:** من أجل تكلفة القرض المتعلق ببعض التمويلات، والجزء الذي

تأخذه الخزينة على عاتقها يعطي الفارق بين معدل الفائدة على القرض وكلفة الموارد التي تمول القرض، وقد يأخذ شكل الإعانة المباشرة من طرف الدولة.

- **إعادة خصم مستولى الأوراق فوق مستوى السقف:** عندما يشجع البنك المركزي بعض الأنشطة فإنه يقوم بإعادة خصم الكمبيالات الخاصة بهذه القروض، مثل قروض الصادرات حتى بعد تجاوز السقف المحدد مع إستعمال معدل إعادة الخصم العادي.

- **فرض أسعار تفاضلية للإعادة الخصم:** تفرض السلطات النقدية معدل إعادة الخصم المفضل للتأثير على القروض الموجهة لبعض الأنشطة التي تريد الدولة تشجيعها.

- **سياسة التمييز في أسعار الفائدة:** لعبت هذه السياسة دورا هاما في تحقيق أهداف النمو الإقتصادي وعلاج ميزان المدفوعات في كثير من الدول، حيث تقوم السلطات النقدية بتخفيض أسعار الفائدة على التمويلات المقدمة في المجالات التي تريد الدولة تشجيعها بهدف تخفيض تكاليف إنتاج معين.

- **وضع قيود على لإئتمان الإستهلاكي:** والغرض من وضع قيود على تنظيم أو تقيد الإئتمان الإستهلاكي هو كبح الطلب على البضائع ويستخدم هذا التقييد لتقليل من التضخم في الإقتصاد.

- **تغيير الهامش الحدي على قروض الأوراق المالية:** يستعمل البنك المركزي تحديد المبلغ أو الهامش الذي على المشتري أن يدفعه للبنوك التجارية عندما يريد شراء الأوراق المالية، ويعرف المبلغ الحدي على الشراء بأنه الفرق بين سعر شراء أوراق مالية بقيمة سوقية.

<sup>1</sup>- صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص ص 157، 158.

- متطلبات الإيداع المسبق مقابل الإستيراد: يشترط البنك المركزي مسبقا الحصول على إجازات الإستيراد أو التحويل الأجنبي، إيداعات مسبقة توضع من قبل المستوردين لديه، وهي طريقة لتقييد الإستيراد خلال فترة العجز في ميزان المدفوعات للبلد<sup>1</sup>.

إضافة إلى الأدوات المباشرة السابقة نذكر ما يلي:

ج- التسهيلات الإئتمانية: يمكن أن يحدد البنك المركزي السقف الإئتماني لقطاعات إقتصادية معينة وإطلاقها لقطاع إقتصادي آخر بقصد تشجيع ذلك القطاع، وتحفيزه على النمو والتوسع.

د- سعر الفائدة: يستخدم البنك المركزي سعر الفائدة كأسلوب للتأثير في حجم القروض النقدية لقطاع أو لصناعات معينة، فالقطاع أو الصناعة المرغوب في تشجيعها يحدد البنك سعر الفائدة منخفض على القروض المقدمة لها وبالعكس بالنسبة للصناعات الغير مرغوب فيها، حيث تحدد أسعار فائدة مرتفعة على القروض المقدمة لها.

هـ- سعر الصرف: يستخدم البنك المركزي سعر الصرف للتأثير في حجم التجارة الخارجية ومن ثم التأثير على مستوى النشاط الإقتصادي، ومن ثم التأثير على مستوى النشاط الإقتصادي فيقوم البنك المركزي بتخفيض سعر صرف العملة المحلية إذا ما إستهدفت زيادة الصادرات لتحسين وضع ميزان المدفوعات، أما في حالة إرتفاع قيمة العملة المحلية فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الإستيراد من الخارج وتعمل الدولة على إستقرار سعر الصرف من أجل نمو التجارة الخارجية بشكل منتظم<sup>2</sup>.

و- الإقناع الأدبي: يحاول صانعو السياسة النقدية كثيرا التأثير على المصارف والمنشآت المالية الأخرى من خلال الإقناع الأدبي، أو ما يمكن أن نسميه سياسة المصارحة، فمن خلال المقاولات في الصحف والمجالات والخطب في المناسبات المختلفة، يحاول المسؤولون عن هذه السياسة تغيير سلوك المنشآت المالية إلى الإتجاه المرغوب فيه، ومع ذلك فإن سياسة المصارحة لا تنتج أثارا إلا إذا دعمتها إجراءات أخرى مثل: تغيير سعر الصرف أو نسبة الإحتياطي القانوني، فقد تكون مفيدة كأداة للسياسة النقدية ومهما يكن من أمر يجب أن نفهم أن الإدارة التنفيذية تستطيع تغيير سلوك المنشآت المالية والمصارف من خلال التهديد الشفهي أو ما تقدمه من نصائح<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- نفس المرجع السابق، ص 157، 158.

<sup>2</sup>- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، مرجع سبق ذكره، ص 333.

<sup>3</sup>- محمود حامد محمود عبد الرزاق، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2013، ص

## 3- الأدوات الأخرى للسياسة النقدية

يستخدم البنك المركزي أحيانا إلى جانب الأدوات السابقة الذكر، أدوات أخرى وخاصة في حالة عدم تحقيق البنك المركزي لأهداف السياسة النقدية أو في حالة رغبته في زيادة فعاليتها، والتي تهدف هي الأخرى إلى تحقيق أهداف معينة لها علاقة بالإئتمان المصرفي وهي:

أ- إصدار التوجيهات والتعليمات: تتمثل في إصدار البنك المركزي تعليمات توجه مباشرة السياسة الإئتمانية للبنوك والمؤسسات المالية، كتحديد حجم الإئتمان الممنوح، أو نوعه أو كيفية إستخدامه، ومن هنا يمكن للبنك المركزي أن يضمن تدفق كمية النقود إلى المجال المطلوب مما يمكنه من رقابة مباشرة ومضمونة عن السياسة الإئتمانية المنفذة، فمثلا قد يصدر البنك تعليمات بشراء سندات حكومية أو توجيه جزء من أصول البنوك التجارية إلى الإستثمارات الطويلة الأجل أو متوسطة الأجل.

ب- الإعلام: ويكون ذلك عن طريق قيام البنك المركزي بإعلان سياسته النقدية المستقبلية من خلال إظهاره لمختلف الإستراتيجيات التي يريد إتباعها معبرا عن ذلك بالوقائع والإجراءات التي سيتخذها ويكون هذا الإعلام بوضع كل الحقائق والأرقام عن حالة الإقتصاد الوطني أمام الرأي العام، كتفسير وأدلة للأسباب التي جعلته بتبني سياسة معينة لتوجيه حجم الإئتمان، ويعمل هذا الإعلام على زيادة ثقة الجمهور بالإجراءات والسياسات الإقتصادية من قبل السلطات<sup>1</sup>.

## ثانيا: الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية

وتتمثل هذه الأدوات فيمايلي:

## 1- سياسة التيسير الكمي

مع تطور الأزمة المالية واستمرارها أصبحت الأسواق على موعد مع مصطلحات إقتصادية جديدة ومن بينها التيسير الكمي والذي سنقوم بذكر مختلف مراحل تطوره والتعريف به.

## أ- نشأة سياسة التيسير الكمي

## - التيسير الكمي في اليابان

لقد كان بنك اليابان يستخدم التيسير الكمي دون جدوى لمحاربة الإنكماش الإقتصادي المحلي في بداية الألفية الثالثة، وقد حافظ بنك اليابان على معدلات فائدة قصيرة الأجل عند الصفر أو ما يقرب ذلك منذ عام 1999، وبالتيسير الكمي أغرق البنوك التجارية بالسيولة الفائضة لتشجيع الإقراض الخاص، وترك لها

<sup>1</sup> - إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، رسالة ماجستير في علوم الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2011، ص 60.

كميات كبيرة من الإحتياطات الفائضة، وبالتالي ليس هناك خطر من نقص في السيولة. وحقق بنك اليابان ذلك بشراء سندات حكومية أكثر من اللازم لضبط معدل الفائدة عند الصفر، واشترى أيضا أوراق مالية بضمان الموجودات والأسهم ومد أجل عمليات شراء السند الاذني التجاري .

وقد استخدم البنك المركزي مصطلح "التسهيل الكمي" للمرة الاولى في منشورات بنك اليابان، وقد ادعى بنك اليابان أن البنك المركزي اعتمد سياسة بهذا الاسم في 19 مارس 2001 ومع ذلك فإن إعلان الرسمي لسياسة النقدية لبنك اليابان لهذا التاريخ لم يستخدم هذا المصطلح أو أي عبارة تحتوي على كلمة "كمي" في أي من البيان الأصلي الياباني أو ترجمته باللغة الانجليزية. وفي الواقع، فقد ادعى بنك اليابان لسنوات بما في ذلك أواخر شهر فيفري عام 2001 إن التيسير الكمي ليس فعالا ورفض استخدامه من أجل السياسة النقدية ولكن محاولة بنك اليابان مع التيسير الكمي كانت اقل مما ينبغي، ولم يتحقق التعافي.

وشددت خطابات قيادة بنك اليابان في عام 2001 بشكل تدريجي وبأثر رجعي، على الوضع الرسمي اللاحق لبنك اليابان، وبأن السياسة التي اعتمدها بنك اليابان في 19 مارس 2001 كانت في الواقع التسهيل الكمي وأصبحت هذه النظر الرسمية المقررة، ولم يكن استخدام بنك اليابان له هو أصل مصطلح "التسهيل الكمي" فقد كان ناقدو اليابان والسياسة النقدية يستخدمون هذا المصطلح منذ منتصف التسعينات.

#### - التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

إن هذه الحملة من التيسير الكمي ليست الأولى بل هي الثانية، وذلك بأن السلطات النقدية الأمريكية وبدعم من الكونغرس قامت عام 1933 بشراء الأوراق المالية الصادرة عن الخزينة الأمريكية.

وفي الآونة الأخيرة استخدمت الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو سياسات مماثلة خلال الأزمة المالية في الفترة 2008 - 2010، وكانت هذه البلدان تستخدم التيسير الكمي عندما كانت معدلات الفائدة الإسمية قصيرة الأجل الخالية من المخاطر إما عند الصفر أو قريبة منه، وفي الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر معدل الفائدة هذا هو معدل الأموال الإتحادية الفيدرالية.

#### - التيسير الكمي في الإتحاد الأوروبي

إن البنوك المركزية لبلدان منطقة اليورو لا يمكنها ممارسة التيسير الكمي بأي صيغة إذ أنها تعتمد على البنك المركزي الأوروبي في ذلك لضبط السياسة النقدية لبلدانها. لقد استخدم البنك المركزي الأوروبي عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل لمدة 12 شهر وهذا يمثل شكل من أشكال التيسير الكمي، خلال عملية توسيع الموجودات التي يمكن أن تستخدمها البنوك غير أنها ضمان إضافي يمكن أن يتم تقديمها إلى البنك المركزي الأوروبي في مقابل اليورو.

ب- تعريف التيسير الكمي

يعرف التيسير الكمي على أنه عبارة عن سياسة نقدية يقوم بموجبها البنك المركزي بزيادة حجم مركزه المالي ليتمكن من زيادة حجم الأموال المخصصة للإقراض عبر إصدار نقدي جديد، يقوم البنك المركزي باستخدام هذه النقود الجديدة لشراء الأصول من البنوك الأخرى، مما يزيد من السيولة لدى تلك البنوك فتصبح بذلك قادرة على إعطاء المزيد من القروض للراغبين بذلك، ومع تيسير الحصول على القروض فإن معدلات الفائدة سوف تتجه نحو الإنخفاض، مما يزيد من القروض الإستهلاكية والإستثمارية، فيؤدي بالتالي لزيادة الطلب على السلع والخدمات، مما يعني بالضرورة خلق المزيد من فرص العمل مما سيؤدي إلى إنتعاش إقتصادي.

تتطوي عملية التيسير الكمي على قيام البنوك المركزية في الأساس بطباعة أموال جديدة ولكن لا يتم تسليم هذه الأموال لأي شخص، حيث تستخدم هذه الأموال في شراء أوراق مالية مثل السندات الحكومية وهذه الأموال الجديدة تحصل عليها البنوك في مقابل كمية من الأوراق المالية وهذا ما يعرف بالتيسير الكمي وهذا نفس مبدأ خفض أسعار الفائدة السابقة للأزمة ذلك أن الإحتياجات الإضافية التي تملكها البنوك الآن سوف تشجعهم على تقديم المزيد من القروض، ومن حيث هذا المبدأ فإن المنطق هو أن البنوك سوف تستخدم الأموال الجديدة التي تلقتها لشراء الأصول، مما يؤدي بدوره إلى السماح بتدفق الأموال في الإقتصاد حيث ينبغي أن تعكس هذه الكمية محاولة البنك المركزي لمنع الإنكماش من خلال زيادة الثقة في الإقتصاد وبالتالي تعزيز الإنتعاش الإقتصادي<sup>1</sup>.

2- سياسة معدل الفائدة الصفري

في ظل التداعيات والآثار المتلاحقة والكبيرة لأزمة الرهن العقاري التي ضربت قلب النظام المالي العالمي، إقترحت الولايات المتحدة الأمريكية عدد من الآليات التي كانت ولا تزال محل أخذ ورد من قبل الإقتصاديين، ومن بين تلك السياسات سياسة معدل الفائدة الصفري.

أ- مفهوم سياسة معدل الفائدة الصفري

إنخفاض معدلات الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر أصبح اليوم ظاهرة عالمية في ظل الأزمة المالية 2008، حيث يؤدي هذا الإنخفاض إلى تحول معدلات الفائدة الحقيقية إلى معدلات فائدة سالبة في حال وجود معدل موجب للتضخم، ويعني ذلك أن الذين يستثمرون في شراء السندات الحكومية إنما يقومون بتحويل جانب من ثروتهم إلى البنوك المركزية لهذه الدول، كذلك فإن هذا الوضع يؤدي إلى إثارة قلق

<sup>1</sup>– Barry Jenkins, *Whats Is Quantitative Easing or how as it's Commonly Knows?*,voire le site :

[www.marketsworld.com/article/about-finance/what-is-quantitative-easing-or-Qe-as-its-commonlyknows.Html](http://www.marketsworld.com/article/about-finance/what-is-quantitative-easing-or-Qe-as-its-commonlyknows.Html).

Consulter le 15/04/2017.

المودعين حول مودعاتهم المصرفية، ولذلك نجد أنه في ظل معدلات الفائدة الصفرية، سوف يقاوم المستثمرون الرغبة في شراء السندات الحكومية أو إيداع أموالهم في البنوك، وهو ما يؤدي إلى إزدياد تفضيل السيولة لدى الجمهور ومن ثم تنشأ في الإقتصاد ما يسمى بمصيدة السيولة، وتعد مصيدة السيولة نادرة الحدوث فالعالم الإقتصادي المعروف "Keynes" قد أدخل فكرة مصيدة السيولة خلال الكساد العالمي الكبير في القرن الماضي، وهي الحالة التي يصل فيها معدل الفائدة إلى الصفر أو يقترب من الصفر، على سبيل المثال في بداية عام 1933، بلغ معدل الفائدة على أدونات الخزانة الأمريكية لمدة ثلاثة أشهر ما يساوي 0.05% وقد عادت ظاهرة مصيدة السيولة إلى السطح مرة أخرى في نهاية التسعينات في اليابان، حيث إنخفض معدل الفائدة تماما إلى الصفر في النصف الثاني من عقد التسعينات من القرن الماضي، كذلك تضاعفت القاعدة النقدية في اليابان من خلال إجراءات تقليدية وغير تقليدية لزيادة مستويات الأسعار ولتشجيع الطلب الكلي، هذا وقد أعلن الإحتياطي الفيدرالي في 16 ديسمبر 2008 أن معدل الفائدة المستهدف هو ما بين 0% إلى 0.25% وأنه لا حدود لتخفيض معدل الفائدة في الولايات المتحدة، أي أن معدل الفائدة من الممكن أن يصل إلى الأرضية الصفرية، وقد جاء هذا الإعلان كرد فعل للتطورات الإقتصادية والمؤشرات السيئة التي تكشفت في سوق العمل في صورة إرتفاع في معدلات البطالة وإنخفاض إستثمار قطاع الأعمال وكذلك إنخفاض الإنتاج الصناعي، ومن ثم فإن كافة المؤشرات تشير إلى تراجع أداء الإقتصاد الأمريكي<sup>1</sup>.

إستخدمت معظم دول العالم سياسة معدلات الفائدة الصفرية للخروج من الأزمة، حيث تشجع معدلات الفائدة الصفرية المستهلكين على الشراء وتساعد على إنتعاش أسواق الأسهم بشكل كبير وكذلك تعمل على تخفيض قيمة العملات، ما يقلل من آثار العجز الخارجي لميزان المدفوعات<sup>2</sup>.

### 3- سياسة معدل الفائدة السالبة

بعد تبني البنوك المركزية لسياسات معدلات الفائدة الصفرية، إنتشر تبني سياسات معدلات الفائدة الإسمية السالبة بصورة واضحة في الآونة الأخيرة، حيث لجأت إليها عدد من البنوك المركزية في العالم.

#### أ- مفهوم سياسة معدل الفائدة السالبة

يمكن القول أن معدل الفائدة السلبي هو أن يقوم البنك المركزي (وفي حالات خاصة بعض البنوك) باستلام فائدة على النقود المودعة لديه بدلا من دفع فوائد على هذه الإيداعات، حيث أن مودع النقود

<sup>1</sup> - محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية؟، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.alqabas.com.kw/aticleID=462798&date=08012009>. Consulter le 03/05/2017

<sup>2</sup> - محمد إبراهيم السقا، ماذا في العالم، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.alarbiya.net/views/2011/08/12/161942.html>. Consulter le 04/05/2017

سيضطر إلى دفع فوائد على إيداعاته.

يفترض من الناحية النظرية أن أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه معدلات الفائدة الإسمية هو مستوى 0%، كذلك من المفترض أنه أيضا عندما يصل معدل الفائدة إلى هذا المستوى تفقد السياسة النقدية فعاليتها أي قدرتها على التأثير في معدل الفائدة، لأنه بذلك سيكون قد بلغ حدوده الدنيا، كذلك ليس من المتصور أن تتخضع معدلات الفائدة الإسمية إلى ما دون صفر، أي إلى النطاق السالب، غير أن التطبيق العلمي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ البنوك المركزية إلى هذا الخيار غير التقليدي، بتبني معدلات الفائدة السالبة، والتي تمثل إجراء غير إعتيادي يعبر عن حالة من اليأس لدى صناع السياسة النقدية في النتائج التي يمكن أن تترتب على الأدوات النقدية التقليدية في معالجة أوضاع الإقتصاد في حالة الكساد العميق، في الغالب لا تكون معدلات الفائدة السالبة على ودائع الأفراد لدى البنوك التجارية، وإنما على ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي، حيث يحول البنك المركزي الفائدة على الودائع التي تقوم بها البنوك لديه إلى أداة عقابية، وبدلا من أن يدفع البنك المركزي فائدة على ودائع البنوك لديه، فإنه يحصل رسوما أو عمولة على الاحتفاظ بهذه الودائع، وبالتالي يمكننا أن نتخيل تحول البنك المركزي في هذه الحالة إلى مجرد خزانة لحفظ النقود لمن يرغب في ذلك لحمايتها، في مقابل أن يدفع المودع رسوما نظير هذا التخزين<sup>1</sup> ومنه فمعدل الفائدة السلبية يعني أن البنوك المركزية قد فرضت فائدة سالبة بدلا من دفع الفوائد على الودائع والمودعين يجب عليهم الدفع بانتظام للحفاظ على أموالهم بالبنك وهذا لتشجيع البنوك على الإقراض بحرية أكبر والشركات والأفراد للاستثمار وإنفاق المال.

### المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية

للسياسة النقدية أهداف متعددة تختلف درجة تحقيقها من دولة إلى أخرى وذلك تبعاً لمستويات التقدم الإقتصادي والإجتماعي، حيث أن تحقيق أهداف السياسة النقدية مرهون بتحقيق الأهداف الأولية التي تؤثر بدورها على الأهداف الوسيطة والتي بدورها تمكن من تحقيق الأهداف النهائية لسياسة النقدية.

#### أولاً: الأهداف الأولية

تمثل الأهداف الأولية تكلفة بداية إستراتيجية السياسة النقدية، وهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، فمثلاً عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية، فإنه يجب تغيير إحتياجات البنوك وظروف سوق النقد المتفق مع إجمالي النقود في الأجل، ولهذا فالأهداف الأولية ما هي إلا صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة.

<sup>1</sup> - محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.alarabiya.net/ar/oswaq/2015/03/20.html> . Consulter le 15/04/2017

**1- مجتمعات الإحتياطات النقدية:** تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور والإحتياطات المصرفية، كما أن النقود المتداولة تضم الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع، أما الإحتياطات المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي وتضم الإحتياطات الإجبارية والإحتياطات الإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك. أما الإحتياطات المتوفرة للودائع الخاصة فتتمثل الإحتياطات الإجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى، أما الإحتياطات غير المقترضة فهي تساوي الإحتياطات الإجمالية مطروحا منها المقترضة (كمية القرض المخصومة)<sup>1</sup>.

**2- ظروف السوق:** وهي المجموعة الثانية من الأهداف الأولية التي تسمى ظروف سوق النقد وتحتوي على الإحتياطات الحرة، معدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الإئتمان ومدى إرتفاع أو إنخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة البنكية هو سعر الفائدة على الأرصدة المفترضة لمدة قصيرة يوم أو إثنان بين البنوك<sup>2</sup>.

**3- الإحتياطات الحرة:** تمثل الإحتياطات فائض البنوك لدى البنك المركزي مطروح منها الإحتياطات التي إقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الإقتراض، وتكون الإحتياطات الحرة موجبة إذا كانت الإحتياطات الفائضة أكبر من الإحتياطات المقترضة، وتكون سالبة إذا كانت الإحتياطات المقترضة أكبر من الإحتياطات الفائضة، كما إستعملت ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدلات الفائدة على أدونات الخزينة والأوراق التجارية ومعدل الفائدة الذي يفرضه البنوك على أفضل العملاء، ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

وقد إختلف الإقتصاديون حول أفضلية إستخدام المجموعة الأولى أم الثانية، إذ يفضل النقديون إستخدام مجاميع الإحتياطات لأنهم يرونها ذات صلة وثيقة بالمجمعات النقدية والتي تمثل الهدف الوسيط المفضل لديهم، كما أن الكينزيون يهتمون بمجمعات الإحتياطات إلا أنهم يركزون على ظروف سوق النقد لكونهم يعتقدون بأن الهدف الوسيط المفضل هو أسعار الفائدة في أسواق رأس المال<sup>3</sup>.

### ثانيا: الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

تعتبر الأهداف الوسيطة عن تلك المتغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق بعض أو كل من الأهداف النهائية، وتعرف أيضا بالمتغيرات النقدية القابلة للمراقبة بواسطة السلطات

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 124.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص 125.

<sup>3</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، مرجع سبق ذكره، ص 79، 80.



النقدية، ومقدر بالأهداف النهائية كمعدل النمو السنوي للكتلة النقدية، أسعار الفائدة<sup>1</sup>.

### 1- معدل الفائدة كهدف وسيط

نظرا لحساسية قطاع المستثمرين والعائدات لمعدلات الفائدة من ناحية تكلفة قروضه ومن ناحية تلقي التعويضات عن توظيف مدخراتهم، فإنه على السلطات النقدية أن تهتم بتقلبات معدلات الفائدة، والمشكل المطروح هنا يكمن في تحديد المستوى الأفضل لهذه المعدلات ولدى يجب على السلطات أن تسعى لأن تكون تغيرات مستوى معدلات الفائدة ضمن هوامش غير واسعة نسبيا وحول مستويات وسيطة تقابل التوازن والإستقرار الإقتصادي وأن إستمرار هذه العمليات يتولد عنها حالات متوالية من التضخم والركود وتعتبر معدلات الفائدة أداة أساسية من أجل تحقيق هدف النمو<sup>2</sup>.

### 2- معدل صرف مقابل العملات الأخرى

إن معدل صرف النقد هو مؤشر هام حول الأوضاع الإقتصادية لدولة ما وذلك بالمحافظة على هذا المعدل حتى يكون قريبا من مستواه لتعادل القدرات الشرائية، ويمكن أن تكون السياسة النقدية مساهمة في التوازن الإقتصادي عبر تدخلها من أجل رفع معدل صرف النقد إتجاه العملات الأخرى، وهو ما يحقق الهدف النهائي للسياسة النقدية، وعندما يتخذ معدل الصرف كهدف وسيط فإنه يظهر العديد من العيوب، لإن أسواق الصرف ليست منتظمة فهي تتعرض لتقلبات، ومعدل الصرف يلعب دورا هاما في معرفة الإستراتيجية الإقتصادية والمالية لحكومة ما<sup>3</sup>.

### 3- المجمعات النقدية

هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضع وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان ويرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الإقتصاد ودرجة تطوير الصناعات المصرفية والمنتجات المالية وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات وبهدف المساعدة على تحليل المتغيرات النقدية الكلية التي تتأثر بتدخلات السلطات النقدية<sup>4</sup>.

### ثالثا: الأهداف النهائية لسياسة النقدية

تعرف الأهداف النهائية للسياسة النقدية أنها تلك المؤشرات التي يسعى بلد ما إلى تحقيقها في إطار

<sup>1</sup> – Marc Montousse, Economie Monétaire et Financière, Edition Bréal , Paris, 2000, p. 220.

<sup>2</sup> – وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 193.

<sup>3</sup> – هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص 208.

<sup>4</sup> – عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص

الأهداف الاقتصادية الكلية، حيث تبدأ إستراتيجية السياسة النقدية بتحديد الأدوات النقدية لإستخدامها للتأثير على الأهداف الأولية تم على الأهداف الوسيطة و ذلك من أجل الوصول إلى الأهداف النهائية التي ترسمها

على ضوء الأهداف الاقتصادية العامة بشكل عام، وعموما هناك إتفاق واسع على أن الأهداف الرئيسية والنهائية للسياسة الاقتصادية بشكل عام والسياسة النقدية بشكل خاص هي:<sup>1</sup>

### 1- تحقيق الإستقرار في المستوى العام للأسعار

أصبح هدف تحقيق الإستقرار في المستوى العام للأسعار أحد أهم أهداف السياسة النقدية وليس هذا بغريب، إذ أن التضخم يخلق حالة من عدم التأكد، الأمر الذي يعوق عملية النمو الإقتصادي بوجه عام فالإرتفاع المستمر للأسعار يزيد من صعوبة عملية إتخاذ القرار من قبل المستهلكين والوحدات الإنتاجية الحكومية، وتهدف السياسة النقدية لتحقيق الإستقرار الإقتصادي بوضوح من خلال ضمان إستقرار الأسعار لأن عدم الإستقرار في أسعار الهياكل الإقتصادية إلى أزمات كبيرة بسبب تقلبات الرواج والكساد.<sup>2</sup>

### 2- تحقيق العمالة الكاملة

ويقصد بها الإستعمال الكامل لكل عوامل الإنتاج والتي من بينها العمل، وتتحقق العمالة الكاملة عن طريق تعبئة الموارد المالية تعبئة فعالة وذلك بتحفيز الإدخار وتوجيهه وجهة إنتاجية لإستغلال الطاقات المعطلة أو توسيعه للمشاريع القائمة، حيث يزيد رصيد هذه الأموال فعالية تتم إمتصاص اليد العاملة العاطلة عن العمل، كما أن التوظيف التام لا يعني إندام البطالة المطلقة لأن هناك قدرا منها يبقى سائدا يضم البطالة الهيكلية الناتجة عن التغير الهيكلي في سوق العمل وبطالة إحتكاكية ناتجة عن التقلبات المستمرة للعمال بين مختلف المهن والأنشطة وبين مختلف المناطق.<sup>3</sup> لكن يجب الإشارة إلى أن هدف تحقيق العمالة الكاملة يعني السماح بمعدل بطالة منخفض قد يتراوح بين 3% و 5%.<sup>4</sup>

### 3- تحقيق النمو الإقتصادي

تساهم السياسة النقدية من خلال رقابتها على حجم الإئتمان وكلفته في دفع النمو الإقتصادي الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد، ويستطيع البنك المركزي إحداث تغيرات في

<sup>1</sup> - نبيل حشاد، إستقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 1994، ص 50.

<sup>2</sup> - محمود يونس، كمال أمين الوصال، نقود وبنوك الأسواق المالية، الناشر قسم الاقتصاد، مصر، 2005، ص 221.

<sup>3</sup> - طيبة عبد العزيز، سياسة إستهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2005، ص 52.

<sup>4</sup> - السيد متولي عبد القادر، إقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الاولى، دار الفكر لنشر وتوزيع، عمان، 2010، ص 195.

حجم الائتمان المصرفي، فالسياسة النقدية التوسعية تستطيع الإبقاء على سعر الفائدة منخفض، مما يشجع على زيادة الطلب على الائتمان والإستثمار والنمو الإقتصادي<sup>1</sup>.

#### 4- تحسين ميزان المدفوعات

تلعب السياسة النقدية دورا مهما في تحسين ميزان المدفوعات وذلك من خلال العمل على رفع سعر الفائدة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتحرك إلى داخل البلد وإتباع نظام الصرف أجنبي مناسب يؤدي إلى تشجيع الصادرات والحد من الواردات، فتخفض سعر الصرف يحسن الميزان التجاري إذا نجح في زيادة صادرات البلد وخفض وارداته<sup>2</sup>.

#### المطلب الرابع: قنوات إبلاغ السياسة النقدية

تعتبر قناة الإبلاغ عن الطريق الذي من خلاله يبلغ أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي تبعا لإختيار الهدف الوسيط وتتنحصر هذه القنوات فيما يلي:

##### 1- قناة سعر الفائدة

هي قناة تقليدية لإنتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو ذلك أن السياسة النقدية التقليدية تعمل على رفع أسعار الفائدة الإسمية، مما يعمل على إرتفاع سعرها الحقيقي، ومنه إرتفاع تكلفة رأس المال وهذا يؤدي إلى تقليص الطلب على الإستثمار، كما يضاعف طلب العائلات على السلع المعمرة و الدخول إلى الإستثمار في العقار، مما يؤدي في النهاية إلى إنخفاض الطلب الكلي ومنه النمو<sup>3</sup>.

حسب المفهوم الكينزي عند القيام بسياسة نقدية توسعية ( $\uparrow M$ ) سيؤدي إلى إنخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية ( $\downarrow Ir$ ) ومن ثم فيؤدي ذلك إلى إنخفاض تكلفة رأس المال أو الإقراض وهو ما يعمل على زيادة نفقات الإستثمار ( $\downarrow I$ ) فيؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وحجم الإنتاج ( $\uparrow Y$ )، وفي الحالة العكسية عند القيام بسياسة نقدية إنكماشية ( $\uparrow M$ ) سيؤدي إلى رفع سعر الفائدة الحقيقي ( $\uparrow Ir$ ) وهذا ما يرفع من تكلفة رأس المال يؤدي إلى إنخفاض نفقات الإستثمار وبالتالي إنخفاض الإنتاج وهذا ما توضحه المعادلة التالية<sup>4</sup>:

$$M \downarrow \Leftrightarrow IR \uparrow \Leftrightarrow I \downarrow \Leftrightarrow Y \downarrow$$

##### 2- قناة سعر الصرف

تستخدم هذه القناة للتأثير على الصادرات من جهة، ومن جهة أخرى تستعمل إلى جانب معدلات الفائدة

<sup>1</sup> - هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص 206.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص 261.

<sup>3</sup> - عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 77.

<sup>4</sup> - إكن لونيس، مرجع سبق ذكره، ص 61، 62.

لإستقطاب الإستثمار الأجنبي، وتعود أهمية سعر الصرف إلى أن تأثير تغييره يصل إلى الإقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية وعلى حجم نفقات الإستثمار الأجنبي<sup>1</sup>

وتعمل قناة أسعار الصرف إلى جانب أسعار الفائدة على تخفيض سعر الفائدة الحقيقي داخل البلد وهو ما يعكس السياسة التوسعية، حيث يقلل من إستقطاب الودائع الوطنية مقارنة بالودائع بالعملة الأجنبية وهذا يؤدي إلى إنخفاض الودائع الوطنية مقارنة بالودائع الأجنبية، وهذا يؤدي إلى إنخفاض في قيمة العملة الوطنية ( $E \downarrow$ ) فتتخفف أسعار السلع الوطنية مقارنة بالسلع المسعرة بالعملة الأجنبية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة في صافي الميزان التجاري ( $NX \uparrow$ ) ومنه زيادة الإنتاج الكلي ( $Y \uparrow$ ) ويمكن إبراز هذه القناة كما يلي:

$$M \uparrow \Rightarrow Ir \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

والعكس عند تبني السياسة الإنكماشية حيث ينخفض عرض النقود، فترتفع أسعار الفائدة الحقيقية في

الإقتصاد الوطني، وهو ما يعمل على إستقطاب رأس المال الأجنبي، ورفع الطلب على العملة المحلية وهذا ما يزيد من قيمة العملة الوطنية ويؤثر على الصادرات، وبالتالي إنخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>.

### 3- قناة أسعار الأصول

تعتبر هذه القناة من وجهة نظر أنصار المدرسة النقدية في تحليل أثر السياسة النقدية على الإقتصاد، وذلك نتيجة أنهم يعتبرون أن تأثير السياسة النقدية على الإقتصاد ينتقل عبر قناتين رئيسيتين هما: قناة توبين للإستثمار وقناة الثروة على الإستهلاك.

أ- نظرية المعامل  $q$  لتوبين: وهي نظرية حركية في الإستثمار مبنية على أن الإستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية للأصل إلى تكلفة إستبدال رأس المال وهي النسبة التي تسمى المعامل  $q$  وهو يساوي القيمة السوقية للأصل ( $M$ ) على تكلفة إستبدال رأس المال ( $R$ ) حيث  $Q=M/R$  وعليه عندما يكون المعامل  $q$  مرتفع فإن القيمة السوقية للمؤسسات تكون مرتفعة مقارنة بتكلفة إستبدال رأس المال، أما في الحالة العكسية التي يكون فيها المعامل  $q$  منخفضاً فإن ذلك يعني أن المؤسسات لا تبحث عن إمتلاك آلات جديدة لأن قيمتها السوقية منخفضة مقارنة بتكلفة إستبدال رأس المال.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 77.

<sup>2</sup> علي توفيق الحاذق وآخرون، السياسة النقدية في الدول العربية، سلسلة بحوث حلقات العمل أبو ظبي صندوق النقد العربي، العدد الثاني، 1996، ص 60.

ففي حالة السياسة التوسعية أي الزيادة في كمية النقود الأمر الذي يزيد من الطلب على السندات فترتفع أسعارها (  $\uparrow P_0$  )، فيؤدي إلى ارتفاع المعامل (  $\uparrow q$  )، فيرتفع حجم الإستثمار (  $\uparrow I$  )، وبالتالي الناتج المحلي الإجمالي (  $\uparrow Y$  ) كما توضحها المعادلة العكسية التالية أي :

$$M \uparrow \Rightarrow po \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

وفي حالة السياسة الإنكماشية فعند إنخفاض عرض النقود يقلل من الإنفاق، لأن السيولة تكون قليلة وهو ما يؤدي إلى سعي المتعاملين إلى بيع الأوراق المالية (السندات) للحصول على السيولة ولذلك أثر على إنخفاض قيمة المعامل  $q$  فيقل الإستثمار (  $\downarrow I$  ) ومن ثم الناتج الوطني (  $\downarrow Y$  )<sup>1</sup>.

ب- **أثر الثروة على الإستهلاك**: أثر الثروة تتمثل في نفقات الإستهلاك التي تحدد بواسطة مصادر المستهلكين المتكونة من رأس المال البشري والمادي والثروات المالية، حيث تعبر الأسهم العادية المكون الرئيسي للثروة المالية للأفراد في بعض البلدان، فعندما ترتفع قيمة أسعار هذه الأسهم، فإن قيمة الثروة المالية ترتفع عليه فإن المواد الإجمالية للمستهلكين ترتفع ويرتفع الإستهلاك.

ففي السياسة النقدية التوسعية ترتفع أسعار الأسهم (  $\uparrow P_A$  ) ومن ثم ترتفع قيمة الثروة المالية للأفراد (  $\uparrow R$  ) التي تؤدي إلى زيادة الإستهلاك (  $\uparrow C$  ) وبالتالي زيادة الناتج الوطني ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

$$PA \uparrow \Rightarrow R \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

ويحدث العكس في حالة سياسة نقدية إنكماشية فإن عرض النقود ينخفض وبالتالي إنخفاض قيمة الثروة المالية للأفراد وهذا يؤدي إلى إنخفاض الإستهلاك وبالتالي إنخفاض الناتج الوطني<sup>2</sup>.

5- **قناة الإئتمان**: قناة الإئتمان هي عبارة عن آلية جديدة مستحدثة لنقل أثر السياسة النقدية والتي تتم عبر آليتين هما: قناة الإقراض البنكي و قناة الميزانية<sup>3</sup>.

#### أ- قناة الإقراض البنكي

حيث تعمل هذه القناة كما يلي:

عند إتباع سياسة نقدية توسعية فإن كمية النقود تزداد التي يؤدي إلى زيادة إحتياجات وودائع البنوك، مما يزيد من حجم القروض البنكية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة نفقات الإستثمار وبالتالي يرتفع الناتج المحلي

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص ص 176، 177.

<sup>2</sup> - إكن لونيس، مرجع سبق ذكره، ص 60.

<sup>3</sup> - فريدة ملحق، دور السياسة النقدية في معالجة إختلال ميزان المدفوعات في الجزائر والأردن خلال الفترة (1999-2013)، دراسة قياسية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2015، ص ص 35، 36.

أما عند إتباع سياسة نقدية إنكماشية فإنه يحدث العكس، ينخفض المعروض النقدي مما يؤدي إلى إنخفاض ودائع البنوك، مما يقل من حجم القروض البنكية، وهذا يؤدي إلى إنخفاض نفقات الإستثمار وبالتالي إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي، كما توضحه المعادلة التالية:

$$M \uparrow \Rightarrow \text{الودائع} \uparrow \Rightarrow \text{قروض} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

### ب- قناة الميزانية

يرجع أصل وجود هذه القناة إلى مشكل عدم تماثل المعلومات في أسواق الائتمان، وتشير إلى أن ضعف الوضعية الصافية الذي تتسم بها أي مؤسسة كلما كان مشكل الائتقاء العكسي الذي يعني قبول المقترض لمعدلات فائدة مرتفعة مع مخاطر كبيرة في الإقراض وذلك بسبب سوء إنتقاء المقرضين عند إتباع سياسة نقدية إنكماشية والخطر المعنوي كبير عندما تريد الإقراض، فالإنخفاض في عرض النقود ( $\downarrow M$ ) يؤدي إلى إنخفاض صافي قيمة المؤسسات وضماناتها، إضافة إلى إرتفاع سعر الفائدة يعمل على تخفيض التدفق النقدي لتلك المؤسسات مما يزيد من مخاطر إقراضها، الذي يؤدي إلى إنخفاض القروض وبالتالي إنخفاض نفقات الإستثمار ومنه الناتج الوطني ( $\downarrow Y$ ).

أما في حالة إتباع سياسة نقدية توسعية فإن كمية النقود ( $\uparrow M$ ) تزداد مما يؤدي إلى زيادة في أسعار السهم ( $\uparrow PA$ ) وتدعم القيمة الصافية للمؤسسات الإنفاق الإستثماري ( $\uparrow I$ ) وبالتالي الطلب الإجمالي يرتفع لأن مشكل الائتقاء السلبي والخطر المعنوي ينخفض، كما هو موضح في العلاقة التالية:

$$M \uparrow \Rightarrow PA \uparrow \Rightarrow \text{الائتقاء المعاكس} \uparrow \Rightarrow \text{الخطر المعنوي} \downarrow \Rightarrow \text{القروض} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

## خلاصة الفصل

لقد تأخر ظهور البنوك المركزية، واختصر نشاطها على إصدار النقود في البداية، فغالبا ما نشأت بنوك تجارية وتحولت إلى بنوك عامة ملك للدولة، والبنك المركزي هو تلك المؤسسة الحكومية التي تأتي على قمة هرم النظام المصرفي وتتولى بوسائلها إدارة الأمور السياسية والمالية، حيث يتميز بجملة من الخصائص العامة التي تميزها عن غيرها من المؤسسات الإقتصادية والمالية الأخرى ويتمثل الهدف الرئيسي للبنوك المركزية في تحقيق المصلحة العامة للمجتمع، والإستقرار الإقتصادي وليس تحقيق الربح، حيث يعتبر بنك الإصدار لإفراجه بإصدار النقود القانونية، وهو بنك الحكومة ويتولى إدارة الدين العام، وهو بنك البنوك لأنه يسوي ديونه بالمقاصة كما يتولى إدارة الإحتياطيات النقدية والأجنبية للدولة، ولا تكاد تخلو أي دولة مستقلة في العالم من وجود هذا البنك لديها، يتمتع فيها بامتيازات عديدة ويساعدها في تحقيق الأزمات والمشاكل عن طريق إعتماده بشكل رئيسي على الأدوات التقليدية وغير تقليدية في إدارته للسياسة النقدية حيث يتم نقل أثر السياسة النقدية عبر مجموعة من القنوات وذلك من أجل تحقيق الأهداف المسطرة النهائية للسياسة النقدية، ولا يتسنى له ذلك إلا إذا كان يتمتع بالإستقلالية في وضع خطته وأهدافه وهذه الإستقلالية لا تعطيه دورا بارزا في زيادة مجال الإشراف والمراقبة لكل ما يتعلق بالبنوك التجارية والمؤسسات المالية من إئتمان وصراف وغيرها.

تمهيد

لقد احتلت دراسة تحقيق الإستقرار المالي في العقود القليلة الماضية مركز الصدارة ضمن الإهتمامات الرئيسية لكل الجهات الحكومية والمالية والإقتصادية سواء أفراد أو مؤسسات على المستوى المحلي والدولي وأصبحت محط أنظار البنوك المركزية وأهم أولويات وأهداف صانعي السياسات في مختلف أنحاء العالم وذلك نتيجة للتطورات والتحويلات التي تعرض لها القطاع المالي، وما رافقها من عدة مخاطر كبيرة أثرت على السلامة المالية لأكثر من دولة، فظهرت العديد من المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية والتي إعتادت جميعها على إصدار تقارير دورية عن الإستقرار المالي، حيث خصصت جوانب من نشاطها سواء من الناحية القانونية أو الرقابية أو الإشرافية وذلك من أجل البحث فيه ودراسته والسعي لتحقيقه والحفاظ عليه.

وللإلمام بجوانب هذا الفصل إرتأينا إلى تقسيم فصلنا إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

**المبحث الأول:** ماهية الإستقرار المالي؛

**المبحث الثاني:** أسباب ومظاهر عدم الإستقرار المالي؛

**المبحث الثالث:** البنك المركزي والحفاظ على الإستقرار المالي.



## المبحث الأول: ماهية الإستقرار المالي

شهد النظام المالي توسعا تجاوز في وتيرته التوسع في الإقتصاد الحقيقي، وتغيرا كبيرا في عناصر الأصول المالية، وأصبح نظاما أكثر تعقيدا، وزادت مخاطر العدوى، مما استوجب أن يكون الحفاظ على الإستقرار المالي هدفا أساسيا لدى البنوك المركزية.

### المطلب الأول: مفهوم الإستقرار المالي

#### أولا: تعريف الإستقرار المالي

تعددت الجهات الإقليمية والدولية التي تسعى لتحقيق الإستقرار المالي وهو ما ترتب عليه عدم وجود اتفاق على تعريف وحيد له، حيث تضمنت الأدبيات الإقتصادية مفاهيم متعددة للإستقرار المالي، وركز العديد منها على تعريفه في زاوية كونه الحالة المقابلة لحالة عدم الإستقرار المالي، وفيما يلي عرض لمجموعة من التعريف الشائعة لعدم الإستقرار المالي والإستقرار الماليين:

#### 1- تعريف الإستقرار المالي في الأدبيات الإقتصادية

**التعريف الأول:** حسب مشيكن (Mishkin) 1997 " يعد النظام المالي مستقرا في حالة قدرته على التأمين بشكل دائم ويسير أي التخصيص الأمثل للمدخرات ضمن البدائل المختلفة للإستثمارات"<sup>1</sup>. في حين عرف حالة عدم الإستقرار المالي بأنها "الحالة التي يصبح عندها القطاع المالي غير قادر على القيام بوظيفته بصورة كاملة كوسيط مالي تتدفق من خلاله الموارد المالية من أصحاب رؤوس الأموال إلى طالبها لإستغلال الفرص السعرية الممكنة"<sup>2</sup>.

**التعريف الثاني:** أما دافيز (Davis) فقد عرف حالة عدم الإستقرار المالي بأنها " الحالة التي يزيد فيها حدوث الأزمات، وهي الحالة التي يشهد القطاع المالي انهيارا كبيرا يحول دون قيامه بخدمات المدفوعات والتسوية وتوجيه الإئتمان إلى الفرص الإستثمارية المنتجة والفعالة"<sup>3</sup>.

**التعريف الثالث:** ومن وجهة نظر كروشات (Crochet) فان الإستقرار المالي يتمثل في " الحالة التي تتمتع فيها المؤسسات في القطاع المالي بقدر كبير من الثقة في قدرتها على الإستقرار في أداء المهام المنوطة بها

<sup>1</sup> - أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الإقتصادي، الطبعة الأولى، دار الريبة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص120.

<sup>2</sup> - Mishkin, Frederique, **Global Financial Instability**, Framework, events, issues, journal of economic perspectives, vol.13, April 2009.

<sup>3</sup> - M Davis Philip, **A Typology of Financial instability**, Financial stability report2, Vienna Osterreichische national Bibliothec, June 2000.

بدون الحاجة إلى مساعدة خارجية وقيام متعاملون في الأسواق الرئيسية بإجراء معاملاتهم بقدر من الثقة وبأسعار تعكس القيمة الحقيقية للمنتجات المالية المتداولة<sup>1</sup>.

## 2- تعريف الإستقرار المالي من وجهة بعض البنوك المركزية

**التعريف الأول:** يعرف بنك كندا المركزي حالة الإستقرار المالي بأنها الحالة التي تنتفي فيها أية تهديدات من شأنها التأثير على أداء الإقتصاد الكلي وأداء القطاع المالي والقطاعات الأخرى<sup>2</sup>.

**التعريف الثاني:** في حين يتبنى مجلس الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي وجهة نظر أخرى مفادها حالة عدم الإستقرار المالي هي الحالة التي تتسم بوقوع ثلاث ظواهر رئيسية متتالية في إنحراف أسعار مجموعة من الأوراق المالية الأكثر أهمية على أسعارها التي تتلاءم مع مقومات التحليل الأساسي للمؤسسات المالية المصدرة لهذه الأوراق، وحدث تشوه في اتجاهات الإئتمان على المستوى المحلي والعالمي وهو ما يؤدي إلى تركيز الإئتمان وتزايد احتمالات المخاطر المتعلقة بعدم القدرة على السداد والإنحراف الفعلي أو المحتمل لمستويات الإنفاق عن المستوى التوازني مما يقلص فرص النمو الإقتصادي<sup>3</sup>.

**التعريف الثالث:** كما عرف البنك المركزي الألماني الإستقرار المالي بأنه " حالة التوازن التي يتمكن من خلالها النظام المالي من القيام بوظائفه الإقتصادية والأساسية، والتي تتمثل في تخصيص الموارد الإقتصادية وموازنة المخاطر وتسوية المدفوعات بالكفاءة اللازمة والقدرة على الإستمرار في أداء هذه الوظائف بصورة مناسبة حتى مع وجود بعض الصدمات، أو الحالات التي تستلزم تغييرات هيكلية كبيرة.

**التعريف الرابع:** يرى بنك التسويات الدولية أن حالة الإستقرار المالي بكونها الحالة التي ينبغي فيها وجود أية عوامل من شأنها إحداث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأصول المالية، أو التأثير على مقدرة المؤسسات المالية على مواجهة إلتزاماتها التعاقدية<sup>4</sup>.

ومن جهة أخرى يعرف الإستقرار المالي على أنه القدرة على تحقيق الإستقرار في كل عناصر القطاع المالي بصورة متوازنة، ويتكون القطاع المالي من ثلاثة عناصر أساسية، تتمثل في المؤسسات المالية ومكوناتها من البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى، والثانية الأسواق المالية تتمثل في أسواق

<sup>1</sup>- Andrew Crockett, **The Theory And Practice of Financial Stability**, Princeton, international finance section department of economics Princeton university, 1997.

<sup>2</sup>-Chant, **Financial Stability As A Policy Goal**, in essays on financial Stability, bank of Canada technical report no 95, Ottawa, September, 2003 , pp3,4.

<sup>3</sup>-Ferguson, **Should financial stability be an explicit central bank objectives ?**, federal reserve board , Washington, September 2002.

<sup>4</sup>-Deutsche Bands Bank, report on **the stability of germen Financial system**, Frankfurt, December 2000.

رأس المال وأسواق النقد، والثالثة هي البنية التحتية والتي تتمثل في الأطر التنظيمية والقانونية ونظم الدفع والمحاسبة<sup>1</sup>.

ممن خلال إستعراض وجهات النظر المختلفة بشأن تعريف الإستقرار المالي يمكن اقتراح تعريف شامل حيث يعرف أنه قدرة النظام المالي على مقاومة الأزمة أثر حدوث صدمة بالنظام المالي نشير إلى أن الإستقرار المالي لا نعني به الثبات وإنما القدرة على التصدي للصدمة مهما كان حجمها والإستمرار في أداء وظيفته.

حيث يمكن اعتبار أن النظام المالي مستقر إذا اتسم بالإمكانات التالية<sup>2</sup>:

أ- تسيير كفاء لتوزيع الموارد الإقتصادية، حسب المناطق الجغرافية ومع مرور الوقت إلى جانب العمليات المالية والإقتصادية الأخرى، كالإدخار والإستثمار والإقراض والإقتراض وخلق السيولة وتوزيعها، وتحديد أسعار الأصول، وأخيرا تراكم الثروة ونمو الناتج؛

ب- تقييم المخاطر المالية وتسعيورها وتحديدتها وإدارتها؛

ج- استمرار القدرة على أداء هذه الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصددمات الخارجية أو في حالة تراكم الإختلالات.

ثانيا: أسس الإستقرار المالي وعدم الإستقرار المالي

### 1- أسس الإستقرار المالي

يمكن تلخيص أهم أسس الإستقرار المالي على النحو التالي<sup>3</sup>:

- عادة ما تكون مؤسسات النظام المالي مستقرة، إذا ما توفر لديها درجة عالية من الثقة في قدرتها على الوفاء باتزاماتها باستمرار ودون مساعدة خارجية، وتكون الأسواق المالية مستقرة إذا تمكن المشاركون فيها من التعامل بثقة مع أسعار الأدوات المتداولة فيها، والتي لا تتغير على المدى القصير إذ لم تحدث تغيرات في العوامل الأساسية.

- الهدف من الحفاظ على إستقرار النظام المالي هو تجنب الإضطرابات فيه والتي من شأنها أن تسبب أضرار وتكاليف كبيرة يتحملها الإقتصاد الحقيقي .

<sup>1</sup>- Crochet Andrew, *The Theories And Practice of Financial Stability*, gei newsletter, issue no6 11/12 July 1997.

<sup>2</sup>- غاري شيناسي، الحفاظ على الإستقرار المالي، قضايا اقتصادية، 36، كتاب الكتروني، منشورات صندوق النقد الدولي، 2005، ص2.

<sup>3</sup>- ناصر عبد الكريم وآخرون، الدور الاقتصادي لمؤسسات الإقراض المتخصصة وأثرها على الإستقرار المالي الفلسطيني، السلطة النقدية الفلسطينية، فلسطين، 2013، ص ص 13، 14.

### شروط حدوث الإستقرار المالي

يتحقق الإستقرار المالي إذا توفرت الشروط التالية:

- استقرار نقدي، متمثلاً في إنخفاض نسبة التضخم، وإستقرار أسعار الصرف؛
  - معدلات عمالة أو تشغيل طبيعية؛
  - ثقة في المؤسسات والأسواق المالية العاملة في الإقتصاد؛
  - عدم وجود تقلبات حادة في أسعار الأصول المالية أو الحقيقية في الإقتصاد بدون دواعي الموضوعية؛
- شروط تحقق الإستقرار المالي يتمثل في أن يكون النظام المالي قادراً على تحمل الصدمات دون أن يعطي فرصة لتراكم التشوهات التي تعوق تكوين المدخرات لإستثمار الفرص في الإقتصاد، مع توفر القدرة لدى هذا النظام على امتصاص الصدمات عند حدوثها، والإستمرار في أداء وظائفه الأساسية بدرجة عالية من التأكد.

### 2- أسس عدم الإستقرار المالي

وتتمثل أهم هذه الأسس فيما يلي<sup>1</sup>:

- عدم الإستقرار قد يؤدي إلى تزايد خطر وقوع أزمة مالية والتي تعني شللاً وتصدعاً في النظام المالي وعدم القدرة على توفير خدمات المدفوعات أو توفير الإئتمان بشروط عادلة لتشجيع الإستثمار المنتج.
- عدم الإستقرار المالي هو حالة تتسم بالخصائص التالية:
- تباين غير طبيعي بين الأسعار الفعلية والأسعار العادلة للأصول المالية والحقيقية؛
- نشوء كبير في أداء السوق المالي وقلة توافر الإئتمان محلياً؛
- انحراف كبير في الإنفاق الكلي عن قدرة الإقتصاد على الإنتاج؛
- يحدث عدم الإستقرار المالي عندما تهدد الأوضاع في الأسواق المالية أداء الإقتصاد الكلي والجزئي من خلال تأثيرها على سلامة عمل النظام المالي؛
- عدم الإستقرار المالي يعبر عن الأزمات المالية التي تواجهها الأسر، أو الشركات أو الحكومات وهذه الأزمات مجتمعة تشكل خطر على مؤشرات الإقتصاد الكلي.

### ثالثاً: أهمية الإستقرار المالي

يمكن إدراك أهمية الإستقرار المالي من خلال ما يلي:

- إن الإضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الإقتصاد العالمي، فقد أشار تقرير منتدى الإقتصاد العالمي الذي صدر مطلع عام 2008 وحمل عنوان " المخاطر العالمية 2008 " أن

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص 14.

الأنظمة المالية المضطربة، وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في منتصف وأواخر عام 2007 تمثل تحديا كبيرا يؤثر على إستقرار الإقتصاد العالمي، لهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر وأكد التقرير على أن التركيز المتزايد على الأسواق المالية المضطربة والتوترات السياسية المتفاقمة في عام 2008، قد يدفعان الحكومات والشركات إلى تجاهل المخاطر الأقل إلحاحا مثل التغيرات المناخية وهذا من شأنه أن يزيد من صعوبة التعامل مستقبلا مع هذه القضايا الحرجة بعيدة المدى<sup>1</sup>.

- غياب الإستقرار المالي يؤثر على النمو الإقتصادي، ففي كل تداعيات أزمة الرهن العقاري التي إنطلقت شرارتها من أمريكا وامتدت إلى غيرها، أعد صندوق النقد الدولي النظر في توقعاته بشأن النمو الإقتصادي، ففي مراجعتها التي أصدرها في أبريل من نفس العام (2008) ذكر الصندوق أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت فترة بقائها كلما قلت معدلات النمو الإقتصادي<sup>2</sup>.

- نتائج الإضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة، الإقتصادية والسياسية والإجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، والأزمة الآسيوية أو أزمة مصارف اليابان في نهاية الثمانينات ومطلع التسعينات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عامي 2001 ، 2002 ثم أزمة الرهن العقاري سنة 2008، وأزمة الديون السيادية التي عاشها الاتحاد الأوروبي تحديدا اليونان إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدى فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى، أكثر من عشر سنوات كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية كندل برجر وغيره مثل الإقتصادي الأمريكي الشهير هيمان مينيسكي الذي توصل إلى نتيجة مفادها أن نحاول تحقيق الإستقرار في إقتصاد غير مستقر، أي معرض للأزمات المالية.

نتيجة لما سبق ذكره وغيره من أثار للإضطرابات المالية، فقد أصبح أمر تحقيق الإستقرار المالي يحتل الصدارة ضمن الإهتمامات الرئيسية التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- محمد مهدي بالوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي تحليل تجريبي، مجلة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، العدد 2، 2008، ص ص 81 ، 82.

<sup>2</sup>- مشتاق محمود السبعوي وآخرون، الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الإسلامي دراسة تحليلية لعينة من المصارف الإسلامية في ضوء المؤشرات العالمية اللازمة المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد (2)، العدد (2)، 2012، ص 70.

<sup>3</sup>- أحمد مهدي بالوافي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

المطلب الثاني: أهداف الإستقرار المالي

هناك مجموعة من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي:

- يهدف الإستقرار المالي إلى التقليل من المخاطر النظامية التي ظهرت أهميتها مع تكرار الأزمات المالية ويعرف صندوق النقد الدولي المخاطر النظامية على أنها مخاطر توقف عملية توفير الخدمات المالية الناتجة عن تعطل أحد أو كل قطاعات النظام المالي (كأسواق المال أو القطاع المصرفي) والذي يؤدي إلى العدوى المالية بين القطاعات المالية والحقيقية الأخرى المحلية والعالمية<sup>1</sup>؛
- تعزيز الإستقرار المالي على مستوى الجهاز المالي ككل وليس فقط على مستوى المؤسسات الانفرادية للجهاز المصرفي بهدف تعزيز قدرة الجهاز المصرفي والمالي على تحمل الصدمات من خلال تحليل ودراسة أهم العوامل والقطاعات التي تؤثر على الإستقرار المالي؛
- الوصول إلى قطاع مالي فعال يسهم في تحقيق النمو الإقتصادي المرتفع والمستدام، وتتناسب مؤشرات الأداء به مع المؤشرات الإقتصادية الكلية، وتعمل فيه الأسواق العالمية بكفاءة مع الإلتزام بالقواعد الإحترازية لتعاملات المؤسسات المالية، ويتمتع ببنية تحتية ذات كفاءة عالية تحظى بثقة المتعاملين؛
- تشجيع اعتماد سياسات وقائية وأخرى علاجية في الوقت المناسب لتفادي عدم الإستقرار المالي، مع تعزيز القدرة على استعادة الإستقرار إلى النظام المالي في حالة فشل التدابير الوقائية والعلاجية في الحد من إمكانية إنتقال الصدمات من القطاع المالي للقطاع الحقيقي والعكس؛
- تمكين صانعي السياسات ومنتخذي عنها القرارات من الوقوف على مواطن الضعف المحتملة في وقت أبكر قبل حدوث انفجار فقاعة سعرية يترتب عنها تصحيح جبيري للأسعار القائمة للأصول بشقيها العيني والمالي، أو قد يترتب على دورة الأعمال حدوث تصحيحات ذاتية من شأنها أن تسفر عن انخفاضات مفاجئة وكبيرة في الأسعار، يترتب عليها حدوث مشاكل داخل المؤسسات المالية، أو حالات توفيق في البنية التحتية المالية<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- الرياض الاقتصادي، الاستقرار المالي عامل مهم في استدامة النمو الاقتصادي وزيادة فرص العمل وتحسين مستويات المعيشة، مقال متوفر على الرابط التالي:

. Consulter le 15/04/2017.12:40h. [www.alriyadh.com/1503935](http://www.alriyadh.com/1503935)

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص14.

### المطلب الثالث : تحديات الإستقرار المالي

يواجه تحقيق الإستقرار المالي مجموعة من التحديات نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

**1- تراجع الشفافية :** يعتبر غياب الشفافية من بين أهم الأسباب وراء العديد من الأزمات المالية، نتيجة لعدم توافر المعلومات اللازمة لإتخاذ القرار الإستثماري السليم، والعدالة والموضوعية في تسعير الأصول والحد من التأثيرات السلبية للممارسات غير المشروعة من جانب المسؤولين بالمؤسسات في ضوء ما يتاح لهم من معلومات لا تتاح للمستثمرين الآخرين، كما يسهم التشابك بين مختلف الأنشطة الإقتصادية في جعل النظم المالية أكثر عرضة لعدوى الأزمات، وفي ظل التأثيرات المتبادلة بين مكونات القطاع المالي، وكون حدوث أي إختلال بأحد هذه المكونات ينعكس بصورة مباشرة وغير مباشرة في أداء المكونات الأخرى، فإن عدم الكشف عن الاختلال نتيجة التعقيم وعدم الشفافية يمثل تحدياً أمام تحقيق الإستقرار المالي.

**2- زيادة درجة التوسع والتعقيد في النظام المالي :** أدت زيادة درجة التوسع والتعقيد في النظام المالي فيما يتعلق بالآليات والأدوات المالية المتداولة، وتنوع الأنشطة والمخاطر المرتبطة بها إلى صعوبة مواكبة التطورات في أسعار الأصول المالية المتداولة، وخاصة في ظل التوسع الكبير في حجم هذه الأصول في العديد من الإقتصاديات المتقدمة، ليشكل أكثر من ضعف إجمالي الناتج المحلي السنوي في بعض الأحيان وعلى الرغم من أن هذا التطور في الأدوات والآليات المالية قد أدى إلى تعزيز الكفاءة الإقتصادية، وعزز من عمق النظم المالية، إلا أنها أسفرت عن نشوء أنواع جديدة من المخاطر مثلت تحدياً أمام تحقيق الإستقرار المالي في ضوء تسارع وتيرة حدوثها وتغيرها بما يصعب معه متابعتها، قياسها والتحوط ضد تداعياتها في بعض الأحيان.

**3- زيادة مستويات تطور وديناميكية الأسواق:** تعد زيادة درجة ديناميكية السوق ظاهرة صحية في الإقتصاديات، حيث تؤدي إلى سرعة إنتقال أثر إستخدام أدوات السياسة النقدية للإقتصاد، وظهور نتائج التغيرات في هذه الأدوات على الأداء الإقتصادي خلال فترات وجيزة، وبما يمكن المتعاملين في الأسواق من إتخاذ القرارات بناء على توقعات موثوقة، كما أنه في ضوء ارتفاع ديناميكية الأسواق، فقد بات من الممكن إجراء قدر هائل من المعاملات خلال وقت قصير للغاية، وهو ما ترتب عليه زيادة هائلة في تحركات الأسعار، بما يتطلب إمكانيات تقنية وفنية عالية لمتابعتها، وعلى الرغم من الجوانب الإيجابية المنوه عنها

<sup>1</sup>- أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للإستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، كتاب الكتروني، صندوق النقد العربي،

لديناميكية الأسواق، إلا أن الجانب السلبي، والذي لا يزال يمثل تحدياً في سبل تحقيق الإستقرار المالي يتمثل في سرعة إنتقال المشكلات من سوق مضطربة لسوق أخرى بسرعة كبيرة.

**4- المخاطر المعنوية:** تسارع السلطات المالية عند حدوث الأزمات، في توفير قدر أكبر من الأموال للحيلولة دون إخفاق المؤسسات المالية، كذلك التي يقدمها البنك المركزي لدعم برامج التأمين على الودائع وتقديم تسهيلات للبنوك كمقرض أخير، كما قد تقوم بعض الحكومات أيضاً بضخ السيولة في السوق، ويسهم توقع المؤسسات المالية لهذه الإجراءات بصورة شبه مؤكدة في إضعاف الإنضباط المالي أدى تلك المؤسسات وعدم فعالية آليات السوق، وتراجع الحافز لدى المشاركين في الأسواق على توخي الحذر في معاملاتهم، وهو ما يمثل تحدياً، حيث تتفاعل قدرة الحكومات على الإستمرار في تقديم الدعم للمؤسسات والشركات عند حدوث الأزمات لفترة طويلة، وتتوقف هذه الفترة على حجم الأزمة وتداعياتها، وكذلك على الموقف المالي والإقتصادي للدولة وقت حدوثها، وإذا لم تتوافر لدى المؤسسات القدرة الذاتية لمواجهة الأزمات والحد من تداعياتها، فإن ذلك يندرج بكارثة على مستوى الإقتصاد ككل.

**5- الفجوة التكنولوجية والمعرفية:** قد توجد فجوة تكنولوجية ومعرفية بين المؤسسات أو الشركات أو الأسواق وبين الجهات الرقابية والإشرافية، وذلك نظراً لما يتطلبه لمواكبة التطورات التكنولوجية المتسارعة من تكلفة عالية لا تتحملها ميزانيات هذه الجهات في ظل اعتمادها على المخصصات الحكومية التي يتم تحديده بصورة مسبقة، ويحتاج تعديلها لإجراءات مطولة ومعقدة، كما أن الإستثمارات الخارجية الداخلة غالباً ما تتوافق مع تطور هائل للتكنولوجيا الحديثة والوسائل المعرفية، وقد تنعكس الفجوة التكنولوجية من حيث الأدوات المستخدمة أو المعاملات التي قد لا تكون موجودة في النظم المالية المستقبلية لتلك الإستثمارات فيعدم قدرة الجهات الإشرافية والرقابية على القيام بدورها بكفاءة وفعالية.

#### المطلب الرابع: علاقة الإستقرار المالي بالإستقرار الإقتصادي والنقدي

يتطلب تحقيق الإستقرار الإقتصادي ضرورة وجود قطاع مالي متطور ومستقر وقادر على توجيه المدخرات لتمويل فرص الإستثمار المنتجة القادرة على توفير المزيد من فرص العمل، ورفع المستويات الإنتاجية للمستويات القصوى الممكنة، ومن ثم فإن تحقيق الإستقرار في القطاع المالي يمكن اعتباره نقطة الإنطلاق نحو تحقيق الإستقرار الإقتصادي وتعكس سلامة القطاع المالي قدرته على امتصاص الصدمات والحد من تداعياتها على الإقتصاد الحقيقي.

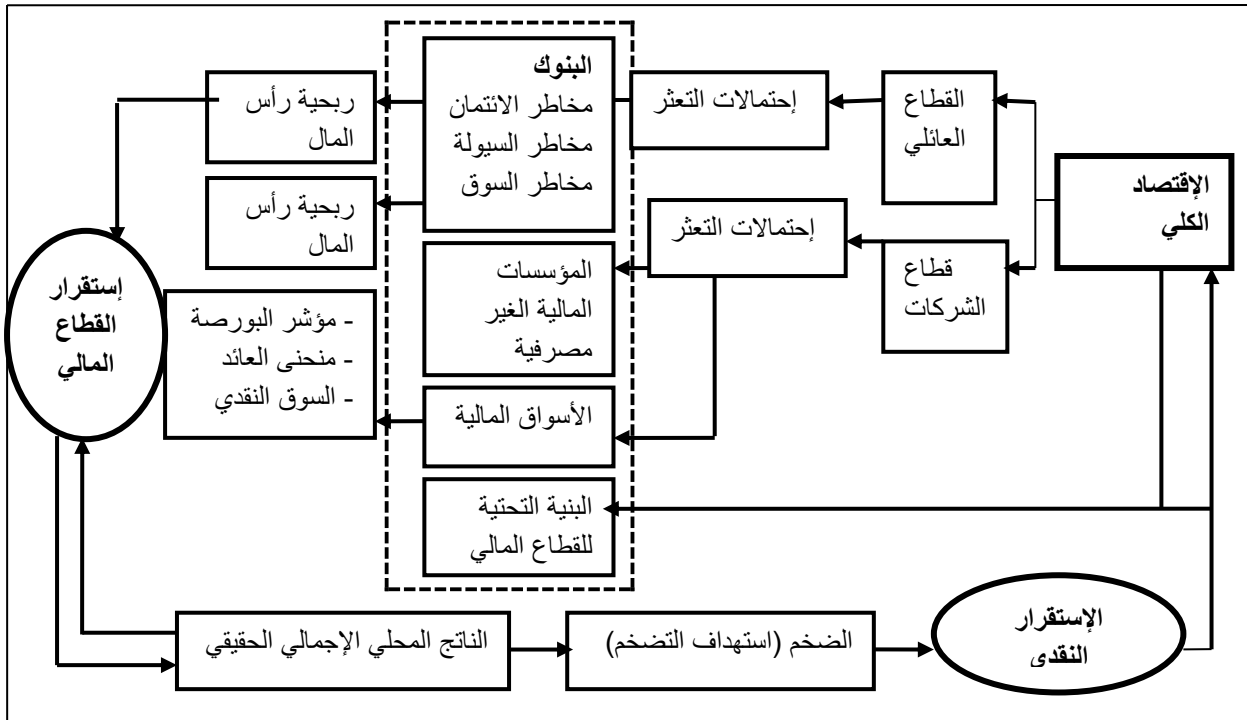
ومن جهة أخرى، يتطلب تحقيق الإستقرار المالي إستقراراً نقدياً يتمثل في قدرة القطاع النقدي على تحقيق أستقرار في المستوى العام للأسعار عند المستويات المستهدفة، ووجود هيكل واضح لأسعار الفائدة



ينسجم مع التطورات الإقتصادية المحلية والدولية ويستطيع بدرجة مناسبة من الكفاءة، تنظيم كمية وأسعار وشروط الإئتمان بشكل يدعم النمو الإقتصادي ويحول دون تركيز وتراكم مخاطر الإئتمان وخاصة فيما يتعلق بالقطاعات الأكثر عرضة للتقلبات.

وتتضح العلاقة بين السياسة النقدية والإستقرار المالي من خلال تأثير الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية كسعر الفائدة على قدرة الشركات العاملة بالإقتصاد على خدمة مديونيتها للبنوك، وكذلك تأثير التطورات في أسعار الفائدة على أسعار الأصول المالية والسلع، وبالتالي على ثروة القطاع العائلي، هذا بالإضافة إلى تفعيل دور أدوات السياسة النقدية لتعزيز النمو الإقتصادي كاستخدام سعر الفائدة لتحفيز النمو، ووجود سياسة لسعر الصرف تحد من التقلبات غير المبررة وتمنع عمليات المضاربة على العملة يدعم جهود تحقيق الإستقرار الإقتصادي، ويعزز التنافسية الدولية، وتؤكد حالة التكامل والتشابك بين الدور الذي يقوم به القطاع المالي ودور السياسة النقدية على إمكانية تحقيق إستقرار مالي بمعزل عن الإستقرار النقدي<sup>1</sup> وهذا ما يوضحه الشكل أدناه:

الشكل رقم (1): العلاقة بين الإستقرار المالي والإستقرار النقدي



المصدر: أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للإستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، كتاب الكتروني، صندوق النقد العربي، 2014، ص 18.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص ص 17، 18

## المبحث الثاني: أسباب ومظاهر عدم الإستقرار المالي

يحظى الإستقرار المالي باهتمام متزايد بعد أن أصبح هدفا رئيسيا لدى العديد من البنوك المركزية، إلى جانب الإستقرار النقدي، كما يعكس التركيز الكبير عليه من قبل البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية طبيعة الحالة التي يكون فيها القطاع المالي، ومدى قدرته على مواجهة المخاطر وضمان قيامه بمهامه.

### المطلب الأول: أسباب عدم الإستقرار المالي

عدم الإستقرار المالي يمكن أن يؤدي إلى مشكلات كبيرة في اقتصاد دولة ما، ويتعرض النظام المالي لعدم الإستقرار لسببين<sup>1</sup>:

**1- مشكلات التكوين:** إن الأنواع الثلاثة لعدم الإستقرار المالي، حالات الذعر المالي، حالات الإنهيار في سوق الأوراق المالية، وحالات عدم الإستقرار في مستوى الأسعار، كلها تتضمن مشكلات التكوين، وذلك أن سلوكيات الأفراد منفصلة في مثل هذه الحالات، تكون لها انعكاسات كلية.

في حالة الذعر المصرفي والخوف من أن البنك سيفشل ويعلن عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته، يتدافع المودعون بشكل فردي دون أن يضعهم تنظيم قانوني إلى سحب أموالهم، ونتيجة هذا التصرف يحدث فشل وانهيار في سوق الأصول شابه لذلك تماما عند الخوف من التدهور في الأسعار، تتسارع عملية البيع بكثافة وينتج عنها نتائج سلبية على الأسعار، مما يؤدي إلى تدهورها، أما في ظاهرة عدم إستقرار مستوى الأسعار عندما مثلا يزيد أو يقلص بنك ما من إقتراضه، ويخلق أو يحطم الأموال، يكون له تأثير ضعيف على الأسعار، ولكن عندما تكون البنوك في النظام المالي، كلها مجتمعة على هذا الفعل، فان بالضرورة الزيادة أو النقص العام في كمية النقود تؤدي إلى التضخم أو التقلص، النتيجة سلبية في النظام المالي وعلى البنوك كذلك، وفي كل الحالات السابقة يفشل السوق في احتواء الأزمات وعدم ردة الفعل من الأفراد وتوفير الضمانات.

**2- المخاطر الكثيفة:** توجد مشكلات تتسبب فيها البنوك عند إدارتها للقروض، كلما اعتنى البنك وركز على القروض ضعيفة المردودية (الرديئة) قد يفشل البنك عند تحقيق أهدافه ويتحمل مسؤولياته عن كل الخسائر الناتجة عندما يرتب للقروض، ونستبدل على ذلك إن فشل بنك ما ينشئ ذعر مالي ينعكس على الإقتصاد. حيث إن الخسائر التي تنشأ عن فشل البنك تزيد كثيرا عن تلك التي يتحملها البنك نفسه، وتصبح كل

<sup>1</sup>- بن الشيخ عبد الرحمن، إتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2009، ص ص 67 ، 68 .

القروض الممنوحة من هذا البنك تشكل خطرا محتملا نظرا لضعف مردوديتها، ويكون من الأفضل للبنك التآني والدراسة لترتيبات منح القروض حتى لا تكون أكثر خطرا.

تعتبر مشكلات التكوين والمخاطرة الكثيفة عن نوع من أنواع فشل السوق يعرف بالخارجي، يوحد الدور الخارجي عندما تكون تكاليف تصرفات الفرد لا يتحملها كلها بنفسه، هذا من جانبها السلبي، أم من الجانب الايجابي، فيكون لتصرفات الفرد تأثيرات مفيدة على الآخرين والتي لا يعوض عنها، وتختلف الأدوار الخارجية مشكلة تحفيز لدى الأفراد، أي البحث عن المصلحة الخاصة تأتي بذلك معاكسة لما يتم تسرب في الإقتصاد ككل، لأن الفرد سوف يتصرف بالطريقة المحققة للمصلحة الذاتية والضارة بالمصلحة العامة.

### المطلب الثاني: مظاهر عدم الإستقرار المالي

تتمثل المظاهر الأساسية لعدم الإستقرار المالي في ثلاثة مظاهر أساسية والمتمثلة فيما يلي:

**1- الذعر المالي:** ويقصد به تلك الظاهرة التي ينتج عنها حدوث التهافت على سحب الودائع من البنك والذعر المالي يكون لو أن كل المطالبين بحقوقهم رغبوا في تسبيلها في وقت واحد، ولا توجد أمام المؤسسات المالية أو المصرفية إمكانية للتشبيك، ولا يمكن تلبية الحقوق، ويتمثل المثال الأساسي لذلك التدهور في التهافت على سحب الودائع من أحد البنوك، ويكون ذلك سبب مشكلات لدى ذلك البنك في تراجع ثقة المودع وإندفاعهم لسحب أموالهم، وعندما تتلاشى الإحتياطات (تمثل نسبة من إجمالي الودائع) لا يستطيع البنك بعد ذلك أن يفي بوعوده الخاصة بالسيولة، ويتحتم عليه بقوة القانون أن يغلق أبوابه، أو يتخذ مسلك لتخطي هاته العقبات.

إن التهافت على سحب الودائع في لحظة ما من بنك واحد، قد يكون سلوكا ضارا وسيئا بالنسبة للبنك والمؤسسة المالية، ولكن بالمقابل قد لا يكون له تأثير كبير على الإقتصاد الكلي دوما ومع ذلك فإن الذعر المصرفي يقاس بمعنى التهافت على النظام المصرفي ككل، عندما يفقد المودعون ثقتهم في البنوك بصفة عامة يمكن أن يفشل هذا النظام المصرفي، وتكون عواقبه قاسية على الإقتصاد ككل، ومن أدلة الذعر المالي، حالة الكساد الكبير في عقد الثلاثينات<sup>1</sup>.

**2- الإنهيار المالي :** وهو ما يتعلق بإنهيار سوق الأوراق المالية، حيث توفر الأسواق الثانوية السيولة لحاملي الأوراق المالية المباشرة، وتشبك السوق الثانية لمبيعات أولئك الراغبين في تسبيل حقوقهم مقابل مشتريات أولئك الذين يرغبون في حيازة الحقوق، وكما هو الحال في البنوك، إذا رغب أحد الأفراد في تسبيل

<sup>1</sup>- أسماء يحيوي، دور البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد حيضر، بسكرة، 2015، ص 63.

أمواله في الحال يصبح التسبيل مستحيلا، عندما يحدث هذا في السوق الثانوية تهبط أسعار الأوراق المالية باندفاع شديد، وبذلك تكون هذه العمليات من مسببات الإنهيار في سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

**3- عدم الإستقرار في الأسعار:** يمكن أن يؤخذ مستوى إستقرار الأسعار الشكليين التاليين:

أ- الإرتفاع المستمر في الأسعار، الذي يعرف بالتضخم؛

ب- الهبوط المستمر والمتواصل، والذي يعرف بالتقلص والإنعكاس في الأسعار.

في كل من التضخم والتقلص تأثيرات سلبية على الإقراض، يخفض التضخم قيمة المال المعد لعملية الإقراض من طرف المؤسسات، بينما يزيد التقلص في الأسعار من قيمة الأموال المودعة للإقراض، نتيجة لذلك التضخم غير المتوقع أثاره سلبية على المقرضين، وتكون إيجابية للمقترضين، والتقلص غير المتوقع له تأثير عكس ما يعمل التضخم غير المتوقع، إن عدم التأكد حول المستقبل المتوقع للتضخم والتقلص يجعل القروض أكثر خطورة بالنسبة للمقترضين، ولذلك يجعل الإقراض أقل جاذبية.

يحدث التضخم والتقلص نتيجة التغيرات في كمية الأموال المتداولة، عندما تزيد كمية الأموال بسرعة أكبر من زيادة كمية السلع والخدمات المتاحة، ترتفع الأسعار، وعندما تزيد كمية الأموال بسرعة أقل من كمية السلع والخدمات المتاحة أو حتى تتراجع، تنكمش الأسعار، يمكن أن تكون التغيرات في كمية الأموال نتيجة لتصرفات البنوك، فأى زيادة في معدل خلق الأموال بواسطة البنوك يمكن أن تسبب تضخما، والعملية العكسية-أي النقص- يمكن أن تسبب تقلصا.<sup>2</sup>

**المطلب الثالث: المخاطر التي تواجه النظام المالي ومصادرها**

**أولاً: المخاطر التي تواجه النظام المالي**

يمكن تلخيص أهم المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي كما يلي:

**1- تراجع النشاط الإقتصادي :** يصعب معه قيام المشروعات القائمة بالوفاء بالتزاماتها نتيجة نقص الطلب على منتجاتها، في ظل تراجع القدرة الشرائية، وقد يترتب على تراجع النشاط الإقتصادي تقليص الشركات لحجم أعمالها القائمة، وهو ما يفسر عن إرتفاع معدلات البطالة، وبالتالي عدم قدرة القطاع العائلي على الإدخار أو حتى الوفاء بالتزاماته تجاه البنوك في حالة الحصول على القروض، وبما يسهم في زيادة حجم الديون المتعثرة لدى البنوك.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- بن الشيخ عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 69.

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص ص 69 ، 70.

<sup>3</sup>- أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 08، 09.

2- التغيرات غير الحقيقية في أسعار الأصول : حيث يدفع ذلك نحو سيادة جو من عدم الثقة يقضي إلى انهيار الأسواق المالية، خاصة عندما تمثل هذه الأصول مكونا أساسيا في الضمانات المقدمة للبنوك للحصول على القروض فيفسر تراجع أسعارها عن تقاوم مشكلة الديون المتعثرة بالبنوك للحصول على القروض، وقد يؤدي ذلك إلى تراجع الثقة وانهيار القطاع المصرفي برمته.

3- عدم الإتساق بين طرفي المراكز المالية للبنوك: وينشأ هذا الإختلال في ميزانيات البنوك في حالة توسع البنوك في الإقراض طويل الأجل إعتقادا على مصادر التمويل قصيرة الأجل، أو قيامها بمنح قروض بعملات أجنبية في ظل عدم وجود مصادر للعملات الأجنبية في جانب الخصوم وحتى في حالة إلتزام المقترضين بالسداد بذات الإقراض فإن المخاطر لا تزال قائمة، وذلك في ظل إحتتمالات عدم تمكن المقترضين من السداد في حالة حدوث تغيرات غير طبيعية في أسواق الصرف تحول دون تمكينهم من توفير المبالغ اللازمة للوفاء بالتزاماتهم دون تحقيق خسائر.

4- المخاطر النظامية: هي مخاطر إهتيار النظام أو السوق المالي بأكمله، على عكس المخاطر المرتبطة مع أي كيان، فرد أو جماعة أو أي مكون من مكونات النظام، ويمكن تعريفها أيضا بأنها عدم إستقرار النظام المالي الذي قد يكون كارثيا، بسبب أو بتقاوم أحداث أو ظروف خاصة، وهي تدل أيضا على المخاطر التي يفرضها الترابط والإعتقاد المتبادل بين النظام أو السوق المالي، حيث فشل كيان واحد أو مجموعة من الكيانات يمكن أن يسبب فشلا متتاليا، والتي يحتمل أن يفسد أو يسقط النظام أو السوق بشكل كامل، ويشار إلى المخاطر النظامية في بعض الأحيان باسم المخاطر المنتظمة على خاطئ، لذلك يجب الفريق بين المخاطر المنتظمة والمخاطر النظامية التي تتعلق بنظام سير الشركة، كالمشاكل الموجودة في نظم إدارتها ونظم المعلومات فيها، حيث يرى البعض أن هذه المخاطر تميل أكثر لأن تكون مخاطر تشغيلية<sup>1</sup>.

#### ثانيا: مصادر عدم الإستقرار المالي

قد تنشأ المخاطر ومواطن الضعف أما داخليا، من داخل النظام المالي، أو خارجيا في الإقتصاد الحقيقي، على سبيل المثال. وتختلف الإجراءات المتخذة على صعيد السياسات باختلاف طبيعة هذه المخاطر، فالسلطات المالية عادة قادرة على التأثير في حجم الإختلالات الداخلية وفي إحتتمالات وقوعها من خلال القيام بعمليات التنظيم أو الرقابة أو إدارة الأزمات. وعلى العكس يصعب التحكم في الإضطرابات

<sup>1</sup>- عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، الملتقى العلمي والدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 10.

الخارجية، إلا من خلال تطبيق سياسات الإقتصاد الكلي على فترات زمنية طويلة وغير محددة. وينحصر دور السياسات غالبا عند وقوع إضطراب خارجي في الحد من تأثيره على النظام المالي، وذلك بعدة سبل منها على سبيل المثال، المحافظة على قدرة النظام على إستيعاب الصدمات وتشغيل النظم البديلة لحماية المعلومات الحيوية. يبين الجدول مصادر المخاطر على عدم الإستقرار المالي<sup>1</sup>:

جدول رقم (02): مصادر عدم الإستقرار المالي المحتملة

المخاطر الخارجية	المخاطر الداخلية
<ul style="list-style-type: none"> <li>• إضطرابات إقتصادية كلية</li> <li>- مخاطر قائمة على البيئة الإقتصادية</li> <li>- إختلالات سياسية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• مخاطر على أساس المؤسسات</li> <li>✓ المخاطر المالية</li> <li>- الإئتمان</li> <li>- السوق</li> <li>- السيولة</li> <li>- سعر الفائدة</li> <li>- العملة</li> <li>✓ المخاطر التشغيلية</li> <li>- جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات</li> <li>- المخاطر القانونية/ المتعلقة بالنزاهة</li> <li>- مخاطر السمعة</li> <li>- مخاطر إستراتيجية الأعمال</li> <li>- تركيز المخاطر</li> <li>- مخاطر كفاية رأس المال</li> <li>• مخاطر على أساس الأسواق</li> <li>✓ مخاطر الطرف المقابل</li> <li>✓ عدم اتساق أسعار الأصول</li> <li>- الإئتمان</li> <li>- السيولة</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• الأحداث</li> <li>- الكوارث الطبيعية</li> <li>- التطورات السياسية</li> <li>- إنهيار الشركات الكبرى</li> </ul>	

<sup>1</sup>- ذهبي ريمه، الإستقرار المالي النظامي، مؤشر تجمعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2013، ص 23.

	<p>✓ العدوى</p> <p>• مخاطر على أساس البنية التحتية</p> <p>✓ مخاطر نظم المقاصة والدفع والتسوية</p> <p>✓ مواطن الهشاشة في البنية التحتية</p> <p>- القانونية</p> <p>- التنظيمية</p> <p>- المحاسبية</p> <p>- الرقابية</p> <p>✓ إنهيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب</p> <p>✓ سلسلة الآثار التعاقبية</p>
--	--

المصدر: غاري شيناسي، الحفاظ على الإستقرار المالي، قضايا اقتصادية، 36، كتاب الكتروني، منشورات صندوق النقد الدولي، 2005، ص06.

### 1- المخاطر الداخلية

قد تنشأ هذه المخاطر في أي من عناصر النظام المالي الأساسية الثلاثة وهي المؤسسات، الأسواق والبنية التحتية، حيث:

أ- المؤسسات: قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة وتنتشر لاحقاً إلى قطاعات أخرى من النظام المالي، أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظراً لتعرضها لمخاطر مماثلة.

ب- الأسواق: عادة ما تكون الأسواق معرضة لمخاطر الطرف المقابل، عدم إتساق أسعار الأصول، موجات السحب، والعدوى.

ج- البنية التحتية: قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية (مثل حالات توقف النظم التشغيلية، تركيز المخاطر وسلسلة الآثار التعاقبية) حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية في نظامي المقاصة والتسوية -على سبيل المثال- وينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي. وفي المقابل، فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية في الجهازين القانوني والمحاسبي، مثلاً قد يترتب عليها حالات من التوقف عن العمل.

### 2- المخاطر الخارجية

تتبع المخاطر الخارجية من مشاكل خارج النظام المالي. فالإستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية مثل الكوارث الطبيعية، أو التغيرات في ميزان التبادل التجاري في بلد ما، أو الأحداث

السياسية أو تقلبات أسعار النفط ، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في عناصر السوق، أو توقف بلد مجاور عن سداد دين سيادي. وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالإقتصاد الكلي، مثل إنهيار شركة كبرى، إلى إضعاف ثقة السوق خلق إختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: تحليل سلامة الإستقرار المالي

حتى تكون الفعالية الأساسية للإستقرار المالي، يتعين أن يشمل تحليل وتتبع مصادر الخطر الداخلية والخارجية، وضع منهاج كفاء لرصد قطاعات النظام المالي والإقتصاد الحقيقي، ومراعاة الروابط بين القطاعات والروابط عبر الحدود، ومع الإختلاف الذي طرأ على طبيعة المخاطر التي تهدد النظام المالي بأكمله، أصبح من الضروري إعتقاد مجموعة أكبر وأشمل من مؤشرات السلامة المالية والحيطة الكلية ويرجع ذلك إلى الأسباب التالية :

- زادت المؤسسات المالية أنشطتها السوقية ومستوى تعرضها لمخاطر الأسواق، كما زادت الشركات غير المالية وقطاع الأسر من حجم مشاركتها في الأسواق؛
- تحسنت أدوات تنويع المخاطر من خلال أنشطة مثل الوقاية من المخاطر، وتحويل المخاطر الإئتمانية وتوريق القروض المصرفية.

### أولاً: تحليل السلامة في إطار " كاملز "

يعتبر الإشراف والرقابة على المؤسسات المالية والمصرفية وعلى النظام المالي ككل، من ضروريات المحافظة على الإستقرار المالي، وزادت أهميتها مع زيادة عدد المؤسسات وحجم العمليات، وزيادة حجم ونوعية المشاكل التي تتعرض لها مؤسسات النظام المالي، لذلك تقوم عديد الدول بتحليل السلامة المالية إعتقاداً على عدة نقاط من كفاية رأس المال، معدلات السيولة...الخ، وقد حدد البنك الإحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية، نقاط التفتيش خمس نقاط أطلق عليها إسم كاملز<sup>2</sup> ، إن التحليل في إطار كاملز يبحث في ستة جوانب حيوية للمؤسسات المالية وهي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup>- نفس المرجع السابق، ص 25.

<sup>2</sup>- أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، إقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص 191.

<sup>3</sup>- حنان تربية، أهمية نظام كاملز في تقييم أداء البنوك الجزائرية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري (BEA) (2010-2013)، مذكرة ماستر، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2015، ص 25، 26.



كفاية رأس المال، نوعية الأصول، سلامة الإدارة، الإيرادات، السيولة، الحساسية لمخاطر السوق.

**1- كفاية رأس المال:** التي تحدد إلى أي مدى تستطيع المؤسسات المالية التغلب على الصدمات في ميزانياتها، وتقيس معدلات كفاية رأس المال أهم المخاطر المالية، مثل الصرف الأجنبي، والائتمان، ومخاطر سعر الفائدة.

**2- نوعية الأصول:** حيث أن ضعفها يؤدي إلى ضعف ملاءة المؤسسات ويشكل ذلك المخاطر، لذلك من المهم رصد المؤشرات الدالة على نوعية أصول المؤسسة من حيث زيادة تعرضها لمخاطر معينة والاتجاهات بالنسبة للقروض المعدومة وربحية المقترضين من البنوك.

**3- سلامة الإدارة:** هناك عدة مؤشرات يمكن بها قياسها مثل مقياس الكفاءة، إذن الإدارة السليمة عنصر أساسي في أداء مكونات النظام المالي.

**4- الإيرادات:** إن المؤسسات المالية التي لا تحقق الأرباح تتعرض لخطر الإعسار، إذا ما قارنا هذا العنصر بالعناصر السابقة، فإن تفسير اتجاهات الربحية قد تكون أكثر صعوبة.

**5- السيولة:** المؤسسات المالية ذات الملاءة يمكن أن تدفع نحو الإغلاق بسبب الإدارة السيئة للسيولة على المدى القصير يجب أن تعطي المؤشرات موارد التمويل وتضع يدها على عدم التوافق في تاريخ الإستحقاق.

**6- الحساسية لمخاطر السوق:** يتزايد إشتراك البنوك في عمليات متنوعة، وفي حالة تعرضها لخطر السوق، وخاصة في تحديد سعر الفائدة، وتنفيذ صفقات العملة الأجنبية، وفي البلدان التي تسمح للبنوك بالتجارة في أسواق الأوراق المالية، أو تبادل السلع يكون من الضروري رصد مؤشرات مخاطر أسعار الأسهم والسلع، وكثيرا ما تستخدم المؤشرات الخاصة بمفاهيم السوق لإستكمال المعلومات التي يتم الحصول عليها في إطار "كاملز".

### ثانيا: مؤشرات السلامة المالية

إن تحليل الإستقرار المالي يتوافق إلى حد ما مع تحليل السلامة المالية، فهو يعتمد على بيانات ومؤشرات قياسية مثل بيانات الميزانية العمومية، والسيولة وجودة الأصول مثل دراسة القروض المتعثرة وتتطوي هذه المؤشرات في الغالب ضمن مؤشرات السلامة المالية الكلية مجمعة على مستوى الإقتصاد الكلي، وبالتالي ينبغي النظر إلى أهمية أن توزع المخاطر ضمن هذه المجالات.

ولتقييم إستقرار النظام المالي بأكمله تعيين الإستعانة بمجموعة أكبر من المؤشرات ضمن فئتين: المؤشرات المحبذة، وضمن الجهود الدولية، أعد صندوق النقد الدولي بيانا ليشمل المؤشرات السابقة، ضمن المجموعة الأساسية والمحبذة لمؤشرات السلامة المالية المبينة في الجدول:

الجدول رقم(03): مؤشرات السلامة المالية

نوعية المؤشر	كيفية حساب المؤشر
المؤشرات الأساسية	
شركات تلقي الودائع كفاية رأس المال	نسبة رأس المال المقررة من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر نسبة رأس المال الأساسي المقرر من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر نسبة القروض المتعثرة ناقص المخصصات إلى رأس المال
جودة الأصول	نسبة القروض المتعثرة إلى مجموع القروض الإجمالية
الإيرادات و الربحية	العائد على الأصول العائد على أسهم رأس المال نسبة هامش الفائدة إلى إجمالي الدخل نسبة المصروفات غير الفوائد إلى إجمالي الدخل
السيولة	نسبة الأصول السائلة إلى مجموع الأصول نسبة الأصول السائلة إلى خصوم قصيرة الأجل
الحساسية لمخاطر السوق	نسبة صافي المركز المفتوح بالعملة الصعبة الأجنبية إلى رأس المال
المؤشرات المحبذة	
شركات تلقي الودائع	نسبة رأس المال إلى الأصول نسبة الانكشاف الكبيرة إلى رأس المال نسبة التوزيع الجغرافي للقروض إلى مجموع القروض نسبة مركز الأصول الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال نسبة مركز الخصوم الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال نسبة مكاسب (خسائر) تداول النقد الأجنبي إلى مجموع الدخل نسبة المصروفات على العاملين إلى المصروفات غير الفوائد الفرق بين سعر الفائدة المرجعي على القروض وعلى الودائع الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر الفائدة بين البنوك

نسبة ودائع العملاء إلى جموع القروض (غير القروض بين البنوك) نسبة القروض المقومة بالعملات الأجنبية إلى مجموع القروض نسبة الخصوم المقومة بالعملات الأجنبية إلى مجموع الخصوم نسبة صافي المركز المفتوح في أسهم رأس المال إلى رأس المال	
نسبة الأصول إلى مجموع أصول النظام المالي نسبة الأصول إلى إجمالي الناتج المحلي	الشركات المالية الأخرى
نسبة مجموع الدين إلى أسهم رأس المال العائد على أسهم رأس المال نسبة الإيرادات إلى مصروفات الفائدة وأصل الدين نسبة معاملات العملات الأجنبية إلى أسهم رأس المال عدد طلبات الحماية من الدائنين	الشركات غير المالية
نسبة دين الأسر إلى إجمالي الناتج المحلي نسبة مدفوعات خدمة الدين والأصل في قطاع الأسر إلى الدخل	الأسر المعيشية
متوسطة الفرق بين سعري الشراء والبيع في سوق الأوراق المالية النسبة المتوسطة لحجم التعاملات اليومية في سوق الأوراق المالية	حجم السيولة في السوق
أسعار العقارات نسبة قروض العقارات السكنية إلى مجموع القروض نسبة قروض العقارات التجارية إلى مجموع القروض	سوق العقار
أو في الأسواق الأخرى وثيقة الصلة بحجم السيولة في البنوك، مثل أسواق النقد الأجنبي.	

المصدر: غاري شيناسي، الحفاظ على الإستقرار المالي، قضايا إقتصادية، 36، كتاب إلكتروني، منشورات صندوق النقد الدولي، ص 9.

### ثالثاً: مؤشرات الحيطة الكلية

هي مؤشرات تدل على مدى سلامة وإستقرار النظام المالي، وتساعد على تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية والإقتصادية وهي أيضاً تعمل كأداة للإنذار المبكر في حالات تعرض الجهاز المصرفي للمالي للخطر، وحيث تكمن أهميتها في<sup>1</sup>:

- تسمح بأن يكون تقييم سلامة النظام المالي مبني على مقاييس كمية موضوعية؛

<sup>1</sup>- أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص ص 02، 03.

- تساعد على تكريس مبدأ الشفافية والإفصاح وإتاحة كافة المعلومات لعملاء السوق والجمهور؛
  - هي مقاييس تسمح بمقارنة الأوضاع (من خلال المؤشرات) عبر الدول؛
  - تعمل على كشف مخاطر إنتقال عدوى الأزمات المالية والعمل على التقليل من حدتها.
- وتشمل مؤشرات الحيطة الكلية كلا من مؤشرات الحيطة الجزئية ومتغيرات الإقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي، الجدول أدناه يبين ذلك:

**الجدول رقم (04): مؤشرات الحيطة الكلية**

مؤشرات الإقتصاد الكلي	مجموع مؤشرات الحيطة الجزئية	
<b>النمو الإقتصادي</b>	<b>السيولة</b>	<b>كفاية رأس المال</b>
مجموع معدلات النمو	قروض البنك المركزي للمؤسسات المالية	مجموع معدلات رأس المال
تدهور القطاعات	الودائع بالنسبة للإجمالي النقدي	التوزيع التكراري بمعدلات رأس المال
<b>ميزان المدفوعات</b>	تجزئة معدلات التعامل بين البنوك	<b>نوعية الأصول</b>
عجز الحساب الجاري	نسبة القروض إلى الودائع	<b>مؤسسة الإقراض</b>
كفاية الإحتياطي من النقد الأجنبي	هيكل إستحقاق الأصول والخصوم	تركيز الإئتمان الإقطاعي
الدين الخارجي (بما في ذلك هيكل الإستهقاق)	تدابير سيولة السوق الثانوية	الإقراض العقيم بالعملة الأجنبية
معدل التبادل التجاري	<b>الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق</b>	القروض والمخصصات
تكوين وإستهقاق تدفقات رأس المال	مخاطر الصرف الأجنبي	القروض وهيئات القطاع العام
<b>التضخم</b>	مخاطر سعر الفائدة	وضع المخاطر الخاصة بالأصول
عدم إستقرار التضخم	مخاطر سعر الأسهم	الإقراض المرتبط بها
<b>أسعار الفائدة والصرف</b>	مخاطر سعر السلع	معدلات المديونية
مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلية	<b>مؤشرات خاصة بالسوق</b>	<b>حالة الاقتراض</b>
قابلية سعر الصرف للإستثمار	أسعار السوق للأدوات المالية	نسبة الديون إلى رأس المال
ضمانات سعر الصرف	مؤشرات على العوائد المفرطة	ربحية الشركات
	تصنيف الإئتمان	مؤشرات أخرى لظروف الشركات
	هوامش العائد السيادي	مديونية القطاع العائلي

ازدهار الإقراض وسعر الأصول نوبات ازدهار الإقراض نوبات ازدهار أسعار الأصول أثار العدوى العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية الآثار الجانبية للتجارة عوامل أخرى الإقراض والاستثمار الموجه لجوء الحكومة إلى النظام المصرفي التزامات متأخرة السداد في الاقتصاد		سلامة الإدارة معدلات الإنفاق الإيرادات بالنسبة لكل موظف النمو في عدد المؤسسات المالية الإيرادات والربحية عائد الأصول عائد السهم نسبة الدخل والإنفاق مؤشرات الربحية الهيكلية
--	--	---

المصدر: أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص 08.

### المبحث الثالث: البنك المركزي والحفاظ على الإستقرار المالي

تقوم البنك المركزية بدور بارز في تحقيق الإستقرار المالي ليس فقط دورها الرقابي على القطاع المصرفي، ومسؤولياتها عند تحديد السياسات الإئتمانية والمصرفية وإنما يتسع نطاق الدور الذي يمكن للبنوك المركزية القيام به لتحقيق الإستقرار المالي ليشمل العمل على تجنب التأثيرات الكارثية على الاقتصاد.

#### المطلب الأول: دور البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي

تطور البنوك المركزية منذ أوائل الثمانينات، ليطلع بدور أكبر وأوسع يتمثل في السعي من خلال السياسات النقدية إلى التأثير على حجم الإئتمان الممنوح، من خلال إجراءات إنتقائية، لتوجيه الإئتمان نحو القطاعات التي ترغب الدولة بتنميتها، بل واتسع دور البنوك المركزية ليشمل العمل على مساعدة الحكومة على تمويل عجز الموازنة العامة من مصادر غير تضخمية.

حيث يتمثل الدور الرئيسي الذي يقوم به البنك المركزي في غالبية الدول، في العمل على إرساء سياسة نقدية سليمة ذات فاعلية عالية في تحقيق الإستقرار النقدي الداخلي، وإستقرار المستوى العام للأسعار، إلى جانب الإستقرار الخارجي المتمثل في إستقرار أسعار الصرف. إتجهت البنوك المركزية في بعض الدول

المتقدمة إلى التركيز على إستهداف معدل التضخم كهدف رئيسي لسياستها النقدية، وذلك في ضوء تحرير أسواق رأس المال، وأسواق الصرف، وبتركز الدور الرقابي للبنوك المركزية حول توفير البيئة المصرفية المناسبة وضمان سلامة الأوضاع المصرفية، حيث تقوم البنوك المركزية بحماية الإستقرار المالي والإقتصادي وتقرير ضوابط الإئتمان وأسعار الإقراض أو الخصم بما يساير الظروف الإقتصادية وبما يحمي المتعاملين من أثار الإستغلال، أثر التضخم على هبوط القوة الشرائية للنقود فيما بين تواريخ الإقراض وتواريخ السداد<sup>1</sup>.

ونجد أن الأزمات المالية التي حدثت في مختلف أنحاء العالم منذ أواخر التسعينات هي التي كشفت الحقائق، وكان الفضل لما وقع في تلك الأزمات وجعلها إنذار في العديد من الدول، مما دفع إلى أن تولي إهتماماً أكبر للإستقرار النقدي واعتباره هو الهدف الأساسي، ومن تم بدأ الإستقرار المالي يكتسب الكثير من الأهمية المتزايدة ضمن أهداف البنوك المركزية، وأصبحت أهداف البنوك المركزية تجمع بين الإستقرار المالي والنقدي لأن كل منهما يخدم الآخر، حيث يوجد رابط كبير بينهما لتحقيق الهدف النهائي للسياسة الاقتصادية وهو تحقيق نمو إقتصادي ونقول بأن الإستقرار المالي يساهم في تحقيق الإستقرار النقدي والعكس صحيح، ويمكننا أن نستنتج ما يلي:

- 1- البنك المركزي يلعب دور مهم في تمثيل الدولة وبسط سيادتها على أنشطة الحياة اليومية (المالية والإقتصادية، الإستثمارية، التجارية، الإجتماعية) سواء للفرد أو للمجتمع ككل؛
- 2- تنظيم السياسة النقدية لدعم النقد والمحافظة على الإستقرار محلياً ودولياً؛
- 3- الإستقرار المالي والنقدي ترابطهم يحقق الكثير من الإيجابيات التي تخدم البنك المركزي وتجعله يحقق الكثير من الأهداف المراد الوصول إليها<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: دور الإدارة الرشيدة للبنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي

تعتبر الإدارة الرشيدة بالنسبة للبنك المركزي بمثابة الطريق المسهل لتحقيق الإستقرار المالي أهمها<sup>3</sup>:

#### أولاً: وظيفة البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي خلال الفترات العادية

شملت الدراسة التي قام بها عدد من المؤسسات المركزية حول تحقيق الإستقرار المالي، حيث أوضحت

<sup>1</sup>- أمينة طوقان، دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، مؤتمر بعنوان " مستجدات العمل المصرفي في سوريا في ضوء التجارب العربية والعالمية، سوريا، 2، 3 جويلية 2005.

<sup>2</sup>- أسماء يحيوي، مرجع سبق ذكره، ص 95.

<sup>3</sup>- محمد فوزي، دور المصرف المركزي في تحقيق الإستقرار المالي، مجلة الإقتصاد الإسلامية العالمية، فيفري 2017.

النتائج التحليلية والمقارنة أن وظيفة البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي في ظل الأوضاع الإقتصادية العادية وفي معظم هذه البنوك تقوم بأدوار مختلفة وذلك لعدد من العوامل أهمها إختلاف القوانين واللوائح السياسية، والهياكل التنظيمية للمؤسسات المختلفة وتوزيع وتنسيق المهام مع الجهات الأخرى ذات الصلة، ومثال ذلك يقوم البنك المركزي بالرقابة الوقائية الجزئية، وبالتالي يقوم بتوفير السيولة الطارئة للبنوك وتوصلت الدراسة إلى عدم توافر بنك مركزي في عينة الدراسة إستهدف بوضوح الإستقرار المالي وإنما جاء ذلك ضمناً في أهداف السياسة النقدية والمصرفية.

### ثانياً: وظيفة البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي خلال الفترات غير العادية

تقوم البنوك المركزية في الأحوال العادية بإعداد ومتابعة السياسة النقدية ونظام الدفع والتدخل في بعض الأحيان إذا كان هناك ضرورة، فمثلاً معالجة إرتفاع معدل التضخم وتدهور سعر الصرف بجانب دورها الرقابي والإشرافي على البنوك مستخدمة الأدوات سواء المباشرة أو غير مباشرة، ولاحظت الدراسة أن هذا التدهور نفسه الذي تقوم به البنوك المركزية خلال فترة الإضطرابات وخاصة الأزمة العالمية 2008، ثم قامت البنوك المركزية في دول أخرى بدور المقرض الأخير وذلك بتوفير السيولة لعدد من البنوك والمؤسسات المالية مقابل ضمانات معينة وفق الحالات المستعجلة أو بدون ضمانات، وفيما يتعلق بالترتيبات والمقترحات ركزت الدراسات على السياسات التي تحد من حدوث الأزمات والترتيبات وإدارتها والتعامل معها، ويتطلب ذلك توفير البنوك المركزية للسيولة الطارئة للمؤسسات المالية التي تواجه نقص السيولة، وكذلك تقديم التمويل الطارئ وإعداد الترتيبات والإجراءات لإدارة عملية أنشطة هذه المؤسسات والتي قد تكون بنوك وشركات أموال أو أي مؤسسات مالية وإقتصادية متنوعة.

### ثالثاً: السياسات الوقائية للبنوك المركزية

يقوم البنك المركزي في معظم الدول بتنسيق مع الجهات ذات الصلة كوزارة المالية والإقتصاد والأعمال والتجارة (داخلية وخارجية) بمهمة تحقيق الإستقرار المالي والمحافظة عليه، وذلك من خلال إعداد ومتابعة تنفيذ السياسة النقدية وسياسة النقد الأجنبي والسياسات المصرفية والرقابية الخاصة بالمؤسسات المالية، قد أدى إلى تحسين فعالية هذه السياسات وذلك نسبة لتوفير البيانات المتعلقة بأداء هذه المؤسسات ودرجة الترابط بينها وتأثيرها على بعض، وتقوم الإدارة المعنية بالرقابة الوقائية بالمصرف المركزي بتحليل ميزانيات وحساب الأرباح والخسائر بصورة دورية يتم تحديدها ومن ثم إعداد تقارير التي تتضمن التوصيات والمعالجة المالية والمحاسبية لأي إضطرابات يتوقع حدوثها وبالتالي يتم التحوط لإحتمال ظهورها من خلال أن تقوم الوحدات التابعة للمؤسسات المسؤولة عن تنفيذ سياسة وقائية جزئية وتطبيقها بصورة:

- تنسيق مع فعاليات الحوكمة الرشيدة؛
- تراعيًا للتنسيق مع أهداف السياسة النقدية والسياسات المصرفية والرقابية الأخرى؛
- تعتمد تطبيق هذه السياسات على الهيكل المؤسسي ودرجة تطور السوق المالي والترتيبات السياسية والتجارب الماضية؛
- تتفق مع الرأي الإقتصادي بأنه ليس هناك معالجات موحدة للإضطرابات المتنوعة للدول<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: وسائل البنوك المركزية لتحقيق الإستقرار المالي

تقوم البنوك المركزية بتحقيق الأهداف من خلال الأدوات والأساليب التي يتضمنها دستورها من تشريعات وقوانين، من تم تطلع بمجموعة من المهام سواء ما تعلق منها بإدارتها للسياسة النقدية أو الرقابة والإشراف على الجهاز المالي والمصرفي وذلك كله يهدف للسيطرة على عرض النقود، تمهيد للسيطرة على التضخم ووصولاً إلى توازن ميزان المدفوعات، بما يؤدي لتحقيق نمو في الإقتصاد باستخدام مجموعة من الأدوات التقليدية الفاعلة منها:

- **عمليات السوق المفتوحة:** وتعني دخول البنك المركزي السوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات، حيث يعرض البنك المركزي السندات في السوق المالي عند إتباعه سياسة نقدية إنكماشية، أما في حالة دخوله مشترياً للسندات الحكومية والأوراق المالية فهو بذلك يتبع سياسة نقدية توسعية.

- **إعادة خصم الأوراق التجارية:** ويقصد به السعر أو الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي من البنوك التجارية عندما تلجأ إلى إعادة خصم الأوراق التجارية قصيرة الأجل التي بحوزتها، أو الإقتراض بضمان الأوراق المالية، من أجل الحصول على موارد نقدية جديدة أو إضافية لتدعيم إحتياجاتها النقدية، وبالتالي زيادة قدرتها على منح الائتمان وخلق ودائع جارية جديدة.

- **تحديد نسب الإحتياطي النقدي:** هنا تلتزم البنوك التجارية بوضع نسبة من إجمالي ودائعها لدى البنك المركزي، حيث يحق للبنك المركزي تغيير هذه النسبة بالزيادة أو النقصان، والهدف منها هو تمكين البنك المركزي من توسيع أو تقليص قدرة البنوك التجارية على تقديم القروض إلى عملائها.

- **تحديد سعر الفائدة:** نتيجة للتنافس بين البنوك التجارية بغرض زيادة ودائع العملاء فتمنح الفوائد على الودائع الجارية مما يؤدي إلى إرتفاع أسعار الفائدة إرتفاعاً كبيراً، لذا فإن البنك المركزي قد يضع حداً على

<sup>1</sup>- محمد فوزي، نفس المرجع السابق.



الفوائد التي تمنح على الودائع ولا يجب على البنوك التجارية أن تتخطاها، وهذا الحد يكون قابل للتغيير حسب الظروف الإقتصادية، فينخفض في حالة الرواج ويرتفع في حالة الكساد.

نجد أن هذه الأدوات مهمة جدا بالنسبة لأي مركزي من أجل تحقيق الإستقرار المالي، وذلك بحسب أدائها وتنفيذها حسب المتفق عليه، من خلال الدراسات والمعلومات المعتمد عليها، فعلى المسيرين في البنوك المركزية محاولة الحفاظ على الإستقرار المالي حسب تطبيقهم لهذه الأدوات ومراعاة الجوانب التالية: النمو الإقتصادي، السياسة الإقتصادية، السياسة النقدية، الإستقرار النقدي لكي يتحقق الإستقرار المالي يكون الهدف المراد الوصول إليه أسهل وبسيط بدون تعقيدات<sup>1</sup>.

#### المطلب الرابع: الإجراءات التي تساهم في الحفاظ على الإستقرار المالي

إلى جانب الأدوات المستعملة في ضمان الإستقرار المالي هناك إجراءات أخرى لا تشير ضمناً إلى الإستقرار المالي لكنها تساهم في الحفاظ عليه، وتساهم كل الإجراءات المتبناة لضمان إستقرار الإقتصاد الكلي في ضمان السير الحسن للنظام المالي والعكس.

يتميز الاقصاديين Allen و Wood (2006) بين مجموعتين من الإجراءات: الإجراءات الوقائية التي تستعمل في تصحيح إختلالات النظام قبل أن تتحول إلى ظاهرة عدم الإستقرار المالي، والإجراءات التصحيحية التي يجب أن تستعمل في حالة فشل الإجراءات الوقائية ودخول النظام المالي في مرحلة عدم الإستقرار<sup>2</sup>.

**1- الإجراءات الوقائية:** ينظر إلى هذه الإجراءات على أنها جزء من الهيكل المالي تقوم بتدليل خطر عدم الإستقرار المالي وهذا بغض النظر عما إذا كانت هذه الإجراءات تشير إلى مشاكل المؤسسات المالية أو لا تشير إليها.

- **القوانين:** تبين القوانين على سبيل المثال الإجراءات الواجب إتباعها في حالات معينة، كما تشجع القوانين على إتباع تصرف حذر قد يؤدي في بعض الأحيان إلى كبح الإستثمارات، وعليه يجب أن يؤخذ الإستقرار المالي بعين الإعتبار في مرحلة وضع القوانين.

- **الوكالات الرسمية وتشريعاتها:** أنشئت في عدة دول وكالات عديدة كلفت برقابة الإستقرار المالي، وتتمتع هذه الوكالات بإستقلالها عن البنك المركزي ويكمن دورها الرئيسي في تنظيم نشاط المؤسسات المالية (مثل

<sup>1</sup>- Masahiro Kawai, Peter J. Morgan, **Central Banking for Financial Stability in Asia**, ADBI working paper series, august 2012, p337.

<sup>2</sup>-Allen W et Wood G, **Defining and Achieving Financial Stability**, Journal of Financial stability, vol2 issue2, 2006, pp 152,153.

صندوق النقد الدولي الذي يؤدي دورا رقابيا على القطاع المالي العالمي).

- **نشر المعلومات العمومية:** تكمن هذه الوسيلة في إصدار مجالات وتقارير شهرية تظهر الأوضاع الإقتصادية الكلية وكذلك الإحتياطات المتخذة من طرف الحكومة والبنك المركزي، وتهدف هذه المعلومات المقدمة إلي تبرير التوجه المتبع في مجال السياسة الضريبية والسياسة النقدية، كما تهدف أيضا إلي تقديم مختلف التقديرات المتعلقة بالمخاطر الرئيسية المحيطة بالإستقرار المالي ومن تم محاولة التأثير علي تصرفات القطاع الخاص وتسليط الضوء علي بعض الأخطار.

- **إتفاقية السوق:** تهدف هذه الإتفاقيات إلي تجنب حالات سوء التفاهم، كما يمكن تغييرها حسب الأوضاع والتشريعات السائدة، وتفترض هذه الإتفاقيات إحترام القواعد والتصرفات الصحيحة المطورة من طرف كل طرف كل الفاعلين في السوق<sup>1</sup>.

**2- الإجراءات التصحيحية:** عادة ما تظهر حالة عدم الإستقرار المالي أو تهدد بالظهور إذا فشلت الإجراءات الوقائية في أداء دورها، وتخص إجراءات التدخل المتعلقة بالمؤسسات المالية دور المقرض الأخير وهنا يجب أن نميز بين دعم السيولة ودعم الملاءة.

- **دعم السيولة:** يتم اللجوء إلي هذا الإجراء في حالة عدم عمل نظام أل IT (إعلام إلي وتكنولوجيا) لبنك ما بشكل صحيح، حيث تقود العمليات الكلاسيكية للمقرض الأخير إلي ضخ السيولة في البنوك التجارية، ولكن ما نلاحظه هو أن الدول التي تتبع نظام currency board تسجل صعوبات في القيام بدور المقرض الأخير.

- **دعم الملاءة:** يكون المشكل أقل خطورة وتهديدا إذا فقدت إحدى المؤسسات مالية كانت أو غير مالية ملاءتها، ويجب على الحكومة في هذه الحالة أن تقرر إذا كان من الضروري أن تمنح هذه المؤسسة مساعدة فورية، وتقوم الحكومة بمساعدة هذه المؤسسات من أجل تجنب تشوه النشاط الإقتصادي وحماية الدائنين والقضاء على خطر العدوى، كما تخلف هذه المساعدات تراكم الديون لدى المؤسسات المستفيدة منها كما تحمل أيضا المال العمومي مخاطر كبيرة.

بالإضافة إلي الإجراءات السابق ذكرهما أي مجموعة الإجراءات الوقائية ومجموعة الإجراءات التصحيحية هناك مجموعة ثالثة تضم الإجراءات التالية:

**1- إجراءات إدارة الأزمات:** يتم إتخاذها في حالة ما إذا فشلت الإجراءات المتخذة عند إندلاع الأزمة المالية وتتفق إجراءات إدارة الأزمات على تحليل متوازن للوضعية وعلى تحديد الموارد المالية المتاحة اللازمة

<sup>1</sup>- Claudiu Tiberiu Albulscu, **La Stabilité Du Secteur Financier En Roumanie Dans La Perspective De Son Adhésion à l'UEM**, Thèse de Doctorat, Faculté des Sciences Economiques, Université de Poitiers, 2009, pp 93,94.

للخروج من الأزمة، كما عادة ما تخص الإجراءات المتخذة عدة مؤسسات سواء من نفس الدولة أو من دول مختلفة.

2- **تشخيص التكلفة الإقتصادية والإجتماعية للأزمة:** يجب القيام بتحليل أثر الأزمة وتشخيص فئات الأعوان الإقتصاديين المعنيين بالإستفادة من المساعدة حتى يتم الخروج من الأزمة.

3- **تشخيص التكلفة المؤدية إلى ظهور الأزمات وتقليل أثرها في المستقبل:** كما سبق الإشارة إليه في السابق فإن عوامل ظهور الأزمة عديدة وتتطور باستمرار، ما يحتم ضرورة إعادة النظر في الإجراءات الوقائية لاسيما في التشريعات وعمل بعض المؤسسات.

تعد إجراءات المجموعة الأولى أي الإجراءات الوقائية أهم الإجراءات وأكثرها فعالية، فهي تركز بشكل أساسي على نشاط تنظيم ومراقبة النظام المالي وعلى الإطار المؤسسي للرقابة (دور البنوك المركزية وباقي سلطات التنظيم والرقابة)<sup>1</sup>. في محاولتهما لتشخيص العوامل التي تضمن الإستقرار المالي أشار كل من دونات Donath و Cismas سيماس (2008) إلى الشروط التي يجب أن تنفذ لبلوغ نظام مالي مستقر وليس الإجراءات التي إتخذها، وقد جاءت كالتالي<sup>2</sup>:

- أوضاع إقتصادية كلية محفزة للسياسات الهادفة إلى تحقيق النمو الإقتصادي وإستقرار الأسعار؛
- أوضاع هيكلية مناسبة مدعومة بنظام ضريبي يشجع المبادرة وبأسواق مالية تنافسية وفعالة؛
- بنية تحتية من الأسواق المالية تسمح بإظهار حقوق وواجبات كل أطراف الصفقات المالية.

<sup>1</sup>-Davis P et Karim D, **Comparing Early Warning Systems For Banking Crises**, Dans Journal of Financial Stability, vol 4, issue 2, 2007, pp 89,99.

<sup>2</sup>-Donath L et Cismas LM, **Déterminants of Financial Stability**, dans Roumanian Economique journal, Ase, Bucarest ,No 29, 2008, pp 27,28.

خلاصة الفصل

يعتبر الإستقرار المالي من ضمن الأهداف الرئيسية التي أصبحت البنوك المركزية تسعى إلى تحقيقها، حيث تعتبر عملية تحقيق الإستقرار المالي عملية مستمرة، يلزم الإهتمام بها والعمل على إنجازها في الظروف العادية التي يعمل فيها النظام المالي بكفاءة، وذلك من خلال قيام السلطات المالية المعنية بما فيها البنوك المركزية باتخاذ تدابير وقائية تعزز من قدرة النظام المالي على مواجهة تداعيات الأزمات حال حدوثها.

ومع تزايد المخاطر على النظام المالي، أصبح الإستقرار المالي هدفا أساسيا في السياسات الإقتصادية، وحتى تكون فعالية لتحليل الإستقرار المالي يتعين أن يشمل التحليل تتبع المصادر الداخلية والخارجية والتزمت الحكومات بإبراز دورها في النظام المالي، بالإضافة إلى مجموعة من المؤشرات التي تساهم في إكتشاف مواطن الضعف والقوة بالنظام، حيث يتم مراقبتها ومتابعتها بصورة دورية. فالإستقرار المالي يتطلب تضافر الجهود المبذولة على المستويين المحلي والعالمي، ولذلك تسعى البنوك المركزية جاهدة للحفاظ عليه بالإعتماد على مجموعة من الوسائل المختلفة، باعتبار الإستقرار المالي مسؤولية إجتماعية يجب أن تشترك فيها كافة المؤسسات والكيانات الدولية المعنية.

تمهيد

يحتل البنك الفيدرالي الأمريكي مكانة هامة باعتباره المسؤول الأول عن السياسة النقدية للولايات المتحدة الأمريكية واستقرار العملة وسعر صرفها بالإضافة إلى طباعة النقود والتحكم في معدلات الفائدة المدينة والدائنة، إذ تلجأ إليه البنوك العاملة من أجل إقراضها أثناء حدوث الأزمات المالية، وقد لعب البنك الفيدرالي دوراً مهماً في إنعاش الإقتصاد الأمريكي والخروج من الأزمة المالية التي أصابتها في عام 2008 وذلك عن طريق تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية.

وللإلمام بجوانب هذا الفصل إرتأينا إلى تقسيم فصلنا إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

**المبحث الأول:** لمحة تاريخية عن البنك الفيدرالي الأمريكي؛

**المبحث الثاني:** الأدوات المعتمدة من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي لتحقيق الإستقرار المالي؛

**المبحث الثالث:** أثر السياسة المتبعة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي على الإستقرار المالي.

## المبحث الأول: لمحة تاريخية عن البنك الفيدرالي الأمريكي

يعتبر البنك الفيدرالي الأمريكي بما يملك من أدوات وسياسات من أكبر المؤسسات النقدية وزنا على مستوى العالم من حيث القوة والتأثير من خلال سياسته المتبعة، حيث يتم متابعة قراراته بصورة تفصيلية من قبل كل المستثمرين في العالم، وأي تغير قد يطرأ على السياسة النقدية الخاصة به تؤثر على أسواق العالم بأكمله.

### المطلب الأول: نشأة البنك الفيدرالي الأمريكي

لقد أنشئ أول بنك قومي للولايات المتحدة الأمريكية في عام 1791، أعطى إمتيازات إحتكارية لمدة عشرين سنة قابلة للتجديد، وهو ما أدى بذوي المصالح الفردية إلى المعارضة، وبالتالي لم يمنح التجديد عندما حان وقته.

وفي العام 1816 أنشئ بنك قومي آخر أعطيت له سلطات أوسع في الإشراف والتوجيه، وكان وثيق الصلة بالحكومة وأهداف سياستها الاقتصادية، وسار على خطى المبادئ المتبعة في أوروبا، لكن التقدم الإقتصادي المضطرب الذي شهدته الولايات المتحدة الأمريكية خلال القرن التاسع عشر، خاصة بسبب إصدار أوراق البنكنوت أدى بالحكومة الفيدرالية إلى إصدار تشريع لتوحيد نوع الأوراق النقدية التي تصدرها البنوك من حيث الفئات والمظهر والغطاء اللازم للوفاء.

ولقد أدى الذعر الذي حدث عام 1907 في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ضرورة مراجعة النظام المصرفي اللامركزي، وأوصت "اللجنة النقدية القومية" المشكلة لدراسة الأوضاع النقدية والمصرفية بضرورة إخضاع البنوك التجارية لرقابة بنك مركزي على غرار بنك إنجلترا أو بنك فرنسا، وإستنادا إلى ذلك أسس النظام الإحتياطي الفيدرالي بموجب القانون الذي صدر عام 1913 والذي إشتراط قيام نظام إقليمي من بنوك الإحتياطي الفيدرالي تمثل سلطة البنك المركزي، لذا أنشئ في كل منظمة بنك إحتياطي فيدرالي يقوم بوظائف البنك المركزي في منطقته، ويتكون رأس ماله من مساهمات البنوك التجارية الأعضاء بما يعادل 06 من رأس مال البنك التجاري واحتياطياته.

ورغم ذلك فإن بنوك الإحتياطي الفيدرالي تعتبر من الناحية الإدارية مؤسسات شبه حكومية تعمل للمصالح العام ولا تستهدف الأرباح، ويقوم كل بنك من بنوك الإحتياطي الفيدرالي بوظائف البنك المركزي في منطقته، وبالخصوص فهو يتمتع بسلطات واسعة في الرقابة على الإئتمان المصرفي من خلال سياسة تغيير نسب الإحتياطي وسياسة سعر إعادة الخصم، إضافة إلى سياسة السوق المفتوحة التي شكلت لها لجنة على المستوى القومي تتكون من مجلس المحافظين ومن رؤساء البنوك الإحتياطية الفيدرالية التي تصدر توجيهاتها

الملزمة للبنوك الاحتياطية. تشير أخيرا إلى أن بنوك الإحتياطي الفيدرالي تقوم بجمع ودائع الخزينة الأمريكية وتدفع الإلتزامات الحكومية كما أنها تقرض الخزينة مباشرة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: تعريف البنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي

توجد عدة تعريفات للبنك الإحتياطي الفيدرالي نذكر منها:

**التعريف الأول:** البنك الإحتياطي الفيدرالي المعروف بالغة الإنجليزية (FED)، هو البنك المركزي الأول والوحيد التابع للولايات المتحدة الأمريكية والذي تم تأسيسه في 23 سبتمبر 1913، نتيجة للإستجابة لعدة هزات إقتصادية أصابت البلاد في ذلك الوقت<sup>2</sup>.

**التعريف الثاني:** هو البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية مقره العاصمة واشنطن، حيث يعتبر هو المسؤول عن السياسة النقدية للولايات المتحدة واستقرار العملة وسعر صرفها وطباعة النقود والتحكم بمعدل الفائدة على القروض، كما أنه المنقذ للبنوك العاملة في الولايات المتحدة عبر إقراضها أثناء الأزمات المالية من خلال سياسة التيسير الكمي حيث يشرف على البنوك ليتأكد من عدم إتباعها لسياسة متهورة وأن جميع تعاملاتها المالية تسير في الإتجاه الصحيح<sup>3</sup>.

**التعريف الثالث:** الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو البنك المركزي المسؤول عن السياسة النقدية الأمريكية يشرف على البنوك ويحافظ على الإستقرار المالي ويقدم الخدمات المالية للحكومة الأمريكية ومواطنيها<sup>4</sup>. ومن التعاريف السابقة يمكن إستنتاج تعريف شامل للإحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

يعتبر الإحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية الأقوى في العالم نظرا لما يتمتع به من سلطة وحرية تامة في إتخاذ القرارات وتنفيذ السياسة النقدية من أجل ضمان إستقرار نقدي وإقتصادي في البلد.

### المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبنك الفيدرالي الأمريكي

يتكون هيكل البنك الفيدرالي الأمريكي مما يلي:

**أولا: مجلس المحافظين (مجلس الإحتياطي الإتحادي):** تم تأسيس مجلس الإحتياطي الإتحادي من قبل

<sup>1</sup> - توفيق محب خلة، البنوك المركزية في افريقيا، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 1990، ص، 24.

<sup>2</sup> - ريمي محمود، تعرف معنا على البنك الإحتياطي الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:

[http://www.dailyfx.com/arabic/tadawul\\_forex\\_news/education/2015/12/16/cet-to-know-wahat-is-the-fed.4060.html](http://www.dailyfx.com/arabic/tadawul_forex_news/education/2015/12/16/cet-to-know-wahat-is-the-fed.4060.html)  
Consulter le 05/04/2017.13:31h.

<sup>3</sup> - نون بوست، ماذا تعرف عن البنك الإحتياطي الأمريكية.؟، مقال متوفر على الرابط:

[www.noonpost.org/content/12011](http://www.noonpost.org/content/12011). Consulter le 05/04/2017.13:31h.

<sup>4</sup> - شركة أف اكس سي سي FXCC ، دور الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي في فوركس، مقال متوفر على الرابط:

[www.fxcc.ae/blog](http://www.fxcc.ae/blog). Consulter le 10/04/2017.17:00h.

الكونغرس على أنه السلاح الذي يتم استخدامه من قبل الجهاز المصرفي المركزي في البلاد. يشرف هذا المجلس على بنك إحتياطي فيدرالي ويتألف من سبعة أعضاء، ويتم تعيينهم من قبل رئيس الولايات المتحدة الأمريكية، ويصادق عليه مجلس الشيوخ مدة العضوية في هذا المجلس 14 سنة متعددة التعيينات. العديد من الخدمات التي تقدمها شبكة البنوك الإتحادية لمؤسسات الإيداع والحكومة تشبه الخدمات التي تقدمها البنوك ومؤسسات الإيداع لعملائها من الشركات والأفراد، يتمثل عملها على الإحتفاظ باحتياطي البنوك والإستمرار بتزويد الإحتياطيات النقدية لمؤسسات الإيداع وتقديم القروض لهم. هذا بالإضافة إلى القيام بتحريك العملة والنقود داخل وخارج البلاد، وجمع ومعالجة الملايين من الشبكات كل يوم، وتعمل أيضا على توفير فحص لحسابات وزارة المالية، إصدار وتخليص الأوراق المالية الحكومية، والإشراف على سلامة البنوك الأعضاء<sup>1</sup>.

**ثانيا: البنوك الإحتياطية الفيدرالية الإقليمية:** تتوزع البنوك الإقليمية في جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكية في مختلف المدن الرئيسية، تم تقسيمها إلى إثني عشر بنكا على إثني عشر منطقة مختلفة يطلق على كل بنك من هذه البنوك الإثني عشر إسم المدينة التي يتواجد بها وتتمثل هذه المدن في: بوسطن، نيويورك، فيلادلفيا، كليفلاند، ريتشموند، أتلانتا، شيكاغو، سانت لويس، سان فرانسيسكو، دالاس، كانسا سيتي، مينيا بوليس. وأهم ما يميز هذه البنوك أنها ليست بنوك للدائع<sup>2</sup>. وتكون مهمة هذه البنوك تولى عملية المقاصة وإدارة العملة في التداول عن طريق سحب الأوراق التالفة من التداول، وإصدار عملات جديدة وتقديم القروض إلى البنوك الأخرى داخل المنطقة، والقيام بوظائف الإشراف والرقابة عليها واقتراح سعر الخصم<sup>3</sup>.

**ثالثا: لجنة السوق المفتوحة الإتحادية FOMC:** هي المسؤولة عن وضع السياسة النقدية، ويتكون هذا المجلس من سبعة أعضاء من مجلس المحافظين ورؤساء البنوك الإقليمية الإثني عشر، إن خمسة من الإثني عشر من رؤساء البنوك الإقليمية يسمح لهم بالتصويت في أي وقت وهم رئيس البنك الإحتياطي في نيويورك وأربعة آخرون يتغيرون في كل عام، بسبب هذا التشكيل يتحلى البنك بجانبين الخاص والعام،

<sup>1</sup> - <https://www.dailyfx.com>. Op. cit .

<sup>2</sup> - mark koba, **the fédéral réserve : CNBC explants**, voir le site : <http://www.cnbc.com/id/43752521/> consulter le 15/04/2017. 10 :00h.

<sup>3</sup> - خلف محمد حمد الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص 84 .



حيث تم تأسيسه لخدمة مصالح عامة الشعب من جهة وكذلك المؤسسات المصرفية الخاصة من جهة أخرى<sup>1</sup>.

**4- البنوك الأعضاء:** البنك العضو هو مؤسسة خاصة تمتلك الأسهم في البنك الإحتياطي الإقليمي. وتحفظ جميع البنوك المستأجرة وطنيا بمخزون في أحد بنوك الإحتياطي الفيدرالي الإقليمي. وقد تختار البنوك المستأجرة من الدول أن تكون أعضاء وأن تحفظ بمخزونها في مصرف الإحتياطي الفيدرالي الإقليمي. كمية الأسهم التي يجب أن يمتلكها بنك العضو تساوي 3% من رأس مالها وفائضها، ومع ذلك فإن الإحتفاظ بالمخزون في بنك الإحتياطي الفيدرالي ليس مثل إمتلاك الأسهم في شركة متداولة بشكل عام. هذه الأسهم لا يمكن بيعها أو تداولها، والبنوك الأعضاء لا تسيطر على البنك الإحتياطي الفيدرالي نتيجة إمتلاك هذا المخزون من أرباح البنك الإقليمي الذي هو عضو فيه، يتلقى البنك العضو توزيعات أرباح تساوي 6% من الأسهم التي تم شراؤها، أما ما تبقى من أرباح البنك الإحتياطي الفيدرالي الإقليمي فيعطى لوزارة الخزانة بالولايات المتحدة. في عام 2015 م حقق البنك الفدرالي أرباحا بلغت 100.2 مليار دولار، ووزع 2.5 مليار دولار أرباحا على البنوك الأعضاء فضلا عن عائدات 97.7 مليار دولار لوزارة الخزانة الأمريكية.

**رابعا: المجالس الإستشارية:** وتقدم ثلاث مجالس إستشارية قانونية تتمثل في: المجلس الإستشاري الإتحادي والمجلس الإستشاري للمستهلكين، المجلس الإستشاري لمؤسسات الإيداع، المشورة إلى المجلس بشأن المسائل ذات الإهتمام الحالي، وتجتمع هذه المجالس التي ينتمي أعضاؤها من كل من مقاطعات الإحتياطي الإتحادي الإثني عشر، مرتين أو أربع مرات في السنة ولدى البنوك الإحتياطية الفيدرالية لجان إستشارية أيضا، بما في ذلك اللجان الإستشارية للمؤسسات الإدارية، ولجان الأعمال التجارية الصغيرة واللجان الإستشارية الزراعية، وعلاوة على ذلك يجتمع المسؤولون من جميع المصارف الإحتياطية دوريا في لجان مختلفة<sup>2</sup>.

#### المطلب الرابع: وظائف البنك الفيدرالي الإحتياطي الأمريكي

يؤدي البنك الفيدرالي الأمريكي جملة من الوظائف الرئيسية من أجل تحقيق المصلحة العامة ولتعزيز مصلحة الإقتصاد الأمريكي واستقرار النظام المالي الأمريكي ككل، ومن بين هذه الوظائف نذكر ما يلي:

<sup>1</sup> - وسيط الخيارات الثنائية، الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

<https://brokerbinaryoptions.wordpress.com>. Consulter le 15/04/2017. 11:21h

<sup>2</sup> - The Structure and Functions of the Federal Reserve System, voire le site :

<https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions>. Consulter le 17/04/2017.09:00h.

**1- وضع السياسة النقدية:** وتعتبر من أهم وظائف الإحتياطي الفيدرالي وضوحا ويشير مصطلح السياسة النقدية إلى الإجراءات التي إتخذها البنك المركزي مثل مجلس الإحتياطي الإتحادي، للتأثير على توافر وتكلفة المال والإئتمان للمساعدة في تعزيز الأهداف الإقتصادية الوطنية، وتتمثل هذه الأهداف في حماية القوة الشرائية للدولار، وتشجع الظروف التي تدعم النمو الإقتصادي والمستوى العالي من العمالة وتعزيز التوازن المعقول في المعاملات مع الدول الأخرى على المدى الطويل، وتسهم المجلس الإتحادي الإحتياطي في تحقيق هذه الأهداف من خلال إجراءات السياسة النقدية التي تؤثر على توافر وتكلفة المال والإئتمان، وتتمثل أهداف السياسة النقدية لمجلس الإحتياطي الإتحادي، كما حددها الكونغرس في هدفين رئيسيين هما: تعزيز الحد الأقصى من العمالة وإستقرار الأسعار. ولتعزيز النمو الإقتصادي مع الحفاظ على إستقرار الأسعار يجب على المجلس الإحتياطي الإتحادي الموازنة بين تدفق الأموال والإئتمان على إحتياجات الإقتصاد وبحقق مجلس المحافظين والبنوك الإحتياطية ولجنة السوق المفتوحة هذا التوازن من خلال التأثير على مستويات إحتياطات المؤسسات المالية مما يؤثر بدوره على قدرة المؤسسات على تقديم القروض أو شراء الإستثمارات. وقد استخدم مجلس الإحتياطي الفيدرالي تقليديا ثلاث أدوات رئيسية لسياسات التأثير على الإحتياطات وتتمثل هذه الأدوات في:

**أ- عمليات السوق المفتوحة:** إن عمليات السوق المفتوحة الأكثر مرونة وكثيرا ما تستخدم أدوات السياسة النقدية لمجلس الإحتياطي الفيدرالي، تشير إلى شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية في السوق المفتوحة وتقوم لجنة السوق المفتوحة (فومك) بتوجيه عمليات السوق المفتوحة لمجلس الإحتياطي الفيدرالي، ويقوم البنك الفيدرالي في نيويورك بعملها من خلال مكتب التداول، ويستخدم الإحتياطي الفيدرالي عمليات السوق المفتوحة لضبط المعروض النقدي من الأرصدة الإحتياطية للحفاظ على معدل الأموال الإتحادية.

**ب- معدل الخصم:** هو سعر الفائدة المفروضة على البنوك التجارية ومؤسسات الإيداع الأخرى على القروض التي تتلقاها من تسهيلات.

**ج- متطلبات الإحتياطي:** هو مقدار الأموال التي يجب أن تحتفظ بها مؤسسات الإيداع في الإحتياطي مقابل إلتزامات محددة بالودائع، حيث يجوز لمجلس المحافظين ضمن حدود قانونية أن يغير الإحتياطي الفيدرالي متطلبات الإحتياطي بشكل أقل بكثير من معدل الخصم، إلا أن هذه التغيرات لها تأثير كبير على الصناعة المالية من خلال التأثير على قدرة البنوك على تقديم القروض والإستثمار، ويؤدي إلى إرتفاع مستوى الإحتياطيات إلى إنخفاض سعر الفائدة على الأموال الإتحادية، بدلا من ذلك يؤدي إلى إنخفاض الإحتياطيات

المتاحة إلى زيادة في معدل الأموال الإتحادية<sup>1</sup>.

**2- توفير العملة:** يعتبر البنك الفيدرالي الأمريكي المسؤول عن توزيع العملة وضمان ما يكفي منها لتلبية الطلب العام، حيث تطبع من طرف مكتب الولايات المتحدة الأمريكية والنقش والطباعة في واشنطن وتكساس، ويتم بذلك شحن العملة للبنوك وفروعها في جميع أنحاء البلاد.

**3- تقديم الخدمات إلى المؤسسات القائمة بالإيداع:** وكجزء من البنك المركزي في البلاد، تشارك البنوك الإحتياطية الإقليمية بنشاط في نظام الدفع الوطني لمساعدتها على العمل بأقصى قد من الكفاءة والأمان، وعلى عكس مقدمي خدمات الدفع الخاصة لا تقدم بنوك الإحتياطي الفيدرالي هذه الخدمات لتحقيق الربح ويجب أن تتقابل رسوم الخدمات التي تتقاضاها عن كثر تكاليفها ولا تتجاوزها.

ومنذ صدور قانون تحرير مؤسسات الإيداع والتحكم النقدي لعام 1980 لم تكن الخدمات المالية للبنوك الإحتياطية متاحة فقط لبنوك الأعضاء في النظام الإحتياطي الإتحادي، وإنما أيضا للبنوك التجارية غير الأعضاء وجمعيات الإيداع والقروض والإتحادات الإئتمانية وبنوك الإيداع المتبادل.

**4- تقديم خدمات الدفع:** وذلك من خلال المحافظة على ما يكفي من العملة لتلبية الطلب العام وتقديم خدمات تحصيل شيكات البنوك ومؤسسات الإيداع الأخرى، وتوفير الخدمات المالية لحكومة الولايات المتحدة الأمريكية وبعض المؤسسات الأجنبية<sup>2</sup>.

**5- المدفوعات الإلكترونية وتحويل الأموال:** تقوم البنوك الإحتياطية وأخرى من القطاع الخاص بتوفير المعالجة الإلكترونية للمدفوعات الإلكترونية، ويقوم البنك الفيدرالي بحوالي ثلاث أرباع المدفوعات في الولايات المتحدة الأمريكية، يتم إستخدام المدفوعات الإلكترونية والتي هي أرخص عملية من الشيكات للإيداع المباشر من كشوف المرتبات ومدفوعات الشركات للبائعين، يستخدم المستهلكون تحويلات لدفع أقساط التأمين والرهن العقاري والقروض وغيرها من فواتير الخدمات.

كما توفر البنوك الإحتياطية نظام تحويل الأموال الإلكتروني الذي يمكن لمؤسسات الإيداع أن تستخدمه لإجراء مدفوعات ذات قيمة كبيرة، وقيمة زمنية للمشتريات بين البنوك ومبيعات الأوراق المالية وصرف أو سداد القروض وتسوية المعاملات العقارية.

**6- تقديم خدمات الخزينة الأمريكية:** تقدم البنوك الإحتياطية عدد من الخدمات المصرفية والمالية لوزارة

<sup>1</sup>-The Federal Reserve of Atlanta, voire le site :

<https://www.frblanta.org/about/publication/fed-streure-and-functions/functions.aspx>. Consulter le 17/04/2017.09:30h.

<sup>2</sup> - Overview of The Federal reserve System, voire le site:

[https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_1.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_1.pdf). Consulter le 14/05/2017.19:00h.

الخبزينة الأمريكية، بما في ذلك إثنين من الخدمات الرئيسية:

أ- **حساب فحص الخبزينة:** وتفيد إيرادات الحكومة الاتحادية الواردة لحسابات الخبزينة الأمريكية في البنوك الإحتياطية، وتأتي معظم هذه العائدات من تحويلات الأموال من مؤسسات الإيداع التي أودعت فيها الخبزينة مبدئياً إيصالاتها من الضرائب وبيع الأوراق المالية، وتتم التحويلات عن طريق خصم أرصدة إحتياطي مؤسسات الإيداع لدى الإحتياطي الفيدرالي، وتقوم البنوك الإحتياطية بصرف الأموال من حساب الخبزينة من خلال مدفوعات التحويل الإلكتروني أو التحويل النقدي أو إلى حد محدود عن طريق الشيكات.

ب- **الوكيل المالي للخبزينة:** فعندما تتفوق مصروفاتها الجارية على مواردها النقدية الحالية، تقترض الخبزينة وذلك في الغالب عن طريق مزاد الأوراق المالية للمستثمرين، ويحتفظ بها من قبل بنوك الإحتياطي الفيدرالي بصفتهم الوكلاء الماليين للخبزينة، كما يقوم البنك الإحتياطي الفيدرالي بإصدار سندات الإدخار الأمريكية التي يتم بيعها من خلال مؤسسات الإيداع وغيرها من الجهات المصدرة.

7- **الإشراف والتنظيم:** وتخضع البنوك التجارية لمجموعة متنوعة من اللوائح التي تهدف إلى التأكد من أنها تخدم المودعين والمجتمعات المحلية بشكل جيد، وتتبع المبادئ المصرفية السليمة.

ويتكون مجلس الإحتياطي الفيدرالي من وكالات تنظيمية مصرفية أخرى مسؤولة عن كتابة هذه اللوائح وفحص البنوك لتحديد مدى إمتثالها. ويتولى مجلس المحافظين المسؤولية التنظيمية بمجلس الإحتياطي الإتحادي من خلال كتابة قواعد تقييد أو تسمح بأنشطة البنك، وغالبا ما يعتمد المجلس هذه اللوائح كاستجابة للتشريع الإتحادي.

وجب على البنوك والشركات القابضة المالية وبعض البنوك التي ترغب في الحصول على اللوائح أو دمجها مع بنوك أخرى للحصول على موافقة مجلس الإحتياطي الإتحادي، حيث يقوم موظفو البنك الإحتياطي بتحليل البنوك والأسواق المالية التي ستأثر بعملية الدمج والإستحواذ المقترحة، على مراعاة راحة وإحتياجات المجتمع التي تعمل بها المؤسسات فضلا عن الموارد المالية والإدارية للمؤسسات القائمة والمقترحة. يوافق مجلس المحافظين على طلبات الإندماج والإستحواذ بناء على نتائج وتوصيات بنوك الإحتياطي الفيدرالي.

بالإضافة إلى إكتساب مجلس الإحتياطي الفيدرالي مسؤولية إشرافية إضافية بموجب قانون "دود فرانك" لإصلاح وول ستريت، وحماية المستهلك بما في ذلك سلطة مراقبة المؤسسات الكبيرة أو المعقدة التي يمكن أن تهدد إستقرار الإقتصاد الأمريكي والنظام المالي. كما أنشئ التشريع مجلس لمراقبة الإستقرار المالي من خلال تحديد المخاطر الناشئة التي تواجه النظام المالي ومعالجتها عن طريق مجموعة من الوسائل المستخدمة.

وبالإضافة إلى ذلك، ترصد البنوك الإحتياطية إمتثال البنوك التجارية لقوانين حماية المستهلك المتعلقة بالإئتمان وقانون الحقيقة في الاقتراض. ويساعد أخصائي البنك الإحتياطي البنوك على تفسير المتطلبات التقنية، كما أنها توفر المعلومات والمساعدة للمستهلكين الذين لديهم أسئلة أو شكاوي بشأن خدمات البنوك التجارية.

**8- حفظ الأوراق المالية:** ويجوز لمؤسسات الإيداع أن تطلب من بنك إحتياطي أن يحتفظ بأوراق مالية إما لحفظها أو كضمان للحصول على قروض من مجلس الإحتياطي الإتحادي، ويتم الإحتفاظ بهذه الأوراق المالية من الحسابات وتجهيز المدفوعات المرتبطة بها<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: الأدوات المعتمدة من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي لتحقيق الإستقرار المالي

يلعب البنك الإحتياطي الأمريكي دورا نشيطا ومتزايدا في أداء الإقتصاد والأسواق المالية ومن خلال إستخدام العديد من الأدوات الخاصة به (أدوات السياسة النقدية). ففي ظل تداعيات الأزمة المالية في سنة 2008 ، وعندما أصبحت أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، لم يكن أمام البنك الإحتياطي خيار سوى إتباع سياسات نقدية غير تقليدية من أجل الخروج من هذه الأزمة وبالتالي تحقيق الإستقرار المالي.

#### المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي

التيسير الكمي هو إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي شاعت تسميتها أثناء الأزمة العالمية التي بدأت في عام 2008 ، بسبب لجوء العديد من البنوك المركزية في العالم وعلى رأسها البنك الإحتياطي الأمريكي إلى إستخدام هذه الأداة بعد أن فشلت أدوات السياسة النقدية التقليدية، أي أصبحت غير فعالة في إحداث الأثر المتوقع منها في دفع مستويات النشاط الإقتصادي عموما وتحقيق الإستقرار المالي خصوصا.

#### أولا: مراحل تطبيق سياسة التيسير الكمي

لقد نال استخدام التيسير الكمي رواجاً في 2008 عقب الأزمة المالية التي حصلت في الولايات المتحدة الأمريكية، فبعدما باءت محاولة البنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي لخفض معدل الفائدة بالفشل ليصل إلى معدل صفر وربع نقطة مئوية كان الحل الوحيد لهذه المشكلة هو التيسير الكمي. فقام الإحتياطي الفيدرالي بطبع مئات المليارات من الدولارات لشراء أصول وسندات الخزينة وذلك محاولة منه لتحفيز الشركات على الإستثمار. حيث شهدت هذه العملية المطبقة من طرف الإحتياطي الفيدرالي ثلاث جولات رئيسية وهي:

<sup>1</sup>- <https://www.frbtlanta.org/about/publication/fed-strecore-and-functions/functions.aspx>. op. cit.

**1- الجولة الأولى من التيسير الكمي من 25 نوفمبر 2008 إلى مارس 2010**

بدا التيسير الكمي هنا للتخفيف من واقع الأزمة على الإقتصاد الأمريكي وإظهاره بصحة جيدة، عندما قام الإحتياطي الفيدرالي بطبع 1 تريليون دولار في مرحلة حرجة في تاريخ الإقتصاد الأمريكي<sup>1</sup>. حيث قبل الأزمة المالية العالمية عام 2008، إحتفظ مجلس الإحتياطي الفيدرالي ما بين 700 مليار دولار و800 مليار دولار من سندات الخزينة في الميزانية العمومية، وفي أواخر نوفمبر 2008، بدأ مجلس الإحتياطي الفيدرالي بشراء 600 مليار دولار من الأوراق المالية، وبحلول مارس 2009، إحتفظ ب 1.75 تريليون دولار من الديون المصرفية والأوراق المالية، وسندات الخزينة بلغت ذروتها ب 2.1 تريليون دولار في جانفي عام 2010، تم إيقاف شراء المزيد، ولكن بدأت عمليات الشراء مرة أخرى في مارس 2010 عندما قرر مجلس الإحتياطي الفيدرالي أن الإقتصاد لا ينمو بقوة، وأصبح هدف الإحتياطي الفيدرالي إبقاء معدل الحياة عند 2.045 تريليون دولار، بحيث يشتري مجلس الإحتياطي الفيدرالي 30 مليار دولار في الفترة من سنتين إلى عشر سنوات من سندات الخزينة كل شهر<sup>2</sup>.

**2- الجولة الثانية من التيسير الكمي من 3 نوفمبر 2010 إلى جوان 2011**

أعلن البنك الإحتياطي الفيدرالي عن جولة ثانية من التيسير الكمي التي يشتري خلالها 600 مليار دولار من سندات الخزينة خلال ثمانية أشهر<sup>3</sup> أو بالأحرى إصدار 600 مليار دولار، لتضاف إلى الرصيد الحالي من الأساس النقدي الأمريكي، وهو ما يعني ضخ نحو 75 مليار دولار شهريا من النقود الجديدة إضافة إلى ذلك سيستمر الإحتياطي الفيدرالي في عمليات إعادة إستثمار حصيلته إيرادات السندات التي حل تاريخ إستحقاقها، حيث تقدر أن تقوم لجنة السوق المفتوحة بشراء ما قيمته 35 مليار دولار من السندات في صورة إعادة إستثمار، وهو ما يعني شراء 110 مليارات دولار شهريا، وبهذا الشكل يتوقع أن تبلغ مشتريات الإحتياطي الفيدرالي من السندات في إطار الخطة ما بين 850 إلى 900 مليار دولار. ومن ناحية أخرى فقد قررت لجنة السوق المفتوحة أن يتم تخصيص نحو 85 في المائة من هذا المبلغ لشراء سندات تتراوح تواريخ إستحقاقها بين 2.5 و10 سنوات، وذلك بهدف التأثير في معدلات الفائدة طويلة الأجل وخفضها إلى

<sup>1</sup>- التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://blogs.mubasher.info/node/13256>. Consulter le 06/05/2017.17:00h.

<sup>2</sup>- باري جينكينز، ما هو التسهيل الكمي أو التيسير الكمي كما يطلق عليه كأداة؟، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.marketsworld.com/news>. Consulter le 02/05/2017. 12:00.

<sup>3</sup>- ويليام ميدلوكوب، الإنهيار الكبير حروب الذهب ونهاية النظام المالي العالمي، كتاب الكتروني، الطبعة الأولى، شركة العبيكان للنشر والتعليم، 2016، الرياض، ص 126.

مستويات دنيا، وذلك للتأثير في معدلات العائد على السندات طويلة الأجل، ومن تم دفع المؤسسات المالية إلى تحويل إستثماراتها نحو إقراض القطاع الخاص.

خلال هذه المدة سيقوم الإحتياطي الفيدرالي بمراجعة دورية لهذه السياسات لضمان إتساق النتائج مع تحقيق مستهدفاته العامة، الأهداف المعلنة للإحتياطي الفيدرالي هي تعظيم مستويات التوظيف مع ضمان الحفاظ على إستقرار الأسعار، أي توجيه أدوات السياسة النقدية لضمان تعظيم عملية خلق التوظيف والتأكد من إستمرار إستقرار الأسعار، بصفة خاصة ستراقب لجنة السوق المفتوحة مدى إنحراف المعدلات المحققة من التضخم مع معدلات التضخم المستهدف، لضمان إستقرار التوقعات التضخمية في الاقتصاد الأمريكي.

### 3- الجولة الثالثة من التسيير الكمي في سبتمبر 2012

في 13 سبتمبر 2012، أطلق البنك الإحتياطي الفيدرالي الدورة الثالثة من التسيير الكمي، بالإضافة إلى ذلك، أعلن بنك الإحتياطي الفيدرالي رسميا ولأول مرة أنها ستبقي على أسعار الفائدة قصيرة الأجل المنخفضة خلال عام 2015. وتعكس هذه التحركات وجهة نظر البنك الإحتياطي الفيدرالي على أن الإقتصاد مازال لم يصل إلى نقطة نمو المكثفي ذاتيا (وبعبارة أخرى القدرة على مواصلة النمو دون التحفيز) ووفقا لذلك، إعتد البنك المركزي الفيدرالي ما يسمى بالتسيير الكمي اللانهائي وهي خطة لشراء 85 مليار دولار من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت في الشهر، و40 مليار دولار من السندات المدعومة بالرهن العقاري و45 مليار دولار من سندات الخزينة بالولايات المتحدة<sup>1</sup>.

على عكس الدورة الأولى والثانية من التسيير الكمي، فإن البرنامج الحالي ليس لديه موعد محدد ومع ذلك، كان هناك إجماع على أن البنك الإحتياطي الفيدرالي سيبدأ في تقليص حجم المشتريات الخاصة بقيمة 10 مليار دولار شهريا قبل انتهاء عام 2015.

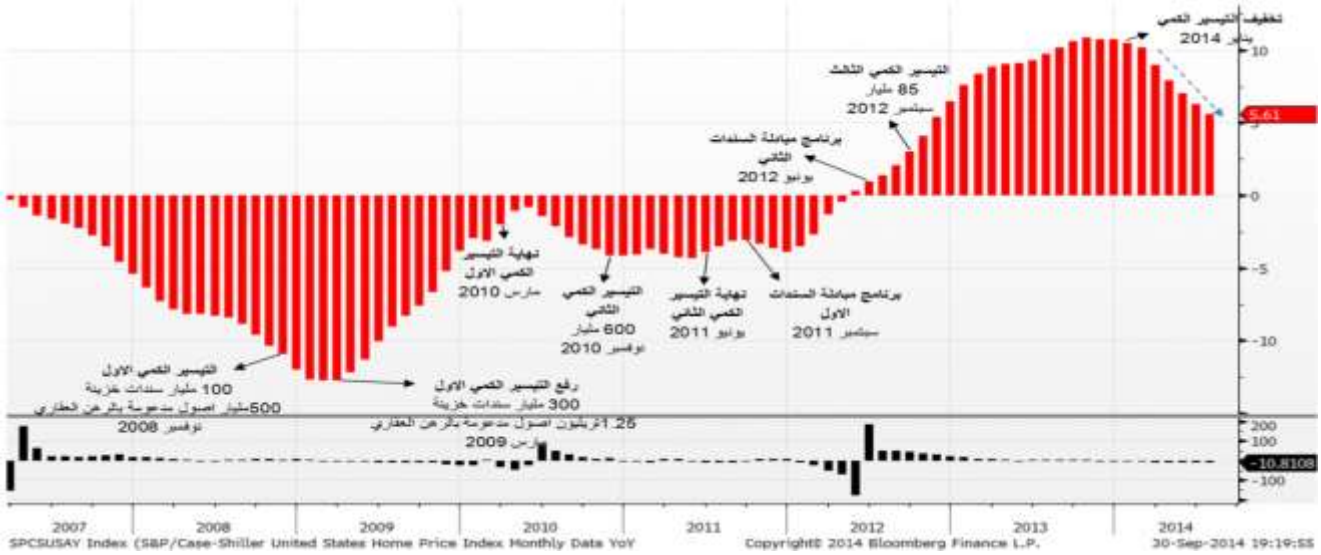
حيث يعتبر التسيير الكمي سلس وقابل للتغيير إستنادا إلى الظروف الإقتصادية. ويتضح ذلك من خلال رئيس مجلس إدارة بنك الإحتياطي الفيدرالي بن برنانكي في 22 ماي 2013 مشيرا إلى أن البنك الإحتياطي الفيدرالي قد أزال التسيير الكمي قبل نهاية العام، في حين أن الغالبية العظمى من رجال لإقتصاد والمستثمرين متوقعين حدوث الإنتهاء الأول في 13 سبتمبر 2013، فقد فاجئ البنك الإحتياطي الفيدرالي الأسواق بإعلانها أن البرنامج سيستقر على 85 مليار دولار شهريا من المشتريات والسندات الحكومية طويلة الأجل، وقد تم خفضها تدريجيا، وفي أكتوبر 2014 وصلت إلى نهايتها بعد إجتماع مجلس الإحتياطي

<sup>1</sup> - شبكة الأسواق والمال، ما هو التسيير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

[www.marketsnetwork.net/global-markets/what-is-quantitative.easiang.ntl](http://www.marketsnetwork.net/global-markets/what-is-quantitative.easiang.ntl). Consulter le 25/04/2017.09:00h.

الفيدرالي في إجتماعه الأخير في 29 أكتوبر 2014، وعليه يكون البنك الفيدرالي قد وضع حد لبرنامج التسيير الكمي. والشكل الموالي يبين ذلك:

الشكل رقم(02): مراحل تطبيق التسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية من 2007 إلى 2014

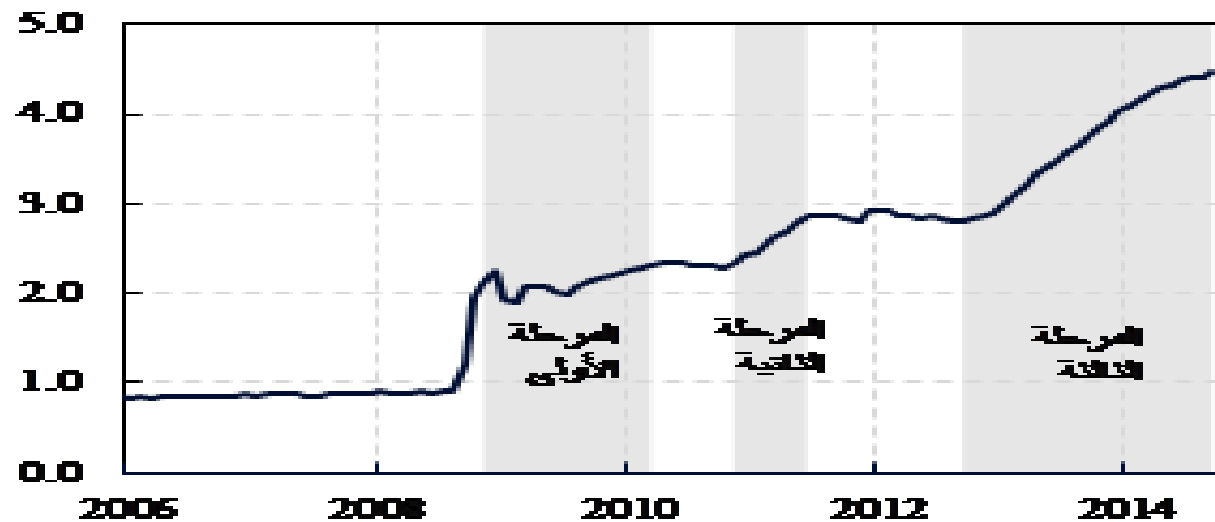


المصدر: نور الدين الحموري، هل يلجح الفيدرالي لمزيد من التسيير الكمي من جديد، متوفر على الرابط:

[www.nourhammoury.com/](http://www.nourhammoury.com/). Consulter le 14/05/2017.19 :00h.

ونتيجة لهذه المراحل تضاعفت الميزانية العمومية للبنك الفيدرالي الأمريكي أربع مرات تقريبا من حوالي واحد تريليون دولار في عام 2008 إلى ما يقارب 4.5 تريليون دولار في أكتوبر 2014.

الشكل رقم (03): الميزانية العمومية للبنك الفيدرالي الأمريكي



المصدر: بنك قطر الوطني، إسداد الستار على برنامج التسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/analysis/2731-2>. Consulter le 10/05/2017.21:00h.



## ثانياً: تقييم سياسة التيسير الكمي

قد يتعرض البنك الفيدرالي من خلال قيامه بتطبيق سياسة التيسير الكمي إلى العديد من الإنتقادات التي قد تشكك في مصداقيتها ومدى فعاليتها في الخروج من الأزمة المالية وتحقيق الإستقرار، ولكن هذا لا ينفي وجود إيجابيات لهذه السياسة. وفيما يلي أبرز إيجابيات وسلبيات تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية.

## 1- إيجابيات التيسير الكمي

تتمثل فعالية سياسة التيسير الكمي التي طبقتها الولايات المتحدة الأمريكية من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي فيما يلي:

- ساعدت عمليات التيسير الكمي بشكل قوي ومباشر على إبقاء أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة<sup>1</sup>؛
- تمكنت الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي من تفادي الدخول في فترة طويلة من إنكماش الأسعار وإنخفاض معدل البطالة الذي بلغ ذروته في أكتوبر 2009 عند نسبة 10% بشكل طردي منذ ذلك الحين، واستقر الآن عند نسبة 5.9%، وقد كان دافع عن عائدات هو ما أدى إلى إرتفاع الأسهم الأمريكية بنسبة 19% في الأسهم الأمريكية منذ مارس 2009<sup>2</sup>؛
- رفع الملاحة المالية ويتمثل أهمها في رفع مستويات الثقة عند السكان ومنهم المستثمرين حيث يشعرون أن الحكومة قد تدخلت لإنقاذ البلد إقتصادياً<sup>3</sup>؛
- إن هدف الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي هو تحسين مستوى النمو الإقتصادي، وذلك عن طريق الزيادة في عرض النقود والتي تؤدي إلى رفع السيولة لدى البنوك بنسبة كبيرة.

## 2- سلبيات التيسير الكمي

على الرغم من الجوانب الإيجابية للتيسير الكمي المطبق من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي من أجل الخروج من الأزمة المالية، إلا أنه لا يخلو من مجموعة من العيوب التي يمكن أن تثبت عدم فعاليتها. وتتمثل هذه السلبيات فيما يلي:

- رغم خزائن البنوك المملوءة بالسيولة ولكن حتى الآن لم يتم تحويل هذه السيولة لا بشكل كبير ولا صحيح

<sup>1</sup>- تفاعل الأسواق المالية مع نهاية التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

[www.alarabiya.net/ax/aswaq](http://www.alarabiya.net/ax/aswaq). Consulter le 11/05/2017.11:22h.

<sup>2</sup>- بنك قطر الوطني، الستار على برنامج التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/analysis/2731-2>. Consulter le 10/05/2017.21:00h.

<sup>3</sup>- محمد إبراهيم السقا، ماذا سيحدث للعالم نتيجة خطة التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://alphabitaargaem.com>. Consulter le 13/05/2017.17:10h.

- والتخوف القادم في الأسواق المالية لم يصب في إحصائية إرتفاع أسعار الفائدة عندما يتوقف التيسير الكمي؛
- إن إيقاف التيسير الكمي سيؤدي إلى إرتفاع معدلات الفائدة مما سيؤثر سلبا في قدرة الشركات على الإقتراض في المستقبل ويرفع من تكاليفها، وبالتالي يؤدي إلى إنخفاض أرباحها وبالتالي أسعار أسهمها<sup>1</sup>؛
- يؤدي الإستمرار في التيسير الكمي إلى فقاعات الأصول، وقد تحدث هذه الفقاعات في الأسهم والعقارات والسلع والسندات والإئتمان؛
- يؤدي التيسير الكمي إلى توجيه التدفقات المفرطة في رأس المال إلى الدول الناشئة والتي تواجه تحديات سياسة عصبية وذلك نتيجة إلى تقليص أسعار الفائدة<sup>2</sup>؛
- من الممكن أن يخلق التيسير الكمي مشاكل أخلاقية خطيرة من خلال إضعاف الحافز لدى الحكومة للإستمرار في الإصلاحات الإقتصادية اللازمة، كما أنها قد تؤدي إلى تأجيل التقشف المالي المطلوب إذا تم تحويل عجز التضخم إلى أوراق مالية، والحفاظ على أسعار فائدة منخفضة للغاية يحول السوق دون فرض الإنضباط؛
- يعد الخروج من التيسير الكمي عملية معقدة، فإذا حدث الخروج ببطء شديد وفي وقت متأخر قد ينتج عن ذلك التضخم وبقاعات الإئتمان والأصول، وإذا تم الخروج عن طريق بيع الأصول الطويلة الأجل التي تم شراؤها أثناء التيسير الكمي، فقد تؤدي إلى الزيادة الحادة في أسعار الفائدة إلى خنق التعافي، ما يكبد حامل السندات الطويلة الأجل خسائر مالية كبيرة، وإذا كان الخروج عن طريق رفع أسعار الفائدة على الإحتياطات الفائضة، فإن خسائر الميزانية العمومية للبنك المركزي ستكون كبيرة في البداية<sup>3</sup>؛
- قد يصبح تكرار التيسير الكمي غير فعال بمرور الوقت نظرا لإنسداد قنوات الإنتقال إلى النشاط الإقتصادي الحقيقي، حيث أن قناة السندات لا تعمل عندما تكون عائدات السندات منخفضة بالفعل، وقناة الإئتمان لا تعمل عندما لا تكون السيولة وتهيأ سريعا<sup>4</sup>؛

<sup>1</sup> - [www.alarabiya.net/ax/aswaq](http://www.alarabiya.net/ax/aswaq). op.cit.

<sup>2</sup> - نهي مكرم، 10 مخاطر تهدد الاقتصاد بالاستمرار (التيسير الكمي)، مقال متوفر على الرابط:

[www.alborsanews.com](http://www.alborsanews.com). Consulter le 13/05/2017.12 :12h.

<sup>3</sup> - عبد العزيز شويش عبد الحميد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 136.

<sup>4</sup> - نوريل روبيني، عشر أسئلة عن التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.project-syndicate.org/commentary/the-risks-and-costs-of-quantitative-easing-by-nouriel-roubini?version=arabic&barrier=accessreg>. Consulter le 13/05/2017.10 :00h

- إن لجوء الإحتياطي الفيدرالي إلى التوسع في الميزانية يمكن أن يقلل من ثقة الجمهور في قدرته على رسم وتنفيذ خطة للخروج من السياسات التي تتبعها في الوقت الحالي<sup>1</sup>؛
- عند شراء سندات بكميات غير مدروس تأثيرها في العملة، قد يدفع بالأسعار إلى الإرتفاع وتفقد العملة قيمتها الحقيقية بسبب زيادة المعروض النقدي وإحداث التضخم وبالتالي يجعل الدولار الأمريكي أقل قدرة على المنافسة مقابل العملات الأجنبية.

### المطلب الثاني: سياسة معدلات الفائدة الصفرية

منذ الأزمة المالية العالمية التي ضربت الإقتصاد العالمي سنة 2008، قامت العديد من البنوك المركزية عبر العالم بتخفيض نسب الفائدة فمن بين هذه البنوك البنك الفيدرالي الأمريكي الذي يسعى من خلال تخفيض سعر الفائدة إلى امتصاص أثار الأزمة المالية وانعكاسها على المستوى العالمي.

حيث قام البنك الفيدرالي الأمريكي منذ بدأ الأزمة بعدة تخفيضات لأسعار الفائدة بشكل سريع ومنكرر عدة مرات منذ سبتمبر 2007، حيث كان سعر الفائدة آنذاك 5.25%، ثم تتالت التخفيضات حيث وصلت في أكتوبر 2008 إلى 0.25%، ثم في ديسمبر 2008 إلى حدود المجال من 0.25% إلى 0%، ليتم تثبيته عند هذا المجال إلى غاية اخر إجتماعات الفيدرالي الأمريكي في مارس 2009<sup>2</sup>.

وقام الإحتياطي الفيدرالي بخفض معدل الفائدة إلى الصفر في التعاملات الليلية للأسواق في ديسمبر عام 2008، لجزء من الخطوات التي إتخذتها لدفع النمو الإقتصادي أثناء الأزمة المالية العالمية، وفائدة التعاملات الليلية، فهي التي تقررها البنوك الكبرى على الأموال التي تفرضاها أو تستدينها من بعضها البعض خلال الليل، وتكون البنوك ملزمة بسد تلك الأموال وفوائدها في الولايات المتحدة الأمريكية على وجه الخصوص.

ومع الإلتجاه إلى خفض معدلات الفائدة، فإن البنوك المركزية بدأت أيضا في شراء السندات محاولة للحفاظ على تكاليف الإقتراض طويلة الأجل<sup>3</sup>، حيث بعد توقيف برنامج التيسير الكمي في أكتوبر 2014 عقب القرار الذي اتخذ من قبل رئيس مجلس الإحتياطي الأمريكي جانيت يلين وأعضاء المجلس، بدأ الحديث

<sup>1</sup> محمد إبراهيم السقا، التيسير الكمي: سياسات زيادة حجم الميزانية، مقال متوفر على الرابط:

<https://iraq56.blogspot.com/2011/08blogspot.9084.ntne>. Consulter le 14/05/2017.11:12h.

<sup>2</sup> خالد عيجومي، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من إنهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والمؤسسة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 11.

<sup>3</sup> جانيت يلين، الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي يتجه لرفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

[www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320-us-federal](http://www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320-us-federal). Consulter le 14/05/2017.19:00h.

عن توقيت رفع سعر الفائدة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي. حيث صرحت جانيت يلين في أحد إجتماعاتها أن البنك الإحتياطي الفيدرالي قد يبدأ برفع معدلات الفائدة بعد 6 أشهر من إيقاف شراء السندات فترة التيسير الكمي، ولكن حدث ما لم يكن في الحسبان أي أن البنك الفيدرالي الأمريكي لم يقم بأي تغيير في معدل الفائدة بل أبقاء على مستوياته. لأنه يرى أن رفع سعر الفائدة في هذا الوقت سوف يؤدي إلى تباطؤ النمو الإقتصادي العالمي وخاصة في الأسواق الناشئة، وأيضا قد يؤثر على معدل التضخم بالتدني في جميع أنحاء العالم عموما وفي الولايات المتحدة الأمريكية خصوصا.

وفي سنة 2015 بالتحديد في سبتمبر عاد الحديث عن رفع سعر الفائدة، حيث أن الأغلبية أشارو إلى أن البنك الفيدرالي سوف يقوم برفعها ولكنه امتنع عن ذلك وأبقى على سعر الفائدة عند المستوى الذي كان عليه في السنوات الماضية، والتي تقدر بنسبة 0.25%.

ويعود امتناع البنك الفيدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة على عدة أسباب يمكن أن تكون في صالحه ومن بين هذه الأسباب نذكر مايلي<sup>1</sup>:

- **معدل البطالة:** بالرغم من وصول معدل البطالة إلى مستوى 5.1% أدنى مستوياته منذ عام 2008 أي ما قبل الأزمة فان هناك تباطؤ في قطاع العمل في بعض الولايات. مع العلم أن معدل البطالة العام إجتاز هدف الإحتياطي الفيدرالي ووصل إلى مستوى التوظيف الكامل، حيث أن قطاع العمل سجل في السنوات الأخيرة معدل فرص عمل شهري وصل إلى 200 ألف فرصة عمل من جهة ولكن من جهة أخرى، لم نشهد إرتفاع للأجور بشكل ملحوظ يمكن لبعض المحللين أن يعتمدوا على هذه الأرقام لتبرير موقفهم حيال رفع أسعار الفائدة.

- **معدل التضخم:** على عكس بعض البنوك المركزية لا يتطلع الفيدرالي الأمريكي فقط على مؤشر أسعار المستهلكين بل يركز أكثر على مؤشر نفقات الإستهلاك الشخصي باعتباره يحدد السلع والخدمات المستهدفة والتي يستهلكها الأفراد، ولا يزال مؤشر نفقات الإستهلاك الشخصي عند مستويات متدنية 1.2% وبعيدة عن المستوى المستهدف من الإحتياطي الفيدرالي 2%.

- **الإقتصاد العالمي:** إن المخاوف من إضطرابات الإقتصاد العالمي يقلل من الثقة في الإنتعاش، فقد لاحظنا أن في الفترة الأخيرة إن الإضطرابات التي حصلت في الأسواق الآسيوية في الفترة الأخيرة وخاصة في الصين أكدت على مدى إرتباط الأسواق العالمية ببعضها البعض، بالإضافة إلى إظهار أن أسواق الأسهم العالمية لا تزال حساسة حيال الأوضاع العامة، ويمكن أن تتعرض لإنهيار في أي وقت في حال شك السوق

<sup>1</sup> - ميشيل شابوح، أهم الأسباب التي تمنع الإحتياطي الفيدرالي من رفع سعر الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.dailyfx.com>. Consulter le 16/05/2017.10:00h.

في التعافي الإقتصادي العالمي، وبدل ذلك على مدى أهمية هذه الفترة بالنسبة إلى البنوك المركزية لإستمرار السياسة التوسعية التي يتبعوها.

- قوة الدولار الأمريكي: في حال تم رفع أسعار الفائدة، ذلك سوف يؤثر على الدولار الأمريكي بشل إيجابي، وسوف نرى إرتفاع في قيمة الدولار، وهذا سيكون له تأثير سلبي ملموس على صافي الصادرات بالتالي الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية، يزيد عن ذلك ضعف الإقتصاد العالمي الذي من شأنه تخفيض الطلب العالمي عامة وعلى البضائع الأمريكية خاصة بسبب إرتفاع قيمتها لأجل إرتفاع الدولار الأمريكي.

وفي سبتمبر 2015 قرر مجلس الإتحادي الأمريكي رفع سعر الفائدة للمرة الأولى منذ عشر سنوات بواقع ربع نقطة مئوية لتصبح الفائدة في نطاق بين 0.25% و 0.5% وعلى الرغم من أنها زيادة طفيفة فإن رفع الفائدة الأمريكية يؤثر على الإقتصاد العالمي والأسواق المالية في عدة أوجه.

يسعى البنك المركزي الأمريكي عبر رفع أسعار الفائدة لتأكيد تعافي الإقتصاد الأمريكي من آثار الأزمة المالية العالمية، وتعزيز ثقة المستثمرين في إقتصاد العالم<sup>1</sup>. أما في نهاية عام 2016 رفع الإحتياطي الفيدرالي توقعاته للنمو الإقتصادي من 2.3% إلى 2.4%، ويشير هذا إلى إن البنك يرى أن رفع أسعار الفائدة لن يؤثر سلبا على النمو، لأن هذا الرفع جاء بسبب زيادة الإنفاق الأسري واستثمارات الأعمال إلى جانب إستمرار إنخفاض معدل التضخم.

وقالت لجنة الإحتياطي الفيدرالي أنها ترى أنه كانت هناك تحسينات كبيرة في أوضاع سوق العمالة في سنة 2015، وتثق بعقلانية في أن التضخم سيرتفع خلال المدى المتوسط إلى المستهدف عند 2%. وأعلن الإحتياطي الإتحادي أنه سيواصل مراقبة التضخم والتوظيف كي يحدد إذا كان هناك مبررات لرفع أسعار الفائدة مرة أخرى. وقالت رئيسة البنك جانيت يلين أن اللجنة واثقة من أن الإقتصاد سوف يواصل زيادة قوته لكن هناك مساحة للتحسين، وسيكون أي تحرك في المستقبل تدريجيا وسيعتمد على أداء الإقتصاد وأقرت يلين باستمرار وجود نقاط الضعف في سوق العمالة، وخاصة ما يتعلق منها بنمو الرواتب ب 15% في أواخر عام 2016<sup>2</sup>.

أما في عام 2017 قرر البنك الفيدرالي الأمريكي رفع سعر الفائدة المستهدفة 25 نقطة أساس إلى

<sup>1</sup> - ماذا يعني رفع أسعار الفائدة الأمريكية، مقال متوفر على الرابط:

[www.aljazeera.net/news/business.com](http://www.aljazeera.net/news/business.com). Consulter le 16/05/2017.15:00h.

<sup>2</sup> - البنك المركزي الأمريكي يرفع أسعار الفائدة 0.25 في المائة، مقال متوفر على الرابط:

[www.bbc.com/arabic/business/2015/12/151216-us-interest-rate](http://www.bbc.com/arabic/business/2015/12/151216-us-interest-rate). Consulter le 17/05/2017.09:07h.

نطاق  $100 - 0.75\%$  للمرة الأولى، وذلك إستجابة لسلسلة بيانات إقتصادية قوية، وهو ما يعني مزيدا من قوة الدولار يعاني ذلك من تداعيات على الإقتصاد العالمي وتأثيره على السلع.

ورفع الفيدرالي الأمريكي بذلك أسعار الفائدة للمرة الثانية منذ 10 سنوات وللمرة الثانية خلال ثلاثة أشهر، حيث كان البنك الفيدرالي " الإحتياطي الإتحادي " الأمريكي قرر في منتصف ديسمبر 2016 رفع سعر الفائدة 25 نقطة أساس إلى نطاق بين 0.50 و 0.75% للمرة الأولى خلال 2016 وللمرة الثانية فقط منذ 10 سنوات وغالبا لم يكن رفع سعر الفائدة هو الأخير في 2017، حيث كان قد تطرق محضر الفيدرالي الأمريكي في 22 فيفري في عام 2016 إلى حالة عدم اليقين والمخاطر المتعلقة بموازنة ترامب المحتملة وسياسة الفريسة، وأشاروا إلى إحتمالية رفع أسعار الفائدة هذا العام ثلاث مرات، حيث سيتم رفع سعر الفائدة بشكل تدريجي حتى نهاية 2017 حتى تصل النسبة إلى 1.4% بزيادات ربع نقطة كل مرة على مدار السنة. وفي نهاية 2018 متوقع وصولها إلى 2.1% على أن تصل إلى 2.9% في نهاية عام 2019 وعلى المدى الطويل تصل إلى 3% أو 3.5%، وهي السنة التي توحى للبنك المركزي بأن الإقتصاد الأمريكي سينمو بوتيرة مطمئة خلال الأعوام المقبلة<sup>1</sup>.

حيث يتوقع الإحتياطي الفيدرالي أن يعود الإقتصاد الأمريكي إلى المسار الصحيح وأن يتعافى سوق العمل مجددا، مع إرتفاع في معدلات التضخم.

وقال باتريك هاركر، رئيس الإحتياطي الفيدرالي في ولاية فيلادلفيا في تصريحات سابقة له بالنظر إلى الوضع الإقتصادي، والذي يعود تقريبا إلى المسار الطبيعي، فإنني لازلت أرى أن الإحتياطي الفيدرالي سيرفع أسعار الفائدة ثلاث مرات بمعدل 25 نقطة مئوية في كل مرة في 2017، على فرضية أن تظل الأوضاع كما هي على حالها الآن دون تغيير<sup>2</sup>.

### ثانيا: الإجراءات المكتملة لتخفيض أسعار الفائدة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية

مع وصول معدلات الفائدة إلى حدود دنيا مقارنة للصفر، وصلت السياسة النقدية إلى حدودها القصوى وبالتالي أصبح لزاما على الدول والحكومات أن تسعى لإجراءات جديدة. ففي الولايات المتحدة الأمريكية يتم العمل على ثلاثة أقسام<sup>3</sup>:

<sup>1</sup>- هبة حسام وآخرون ، رفع أسعار الفائدة يزلزل الإقتصاد العالمي إنخفاض الذهب والدولار يسجل أعلى إرتفاع له في 15 عاما، مقال متوفر على الرابط:

[www.yom7.com/story/2016/12/15/30/2194](http://www.yom7.com/story/2016/12/15/30/2194). Consulter le 17/05/2017.20:00h.

<sup>2</sup>- محمد البيدي، بعد رفع الفيدرالي الأمريكي الفائدة على الدولار ب 1% الذهب لن يكون وعاء آمنا هذا اليوم، مقال توفر على الرابط: [www.youm7.com/story/2017/3/115/3145805/](http://www.youm7.com/story/2017/3/115/3145805/). Consulter le 17/05/2017.12:00h.

<sup>3</sup>- خالد عيجومي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 16.

**1- خاص بالضمانات لمكفلي الضرائب وفيه:**

- يتم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 350 مليار بطلب من الرئيس، ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بـ 700 مليار دولار؛
- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق؛
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والبنوك المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة؛
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.

**2- خاص بتحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الإستغناء عنهم وذلك ب:**

- منع دفع التعويضات لرؤساء الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أموالاً إلى وزارة الخزانة فيها؛
- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، ويتم تحديد المكافآت لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بـ 500 ألف دولار.

**3- خاص بالمراقبة والشفافية وفيه:**

- يشرف مجلس المراقبة على تطبيق الخطة، ويضم رئيس الإحتياطي الإتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة؛
- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتحقق في الحسابات؛
- يتم تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة؛
- إتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات؛
- إجراء حماية للمالكين المهددين بمصادرة مساكنهم بينما من المقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع في 2009. كما قام الرئيس بمجموعة من الإجراءات من ضمنها إقرار خطة بقيمة 790 مليار دولار لإنعاش الإقتصاد عبر ضخ الأموال في القطاعات المتعثرة كالبنوك والشركات والسيارات، بالإضافة إلى زيادة الإنفاق الحكومي عن طريق المشاريع في البنية القاعدية حيث تم تخصيص 27.5 مليار دولار لشبكة الطرقات العامة، وسيتم رصد حوالي 10 مليار دولار لمشاريع الإسكان الإجتماعي، وذلك لخلق وظائف جديدة.

بالإضافة إلى تخصيص 43.7 مليار دولار من النفقات الإجتماعية لمساعدة العائلات والأشخاص المتضررين جراء الأزمة، ومن ضمنها 26.9 مليار دولار ترصد لتمديد خطة الطوارئ للتعويض عن العاطلين عن العمل.

وفي مجال العلوم، سيحصل عدد من الوكالات ومعاهد البحث على ما يقارب 6 مليار دولار من ضمنها دولار لوكالة الفضاء الأمريكية ناسا، وسيحصل قطاع الصحة على 19 مليار دولار من أجل تطوير وظائف مرتبطة بالتقنيات الحديثة، وعلى صعيد التربية التي تخصص لها الخطة 10.59 مليار دولار وسيتم إنشاء صندوق لتثبيت الميزانية في الولايات المتحدة ترصد له 53.6 مليار دولار، ويهدف إلى عمليات ترميم وتحديث العديد من المدارس.

### ثالثاً: تقييم سياسات معدلات الفائدة الصفرية

إن تطبيق سياسة معدلات الفائدة الصفرية من طرف العديد من البنوك في العالم خلقت العديد من الآثار كانت لها جوانب إيجابية أو سلبية. وتتمثل هذه الجوانب فيما يلي:

#### 1- الجوانب الإيجابية لمعدلات الفائدة الصفرية

- زيادة عرض الائتمان أي القروض الإستثمارية والإستهلاكية، خفض تكلفة الإقتراض لقطاع الأعمال الخاص وللقطاع العائلي.
- خفض الميل الحدي للإدخار الإستثماري والفردى ومن تم زيادة مستويات الإستثمار والإستهلاك والطلب الكلي بشكل عام؛
- بالإضافة إلى زيادة الإستثمارات الجديدة؛
- تعمل هذه السياسة (المعدلات الصفرية) على معالجة البطالة المرتفعة وبالتالي دفع الإقتصاد الوطني للنمو وتجنب دورة إنكماشية للإقتصاد؛
- تعمل على خفض قيمة العملة المحلية وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب على الصادرات التي يتم تقييم كلفتها بالعملة المحلية مقابل العملات الدولية الأخرى، وفي الوقت ذاته إنخفاض الطلب الداخلي على الواردات التي إرتفعت أسعارها بسبب إنخفاض قيمة العملة أو باختصار يرفع من القدرة التنافسية للدولة<sup>1</sup>.

#### 2- الجوانب السلبية لمعدلات الفائدة الصفرية

- إن الخطوة الأساسية لمعدل الفائدة الصفرى تتمثل في أنه يمكن أن يتدرج الإقتصاد العالمى إلى مصيدة

<sup>1</sup>- فائدة بالسالب، مقال متوفر على الرابط:



الإنكماش، وذلك إذا ما تحول اتجاه التوقعات التضخمية نحو البترول في ضوء انخفاض أسعار الطاقة وغيرها من العوامل التي يتوقع معها أن تستمر الضغوط التضخمية في التراجع، حيث أنه إذ تحول معدل التضخم ليصبح سالبا فان ذلك يحول معدلات الفائدة الحقيقية من مستويات سالبة إلى مستويات موجبة، على الرغم من أن معدل الفائدة الإسمي يساوي صفر ويترتب على ذلك تراجع مستويات الطلب الكلي، الأمر الذي يؤدي إلى تسارع معدل انخفاض التضخم، ومن تم ميل معدلات الفائدة الحقيقية إلى الإرتفاع بمعدلات أكبر فتتراجع مستويات الطلب الكلي نتيجة لذلك، وبدور الإقتصاد تبعا لذلك في دائرة من إرتفاع معدلات الفائدة الحقيقية وتراجع معدلات التضخم، وهو ما يدخل الإقتصاد فيما يسمى بمصيدة الإنكماش؛ - أدت معدلات الفائدة إلى زيادة نسبة الإقتراض من طرف الحكومات إستنادا إلى انخفاض تكلفة هذه الديون في ظل المعدلات المتدنية للفائدة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: سياسة معدلات الفائدة السالبة

بعد تبني البنوك المركزية سياسة الفائدة الصفرية، إنتشر تبني سياسات معدلات الفائدة الإسمية السالبة، بصورة واضحة في الآونة الأخيرة، حيث لجأ إليها عدد من البنوك المركزية في العالم وعلى رأس هذه البنوك البنك المركزي الأوروبي والبنك المركزي السويسري، والبنك المركزي الدنماركي<sup>2</sup>، أما البنك الفيدرالي الأمريكي لم يقم بتطبيق هذه السياسة بل إكتفى بتبني سياسات معدلات الفائدة الصفرية وسياسات التيسير الكمي التي سبقتها والتي إنتهت في أكتوبر 2014، وذلك خوفا منه على الأضرار التي يمكن أن تسببها للإقتصاد الأمريكي بصفة خاصة وإقتصاديات العالم بصفة عامة.

حيث حذرت رئيسة مجلس الإحتياطي جانيت يلين من خطر تلك السياسة مشيرة إلى أن كلما اقترب سعر الفائدة على الودائع من الصفر إزداد خطر الإضطراب في أسواق المال، ولذلك إكتفى البنك الفيدرالي بتطبيق السياستين السابقتين<sup>3</sup>.

حيث يفترض من الناحية النظرية أن أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه معدلات الفائدة الاسمية هو مستوى صفر في المائة، كذلك من المفترض أنه عندما يصل معدل الفائدة إلى هذا المستوى، تفقد السياسة النقدية فعاليتها، أي قدرتها على التأثير في معدل الفائدة، لأنه سيكون قد بلغ بذلك حدوده الدنيا، كذلك ليس من المتصور نظريا أن تنخفض معدلات الفائدة الإسمية إلى ما دون الصفر، أي إلى النطاق السالب، غير

<sup>1</sup>— <https://www.alqabas.com.kw/articalID=462798state=08012009>, op. cit.

<sup>2</sup>— [www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/03/20/](http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/03/20/), op. cit.

<sup>3</sup> - وائل لبيب، الفائدة السالبة في مصارف العالم لتنشيط الاقتصاد، مقال متوفر على الرابط: [www.alhayat.com/articles/12476226](http://www.alhayat.com/articles/12476226). Consulter le 19/05/2017.09:00.

أن التطبيق الفعلي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ البنوك المركزية إلى هذا الخيار التقليدي، بتبني معدلات الفائدة السالبة التي تمثل إجراء غير إعتيادي يعبر على حالة اليأس لدى صناع السياسة النقدية في النتائج التي يمكن أن تترتب على الأدوات النقدية التقليدية في معالجة الأوضاع الإقتصادية في الكساد العميق<sup>1</sup>.

#### أولاً: تطبيق معدلات الفائدة السالبة من قبل بعض البنوك المركزية

يمكن الإستشهاد بمجموعة من الدول التي طبقت سياسة سعر الفائدة السالبة لتحويل الأموال المصرفية إلى النشاط الإقتصادي وتحقيق أهداف الإقتصاد الكلي، وهي كل من سويسرا والدنمارك والسويد واليابان والبنك الأوروبي... الخ، وهذا ما يعني أن سعر الفائدة يؤثر على الإقتصاد العالمي، إذ تشير الأرقام المتاحة إلى أن الناتج المحلي الإجمالي على المستوى العالمي يأتي حالياً من بلدان تطبق سياسة الفائدة السالبة، لما فيها اليابان والإتحاد الأوروبي والدنمارك وسويسرا والسويد، وأن عدد سكان تلك المجموعة من بلدان الفائدة السالبة يبلغ نحو 500 مليون نسمة، وربما يكون المؤشر على إتساع نطاق هذه السياسة على المستوى العالمي<sup>2</sup>.

ففي بداية السبعينات 1970 لجأت سويسرا إلى إستخدام معدل الفائدة السلبى في البلاد بمعدل 0.75%- وذلك من أجل تعزيز قيمة عملتها (الفرنك السويسري) أمام العملات الأخرى، حيث استخدمت أسعار الفائدة في هذه الحالة سيحث المستثمرين على شراء العملة المحلية وبالتالي سيزيد من قيمتها.

وفي عام 2009 و 2010 إستخدمت السويد أسعار الفائدة السالبة لمعدل -1.1% لمنع تدفق ما يعرف ب hot money أي الأموال الساخنة وهي رؤوس الأموال التي تتدفق من دولة إلى أخرى للحصول على مكاسب من تغيير أسعار الفائدة، وهذا النوع من الأموال يؤدي إلى عدم الإستقرار في السوق. وحدت الدنمارك حدو السويد باتخاذها نفي الخطوة في عام 2012 حيث عانت من تدفق المال الباحث عن فوائد سريعة. وبدوره البنك المركزي الأوروبي قام باعتماد سياسة أسعار الفائدة السالبة في عام 2014 وقرر أن يقوم بتطبيقها على الإيداعات المصرفية فقط، وكان الهدف من ذلك منع وقوع منطقة اليورو في دوامة من الإنكماش المالي، حيث وضعت فائدة سلبية بمعدل -0.3%.

وفي عام 2015 أعلن البنك السويدي تطبيق معدلات الفائدة مرة أخرى، أما في عام 2016 عندما فاجئ البنك الياباني الأسواق المالية عبر إعماده أسعار الفائدة السالبة للمرة الأولى في تاريخه، حيث أعلن

<sup>1</sup>- [www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/03/20/](http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/03/20/), op. cit

<sup>2</sup>- حامد عبد الحسين الجبوري، الفائدة السالبة مفهوماً وتأثيراً وتطبيقاً، مقال متوفر على الرابط: [www.annabaa.org/arabic/authorsarticles/7454](http://www.annabaa.org/arabic/authorsarticles/7454). Consulter le 19/05/2017.13:25h.

أنه سيطبق الفائدة السالبة بمعدل -0.1% على الإحتياطات التي تودعها المؤسسات لديه، حيث كان سعي اليابان لمواجهة الأوضاع الإقتصادية المتدهورة هذه السياسة النقدية. في حين أن الإيداعات الموجودة لدى بنك اليابان أصلا والتي تبلغ 1.8 مليار دولار إستمرت بكسب نسبة 0.1% السابقة لإستخدام الفائدة السلبية ورأى العديد من الخبراء في الخطوة اليابانية عملا لتخفيض قيمة الين الياباني قبل حصول تراجع إضافي في عملة الصين اليوان والتي تعتبر المنافس التجاري الرئيسي لليابان، وتتوقع أن تستمر اليابان بتخفيض أسعار الفائدة السلبية في الفترة حتى تصل إلى نسبة 0.75% التي وصلت إليها سويسرا سابقا عندما عملت على إنعاش إقتصادها<sup>(1)</sup>. ولتوضيح أكثر يمكن تلخيص ما سبق في الجدول التالي:

**الجدول رقم (05): معدلات الفائدة المطبقة من قبل بعض البنوك المركزية**

النسبة المخفضة	تاريخ البدء بتطبيق لسعار الفائدة السالبة	البلد
-0.75%	في 1970.	البنك السويسري
-1.1%	من 2009 الى 2010 ثم إعادة مرة أخرى في 2015.	البنك السويدي
-1.1%	من 2012 إلى سبتمبر 2014.	البنك الدنماركي
-0.3%	في 2014.	البنك الأوروبي
-0.1%	في 2016.	البنك الياباني

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعطيات السابقة.

**ثالثا: تقييم سياسة معدلات الفائدة السالبة**

تعتبر سياسة معدلات الفائدة السلبية مثلها مثل السياستين السابقتين (التيسير الكمي وسياسة معدلات الفائدة الصفرية) لها جوانب سلبية وأخرى ايجابية، ويمكن تلخيص هذه الجوانب فيما يلي:

**1- الجوانب الايجابية لسياسة معدلات الفائدة السالبة**

- ساهمت أسعار الفائدة السالبة في تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم الإستقرار المالي والإقتصادي عن طريق إستقرار الأسعار وزيادة تسيير الأوضاع النقدية والمالية؛

<sup>1</sup>- ما هي أسعار الفائدة السلبية ومن يتم تطبيقها، مقال متوفر على الرابط:

<https://academy.alvesco.ae/academy-basics/tasic-articles/what-is-negative-interest-rate>. Consulter le 20/05/2017.20/05/2017.17:00h.

- ساهمت في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة وتخفيض ضغوط إرتفاع أسعار الصرف<sup>1</sup>؛
- عملت على تشجيع البنوك على الإقراض بوضع المزيد من السيولة غير العاملة في شكل مشروعات جديدة، وزيادة الإستثمارات بالإضافة إلى تنشيط الإقتصاد ومكافحة إنكماش الأسعار، الذي يدفع المستهلكين والشركات إلى تأجيل مشترياتهم وإستثماراتهم بانتظار إحتمالية تدني الأسعار<sup>2</sup>؛
- إنتعاش الإقتصاد عبر زيادة الإستثمار والذي يساهم بدوره في إنهاء انكماش الأسعار وربما رفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للإقتصاد، كما أن أسعار الفائدة السلبية تقوم بتخفيض سعر العملة وهو ما يعطي ميزة تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية<sup>3</sup>؛
- تساهم سياسة معدلات الفائدة السالبة في معالجة البطالة المرتفعة فعلى سبيل المثال لجأ البنك المركزي الأوروبي إلى الفائدة السالبة لأن معدلات البطالة تراجع في منطقة اليورو وبيطء شديد مقارنة بالتحسن الواضح في معدلات البطالة على الطرف الآخر من الأطلنطي.

## 2- الجوانب السلبية لمعدلات الفائدة السالبة

- إكتناز الأفراد لمدخراتهم، ففي ظل هذه الأوضاع لا يتوقع أن تؤدي هذه السياسة إلى تحقيق الهدف منها نظرا لأن البنوك التجارية في هذه الحالة قد تفضل الإستمرار في إيداع أموالها لدى البنك المركزي، ودفع أسعار الفائدة عليها بدلا من أن تقرضها للجمهور أو قطاع الأعمال بدون فائدة ربحية، مع تحمل المخاطر على نتيجة التوقف عن خدمة الديون وتحول أصولها إلى أصول مسمومة؛
- إن أهم السلبيات والمخاطر التي يمكن أن تتبع سياسات معدلات الفائدة السالبة هي أنها إذا شملت بالإجمال كل القيم المالية لمودعات الأفراد لدى البنوك، فغالبا الإجراءات تتم على المودعين المستثمرين أو من أصحاب الودائع الكبرى، ولكن إذا شملت جميع الأفراد فإنها من الممكن أن تدفع المدخرين لإكتناز مدخراتهم بدلا من إستثمارها، أي سحب المودعين مودعاتهم والإحتفاظ بها سائلة بحوزتهم وتحويلها إلى مشتقات مالية أخرى مقيمة بعملة أخرى وهو ما يؤدي إلى تخفيض منابع السيولة لدى البنوك المحلية<sup>4</sup>؛
- إن تحسن الأوضاع التجارية الخارجية للدول التي تطبق هذه السياسات، سيكون دائما على حساب شركائها في التجارة، وغالبا لا تقف الدول التي تضر من مثل هذه السياسات مقيدة الأيدي، حيث من المتوقع

<sup>1</sup> - هوزيه فينيلز، الرؤية الأوسع: الآثار الإيجابية لأسعار الفائدة الاسمية السالبة، مقال متوفر على الرابط:

<https://blog-montada.inf.org/p=4162>. Consulter le 20/05/2017.12 :45h.

<sup>2</sup> - أحمد شمس الدين، الفوائد السلبية: لماذا تفرضها الدول على الودائع، مقال متوفر على الرابط:

[www.Aawsat.com/name/article/566846/](http://www.Aawsat.com/name/article/566846/). Consulter le 20/05/2017.10 :00h.

<sup>3</sup> - <https://academy.alvesco.ae/academy-basics/tasic-articles/what-is-negative-interest-rate>. op. cit.

<sup>4</sup> - [www.Booksflife01.blogspot.com/2015/12/blog-post/9-knt](http://www.Booksflife01.blogspot.com/2015/12/blog-post/9-knt). op. cit

أن تلجأ لسياسة مشابهة لحماية تنافسيتها في مقابل الدول التي تتبنى هذه السياسات، وذلك بخفض قيمة عملاتها هي الأخرى، وهو ما يهيئ الظروف لإنطلاق حرب العملات؛

- وأخيرا فإنه من المتوقع أن تعمل هذه الآثار المفترضة لمعدل الفائدة السالب في حالة واحدة وهي أن يكون معدل التضخم موجبا، ولكن عندما يكون معدل الفائدة الإسمي مطروحا منه معدل التضخم، وليس خفضه. على سبيل المثال إذا عدنا وطبقنا على حالة البنك المركزي الأوروبي نجد أنه في ظل معدل الفائدة السالب -0.2%، ومعدل تضخم سالب -0.6% في جانفي 2015، فإن معدل الفائدة الحقيقي يصبح في هذا الشهر معدلا موجبا 0.8% وليس سالبا، بعكس ما يستهدفه البنك المركزي الأوروبي اليوم وفي ظل إن السياسة النقدية الغير تقليدية المطبقة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي والمتمثلة في سياسة التيسير الإنكماش السعري الذي يضرب عددا من إقتصاديات العالم، والذي ساعد عليه تراجع أسعار النفط فان الفوائد المتوقعة من معدل الفائدة السالب ربما تكون محدودة<sup>1</sup>.

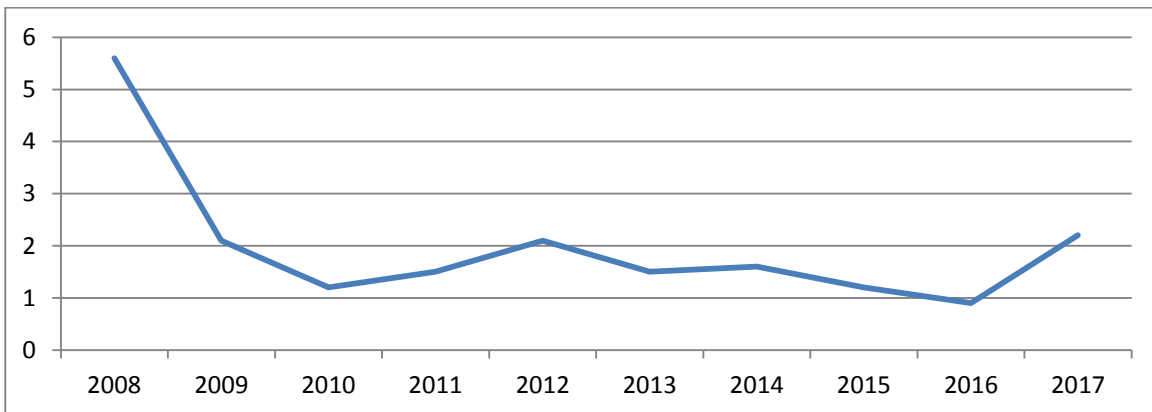
### المبحث الثالث: أثر السياسة المتبعة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي على الاستقرار المالي

إن السياسات النقدية غير التقليدية المتمثلة في سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية التي تبناها البنك الفيدرالي الأمريكي في الخروج من الازمة المالية العالمية التي وجهها، كان لها تاثير في العديد من المتغيرات الإقتصادية والمالية.

#### المطلب الأول: معدل التضخم

تأثر معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بالازمة المالية العالمية التي عرفها الإقتصاد الأمريكي سنة 2008، حيث شهد تغيرات ملحوظة منذ تلك الفترة واستمرت إلى يومنا هذا. والشكل الموالي يبين ذلك:

#### الشكل رقم(04): معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية من 2008 إلى 2017



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الرابط:

<https://www.traslingeconomics.com>. Consulter le 21/05/2017.10 :00h.

<sup>1</sup>- <https://www.alarabiya.net/ar/oswaq/2015/03/20.html>. op. cit.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معدل التضخم في عام 2008 كان مرتفعا إذ بلغ مقدار 5.6% ويعود هذا الإرتفاع إلى الأزمة المالية العالمية التي عرفها الإقتصاد الأمريكي والتي خلفت وراءها آثار ضخمة على الإقتصاد الأمريكي خاصة على المستوى العام للأسعار، الذي عرف ارتفاعا كبيرا وبالأخص في قطاع العقارات، وأما في عام 2009 عرف التضخم إنخفاضا ملحوظا حيث وصل إلى 2.1% وذلك راجع إلى تبني السلطات الأمريكية خطط لإنقاذ النظام المالي من التضخم المفرط، أي تخفيض المستوى العام للأسعار، حيث لجأ البنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى إستخدام مجموعة من الأدوات النقدية غير تقليدية والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية، حيث ساعدت هذه السياسات على إنخفاض التضخم، ففي سنة 2010 تراجع معدل التضخم حيث بلغ 1.2% وذلك راجع تطبيق الجولة الأولى من برنامج التيسير الكمي، ومع إمتناع البنك الفيدرالي الأمريكي لرفع معدل الفائدة وإبقائه عند مستوى 0.25% والذي فرضه عام 2008، والإرتفاع المفرط في أسعار السلع في الأسواق العالمية بالإضافة إلى الربيع العربي، كل هذا دفع بالتضخم للإرتفاع من جديد حيث سجل مقدار 1.5% و 2.1% عامي 2011 و 2012، ليعود للإخفاض عام 2013 بمقدار 1.5% ويعود ذلك لإنتعاش النشاط الإقتصادي عن طريق تحفيز الطلب على القطاع العقاري، وبالتالي تحسين وضعية سوق العامل الأمريكي. وفي عام 2014 عاود معدل التضخم للإرتفاع من جديد ليصل إلى 1.6% ويعود ذلك إلى إنخفاض أسعار النفط وارتفاع الإسكان بالإضافة إلى إيقاف برنامج التيسير الكمي من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي، أما في عام 2015 إنخفض معدل التضخم ليصل إلى 1.2% وواصل في الإنخفاض ليصل إلى 0.9% في عام 2016 وهذا الإنخفاض يدل على قدرة البنك الفيدرالي الأمريكي في التحكم في المستوى العام للأسعار عن طريق سياسة المعدلات الصفرية، ليعاود الإرتفاع في 2017 بنسبة قدرها 2.2%. وذلك راجع إلى رفع معدل الفائدة من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي.

ولا يمكن الحديث عن التضخم دون ذكر مؤشر أسعار المستهلكين، لأنه يستعمل لحساب معدل التضخم أي معدل التغير في الأسعار، حيث يعتبر من أكثر المؤشرات التي يراقبها تجار العملة، ويعتبر مؤشر أساسي لتحديد التضخم المالي واتجاهات الشراء عند مجتمع الولايات المتحدة الأمريكية<sup>1</sup>. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>1</sup>- الولايات المتحدة الأمريكية، مؤشر أسعار المستهلكين (شهريا)، مقال متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/economic-calender/cpi-69>. Consulter le 21/05/2017.19:50h.

## الشكل (05): مؤشر أسعار المستهلكين شهريا من جانفي 2013 إلى جانفي 2017



المصدر: الولايات المتحدة الأمريكية، مؤشر أسعار المستهلكين شهريا، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com>. Consulter le 16/05/2017.10 :00h.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن مؤشر أسعار المستهلكين في الولايات المتحدة الأمريكية يعرف تغير ملحوظ وهذا راجع إلى التغير الإقتصادي السائد في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث نلاحظ أنه في مارس 2013 شهد مؤشر أسعار المستهلكين إرتفاعا كبيرا إذ بلغ أقصى نقطة له وهي 0.7% وقبلها وصل مؤشر أسعار المستهلكين إلى مستوى 0.6% في 14 سبتمبر 2012 ويعود سبب هذا الإرتفاع إلى إنخفاض معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أدى إلى إستقرار معدل التضخم في هاتين السنتين حيث وصل التضخم في 2012 إلى 2.1% و 1.5% عام 2013، وفي عام 2014 إحتفظ مؤشر أسعار المستهلكين على الجانب الإيجابي حيث حقق إرتفاع بمقدار 0.2% في 16 جانفي 2014 ليصل إلى 0.19% جويلية 2014 وهذا ما جعل البنك الفيدرالي الأمريكي قادرا على التحكم في معدل التضخم، أما في سنة 2015 عرف مؤشر أسعار المستهلكين إنخفاضا ملحوظا إذ بلغ أدنى نقطة له -0.7% وهذا يعود إلى إنخفاض أسعار النفط مما جعل الإقتصاد الأمريكي غير مستقر، أما في عام 2016 إستمر مؤشر أسعار المستهلكين في الإنخفاض حيث وصل مقدار الإنخفاض في 20 جانفي إلى -0.1%، وهذه النسبة تعتبر جيدة مقارنة بالإنخفاض الذي عرفه في 2015، ليعاود الإرتفاع مرة أخرى في 15 جويلية 2016 ليصل إلى

0.2%<sup>1</sup> وفي عام 2017 وخصوصا في شهر فيفري شهد مؤشر أسعار المستهلكين إنتعاشا حيث إرتفع إلى مستوى 0.60% في 15 فيفري 2017 وهذا راجع إلى قيام البنك الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة وبقي مؤشر أسعار المستهلكين مرتفع، حيث بلغ في شهر ماي 0.2% وذلك بسبب إرتفاع تكاليف الطاقة مقارنة بسنة 2015، وجاء هذا الإرتفاع بعد الإنخفاض بنسبة -0.3% في أبريل 2017.

### المطلب الثاني: معدل البطالة

عرف الإقتصاد الأمريكي إرتفاعا كبيرا في معدلات البطالة وخاصة بعد الأزمة العالمية سنة 2008 والتي مست أداء الإقتصاد الأمريكي وأثر عليه بشكل كبير، والشكل الموالي يبين مستويات البطالة التي وصلت إليها الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2008 إلى غاية 2017.

### الشكل رقم (06): معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية من 2008 إلى 2016



المصدر: الولايات المتحدة - معدل البطالة، مقال متوفر على الرابط:

<https://ar.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>. Consulter le 21/05/2017.14 :00h

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 2008 كانت منخفضة، حيث بلغت معدل 5.4% حيث فقد الإقتصاد الأمريكي أكثر من 2.6 مليون وظيفة ليحل إجمالي العاطلين عن العمل في الولايات المتحدة الأمريكية في العام ذاته إلى 11.2 مليون وهو المعدل الأسوأ منذ إنتهاء الحرب العالمية الثانية 1945، وذلك نتيجة تفاقم مشكلة الرهن العقاري منذ شهر سبتمبر 2007 الذي عرف مستوى متدني بنسبة 4.5%. ومع تولي باراك أوباما رئاسة الولايات المتحدة الأمريكية

<sup>1</sup> - فوكس أون لاين، إنتعاش أسعار المستهلكين في الولايات المتحدة الأمريكية في أبريل، مقال متوفر على الرابط:

[www.forexonline1.com](http://www.forexonline1.com). Consulter le 21/05/2017.11 :10h.



في نهاية جانفي 2009 وإقراره خطة الحوافز الإقتصادية بمقدار 787 مليار دولار والتي يهدف بالأساس لتنشيط الإقتصاد الأمريكي خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر على الأقل لتخفيض الآثار السلبية للركود الإقتصادي على الإقتصاد الأمريكي وإنقاذ الإقتصاد من فقدان الوظائف المعن عنها شهريا، إلا أن هذه الخطط التي أعلن عنها أوباما لم تنفع بل زادت معدلات البطالة في الإرتفاع لتصل إلى 10.1% في أكتوبر 2009 حيث بلغ عدد العاطلين عن العمل 2.585 مليون شخص<sup>1</sup> وهو المعدل الأسوأ منذ عام 1983 حيث بلغت آنذاك ما يقارب 9.71% أي 2.130 مليون شخص عاطل عن العمل، وبعد ذلك بدأت معدلات البطالة في الإخفاض وذلك بسبب تطبيق البنك الفيدرالي الأمريكي الأدوات غير التقليدية من أجل الخروج من الأزمة المالية التي أصابته في 2008 والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية. ومع تمسك البنك الفيدرالي الأمريكي بالمعدلات الصفرية ورفضه للرفع، وإقراره للجولة الثانية من برنامج التيسير الكمي ساهم بذلك بتخفيض البطالة إذ بلغت 7.7% عام 2012 وهو أقل مستوى له منذ أربع سنوات تقريبا. وذكرت وزارة العمل أنها منحت 153<sup>2</sup> ألف وظيفة كمعدل شهري أي ما يقارب 146 ألف شخص حصلوا على الوظائف خارج القطاع الزراعي، لتستمر معدلات البطالة في الإخفاض لتصل عام 2013 إلى 7.3%، رغم الإخفاض في معدل البطالة إلا أن هذه النسبة تعتبر عالية جدا ومؤشر على أن الأداء الإقتصادي ليس جيدا بما فيه الكفاية، حيث شددت رئيسة البنك الفيدرالي الأمريكي جانيت يلين أنه من الضروري الإستمرار في دعم الإنعاش في الولايات المتحدة الأمريكية إذ أن البطالة مازالت مرتفعة جدا وأن الإقتصاد بعيد عن قوته<sup>3</sup>. وفي عام 2014 واصل الإخفاض في معدل البطالة إلا أنه بلغ في سبتمبر مستوى 5.9% لأول مرة منذ جويلية 2008، فيما إرتفعت وتيرة نمو الوظائف على مدار العامين السابقين لتسجل في المتوسط أقل من 210 ألف شهريا، يتم إضافتهم في سوق العمل مقارنة بالعامين ما بعد الأزمة حيث كان المتوسط 172 ألف شهريا، وزادت نسبة إحداث الوظائف في الولايات المتحدة الأمريكية في أبريل 2015 لتقلص أكثر نسبة بطالة التي تراجعت إلى أدنى مستوى لها منذ سبع سنوات أي ما يقارب 5%<sup>4</sup>. وذلك يعود لإبقاء البنك الفيدرالي الأمريكي على معدل الفائدة منخفض.

1- أسامة عبد الله، إرتفاع عدد العاطلين في أمريكا 15 مليون، مقال متوفر على الرابط:

[www.traqir.org/index.cfm?pageID/2//id/1339](http://www.traqir.org/index.cfm?pageID/2//id/1339). Consulter le 21/05/2017.11:00h.

2- إرتفاع البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية، مقال متوفر على الرابط:

[www.aljazeera.net](http://www.aljazeera.net). Consulter le 21/05/2017.15 :00h.

3- البطالة تفتك أمريكا ولا حل جذري في المدى المنظور، مقال متوفر على الرابط:

[www.adiyar.com/articale/340875](http://www.adiyar.com/articale/340875). Consulter le 21/05/2017.22:00h.

4- تراجع نسبة البطالة في أمريكا إلى أدنى مستوى، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.al-sharq.com/news/details/335262>. Consulter le 22/05/2017.14 :00h

وفي عام 2016 إنخفضت نسبة البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أدنى مستوى لها منذ تسع سنوات حيث بلغت في نوفمبر 2016 مستوى 4.9%، وأظهرت الإحصاءات التي نشرتها وزارة العمل الأمريكية أن الإقتصاد الأمريكي أضاف 178 ألف فرصة عمل جديدة في نوفمبر، حيث تعد هذه الأرقام التي ظهرت مؤخرا على أن الإقتصاد الأمريكي ينمو بوتيرة جيدة رغم أن النمو في الأجور لم يكن بالقوة التي كانت متوقعة<sup>1</sup>.

وفيما يخص عام 2017 تشير إلى أن البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية تراجعت إلى مستوى ما قبل الأزمة المالية العالمية ليصل إلى مستوى 4.7% وهو أدنى مستوى منذ عام 2007<sup>2</sup>. وهذا الإنخفاض يدل على مدى قدرة الإقتصاد الأمريكي في السيطرة على معدلات البطالة المرتفعة.

### المطلب الثالث: سعر الصرف

يقوم الدولار الأمريكي بدور عملة الإحتياطي العالمي حيث تحتفظ البنوك المركزية في معظم دول العالم بإحتياطات كبيرة من الدولارات الأمريكية لتلبية إحتياجاتها من السلع والخدمات المستوردة، وبذلك يستولي الدولار على ثلثي إحتياطات النقد الأجنبي في العالم و80% من مبادلات سعر الصرف الأجنبي ونتيجة لعدم إستقراره وثبات قيمته نتيجة لتعرضه للصدمات الإقتصادية والمالية التي أصابت الولايات المتحدة الأمريكية مطلع العقد الأول من القرن العشرين، كادت الإطاحة به كعملة دولية، فجاءت فكرة إستبدال الدولار بعملة أخرى والتي لا تزال بعيدة نسبيا، لأن النظام النقدي الدولي في الواقع لا يزال يركز على الدولار الأمريكي، وعلى الرغم من تأثير هذا الأخير على كافة أنواع المعاملات الإقتصادية الدولية، إلا أن ظهور اليورو والوزن الإقتصادي الذي يتمتع به على الصعيد الإقتصادي العالمي، أصبح يزاحم الدولار في المعاملات المالية والتجارية العالمية، حيث عرف سعر صرف الدولار مقابل اليورو تذبذب ملحوظ في الفترة 2007-2016 وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

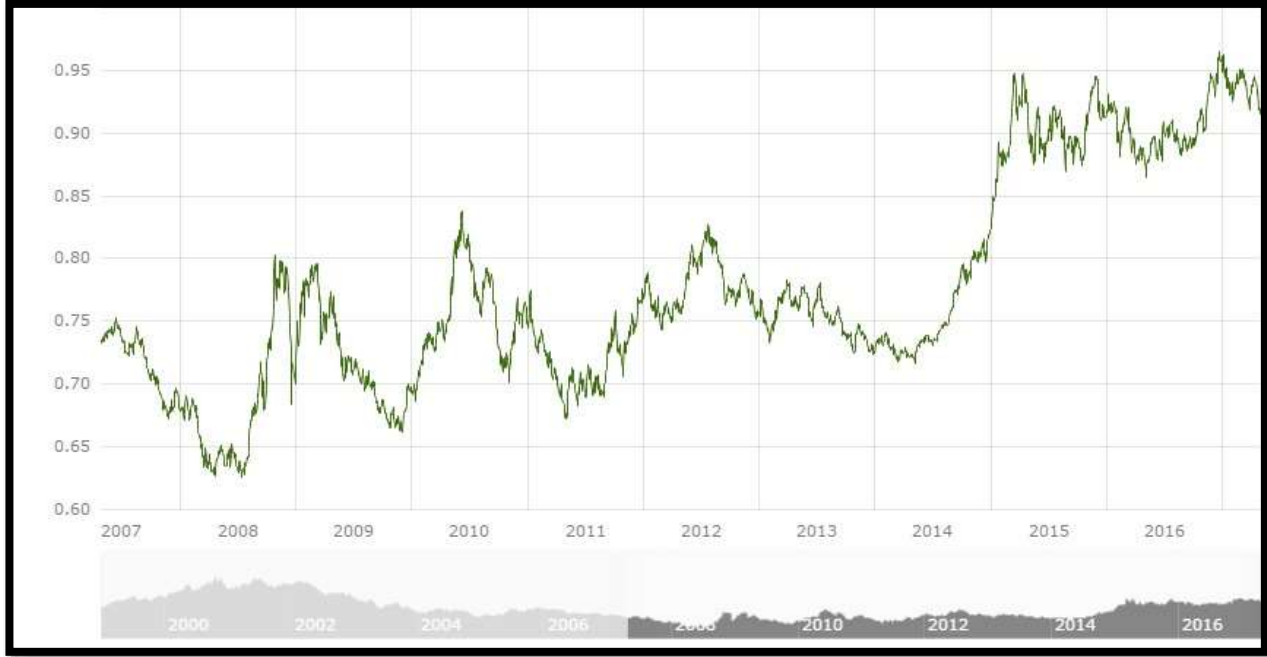
<sup>1</sup> - نسبة البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية تنخفض إلى أدنى مستوى لها منذ 9 سنوات، مقال متوفر على الرابط:

[www.bbc.com/arabic/business.38184555](http://www.bbc.com/arabic/business.38184555). Consulter le 22/05/2017.18:50h.

<sup>2</sup> - تراجع البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أدنى مستوياتها خلال عقد من الزمن، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.Arab.daiyforex.com>. Consulter le 22/05/2017.21:00h.

## الشكل رقم (07): سعر صرف الدولار مقابل اليورو من 2007 إلى 2016



المصدر: البنك المركزي الأوروبي، متوفر على الرابط:

[https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.htm](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.htm) Consulted on 13/02/2017.10:37.

ومن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن عملة الدولار مقابل اليورو شهدت فترة من الإستقرار في بداية سنة 2007، لتتخفف في منتصف العام إلى غاية 2008 بنسبة 0.63% وهذا الإنخفاض راجع إلى إندلاع شرارة الأزمة المالية العالمية منتصف 2007 لتنفجر وتنتشر عام 2008 كما اصطلح تسميتها أزمة الرهن العقاري التي ما لبثت أن تحولت إلى أزمة بنكية دولية، واستمر الدولار الأمريكي في الإنخفاض حتى سنة 2009، ومن بين الأسباب التي تفسر ضعف الدولار مقابل اليورو تخلي الولايات المتحدة الأمريكية عن سياسة الدولار القوي للتخفيف من العجز في الميزان التجاري، حيث لجأت إلى عملية التيسير الكمي الأول بقيمة 600 مليار دولار عام 2010 بعد أن شهدت عملة اليورو إنخفاض ملحوظ في قيمته حيث قام بتوسيع نطاق الإحتفاظ بالأوراق المالية في حساب النظام الفيدرالي للسوق المفتوحة لتشجيع عملية إستعادة النشاط الإقتصادي والحد من إختلال الميزان التجاري، وبذلك زادت الولايات المتحدة من حجم الكتلة النقدية والطبع المفرط للنقود مما ساعد على تدني قيمة الدولار وهذا ما يوضحه المنحنى، وهذا ما دفع الشركات التي تعتمد الصادرات الأوروبية إلى تسجيل خسائر بمليارات الدولارات بسبب التقلبات الحادة لسعر صرف اليورو مقابل الدولار، كما نلاحظ أيضا إرتفاع سعر صرف الدولار مقابل اليورو سنة 2010، حيث عانت العملة الأوروبية من أزمة ديون سيادية مهددة بذلك مستقبل بقائه كعملة موحدة لمنطقة اليورو، باعتبارها من أخطر

المشاكل التي تعرضت لها منطقة اليورو في عقدها الأول فصل الربيع من هذا العام، وفي سنة 2011 نلاحظ ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل اليورو لينخفض سنة 2012 تدريجيا في المقابل انخفض اليورو أمام الدولار الأمريكي واستمر بسلسلة من الانخفاضات لم تتوقف من ماي 2014، وعلى عكس الدولار الذي استمر في الإرتفاع وهذا راجع للسياسة غير تقليدية التي إعتدها البنك الاحتياطي الفيدرالي لتعديل التوجيه المستقبلي دعم من قوة الدولار الأمريكي مقابل اليورو حيث سجل ارتفاع بنسبة 0.95% في حين إنخفضت قيمة اليورو أمام الدولار، ومن خلال المنحنى إستمر الدولار الأمريكي في الإرتفاع في مقابل سعر صرف اليورو خلال سنة 2015 وهذه نتيجة لإنخفاض في أسعار النفط والتي مست جميع دول العالم نتيجة رفض دول الأوبك الرفع من أسعار النفط من جهة واحتفاظ البنك الفيدرالي الأمريكي على معدل الفائدة المنخفض من جهة أخرى وواصل الدولار الأمريكي إرتفاعه في مقابل سعر صرف اليورو خلال سنة 2016 حيث وصل إلى أعلى مستوى له منذ عدة سنوات تدعم من تحسين أرقام الأداء الإقتصادي الأمريكي حيث قام البنك الفيدرالي برفع في أسعار الفائدة الأساسية في إجتماعه الأخير حول السياسة النقدية لسنة 2015 مما دفع الأجانب إلى الإستثمار في الصناديق الأمريكية، وخلال هذه العملية سيحولون عملات بلادهم إلى الدولار فيزيد الطلب عليه وترتفع قيمته بالإضافة إلى الإتجاهات المختلفة في السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، المتمثلة في تقليل كلفة شراء السلع والخدمات من خارج أمريكا وشراء البنك الإحتياطي الفيدرالي بشراء دولارات مقابل عملة أجنبية أسهمت في الإرتفاع الكبير في سعر صرف الدولار الأمريكي.

### المطلب الرابع: السوق المالي

تأثرت بورصة الولايات المتحدة خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية 2008 التي أدت إلى إنهيار نظامها المالي وذلك بسبب إنهيار العديد من الشركات والبنوك، وهذا ما أدى إلى تذبذب مؤشرات البورصة

#### 1- مؤشر داو جونز

يعتبر مؤشر داو جونز قائد البورصة الأمريكية وقاعدتها لإحتوائه شركات عملاقة مثل جنرال إلكتريك، ميكروسوفت وغيرها، لذلك هو من المؤشرات المهمة في سوق الأوراق المالية المتداولة، ويتأثر مؤشر داو جونز كغيره من المؤشرات بالأحداث السياسية سواء كانت في الولايات المتحدة الأمريكية أو في العالم ككل مثل الحروب وكذلك بالمؤشرات الإقتصادية كالأزمات المالية بالإضافة إلى الكوارث الطبيعية.

وباعتباره من المؤشرات الأمريكية الأكثر إتباعا إلا أنه من المؤشرات التي تعكس ثقة المستهلكين الأمريكيين التجاريين والإقتصاديين، أي هناك علاقة وثيقة بين المؤشر وبيانات التصنيع الأمريكية. مؤشر داو جونز الذي يعبر عن متوسط أسعار أسهم 30 شركة صناعية أمريكية من كبريات الشركات إرتفاعا

وإنخفاضاً، فيعتبر داو جونز معيار لقياس مستوى سوق الأسهم ككل بالنسبة لمستثمرين وهو بالتالي قيادي في تحديد اتجاه الإقتصاد الأمريكي وتقوم فكرة المؤشر على أساس أن كل شركة ضمنية تقود قطاعا مهما ويمكنها أن تعكس صورة دقيقة لوضع السوق بحيث يمكنها تمثيل هذا القطاع في الإقتصاد كله.

يتميز داو جونز بكونه مؤشر ديناميكي وليس مؤشر جامد إذ يتغير من فترة إلى فترة حسب الوضع السائد في البلاد، حيث شهد هذا المؤشر بعض الإنهيارات التي تسببت في قيمته بشكل ملحوظ أولها كان في عام 1929، بسبب الركود الإقتصادي الذي شهدته الولايات المتحدة الأمريكية وسجل إنهيارا آخر في عام 1987، وإنهيار آخر عقب أحداث العاشر من سبتمبر لعام 2001، والتي تسببت بخسائر فادحة أدت إلى إنهياره سنة 2008 نتيجة لأزمة الرهن العقاري ولكن هذا الإنهيار لم يدم حيث في أواخر عام 2009 شهد مؤشر داو جونز إنتعاشا بسبب تطبيق البنك الفيدرالي الأمريكي لأدوات السياسة النقدية غير تقليدية والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية. حيث عرف مؤشر داو جونز سلسلة من التقلبات مابين الإرتفاع والإنخفاض في الفترة 2013-2017 وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم(08): مؤشر داو جونز من 2013 إلى 2017



المصدر: مؤشر داو جونز، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/indices/>. Consulter le 21/05/2017.13 :00h.

ومن الشكل أعلاه نلاحظ أن مؤشر داو جونز يتداول عند مستويات قيمة لم يحققها منذ عام 2007 حيث تبين أنه عام إيجابي للغاية، ويعود سبب هذا الإرتفاع الكبير في القيمة السياسة النقدية غير التقليدية وبوجه خاص المحاولة الثالثة للبنك الفيدرالي الأمريكي في التيسير الكمي، حيث إرتفع المؤشر 72.37 نقطة أو 0.44% ليعلق على 16576.66. وبعد أن أتمت الأسهم المالية تعاملات عام 2013 بانتعاش قوي عكس ثقة المستهلكين بتعافي الإقتصاد العالمي، ولكن الأسهم الأمريكية عادت إلى الإنخفاض مع بداية

تعاملات العام 2014 أسهم في ذلك تصريحات مسؤولي البنك الفيدرالي الأمريكي بأن تعافي الإقتصاد لا يزال غير مكتمل بشكل واضح، حيث بدأت البورصة الأمريكية وول ستريت تعاملاتها على إرتفاع لكنها قلصت مكاسبها بعدما قرر رئيس فرع الإحتياطي الإتحادي فيلادلفيا تشارلز أن المجلس يواجه تحديات هائلة حالياً بعد خفضه برنامج التيسير الكمي (برنامج شراء السندات)، وأنه ينبغي على المجلس أن يتجه لزيادة سريعة محتملة في المستوى العام للتضخم في المستقبل.

حيث في نهاية 2014 ارتفع مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم كبرى الشركات الأمريكية ب 28.64 نقطة أي 0.17% إلى 16469.99<sup>1</sup>، أما في عام 2015 تراجع مؤشر داو جونز الصناعي إلى 358.04 نقطة ليبلغ 16990.69 أي ما نسبته 2.23% وذلك تأثراً بانخفاض أسعار النفط إلى 40 دولار للبرميل وإنخفاض سعر الدولار بشكل كبير أمام العملات الأخرى.

وفي 10 نوفمبر 2016 سجل مؤشر داو جونز ارتفاعاً قياسياً جديداً حيث وصل إلى 18757.78 نقطة بإرتفاع 0.9% و 120 نقطة متجاوزاً أعلى سعر للإغلاق، وذلك بعد أسبوعين من إنتخاب دونالد ترامب رئيس للولايات المتحدة الأمريكية<sup>2</sup>. وأما في عام 2017 نلاحظ إرتفاع مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة 1.5% أي من 303 نقطة إلى 21080.28 نقطة.

## 2- مؤشر ستاندرد أند بورز 500 (s&p)

إن مؤشر ستاندرد أند بورز 500 أو المعروف أكثر بإسم (s&p 500) من أشهر المؤشرات لدى سوق الأوراق المالية حيث يقيس أداء أكبر 500 شركة رائدة في التداول العام في سوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، وهناك العديد من المؤشرات ستاندرد أند بورز مثل مؤشر الشركات الصغيرة والمتوسطة ولكن يظل مؤشر ستاندرد أند بورز أهمهم على الإطلاق ولكن يعتبر أقل أهمية من مؤشر داو جونز الصناعي وثاني أكبر مؤشر بعده وأكثره تنوعاً، إذ يشمل 70% من القيمة الإجمالية لأسواق الأسهم الأمريكية، ويعتبر أداة تحليلية هامة لقياس جودة وأداء الإقتصاد الأمريكي والتنبؤ بالإتجاهات العامة لسوق الأسهم<sup>3</sup>، ويتأثر مؤشر ستاندرد أند بورز كغيره من المؤشرات بالأحداث السياسية والأزمات المالية التي تحدث في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم ككل، ويتميز مؤشر ستاندرد أند بورز بالديناميكية مثله مثل

<sup>1</sup> - البورصات إختتمت 2013 بانتعاش واضح وعادت للهبوط في 2014، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.alkhaleej.ae/economics/page/8b7c5e93-cdb0-443a-a48b-b16ae54802adomics>. Consulter le 23/05/2017.09:00h.

<sup>2</sup> - داو جونز يتخطى 19 ألف نقطة للمرة الأولى في تاريخه، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2016/11/23/>. Consulter le 23/05/2017.15:18h

<sup>3</sup> - وليد سليمان، السوق الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.my.mec.biz/t309040html>. Consulter le 24/05/2017.14:20h.

مؤشر داو جونز إذ يتغير من فترة إلى أخرى حسب الوضع السائد في البلاد. حيث شهد هذا المؤشر إنتعاشا في مارس 2000 إذ سجل أعلى مستوى له في اليوم الواحد 1552.87 نقطة في ذروة فقاعة دوت كوم (فقاعة الانترنت)، ثم تلاها إنخفاض المؤشر بشكل كبير حيث سجل 768.63 نقطة أي ما نسبته 50% وذلك نتيجة تراجع الأسواق المالية في 2001 و2002 بسبب فقاعة الأنترنت التي انفجرت بالتزامن مع الأزمات السياسية والإجتماعية مثل أحداث 11 سبتمبر التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية وحروب أفغانستان والعراق. ولكن هذا الإنخفاض لم يدم حيث في أكتوبر 2007 سجل مؤشر ستاندرد أند بورز إرتفاعا قياسيا جديدا بإقفال قدره 1565.15 نقطة، ليبدأ هذا المؤشر في الإنخفاض من هذه الذروة على خلفية الأزمة المالية العالمية 2008 حيث بلغ أدنى مستوى له منذ 13 عاما في 09 مارس 2009 ليغلق عند 679.53 نقطة، ولكن هذا الإنخفاض لم يدم وذلك نتيجة إعتقاد البنك الفيدرالي الأمريكي على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية، حيث في أواخر 2009 وبداية عام 2010 عرف مؤشر ستاندرد أند بورز 500 إرتفاعا أكثر من 500 نقطة وأقل من 700 نقطة ثم إرتفع إلى أكثر من 1200 نقطة وهذا يعود إلى تطبيق البنك الفيدرالي الأمريكي الجولة الأولى من التيسير الكمي، بهدف المساعدة في تحفيز الإقتصاد وتشجيع الإقراض وذلك عن طريق ضخ 600 مليار دولار لشراء السندات، وواصل مؤشر ستاندرد أند بورز 500 في الإرتفاع حيث سجل في عام 2011 و2012 عرف المؤشر إرتفاعا ملحوظا نتيجة تنفيذ الجولة الثانية والثالثة على التوالي للتيسير الكمي من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي حيث سجل من 1450 إلى 11000 نقطة.

واستمر مؤشر ستاندرد أند بورز 500 في سلسلة من التقلبات ما بين الإرتفاع والإنخفاض في الفترة 2013-2017 وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (09): مؤشر ستاندرد أند بورز 500 من 2013 إلى 2017



المصدر: مؤشر ستاندرد اند بورز، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/indices/>. Consulter le 22/05/2017.10 :00h

من الشكل أعلاه نلاحظ أن مؤشر ستاندرد أند بورز 500 عرف إرتفاع كبير عام 2013 ليصل إلى أعلى مستوى له على الإطلاق في 19 سبتمبر 2013 ليغلق عند 1725.52 نقطة أي ما نسبته 25% وهذا راجع إلى فعالية الجولة الثالثة من التيسير الكمي ومعدلات الفائدة المنخفضة المطبقة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي وهذا يدل على الأداء القوي لسوق الأسهم الأمريكية، ولكن هذا الإنخفاض لم يستمر ففي عام 2014 إنخفض المؤشر ب 2.1% وهو أكبر إنخفاض له مقارنة بالأعوام السابقة وهذا بسبب وضع حد أمام برنامج التيسير الكمي، وفي أواخر هذا العام عاود مؤشر ستاندرد أند بورز 500 الإرتفاع من جديد وذلك بسبب إستمرار الإحتياطي الفيدرالي تخفيض معدلات الفائدة، أما في عام 2015 نلاحظ أن المؤشر إنخفض من جديد ليسجل 1920.03 نقطة أي ما نسبته 4% وهذا راجع إلى إنخفاض في أسعار السلع في الأسواق العالمية وإنخفاض أسعار النفط إلى 40 دولار للبرميل، ومع بداية عام 2016 نلاحظ تدهور ملحوظ في قيمة المؤشر وانخفض ب 1940.26 نقطة بسبب التقلبات الحادة في الأسواق العالمية نتيجة إنفصال بريطانيا عن الإتحاد الأوروبي وخروجها منه الأمر الذي أحدث صدمة في الأسواق العالمية، ولكن هذا لم يدم طويلا حيث عاود المؤشر الإرتفاع من جديد في نهاية العام بمقدار 7.26 نقطة أي 0.34% ليسجل 2137.60 نقطة وهذا راجع إلى سلسلة البيانات القوية وتدني عوائد السندات أي الإبقاء على معدلات الفائدة في مستويات متدنية وهذا ما دفع المستثمرين صوب الأسهم الأمريكية، وشهد عام 2017 إرتفاع مؤشر ستاندرد أند بورز 500 إلى مستوى 2415.82 نقطة ليكسب 0.09 نقطة أي ما نسبته 0.44%.

### 3- مؤشر ناسداك 100 (NASDAQ100)

مؤشر ناسداك 100 والذي يرمز له بالرمز NDX100 هو مؤشر مالي يقيس أداء أكثر من 100 شركة متداولة في بورصة ناسداك الأمريكية، ويعتبر أشهر المؤشرات التي تقيس أداء الأسهم الأمريكية إلى جانب مؤشر داو جونز وستاندرد أند بورز بالإضافة إلى إستعمال مؤشر ناسداك كأداة مالية يمكن للمتداولين تداولها كالأدوات المالية الأخرى المعروفة مثل الأسهم<sup>(1)</sup>، حيث يتميز مؤشر ناسداك بالتذبذب وعدم الإستقرار خلال فترات زمنية متفاوتة حيث وصل إلى أعلى مستوى له في تاريخه عام 1999 حيث إقترب من 5000 نقطة لكن سرعان إنهار بسبب أزمة الدوت كوم التي ضربت الشركات التكنولوجية تسببت بركود جزئي، ووصل المؤشر إلى 1000 نقطة وعاود بعدها ليسجل في أكتوبر 2007 أكثر من 2700 نقطة لكن المؤشر هبط إلى 1500 نقطة في أكتوبر 2008 بسبب إنهيار بنك ليمان برودرز وهو أكبر إنخفاض له

<sup>1</sup> - شركة أف اكس سي سي FXCC، مؤشر ناسداك في الأسواق المالية، مقال متوفر على الرابط:

[www.FXCC.ae/blog/nasdaq](http://www.FXCC.ae/blog/nasdaq). Consulter le 23/05/2015.11:05h.



منذ نهاية فقاعة التكنولوجيا، ووصل مؤشر ناسداك في العام التالي أي في 2009 إلى أدنى مستوى له منذ ست سنوات بواقع 1265 نقطة. وبسبب أدوات السياسة النقدية التي أقرها البنك الفيدرالي الأمريكي إرتفع مؤشر ناسداك 100 مقارنة مع بداية العام، وإستمر بسلسلة من الإرتفاع في السنتين المقبلتين (2010-2011) وذلك بسبب تطبيق جولات التيسير الكمي حيث سجل المؤشر ما مستوى 2461.12 و 2415.40 نقطة على التوالي، أما في 2012 استمر المؤشر في الارتفاع إذ أغلق عند 3010.24 نقطة ليشهد تذبذب في الفترة الممتدة من 2013 إلى 2017 كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (10): مؤشر ناسداك 100 من 2013 إلى 2017



المصدر: مؤشر ناسداك، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/indices/>. Consulter le 23/05/2017.12 :00h.

من الشكل أعلاه نلاحظ أن مؤشر ناسداك 100 إستمر في الإرتفاع نتيجة معدلات الفائدة المنخفضة والجملة الثالثة من التيسير الكمي المطبقة من طرف البنك المركزي الفدرالي الأمريكي، ليعود للإخفاض في 2014 بأكثر من 3 % وهي أكبر خسائر ليوم واحد منذ نوفمبر 2011، وهذا نتيجة إقبال المستثمرين مجددا على بيع أسهم كبرى شركات الأنترنت وتكنولوجيا الحيوية بالإضافة إلى إعلان البنك الفيدرالي الأمريكي عن إنهاء برنامج التيسير الكمي، وفي بداية 2015 شهد مؤشر ناسداك 100 إنخفاضا مثله مثل المؤشرات العالمية الأخرى وذلك بسبب المشاكل الإقتصادية التي شهدتها العالم وإنخفاض لأسعار النفط ليعود للإنتعاش، بينما في نهاية عام 2015 إرتفع مؤشر ناسداك بنسبة 5.7 % ليغلق عند 5007.41 نقطة مقارنة بالمؤشرات العالمية الأخرى التي عرفت إنخفاضا ملحوظا، لينفجر في الإتجاه الصاعد عام 2016 حيث بلغ مستوى 4900 نقطة، إذ إستمر في الإرتفاع سنة 2017 نتيجة إرتفاع الأسهم التكنولوجية ليصل إلى مستوى 6210.80 % أي ما نسبته 0.07 %.

## خلاصة الفصل

إن تبني البنوك المركزية وفي مقدمتها الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي للسياسة النقدية غير التقليدية كان أمراً مطلوباً لمواجهة الضغوط الإنكماشية التي تراكمت بشكل كبير في مرحلة ما بعد 2008، حيث يبرز دورها من خلال التأثير في مختلف المتغيرات كالتضخم والبطالة وسعر الصرف ومؤشرات البورصة حيث عملت على زيادة وتيرة النمو وتنشيط سوق العمل بالإضافة إلى محاولة المحافظة على إستقرار الأسعار والذي يعتبر كهدف رئيسي لها.

يحظى الإستقرار المالي باهتمام متزايد بعد أن أصبح هدفا رئيسيا للعديد من البنوك المركزية، إلى جانب الإستقرار النقدي، لهذا لعبت البنوك المركزية دورا كبيرا في تحقيقه، وذلك من خلالها في مبادراتها بتبني الإجراءات النقدية التوسعية بصورة متدرجة وذلك للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، التي شملت جميع قطاعات الإقتصاد بوجه عام، إلا أن تداعياتها على القطاع المالي كانت أكثر عمقا، وفي مواجهة هذه الأزمة لجأت البنوك المركزية إلى أهم إجراء، خاصة في ظل فشل الأدوات التقليدية للحد من هذه الإنعكاسات السلبية، نحو إتباع سياسة نقدية غير تقليدية، والتي شكلت جزء من تحول واسع النطاق الذي طرأ على عملية صنع السياسة النقدية، وكان أهم إجراء لضخ السيولة في الأسواق عن طريق شراء الأوراق المالية، بالإضافة إلى تطبيق معدلات الفائدة الصفرية والفائدة السالبة على الودائع.

وفي هذا السياق كان أمرا ضروريا من البنوك المركزية وفي مقدمتها البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تبني السياسة النقدية غير التقليدية، وذلك بهدف مواجهة الضغوط الانكماشية التي تراكمت ويشكل كبير بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

### ✓ اختبار الفرضيات

من خلال الدراسة التي تناولها بحثنا هذا يمكن التحقق من صحة أو خطأ الفرضيات المطروحة سابقا وذلك كمايلي:

#### الفرضية الأولى

يتمثل الاختلاف بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية في الأهداف. إن الاختلاف بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية يكمن في أن السياسة النقدية غير التقليدية توسعية لأنها تكون فعالة وتطبق في حالة الركود، أما السياسة النقدية التقليدية انكماشية تطبق في حالة وجود تضخم وتوسعية في حالة وجود ركود، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

#### الفرضية الثانية

العلاقة بين السياسة النقدية والإستقرار المالي تتضح من خلال الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية. تتضح العلاقة بين السياسة النقدية والإستقرار المالي من خلال تأثير الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية (سعر الفائدة) على قدرة المؤسسات المالية على خدمة مديونياتها للبنوك، بالإضافة إلى تأثير التطورات في أسعار الفائدة على أسعار الأصول المالية، وأيضا في ظل وجود سياسة سعر الصرف

تحد من التقلبات الغير مبررة في الاقتصاد، وتمنع عملية المضاربة على العملة. وهذا ما يدعم في الأخير جهود تحقيق الإستقرار المالي، وبالتالي يمكن إثبات صحة الفرضية الثانية.

### الفرضية الثالثة

نجح البنك الفيدرالي الأمريكي في تحقيق الإستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية. يبرز دور البنك الفيدرالي الأمريكي في شكل واضح من خلال البرامج والآليات التي إتبعها والمتمثلة في أدوات السياسة النقدية غير التقليدية للتخفيف من الإنعكاسات التي خلفتها الأزمات المالية العالمية حيث كان دور البنك الفيدرالي إيجابي في منع وقوع أزمات عالمية أخرى، وبالإضافة إلى تجنب بعض الدول من الإنهيار المالي، وهذا ما أدى إلى إستعادة نوع من التوازن الإقتصادي لا سيما الفترة التي تلت الأزمة المالية مباشرة، وهذا ما تثبت الفرضية الثالثة.

### ✓ نتائج الدراسة

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى جملة من النتائج التطبيقية والنظرية التالية:

#### أ- النتائج النظرية

تتمثل أهم هذه النتائج المتعلقة بالجانب النظري في:

- الإستقرار المالي هو الحالة التي يكون فيها القطاع المالي قادرا على التحوط ضد الأزمات الداخلية والخارجية، والاستمرار في حالة وقوع الأزمات في أداء وظيفتها المتمثلة في توجيه الموارد المالية إلى فرص استثمارية بكفاءة، كما يمكن أن تحدد درجة الإستقرار المالي بحسب قدرة النظام المالي على التخفيف من وطأة تداعيات الأزمات على الإقتصاد الحقيقي؛
- يبرز الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية من خلال التحكم في المعروض النقدي الذي يؤثر على أسعار الفائدة ، وبالتالي الإستثمار والإنتاج ، كما أنها وسيلة هامة لتخطي فترات الإنكماش؛
- لتحقيق الإستقرار المالي تحتاج البلدان إلى نظم مالية عميقة ومتسعة ومرنة، كما يجب عليها أن تعالج نواحي الضعف التي تؤدي إلى تعويض نظامها لمخاطر الصدمات؛
- السياسة النقدية إجراء حديث لجأت إليه البنوك المركزية في محاولة إلى التخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية، حيث تعتبر سياسة التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية الأكثر استخداما من طرف البنوك المركزية، والتي تتم تتمثل في ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية والهدف من ذلك هو زيادة السيولة؛

- أصبحت مسؤولية تحقيق الإستقرار المالي والحفاظ عليه من المسؤوليات الرسمية للبنوك المركزية بعد الأزمة المالية العالمية 2008، والتي كانت تقتصر على تحقيق الإستقرار النقدي ( استقرار الأسعار) والبطالة والتضخم.

#### ب- النتائج التطبيقية

سمحت الدراسة التطبيقية لهذا الموضوع بالتوصل إلى جملة من النتائج:

- الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي نظام يحظى بسلطة كبيرة تسمح له بالتأثير على كل اقتصاديات العالم؛
- إضطر البنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى تبني سياسات نقدية غير تقليدية من أجل التقليل من الآثار السلبية التي خلفتها أزمة 2008 من خلال تطبيقها بشكل تدريجي في محاولة لجعل الإقتصاد الأمريكي يتماشى مع هذه الإجراءات؛
- كشفت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 نقاط ضعف عديدة في سياسات البنوك المركزية حيث يعتبر نقص أو انعدام الإشراف والرقابة المصرفية من طرف البنوك المركزية على المؤسسات المالية من الأسباب المباشرة في حدوث الأزمة؛
- أثرت الأدوات النقدية غير التقليدية التي طبقها البنك الفيدرالي الأمريكي على المتغيرات الإقتصادية والمالية، كالتضخم، والبطالة وسعر الصرف بالإضافة الى السوق المالي .

#### ✓ الاقتراحات

- من النتائج التي توصلنا إليها في هذه الدراسة يمكن أن نقدم الاقتراحات التالية:
- ضرورة زيادة التنسيق بين البنوك المركزية حتى يصبح بوسعها أن تساهم بشكل كبير في قيام السياسة النقدية؛
- يجب الاعتماد على خبراء والمتمكنين في الدول الأجنبية من أجل تبادل المعلومات وإعطاء الكثير من الأفكار الإيجابية في ناحية الوصول إلى الهدف وهو تحقيق الإستقرار المالي في البنوك؛
- يجب الأخذ بعين الاعتبار كل الشروط التي تحقق الإستقرار المالي من أجل الوضوح أكثر والشروط المتمثلة في الإستقرار النقدي، يعني استقرار الصرف وانخفاض نسبة التضخم؛
- يجب على جميع الدول المواصلة في تطبيق السياسة النقدية غير تقليدية إذا توافقت مع إصلاحات هيكلية و معدل تضخم منخفض.

✓ أفاق الدراسة

من الجوانب لالتي لم يتعرض لها البحث والتي فتحت امام الباحث ونام لان تفتح امام الباحثين

كذلك افاقا للبحث في مجال هذا الموضوع مايلي:

- اثر الاستقرار المالي على دوافع البنوك المركزية في صياغة السياسة النقدية؛
- دور البنوك الإسلامية في تحقيق الإستقرار المالي؛
- دراسة فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في الدول النامية.

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

- 1- أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للإستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، كتاب الكتروني، صندوق النقد العربي، 2014.
- 2- أحمد صبحي العياري، إدارة العمليات المصرفية والرقابة عليها، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010.
- 3- أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005.
- 4- أحمد عبد العلي العجمي، نظم الدفع الالكتروني، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013.
- 5- أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، إقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
- 6- أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الإقتصادي، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 7- أكرم حداد، مشهور هدلول، النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 8- إياد عبد الفتاح النسور، أساسيات الإقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 9- بسام الحجاز، الإقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2006.
- 10- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 11- تامر علوان المصلح، علم الإقتصاد الجزئي والكلي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
- 12- توفيق محب خليفة، الإقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 13- حربي محمد موسى عريقات، مبادئ الإقتصاد، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

- 14- حسين بن صافي، **إقتصاديات النقود والبنوك**، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، 2000.
- 15- خبابه عبد الله، **الإقتصاد المصرفي**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
- 16- رحيم حسين، **النقد والسياسة النقدية**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 17- زكريا الدوري، يسري السامراتي، **البنوك المركزية والسياسة النقدية**، دار اليازوني للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 18- زينب عوض الله، أسامة وحمد الغولي، **أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003.
- 19- ساعيد الهادي وآخرون، **مبادئ الإقتصاد الكلي**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 20- صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية**، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
- 21- ضياء مجيد موساوي، **الإقتصاد النقدي**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007، ص: 244.
- 22- عادل أحمد حشيش، **أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي**، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2004.
- 23- محمد إبراهيم عبد الرحيم، **إقتصاديات النقود والبنوك**، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015.
- 24- عبد القادر خليل، **مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.
- 25- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، **النقود والبنوك والمؤسسات المالية**، الطبعة الثانية، مركز يزيد للنشر، الكرك، 2006.
- 26- عبد المجيد قدي، **مدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 27- عبد المطلب عبد الحميد، **إقتصاد النقود والبنوك الأساسيات والمستحدثات**، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 28- عبد المطلب عبد الحميد، **السياسة النقدية وإستقلالية البنك المركزي**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2013.
- 29- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسي، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.



- 30- غاري شيناسي، **الحفاظ على الإستقرار المالي**، قضايا اقتصادية، 36، كتاب الكتروني، منشورات صندوق النقد الدولي، 2005.
- 31- فلاح حسين وآخرون، **إدارة البنوك**، دار وائل للنشر وتوزيع، الأردن، 2008.
- 32- متولي عبد القادر، **إقتصاديات النقود والبنوك**، الطبعة الاولى، دار الفكر لنشر وتوزيع، عمان، 2010.
- 33- محمود حامد محمود عبد الرزاق، **إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2013.
- 34- محمود حسين الوادي، احمد عارف العساف، **الإقتصاد الكلي**، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 35- محمود يونس، كمال أمين الوصال، **نقود وبنوك الأسواق المالية**، الناشر قسم الإاقتصاد، مصر، 2005.
- 36- منير إسماعيل أبو شاور، **أجد عبد المهدي مساعدة**، نقود وبنوك، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 37- ناصر عبد الكريم وآخرون، **الدور الإقتصادي لمؤسسات الإقراض المتخصصة وأثرها على الإستقرار المالي الفلسطيني**، السلطة النقدية الفلسطينية، فلسطين، 2013.
- 38- ناظم محمد نوري الشمري، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 39- نبيل حشاد، **إستقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة**، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 1994.
- 40- هيل عجمي الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، **النقود و المصارف و النظرية النقدية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 41- وسام ملاك، **النقود والسياسات النقدية الداخلية**، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000.
- 42- ويليام ميدلوكوب، **الإنهيار الكبير، حروب الذهب ونهاية النظام المالي العالمي**، كتاب الكتروني، الطبعة الأولى، شركة العبيكان للنشر والتعليم، الرياض، 2016.
- 43- يسرى مهدي السامراتي، زكريا مطلق الدوري، **الصيرفة المركزية والسياسة النقدية**، مطابع اليتار، ليبيا، 2003.

44- يوسف حسن يوسف، البنوك المركزية ودورها في إقتصاديات الدول، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، مصر، 2015.

#### ب- المؤتمرات والمداخلات

1- أمينة طوقان، دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، مؤتمر بعنوان "مستجدات العمل المصرفي في سوريا في ضوء التجارب العربية والعالمية، سوريا، 2، 3 جويلية 2005.

2- خالد عيجومي، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من إنهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والمؤسسة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

#### ت- الرسائل والأطروحات

1- أسماء يحيوي، دور البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد حيضر، بسكرة، 2015 .

2- إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، رسالة ماجستير في علوم الإقتصاد، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2011.

3- بن الشيخ عبد الرحمن، إتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2009.

4- توفيق محب خلة، البنوك المركزية في إفريقيا، رسالة ماجستير، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 1990.

5- حنان تريعة، أهمية نظام camels في تقييم أداء البنوك الجزائرية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري BEA (2010- 2013)، مذكرة ماستر، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2015.

6- ريمه ذهبي، الإستقرار المالي النظامي، مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2013.

- 7- طيبة عبد العزيز، سياسة إستهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر للفترة (1994-2003)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الإجتماعية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف، 2005.
- 8- عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، الملتقى العلمي والدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 9- فريدة محلق، دور السياسة النقدية في معالجة إختلال ميزان المدفوعات في الجزائر والأردن خلال الفترة (1999-2013)، دراسة قياسية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل ، 2015.

## ج- المجالات

- 1- خلف محمد حمد الجبوري، دور إستقلالية البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية مع الإشارة إلى التجربة العراقية في ضوء قانون البنك المركزي العراقي رقم 56 لسنة 2003، تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد 7، العدد 23، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، 2011.
- 2- علي توفيق الحاذق وآخرون، السياسة النقدية في الدول العربية، سلسلة بحوث حلقات العمل أبو ظبي صندوق النقد العربي، العدد الثاني، 1996.
- 3- محمد فوزي، دور المصرف المركزي في تحقيق الإستقرار المالي، مجلة الإقتصاد الإسلامية العالمية، فيفري 2017.
- 4- محمد مهدي بالوافي، البنوك الإسلامية والإستقرار المالي تحليل تجريبي، مجلة الملك عبد العزيز الإقتصاد الإسلامي، العدد 2، 2008.
- 5- مشتاق محمود السبعوي وآخرون، الإستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الإسلامي دراسة تحليلية لعينة من المصارف الإسلامية في ضوء المؤشرات العالمية اللازمة المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد (2)، العدد (2)، 2012.

## د- المواقع الإلكترونية

- 1- أحمد شمس الدين، الفوائد السلبية: لماذا تفرضها الدول على الودائع، مقال متوفر على الرابط: [www.Aawsat.com/name/article/566846/](http://www.Aawsat.com/name/article/566846/)
- 2- أسامة عبد الله، إرتفاع عدد العاطلين في أمريكا 15 مليون، مقال متوفر على الرابط:

[www.traqir.org/index.cfn?pageID/2//id/1339](http://www.traqir.org/index.cfn?pageID/2//id/1339)

3- إرتفاع البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية، مقال متوفر على الرابط:

[www.aljazeera.net](http://www.aljazeera.net)

4- البطالة تفتك أمريكا ولا حل جذري في المدى المنظور، مقال متوفر على الرابط:

[www.adiyar.com/articale/340875](http://www.adiyar.com/articale/340875)

5- البورصات إختتمت 2013 بانتعاش واضح وعادت للهبوط في 2014، مقال متوفر على الرابط:

[omics http://www.alkhaleej.ae/economics/page/8b7c5e93-cdb0-443a-a48b-b16ae54802ad](http://www.alkhaleej.ae/economics/page/8b7c5e93-cdb0-443a-a48b-b16ae54802ad)

6- الولايات المتحدة الأمريكية، مؤشر أسعار المستهلكين (شهرياً)، مقال متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/economic-calender/cpi-69>

7- التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://blogs.mubasher.info/node/13256>

8- الرياض الإقتصادي، الاستقرار المالي عامل مهم في إستدامة النمو الإقتصادي وزيادة فرص العمل

وتحسين مستويات المعيشة، مقال متوفر على الرابط :

[www.alriyadh.com/1503935](http://www.alriyadh.com/1503935)

9- باري جينكينز، ما هو التسهيل الكمي أو التيسير الكمي كما يطلق عليه كأداة ؟، مقال متوفر على

الرابط:

<http://www.marketsworld.com/news>

10- بنك قطر الوطني، إسدال الستار على برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية، مقال

متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/analysis/27312>

11- تراجع البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أدنى مستوياتها خلال عقد من الزمن، مقال متوفر

على الرابط:

<https://www.Arab.daiyforex.com>

12- تراجع نسبة البطالة في أمريكا إلى أدنى مستوى، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.al-sharq.com/news/details/335262>

13- تفاعل الأسواق المالية مع نهاية التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

[www.alarabiya.net/ax/aswaq](http://www.alarabiya.net/ax/aswaq)

14- جانبيت يلين، الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي يتجه لرفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

[www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320-us-federal](http://www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320-us-federal)

- 15- حامد عبد الحسين الجبوري، الفائدة السلبية مفهوما وتأثيرا وتطبيقا، مقال متوفر على الرابط:  
[www.annabaa.org/arabic/authorsarticles/7454](http://www.annabaa.org/arabic/authorsarticles/7454)
- 16- داو جونز يتخطى 19 ألف نقطة للمرة الأولى في تاريخه، مقال متوفر على الرابط:  
<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2016/11/23/>
- 17- ريمي محمود، تعرف معنا على البنك الإحتياطي الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:  
[http://www.dailyfx.com/arabic/tadawul\\_forex\\_news/education/2015/12/16/cet-to-know-wahat-is-the-fed.4060.html](http://www.dailyfx.com/arabic/tadawul_forex_news/education/2015/12/16/cet-to-know-wahat-is-the-fed.4060.html)
- 18- شركة أف اكس سي سي FXCC، دور الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي في فوركس، مقال متوفر على الرابط:  
[www.fxcc.ae/blog](http://www.fxcc.ae/blog)
- 19- شركة أف اكس سي سي FXCC، مؤشر ناسداك في الأسواق المالية، مقال متوفر على الرابط:  
[www.FXCC.ae/blog/nasdaq](http://www.FXCC.ae/blog/nasdaq)
- 20- فائدة بالسالب، مقال متوفر على الرابط:  
[www.Booksflife01.blogspot.com/2015/12/blog-post/9-knt](http://www.Booksflife01.blogspot.com/2015/12/blog-post/9-knt)
- 21- فوكس اون لاين، إنتعاش أسعار المستهلكين في الولايات المتحدة الأمريكية في افريل، مقال متوفر على الرابط:  
[www.forexonline1.com](http://www.forexonline1.com)
- 22- محمد البديوي، بعد رفع الفيدرالي الأمريكي الفائدة على الدولار ب 1% الذهب لن يكون وعاء آمنة هذا اليوم، مقال توفّر على الرابط:  
[www.youm7.com/story/2017/3115/3145805/](http://www.youm7.com/story/2017/3115/3145805/)
- 23- ماذا يعني رفع أسعار الفائدة الأمريكية، مقال متوفر على الرابط:  
[www.aljazeera.net/news/business.com](http://www.aljazeera.net/news/business.com)
- 24- ما هي أسعار الفائدة السلبية ومن يتم تطبيقها، مقال متوفر على الرابط:  
<https://academy.alvesco.ae/academy-basics/tasic-articles/what-is-negative-interest-rate>
- 25 - محمد إبراهيم السقا، ماذا سيحدث للعالم نتيجة خطة التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:  
<http://alphabitaargaem.com>
- 26- محمد إبراهيم السقا، التيسير الكمي: سياسات زيادة حجم الميزانية، مقال متوفر على الرابط:  
<https://iraq56.blogspot.com/2011/08blogspot.9084.ntne>
- 27- محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية؟، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.alqabas.com.kw/aticleID=462798&date=08012009>
- 28- محمد إبراهيم السقا، ماذا في العالم، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.alarbiya.net/views/2011/08/12/161942.html>

29- محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.alarabiya.net/ar/oswaq/2015/03/20.html>

30- مؤشر داو جونز، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/indices/>

31- مؤشر ستاندراند اند بورز، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/indices/>

32- مؤشر ناسداك، متوفر على الرابط:

<https://sa.investing.com/indices/>

33- ما هي أسعار الفائدة السلبية ومن يتم تطبيقها، مقال متوفر على الرابط:

<https://academy.alvesco.ae/academy-basics/basic-articles/what-is-negative-interest-rate>

34- ميشيل شابو، أهم الأسباب التي تمنع الإحتياطي الفيدرالي من رفع سعر الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.dailyfx.com>

35- نوريل روبيني، عشر أسئلة عن التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.project-syndicate.org/commentary/the-risks-and-costs-of-quantitative-easing-by-nouriel-roubini?version=arabic&barrier=accessreg>

36- نهى مكرم، 10 مخاطر تهدد الإقتصاد بالإستمرار (التيسير الكمي)، مقال متوفر على الرابط:

[www.alborsanews.com](http://www.alborsanews.com)

37- نون بوست، ماذا تعرف عن البنك الإحتياطي الأمريكي؟، مقال متوفر على الرابط:

[www.noonpost.org/content/12011](http://www.noonpost.org/content/12011)

38- نور الدين الحموري، هل يلمح الفيدرالي لمزيد من التيسير الكمي من جديد، متوفر على الرابط:

[www.nourhammoury.com/](http://www.nourhammoury.com/)

39- هبة حسام وآخرون ، رفع أسعار الفائدة يزلزل الإقتصاد العالمي إنخفاض الذهب والدولار يسجل أعلى إرتفاع له في 15 عاما، مقال متوفر على الرابط:

[www.yom7.com/story/2016/12/15/30/2194](http://www.yom7.com/story/2016/12/15/30/2194)

40- هوزيه فينيلز، الرؤية الأوسع: الآثار الايجابية لأسعار الفائدة الإسمية السالبة، مقال متوفر على الرابط:

<https://blog-montada.inf.org/p=4162>

41- وائل لبيب، الفائدة السالبة في مصارف العالم لتنشيط الإقتصاد، مقال متوفر على الرابط:

[www.alhayat.com/articles/12476226](http://www.alhayat.com/articles/12476226)

42- وسيط الخيارات الثنائية، الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

<https://brokerbinaryoptions.wordpress.com>

43- وليد سليمان، السوق الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.my.mec.biz/t309040html>

ثانيا: المراجع باللغات الأجنبية:

### A- Ouvrage

1- Marc Montousse, **Economie Monétaire et Financiere**, Edition Bréal, Paris, 2000.

### B- Article

1- Allen W et Wood G, **Defining and Achieving Financial Stability**, journal of Financial stability, vol2 issue2, 2006.

2- Crochet Andrew, **The Theories and Practice of Financial Stability**, Gei Newsletter, Issue no6 11/12 July 1997.

3- Davis P et Karim D, **Comparing Early Warning Systems for Banting Crises**, dans journal of Financial Stabiity, vol 4, issue 2, 2007.

4- Donath L et Cismas LM, **Déterminants of Financial Stability**, dans Roumanian économic Journal, Ase, Bucarest ,No 29, 2008.

5- Masahiro Kawai, Peter.j. Morgan, **Central banking for Financial Stability in Asia**, ADBI Working paper series, august 2012.

6- Mishkin, Frédérique, **Global Financial Instability**, Framework, événements, Issues, Journal of Economic Perspectives, vol.13, April 2009.

### C- Mémoire et thèse

1- Claudiu Tiberiu Albulscu, **La stabilite Du secteur Financier en Roumanie Dans La perspective de son adhésion à l'UEM**, Thèse de Doctorat, Faculté des Sciences Economiques, Université de Poitiers, 2009.

### D- rapport seminaire et communication

1- Andrew Crochett, **The Theory and Practice of Financial Stability**, Princeton, International Finance Section Department of Economics Princeton University, 1997.

2- Chant, **Financial Stability as a Policy Goal**, In Essays on Financial Stability, Bank of Canada technical Report no 95, Ottawa, September, 2003 .

3- Deutsche Bands Bank, **Report on the Stability of Germen Financial System**, Frankfurt, December 2000.

- 4- Ferguson, **Should Financial Stability be an Explicit Central Bank Objectives ?**, Federal Reserve Board , Washington, September 2002.
- 5- MDavis Philip, **A Typologie of Financial Instability**, Financial Stability Report 2, Vienna Osterreichische National Bibliothek, June 2000.
- 6- Mishkin, Frédérique, **Global Financial Instability**, Framework, événements, Issues, Journal of Economic Perspectives, vol.13, April 2009.

### **E- Site internet**

- 1- Barry Jenkins, **What's Is Quantitative Easing or How as it's Commonly Knows?**, voire le Site :

[www.marketsworld.com/article/about-finance/what-is-quantitative-easing-or-Qe-as-its-commonlyknows.Html](http://www.marketsworld.com/article/about-finance/what-is-quantitative-easing-or-Qe-as-its-commonlyknows.Html)

- 2- The Federal Reserve of Atlanta, voire le site:

<https://www.frblanta-org/about/publication/fed-strecore-and-functions/functions-aspX>

- 3-The Structure and Functions of the Federal Reserve System, voire le site

<https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions>.

- 4- Mark Koba, **The Fédéral Réserve : CNBC Explants**, voir le site :

. <https://cnbc.com/id/43752521>

- 5-Overview of the Federal Reserve System, voire le site:

[https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_1.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_1.pdf).



## الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مدى فعالية البنوك المركزية في تحقيق الإستقرار المالي، مع دراسة البنك الفيدرالي الأمريكي.

من خلال هذه الدراسة توصلنا أن البنك المركزي يحتل الصدارة في قمة الجهاز المصرفي لكونه يتمتع بسلطة رقابية على البنوك وله دور متعدد الأبعاد لا يقتصر على تمويل المؤسسات المالية بل يتعدى ذلك إصدار العملة ومراقبتها وتحديد قيمتها، وضبط العلاقة المالية الداخلية والخارجية للدولة والإشراف عليها، ويلعب البنك المركزي أيضا دورا مهما في تحقيق الإستقرار المالي الذي أصبح هدف متزايد الأهمية في أعقاب الأزمة المالية العالمية لعام 2008 والتي ظهرت نتيجة للتطورات الاقتصادية والتحرير المالي الذي عرفته الأسواق المالية العالمية. ونظرا لعدم فعالية الأساليب التقليدية للسياسة النقدية لتصدي للآزمة المالية وجب اعتماد قرارات استثنائية جديدة، والمتمثلة في سياسة التسيير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية والسالبة، حيث كان البنك الفيدرالي الأمريكي الأسبق إليها، والتي اعتبرت اشد طموحا واوسع نطاقا. وقد ساهمت هذه الإجراءات الإستثنائية في انقاذ الولايات المتحدة الأمريكية من هاوية الكساد الكبير والغوص في أعماق صنع القرارات من أجل تحقيق الإستقرار الإقتصادي والمالي.

**الكلمات المفتاحية:** البنك المركزي، الإستقرار المالي، السياسة النقدية، البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

### Abstract:

The aim of this study is to analyze the effectiveness of central banks in achieving financial stability, with the US Federal Bank study. Through this study we reached the Central Bank top banking Summit for being with authority supervises banks and multidimensional role showcases on the financing of financial institutions but also issuing currency and valuation, and adjust the internal and external financial relationship to the State and supervision, the Central Bank also plays an important role in achieving financial stability that has become an increasingly important goal in the aftermath of the global financial crisis of 2008, which appeared as a result of financial liberalization and economic developments experienced by global financial markets. Given the ineffectiveness of traditional methods of monetary policy responses to the financial crisis had new special resolutions of quantitative management policy and zero and negative interest rates where former u.s. Federal Bank, which are considered more ambitious and broader. These special actions in the rescue of United States great depression buff and dive into the depths of making decisions in order to achieve economic and financial stability.

**Keywords:** Central Bank, financial stability, monetary policy, us Federal Reserve Bank.

