

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الإقتصادية  
العنوان:

**أثر سياسة التيسير الكمي على العملات الاحتياطية  
- دراسة تحليلية حول الدولار ، اليورو، الين -**

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم الإقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الأستاذ:

د. بوبلوط بلال

من إعداد الطالبتين:

✓ مسعودة بوبزاري

✓ أسماء فاطس

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: نجاه معيزي
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: بلال بوبلوط
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: مراد يونس

السنة الجامعية: 2017/2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# رعاية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وقل تعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون وستردون إلى﴾

عالم الغيب والشهادة فينبأكم بما كنتم تعملون﴾

صدق الله العظيم

[سورة التوبة 105]

﴿يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم درجات﴾

صدق الله العظيم

يا رب علمني أن أحب الناس كلهم كما أحب نفسي وعلمي أن أحسب نفسي كما أحسب

الناس وعلمي أن التسامح هو أكبر مراتب القوة،

وأن الانتقام هو أول مظاهر الضعف.

يا رب لا تجعلني أصاب بالغرور إذا نجحت لا باليأس إذا أخفقت،

بل ذكرى دائمة أن الإخفاق هو

التجربة التي تسبق النجاح.

يا رب إذا أعطيتني النجاح فلا تأخذ تواضعي وإذا أعطيتني تواضعاً

فلا تأخذ احتزازي بكرامتي وإذا أسأت يا رب إلى الناس فامنحني

شجاعة الاعتذار، إذا أساء إلى الناس فامنحني شهادة العفو.

# تشكر وتقدير

الشكر لله العلي الكبير أولاً وأخيراً الذي أطال في عمرنا وهدانا إلى ما فيه الخير، وبفضله ونعمته توصلنا إلى إنجاز هذا العمل المتواضع ونسأله عز وجل أن يجعله نافع

لنا ولغيرنا، وأن يوفقنا إلى ما يحبه ويرضاه

ويعرفنا بالمساعدات التي تلقيناها لا يسعنا إلا التقدم بالشكر الجزيل

إلى الأستاذ الفاضل والمشرف "بلال بوبلوطة"

الذي لم يبخل علينا طيلة إنجاز هذا العمل بتوجيهاته القيمة ونصائحه السديدة

إلى من أمدوا لنا يد العون والمساعدة في إنجاز هذا العمل المتواضع

سواء من بعيد أو قريب

أتقدم بالشكر إلى كل شخص شجعنا ولو بكلمة طيبة ومدنا بالأمل

ورفع معنوياتنا ومن كان يسدي لنا النصيحة ومن ساعدنا وأفادنا بالمعلومات.

في الأخير بخالص الشكر إلى كل أساتذة

العلوم الاقتصادية بالأخص "اقتصاد نقدي وبنكي"

شكراً للجميع

مسعود

أسماء



# فهرس المحتويات

الصفحة	الفهرس
I	بسملة .....
II	شكر وتقدير .....
VI-III	الإهداء .....
VI-V	فهرس المحتويات .....
VIII-VII	قائمة الجداول والأشكال .....
(أ- د)	المقدمة العامة .....
7	<b>الفصل الأول: مدخل عام للسياسة النقدية</b>
7	تمهيد .....
8	المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية .....
8	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية .....
11	المطلب الثاني: أنواع السياسة النقدية .....
11	المطلب الثالث: مقابلات الكتلة النقدية .....
16	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية .....
16	المطلب الأول: الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية .....
19	المطلب الثاني: الأدوات النوعية (المباشرة) للسياسة النقدية .....
21	المطلب الثالث: أدوات أخرى للسياسة النقدية .....
22	المبحث الثالث: قنوات السياسة النقدية .....
22	المطلب الأول: قناة أسعار الفائدة .....
23	المطلب الثاني: قناة سعر الصرف .....
22	المطلب الثالث: قناة الإئتمان المصرفي .....
22	المطلب الرابع: : قناة أسعار الأصول .....
27	المبحث الرابع: أهداف السياسة النقدية .....
27	المطلب الأول: الأهداف الأولية .....
28	المطلب الثاني: الأهداف الوسيطة .....
30	المطلب الثالث: الأهداف النهائية .....
32	خلاصة الفصل الأول .....
35	<b>الفصل الثاني: التيسير الكمي والعملات الإحتياطية</b>

35	تمهيد.....
36	المبحث الأول: نشوء التيسير الكمي.....
36	المطلب الأول: نشأة التيسير الكمي في اليابان.....
37	المطلب الثاني: نشأة التيسير الكمي في الولايات المتحدة.....
40	المطلب الثالث: نشأة التيسير الكمي في الإتحاد الأوروبي.....
41	المبحث الثاني: مفهوم التيسير الكمي.....
42	المطلب الأول: تعريف التيسير الكمي.....
43	المطلب الثاني: آلية عمل التيسير الكمي.....
44	المطلب الثالث: تقييم سياسة التيسير الكمي.....
46	المبحث الثالث: أثر التيسير الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية.....
46	المطلب الأول: أثر التيسير الكمي في التضخم.....
47	المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي في سعر الفائدة.....
47	المطلب الثالث: أثر التيسير الكمي في عرض النقود.....
48	المطلب الرابع: أثر التيسير الكمي في أسعار الصرف.....
48	المبحث الرابع: مدخل عام حول العملات الإحتياطية.....
47	المطلب الأول: تعريف العملات الإحتياطية.....
49	المطلب الثاني: الشروط الواجب توافرها في عملة الاحتياطيات الدولية.....
48	المطلب الثالث: أهم العملات الإحتياطية.....
58	المطلب الرابع: هيكل العملات الإحتياطية.....
61	خلاصة الفصل.....
63	الفصل الثالث: تقييم سياسة التيسير الكمي وأسعار العملات الإحتياطية
63	تمهيد.....
63	المبحث الأول: دراسة عملة الدولار مقابل عمليتي اليورو والين.....
63	المطلب الأول: لمحة تاريخية حول البنك الفيدرالي الأمريكي.....
68	المطلب الثاني: تحليل سياسة التيسير الكمي على سعر صرف الدولار مقابل الأورو والين
71	المطلب الثالث: ميزانية الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي.....
73	المبحث الثاني: دراسة عملة اليورو مقابل الدولار والين.....
73	المطلب الأول: لمحة تاريخية حول البنك المركزي الأوروبي.....
76	المطلب الثاني: تحليل سياسة التيسير الكمي على سر صرف اليورو مقابل الدولار والين

80	المطلب الثالث: مراحل تطور الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي.....
81	المبحث الثالث: دراسة عملة الين مقابل عملتي الدولار واليورو.....
81	المطلب الأول: لمحة تاريخية عن البنك المركزي الياباني.....
87	المطلب الثاني: تحليل سياسة التيسير الكمي على سعر صرف الين مقابل الدولار واليورو.
89	المطلب الثالث: ميزانية البنك المركزي الياباني.....
91	خلاصة الفصل.....
93	الخاتمة العامة.....
98	قائمة المراجع.....
	الملخص.....



قائمة الأشكال

والجداول

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
40	عمليات التيسير الكمي التي قام بها الإحتياطي الفيدرالي	01
58	حصة العملات في احتياطات النقد الأجنبي العالمي من 2005 إلى 2015	02
83	التطورات التي مر بها البنك المركزي الياباني	03

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
26	آلية عمل قنوات السياسة النقدية	01
31	إستراتيجية البنك المركزي لتحقيق الأهداف النهائية	02
44	آلية عمل سياسة التيسير الكمي	03
67	هيكل البنك الفيدرالي الإحتياطي	04
68	سعر صرف الدولار مقابل الين خلال الفترة 2008 - 2016	05
70	سعر صرف الدولار مقابل اليورو خلال الفترة 2008 - 2016	06
72	ميزانية الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة 2004 - 2015	07
76	الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي	08
78	سعر صرف اليورو مقابل الين خلال الفترة 2008 - 2016	09
79	سعر صرف اليورو مقابل الدولار خلال الفترة 2008 - 2016	10
81	ميزانية البنك المركزي الأوروبي خلال فترة 2000 - 2016	11
86	الهيكل التنظيمي للبنك الياباني	12
88	سعر صرف الين مقابل الدولار خلال الفترة 2008 - 2016	13
89	سعر صرف الين مقابل الدولار خلال الفترة 2008 - 2016	14
90	ميزانية البنك المركزي الياباني	15

# المقدمة العامة

مع تزايد الانفتاح الاقتصادي وظهور ما يعرف بالعملة المالية وكذا التحرير المالي وما صاحبها من تطورات تكنولوجية. عرف النظام النقدي عدة تغيرات خلال العقود الأخيرة وأصبح من الضروري التعامل بحذر وصرامة مع هذه التحولات، وذلك بتبني سياسة اقتصادية مبنية على أسس سليمة لمواجهة أي صدمة قد يتعرض لها الاقتصاد. ويعتبر سعر الصرف أحد السياسات التي تعبر عن جودة الأداء الاقتصادي لأية دولة سواء كانت في الدول المتقدمة أو الدول النامية. وذلك لكون سعر الصرف يشكل إلى جانب السياسات الأخرى آلية فعالة لحماية الاقتصاد من الصدمات الداخلية والخارجية.

ومع تطور الفكر النقدي أصبحت السياسة النقدية تشكل إحدى أهم الأدوات المستخدمة لتحقيق التعافي الاقتصادي حيث تعمل على تفعيل النشاط الاقتصادي من خلال الوسائل والأدوات المتاحة، وتحمل هذه الأخيرة مكان الصدارة في هيكل السياسات الاقتصادية الكلية منذ أمد بعيد ويتم اللجوء إليها لمعالجة الإختلالات الاقتصادية، حيث تملك قدرة كبيرة في التأثير على الأوضاع الاقتصادية السائدة.

وفي ظل نظام مالي يمتاز بالتحرير وتجاوز القيود التنظيمية والقانونية المختلفة ومع انطلاق الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في الو. م. أ والتي امتدت إلى الاقتصاد العالمي بشكل سريع، أثبتت السياسة النقدية التقليدية عدم نجاعتها في مواجهة الأزمات المالية المتكررة، حيث اتخذت بعض البنوك المركزية الرئيسية في العالم ( البنك الإحتياطي الفيدرالي، البنك المركزي الأوروبي، البنك المركزي الياباني) بإتباع سياسة حديثة واسعة النطاق والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي. وهي سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة التقليدية غير فعالة وتتفد هذه السياسة من قبل البنوك المركزية في البلدان المتقدمة بهدف ضخ السيولة في الاقتصاد وتنشيط المعروض النقدي، وكان لتبني هذه السياسة أمرا مطلوباً لمواجهة الضغوط الإنكماشية التي تراكمت وبشكل كبير في مرحلة ما بعد سنة 2008.

ولحماية الاقتصاد من الصدمات الداخلية والخارجية (الأزمات المالية والإقتصادية) ظهرت العملات الأجنبية الإحتياطية بعد أن كان الذهب هو العملة الإحتياطية المهيمنة على الاقتصاد العالمي، الأمر الذي تطلب وجود ما يعوض كنفذ عالمي بالشكل والقدر الذي يمكن من خلاله تحقيق التعادل العام للأسعار والقيم وتسوية المدفوعات على الصعيد العالمي.

ويعتبر الدولار الأمريكي واليورو الأوروبي والجنيه الإسترليني بالإضافة إلى الين الياباني واليوان الصيني أهم العملات الإحتياطية في العالم، وهي تمثل المصدر الأول لزيادة الإحتياطيات السائلة غير أن

استخدام هذه العملات في المعاملات الإقتصادية والمالية الدولية متفاوت حسب الأهمية الإقتصادية للبلد صاحب العملة، وتمثل هذه العملات واجهة اقتصاد الدولة التي تعكس حالتها الإقتصادية من قوة أو ضعف فالإقتصاد القوي يخلق بالضرورة عملة قوية ومرغوبة.

وبناء على ما تقدم قمنا بصياغة الإشكالية الأساسية للدراسة والتي هي على النحو التالي:

**ما مدى تأثير سياسة التيسير الكمي على عملة الدولار، اليورو، الين؟**

ويندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مفهوم السياسة النقدية، فيما تتمثل أدواتها وأهدافها؟
- ما المقصود بسياسة التيسير الكمي، وما هي آلية عملها؟
- ما هو أثر سياسة التيسير الكمي على اقتصاد الدول التي استخدمتها؟
- كيف ساهمت سياسة التيسير الكمي على انخفاض أو ارتفاع الدولار واليورو والين؟

✓ **فرضيات الدراسة:**

وللإجابة على هذه التساؤلات تم الإعتماد على الفرضيات التالية:

- تتوقف فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها على مدى حسن اختيار الأدوات الكفيلة بذلك.
- للتسهيل الكمي دور مكمل للسياسة النقدية وليس بديلا عنها.
- كان للتسهيل الكمي دور فعال في تحقيق التعافي الإقتصادي في الدول التي استخدمته.

✓ **أهداف الدراسة:**

يتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في تسليط الضوء على أحد أبرز المسائل الإقتصادية المعاصرة ألا وهو سياسة التيسير الكمي، حيث نسعى إلى الإحاطة بعدة جوانب خاصة بهذه السياسة من حيث نشوئها وطبيعتها وآلية استخدامها والأسباب التي أدت إلى تبنيتها وإبراز دورها في تحقيق الإستقرار العام وتوضيح مدى تأثير هذه السياسة على العملات الإحتياطية الرئيسية في العالم ( الدولار، اليورو، الين)، إضافة إلى تعميق المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية التي تستخدمها السلطات النقدية المتمثلة في البنك المركزي.

### ✓ أسباب اختيار الموضوع:

- من أهم الدوافع التي أدت بناء إلى اختيار هذا الموضوع ما يلي:
- يتناول نتائج تطبيق سياسة التيسير الكمي على سعر صرف العملات الإحتياطية.
  - محاولة منا المساهمة في إنجاز دراسة علمية تبقى موضع إفادة لطلبة مستقبلا.
  - دخول الموضوع ضمن التخصص اقتصاد نقدي وبنكي.

### ✓ أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة كون سياسة التيسير الكمي من أهم النقاشات الإقتصادية في إطار السياسات النقدية خاصة بعد انتهاجها من طرف العديد من الدول المتقدمة للخروج من الركود الإقتصادي الذي أصابها بعد الأزمة المالية العالمية 2008 وكون السياسة النقدية من الأدوات الضرورية في رسم السياسات الإقتصادية الكلية.

### ✓ منهج الدراسة:

قصد اختبار مدى صحة الفرضيات السابقة الذكر اعتمدنا على منهج نعتبره الأنسب في دراسة مثل هذا الموضوع ألا وهو المنهج الوصفي الذي يسمح لنا بعرض عدة عناصر أساسية في موضوع البحث، وكغيره من البحوث الأخرى على هذا المستوى فإن بحثنا هذا لا يخلو من المنهج التحليلي الذي مكنا من فهم وتفسير وتوضيح عناصر متعلقة بهذه الدراسة.

### ✓ الدراسات السابقة:

إن وجود الدراسات السابقة يفيد الباحث في الكشف والإستفادة من خبرات قديمة واستخراج إشكاليات جديدة واستنتاج معطيات لم يتوصل إليها الباحثون السابقون بالإطلاع على بعض الدراسات التي تناولت هذا الموضوع ومحاولة الإستفادة منها بقدر الإمكان، مع العلم أنه يصعب ذكره أو حصرها في هذه الدراسة وقد تم اختيار الدراسات السابقة التالية:

### الدراسة الأولى:

دراسة Cabrial Agostina سنة 2016 والتي جاءت تحت عنوان "دراسة مقارنة لبرامج البنك

المركزي للتيسير الكمي البنك الإحتياطي الفيدرالي، البنك الإنجليزي، بنك اليابان، البنك الأوروبي"

**Comparative study of central bank quantitative easing programs:**

**Federal Reserve bank, bank of England, bank of japan, European central bank**

استعرضت هذه الدراسة أهم البنوك المركزية في العالم حيث شملت كل من البنك الإحتياطي الفيدرالي والبنك الإنجليزي والبنك الياباني والبنك الأوروبي وتمثلت إشكالية هذه الدراسة حول مدى نجاعة سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمة المالية العالمية، ومن أهم النتائج المتوصل إليها أن هذه البنوك لعبت دورا هاما خلال الأزمة بصفتها الملاذ الأخير للإقراض حيث عملت على توفير السيولة للمؤسسات المالية المتعثرة والدول ذات السيادة.

### الدراسة الثانية:

دراسة MthutiNcube و Kjell Hausten سنة 2013 التي جاءت تحت عنوان "التيسير الكمي وأثره على الو.م. أ واليابان والمملكة المتحدة وأوروبا"

### “Quantitative easing and its impact in the us,Japan, The UK AND Europe”

تناولت هذه الدراسة تحليل نظري وعلمي حول آثار التيسير الكمي على أسعار الفائدة والإقتصاد في الو.م. أ واليابان والمملكة المتحدة وأوروبا من خلال إظهار القنوات التي من خلالها يؤثر التيسير الكمي في الأسواق والإقتصاد مع تحديد التدابير التي انتهجتها كل من هذه البنوك، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن التدابير النقدية غير التقليدية التي اعتمدها هذه البنوك فعالة إلى حد ما في دعم استقرار الأسعار في اقتصاداتها.

### الدراسة الثالثة:

دراسة J. Pen Haan سنة 2016 والتي جاءت تحت عنوان "التيسير الكمي وتطور الفكر الإقتصادي كما حدث على فوركس"

### “Quantitative Easing Evolution of economic thinking US it happened on vox”.

تطرقت هذه الدراسة إلى الأدوات الجديدة التي انتهجت لإحياء الأداء الإقتصادي عقب الأزمة المالية العالمية إضافة إلى التعقيدات والتداعيات التي جاء بها برنامج التيسير الكمي ومن أهم النتائج المستخلصة منها أن مجلس الإحتياطي الفيدرالي من خلال انتهاجه لسياسة التيسير الكمي يستجيب ليس فقط لتوقعاته المستقبلية ولظروف الإقتصاد الكلي وإنما يستجيب أيضا لتوقعات الإقتصاد.

### ✓ أقسام الدراسة:

حتى يتسنى لنا ضبط محتوى الدراسة بشكل مناسب قسمنا البحث إلى ثلاث فصول كل مكمل للآخر تسبقهم مقدمة عامة وتعقبهم خاتمة عامة مدعومة بجملة من النتائج والإقتراحات والآفاق المستقبلية للموضوع.



الفصل الأول بعنوان الإطار النظري للسياسة النقدية ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى أربع مباحث وتم التطرق إلى مفاهيم حول السياسة النقدية من خلال إعطاء مفهوم واضح وشامل لها وتوضيح الأهداف التي ترمي إليها هاته السياسة وإبراز الأدوات المستخدمة وقنواتها لتحقيق هاته الأهداف.

إضافة إلى الفصل الثاني الذي كان تحت عنوان "التيسير الكمي والعملات الإحتياطية" فتم التطرق فيه إلى مفهوم سياسة التيسير الكمي التي تبنتها البنوك المركزية وأهم الدول التي طبقتها مع توضيح أثرها على مختلف المتغيرات الإقتصادية، وفي نهاية هذا الفصل تطرقنا للعملات الإحتياطية من حيث التعريف بأهم العملات وشروط وخصائص الواجب توفرها في العملات الإحتياطية الدولية.

تعرضنا في الفصل الثالث الذي هو بمثابة دراسة الحالة بالنسبة لهذا البحث لـ " تقييم سياسة

### التيسير الكمي وأسعار العملات الإحتياطية"

وقد تم من خلال هذا الفصل إلى دراسة أثر سياسة التيسير الكمي على كل من الدولار الأمريكي، اليورو الأوروبي، والين الياباني كما قدمنا لمحة تاريخية عن البنوك المركزية الثلاث (البنك الياباني، الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، البنك الأوروبي).

## الفصل الأول: الإطار العام للسياسة النقدية

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

المبحث الثالث: قنوات السياسة النقدية

المبحث الرابع: أهداف السياسة النقدية

## تمهيد:

تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات الإقتصادية كونها تلعب دورا هاما في التأثير النشاط الإقتصادي حيث أصبحت دراستها من نواحيها المختلفة جزءا لا يتجزأ من السياسة الإقتصادية العامة للدولة مما جعلها تشكل حقا خصباً لكثير من البحوث والدراسات.

وتمارس السياسة النقدية عملها من خلال التأثير في حجم المعروض النقدي والإئتمان بإحداث تغييرات عليه بما يتلاءم والظروف الإقتصادية السائدة بهدف امتصاص السيولة الزائدة في حالات التضخم أو تمويل الإقتصاد بالسيولة في حالة انتهاج سياسة توسعية.

ويسعى هذا الفصل إلى دراسة نظرية لمختلف أبعاد السياسة النقدية وذلك في المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

المبحث الثالث: قنوات السياسة النقدية

المبحث الرابع: أهداف السياسة النقدية

## المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

تزايد الإهتمام بالسياسة النقدية خاصة بعد تعدد الأزمات النقدية وعدم الإستقرار الإقتصادي كونها من أهم الوسائل الرئيسية التي تستخدمها الدولة للتدخل في النشاط الإقتصادي العام، ومن أجل الإحاطة بمعناها أكثر سيتم في هذا المبحث تناول مفهوم السياسة النقدية والمراحل التي مرت بها وأنواعها بالإضافة إلى شروط نجاحها.

### المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية

تعد السياسات الإقتصادية من أهم الأدوات الخاصة بتحقيق الإستقرار والتوازن الإقتصادي العام. ومن أهم الوسائل الرئيسية التي تستخدمها الدولة للتدخل في النشاط الإقتصادي، لذا كان لابد من دراسة السياسة النقدية من مختلف جوانبها كتعريفها ومراحل تطورها وشروط نجاحها.

### أولاً: تعريف السياسة النقدية

إن مفهوم السياسة النقدية واسع جداً فقد أطلق الإقتصاديون عليها مجموعة من التعاريف أهمها:

"هي مجموع الإجراءات التي تستهدف المحافظة على قيمة عملة الدولة في الداخل والخارج وتحقيق الإستقرار الإقتصادي وتجنبيه الآثار غير المرغوبة كالتضخم والإنكماش والكساد، وتتولى السلطات النقدية التي يمثلها المصرف المركزي تطوير السياسات النقدية بما ينسجم مع الأوضاع الإقتصادية السائدة والأهداف المركزية للدولة ومراعاة الظروف العالمية المحيطة"<sup>(1)</sup>.

وللسياسة النقدية معنيان فالبمعنى الضيق:

- عرفها الإقتصادي "Show" "بأنها عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير على كلفة الحصول عليه"<sup>(2)</sup>.

- كما عرفها الإقتصادي "Einzing" " أن السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي"<sup>(3)</sup>.

(1) جمال عبد الناصر، المعجم الإقتصادي، ط 01، دار أسامة للنشر والتوزيع ودار المشرق الثقافي، الأردن، 2006، ص214.

(2) أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، ط 02، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص183.

(3) زكريا الدوري، يسرى السمائري، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص185.

أما السياسة النقدية بمعناها الواسع " فتشير إلى جميع الوسائل التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي والخزينة بهدف التأثير على مقدار وتوفير استعمال النقد والإئتمان"<sup>(1)</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكننا استخلاص تعريف شامل:

السياسة النقدية هي مجموع الإجراءات التي تطبقها السلطات النقدية المتمثلة في البنك المركزي للتأثير على المعروض النقدي من أجل تحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادي.

### ثانياً: مراحل تطور السياسة النقدية

تزايد الإهتمام بمصطلح السياسة النقدية مع بداية القرن التاسع عشر ثم تطور منذ ذلك الحين مع تطور المراحل المختلفة خاصة مع تزايد الأزمات النقدية وعدم الإستقرار الإقتصادي، ونتيجة للتضخم الذي انتشر في إسبانيا وفرنسا إلى جانب المشاكل المالية التي ظهرت في بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية أدى إلى ظهور دراسة لمسائل السياسة النقدية وعليه يمكن إيجاز هذه المراحل فيما يلي:

#### المرحلة الأولى

مع بداية القرن التاسع عشر سادت فكرة حيادية النقود لأحد أهم أعمدة الفكر الكلاسيكي **Jean Baptiste Say** أن النقود هي مجرد غطاء للمبادلات لا أثر لها على النشاط الإقتصادي، ومع تطور الفكر الإقتصادي بدأت تظهر أهمية السياسة النقدية في رفع أو خفض قيمة النقود، وقبل حدوث أزمة الكساد العظيم لسنة 1929م استعملت السياسة النقدية كأداة لتحقيق الإستقرار الإقتصادي ومكافحة التضخم والإنكماش، ولكن حدوث هذه الأزمة أثبت عجز السياسة النقدية في تقديم حلول للخروج منها<sup>(2)</sup>.

#### المرحلة الثانية

تميزت هذه المرحلة بظهور النظرية الكينزية الذي ينظر إلى النقود نظرة حركية وبسبب أزمة الكساد العظيم سنة 1929م وعجز السياسة النقدية عن الخروج من هذه الأزمة، دعا **John Maynard Keynes** للإهتمام بالسياسة المالية التي تأتي في المرتبة الأولى قبل السياسة النقدية وإعطاء دور أكبر للدولة للتدخل عن طريق السياسة المالية أولاً ثم السياسة النقدية عن طريق الإنفاق أو الدين العام<sup>(3)</sup>.

(1) هبل عجمي جميل الحنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، ط 01، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 259.

(2) صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، ط 01، دار الفجر للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 100.

(3) المرجع السابق، ص 100.

المرحلة الثالثة

تميزت هذه المرحلة بفشل السياسة المالية في معالجة التضخم بسبب بطئها ونقص مرونتها وبدأت عودة السياسة النقدية خاصة بعد مجيء النقديون بزعامة **Friedman** الذي يؤمن بالتحكم في عرض النقود يؤدي إلى تحقيق الإستقرار الإقتصادي وذلك بزيادة عرض النقود بمعدل مساو لمعدل نمو الناتج (1).

المرحلة الرابعة

في هذه المرحلة اشتد الجدل بين كل من أنصار السياسة المالية والسياسة النقدية حيث يرى كل من الطرفين أن سياسته هي الأنجع في تحقيق الإستقرار الإقتصادي.

وقد أدى هذا التضارب الفكري إلى بروز رأي ثالث على يد الإقتصادي الأمريكي **Walter Heller** الذي يرى أن الإنحياز لسياسة مالية أو نقدية ليس له مبرر، فلكل منها دور وأهمية في العمل على الخروج من الأزمات لأن استخدام إحدهما بمفردها لا يغني عن ضرورة استخدام الأخرى.

ثالثا: شروط نجاح السياسة النقدية

إن نجاح السياسة النقدية في أي دولة وفي ظل أي نظام إقتصادي إنما يتوقف على مجموعة من العوامل والشروط أهمها: (2)

- نظام معلوماتي فعال: وضع الميزانية (عجز، فائض) نوعية وطبيعة الإختلال، تحديد معدل النمو الإقتصادي الحقيقي، نوعية الطالة، القدرات الإقتصادية، ميزان المدفوعات.
- تحديد أهداف السياسة النقدية بدقة: نتيجة تعارض الأهداف المسطرة.
- تحديد هيكل النشاط الإقتصادي: مكانة القطاع العام والخاص، سياسة الحكومة اتجاه المؤسسات الإنتاجية، حجم التجارة الخارجية في السوق العالمية.
- مرونة الجهاز الإنتاجي للتغيرات التي تحدث على المتغيرات الإقتصادية لا سيما النقدية منها.
- نظام سعر الصرف: تحقق السياسة النقدية فعاليتها في ظل سعر صرف مرن أكثر من سعر صرف ثابت.
- درجة الوعي الإذخاري والمصرفي لمختلف الأعوان الإقتصاديين.

(1) بناني فتيحة، السياسة النقدية والنمو الإقتصادي، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009/2008، ص 102.

(2) بلعروز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 133.

- سياسة الإستثمار: مناخ الإستثمار، تدفق رؤوس الأموال، مدى حساسية الإستثمار لسعر الفائدة، التسهيلات الممنوحة للمستثمرين المحليين والأجانب.
- توافر رؤوس أسواق مالية ونقدية منظمة ومتطورة.
- مدى استقلالية البنك المركزي على الحكومة.

### المطلب الثاني: أنواع السياسة النقدية

تنقسم السياسة النقدية حسب الوضعية الإقتصادية السائدة في الدولة إلى ثلاث أنواع توسعية وانكماشية وأخرى مختلطة، المرتبطة بنوع المشكلة أو الأزمة القائمة وبمحاولة معالجتها ويمكن إبرازها كمايلي:

**1- السياسة النقدية التوسعية (تحفيزية):** تطبق هذه السياسة في حالة وجود كساد ويتأتى ذلك من خلال قيام البنك المركزي إما بتخفيض سعر الخصم أو تخفيض نسبة الإحتياطي القانوني أو الدخول مشتريا في سوق الأوراق المالية، مما يزيد من قدرة البنوك على منح الإئتمان وخلق الودائع وبالتالي زيادة العرض النقدي داخل الإقتصاد.

**2- السياسة النقدية الإنكماشية (تقشفية):** من خلالها يقوم البنك المركزي برفع سعر الخصم أو رفع نسبة الإحتياطي القانوني أو الدخول بائعا في سوق الأوراق المالية بهدف تخفيض العرض النقدي، مما يعمل على الحد من قدرة البنك المركزي على منح الإئتمان وخلق الودائع وتهدف هذه السياسة إلى الحد من التضخم.

**3- السياسة النقدية ذات الإتجاه المختلط (المرن):** هذه السياسة خاصة بالدول النامية التي تعتمد إما على الزراعة الموسمية أو على محصول واحد أو تصدير المواد الأولية إلى الخارج، وفي هذه الحالة يقوم البنك المركزي بزيادة حجم وسائل الدفع عند مرحلة بدء الزراعة، وتمويل المحاصيل، والتقليل من حجمها عند مرحلة بيع المحاصيل، وهذا بهدف الحد من آثار التضخم<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: الكتلة النقدية ومقابلات الكتلة النقدية

تعتبر الكتلة النقدية المتداولة في الإقتصاد المحرك الرئيسي للنشاط الإقتصادي حيث لا يمكن للبنك المركزي أن يصدر نقودا بدون مقابل لها وإنما يجب أن يكون مقابلا له لدى البنك المركزي لهذه الكتلة النقدية، وفي هذا المطلب سنعرض لمفهوم الكتلة النقدية وسنبين كل مقابل على حدا.

(1) حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك الأسس والمبادئ، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 153.

أولاً: تعريف الكتلة النقدية:

**التعريف الأول:** إن الكتلة النقدية هي عبارة عن جميع الأوراق النقدية (les billes) والحسابات البنكية أو البريدية<sup>(1)</sup>.

ويمكن تمييز مفهومين أساسيين للكتلة النقدية:

**التعريف الثاني: بالمفهوم الضيق:** حيث يقتصر هذا المفهوم على إدراج صافي البنكنوت المتداول خارج الجهاز المصرفي وتشمل حيازات العملة لدى الجمهور غير المصرفي + العملة المساعدة وتشمل النقود المعدنية والتي عادة ما تكون قيمة المعدن فيها أقل من القيمة أو القوة الشرائية المحددة على قطعة المعدن بالإضافة إلى الودائع الجارية الخاصة تحت الطلب في البنوك التجارية ويرمز لهذا المفهوم في الإحصاءات النقدية الدولية بالرمز M1 ويتوافق هذا المفهوم الضيق للكتلة النقدية مع وظيفة النقود كوسيط للتبادل وذلك أن المدفوعات تتم إما باستخدام أوراق البنكنوت أو النقود المساعدة وغالباً ما تتم بواسطة الشيكات<sup>(2)</sup>.

**التعريف الثالث: الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع:**<sup>(3)</sup> هي مجموع الأموال المتاحة النقدية وشبه النقدية التي تتم إدارتها بواسطة النظام المصرفي والخزينة العامة.

أ- الأموال المتاحة النقدية أو تسمى المتاحات النقدية : وتشمل ثلاث أنواع وهي:

- الأوراق النقدية المتداولة الصادرة من البنك المركزي.

- النقود المساعدة المتداولة

- الودائع تحت الطلب وتسمى النقود الكتابية وهي تكون موزعة حسب المؤسسات التي يتعامل معها.

ب- الأموال الجاهزة شبه النقدية:

تشمل الأموال شبه النقد ومجموع الودائع المصرفية والخزينة التي لا يمكن إدماجها في التداول بشكل مباشر وفوري بواسطة كل أشكال التعامل كالشيك أو الحوالات وتتضمن الودائع التالية الودائع تحت الطلب على الدفتر، الودائع لأجل.

(1) فارس هباش، دراسة تحليلية للعلاقة والأثر المتبادل بين الكتلة النقدية وسعر الصرف دراسة حالة الجزائر للفترتين (1992-2001) و (2002-2011)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، 2014، ص 215.

(2) بسام الحجار، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ط 01، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2006، ص 69.

(3) عبد الرزاق الزيتون، سامر قنطججي، أنواع النقود وتحليل الكتلة النقدية والعناصر المقابلة لها، قسم الدراسات العليا، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، ص 11.



وبالتالي فإن الكتلة النقدية تتكون من المتاحات النقدية الجاهزة وشبه النقدية

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح أن الكتلة النقدية هي مجموعة النقود المتداولة في الإقتصاد الوطني في فترة زمنية معينة تتحدد من قبل السلطات النقدية والمتمثلة في وسائل الدفع بجميع أنواعها.

### ثانياً: المجمعات النقدية

المجمعات النقدية هي عبارة عن مؤشرات إحصائية عن كمية النقود المتداولة، تعطي وسائل الدفع لأفراد المجتمع المدروس والغاية من هذا التصنيف هو التمييز بين مختلف الأصول النقدية بشكل منظم وفي إطار محاسبي<sup>(1)</sup>.

حتى تتمكن الدول من ممارسة السياسة النقدية على أكمل وجه وذلك من خلال التحكم في نمو الكتلة فإنها بحاجة إلى تحديد كمية النقود المتداولة في المحيط الاقتصادي وبالتالي وجب حصر مختلف أشكال الكتلة النقدية وفق مؤشرات وهو ما يسمى بالمجاميع النقدية ويتم عرض المجمعات مرتبة وفق درجة سيولتها و تتكون من أربع مجموعات كما يلي:

$$M3 \rightarrow M2 \rightarrow M1 \rightarrow B$$

M1: ترمز للكتلة النقدية بالمعنى الضيق

M2: ترمز للكتلة النقدية بالمعنى الواسع

M3: ترمز للسيولة الكلية للاقتصاد

### المجمع الأول M1:

ويعبر عن الكتلة النقدية بالمفهوم الضيق ويستمد مكوناته من قيام النقود بوظيفة الوسيط في التبادل كما يتمتع بالسيولة المطلقة مما يوفر إمكانية استعماله كوسيلة دفع آنية في أسواق السلع والخدمات، وذلك عن طريق التعامل اليدوي أو التسديد الكتابي وهي تشمل ما يلي:<sup>(2)</sup>

- الأوراق النقدية والنقود المعدنية المساعدة: وهي التي تصدر من طرف البنك المركزي وتتداول خارج الجهاز المصرفي أي تكون في حوزة الأعوان الغير الماليين

- مختلف الودائع تحت الطلب: وهي الودائع المفتوحة لدى كل من البنوك التجارية والخزينة العامة والمؤسسات البريدية لفائدة الأعوان الغير الماليين.

(1) عبد القادر خليل، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2012، ص 105.

(2) صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 15.

المجمع الثاني M2:

بدأ عرض النقد بالمعنى الواسع يحظى بالاهتمام منذ سبعينيات القرن الماضي ويشمل على M1 مضافا إليه الودائع لأجل والتوفير والودائع الزمنية لدى البنوك التجارية، ويعتقد بعض الاقتصاديين النقديين أن المفهوم الضيق لعرض النقود لا يشير إلى تعبير كامل عن الكميات النقدية المتوفرة داخل الاقتصاد، ويمكن حساب عرض النقد بالمفهوم الواسع من خلال إضافة الودائع الآجلة وودائع التوفير لدى المصارف التجارية إلى مكونات عرض النقد بالمفهوم الضيق<sup>(1)</sup>، وعليه عرض النقد بالمعنى الواسع يصاغ على النحو

$$M2=M1+R2+R3$$

التالي:

حيث: R1: الودائع الآجلة R2: ودائع التوفير

المجمع الثالث M3:

وتسمى أيضا سيولة الاقتصاد وهي تتمثل في السيولة الاجمالية التي تدخل في عين الاعتبار الودائع لأجل لدى المؤسسات المالية الغير مصرفية مثل مراكز البريد وشركات التأمين، صناديق الادخار، السندات الصادرة عن الخزينة العمومية والودائع لأجل لدى المؤسسات المصرفية بالإضافة إلى M2

وفي الأخير يمكن تلخيص مختلف المجمعات النقدية وفق المخطط التالي :

ثالثا: مقابلات الكتلة النقدية

إن العناصر المقابلة للكتلة النقدية تمثل مجموع الديون العائدة لمصدري النقد وشبه النقد التي تكون سبب أو مصدر الكتلة النقدية، وسنقوم بتفصيل الأجزاء المقابلة النقدية كما يلي:

أ- الذهب:

يتكون رصيد الذهب من السبائك والعملات الذهبية الموجودة لدى البنك المركزي وهو أصلا مخصص كغطاء للإصدار الورقي وكاحتياطي يمنح الثقة في العملية المحلية بالنسبة لعملات الدولة ومواجهة المدفوعات الخارجية نتيجة العجز في ميزان المدفوعات<sup>(2)</sup>.

ويستعمل الرصيد الذهبي لتغطية إصدار النقد القانوني ولكن نظرا لإهمال قاعدة الذهب فقد تقلص هذا الدور إلى حد بعيد، ويرجع الإعتماد على الذهب كأحد أهم مقابلات الكتلة النقدية لطبيعة الذهب ذاته

(1) مراد عبد القادر، دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1974-2003، رسالة ماجستير، تخصص نمذجة اقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010/2011، ص 37.

(2) فارس هياش، مرجع سبق ذكره، ص 218.

لأنه يتسم بخاصية مزدوجة فالذهب عنصر من عناصر الرصيد النقدي بالنسبة للمدفوعات الإستثنائية وفي نفس الوقت يعتبر مقابلا وغطاء للأرصدة بالنسبة للمدفوعات العادية (1).

#### ب- العملات الأجنبية:

يتكون رصيد العملات الأجنبية بشكل خاص من عملات الإحتياطي الدولي أو السيولة الدولية خاصة الدولار الأمريكي الذي يشكل الجزء الهام من وسائل الدفع للدولة أو السيولة الدولية بالإضافة إلى الذهب (2).

ويكون مصدر هذه العملات تصدير السلع والخدمات أو جلب الإستثمارات الخارجية أو حصول على القروض أو مساعدات من الخارج أو عن طريق ودائع أجنبية في البنوك الوطنية إضافة إلى فوائد ورؤوس الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج وعوائد اليد العاملة المهاجرة (3).

كما يمكن لهذه العملات أن تتسرب إلى الخارج إذ تم استيراد سلع وخدمات أجنبية أو تصدير رؤوس الأموال إلى الخارج إضافة إلى دفع فوائد رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة داخل البلاد وتحويلات اليد العاملة الأجنبية (4).

#### ج- القرض المقدم للإقتصاد:

تعتبر قروض الإقتصاد إحدى المقابلات لأن منحها يؤدي إلى زيادة كمية النقود المتداولة لكون هذه القروض تستخدم في القيام بعدة عمليات، وهناك طريقتين لتمويل الإقتصاد (5):

- عن طريق التمويل من البنوك الداخلية ( الإقتراض أو القروض) وهي طريقة مباشرة.

- تتمثل في قيام البنوك التجارية بخصم الأوراق التجارية المقدمة لها من طرف الأشخاص (أفراد ومؤسسات) مع وجود معدل الخصم وتؤدي هذه الطريقة إلى زيادة الكتلة النقدية ويستطيع البنك المركزي التدخل وذلك برفع أو تخفيض معدل الخصم تبعا لسياسة الحكومة المنتهجة.

(1) صبرينة بن عبدة، كريمة سليم، علاقة تغيرات أسعار البترول بالإستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1999، 2014)، مذكرة ماستر، تخصص مالية ونقود، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التجارة وعلوم التسيير، جامعة العربي تبسي، تبسة، 2016/2015، ص 11.

(2) محمد شريف إلمان، محاضرات في النظرية الإقتصادية الكلية ( الدول الإقتصادية الكلية، القطاع النقدي)، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص 66.

(3) صبرينة بن عبدة، كريمة سليم، مرجع سبق ذكره، ص

(4) محمد شريف إلمان، مرجع سبق ذكره، ص 67.

(5) مراد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 40.

د - القروض المقدمة للخرينة:

هي عبارة عن قروض تطبقها الخرينة من البنك المركزي والمؤسسات المالية والأفراد وتشمل القروض المقدمة إلى الخرينة العمومية مايلي (1):

- السندات العمومية الموجودة بمحفظة البنك: وتتمثل في عملية حجز مبلغ معين من النقود من قبل كل بنك لفائدة الخرينة العمومية.

- تسبيقات البنك المركزي: تلجأ الخرينة العمومية إلى البنك المركزي لطلب النقود وذلك لتغطية العجز في تحقيق النفقات العمومية.

- ذمم على الأفراد والمنشآت على الخرينة: تتمثل في الودائع التي يكونها الأفراد والمنشآت لدى شبكة الخرينة العمومية وذلك من خلال مختلف الحسابات المفتوحة لديها، حسابات تحت الطلب حسابات لأجل وسندات.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

يمكن إعطاء تعريف شامل لمصطلح أدوات السياسة النقدية على أنها " الوسائل المختلفة التي تستعين بها الدولة في إدارة حجم المعروض من النقد من خلال تدابير وإجراءات تهدف إلى تعظيم أهداف معينة" (2)، وتتعدد أدوات السياسة النقدية التي تمكن البنك المركزي من خلال التأثير على حجم المعروض النقدي ومعدل الفائدة وقابلية البنوك في منح الإئتمان ويمكن أن تصنف هذه الأدوات إلى نوعين: الأولى وسائل نوعية وتستههدف التأثير على حجم النقد، والثانية وسائل كمية وتهدف إلى تحديد الحجم الكلي للإئتمان، إضافة إلى أدوات أخرى.

المطلب الأول: الأدوات الكمية

يمكن تسميتها بالأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وهي عبارة عن مجموع من الإجراءات والتنظيمات التي تهدف بشكل غير مباشر على التأثير على مستوى الإئتمان (القروض) في إطار اقتصاد ما بهدف التأثير على تكلفة الحصول على الأموال والتأثير على مستوى السيولة النقدية (3)، والتي تعتمد على البنوك

(1) بشكير عابد، نمذجة قياسية اقتصادية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر (1970 - 2008)، رسالة ماجستير، تخصص الاقتصاد الكمي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2010/2009، ص 19.

(2) حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 63، جدة، 2006، ص 14.

(3) خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي النقود - البنوك التجارية - البنوك الإسلامية - السياسة النقدية - الأسواق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص 299.

المركزية وتشكل هذه الأدوات: سياسة معدل إعادة الخصم، سياسة السوق المفتوحة وسياسة الإحتياطي القانوني.

### أولاً: سياسة معدل إعادة الخصم

خلال القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين ظهرت سياسة معدل إعادة الخصم وتعد هذه الأداة من أقدم أدوات السياسة النقدية التي اعتمدها البنوك.

ويقصد به سعر البنك وهو الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي على إعادة خصم الأوراق التجارية ويمثل أيضا سعر الفائدة على القروض والسلف التي يقدمها البنك المركزي للبنوك التجارية<sup>(1)</sup>. ويعرف أيضا بسعر إعادة الخصم ويقصد به غالبا السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم ما لديها من أذون أو كمبيالات ويستطيع البنك المركزي من خلال تحكمه في سعر الخصم أن يؤثر على المستوى العام لأسعار الفائدة في السوق النقدي بوجه عام وبالتالي على القدرة الائتمانية للجهاز المصرفي<sup>(2)</sup>.

فإذا كان هناك تضخم يرفع البنك المركزي من أسعار الفائدة فتزداد تكلفة الإئتمان فترفع البنوك التجارية هذه التكلفة على عملائها، الشيء الذي يدفع البنوك التجارية وعمالها إلى التخفيض من حجم الإئتمان، أما إذا كان هناك إنكماش فإن البنك المركزي يخفض من سعر الفائدة وتشجيع الإقتراض ومن ثم زيادة وسائل الدفع في الإقتصاد<sup>(3)</sup>. ويترتب على ممارسة سياسة إعادة الخصم أثرتين مختلفتين هما الأثر الكمي والأثر النوعي: <sup>(4)</sup>

**الأثر الكمي:** إن المصارف التجارية بعد خلقها للنقد الكتابي هي بحاجة للنقد المركزي من أجل سيولتها حيث تقوم هذه البنوك المركزية بإعادة تمويل هذه المصارف، وتقوم عملية إعادة التمويل هذه بواسطة حسم جزء من محفظة سندات المصارف المذكورة، إذن فإعادة التمويل يترتب عنها أثرا كمي على الكتلة النقدية لأنها تؤدي إلى إصدار النقد بواسطة المصرف المركزي لحساب المصارف التجارية، والتي تمكنها من مواجهة التسربات النقدية الناتجة عن إصدارها أو خلقها للنقد.

**الأثر السعري:** بعد عملية إعادة حسم الأوراق المالية التي تقوم بها البنوك التجارية مقابل تسديد معدل معين يحدده منفردا أي من جانب واحد ويسمى هذا المعدل بمعدل الحسم للمصرف المركزي، حيث أن لهذه الأخيرة

(1) جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، ط01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2002، ص113.

(2) زيد عيوي، معجم مصطلحات الإدارة العامة عربي-انجليزي، ط01، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 187.

(3) محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ط 01، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003، ص 118.

(4) وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، ط 01، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000، ص ص 222، 223.

دورا رئيسيا في التأثير على معدلات الفائدة، على الاستدانة في القطاع الخاص أي معدلات الفائدة على القروض للاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى معدلات الفائدة على الاستدانة في القطاع العام .

### ثانيا: سياسة السوق المفتوحة

وتعني عمليات السوق المفتوحة دخول البنك بائعا أو مشتريا للأوراق المالية والحكومية والخاصة بهدف زيادة وتخفيض حجم السيولة المحلية لدى البنوك التجارية بالتأثير على مقدرتها في خلق الائتمان بشكل يتناسب مع مستوى النشاط الإقتصادي<sup>(1)</sup>. يتدخل البنك المركزي لمعالجة ظاهرة التضخم باتباع سياسة انكماشية بهدف امتصاص الفائض من الكتلة النقدية وذلك من خلال عرض ما يحوزه من أوراق مالية للبيع وبالتالي تقل مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان وخلق النقود ويقل المعروض النقدي، أما إذا كان الإقتصاد يعاني من ظاهرة الإنكماش فإن البنك المركزي يقوم بعمليات شراء الأوراق المالية الحكومية من البنوك التجارية ويدفع مقابل هذه الأوراق شبكات مسحوبة على البنك المركزي وهذه الشيكات تودع في البنوك التجارية وبالتالي تتوسع في حجم الائتمان وخلق النقود من الودائع ومن ثم زيادة المعروض النقدي<sup>(2)</sup>.

ويحقق الإعتماد على عمليات السوق المفتوحة عدة مزايا أهمها<sup>(3)</sup>:

- مرونة عمليات السوق المفتوحة كونها تتم بطريقة مباشرة دون الإعلان عنها.
- يملك البنك المركزي زمام المبادرة لما له من مكانة باعتباره بنك البنوك.
- يضمن البنك المركزي اختيار الأسواق الإنتاجية المطلوب تنشيطها من خلال عمليات السوق المفتوحة سواء كان ذلك في الأسواق الثانوية أو الأولية.
- يتم التعامل في الأسواق الثانوية بالسندات الحكومية وأذونات الخزينة القصيرة الأجل التي يسهل تداولها عدة مرات قبل حلول آجال استحقاقها لتوفر حجم كبير منها في السوق وتواجد عدد كبير من البائعين والمشتريين بحيث لا تؤثر عملية واحدة سواء بالشراء أو البيع على أسعارها بدرجة كبيرة.
- أما الأسواق الثانوية فلا تتوفر على مرونة كافية بنفس درجة الأسواق الثانوية إلا أن العمليات التي تتم فيها لها نفس التأثير وتأخذ الشكل الأولي في الوساطة في الدول ذات الأسواق المالية الأقل تطورا.

(1) هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص264.

(2) عبد الله عبد المطلب، اقتصاديات النقود والبنوك، ط01، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص279.

(3) محب خلة توفيق، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ط 01، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص 364، 365 .

ثالثاً: نسبة الإحتياطي الإجباري (القانوني)

هي النسبة التي يفرضها البنك المركزي على ودائع البنوك التجارية ويحتفظ بها لديه دون فوائد ويترتب على ذلك أنه كلما قام البنك المركزي برفع نسبة الإحتياطي القانوني للودائع قلت المبالغ التي يمكن البنوك التجارية التصرف فيها وبالتالي تقل قدرته على خلق الودائع<sup>(1)</sup>.

يحدد البنك المركزي نسبة الإحتياطي الإجباري حسب حجم الودائع حيث تحظى البنوك الصغيرة باحتياطي قانوني أقل من البنوك الكبيرة على عكس البنوك الكبيرة التي تحظى بخدمات قيمة جدا من طرف البنك المركزي فقد كانت هذه البنوك راغبة في دفع ثمن الإحتياطات القانونية الكبيرة للبقاء في النظام<sup>(2)</sup>.

في حالة أراد البنك المركزي خفض نسبة الإحتياطي القانوني يقوم بزيادة قدرة البنوك التجارية على منح الإئتمان وخلق النقود وبالتالي يزداد المعروض النقدي، أما إذا أراد البنك المركزي تخفيض عرض النقود من خلال تخفيض قدرة البنوك التجارية على خلق النقود أو خلق الودائع فإن البنك المركزي سيرفع نسبة الإحتياطي القانوني فيخفض المعروض النقدي وعلية تؤثر الإحتياطي القانوني على مضاعف الودائع<sup>(3)</sup>.

المطلب الثاني: الأدوات المباشرة النوعية

يتحدد الهدف الأساسي من استخدام أدوات الرقابة النوعية أو الكيفية في التأثير على نوعية الائتمان المصرفي وتلجأ البنوك المركزية للدول النامية إلى استخدام هذه الأدوات بسبب ضعف نمو الأسواق المالية والأجهزة المصرفية، وفيما يلي استعراض لأهم أدوات السياسة النقدية النوعية:

أولاً: سياسة تأطير القروض:

تتعلق سياسة تأطير القروض بإعطاء إجراءات وتوجيهات إرشادية للبنوك تتعلق بمقادير القروض وطريقة منحها ففي الفترات التي ينعدم فيها التوازن النقدي وتشيع الظواهر التضخمية تضع الدولة سياسة تأطيرية قسرية<sup>(4)</sup>.

ولقد تم التخلي عن هذه السياسة باعتبارها تحد من المنافسة في القطاع المصرفي ويشجع على التعامل في الإئتمان بغرض المضاربة بواسطة مقترضين غير منظمين إذا كان هناك تسرب في الإئتمان مما يجعل سياسة تغيير الهامش المطلوب غير فعالة.

(1) حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 149.

(2) محمد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط 01، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص 302.

(3) عبد الله عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص 277.

(4) خباياة عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 306.

ثانياً: السقوف الائتمانية

احتلت هذه السياسة مكانة مرموقة بين الأسلحة النقدية التي تبناها البنك المركزي عام 1992 حيث قام بتحديد حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة بالدينار والعملات الأجنبية من قبل البنوك المرخصة بما لا يزيد عن عشرة أضعاف رأس المال والإحتياطيات لديها، وتشير عبارة رأس المال المدفوع والإحتياطيات إلى الإلجبارية والإختيارية والأرباح المدورة<sup>(1)</sup>.

ثالثاً: السياسة الإنتقائية للقروض:

تهدف هذه السياسة إلى توجيه القروض إلى القطاعات التي تعتبرها السلطات النقدية أكثر للإقتصاد الوطني بحيث تقوم هذه السلطات بمنح بعض التسهيلات إلى القروض الخاصة بهذه القطاعات وهي تتخذ عدة أشكال نذكرها بصفة مختصرة كما يلي: <sup>(2)</sup>

- إقرار معدل إعادة خصم مفصل خاص بالأوراق الجارية المرتبطة بالقروض التي تطبقها القطاعات الإنتاجية.

- إمكانية إعادة الخصم الأوراق التي لا تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية.

- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف.

- تغيير مدة استحقاق القروض ومعدل فوائدها.

رابعاً: الإقناع الأدبي:

وتسمى أيضاً بسياسة المصارحة بحيث يحاول صانعو السياسة النقدية كثيراً التأثير على المصارف والمنشآت المالية الأخرى من خلال الإقناع الأدبي، حيث يحاول المسؤولون تغيير سلوك المنشآت المالية إلى الإتجاه المرغوب فيه حيث أن هذه السياسة لا تنتج أثارا إلى إذا دعمتها وسائل أخرى مثل تغيير سعر الخصم أو نسبة الإحتياطي القانوني ومن هنا فالإدارة النقدية لا تستطيع تغيير سلوك المنشآت المالية والمصارف من خلال التهديد الشفهي أو ما تقدمه من نصائح ومواعظ<sup>(3)</sup>.

ولكي تنجح سياسة الإقناع الأدبي يجب توفر شرطين أساسيين هما:

- مدى أهمية البنك المركزي بالنسبة للبنوك الأخرى.

- مدى التعاون بين البنوك التجارية والبنوك المركزية.

<sup>(1)</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، ط01، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 202.

<sup>(2)</sup> خياطة عبد الله، مرجع سبق ذكره ص306.

<sup>(3)</sup> عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، ط02، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999، ص ص212، 213.



المطلب الثالث: أدوات أخرى للسياسة النقدية

إلى جانب الأدوات السابقة الذكر، هناك أدوات أخرى يستخدمها البنك المركزي لتحقيق أهداف السياسة النقدية وزيادة فعاليتها، حيث يضطر البنك إلى استخدام وسائل أخرى للرقابة والتي يستطيع من خلالها أن يرسم الطريق الذي يجب أن تسلكه المصارف التجارية في مجالات الإقراض والتوظيف، وتتنحصر هذه الأدوات فيما يلي: (1)

أولاً: إصدار التوجيهات والتعليمات

يقوم البنك المركزي بإصدار مجموعة من الأوامر والتعليمات المباشرة للبنوك التجارية حيث تكون ملزمة بتنفيذها وإلا تعرضت للعقوبات من طرفه، كتحديد الائتمان الممنوح أو نوعه أو كيفية استخدامه، مما يمكنه من رقابة مباشرة تضمن تدفق كمية النقود إلى المجال المطلوب، ويحقق هذا الأسلوب نجاحاً في الرقابة على الائتمان وخاصة في البلدان المتخلفة التي لا تتجح أساليب الرقابة الكمية والنوعية في تحقيقها.

ثانياً: الإعلام

"و يكون ذلك عن طريق قيام البنك المركزي بإعلان سياسته النقدية المستقبلية من خلال إظهاره لمختلف الاستراتيجيات التي يريد إتباعها معبرا على ذلك بالوقائع والإجراءات التي سيتخذها، ويكون هذا الإعلام بوضع كل الحقائق والأرقام عن الاقتصاد الوطني أمام الرأي العام كتفسير وأدلة للأسباب التي جعلته يتبنى سياسة معينة للتوجه نحو الائتمان، ويعمل هذا الإعلام على زيادة ثقة الجمهور بالإجراءات والسياسات الاقتصادية الموضوعة من قبل السلطات.

ثالثاً: الجزاءات:

يلجأ البنك المركزي لهذه الجزاءات لتحسين تنفيذ السياسة النقدية من طرف البنوك التجارية والمؤسسات التنفيذية والمالية، وتتخلص هذه الجزاءات في الحرمان من التمويل والحصول على القروض ومنح السيولة أو في فرض تكاليف أعلى أو أقل على عمليات الائتمان المطلوب.

رابعاً: عملية التفتيش المباشر:

يقوم البنك المركزي بعملية التفتيش المباشر على عمليات المصارف بصفة دورية كلما اقتضى الأمر ذلك لمعرفة مدى تطبيق المصارف التجارية للتعليمات والأوامر الموجهة إليها من طرف البنك المركزي كما يتلقى

(1) إكن لونيس ، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000 - 2009)، رسالة ماجستير، فرع نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010/2011، ص 61.

البنك المركزي تقارير عن أنشطة البنوك السنوية التي تبين حالة المصارف وسيولتها وحجم الودائع والقروض. (1)

### المبحث الثالث: قنوات السياسة النقدية

تعتبر قنوات السياسة النقدية إحدى الآليات التي يتم من خلالها انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الإقتصادي حيث تبنتها الكثير من الإقتصاديات بالإتفاق مع صندوق النقد الدولي وتتغير طبيعة هذه القنوات وفعاليتها تبعا لتغير الظروف الإقتصادية.

#### المطلب الأول: قناة سعر الفائدة

تشكل أسعار الفائدة المميزة لانتقال أثر السياسة النقدية في الفكر الكينزي وخاصة في إطار النموذج IS-LM الذي يمثل التوازن في سوق السلع والخدمات وسوق النقد، حيث يؤدي انخفاض معدل الفائدة الإسمي في ظل السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية للمدى الطويل والقصير، وتؤثر معدلات الفائدة الحقيقية بدورها على انخفاض تكلفة استثمار الذي يؤثر بدوره على قرارات الإستثمار فيزيد الطلب على الإستثمار، ومن ثم الإنتاج وتحدث الآثار العكسية في حالة السياسة النقدية الإنكماشية وتجدر الإشارة إلى أن معدل الفائدة الحالي للمدى الطويل يساوي المتوسط المرجح لمعدلات الفائدة القصيرة الأجل المتوقعة(2).

أما في حالة اتباع السياسة نقدية انكماشية فهذا سيؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة الإسمي والحقيقي معا مما يؤدي إلى رفع تكلفة رأس المال وبالتالي تتخفض نفقات الإستثمار وينخفض الإنتاج، ويمكن التعبير عنها كما يلي:

#### 1- في حالة سياسة توسعية:

$$M \uparrow \Rightarrow ir \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

#### 2- في حالة سياسة انكماشية:

$$M \downarrow \Rightarrow ir \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

(1) لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية قياسية للآثار الإقتصادية، ط 01، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2010، ص 80.

(2) بقيق ليلي اسمهان، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتنا الداخلية، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015/2014، ص ص 117، 118.

المطلب الثاني: قناة سعر الصرف

تأخذ قناة سعر الصرف مكانة كبيرة ضمن السياسة النقدية إلى جانب قناة سعر الفائدة خاصة لتلك الدول التي تبحث عن استقرار وارتفاع سعر صرف عملتها، كما أنها تستخدم كوسيلة لتنشيط الصادرات لعدد كبير من الدول النامية واستقطاب الإستثمار الأجنبي من طرف الدول المتقدمة وبعض الدول النامية. وتعمل قناة أسعار الصرف إلى جانب أسعار الفائدة حيث أن انخفاض أسعار الفائدة الحقيقي يقلل من استقطاب الودائع الوطنية مقارنة بالودائع بالعملة الأجنبية، وبالتالي حدوث تدهور في قيمة العملة الوطنية ( $E \downarrow$ ) فيصاحبه انخفاض في أسعار السلع الوطنية مقارنة بالسلع المسعرة بالعملة الأجنبية وبالتالي سيؤدي إلى زيادة في صافي الميزان التجاري ( $Nx$ ) ومنه زيادة في الإنتاج الكلي ( $Y$ ) بحيث يجب أن لا يكون الإنخفاض في أسعار الفائدة مضرا بقيمة العملة الوطنية ويمكن إبراز هذه القناة كما يلي:

$$M \uparrow \Rightarrow ir \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1)$$

أما في حالة إتباع سياسة انكماشية فيخفض عرض النقود وترتفع أسعار الفائدة الحقيقية في الإقتصاد الوطني مقارنة عنها في الخارج وهو ما يؤدي إلى جلب رؤوس الأموال الأجنبية ورفع الطلب على العملة المحلية وبالتالي تزيد قيمتها مما يؤثر على الحساب الجاري للصادرات في ميزان المدفوعات فينخفض معدل النمو الناتج المحلي الإجمالي مما يعرض الإقتصاد الوطني لحالة الكساد<sup>(2)</sup>.

المطلب الثالث: قناة الإئتمان المصرفي

تشير هذه القناة إلى حجم الإئتمان وتعتبر أحد المتغيرات المهمة بالنسبة للسياسة النقدية وذلك لعلاقتها الوطيدة بحجم الإنفاق الكلي<sup>(3)</sup>، وتنقسم إلى قناتين أساسيتين هما:

- قناة الإقراض المصرفي.

- قناة ميزانية المؤسسات.

3-1: قناة الإقراض المصرفي

من خلال هذه القناة فإن إتباع سياسة نقدية توسعية يزيد من حجم الإحتياطات والودائع لدى البنوك مما يزيد من حجم القروض البنكية فتزيد نفقات الإستثمار ويزيد الناتج المحلي الإجمالي ويمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

(1) إكن لونيس، مرجع سبق ذكره، ص 84.

(2) بناني فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص 138.

(3) حسن علي العمر، قنوات تأثير السياسة النقدية حالة الكويت، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 03، العدد 12، أكتوبر 2009، ص 253.

$$M \uparrow \Rightarrow \text{Dépôt bancaire} \uparrow \Rightarrow \text{Prêt Bancaire} \uparrow \Rightarrow N \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

أما في حالة إتباع سياسة انكماشية سينخفض العرض النقدي مما يؤدي إلى انخفاض حجم الودائع لدى المصارف ومنه ينخفض حجم الإئتمان المصرفي الممكن تقديمه مما يقلل من الإستثمار وبالتالي الحد من النمو، ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$M \downarrow \Rightarrow \text{Dépôt bancaire} \downarrow \Rightarrow \text{Prêt bancaire} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

3-2- قناة ميزانية المؤسسات:

إن اتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى زيادة أسعار الأوراق المالية الذي يؤدي بدوره إلى زيادة صافي ثروات شركات قطاع الأعمال والقطاع العائلي ويحسن من مركزهم المالي، مما يدفع إلى زيادة الإنفاق الإستثماري والإستهلاكي فيزيد الطلب الكلي وهذا ما يؤثر إيجاباً على الناتج<sup>(1)</sup>.

ولقد قدم F.S.Mishkin ثلاث طرق لانتقال أثر السياسة النقدية عن طريق قناة ميزانيات المؤسسات<sup>(2)</sup>:

$$M \downarrow \Rightarrow PE \downarrow \Rightarrow \text{Sélection adverse et aléa de moralité} \uparrow \Rightarrow \text{prêts} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

تحدث السياسة النقدية الإنكماشية انخفاضا في أسعار الأوراق المالية مما يؤثر سلباً على وضعية ميزانياته وينتج عن هذا الإنخفاض في الإستثمارات وبالتالي الطلب الكلي.

$$M \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow \text{Trésorerie} \downarrow \Rightarrow \text{Sélection adverse et aléa de moralité} \uparrow \Rightarrow \text{prêts} \downarrow$$

$$I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

تؤدي السياسة النقدية الإنكماشية إلى ارتفاع أسعار الفائدة مما يؤثر على وضعية ميزانيات المؤسسات وتحدث نفس النتائج وفق الصيغة السابقة:

$$M \downarrow \Rightarrow P \downarrow \Rightarrow \text{Non anticipée} \downarrow \Rightarrow \text{Sélection adverse et aléa de moralité} \uparrow$$

$$\text{prêts} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

(1) توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والإقتصاد، ترجمة أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004، ص 562، 563.

(2) طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الإجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2005، ص 75.

المطلب الرابع: قناة أسعار الأصول

وهذه القناة هي تعبير عن وجهات نظر أنصار المدرسة النقدية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الإقتصاد حيث يعتبرون أن تأثير السياسة النقدية على الإقتصاد ينتقل عبر قناتين قناة تويين للإستثمار (العلاقة بين القيمة البورصية للمؤسسات ومخزون رأس المال)، وقناة أثر الثروة على الإستهلاك<sup>(1)</sup>.

4-1- قناة أثر الثروة على الإستهلاك:

وهي تمثل القناة الثانية لانتقال السياسة النقدية عن طريق أسعار الأوراق المالية في أثر الثروة على الإستهلاك، ففي حالة السياسة النقدية التوسعية ترتفع قيمة أسعار الأسهم فتزيد قيمة الثروة المالية وعليه فإن الموارد الإجمالية للمستهلكين ترتفع وفي نفس الوقت يرتفع الإستهلاك فينعكس ايجابيا على نمو الناتج الوطني، أما في حالة انتهاز سياسة نقدية انكماشية فإن عرض النقود ينخفض وبالتالي انخفاض قيمة الثروة لدى الجمهور وهو ما يؤدي إلى نقص الإستهلاك، وهذا سيؤثر على نمو الناتج الوطني سلبا.

وتعطي العلاقة النهائية لقناة أسعار الأصول كما يلي: (2)



4-2 نظرية تويين للإستثمار:

وتسمى نسبة أو معامل q وهي نظرية تتوقف على نسبة القيمة السوقية للأصل (H) إلى تكلفة استبدال رأس المال (R) و يعبر عنها بالعلاقة التالية:  $Q=M/P$ .

فإذا كان معامل q مرتفعا فهذا يعني أن القيمة السوقية للمؤسسات مرتفعة مقارنة بتكلفة تجديد رأس المال إلى جانب ذلك تكون الإستثمارات الجديدة المنتجة أقل تكلفة مقارنة بالقيمة السوقية للمؤسسات، أما إذا كان معامل q منخفضا فإن ذلك يعني أن المؤسسات لا تبحث عن امتلاك آلات جديدة لأن قيمتها السوقية منخفضة أو ضعيفة مقارنة بتكلفة استبدال رأس المال.

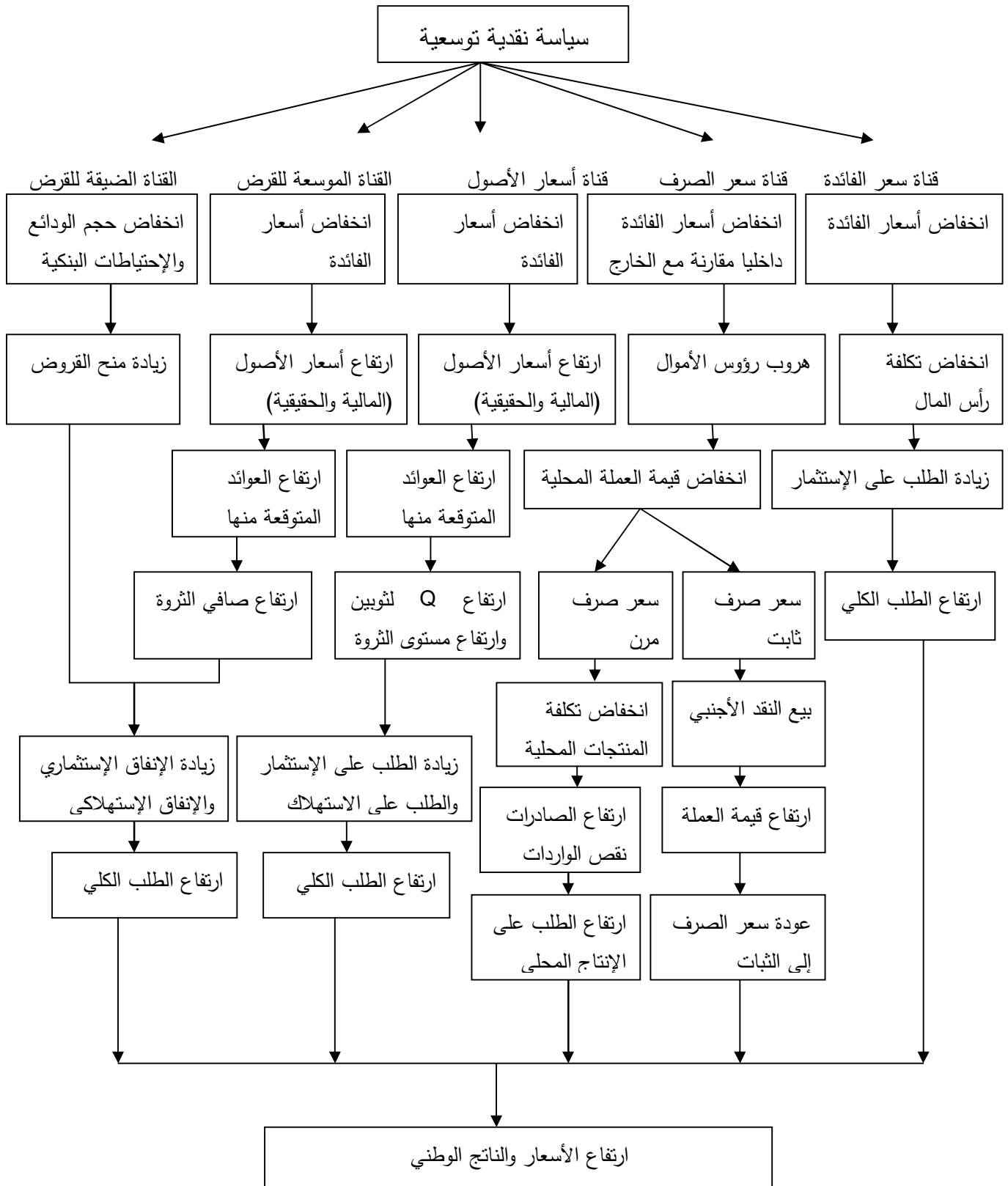
إن تخفيض العرض النقدي M أدى إلى انخفاض أسعار السندات PE، مما تؤدي إلى انخفاض معامل تويين q ومنه نفقات الإستثمار I والدخل y، والمخطط التالي يبين آلية انتقال أثر السياسة النقدية عن طريق قناة الإستثمار لتويين.

والمخطط التالي يبين آلية انتقال أثر السياسة النقدية عن طريق قناة الإستثمار لتويين.

(1) ضيف أحمد، الإقتصاد وأسواق رأس المال، محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، 2016/2015، ص55.

(2) المرجع السابق، ص55.

الشكل رقم (1): آلية عمل قنوات السياسة النقدية



المصدر: بقبق ليلي اسمهان، مرجع سبق ذكره، ص 125.

المبحث الرابع: أهداف السياسة النقدية

ولتحقيق هذه الأهداف لابد من استراتيجية يتبعها البنك المركزي وتقوم استراتيجية السياسة النقدية على تحديد الأهداف الأولية التي تؤثر بدورها على الأهداف الوسيطة والتي تمكن من تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية، وتعمل السياسة النقدية إلى تحقيق عدة أهداف تمس مختلف الجوانب والتي تختلف من دولة إلى أخرى وفقا لوضعها الإقتصادي والإجتماعي والنظم الإقتصادية السائدة.

المطلب الأول: الأهداف الأولية

تعتبر الأهداف الأولية متغيرات يحاول البنك المركزي التأثير بها على الأهداف الوسيطة، وتتكون الأهداف الأولية من مجموعتين من المتغيرات هما<sup>(1)</sup>:

أولاً- مجتمعات الاحتياطيات النقدية:

تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور والاحتياطيات المصرفية، كما أن النقود المتداولة تضم الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع، أما الاحتياطيات المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي وتضم الاحتياطيات الإجبارية والاحتياطيات الإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك. أما الاحتياطيات المتوفرة للودائع الخاصة فهي تمثل الاحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطيات الإجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى. أما الاحتياطيات غير المقترضة فهي تساوي الاحتياطيات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطيات المقترضة(كمية القروض المخصومة) .

ثانياً- ظروف سوق النقد:

وهي المجموعة الثانية من الأهداف الأولية التي تسمى ظروف سوق النقد وتحتوي على الاحتياطيات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقترضين ومساهماتهم في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقتراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة البنكية هو سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة ليوم أو اثنين بين البنوك.

والاحتياطيات الحرة تمثل الاحتياطيات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطيات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض، وتكون الاحتياطيات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطيات الفائضة أكبر من الاحتياطيات المقترضة وتكون سالبة إذا كانت المقترضة أكبر من

(1) صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 124.

الاحتياطات الفائضة، كما استعملت ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدلات الفائدة على أدونات الخزينة والأوراق التجارية ومعدل الفائدة الذي تفرضه البنوك على أفضل العملاء، ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

### المطلب الثاني: الأهداف الوسيطة

هي مجموعة من المتغيرات تضم احتياطات البنوك وسعر الفائدة قصيرة الأجل في سوق ما بين البنوك والمعروض النقدي ولكن معظم المتغيرات الوسيطة ترتبط مع بعضها البعض. فالتغير في احتياطات البنوك يرتبط بالتغير في الودائع البنكية ومن ثم المعروض النقدي<sup>(1)</sup>.

وتستخدم السياسة النقدية الأهداف الوسيطة نظرا لفوائدها وهي<sup>(2)</sup>:

- تمثل الأهداف الوسيطة متغيرات نقدية وعليه يمكن للمصارف المركزية أن تؤثر في هذه المتغيرات وبإمكان السياسة النقدية أن تؤثر على تقلبات المجمعات النقدية على سعر الصرف وعلى معدلات الفائدة.
  - تعتبر الأهداف الوسيطة بمثابة إعلان عن إستراتيجية للسياسة النقدية بإعلان البنك المركزي عن أهدافه الوسيطة فإنه يريد:
  - إعطاء الوكلاء الإقتصاديين إطارا مرجعيا لتركيز وتوجيه توقعاتهم سواء كانوا مقيمين أو غير مقيمين.
  - الإلتزام بالتحرك في حالة عدم بلوغ هذه الأهداف الوسيطة بوضوح.
  - يشترط بالأهداف الوسيطة أن يكون الهدف الوسيط عاكسا جيدا للهدف النهائي المنشود وتكون الأهداف واضحة وسهلة الإستجاب بين المتعاملين وأن تكون قابلة للضبط من قبل البنك المركزي.
- وهناك ثلاث نماذج أساسية للأهداف الوسيطة وتتمثل في:

### 2-1- معدل الفائدة كهدف وسيط:

يتم اللجوء لمعدل الفائدة كهدف وسيط وذلك قصد تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية حيث يعتبر معدل الفائدة أحد المحددات الهامة لسلوك المؤسسات والأفراد ويرتبط بنمو الكتلة النقدية وعلى السلطات النقدية أخذه بعين الإعتبار.<sup>(3)</sup>

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 194.

(2) وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص ص 193، 194.

(3) عبد القادر خليل، مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني، ط 02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص



ويطرح هذا الهدف مشاكل عديدة من بينها مشكلة تحديد المستوى الأمثل لمعدل الفائدة وقد أثار هذا المشكل اختلاف بيت النظرية النقدية والكينزية حيث يرى الإقتصاديون النقديين أن معدلات الفائدة تتأثر بتغيرات الطلب على النقد، بمعنى في فترات الرواج الإقتصادي تميل معدلات الفائدة إلى الإرتفاع في حين أنها تنخفض في فترات الكساد على عكس الكينزيين.

وعليه تسعى السلطات النقدية لتحقيق مستويات ملائمة لمعدل الفائدة يكون أكبر من معدلات التضخم مع ضمان استقرار معدل الفائدة وذلك يوفر معدل نمو اقتصاد مقبول ويقال من البطالة.

## 2-2- سعر الصرف كهدف وسيط:

سعر الصرف هو مؤشر نموذجي حول الأوضاع الإقتصادية لبلد ما وذلك بالحفاظ على هذا المعدل عند مستوى قريب يعادل القدرات الشرائية وتتدخل السلطات النقدية لرفع معدل صرف النقد اتجاه العملات الأخرى وهو ما يحقق الهدف النهائي للسياسة النقدية، وعندما يتخذ معدل الصرف كهدف وسيط فإنه يظهر العديد من العيوب لأن أسواق الصرف ليست منتظمة فهي تتعرض لتقلبات ومعدل الصرف يلعب دورا مهما في معرفة الإستراتيجية الإقتصادية والمالية لحكومة ما<sup>(1)</sup>.

وعليه تعمل أسعار الصرف على تحسين وضعية ميزان المدفوعات وتحقيق الإستقرار الإقتصادي وتجنب تعرض البلد لتقلبات المضاربة من خلال رفعه أو خفضه من طرف السلطات النقدية.

## 2-3- المجمعات النقدية:

هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان ومن بين وسائل التوظيف تلك التي يمكن تحويلها ببسر وسرعة ودون مخاطر خسارة في رأس المال إلى وسائل الدفع، ويرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الإقتصاد ودرجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات<sup>(2)</sup>.

ويهتم النقديون بالحفاظ على معدل نمو ثابت من النقد كهدف وسيط تتراوح ما بين 3% و 5%.

وتحدد كمية النقود عبر ثلاث مستويات هي  $M1, M2, M3$ :<sup>(3)</sup>

$M1$ : النقد المتداول + الشيكات السياحية + الودائع تحت الطلب.

(1) مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص ص 127، 128.

(2) عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصاديات الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 64.

(3) غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر، الأردن، 2002، ص 79.

M<sub>1</sub>:M<sub>2</sub> + الودائع الزمنية لفترة قصيرة + الودائع الادخارية + حسابات ودائع سوق النقد + أسهم صناديق سوق النقود التعاونية.

M<sub>2</sub> : M<sub>3</sub> + الودائع الزمنية طويلة الأجل + اتفاقيات إعادة الشراء + اليورو دولار.

### المطلب الثالث: الأهداف النهائية

الأهداف النهائية للسياسة النقدية هي تلك المؤشرات التي يسعى بلد ما إلى تحقيقها في إطار الأهداف الاقتصادية الكلية، وتتميز هذه الأهداف بـ(1):

- عدم تعارض الأهداف ونجدها تتوسع في الدول النامية وتضيق بالدول المتقدمة.
- علاج التقلبات الاقتصادية.
- الإستجابة لمتطلبات القطاعات الاقتصادية.

ويمكن عرض مجمل أهداف السياسة النقدية فيما يلي:

### 3-1 - استقرار المستوى العام للأسعار:

ويمثل الهدف المركزي للسياسة النقدية من خلال مراقبة الإئتمان المصرفي فحدوث تغير في الأسعار يحدث أضرار جسيمة بفئة الدائنين والمدنيين، وعليه تسعى السلطات النقدية إلى المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية.

وتتحصّر هذه الغاية في العمل على محاربة التغيرات المستمرة والعنيفة في مستوى الأسعار نظرا لأي تغيرات كبيرة في مستويات الأسعار من العوامل التي تؤثر سلبا على قيمة النقود وبالتالي آثار ضارة على مستوى الدخل والثروات وتخصيص الموارد الاقتصادية بين الفروع الإنتاجية وبالتالي الأداء الاقتصادي(2).

### 3-2 - تحديد معدل عال من النمو الاقتصادي:

إن استخدام عناصر عالية للإنتاج سيؤدي إلى ارتفاع معدلات النمو ويتحقق ذلك من خلال تشجيع الإستثمارات أي أن معدلات نمو مرتفعة تتطلب معدلات استثمارية عالية ويكون ذلك بتقديم حوافز تشجيعية للإستثمار مثل تخفيض الضرائب وتقديم الإعانات الاقتصادية بالإضافة إلى توفير بنية تحتية ملائمة(3).

(1) عبد القادر خليل، مرجع سبق ذكره، ص 154.

(2) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 187.

(3) عبد الله الطاهر، موفق علي خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط 02، مركز يزيد للنشر، مؤتمة، 2006، ص ص 328،

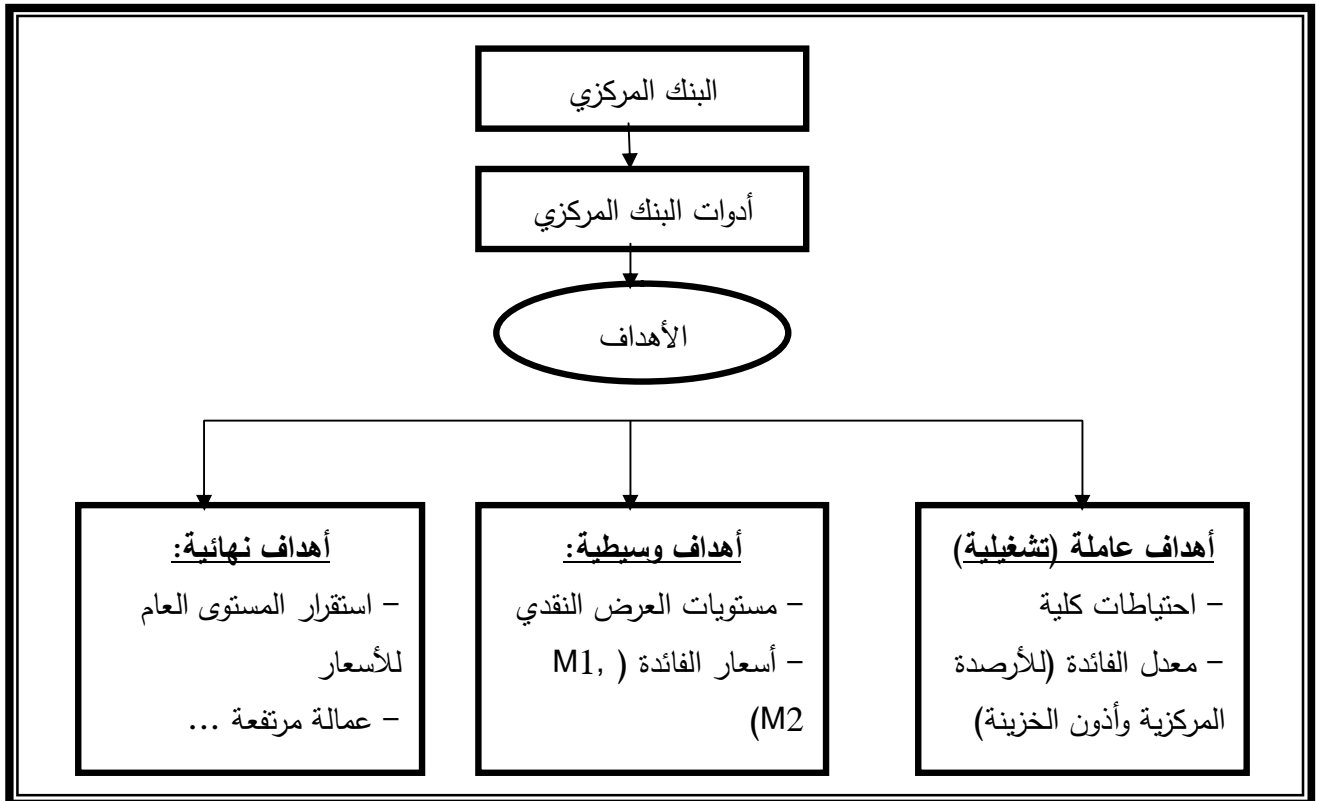
3-2- العمالة الكاملة:

تمثل مقدمة الأهداف النهائية للسياسة النقدية أي تحقيق التشغيل الكامل والإستغلال الأمثل لجميع الموارد المتاحة في المجتمع، فعدم استغلال الموارد الإقتصادية الإستغلال الأمثل أو تعطل بعض الموارد عن العمل يترتب عليه خسارة الإقتصاد ويعني تحقيق هدف العمالة الكاملة تحقيق معدل بطالة منخفض يتراوح ما بين 3% إلى 5%.(1)

3-4- تحسين ميزان المدفوعات:

تلعب السياسة النقدية دورا مهما في تحسين ميزان المدفوعات وذلك من خلال العمل على رفع سعر الفائدة لجلب رؤوس الأموال الأجنبية للتحرك إلى داخل البلد وإتباع نظام صرف أجنبي مناسب يؤدي إلى تشجيع الصادرات والحد من الواردات، فتخفيض سعر الصرف يحسن الميزان التجاري إذا نجح في زيادة الصادرات البلد وخفض الواردات(2).

الشكل رقم (2): استراتيجية البنك المركزي لتحقيق الأهداف النهائية



المصدر: عبد القادر خليل، مرجع سبق ذكره، ص 163.

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 195.

(2) هبل عجمي جميل الجنابي، زمين ياسين يسع أرسلان، مرجع سبق ذكره، ص 260.

## خلاصة الفصل:

حظيت السياسة النقدية باهتمام العديد من المفكرين الإقتصاديين حيث تباينت أفكارهم وآرائهم ولذا عرفت العديد من التعاريف ويمكن إعطاء تعريف شامل لها بأنها مجموعة من الإجراءات والتدابير التي يقوم بها البنك المركزي من خلال الرقابة على النقد لتحقيق أهداف السياسة الإقتصادية، وقد مرت بعدة مراحل الأولى ظهرت مع بداية القرن التاسع عشر التي لم يكن لها أثر على النشاط الإقتصادي من المنظور الكلاسيكي، ثم المرحلة الثانية التي تزامنت مع ظهور الفكر الكينزي التي تميزت بإعطاء أهمية كبيرة للسياسة المالية في حين أصبحت السياسة النقدية ثانوية بإعتبارها أقل فعالية، تلاها الفكر النيوكلاسيكي الذي أعاد الإعتبار للسياسة النقدية والذين اعتبروها أكثر فعالية وتراجع أهمية السياسة المالية.

ولضمان فعالية السياسة النقدية يستعمل البنك المركزي مجموعة من الأدوات للتأثير على بعض المتغيرات وتصنف إلى أدوات كمية وأدوات نوعية إضافة إلى بعض الأدوات الأخرى المتمثلة في تقديم النصائح للمؤسسات المصرفية والمالية، وتنتقل السياسة النقدية إلى الإقتصاد عبر عدة قنوات أهمها قناة سعر الفائدة وتستعمل هذه القنوات للتأثير على النشاط الإقتصادي ومعدلات النمو، وترمي السياسة النقدية لتحقيق عدة أهداف أولية ونهائية تمس جوانب مختلفة والتي تختلف من دولة إلى أخرى وفقا لوضعها الإقتصادي.

## الفصل الثاني: سياسة التيسير الكمي والعملات

### الإحتياطية

المبحث الأول: نشوء التيسير الكمي

المبحث الثاني: مفهوم التيسير الكمي

المبحث الثالث: أثر التيسير الكمي على بعض

المتغيرات الإقتصادية

المبحث الرابع: مدخل عام للعملات الإحتياطية

تمهيد:

مع تزايد المشكلات الاقتصادية وتعمق أثرها في الدول والمجتمعات، شهد العالم برمته والاتحاد الأوروبي خاصة أزمة مالية حادة تعتبر من أشد الأزمات التي عرفها الإقتصاد العالمي سنة 2008، والتي تتدرج ضمن سلسلة الأزمات المالية التي ميزت النظام الرأسمالي حيث عرفت نموا بطيئا وبطالة مرتفعة، أجبرت العديد من البنوك المركزية وعلى رأسها الاحتياطي الفيدرالي على تحفيز الإقتصاد من خلال إتباع سياسة التيسير الكمي، بعد أن فشلت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إحداث الأثر المتوقع منها في دفع مستويات النشاط الإقتصادي بصفة خاصة الإنفاق الإستثماري لقطاع الأعمال الخاص، حيث أصبح بنك الاحتياطي الفيدرالي أو أي بنك مركزي مهتم بهذا الأمر يستخدم سياسة التيسير الكمي، من خلال طباعة الأموال و من ثم شراء السندات أو الأصول المالية الأخرى.

وفي هذا الإطار قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كما يلي:

المبحث الأول: نشوء التيسير الكمي

المبحث الثاني: مفهوم التيسير الكمي

المبحث الثالث: أثر التيسير الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية

المبحث الرابع: مدخل عام حول العملات الاحتياطية

## المبحث الأول : نشوء التيسير الكمي

لجأت العديد من الدول الغربية في السنوات الأخيرة عند معالجتها للأزمة المالية والإقتصادية إلى سياسة التيسير الكمي، وقد كانت اليابان من أول الدول التي بدأت بتطبيق هذه السياسة في العالم في حين بدأت البنوك المركزية في الو.م.أ وأوروبا بالتوسع في انتهاج هذه السياسة خلال السنوات الماضية، وفيما يلي استعراض لأهم المحطات التي مر بها التيسير الكمي في هذه الدول.

### المطلب الأول: نشأة التيسير الكمي في اليابان

بمجرد ما نمعن النظر في التاريخ فسوف نجد أن بنك اليابان أول من شرع في استخدام هذا المفهوم الجديد في الاقتصاد النقدي، مستهدفاً من ورائه محاربة فترة مخيبة للآمال من الركود الاقتصادي والانكماش الذي عرفها العالم سنة 2001 والتي استمرت حتى سنة 2006، حيث كانت أسعار الفائدة في تلك الفترة تساوي 0.0 % ولذلك فقد اضطر البنك المركزي لتنفيذ بعض الطرق الجديدة والتي كان يرجو من خلالها محاربة موجة الانكماش الذي أصاب البلاد<sup>(1)</sup>، وتشير تجربة اليابان مع التيسير الكمي إلى تأثير شبه محايد لهذه السياسات حيث لم يعاني الين الياباني من تراجع ملموس في معدلات صرفه بل شهدت معدلات صرف الين بعض الارتفاع عند نهاية فترة تطبيق هذه السياسة.<sup>(2)</sup>

ومع حالة الركود الاقتصادي والانكماش الذي عاشه اليابان لجأ البنك المركزي الياباني إلى بعض الخطط الاقتصادية البديلة لمواجهة الأزمة الاقتصادية وعلى رأسها إجراءات خاصة بالتيسير الكمي، ولكن فور البدء به ارتفع في السنة الأولى زوج الدولار أمام الين بحوالي 18,5% حيث شهد الين حالة من الضعف أمام الدولار الأمريكي وانخفض مؤشر نيكي الياباني بنسبة 22%، وبدأ المؤشر بالتعافي بحوالي 20% ليبدأ الاقتصاد الياباني في التعافي من جديد بعد زيادة السيولة في الاقتصاد وزيادة النقود في الدولة.<sup>(3)</sup>

ولقد كانت سياسة بنك اليابان تعتمد على ثلاث ركائز وهي :

- المحافظة على عرض جيد للسيولة باستخدام أرصدة الحساب الجاري لدى البنك .

(1) مقالات تعليم الفوركس، التيسير الكمي والتسهيل الكمي، نقلا عن الرابط

<http://www.pandainvesting.com/quantitative-easing> consulter le 24/02/2017 11:05

(2) سعود بن هاشم جليدان، تأثير سياسات التيسير الكمي على معدل صرف العملة، نقلا عن الرابط:

<http://www.Startimes.com> consulter le 24/02/2017 14:15

(3) مدير تعلم تجارة العملات، مقال متوفر على الرابط <http://tegortetaamlar.ae> consulter le 22/02/2017 12:08

- المحافظة على عرض جيد للسيولة بهدف زيادة مؤشر أسعار المستهلك الأساسية .
- زيادة المشتريات الحالية من سندات الحكومة اليابانية الطويلة الأجل عندما تكون هناك حاجة للسيولة.

ومن أهم نتائج تجربة التيسير الكمي في اليابان أنها أسهمت في خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل، كما ساعدت المصارف الأضعف في الصمود وقت الصدمات المالية، أما أهم مساوئها أنها أخرت التصحيح الهيكلي اللازم لاتخاذها لإنقاذ الاقتصاد الياباني، ومن أهم النتائج لسياسة التيسير اليابانية أنها أسهمت في استقرار النظام المصرفي من خلال خفض تأثير الأصول الغير جيدة أو المشكوك في تحصيلها في النظام المصرفي، وذلك من خلال رفع كميات السيولة فوق المستويات المطلوبة، كما أسهمت في إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع عمليات الاستهلاك والاستثمار، وقد انتقدت اليابان لأنها لجأت للتيسير الكمي قبل التوسع المالي وهذا ما أخر وقلل من تأثير السياسات النقدية، كما أن طبيعة الاقتصاد الياباني المعتمد على الصادرات كمحرك للاقتصاد قللت من تأثير التيسير الكمي.

ومن الدروس المهمة من التجربة اليابانية أن تدخل المصارف المركزية يجب أن يكون قويا وحازما وقد تكون سياسات التيسير الكمي الملاذ الأخير الذي يمكن للمصرف المركزي اتخاذه في حالة الخوف من كساد الأسعار والركود الذي قد يؤدي إلى الكساد الاقتصادي<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: نشوء التيسير الكمي في الو.م.أ

لقد نال استخدام التيسير الكمي رواجاً في 2008 عقب الأزمة المالية التي حصلت في الو.م.أ فبعدما باءت محاولة البنك الاحتياطي الفدرالي لخفض معدلات الفائدة بالفشل لتصل إلى معدل الصفر وربع نقطة مئوية كان الحل الوحيد لهذه المشكلة هو التيسير الكمي.

ويحتفظ البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ما بين 700 مليار دولار و 800 مليار دولار أمريكي من أدوات الخزينة في ميزانيته العمومية قبل فترة الركود الاقتصادي، كما قام هذا الأخير بشراء أصول وسندات الخزينة بقيمة 2,11 تريليون دولار أمريكي بمحاولة تحفيز الشركات على الاستثمار وكانت الإستراتيجية ناجحة حيث تمكن الفدرالي لاحقاً من تحقيق أرباح ضخمة بعد بيعه للأصول التي اشتراها سابقاً من الشركات قبل حصول الأزمة المالية العالمية.

(1) سعود بن هاشم جليدان، تجربة التيسير الكمي اليابانية في الميزان، مقال متوفر على الرابط:



ولقد مر تطبيق سياسة التيسير الكمي من طرف الاتحادي الفدرالي في الاقتصاد الأمريكي بثلاث جولات هي:

### الجولة الأولى: من 25 نوفمبر 2008 إلى مارس 2010

لقد أطلق بنك الاحتياطي الفدرالي QE1 في وقت متأخر في شهر نوفمبر 2008 ردا على الأزمة المالية العالمية وذلك بهدف شراء السندات المدعومة بالرهن العقاري وسندات الخزينة من أجل تعزيز الاقتصاد.

فبعد نشوء الأزمة المالية هبت المصارف المركزية حول العالم لإنقاذ النظام المصرفي والأسواق المالية من الانهيار ومنع حدوث كارثة مالية عالمية، وواجهت تلك المصارف خيارات صعبة للتعامل مع نتائج الأزمة المالية ومنع انهيار النظام المصرفي والأسواق المالية حول العالم، وكان تبني السياسات النقدية الملائمة وتوقيتها وحجم التدخلات أهم التحديات التي واجهتها، وبدأت المصارف المركزية حول العالم وبسرعة تتبنى سياسات التصدي للأزمة المالية والتي كان أبرزها الخفض الكبير في معدلات أو أسعار الخصم حتى وصلت إلى مستويات قريبة من الصفر، وضمان الودائع للإبقاء على ثقة المودعين في قدرة المصارف على دفع أموالهم. (1)

حيث قام بنك الاحتياطي الفدرالي بشراء 600 مليار دولار أمريكي من الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، وبحلول شهر مارس 2009 احتفظ بـ 1,75 تريليون دولار أمريكي من ديون البنك والأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، وتوقفت عمليات الشراء عندما بدأ الاقتصاد بالتحسن لكنه استأنف في شهر جوان 2010 عندما أقر بنك الاحتياطي الفدرالي أن الاقتصاد لم يكن ينمو بقوة.

### الجولة الثانية : من 03 نوفمبر 2010 إلى جوان 2011

بعد انتهاء برنامج الجولة الأولى مباشرة ظهرت مشاكل تمثلت في تباطؤ معدلات النمو وارتفاع أزمة الدين العام الأمريكي وتجدد عدم الاستقرار في الأسواق المالية فانتقل بنك الاحتياطي الفدرالي إلى الدورة الثانية من التيسير الكمي، حيث قرر بموجبها هذا الأخير ضخ 600 مليار دولار في شراء سندات حكومية وغير حكومية، حيث أصبحت نقطة جدل ساخن في أمريكا وخارجها وقبيل انعقاد قمة العشرين يوم في

(1) سعود بن هاشم جليدان، التيسير الكمي الأول في أمريكا، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، مقال متوفر على الرابط

<http://www.alept.com/2010/12/29/article-484519.html> consulter le 14/03/2017 11 :11

سيول، أثير الكثير من الاعتراضات على السياسة الأمريكية النقدية ومخاطرها على مستقبل الدولار وأسعار الصرف العالمية والتضخم (1).

وتهدف هذه السياسة إلى خفض الفائدة الطويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية وبالتالي تصبح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات لأن العائد عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية وإقراض الشركات، والتي يأمل من خلالها رئيس مصرف الاحتياطي الفدرالي أن يجبر البنوك الأمريكية على الاستثمار في القطاعات الإنتاجية عبر زيادة القروض إلى القطاع الخاص والشركات وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.

ومنذ إعلان سياسة التيسير الكمي الثانية وحتى سنة 2015 أسهمت هذه السياسة بشكل مباشر في إضعاف الدولار، كما رفعت أسعار السلع وعلى رأسها النفط والذهب والمعادن الأخرى، ويقول الإقتصاديون وعلى رأسهم رئيس البنك المركزي سابقا Alan Greenspan أن سياسة التيسير الكمي الثانية تستعمل على رفع التضخم لمعدل قياسي سيكون من الصعب السيطرة عليه في المستقبل، ولكن بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم رئيس البنك الدولي يرى أن سلبات سياسة التيسير الكمي الثانية ضخمت، خاصة آثارها في الاقتصاديات الناشئة، حيث يقول أن التدفقات الدلارية على الأسواق الناشئة كانت ستحدث سواء اتخذت أمريكا سياسة التيسير الكمي الثانية أم لا، ببساطة يقول أنه ستتدفق هذه الاستثمارات بسبب الفارق في العائد الأعلى الذي ستحققه الشركات الأمريكية في أسواق آسيا والأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق الأمريكية (2).

### الجولة الثالثة : سبتمبر 2012

في 13 سبتمبر 2012 أعلن مجلس الاحتياطي الفدرالي أنه سيطلق الجولة الثالثة من التيسير الكمي المعروفة باسم QE3 حيث قام بالتحضير لبرنامج بقيمة 40 مليار دولار لشراء السندات المفتوحة العضوية والسندات المدعومة بالرهن العقاري، وفي ديسمبر 2012 أعلن مجلس الاحتياطي الفدرالي زيادة كمية المشتريات من السندات المفتوحة العضوية من 40 مليار دولار إلى 85 مليار دولار شهريا

(1) موسى مهدي، سياسة التيسير الكمي مغامرة خطيرة أو وصفة ناجحة؟، الشرق الأوسط، جريدة العرب الدولية، العدد 11671، 2010/11/11، المقال متوفر على الرابط:

<http://archive.aawsat.com/details.asp?issueno=11700&article=594825#.WSU1S5Lyhdg>

consulter le 02/03/2017 11:47

(2) محسن عادل، سياسة التيسير الكمي مغامرة خطيرة أو وصفة ناجحة؟، وكالة الأنباء ONA، 2013/07/29 مقال متوفر على

<http://onaeg.com/?p=1089220> consulter le 02/03/2017 13:59

ويضيف Jansen بأن QE3 هو برنامج التحفيز الفعال الذي يسمح للاحتياطي الفدرالي بتخفيف 40 مليار دولار شهريا من مخاطر الديون التجارية مع عدم وجود الحد الأقصى للمبلغ والمهلة، ويعتقد Egan بأن قرار مجلس الاحتياطي الفدرالي سيضر اقتصاد الو.م.أ وبالتالي جودة الائتمان<sup>(1)</sup>.

وفي أكتوبر 2014 قرر بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في أحد اجتماعاته في 29 أكتوبر إسدال الستار على واحدة من التجارب الأكثر أهمية في مجال السياسة النقدية، وإيقاف مشترياته الشهرية من الأصول والتي استمرت لأكثر من 3 سنوات وعليه يكون البنك الفدرالي قد وضع حد للبرنامج المعروف باسم التيسير الكمي.

**الجدول رقم (01): عمليات التيسير الكمي التي قام بها الإحتياطي الفيدرالي**

QE3		QE2		QE1	
المبلغ	التاريخ	المبلغ	التاريخ	المبلغ	التاريخ
40 دولار أمريكي شهريا	سبتمبر 2012 إلى ديسمبر 2012	600 مليار دولار أمريكي	2010/11/03 إلى جوان 2011	500 مليار دولار أمريكي	2008/11/25 إلى مارس 2011

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على المعلومات السابقة

**المطلب الثالث: نشوء التيسير الكمي في الإتحاد الأوروبي**

قام البنك المركزي الأوروبي باستخدام سياسة التسهيل الكمي التي مارسها العديد من البنوك المركزية الرئيسية في العالم منذ انطلاق الأزمة المالية العالمية أواخر 2008 من خلال إتاحة المزيد من النقود وضخها في الأسواق لتحفيز الإقتصاد، وأقر أخيرا برنامج التيسير الكمي لإخراج أوروبا من مشكل الركود الإقتصادي العميق الذي يرفع معدلات البطالة ويخفض معدلات النمو. وقد تم الإعلان عن هذه الأداة من قبل البنك المركزي الأوروبي في 10 ماي 2010 من خلال شراء الأصول "السندات السيادية" بعد سلسلة أحداث هامة بدأت من اليونان التي تأثرت بشدة من جراء حدوث أزمة سيولة مما أدى إلى ارتفاع العائد على

<sup>(1)</sup> Imad Moosa, **Quantitative Easing As a High Way To Hyper Inflation**, world scientific publishing, Australia, 2014, p 272.

سنداتها مقارنة بتمثيلاتها الأوروبية<sup>(1)</sup>، ويتجه البرنامج الكمي الأوروبي إلى شراء سندات حكومية بقيمة 60 مليار يورو (حوالي 70 مليار دولار) شهريا ابتداء من مارس 2015 حتى شهر سبتمبر من عام 2016 حيث تقدر قيمته الإجمالية بحوالي ترليونين يورو ( 1.1 تريليون دولار).

ويتم تطبيق برنامج التيسير الكمي من خلال قيام البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات والأوراق المالية من السوق الثانوية وهو ما يعني أنه لن يشتري هذه الأوراق المالية من الدول الأعضاء من منطقة اليورو مباشرة وإنما من البنوك وشركات التأمين، بهذه الطريقة فإن الأموال ستذهب مباشرة إلى القطاع الخاص ويتوقع البنك المركزي أن يساعد الشركات في مختلف أنحاء أوروبا في الحصول على الأموال بسهولة أكبر وبالتالي يتم تحفيز النشاط الإستثماري وخلق وظائف جديدة وبالتالي تحفيز الإقتصاد ككل وهكذا يقوم البنك المركزي بزيادة المعروض من الأموال في السوق<sup>(2)</sup>.

ويهدف برنامج التيسير الأوروبي إلى: <sup>(3)</sup>

- إنعاش الإقتصاد عن طريق تحفيز النمو الإقتصادي في منطقة اليورو ومواجهة انخفاض التضخم الذي سجل نسبة 0.2% خلال شهر ديسمبر 2015 عبر ضخ أموال مباشرة في خزائن حكومات منطقة اليورو من خلال شراء سندات الديون لمساعدتها على زيادة الإنفاق.

- كما يعمل على شراء السندات في منطقة اليورو من الحكومات المركزية والوكالات والمؤسسات الأوروبية حتى تتمكن من الإستثمار وتمويل مشاريع جديدة أو توسيع مشاريعها القائمة.

ومن بين مزايا هذا البرنامج أنه سيوسع الكتلة النقدية وبالتالي انخفاض قيمة اليورو والذي سيعمل على زيادة تنافسية البضائع الأوروبية وبالتالي زيادة حجم الصادرات.

### المبحث الثاني: مفهوم التيسير الكمي

عقب الأزمة المالية العالمية 2008 قامت البنوك المركزية باتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير الحديثة وأطلق عليها اسم الأدوات غير التقليدية لتفادي مخاطر هذه الأزمة، ومن بين الحلول التي لجأت

(1) نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعية، العدد 44، 2015، ص 322.

(2) القدس العربي، ما الذي يأمله البنك المركزي الأوروبي من برنامج التيسير الكمي، نقلا عن الرابط

[www.alquds.co.uk/?p=307985](http://www.alquds.co.uk/?p=307985)

consulter le 25/02/2017 17:58

(3) موسى مهدي، التيسير الكمي أحدث كبسولات لإنقاذ أوروبا من الإفلاس، نقلا عن الرابط

<http://www.alaraby.co.uk/economey/>

consulter le 25/02/2017 17:11

إليها البنوك المركزية سياسة التيسير الكمي التي تتم في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتحول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية، ويعتقد آخرون بأن المصرف المركزي الياباني هو أول من طبق هذه السياسة فيما يعتقد قسم آخر بأن رينشارد فيرنز هو من صاغ هذا التعبير.

### المطلب الأول: تعريف التيسير الكمي

هناك عدة تعاريف للتيسير الكمي أبرزها:

**التعريف الأول:** يقسم مصطلح التيسير الكمي إلى جزئين: (1)

**التسهيل أو التيسير:** ويشير إلى البنك ويعني تخليصه من الأصول المسمومة.

**الكمي:** ويشير إلى عرض النقود وتعني زيادة المعروض من النقود.

**التعريف الثاني:** "هو ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الإقتصادي على الأنشطة الإقتصادية الحقيقية عن طريق إصدار فائضا من النقود ( إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الإقتصاد دون مقابل)". (2)

**التعريف الثالث:** "كما يعرف التيسير الكمي على أنه عملية ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية والهدف من ذلك هو إغراق السوق بالأموال وزيادة السيولة". (3)

**التعريف الرابع:** هو أداة تستخدمها البنوك المركزية لتحفيز الاقتصاد في حالات الركود أو الكساد أو تراجع قرارات النمو الاقتصادي إلى مستويات تثير القلق. (4)

ويعتمد التيسير الكمي على شراء البنك المركزي للسندات السيادية (الحكومية) بكميات كبيرة لتحقيق هدفين:

- خفض سعر الفائدة القصير المدى للسندات الحكومية، وهو ما ينعكس على معدل الفائدة على عملة البلاد.

(1) عبد العظيم عثمان الأموي، التسهيل الكمي أو الخيار النووي ، متوفر على الرابط <http://www.forums.borsat.net/> consulter le 14/02/2017 00:29

(2) صاري علي، السياسة النقدية غير التقليدية: الأهداف والأدوات، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 04، جامعة سوق أهراس، الجزائر، 2013، ص ص 64،65.

(3) ريمي محمود، ما هو التيسير الكمي، نقلا عن الرابط 10:19 15/02/2017 <http://www.dialyfoc.com> consulter le

(4) عاطف اسماعيل، الأدوات النقدية لتحفيز الإقتصاد، متوفر على الرابط <http://marketsvoice.com> consulter le 05/03/2017.11 :30

- رفع معدل المعروض النقدي أو ما يُعرف بالسيولة في الأسواق ما يؤدي إلى تحفيز البنوك على الإقراض ومن ثم تزداد الاستثمارات في الإنتاج الحقيقي وتراجع الاستثمارات التي تعتمد على الإدخار، وهو ما يدفع عجلة الاقتصاد ويحدث نشاط في السوق.

### المطلب الثاني: آلية عمل التيسير الكمي

يعد التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية التي تستخدم في الأزمات وتعني خطة التيسير الكمي عملية خلق النقود من فراغ حيث تقوم البنوك المركزية بزيادة الأساس النقدي واستخدامه لشراء السندات الحكومية ورهون عقارية من المؤسسات المالية التي تفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الإئتمان وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة يعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي<sup>(1)</sup>.

ولتطبيق سياسة التيسير الكمي تقوم البنوك المركزية بطباعة نقود جديدة لم توجد من قبل ( غالباً ما تكون الكترونية) وذلك لشراء أصول من البنوك مثل السندات الحكومية، وللقيام بذلك يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة لتكون عملية الشراء دون خسائر بعد ذلك يتم ضخ النقود الجديدة مباشرة في خزائن البنوك والتي تقوم بدورها بالدخول إلى السوق بغية شراء أصول جديدة بدل تلك التي باعها إلى المصرف المركزي، وأثناء هذه العملية تحاول المصارف المركزية التدخل بشكل مستمر من أجل الحرص على دخول المال الجديد إلى السوق بشكل أسرع<sup>(2)</sup>.

ويوضح الشكل التالي كيفية عمل التيسير الكمي باختصار من بي بي سي<sup>(3)</sup>:

- 1- تبدأ العملية من البنك المركزي بضخ أو طباعة الأموال.
- 2- يستخدم البنك تلك الأموال في شراء السندات وغيرها من الأصول من المصارف والمؤسسات.
- 3- يؤدي ذلك إلى توافر السيولة لدى تلك المؤسسات مع تراجع الفائدة المطلوبة لإقراض الأموال.

<sup>(1)</sup> معزز لقمان، بريش عبد القادر، التحديات الإستراتيجية التي تواجه الدولار الأمريكي: قراءة تحليلية في حاضر ومستقبل الدولار الأمريكي، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 9، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2014، ص ص 187، 188.

<sup>(2)</sup> عبد الرحيم طويل، التيسير الكمي أداة إنقاذ بمخاطر عالية، مقال متوفر على الرابط:

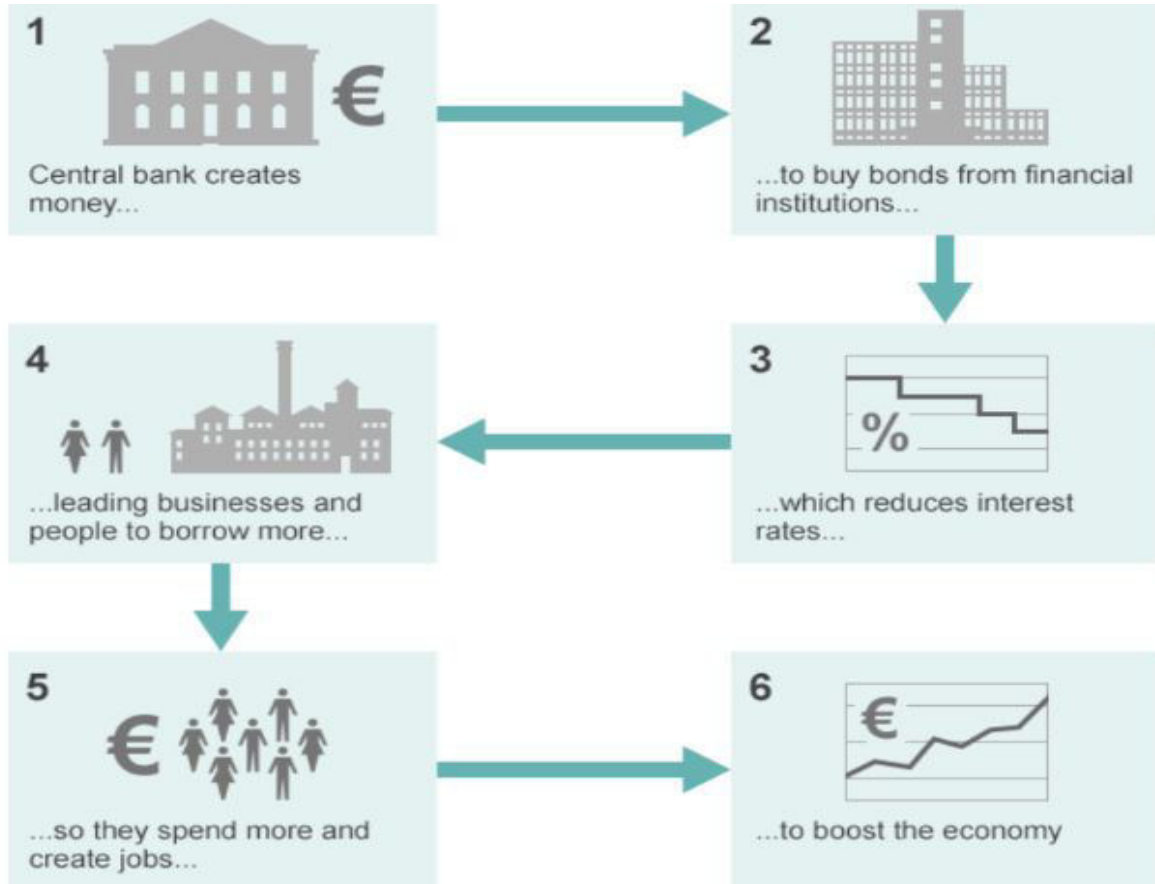
<http://www.imlebanan.org/2015/06/27qaantitativeasinghighssavingtool> Consulter le: 9/02/2017 15:23

<sup>(3)</sup> كيف يعمل برنامج التيسير الكمي (انفوجراف توضيحي)، نقلا عن الرابط:

<http://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/368818> consulter le 09/02/2017 16:45

- 4- يتمكن الأفراد والشركات من اقتراض تلك الأموال بتكلفة أرخص لدعم المشروعات والإستثمارات.
- 5- مع توافر المزيد من الائتمان وتوسع المشروعات تتمكن الشركات من توظيف المزيد من العمال.
- 6- يؤدي ذلك في النهاية إلى دعم الإنفاق والاستهلاك الشخصي، ومن ثم نمو الاقتصاد.

الشكل رقم(03): آلية عمل سياسة التيسير الكمي



المصدر: كيف يعمل برنامج التيسير الكمي (انفوجراف توضيحي)؛ نقلا عن الرابط:

<http://www.argaam.com/ar/article/article/detail/id/368818>

### المطلب الثالث: تقييم سياسة التيسير الكمي

اتضح مع التطبيق العملي لسياسة التيسير الكمي من طرف البنوك المركزية ظهور بعض الجوانب الإيجابية لها وكذا بعض من الجوانب الأخرى السلبية و فيما يلي نستعرض أهمها:

#### أولاً: إيجابيات التيسير الكمي

هذه العملية لها انعكاسات إيجابية تتمثل في:

- ضخ نقود جديدة في السوق المحلي.

- رفع الملاءة المالية للبنوك ويتمثل أهمها في رفع مستويات الثقة عند سكان البلد ومنهم المستثمرون حيث أنهم يشعرون أن الحكومة قد تدخلت لإنقاذ البلد اقتصاديا.

- ارتفاع معدلات النمو الإقتصادي خصوصا مع ميل معدلات الفائدة طويلة الأجل نحو التراجع وارتفاع أسعار أصول مثل هذه الأوضاع السهلة في سوق المال تساعد على تهيئة المناخ لارتفاع معدلات النمو الإقتصادي، على سبيل المثال فإن انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل يقلل من معدلات الفائدة على الإقراض العقاري حيث تصبح المساكن سهلة المنال وهو ما يشجع كثيرا من أصحاب المساكن على إعادة التمويل من ناحية أخرى، فإن انخفاض أسعار الفائدة على السندات سيشجع الإستثمار كما أن أسعار الأسهم سيعكس ارتفاعا في مستويات الثروة، وهو ما يؤدي إلى زيادة الإنفاق ومن ثم رفع مستويات الدخل والأرباح وهو ما سيؤدي إلى دعم التوسع الإقتصادي<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: سلبيات سياسة التيسير الكمي

على الرغم من المفعول الإيجابي لسياسة التيسير الكمي في المديين القصير والمتوسط إلا أن لها آثار سلبية يمكن إيجازها فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- تتمثل المشكلة الأساسية في أن الاحتياطي الفدرالي ليس لديه تجربة كافية في تطبيق هذه الأداة من أدوات السياسة النقدية، وعدم توفره على معلومات دقيقة حول الآثار الكامنة لمثل هذه السياسة وبصفة خاصة الأثر على سوق المال، ذلك أن أكبر الآثار الإيجابية لهذا الخيار تحدث عندما تزداد الضغوط المالية وتكون السبيلة محدودة في الأسواق ومن ثم تكون معدلات الفائدة مرتفعة.

- لجوء الاحتياطي الفدرالي إلى التوسع في ميزانيته يمكن أن يقلل من ثقة الجمهور في قدرته على رسم وتنفيذ خطة سلسة للخروج من السياسات التي يتبعها في الوقت الحالي، ومثل هذا الشعور لدي الجمهور يمكن أن يزيد من التوقعات التضخمية في المستقبل.

(1) محمد إبراهيم السقا، ماذا سيحدث للعالم نتيجة خطة التيسير الكمي، 17/10/2017 متوفر على الرابط:

<http://alphabeta.argaam.com/article/detail/23174/>

Consulter le 06/03/2017 12 :09

(2) محمد إبراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار "التيسير الكمي" 2، 15/10/2010، مقال متوفر على الرابط:

<http://alphabeta.argaam.com/article/detail/21853>

consulter le 06/03/2017 13 :04



- أما أكبر مخاطر التيسير الكمي فهي أن يفقد الدولار الثقة فيه ويسارع الجمهور بالتخلص من الأصول المالية الدولارية، بصفة خاصة خارج الولايات المتحدة، ويفقد الدولار دوره كعملة الاحتياط الأولى للعالم، ومن ثم يخرج التضخم عن نطاق السيطرة.

### المبحث الثالث: أثر سياسة التيسير الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية

يواجه التيسير الكمي في الوقت الحالي العديد من أوجه الإنتقاد حيث أنه يمكن أن يتسبب في رفع معدلات التضخم كما أنه يمكن أن يؤدي بالإقتصاد إلى تراجع معدل العائد على الأوراق المالية الضعيفة خاصة عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة ولكن في المقابل حاولت هذه السياسة معالجة الكثير من المشكلات التي عانتها اقتصاديات هذه الدول منذ بداية الألفية الثالثة، وسنحاول في هذا المبحث تتبع آثار التيسير الكمي على المتغيرات الاقتصادية كالتضخم وسعر الصرف وعرض النقود وأسعار الفائدة على المدى الطويل.

#### المطلب الأول: أثر التيسير الكمي على التضخم

يعد الإرتفاع الكبير للتضخم أحد أسوأ الأشياء التي يمكن أن تحدث للإقتصاد ويعرف بأنه ارتفاع في الأسعار لأكثر من (50%) في سنة واحدة ولفرط التضخم آثار مؤدية للغاية لأنه يتسبب في فقدان المال لقيمته وقوته حيث ينهوي النظام الإقتصادي بسبب عدم وجود المال ويعود الناس إلى المقايضة، وتعتبر المصارف المركزية هي المسؤولة عن إبقاء معدلات التضخم عند مستويات معقولة وتحت السيطرة وقبل الأزمة المالية 2008-2009 كانت هذه المصارف تقوم بذلك عن طريق تغيير معدلات سعر الفائدة على القروض.

ويسبب التيسير الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتسهيل ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم، ومن ناحية أخرى يمكن أن يفشل إذا كانت المصارف لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب ويمكن لتسهيل الكمي أن يخفف بفعالية عملية تخفيض المديونية كما يخفض العائدات ولكن في سياق الإقتصاد العالمي قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الإحتفاظ بالموجودات في الإقتصاديات الأخرى إضافة إلى ذلك فإن الآثار المتوقعة للتسهيل الكمي في زيادة التضخم قد تؤدي إلى تقليل معدلات العائد الحقيقي<sup>(1)</sup>.

(1) عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة كركوك للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد(4)، العدد 2، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة تكريت، 2014، ص ص 133، 134.

المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي على سعر الفائدة

في العادة ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية برفع أو خفض معدل الفائدة المستهدف من أجل التحكم بأسعار الفائدة بين البنوك. وعموما يحقق معدل الفائدة المستهدف في الأساس من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء وبيع السندات الحكومية قصيرة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. وعندما يقوم البنك المركزي بصرف أو تحصيل هذه السندات فإنه يضخ أو يسحب الأموال في الإقتصاد وهذا ما يؤثر على أسعار السندات الحكومية قصيرة الأجل وعوائدها وهذا بدوره يؤثر على معدلات الفائدة بين البنوك فإذا كان معدل الفائدة الإسمية عند الصفر أو قريب منه للغاية فلا يمكن للبنك المركزي أن يجعله أقل من ذلك<sup>(1)</sup>.

وبعد ظهور أزمة الرهن العقاري في سنة 2008 أثبتت تداعياتها أنها تمثل تحديا كبيرا للإحتياطي الفيدرالي في أواخر سنة 2008 وكرد فعل على التدهور السريع للأوضاع الإقتصادية والمالية قامت لجنة السوق المفتوحة للإحتياطي الفدرالي بتخفيض معدل الفائدة على الأموال الفدرالي من 5,25% في سنة 2007 إلى 1.93% في سنة 2008 ليصل في سنة 2009 إلى معدل 0.16% ليبقى بذلك يقارب الصفر إلى غاية سنة 2015.

وتمثل سياسة تخفيض معدل الفائدة إلى ما يقارب الصفر متبوعة بالتيسير الكمي أهم النقاشات الإقتصادية الدولية التي تعرفها السلطات النقدية في الدول المتقدمة والدول الناشئة نتيجة تأثرها بهذه السياسة من خلال قناة سعر الصرف وتدفق رؤوس الأموال والأسواق.

المطلب الثالث: أثر التيسير الكمي على عرض النقود

يتكون عرض النقد من النقد المستعمل في التداول والحسابات الجارية وحسابات التوفير لدى الجهاز المصرفي والجهات الأخرى ويؤثر التيسير الكمي تأثيرا مباشرا لأنه يصب أساسا في الموجود النقدي للجهاز المصرفي وإن عرض النقد يزداد فور إطلاق خطط التسهيل الكمي وتنفيذها.

ولقد زاد المعروض النقدي في معظم الدول الكبرى عن مثيله خلال السنوات الماضية في دول مثل الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي واليابان والصين نتيجة التيسير الكمي أو التحفيز النقدي وطبع الأموال لضخ السيولة في السوق مباشرة أو من خلال شراء أصول حكومية ومحاولة لإنعاش اقتصاداتها بعد

(1) المرجع السابق، ص 134.

التباطؤ الإقتصادي الذي ضرب الأسواق العالمية إلا أنها لم تأتي بالنتائج المرجوة منذ اتباعها في 2008 حتى الآن وان اختلفت نتائجها العامة من دولة لأخرى<sup>(1)</sup>.

#### المطلب الرابع: تأثير التيسير الكمي على سعر الصرف

يقوم التيسير الكمي بالأساس على طبع النقود وذلك من أجل شراء مجموعة متنوعة من الأوراق المالية وذلك قصد إغراق السوق المالية بالنقود أو السيولة، وللتيسير الكمي تأثير كبير في تداول العملات وذلك بحكم أن طبع المزيد من النقود يساهم في التقليل من قيمة العملة مقابل العملات الأخرى ويعزز التضخم فيبقى هدف البنك المركزي من هذه العملية هو تعزيز الإقراض ونقص الأموال في المستقبل. فبالنسبة للو.م.أ يرى الكثيرون أن سياسات التيسير الكمي الأولي التي خفضت من معدلات الفائدة طويلة الأجل ساهمت في خفض معدلات صرف العملات كما أن انخفاض العائد على السندات الأمريكية طويلة الأجل يعود إلى تراجع معدلات صرف الدولار وفي المقابل فإن عودة النمو للإقتصاد الأمريكي هو الهدف الذي يسعى من أجله مجلس الاحتياطي الفيدرالي.

#### المبحث الرابع: مدخل عام حول العملات الاحتياطية

احتياطي النقد الأجنبي أو كما يسمى باحتياطي العملات الأجنبية الموجودة من قبل البنوك المركزية والسلطات النقدية وعادة ما يكون الاحتياطي للعملات المختلفة ويتم استخدام عملات الاحتياط في المعاملات الدولية وتعتبر الملاذ الآمن للعملة الصعبة والحل الأمثل للإحتفاظ بالمدخرات حيث أن النظام الإقتصادي العالمي حاليا يقول أنه من الأفضل أن تحتفظ بهذه المدخرات في صورة واحدة من عملات الاحتياط وحاليا هناك الكثير من عملات الاحتياط التي تربط بالدول ذات الإقتصاديات القوية في ذاتها وفيما يلي العملات المشكلة لإحتياطات الأجنبية

#### المطلب الأول: تعريف العملات الاحتياطية

ويقصد بالعملة مهما كانت أشكالها المادية على أنها " ذلك الرمز الإجتماعي للثروة الذي ينظم تقسيم الثروة ما بين الأفراد ولذا تكون العملة دليلا على علاقات اجتماعية بين الأفراد وتصويرا سيكولوجيا لهذه العلاقات"<sup>(2)</sup>.

(1) أسماء الخولي، التيسير الكمي سياسة طبع الأموال غير مجدية لاقتصاديات الدول، جريدة العرب الدولية الشرق الأوسط، العدد 13762، القاهرة، 02 أغسطس 2016، نقلا عن الرابط <http://www.aawsat.com/node/704136>

consulter le 18/02/2017 12:34

(2) أحمد هني، العملة والنقود، ط 02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 8.

وقل ما نجد تعريف دقيق وشامل لعملة الإحتياطيات الدولية فيما يلي نستعرض أهمها:

**التعريف الأول:** "تعرف على أنها عبارة عن وسائل الدفع المقبولة دولياً مثل الذهب والعملات القوية المعروفة باعتبارها تتميز بالإستقرار ومن بين هذه العملات القوية نذكر على سبيل المثال كل من دولار الولايات المتحدة الأمريكية واليورو وحقوق السحب الخاصة والين والجنيه الإسترليني." (1)

**التعريف الثاني:** "تشير الإحتياطيات الدولية إلى الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يستند إليه في الإقتراض الخارجي) (2)." .

**التعريف الثالث:** "تعرف عملات الإحتياط الدولية على أنها العملات التي تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالإلتزامات بين الدول وتقبل في المدفوعات الدولية وتسمح بتسوية العجز المؤقت في موازين المدفوعات." (3)

**التعريف الرابع:** " هي موجودات الدولة من عملات الدول الأخرى والتي تشمل أوراق النقد الأجنبي والودائع تحت الطلب ولأجل بالعملات الأجنبية والسندات الحكومية والذهب وحقوق السحب الخاصة (4) ."

وعليه بالإعتماد على التعاريف السابقة يمكن تعريف عملة الإحتياط الدولية بأنها:

عملة مقبولة في تسوية المبادلات بين الدول حيث تحتفظ بها بنوكها المركزية كإحتياطي لتغطية الإصدار النقدي لها.

وتظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كنتيجة لحاجة الدولة إلى التعامل مع العالم الخارجي سواء من حيث حاجاتها لاستيراد السلع والخدمات من الدول الأخرى أو استثمار الأموال بعملات الدول الأخرى (5).

**المطلب الثاني: الشروط والخصائص الواجب توفرها في عملة الإحتياطيات الدولية**

**أولاً: الشروط الواجب توفرها في العملات الإحتياطية**

يجب توفر عدة شروط لكي تلعب العملة دور عملة احتياط دولي وهذه المتطلبات إما تعلق بالعملة نفسها أو البلاد المصدر ويمكن حصر هذه الشروط فيما يلي:

(1) مسعود مجبونة، دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 278،

(2) صندوق النقد الدولي، الإحتياطيات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية: المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، 2013، ص 03.

(3) بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص 53

(4) موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدولي، ط01، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 29.

(5) المرجع السابق، ص 29.

- توفر الثقة في قيمة العملة: يقصد بالثقة في قيمة العملة تحقيق الإستقرار الداخلي (استقرار المستوى العام للإسعار) ويعتبر شرطاً ضرورياً لكي تستخدم العملة كمخزن للقيمة فانعدام الإستقرار يجعل من الإحتفاظ بالعملة مقترن بمخاطر شديدة وبذلك تفقد العملة دورها كعملة احتياط (1) .

- الحجم الإقتصادي: إن إجمالي الناتج المحلي للبلد المعني وحصصه في التجارة والتمويل العالميين من المحددات المهمة وإن كانت غير حاسمة لوضع عملته بين عملات الإحتياطي (2) .

- السياسات الإقتصادية: حيث يجب أن يكون للدولة تحكم جيد في السياسات الإقتصادية الكلية بما يتماشى مع وضعية الإقتصاد فيها من خلال القدرة على حماية قيمة العملة من التراجع، بالإضافة إلى العمل على إبقاء معدل تضخم في مستويات منخفضة وقدرة تحمل الدين العام.

- تطور الأسواق المالية: يجب أن تتسم الأسواق المالية في البلد المعني بالعمق والسيولة أي أن تكون أسواقها المالية وخاصة السندات الحكومية فيها أعداد كبيرة من المشتريين والبائعين لتوفر أصول آمنة، ويمكن للمستثمرين الدوليين والبنوك المركزية من بلدان أخرى حيازتها ومن العوامل المهمة أيضاً حجم الأعمال (أو حجم التداول) في أسواق السندات المذكورة كأحد مقاييس السيولة، ويدخل تطور الأسواق المالية في البلد المصدر للعملة ضمن المحددات الحاسمة لمكانة العملة الدولية وتشمل الجوانب المهمة لتطور الأسواق المالية (3):

الإتساع: توافر مجموعة واسعة من الأدوات المالية بما في ذلك أسواق للوقاية من المخاطر .

السيولة: ارتفاع مستوى حجم الأعمال (حجم التداول).

- تكلفة المعاملات: تلعب التكلفة دوراً مهماً في دعم استخدام العملة الدولية كعملة احتياط وتقوية شبكة ودوراتها الخارجية فانتشار دور العملة كوسيط يقود إلى تخفيض تكلفة المعاملات في استخدامها فمع انتشار العملة دولياً تنخفض تكلفة المعاملات المرتبطة بذلك بسبب إمكانية الوصول إلى نقطة تحقيق اقتصاديات الحجم في التكلفة (4).

(1) بوكريد عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2016/2015، ص ص 27،28.

(2) اسوار يرأساد ولي اييه، هل يسيطر اليونان؟، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2012، ص 26.

(3) مرجع سبق ذكره، ص 27.

(4) بوكريد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 28.

ثانيا: خصائص العملات الاحتياطية:

تتصف العملات الإرتكازية بخصائص عديدة تتمتع بها والتي منحها إمكانية القيادة للنظام النقدي الدولي دون غيرها من العملات وهي<sup>(1)</sup>:

- الإستقرار النقدي: ويشمل ثبات أسعار السلع والخدمات والتي تلعب دورا هاما في تحديد القوة الشرائية للعملات القيادية، إضافة إلى ثبات المحتوى الذهبي عند التعامل في الأسواق.
- توازن ميزان المدفوعات: وهو شرط جوهري للعملات القيادية لما لهذا التوازن من تأثير على الإقتصاد الوطني بأكمله.
- وجود فائض في ميزان المدفوعات: ويساعد على استبدال العملة الوطنية بالذهب كلما اقتضت الحاجة فوجود الاحتياطي الذهبي لدى البلد صاحب العملة القيادية سيشكل مصدر للثقة الإقتصادية.
- قابلية التحويل: قابلية التحويل بينها وبين عملات الدول الأخرى بسهولة وبدون تكلفة.

المطلب الثالث: أهم العملات الاحتياطية

تعزز حيازة إحتياطات كبيرة من النقد الأجنبي ثقة الدائنين والمؤسسات الدولية وتشجيع وكالة التصنيف الإئتماني على إصدار تصنيفات ائتمانية جيدة، وذلك لأن احتياطي النقد الأجنبي يبقى مقاسا مهما يمكن أن يعكس مستوى الجدارة الائتمانية للبلد، وقدرته على سداد ديونه الخارجية، وسيتم التفصيل في هذا المطلب عن أهم خمسة عملات إحتياطية حاليا.

أولا : الدولار الأمريكي

يعتبر الدولار العملة المحورية وعملة الاحتياط الدولية إلى جانب كونه العملة الأساسية التي تقبل في التسويات الدولية، مما أتاح للدولار المزيد من السيطرة على النظام النقدي الدولي وذلك من خلال التأثير على المؤسسات النقدية العالمية ودرجة السيولة الدولية.

كما يعتبر الدولار العملة الإرتكازية الأولى في العالم وذلك لأنه أكثر العملات استعمالا في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية، كما أنه عملة الدفع في تجارة النفط الدولية بالإضافة إلى أنه عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى<sup>(2)</sup>، ولقد اعتمدت الولايات المتحدة الأمريكية عملة الدولار كعملة رسمية سنة 1875 ومدلول الترميز \$ نظرا لأنه لم يعتمد حرف D كرمز للدولار مثل العملات الأخرى التي عادة ما تعتمد أول حرف كرمز لها، ويعد الدولار أهم عملة في العالم ويتم تسعير معظم العملات بمقابل

(1) عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، ط01، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص 34.

(2) لقمان معزوز، شريف بودري، المنافسة بين الدولار والأورو في ظل الاستقرار النقدي الدولي، مجلة الباحث، عدد 09، جامعة

الشفل، الجزائر، 2011، ص 73

الدولار وهو الملاذ الآمن للعمل في أوقات الاضطرابات الاقتصادية والسياسية، حيث أثبت قوته خصوصا خلال فترة الأزمات الآسيوية عامي 1997 و1998، وقد بدأ الدولار باكتساب أهمية بعد الحرب العالمية الثانية حيث تم ربط العملات الأخرى به في إتفاقية بروتن وودز<sup>(1)</sup>.

وعرف الدولار منذ نشأته المرور بمراحل مهمة في تاريخ النظام النقدي الدولي نبرزها فيما يلي:<sup>(2)</sup>

### المرحلة الأولى: من القرن 18 إلى نهاية الحرب العالمية الأولى

فمنذ بداية القرن 18 كان التداول النقدي يتم بالنقود الأجنبية حيث لم تعد العملة الأمريكية موجودة آنذاك، وفي سنة 1785 أعلن الكونغرس الأمريكي عن إنشاء وحدة نقدية وطنية هي الدولار الأمريكي، وبعد قانون 1900 الذي ينظم النقود والمؤسسات النقدية تم الإعلان رسميا عن اتباع المعدن الذهبي فحددت قيمة الدولار بـ 50463,1 غرام من الذهب، وكان إصدار النقود آنذاك يخضع للتغطية الإلزامية حتى غاية 1913 وفي نفس السنة تم تقسيم الولايات المتحدة الأمريكية إلى 12 مقاطعة جغرافية وبنكا مركزيا في كل ولاية، حيث أصبح إصدار النقود يتم تبعا للتغطية التالية: 40% من الذهب و60% من السندات التجارية واستمر الحال إلى غاية الكساد العالمي (1929\_1933) وتم تخفيض الدولار بقيمة 40% وانتقل في نفس الوقت الإحتياطي الذهبي إلى البنوك المركزية.

### المرحلة الثانية: من سنة 1944 إلى 1971

جاءت هذه المرحلة خلال فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية التي خلفت دمارا شاملا لأغلب الدول المشاركة في هذه الحرب ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الحلفاء، ولإعادة بناء إقتصاديات هذه الدول تطلب ذلك مساعدات خارجية من العملات الأجنبية في مقدمتها الدولار الأمريكي، ولقد استفادت الدول الأوروبية التي مستها الحرب من مشروع مارشال لإعادة بناء أوروبا، الأمر الذي ساهم في تطور الإقتصاد الأمريكي ورفقه بما في ذلك الدولار، وبعد انعقاد اجتماع بروتن وودز عام 1944 أصبح الدولار يستحوذ على مكانة مرموقة في هرم بروتن وودز وهيمنة الدولار إلى غاية سنة 1977 كما شهدت هذه المرحلة توسع الولايات المتحدة الأمريكية داخل أوروبا اعتبارا من سنة 1955 سواء بشراء شركات أوروبية قائمة أو من خلال إحداث شركات ومؤسسات جديدة عن طريق الشركات العابرة للقارات.

(1) محمدي الطيب أحمد، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإجتماعية والعلوم الأنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2007-2008، ص 35.

(2) بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، رسالة ماجستير، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الإقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2012/2013، ص ص 73-78.

المرحلة الثالثة: ما بعد 1971

عرفت هذه المرحلة تقلبات كبيرة في أسعار صرف العملات الدولية مما أثر على الأداء التجاري العالمي وبالتالي عدم استقرار الأسواق والسياسات النقدية والمالية داخل كل دولة ففي ديسمبر 1971 تم تخفيض الدولار مقابل الذهب وارتفع سعر أوقية الذهب وارتفع سعر أوقية الذهب من 35 دولار إلى 38 دولار، وأثناء سعي الدول الرئيسية إلى البحث عن استقرار أسعار صرف العملات تم تخفيض قيمة الدولار بالنسبة للذهب بنسبة 7,89% مما أدى إلى حدوث عجز في الميزان التجاري الأمريكي، وخلال المؤتمر المنعقد في باريس 16 مارس 1973 تقرر تعويم العملات الأوروبية وإعفاء بنوكها المركزية من دعم الدولار مع الاحتفاظ بإمكانية التدخل إذا ما رأت ضرورة لذلك في حالة المضاربة على الدولار.

ومنذ عام 1991 وحتى سنة 1994 تراجع الدولار الأمريكي مقابل المارك الألماني والين الياباني وبلغ هذا التراجع أقصاه عام 1995، وبداية الألفية عرف الدولار مستويات منخفضة أمام العملات الأخرى خاصة أمام اليورو، وفي سنة 2004 واصل الدولار في الانخفاض حيث بلغ ما قيمته 0,8 يورو، لينخفض إلى 0,79 يورو سنة 2005، وفي سنة 2008 بلغ سعر صرف اليورو 1,47 دولار أمريكي ثم إلى 1,46 دولار أمريكي في ديسمبر 2009.

ثانيا : عملة اليورو

اليورو هي العملة الأوروبية الموحدة التي اعتمدها (17) دولة عضوا في الإتحاد الأوروبي النقدي من 01-01-1999م وأصبحت اليونان العضو الثاني عشر اعتبارا من 01-01-2001، حيث جرى في أواخر الخمسينيات من هذا القرن التوقيع على معاهدة روما والتي بموجبها تم إنشاء ما يسمى بالجماعة الاقتصادية الأوروبية وقد ضمت أُنذاك عددا من الدول الأوروبية هي: فرنسا، ألمانيا الغربية، إيطاليا، بلجيكا، هولندا ولوكسمبورغ، وجاءت فكرة الإتحاد النقدي الأوروبي مواكبة لهذا الحدث الذي أكد على ضرورة تنسيق السياسات الاقتصادية والنقدية بين هذه الدول، مع ضرورة وضع سياسة مشتركة لأسعار صرف العملات للدول المعنية<sup>(1)</sup>.

ويعتبر الإتحاد النقدي الأوروبي من أهم تجارب التكامل الاقتصادي في الوقت الراهن، حيث ظهرت الحاجة الملحة إليه بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية وما خلفته من دمار اقتصادي لأوروبا، والتي كانت المحفز الأول للتفكير في إقامة نوع من التكتل والتعاون بين دول القارة<sup>(2)</sup>.

(1) إسماعيل الطراد، إدارة العملات الأجنبية، ط 2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 307.

(2) بغداد زيان، مرجع سبق ذكره، ص 54.



وقد مر إنشاء العملة الأوروبية الموحدة بعدة مراحل هي (1):

أ- **خطة ورنر:** في عام 1970 أعلن رئيس وزراء لكسمبورغ أنداك بيار ورنر خطة عرفت باسمه، تضمنت تفضيلية للوصول إلى اتحاد نقدي يعتمد عملة موحدة للدول الأوروبية المشاركة يبدأ العمل بها عام 1980، ومع حدوث تقلبات في أسعار الصرف بداية التسعينيات إضافة إلى الاختلافات الحاصلة بين الاقتصاديات الكلية للدول الأوروبية المعنية أدى إلى تراجع محاولة الوصول إلى عملة أوروبية موحدة كما كان مقررا في 1980، وفي عام 1972 انسحبت عملات الجنيه الإسترليني والاييرلندي والفرنك الفرنسي والليير الايطالي مع وضع حدود للتذبذبات الحاصلة في أسعار الصرف، حيث جاء هذا الانسحاب بعد انضمام كل من المملكة المتحدة وايرلندا والدانمرك إلى الجماعة الاقتصادية الأوروبية في العام نفسه.

ب- **نظام النقد الأوروبي:** في الثالث من آذار عام 1989 تحددت رغبة أوروبا بالوصول إلى مرحلة الاستقرار النقدي مع إنشاء ما يسمى بالنظام النقدي الأوروبي والذي جاء بجهد مشترك من ألمانيا الغربية وفرنسا، حيث استند هذا النظام على مبدأ أسعار صرف ثابتة ولكن قابلة للتقويم ويقوم على ثلاث أسس هي:

- إيجاد وحدة نقدية أوروبية تسمى إيكيو (ECU) والتي تمثل سلة مرجحة الأوزان من عملات الدول الأعضاء

- أسعار صرف ثابتة بين هذه الدول وضمن الهوامش المحددة سابقا للتقلبات

- تجميع الإحتياطيات النقدية بهدف دعم أسعار الصرف المعلنة لجميع العملات ذات العلاقة

ج- **الوحدة النقدية الإيكيو European currency unit:** تعتبر الإيكيو البشائر الأولى للعملة الأوروبية الموحدة وقد شكلت مع الاتحاد النقدي الأوروبي القاعدة الأساسية لإنشاء اليورو وفيما يلي موجزا عنها فالإيكيو هي وحدة حسابية أوجدتها دول الاتحاد الأوروبي لتستعملها بتسوية الحسابات والمدفوعات فيما بينها، وقد تم إنشاؤها في 1979/03/13 من قبل أعضاء السوق الأوروبية المشتركة آنذاك، وتتكون الإيكيو من سلة العملات الأوروبية وقد بدأت في عام 1979 بعملات تسع دول هي الفرنك البلجيكي، المارك الألماني، الكروتر الدانمركي، الفرنك الفرنسي، الجنيه الإسترليني، الباوند الايرلندي، الليير الايطالي، الفرنك اللكسمبورغي، والجلدر الهولندي، واستمرت هذه التشكيلة إلى عام 1984 حيث دخلت فيها الدراخما اليونانية ثم في عام 1989 دخلت فيها البزيتا الاسبانية والاسكودو البرتغالي ومنذ عام 1989 كانت الإيكيو مكونة

(1) إسماعيل الطراد، مرجع سبق ذكره، ص ص 313، 316.

من 12 عملة أوروبية وبقيت سارية المفعول حتى 1999/12/31 عندما جرى استبدال الايكيو بالعملة الأوروبية الموحدة اليورو.

### ثالثاً: الجنيه الإسترليني

يعتبر الجنيه الإسترليني ثالث أكبر العملات استخداماً في تكوين احتياطي العملة في العالم بعد الدولار الأمريكي واليورو، كما يعتبر رابع عملة الأكثر تداولاً في سوق الصرف الأجنبي المسمى "فوركس" بعد كل من الدولار الأمريكي والين الياباني.

الجنيه الإسترليني (بالإنجليزية pound sterling) رمزها £ وهي العملة المتداولة في المملكة المتحدة وتوابعها، وتنقسم إلى مائة بنس (بالإنجليزية pence) مفردها بيني بالإنجليزية (penny) وهو يختلف عن عملة الجنيه القديم التي كانت تستخدم جنياً إلى جنب مع الباوند منذ قرون، والاختصار الخاص GBP والاسم الحقيقي للعملة هو livre sterling حيث استحدث مصطلح sterling سنة 1823، ولا يعرف بالضبط أصل كلمة جنيه إسترليني، فيقال أن تسمية إسترليني أصلها من الكلمة الفرنسية les esterling والتي تعني les hommes de l'est أما مصطلح الجنيه la guinée هي وحدة نقدية ثم سكتها في الفترة (1663-1813) وقد تم تحديد قيمة الجنيه بوزن 7,988 غرام من الذهب، بموجب قانون صدر بتاريخ 1816/06/22، كما يقال أن تسمية إسترليني sterling تعود إلى العصور الانجلوسكسونية عندما كان يطلق على النقود اسم إسترليني sterling، وكانت تصك من الفضة وكان وزن 240 من هذه الإسترلينيات يعادل "باوندا واحداً"، حيث كانت الكميات الكبيرة من النقود تدفع باستخدام باوند من الإسترلينيات "pounds of sterling" وتقول مصادر أخرى منها قاموس أكسفورد، أن استرلينغ كان بنساً فصيلاً استخدمت من بريطانيا في عهد الرومان حوالي عام 1300<sup>(1)</sup>، ولقد احتل الجنيه الإسترليني حتى الحرب العالمية الأولى مكانة الصدارة في تسوية المدفوعات الدولية وما كان على الدول إلا أن تحصل على الذهب الإسترليني لتسديد التزاماتها الدولية ومكّن ذلك إنجلترا نفسها من تمويل تجارتها الخارجية عن طريق إصدار الإسترليني واستخدامه في الدفع

وخلصة القول أن القوة الاقتصادية العالمية التي تمتعت بها إنجلترا طوال القرن التاسع عشر وحتى الحرب العالمية الأولى بالإضافة إلى نظامها النقدي والمالي، وقد جعلوا من الجنيه الإسترليني أداة متوفرة

(1) شريف بودري، تنافس العملات الإرتكازية على المعاملات المالية الدولية في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي التحديات المستقبلية للتكامل النقدي العربي، أطروحة دكتوراه. قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015/2016، ص ص 11، 12.

وهامة ورئيسية في تمويل السيولة الدولية قبل الحرب العالمية الأولى، وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية تعرض الإسترليني لأزمات متعاقبة نتيجة للخسائر التي تحملتها إنجلترا ونتيجة للأعباء الإضافية للحرب مما نتج عنه هبوط الرصيد الذهبي لإنجلترا وتحولها إلى دولة مقترضة، وتوالت التخفيضات الرسمية للإسترليني في الفترة الممتدة بين 1949\_1967 كل ذلك أثر في النهاية على المركز الفني للإسترليني كعملة ارتكازية وكوسيلة أساسية للدفع وأجبره على التخلي عن مكانة الصدارة لصالح الدولار الأمريكي.

#### رابعاً: الين الياباني

تعتبر اليابان ثاني أكبر اقتصاد في العالم فقد تساءل بعض المعلقين عما إذا كانت قد نشأت منطقة عملة يابانية أم لا من الناحية التاريخية<sup>(1)</sup>، وهو عملة اليابان رمزه ¥ أو JPN اختصاراً لـ japonaise yen وتعني كلمة الين لغة الدائرة (cercle-rond) تم طباعة الين بموجب قانوني في اليابان سنة 1870، والشيء الغريب في العملة اليابانية هو عدد الوحدات الجزئية الكبيرة التي تتكون منها الأوراق النقدية وهي 1000، 2000، 5000، 10000<sup>(2)</sup>، لذلك فقيمة الين منخفضة نسبياً مقارنة بالدولار الأمريكي والعملات العالمية الأخرى، وهذا ما يحسن من ترتيب البلاد اقتصادياً، ويجعل منافسة اليابان داخل السوق العالمية ممكنة وبتكلفة ليست بالباهظة، ويحتل الين الياباني المركز الثالث على لائحة أكثر العملات تداولاً وما يجعله جذاباً للمستثمرين هو مستويات أسعار الفائدة في اليابان والتي تبلغ حالياً 0,5%، ويعتبر الين ذو سيولة عالية جداً حيث يتم تداوله على مدار الساعة كما أنه حساس وسريع التأثير بمؤشر الأوراق المالية الياباني نيكاي Nikkei-225 بالإضافة إلى عوامل أخرى مؤثرة<sup>(3)</sup>، إن مثل هذه التكلفة المنخفضة تتيح للتجار والمستثمرين الاستفادة مما يدعى بتجارة الحمل وهي ببساطة تجارة تعني باقتراض عملة ذات سعر فائدة منخفض مثل الين واستثمارها في أدوات مالية ذات ناتج أعلى، ويعتبر الين ذو سيولة عالية جداً حيث يتم تداوله على مدار الساعة كما أنه حساس وسريع التأثير بسوق الأوراق المالية الياباني نيكاي.

ومنذ منتصف عام 1981 إلى منتصف 1989 انخفضت قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة من (259,8) إلى (178,9) ين، ووحدة النقد الأوروبية من (238,5) إلى (151,2)، إن هذا التطور الهام قد نتج عن التحسن الكبير في قيمة الين مقابل كافة العملات الأخرى ليصبح العملة الأقوى في النظام

(1) سي بول هالود، دونالد ماك دونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، وينس فرج عبد العال، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 150.

(2) محمدي الطيب محمد، مرجع سبق ذكره، ص 49.

(3) شريف بوردي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

الرأسمالي، فقد ارتفع مؤشر قيمة الين من (141,2) في منتصف 1981 إلى أكثر من 220 في منتصف عام 1987<sup>(1)</sup>.

### خامسا: اليوان الصيني

تمكنت الصين من أن تملك أكبر احتياطي نقدي من العملات والذهب على مستوى العالم بالإضافة إلى ذلك فقد احتلت المركز الأول كأكبر مصدر على مستوى العالم وفقا لإحصائيات منظمة التجارة العالمية لسنة 2009 وتسعى الصين دوما إلى إبقاء قيمة عملتها منخفضة مقابل العملات القوية الأخرى لدعم قيمة صادراتها وإنقااص وارداتها وهو الأمر الذي يقلق الولايات المتحدة الأمريكية، وتعرف الصين بعملتها اليوان (بالرمبيني) وتعني هذه الكلمة حرفيا عملة الشعب ووحدتها الأساسية اليوان، وهي مقسمة إلى 10 جياو والمقسمة هي الأخرى إلى 10 فن، أما الجهة المسؤولة عن الرمبيني هي بنك الصين المركزي واللجنة النقدية لجمهورية الصين الشعبية في حين اختصار العملة هو CNY أو RMB ورمزها اللاتيني هي ¥<sup>(2)</sup>.

وفي 30 نوفمبر 2016 أصبح اليوان الصيني إحدى عملات الإحتياط العالمية بشكل رسمي لكن القرار تم تنفيذه بدءا من أكتوبر 2016، واليوان يمثل 10,92 % من إجمالي عملات الإحتياط الخاصة بصندوق النقد الدولي المعتمدة ليصبح اليوان بذلك خامس عملات الإحتياط المعتمدة من قبل صندوق النقد الدولي بعد الدولار الأمريكي واليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني، ومنذ أواخر العقد الأول للقرن الحادي والعشرون سعت جمهورية الصين الشعبية من أجل تدويل عملتها الرسمية الرمبيني بالصينية أو اليوان كما يطلق عليه عالميا، الخطوة الأولى تمت عام 2004 عندما سمحت الصين للمقيمين في هونغ كونغ بشراء 20 ألف يوان صيني في اليوم دون أن يكون هناك داع من قبل المقيم بالشراء .

وتسارعت عملية تدويل اليوان عام 2009 عندما أقامت الصين سوق السندات ذات المبالغ الصغيرة وقامت بتوسيع نطاق التجارة عبر الحدود لليوان، مما ساعد على توفير سيولة كبيرة لليوان في الخارج، وفي عام 2013 أصبح اليوان هو ثامن أكثر عملة تداولاً في العالم وارتفع من المركز السابع بداية عام 2014 ليختم نفس العام في المركز الخامس عالميا، ودخول اليوان إلى سلة عملات الإحتياط يمثل حدثا هاما من أجل دخول الاقتصاد الصيني في النظام العالمي طبقا لما صرحت به رئيسة صندوق النقد الدولي

(1) مروان عطون، أسعار صرف العملات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، ص 150.

(2) نريمان زباني، أثر حرب العملات على العلاقات التجارية البينية في ظل الاستقرار النظام النقدي الدولي، مذكرة ماستر، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل، 2014، 2015، ص 75.

Christine Lagarde، والتي أضافت أن اليوان سيمثل التعاملات المالية بين البنوك المركزية وصندوق النقد الدولي لتحديد مزيج العملات المناسب لكل دولة تحتاج قرضا من الصندوق<sup>(1)</sup>.

المطلب الرابع: هيكل العملات الاحتياطية

وتظهر هذه الإحصائية حصة العملات من احتياطات النقد الأجنبي العالمي من عام 2005 إلى عام 2015، وقد تبين أن الدولار شكل 61.1% من احتياطات النقد الأجنبي العالمي في عام 2015، ويتسم هيكل العملات الاحتياطية الدولية بسيطرة عملتي الدولار واليورو على باقي العملات الأخرى.

الجدول رقم (02): حصة العملات في احتياطات النقد الأجنبي العالمي من 2005 إلى 2015

الوحدة: نسبة مئوية

العملات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الدولار	66.5%	65.1%	63.9%	63.8%	62%	61.8%	62.4%	61.3%	61.2%
الأورو	23.9%	25%	26.1%	26.2%	27.7%	26%	24.7%	24.2%	24.4%
الجنيه الإسترليني	3.7%	4.5%	4.8%	4.2%	4.2%	3.9%	3.8%	4%	4%
عملات أخرى	1.7%	1.8%	1.8%	2.2%	3%	4.4%	5.5%	6.1%	6.2%
الين الياباني	4%	3.5%	3.2%	3.5%	2.9%	3.7%	3.6%	4.1%	3.9%
الفرنك السويسري	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

المصدر: stasita, Share of currencies in global foreign exchange reserves from 2009 to 2016, voire le site:

<https://www.statista.com/statistics/233674/distribution-of-global-currency-reserv>

consulter le 05/04/2017 14:47

(1) علاء الدين السيد، ما هي عملات الاحتياط؟ وما معنى دخول اليوان الصيني ضمنها

<http://www.sasapost.com/china-yuan-reserve-currencies> consulter le 04/04/2017 16:45

- يشكل الدولار أهم نسبة من إجمالي العملات ضمن الإحتياطيات الدولية حيث وصلت نسبته في تشكيلة الإحتياطيات ما يقارب 66.5% في سنة 2007 ثم بدأت هذه النسبة تتناقص حتى وصلت إلى 61.2% خلال سنة 2015.

- وتأتي عملة اليورو في المرتبة الثانية بعد الدولار حيث تزايد حصة عملة اليورو في احتياطيات الصرف الأجنبي بشكل ملحوظ خلال السنوات 2007، 2008، 2009، 2010، 2011 ثم بدأت هذه النسبة في الانخفاض سنة 2012 بنسبة 26% حتى وصلت إلى 24.4% خلال سنة 2015.

- فيما يخص الجنية الإسترليني فهو يمثل نسبة قليلة ضمن تشكيلة العملات وتكاد تكون ثابتة والإنحرافات شبه قليلة ففي عام 2015 بلغت نسبته 4%.

- كما شهدت حصة العملات الأخرى ارتفاعا خلال فترة 2007-2015 من 1.7% خلال سنة 2007 إلى 6.2% في سنة 2015.

- أما الين الياباني نلاحظ أن نسبة مشاركته ضمن العملات الأجنبية المكونة للإحتياطيات بلغت 4% خلال سنة 2007، ثم بدأت تتناقص لتصل إلى 3,6% سنة 2013 لتعاود الإرتفاع سنة 2014 بنسبة 4.1%

- يشكل الفرنك السويسري نسبة ضئيلة مقارنة بالعملات الأخرى وتكاد تتعدم هذه النسبة خلال الفترة 2007 إلى 2015 حيث نلاحظ أن حصة الفرنك السويسري لم يطرأ عليه أي تغير وتتراوح نسبته ما بين 0.1% و0.2%.

من خلال الجدول أعلاه يمكن ترتيب العملات الأجنبية التي تدخل ضمن الإحتياطيات الدولية كما يلي:

- ✓ الدولار الأمريكي
- ✓ الأورو الأوروبي
- ✓ الجنيه الإسترليني
- ✓ الين الياباني
- ✓ الفرنك السويسري

### خلاصة الفصل

اعتمدت سياسة التيسير الكمي من قبل أقوى البنوك المركزية في العالم بهدف تحفيز النمو الإقتصادي وكحل للخروج من الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بعد استثناء استخدام أدوات السياسة النقدية التقليدية، حيث كان لهذه السياسة أثر على صرف العملات الإحتياطية الأجنبية من خلال مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبي.

## الفصل الثالث: تقييم فعالية التسيير الكمي

### وأسعار العملات الأجنبية

المبحث الأول: دراسة عملة الدولار مقابل اليورو والين

المبحث الثاني: دراسة عملة اليورو مقابل الدولار واليورو

المبحث الثالث: دراسة عملة الين مقابل الدولار والين



## تمهيد:

منذ الأزمة المالية العالمية كانت الحاجة إلى إحياء ودعم النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، وتجنب الانهيار المالي في منطقة اليورو سببا في دفع البنوك المركزية الكبرى إلى تبني أكبر قدر من الجهود وسياسات نقدية أكثر حداثة، حيث كانت لديهم مهمة واضحة لتخفيف حدة التغيرات ما جعلها تسعى وراء اتخاذ تدابير غير تقليدية مثل سياسة التيسير الكمي، وهي إحدى الطرق الغير التقليدية التي اعتمدها المصارف المركزية لتحفيز النمو الاقتصادي والحرص على قوة وسلامة عملتها من الأخطار المتوقعة الحصول، وسنعالج في هذا الفصل آلية عمل هذه السياسة على تحفيز الاقتصاد، وأثر تطبيق هذه السياسة على ميزانية البنك المركزي وصرف العملة مقابل العملات الأخرى.

وسنتطرق من خلال هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: دراسة عملة الدولار مقابل اليورو والين

المبحث الثاني: دراسة عملة اليورو مقابل الدولار والين

المبحث الثالث: دراسة عملة الين مقابل الدولار واليورو

## المبحث الأول: دراسة عملة الدولار مقابل اليورو والين

يعد البنك الإحتياطي الفدرالي المسؤول عن السياسة النقدية الأمريكية حيث يعتبر أكبر وأقوى المؤسسات المالية حول العالم ولقد تم إنشاؤه لتوفير نظام نقدي ومالي أكثر أمنا ومرونة لاستقرار الاقتصاد ومن أجل إنعاش الاقتصاد الأمريكي وتشجيع سوق القروض والاستثمارات قام بإطلاق ما يسمى بسياسة التيسير الكمي كخطوة هامة للتقليل من نسب البطالة ومعدلات التضخم وبالتالي العمل على استقرار سعر صرف الدولار.

### المطلب الأول: لمحة تاريخية حول البنك الفيدرالي الأمريكي

يعتبر بنك الإحتياطي الفيدرالي أقوى بنك مركزي على الإطلاق منذ تأسيسه ويشكل قوة مالية من خلال حرصه على سلامة الإقتصاد الأمريكي، ومن خلال هذا المطلب سنقوم بشرح ما هو البنك المركزي الأمريكي وأهم المحطات التاريخية التي مر بها.

### أولاً: تعريف البنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي

هناك عدة تعاريف للبنك الإحتياطي الفيدرالي نذكر منها:

**التعريف الأول:** الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي المعروف أيضا باسم مجلس الإحتياطي الإتحادي هو نظام مصرفي مركزي تابع للو. م. أ تم إنشاؤه في 23 سبتمبر 1913 بالتزامن مع وضع قانون الإحتياطي الفيدرالي وذلك استجابة لسلسلة التدايعات الإقتصادية في تلك الفترة ومع مرور الوقت فقد توسعت أدوار ومسؤوليات النظام الإحتياطي الفيدرالي وتطورت بنيته<sup>(1)</sup>.

**التعريف الثاني:** هو أحد الأجهزة الحكومية الأمريكية ويتولى مهام البنك المركزي في الدول العالمية الأخرى تم تأسيس الإحتياطي الفيدرالي في عام 1913 لإدارة الشؤون المالية ومراقبة الأوضاع الإقتصادية داخل البلد<sup>(2)</sup>.

**التعريف الثالث:** الإحتياطي الفيدرالي ويسمى غالبا FED هو البنك المركزي للو. م. أ مقره واشنطن تم إنشاؤه بموجب قانون الإحتياطي الفيدرالي ومهمته تنفيذ السياسة النقدية الأمريكية وهو تماما كما ECB مستقلة عن

(1) عالم البورصة، دور الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي في الفوركس، مقال متوفر على الرابط

دور - الإحتياطي - الفيدرالي - الأمريكي [www.fxcc.ae/blog](http://www.fxcc.ae/blog) Consulter le 26/04/2017 13:06

(2) المتداول العربي، الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي: دوره وتأثيره على الإقتصاد العالمي، مقال متوفر على الرابط

[www.nabctrader.com/ar/news/detaits/42083/](http://www.nabctrader.com/ar/news/detaits/42083/)

consulter le 26/04/2017 12:30

السلطة النقدية، ويسهر من خلال سياسته النقدية على ضمان استقرار الأسعار والعمالة الكاملة وتسهيل النمو في الو. م. أ ويلعب دور المقرض الأخير للبنوك التجارية<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: نشأة البنك الإحتياطي الفيدرالي

أسس الكونغرس أول بنك للو. م. أ في عام 1871 وعهد إليه بمسؤولية إصدار العملة الأمريكية وتنظيم الإئتمان وهو أول بنك يساعد على توحيد اقتصاد البلاد، ونظرا لحجم الكبير ووجود جغرافي واسع وتوفره على ثماني فروع مكنه من التأثير على الاقتصاد، ولم يتم تجديد الميثاق لمدة 20 عام هو ما أدى بالعديد من الأمريكيين لمعارضة البنك ورفض الميثاق في عام 1811.<sup>(2)</sup>

وعقب حرب 1812 ( حرب لأنجلو الأمريكية) كان النظام المصرفي للدولة في حالة اضطراب وحاول الكونغرس استعادة النظام والديون المالية من الحرب من خلال لنشاء بنك ثاني للو. م. أ في عام 1816 الذي يخدم نفس وظائف البنك الأول وبعد نفاذ ميثاق البنك الثاني في عام 1836 لم يتم إحياء البنوك المركزية لأكثر من 75 عام<sup>(3)</sup>.

تم إنشاء البنك المركزي الأمريكي في عام 1913 رغبة في وجود إشراف على القطاع النقدي بغد فترة من الأزمات المالية التي حدثت في أواخر القرن التاسع عشر حيث وقعت أزمة مالية كبيرة وإفلاس العديد من البنوك في عام 1907، حيث تم إقرار قانون "Federal reserve" بعد موافقة الكونغرس وتوقيع الرئيس الأمريكي ويلسون عليه في 1913/12/23 إلا أن ذلك القانون لم يعطي "Federal reserve" الوسائل النقدية الكاملة التي يمارسها اليوم حيث حصل "Federal reserve" على هذه الوسائل تدريجيا إلى أن حصل على الإمكانيات الكاملة لإدارة السياسة النقدية فقط بعد صدور قانون 1935.<sup>(4)</sup>

لا تتدخل الحكومة أو الكونغرس في قرارات البنك الفيدرالي كما تعد قراراته مستقلة تماما عن وزارة الخزانة (وهو ما يعارض الدستور الأمريكي).

(1) Mataf.net, Banque Central Américaine (Fed) le lien <http://www.mataf.net/fr/forex/edu/dible-du-forex/> /bibk- federal- reserves- bank consulter le 26/04/2017 12:10

(2) History of Central Banking From 1791 to The 21<sup>st</sup> Century, the federal reserve system, 2/2014, P 3.

(3) op.cit, p03

(4) منصورى زين، استقلالية البنك المركزي وأرها على السياسة النقدية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الإقتصادية- واقع وتحديات، جامعة الشلف، ص ص 426، 427.

ثالثاً: هيكل البنك الفيدرالي الأمريكي

يتألف جهاز الإحتياطي الفيدرالي من مجلس المحافظين، هيئة السوق المفتوحة التي يطلق عليها اسم **Fomerc**، 12 بنكا فيدراليا موزعين على الو. م. أ وعدد من المجالس الاستشارية الأخرى مهمته الرقابة على المعروض من النقد والإشراف على الجهاز المصرفي وتنظيمه بغرض تخفيض التضخم ودعم الإستقرار الإقتصادي، ويعتبر هذا الجهاز مستقلا من حيث توجيهات سياساته لا تتأثر بالأجهزة الأخرى التابعة للكونغرس أو للسلطة التنفيذية التابعة للحكومة الفيدرالية، ويتكون البنك الفيدرالي الأمريكي من:

**1- مجلس المحافظين أو المجلس الإحتياطي الإتحادي:** هي لجنة صناعة القرار التابعة لجهاز الإحتياطي الفيدرالي تتكون من 7 أعضاء يتم تعيينهم من قبل رئيس الو. م. أ ثم يتم التصديق على هذا الإختيار من قبل مجلس الشيوخ وذلك لمدة خدمة تستمر 14 عاما غير قابلة لتجديد، أما رئيس هذا المجلس فإن فترة خدمته لا تتجاوز مدة 4 سنوات ويمكن إعادة تعيينه ومن الضروري أن ينطبق على أي عضو من أعضاء المجلس عدة شروط وهي ألا يكون مسؤولا أو مديرا في أي مصرف أو مؤسسة مصرفية أو محفظة ائتمان وقبل أن يصبح عضوا في مجلس المحافظين للنظام الإحتياطي الفيدرالي عليه أن يشهد تحت القسم أنه قد امتثل لهذا المطلب وتودع هذه الشهادة مع سكرتير المجلس<sup>(1)</sup>.

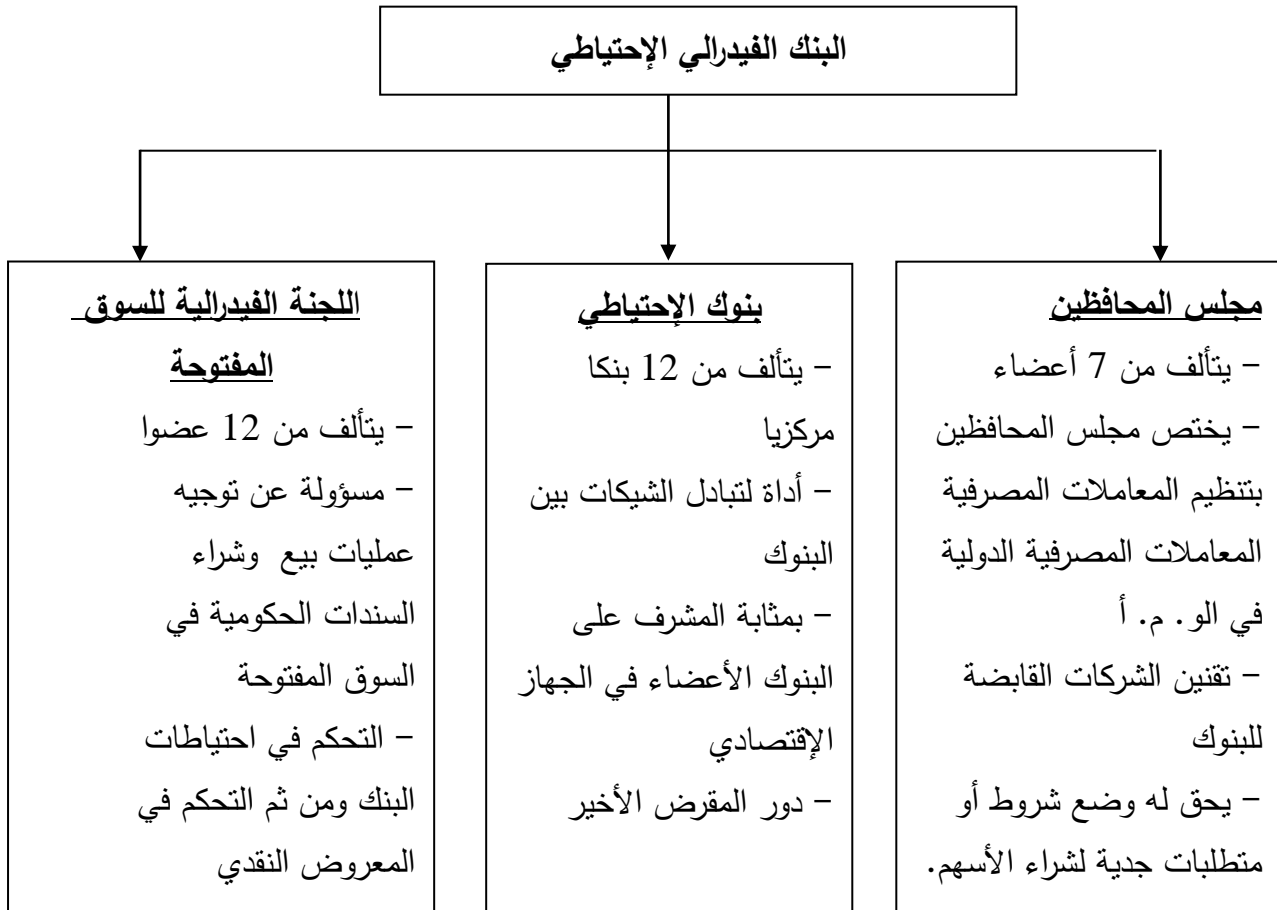
**2- اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة:** تعتبر الوحدة الرئيسية لتشكيل السياسات الخاصة لجهاز الإحتياطي الفيدرالي وتتألف من 12 عضواً، ومسؤولياتها تنفيذ السياسات النقدية الأمريكية كما تحدد التوجهات الخاصة بعمليات السوق المفتوحة التي يتحدد على أساسها المعروض من النقد ويعتبر الأعضاء السبعة بمجلس المحافظين بالإضافة إلى محافظ البنك المركزي بنيويورك بمثابة أعضاء دائمين في هذه اللجنة. أما الأعضاء الأربعة الباقون فهم يعملون لمدة عامين بالتبادل كمحافظين للبنوك الفدرالية الأحد عشر الأخرى ويتم اختيارهم من بين محافظي البنوك المركزية الأحد عشرة المتبقية، ويتناوب أولئك الأعضاء على عضوية اللجنة كل عامين هذا وتجتمع اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة 8 مرات في العام وذلك بحضور محافظي البنوك المركزية جميعها.

**3- بنوك الإحتياطي الفيدرالي:** ويتألف من 12 بنكاً مركزياً لكل من هذه البنوك الإثني عشر مديره الخاص، وهي بنوك مركزية، يوجد كل منها في منطقة جغرافية معينة، ويقوم على خدمة البنوك المحيطة به في تلك

(1) منصورى زين، استقلالية البنك المركزي وأرها على السياسة النقدية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الإقتصادية- واقع وتحديات، جامعة الشلف، ص ص 426، 427.

المنطقة فعلى سبيل المثال يعتبر بنك الاحتياطي الفدرالي في San Francisco هو البنك المركزي الذي يخدم البنوك الموجودة في ولايات: Washington, Oregon, Californie, Arizona, Nevada and Utah وتقوم البنوك المركزية بنقل الشيكات بين البنوك والإشراف على تلك البنوك وتقنينها كما يناط بها إجراء الاختبارات اللازمة للبنوك، وإمدادها بالعملة، والاحتفاظ بما لديها من احتياطات هذا ولا يقوم الأفراد أو الشركات أو المؤسسات الخاصة بالتعامل المباشر مع البنوك المركزية ومع أن البنوك العادية هي التي تمتلك البنك المركزي الذي يخدمها إلا أن السياسات التي ينتهجها البنك المركزي تتشكل داخل جهاز الاحتياطي الفيدرالي وليس من قبل البنوك المالكة.

الشكل رقم (04): هيكل البنك الفيدرالي الإحتياطي



المصدر: من إعداد الطالبات بالإعتماد على المعطيات السابقة

المطلب الثاني: تحليل سياسة التيسير الكمي على سعر صرف الدولار مقابل اليورو والين

هناك علاقة بين سياسة التيسير الكمي وعملة الدولار كونها تمثل عملة الاحتياط الأولى على مستوى العالم، وفيما يلي سنحاول إبراز أهم التطورات التي شهدتها عملة الدولار مقابل عملة اليورو الأوروبي والين الياباني في ظل تطبيق الولايات المتحدة الأمريكية لسياسة التيسير الكمي.

أولاً: تطور سعر صرف الدولار مقابل الين

يعتبر الدولار الأمريكي والين الياباني زوج عملة يشكل لغزا كبيرا والذي يمنح توكيلا جيدا للولايات المتحدة الأمريكية مقابل القوة اليابانية.

الشكل رقم (05): سعر صرف الدولار مقابل الين خلال الفترة 2008 - 2016



XE, graphique XE currencyJPN en USD

المصدر:

<http://www.xe.com/fr/currencycharts/?from=JPY&to=USD&view=10Y>

من منتصف عام 2007 إلى منتصف عام 2012: اتسمت هذه الفترة بالسقوط المالي والإقتصاد الحر وتباطؤ النمو والمخاوف من الركود التي تعرضت لها و.م.أ وهذا نتيجة ظهور بواذر أزمة مالية في منتصف 2007 وطففت على السطح عام 2008، وهي ناتجة عن أزمة الرهن العقاري في و.م.أ وانتقلت من أزمة مالية خاصة بالأسواق المالية إلى أزمة حقيقية تهدد الإقتصاد العالمي بالركود وأثرت تأثيرا كبيرا على سعر

صرف الدولار، حيث نلاحظ من خلال الشكل رقم(05) هبوط سريع في سعر صرف العملة الأمريكية مقابل الين وهو ما أدى إلى تزايد التحول من التعامل بالدولار الضعيف سواء من طرف الدول أو من طرف الأفراد، كما أن سياسات التيسير الكمي الأولى المطبقة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 عملت على خفض معدلات الفائدة الطويلة الأمد التي ساهمت في خفض معدلات سعر صرف الدولار وتشير بعض الدراسات إلى أن انخفاض العائد على السندات الأمريكية طويلة الأجل يؤدي إلى تراجع معدلات صرف الدولار، أما بالنسبة لتأثير سياسات التيسير الثانية خلال سنة 2010 فلم تظهر بشكل جلي إلا أنه يعتقد أنها ساهمت في رفع أسعار الأصول وخصوصاً الأسهم في الو.م.أ.

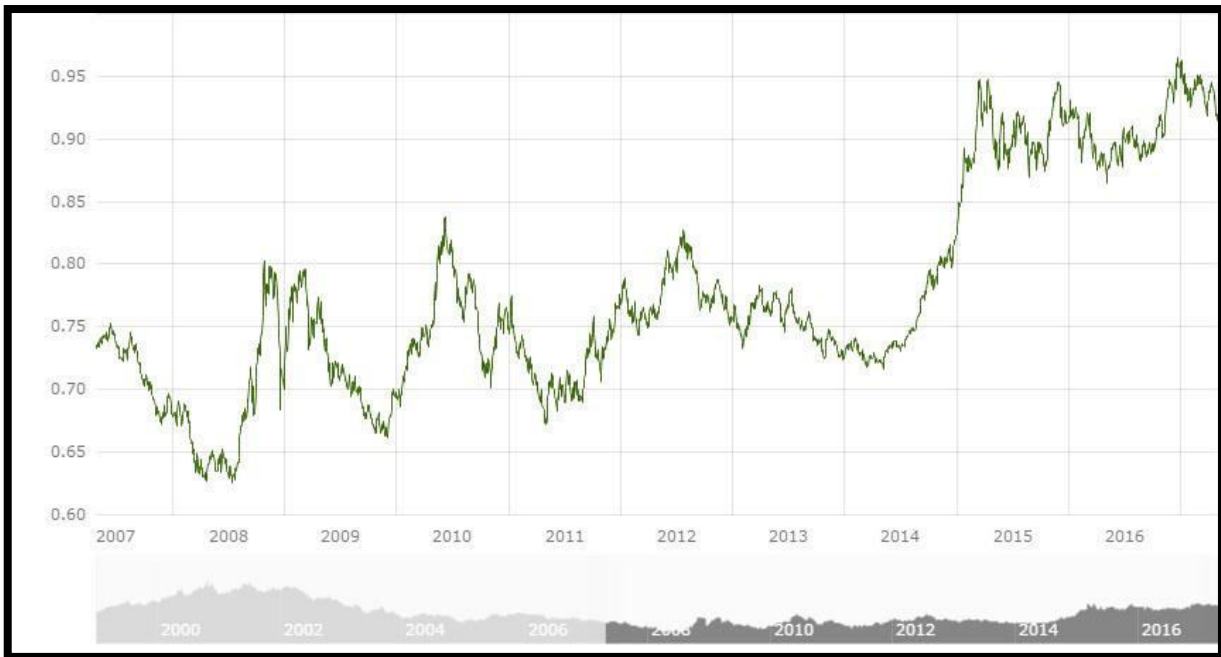
وخلال سنة 2011 نلاحظ أن سعر صرف عملة الدولار وصل إلى أدنى مستوى له مقابل الين بقيمة 75.97131 ويعود السبب إلى أزمة الديون الأمريكية لعام 2011 وتعد هذه الأزمة استمراراً للأزمات المتتالية التي واجهها الإقتصاد الأمريكي، ويعود سبب ظهور هذه الأزمة إلى زيادة الإنفاق الحكومي التي انتهجتها الو.م.أ في سبيل التخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية عن طريق سياسة التيسير الكمي حيث قام الإحتياطي الفيدرالي بتخفيف القيود على الكميات المصدرة من الدولار من خلال طباعة كميات جديدة منه ثم استخدام الدولارات في شراء الأوراق المالية على أمل دعم الإنتعاش الإقتصادي بعد الأزمة الرهن العقاري الأمر الذي أدى إلى زيادة الديون الأمريكية بشكل كبير مما نتج عنه انهيار الثقة بالإقتصاد الأمريكي والعملية الأمريكية "الدولار".

**المرحلة من سنة 2012 إلى 2015:** ارتفع سعر صرف العملة الأمريكية "الدولار" مقابل الين الياباني بعد فترة تراجع وصلت إلى أقصى قيمة من 79.48500 إلى 124.39511 وجاء الإرتفاع بعد تصريحات لأحد أعضاء اللجنة النقدية في الإحتياطي الفيدرالي (البنك الأمريكي) بوضع خطط من بينها الإبقاء على سعر الفائدة دون تحريك الأمر الذي ساهم في تحقيق الدولار لأكبر ارتفاع منذ عدة سنوات، إضافة إلى خطط التحفيز الإقتصادي التي أطلقتها الحكومة الأمريكية فبمجرد بدأ البنك الإحتياطي في تقليص سياسات التيسير الكمي منذ جانفي 2014 مع تلميحات برفع سعر الفائدة في أقرب وقت أدى ذلك إلى العودة على الإقبال على عملة الدولار هذا الوضع أدى إلى قيام المستثمرين في الأسواق العالمية بإعادة تنويع المحافظ الإستثمارية لديهم وزيادة حجم الإستثمارات مرة أخرى من الأصول الأمريكية وهذا انعكس بشكل ايجابي على الدولار، ليعاود الدولار الإنخفاض في سنة 2016 بقيمة 100.43778

ثانيا: تطور سعر صرف الدولار مقابل اليورو

يعد اليورو والدولار الأمريكي أكثر أزواج العملة رواجاً في العالم نظراً لما يحظى به من شهرة في كل أنحاء العالم ويسجل هذا الزوج من العملة صعوداً تلو الآخر إلا أن التقلبات قد تتسبب في هبوط سعر هذا الزوج من العملة ويطلق على اليورو " العملة المضادة للدولار " نظراً لأنه سريع التأثير بالبيانات الخاصة بالدولار الأمريكي، وعلى هذا الأساس سنحاول فيما يلي تقديم تحليل لتطور سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملة الأوروبية "اليورو" خلال فترة 2008-2016.

الشكل رقم (06): سعر صرف الدولار مقابل اليورو خلال الفترة 2008-2016



المصدر: البنك المركزي الأوروبي

[https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/euro\\_fxref-graph-usd.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/euro_fxref-graph-usd.en.html)

نلاحظ من خلال الشكل رقم(06) أن خلال الفترة الممتدة من 2007-2014 عرف سعر صرف الدولار الأمريكي استقراراً نسبياً في قيمته وذلك في مستويات منخفضة كما سجل أدنى مستوى له مقابل اليورو في سنة 2008 حيث قدرت قيمته بـ0.6254 وهذا ناتج عن الآثار السلبية التي انعكست على الإقتصاد الأمريكي بسبب الأزمة المالية العالمية حيث سجلت مواقف ضعف الدولار بالمقابل كانت الفرصة التي برز من خلالها الدور التدريجي لقبول اليورو في الأسواق المالية العالمية.

وعموماً يمكننا إجمال أسباب تراجع قيمة الدولار الأمريكي وبقائها في مستويات منخفضة إلى ما يلي:



- ضخامة الديون الرسمية والفردية والعجز المالي إلى تباطؤ النمو وتدهور سعر صرف الدولار.
- ارتفاع حجم الأمريكية التي تعود أسبابه إلى عوامل سياسية وعسكرية حيث وصل الإنفاق على هذه الأخيرة في مطلع سنة 2015.

إلا أنه في سنة 2014 شهد الدولار الأمريكي ارتفاعا شبه مستمر في قيمته إلا أن وصل إلى أعلى قيمة له منذ الأزمة المالية العالمية في أوائل عام 2015 وقدرت قيمته بـ 0.9649 ، حيث تميزت سنة 2014 باستمرار انتعاش النشاط الإقتصادي العالمي وإن كان ذلك بوتيرة متواضعة وتواصل النمو في الو.م.أ في هذا السياق من التطورات المتباينة عموما سجلت أيضا سنة 2014 انخفاضا حادا في أسعار البترول العالمية خاصة بسبب المستوى العالمي لإنتاج البترول الصخري في الو.م.أ كل هذه التطورات أدت إلى تحركات واسعة في أسعار صرف العملات الرئيسية وانعكست في ارتفاع حاد لقيمة الدولار أمام اليورو<sup>(1)</sup>.

وهذا راجع لسببين هما:

- التفاوت في السياسات النقدية بين الو.م.أ وأوروبا أدى إلى المزيد من الإقبال على الدولار الأمريكي واتخاذ الاحتياطي الفيدرالي قرار رفع سعر الفائدة حول السياسة النقدية لسنة 2015 أسهم في الإرتفاع الكبير في سعر صرف الدولار الأمريكي.
- التحسن الواضح وتساعد الثقة بأداء الإقتصاد الأمريكي وتحسن مؤشرات بصفة خاصة في سوق العملات ومعدلات النمو الإقتصادي التي شهدت تحسن واضحا وقياسيا بالأداء العام خلال منتصف عام 2014.

### المطلب الثالث: ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

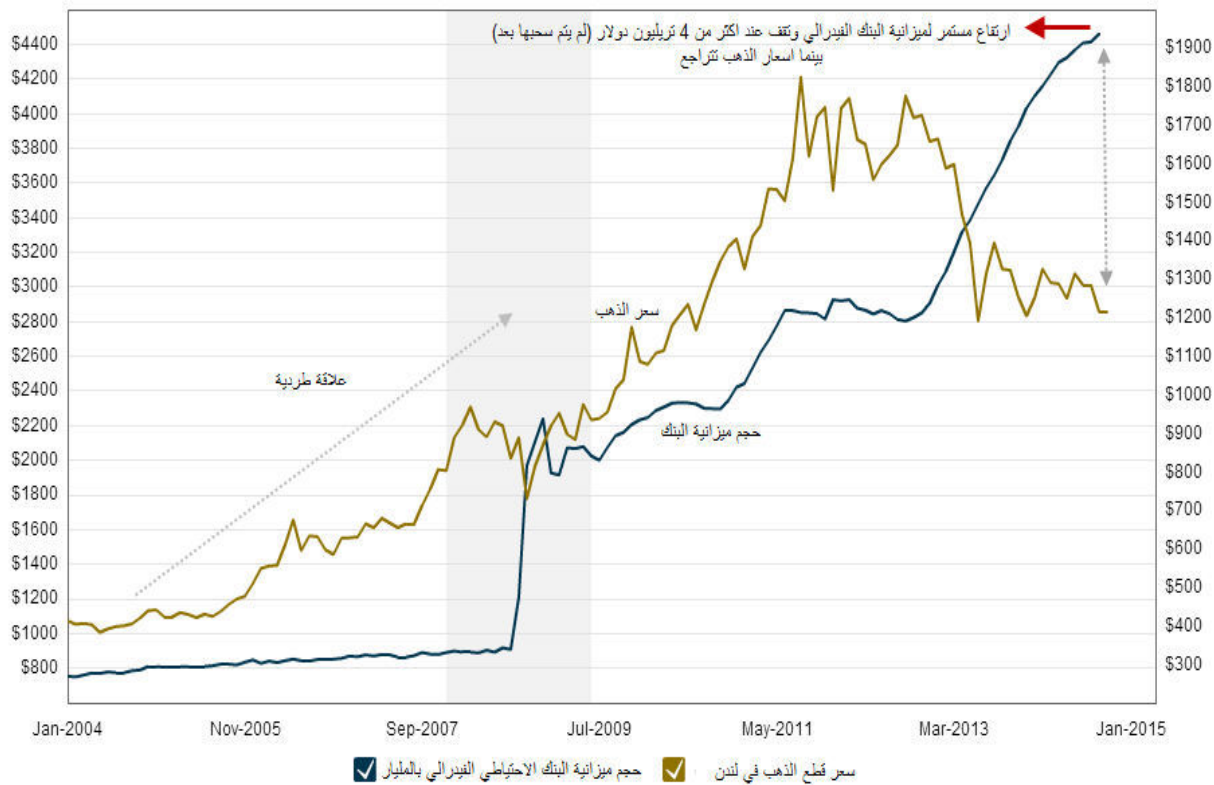
خلال الأزمة المالية العالمية في عام 2008 في الو.م.أ قام الاحتياطي الفيدرالي بالتوسع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة أصول جديدة، وعليه يوضح الرسم البياني مدى تضخم الميزانية العمومية للبنك الاحتياطي الفيدرالي في 2004 مع بداية تطبيق سياسات التيسير الكمي لتصل ذروتها خلال سنة 2015 حيث نلاحظ بداية ارتفاع الميزانية العمومية مع بداية الإعلان البنك المركزي الأمريكي عن جولة ثانية من تيسير الكمي في سنة 2010 لتواصل الإرتفاع مع سنة 2012، وفي ظل بدء خفض برنامج التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي خلال سنة 2013 بعشرة مليارات دولار إلى 75 مليارات دولار سجلت الميزانية العمومية للبنك ارتفاعا ملحوظا قدر بأربع مرات منذ عام 2008، ومع تطبيق الولايات

(1) محافظ بنك الجزائر، التطورات الإقتصادية والنقدية لسنة 2014 وآخر التوجهات لسنة 2015، ديسمبر 2015، ص 03.

المتحدة الأمريكية للجولة الثالثة من برنامج التيسير الكمي وشراء الأصول قام بطبع نحو 40 مليار دولار إضافية وتوجيهها لشراء سندات مضمونة برهن عقاري مما أتاح للبنك الاحتفاظ بأوراق مالية قيمتها 2,6 ترليون دولار متضمنة لسندات خزينة قدرها 1,64 ترليون وأوراق رهن عقاري قدرها 844 دولار وفي سنة 2015 أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية عن تثبيت سعر الفائدة الذي يؤول إلى الصفر بما يعمل على دعم الاستثمار وما يترتب على ذلك من دعم الاقتصاد<sup>(1)</sup>.

إجمالاً فإن الرسم البياني يوضح مدى تضخم ميزانية البنك الفيدرالي من 869 مليار دولار أمريكي في 2007 مع بدء ظهور علامات التدهور الأسواق العالمية لتصل ميزانية البنك إلى 4.48 ترليون دولار أمريكي في 2014.

الشكل رقم (07): ميزانية الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة 2004 - 2015



المصدر: نتائج تخفيف سياسات التخفيف الكمي قبل قرار الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:

<http://forex-arabia.com/home/>

(1) رشاد عبده، هل تنفذ سياسات التيسير الكمي الإقتصادية العالمية، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.pressreader.com/qatar/al-sharq-economy/20121007/281762741480959> consulter le 20/05/2017 14 :30

### المبحث الثاني: دراسة عملة اليورو مقابل الدولار والين

يعتبر البنك المركزي الأوروبي المسؤول عن تحديد السياسة النقدية والإشراف على الوحدة النقدية الأوروبية ويعمل على المحافظة على الإستقرار المالي والإقتصادي لمنطقة اليورو طبقا لاتفاقية ماستريخت إذ يسعى هذا الأخير إلى التعامل والتأقلم مع المتغيرات المفاجئة وغير المتوقعة التي يمكن أن تشهدها الأسواق النقدية والمالية ويلعب اليورو دور مهم في الإقتصاد العالمي ويمثل المركز الثالث بعد كل من الـ.م.أ واليابان.

#### المطلب الأول: لمحة تاريخية حول البنك المركزي الأوروبي

معظم البلدان لديها بنك مركزي ولكن تاريخ تأسيسها والهيكل التنظيمي يعتمد على كل بلد وأحد النماذج للبنوك المركزية هو البنك المركزي الأوروبي.

#### أولاً: تعريف البنك المركزي الأوروبي

البنك المركزي الأوروبي أو ECB مؤسسة مستقلة مسؤولة عن تحديد وتنفيذ السياسة الإقتصادية والنقدية في الإتحاد الأوروبي تم إنشاء هذه المؤسسة في 1998 وهو المسؤول عن العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" ويعمل على ضمان الإستقرار المالي في منطقة اليورو.

#### ثانياً: نشأة البنك المركزي الأوروبي

أنشئ البنك المركزي الأوروبي من طرف المجلس الأوروبي بتاريخ 3ماي 1998 إلا أنه لم ينطلق فعليا في العمل إلا في تاريخ 1 جانفي 1999 ويقع مقر لبنك المركزي الأوروبي في مدينة فرانكورت الألمانية وهي نفس المدينة التي يتواجد فيها البنك المركزي الألماني المسمى بـ Bundes Banks ويتمتع البنك الأوروبي باستقلالية التامة عن الحكومات فهو بمثابة السلطة النقدية الموحدة للإتحاد النقدي التي تحدد السياسة النقدية الموحدة للإتحاد الأوروبي (BCE) إلى جانب البنوك المركزية الوطنية لدول الإتحاد الأوروبي جوهر الإتحاد النقدي أو ما يسمى بالنظام الأوروبي للبنوك المركزية (ESCB) (1).

ويمتلك هذا البنك كافة الأدوات والتقنيات التي تساعده على تحقيق أهدافه النقدية ودعم الإستقرار النقدي في دول الإتحاد ومخول بشكل كامل بسلطة الهيمنة على الضرائب وسياسات معدل التحويل دون أي تدخل من أي جهة ويتمتع بدرجة عالية من التنسيق المنتظم مع البنوك المركزية التابعة للإتحاد الأوروبي (2).

(1) محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص 280.

(2) مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على الواقع المصرفي العربي مع التركيز على حالة مصر، المجلة الراقية للعلوم الإقتصادية السنة السابعة، العدد 23، 2009، ص 12.

ولقد حددت اتفاقية ماستريخت أهم وظائف البنك المركزي الأوروبي في ست وظائف رئيسية وهي<sup>(1)</sup>:

- 1- الحفاظ على استقرار الأسعار مثل كافة البنوك المركزية الأخرى وهو يعد الهدف الأول والرئيسي للبنك طبقا لمعاهدة ماستريخت.
- 2- إصدار اليورو (العملة الأوروبية الموحدة) سواء الأوراق النقدية أو العملة المعدنية.
- 3- تحديد معدلات الفائدة قصيرة الأجل في دول منطقة اليورو.
- 4- تشجيع الأسلوب الهادئ والبسيط في إدارة نظم الدفع
- 5- إدارة الإحتياطيات النقدية لأعضاء الإتحاد النقدي الأوروبي.
- 6- تقديم النصح والإرشاد لمؤسسات وحكومات الإتحاد الأوروبي فيما يخص النظم المالية والنقدية مثل مراجعة السياسة النقدية قبل تقديمها للبرلمان الأوروبي.

### الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي

يتألف البنك المركزي الأوروبي أحد عشر بنك مركزي أوروبي ومحافظي البنوك المركزية الوطنية في منطقة اليورو والمجلس التنفيذي المكونة من ست أعضاء بما في ذلك رئيس مجلس الإدارة ونائب الرئيس.

يملك البنك المركزي الأوروبي الذي يعتبر للبنوك الـ SEBC والنظام الأوروبي جهازين رئيسيين لاتخاذ القرار ألا وهما مجلس المحافظين ومجلس الإدارة وهناك جهاز ثالث لاتخاذ القرار ألا وهو مجلس العام الذي سيبقى قائما طالما لم تتبنى كل دول الإتحاد الأوروبي العملة الموحدة اليورو، وتقوم أجهزة اتخاذ القرار داخل البنك المركزي الأوروبي (BCE) بدور مزدوج فهي تنظم عمل الـ BCE نفسه كما تنظم أيضا عمل كل من النظام الأوروبي والنظام الأوروبي للبنوك المركزية، لأجهزة اتخاذ القرار داخل الـ BCE خصوصيات ملائمة لاتخاذ القرار في مجال السياسة النقدية داخل منطقة العملة الموحدة حيث يتمتع كل من مجلس المحافظين ومجلس الإدارة بكامل الصلاحيات والسلطة لاتخاذ قراراتها في مجال تخصصها<sup>(2)</sup>.

وهيئات اتخاذ القرار في البنك المركزي الأوروبي تتمثل في:

- **مجلس المحافظين:** يقع مجلس المحافظين على قمة هرم البنك المركزي الأوروبي ويضم أعضاء المجلس التنفيذي ومحافظي البنوك المركزية الوطنية للدول السبعة عشر المشاركة في الإتحاد النقدي، ولكل عضو صوت واحد ويمكن أيضا أن يشترك رئيس مجلس الإتحاد الأوروبي وعضوا من المفوضية الأوروبية في

(1) منى كمال، تجربة الإتحاد النقدي الأوروبي في مجال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، نوفمبر 2010، ص 5، نقلا عن

<http://mpr.a.ub.uni-muechen.de/27764/>

consulté le 23/04/2017 22 :19

الرابط:

(2) محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 282.

الإجتماعات إلا أنهما لا يملكان الحق في التصويت، وتتمثل المهام الأساسية لمجلس المحافظين في إعداد السياسة النقدية الموحدة وتحديد التوجيهات الخاصة بتنفيذها، كما يعتبر المسؤول على التنظيم الداخلي للبنك المركزي وهيئات اتخاذ القرارات بالإضافة إلى دوره الإستشاري في مجال اختصاصه إلى جانب توقيع العقوبات على مخالفة قواعد والقرارات التي يمكن أن تنشر في الجريدة الرسمية للمجموعة الأوروبية<sup>(1)</sup>.

- **المجلس التنفيذي:** يتكون المجلس التنفيذي للبنك المركزي الأوروبي من ست أعضاء الرئيس ونائب الرئيس وأربعة أعضاء آخرين يتم اختيارهم بالإتفاق المشترك بين حكومات الأعضاء وبعد استشارة البرلمان الأوروبي ومحافظ البنك المركزي شريطة أن يكونوا من جملة جنسيات الدول الأعضاء في منطقة اليورو وتتمثل المهمة الرئيسية للمجلس التنفيذي في:

- تنفيذ السياسة النقدية وفقا لتوجيهات وقرارات مجلس المحافظين.

- مسؤول عن أعمال البنك المركزي.

- يعطي التعليمات الضرورية البنوك المركزية الوطنية.

- تحضير اجتماعات مجلس المحافظين.

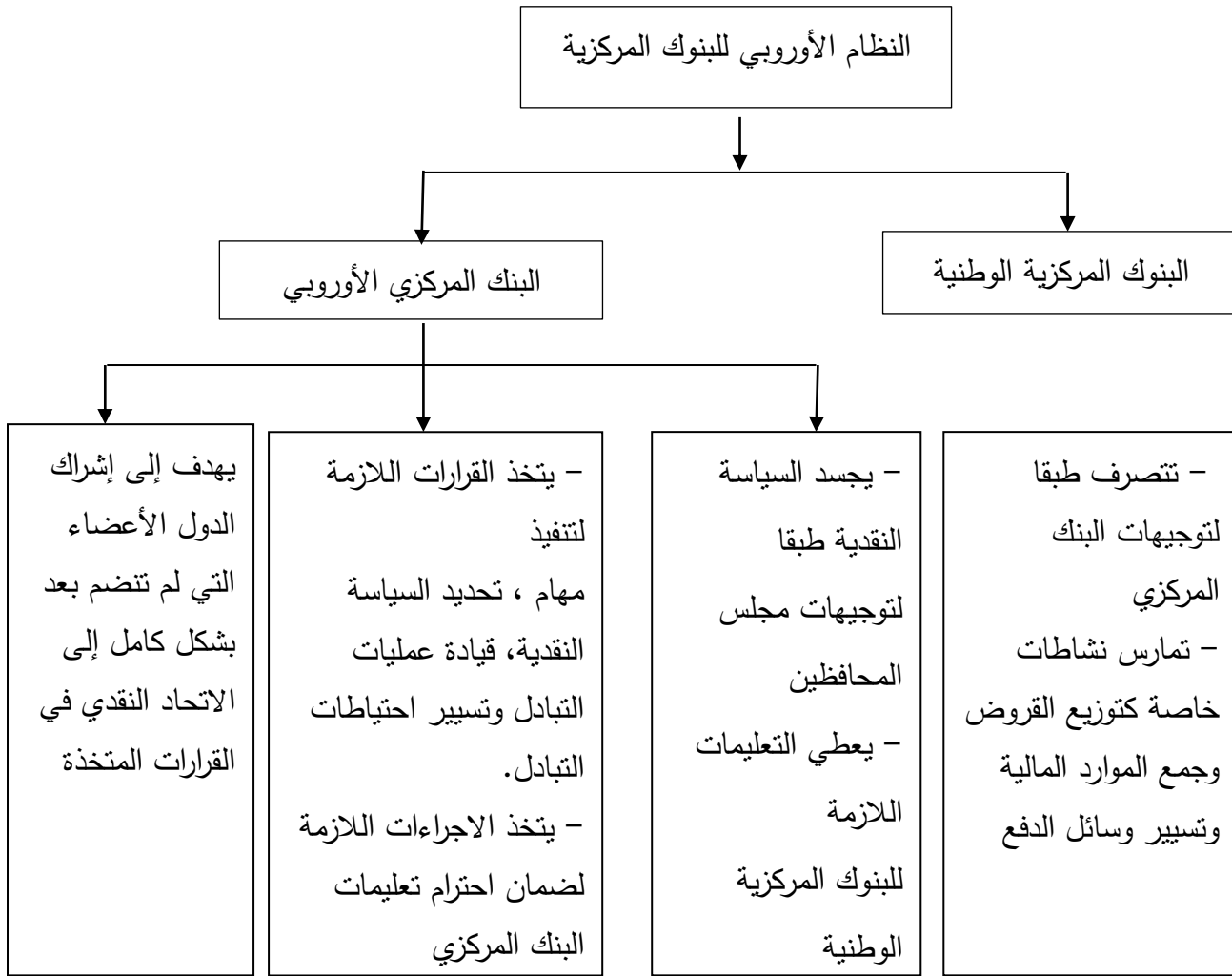
- **المجلس العام:** يتكون من الرئيس ونائب الرئيس ومحافظي البنوك المركزية الوطنية لدول الإتحاد (15) دولة عام 2003 و 25 دولة في ماي 2004) ومهمته في تقديم الإستثمارات حول توجهات السياسة النقدية في المنطقة كما يعمل على إدخال الدول التي لم تنظم إلى منطقة اليورو وانجاز تقارير حول عمل البنك المركزي الأوروبي وتقديم الإستشارات بشأن ترتيبات أسعار الصرف التي تقترحها الدول الأعضاء<sup>(2)</sup>.

والشكل رقم(08) يوضح الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي:

(1) نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، مرجع سبق ذكره، ص 311.

(2) ماجدة مدوخ، النظام النقدي الأوروبي، مجلة الوحدات للبحوث والدراسات، العدد3، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التيسير، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 2008، ص ص 20، 21.

الشكل رقم (08): الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي



المصدر: رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على الواقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص 45.

المطلب الثاني: تحليل سياسة التيسير الكمي على سر صرف اليورو مقابل الدولار والين

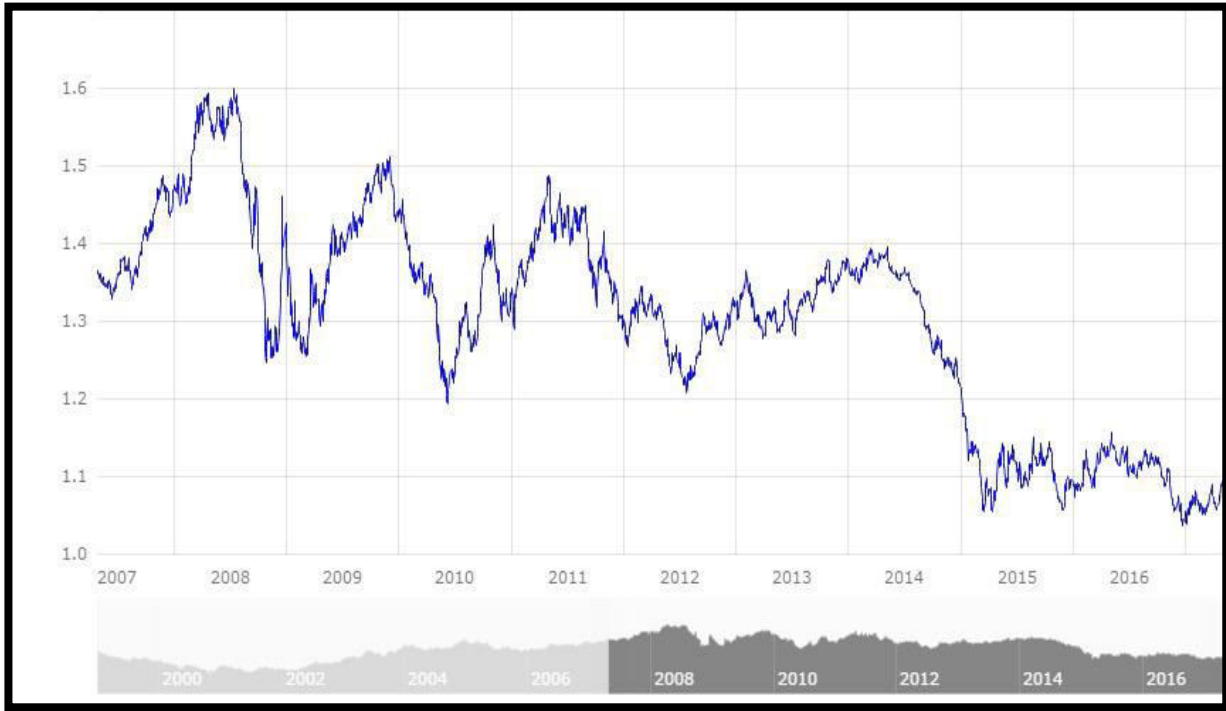
عمل البنك المركزي الأوروبي على إدخال سياسة التيسير الكمي في مخططاته لإحداث بعض التغييرات التي مست بدورها سعر صرف اليورو واستقراره خاصة بعد الأزمات التي مرت بها منطقة اليورو، وفيما يلي سنحاول إبراز أهم التطورات التي شهدتها عملة اليورو مقابل عمليتي الدولار الأمريكي والين الياباني في ظل تطبيق البنك المركزي الأوروبي لسياسة التيسير الكمي.

أولاً: تطور سعر صرف اليورو مقابل الين

انتهج الاتحاد الأوروبي سياسة التيسير الكمي ومازال يعاني من نسب نمو ضعيفة ومعدلات تضخم قليلة وقد يكون السبب أن الاتحاد الأوروبي لديه سياسة نقدية واحدة متمثلة في البنك المركزي الأوروبي بينما تتعدد السياسة المالية للدول الأعضاء مما يتطلب توحيد السياسة المالية لدول الاتحاد ويوضح المنحنى انخفاض سعر صرف اليورو الأوروبي مقابل الين الياباني حيث حافظ الين على استقراره بعد عام 2008 بينما نلاحظ تراجع سعر صرف اليورو منذ عام 2008 لتأثره بالأزمة العالمية، ثم عرف بعدها تراجعاً طفيفاً في معدلات صرفه مقابل الين الياباني حيث وصل إلى أدنى قيمة له سنة 2010 متأثراً بذلك بأزمة الديون السيادية، وتعتبر هذه الأزمة من أخطر المشاكل التي تعرضت لها منطقة اليورو في عقدها الأول في ربيع 2010، وبعد سنة 2010 نلاحظ استرجاع اليورو لقيمه تدريجياً ليعاود من جديد في الانخفاض حتى سنة 2012، ومع نهاية 2012 وبداية 2013 واجهت منطقة اليورو بظناً في الانتعاش الاقتصادي وارتفاع في مستويات التضخم والبطالة وبالتالي خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة على الودائع دون الصفر وفي جوان 2014 ومع التباطؤ المستمر لقيمة عملة اليورو وما صاحبه من ضعف في النمو الاقتصادي والضعف المستدام للتضخم في منطقة اليورو، أدخل البنك المركزي الأوروبي خلال الثلاثي الأخير من سنة 2014 تدابير هامة استهدفت على وجه الخصوص زيادة السيولة في السوق النقدية وتشجيع منح القروض المصرفية تعلق الأمر أولاً بتخفيضات معتبرة في معدلات الفائدة التوجيهية وبالتالي انخفاض معدل العمليات الأساسية لإعادة التمويل إلى 0,05% ومعدل تسهيلة القرض الهامشي إلى 0,30% ومعدل تسهيلة الإيداع إلى 0,20%-% توبع انخفاض المعدلات بانطلاق عمليات إعادة التمويل المستهدفة لمدى أطول وعمليات شراء الأصول الصادرة عن القطاع الخاص<sup>(1)</sup>، ومع حلول سنة 2015 نلاحظ تراجع كبير في قيمة عملة اليورو مقابل الين الياباني وواصل حتى سنة 2016 حيث قام على إثرها البنك المركزي الأوروبي باتخاذ إجراءات جديدة تمثلت في إدخال برنامج واسع لشراء أصول القطاع العام، وتخفيض معدل تسهيلة الإيداع من جديد إلى 0,30%-% قصد تحفيز المصارف على منح القروض عوضاً عن توظيف سيولتها في شكل ودائع، كما أعرب البنك المركزي الأوروبي عن قيمته في الإحتفاظ بل وتعزيز الطابع الميسر لسياسته النقدية طوال ما استلزمه الأمر ذلك.

(1) تقرير بنك الجزائر، التطور الإقتصادي والنقدي الجزائري، 2015، ص 24.

الشكل رقم(09): سعر صرف اليورو مقابل الين خلال الفترة 2008-2016



المصدر: البنك المركزي الأوروبي

#### ثانيا: تطور سعر صرف اليورو مقابل الدولار

شهدت عملة اليورو مقابل الدولار الأمريكي فترة من التقلبات منذ عام 2008 ومن خلال الشكل رقم (10) نلاحظ صعود لعملة اليورو مقابل الدولار لتتراجع بعد ذلك عملة اليورو بعد عام 2008 ليعود إلى الارتفاع من جديد بعد سنة 2009، ومن الأسباب التي تفسر قوة اليورو أمام الدولار 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 انخفاض ملحوظ في قيمته وهذا ما يوضحه المنحنى، حيث قام بتوسيع نطاق الاحتفاظ بالأوراق المالية في حساب النظام الفدرالي للسوق المفتوحة لتشجيع عملية استعادة النشاط الاقتصادي والحد من اختلال الميزان التجاري الأمريكي وبذلك زادت الولايات المتحدة الأمريكية من حجم الكتلة النقدية مما ساعد على تدني قيمة الدولار، وهذا ما دفع الشركات التي تعتمد الصادرات الأوروبية إلى تسجيل خسائر بمليارات الدولارات بسبب التقلبات الحادة لسعر صرف اليورو مقابل الدولار، كما تراجع سعر صرف اليورو مقابل الدولار سنة 2010 حيث اهتزت العملة الأوروبية "اليورو" خلال هذا العام جراء تفاقم أزمة الديون السيادية الأوروبية التي لجأت كل من اليونان وإيرلندا لطلب مساعدات كبرى من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي وفق برنامج يلزم الدولتين

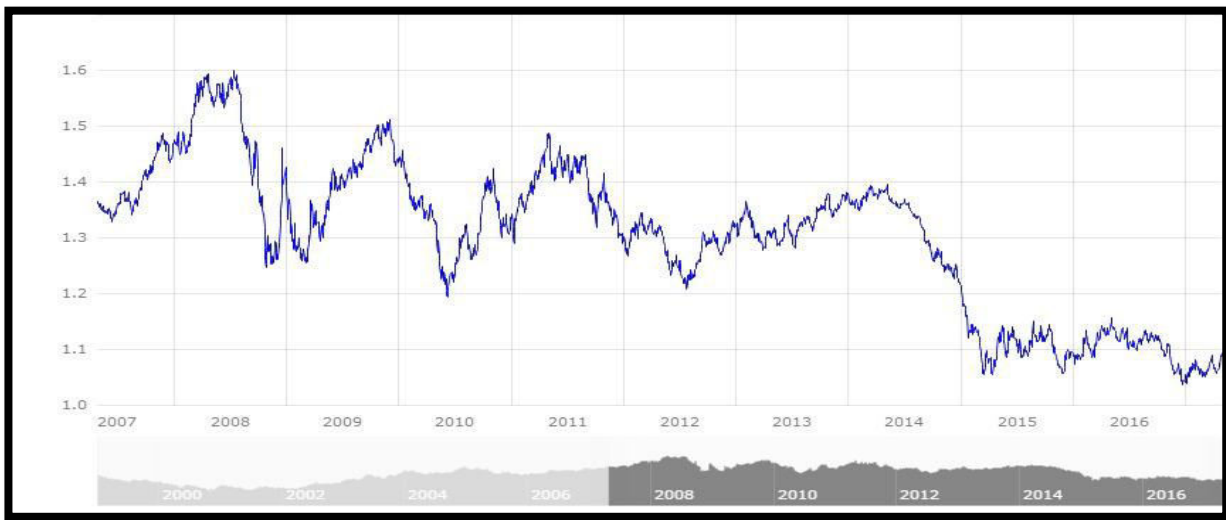


بإجراءات تقشفية حازمة، ولقد سعت ألمانيا لإنهاء أزمة الديون إلا أنها لم تتمكن من وقفها، ومع بداية 2011 نلاحظ أن المنحنى بدأ في الارتفاع ما يدل على أن اليورو أخذ اتجاهاً آخر ثم بدأ في الانخفاض تدريجياً سنة 2012 حيث انحدر اليورو بقوة أمام الدولار الأمريكي منذ جويلية 2012 هذا بالرغم من إرجاء البنك المركزي الأوروبي لأية قرارات توسعية حتى الربع الأول من عام 2012، ورغم أن العوامل كانت ايجابية نحو دعم وجهة نظر إمكانية بدء تصحيح اليورو أمام الدولار الأمريكي بعد سلسلة الانخفاضات لم تتوقف من ماي عام 2014، ولكن تعديل البنك الإحتياطي الفدرالي للتوجيه المستقبلي قلب كافة الموازين ودعم من قوة الدولار الأمريكي وهذا ما يوضحه المنحنى حيث نلاحظ انخفاض قيمة اليورو أمام الدولار.

وتشير دراسة لـ Jeffrey Frankel يتنبأ فيها بأن اليورو سوف يحل محل الدولار كعملة احتياط عالمية خلال عشر سنوات ومن وجهة نظره فإن اليورو سوف يتجاوز الدولار لأول مرة في عام 2015 من حيث الإحتياطيات العالمية للبنوك المركزية في العالم<sup>(1)</sup>.

وفي حين انخفض اليورو أمام الدولار واصل الدولار الأمريكي ارتفاعه في مقابل سعر صرف اليورو خلال سنة 2016 حيث وصل إلى أعلى مستوى له منذ عدة سنوات بدعم من تحسن أرقام الأداء الاقتصادي الأمريكي، واتخاذ الإحتياطي الفدرالي لقرار برفع سعر الفائدة الأساسي في اجتماعه الأخير حول السياسة النقدية لسنة 2015، كما أن الاتجاهات المختلفة في السياسات النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية أسهمت في الارتفاع الكبير في سعر صرف الدولار الأمريكي.

الشكل رقم (10): سعر صرف اليورو مقابل الدولار خلال الفترة 2008 - 2016



المصدر: البنك المركزي الأوروبي

(1) لقمان معزوز، شريف بودري، مرجع سبق ذكره، ص 80.

المطلب الثالث: مراحل تطور الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي

توسعت الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي في أوائل عام 2011 ونمت إلى مستويات قياسية مع برنامج شراء الأصول نظرا لسنوات السابقة من 2000 إلى 2008 حيث سجلت الميزانية مستويات منخفضة.

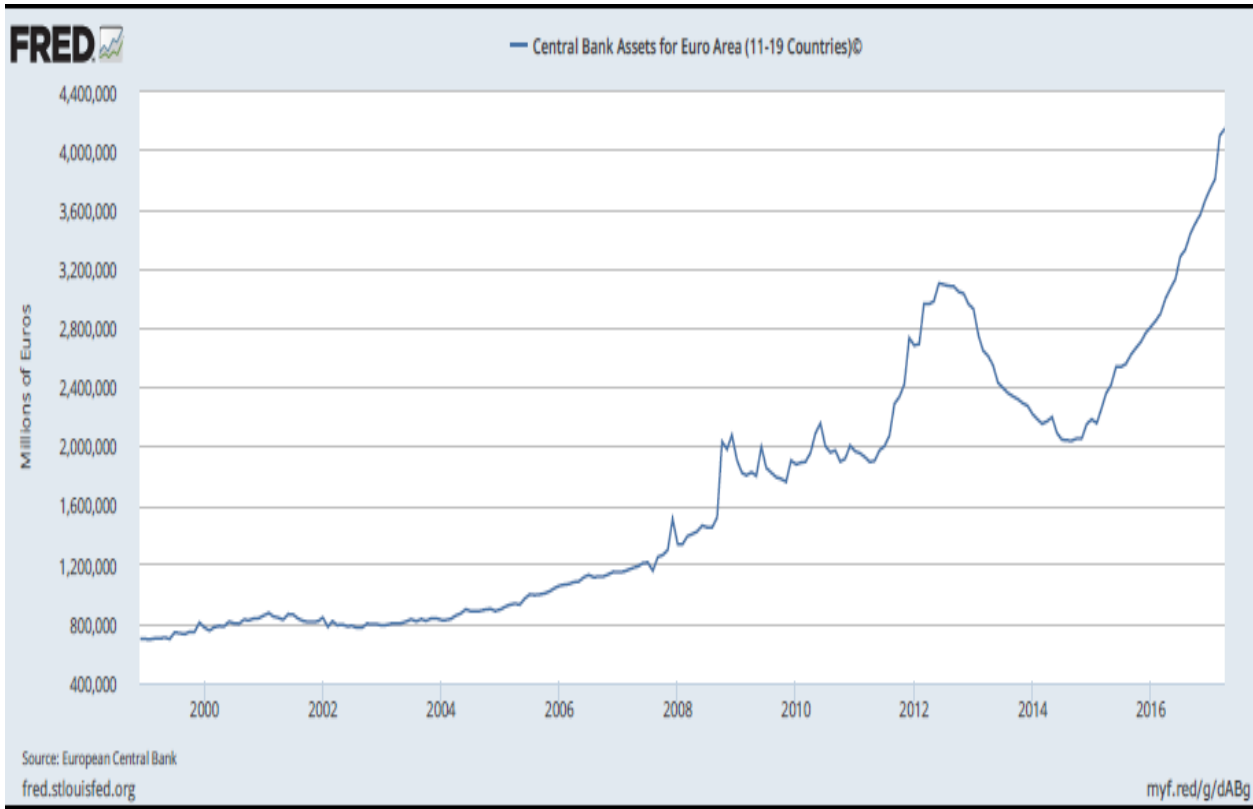
ومع استمرار انخفاض الأسعار في منطقة اليورو في ديسمبر ما كان منه إلا أن قرر إطلاق العنان لنفس الأداة المستخدمة بالفعل من قبل المصرف المركزي الياباني ومجلس الاحتياطي الفيدرالي في الو. م. أ وذلك في سبيل تحقيق هدف واحد ألا وهو رفع التضخم وتمثل هذه الأداة في إغراق البنك المركزي الأوروبي للنظام المصرفي بأموال جديدة عن طريق شراء سندات للشركات ويطلق عليها اسم التسهيل الكمي ومع بداية تنفيذ برنامج التيسير الكمي من طرف البنك المركزي خلال سنة 2015 عن طريق شراء أصول بقيمة 60 مليار يورو شهريا ارتفعت الميزانية العمومية بشكل ملحوظ.

ولقد أكد البنك المركزي الأوروبي بقيادة mario draghi عن بدأ برنامج التيسير الكمي في 2015 لدعم الاقتصاد الأوروبي الذي يواجه مرحلة من الركود، لمحاولة إنعاش منطقة اليورو المتعثر وخصوصا معدل التضخم الذي قارب 0,2%- أدنى مستوى له منذ أكتوبر 2009، للتذكير إن الهدف المستهدف لمعدل التضخم في منطقة اليورو هو 2%، وتضمن هذا البرنامج شراء سندات أمد استحقاق بين 2 و 30 سنة ذات الدرجة الاستثمارية المقدر باليورو<sup>(1)</sup>

(1) ميشال شيوخ، مستقبل اليورو بين قرار البنك المركزي الأوروبي والتجاذبات اليونانية، مقال متوفر على الرابط:

[https://www.dailyfx.com/arabic/tadawul\\_forex\\_news/2015/01/26/The-future-of-the-euro-between-the-European-Central-Bank-decisionand-the-Greek-and-tugging-1891.html](https://www.dailyfx.com/arabic/tadawul_forex_news/2015/01/26/The-future-of-the-euro-between-the-European-Central-Bank-decisionand-the-Greek-and-tugging-1891.html)

الشكل رقم (11): ميزانية البنك المركزي الأوروبي خلال فترة 2000 - 2016



Fred, central bank assets for Euro Area

المصدر:

<https://fred.stlouisfed.org/series>

المبحث الثالث: دراسة عملة الين مقابل الدولار واليورو

يمثل البنك المركزي الياباني صانع القرارات المالية والمسؤول عن السياسة النقدية في اليابان، حيث يقوم باتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية للدولة ولا يمتلك نفس الأهداف الواضحة مثل التي يسعى لها الفدرالي الأمريكي والمركزي الأوروبي والمتمثلة في ثبات الأسعار، في حين يسعى إلى التأكد من سلامة النظام المالي والحفاظ على استقرار عملته.

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن البنك المركزي الياباني

يمثل البنك الياباني المركزي من أهم البنوك المركزية في العالم حيث شكل قوة هامة وبارزة في الاقتصاد العالمي، وسنتطرق في هذا المبحث إلى أهم المحطات التي مر بها هذا البنك.

أولاً: تعريف البنك المركزي الياباني

تعددت تعاريف البنك المركزي الياباني وتتحصر أهمها فيما يلي:

**التعريف الأول:** أنشأ بنك اليابان سنة 1882 وهو المسؤول عن السياسة النقدية في اليابان، فضلا عن إصدار عملتها الين الياباني ورسخ بنك اليابان المركزي موقعه كمؤسسة مالية مستقلة تحظى بمصداقية كبيرة ومستوى مرتفع من الشفافية، يمتلك حاكمه نفوذا كبيرا ويمكنه أن يؤثر بشكل كبير على الإقتصاد الياباني<sup>(1)</sup>.

**التعريف الثاني:** هو البنك المركزي الياباني وغالبا ما يطلق عليه اختصارا **Nichigin** يقع المركز الرئيسي لليابان في نيهونيشاي بالقرب من منطقة جينزا الشهيرة والتي يعني اسمها "سك الفضة"<sup>(2)</sup>.

وكتجربة مع التيسير الكمي يعد بنك اليابان أول بنك مركزي انتهج التيسير الكمي في مارس 2001 حيث أدخل بنك اليابان التيسير الكمي مع تغيير في الهدف من سعر الفائدة القصيرة الأجل إلى ميزان الحساب الحالي، وفي مارس 2006 ألغى بنك اليابان التيسير الكمي غير أنه تبعا للأزمة المالية العالمية وفي 2010 قدم بنك اليابان برنامج شراء أصول جديدة في إطار سياسة التيسير النقدي الشامل.

ثانياً: نشأة البنك المركزي الياباني

عرف بنك اليابان المركزي عدة تطورات سيتم اختصارها في هذا الجدول:

(1) بنك اليابان المركزي، مقال متوفر على الرابط :

consulter le 21/05/2017 11:18 <http://ar.tradimo.com/tradipedia>

(2) investing.com، بنك اليابان، متوفر على الرابط:

[http://sa.inveting.com/central-banks/bank of-Japan](http://sa.inveting.com/central-banks/bank-of-Japan)

consulter le 21/05/2017 12:02

الجدول رقم (03): التطورات التي مر بها البنك المركزي الياباني

السنة	الشهر	أهم التطورات التي شهدتها البنك المركزي الياباني
1882	جوان	صدر قانون بنك اليابان لسنة 1882 برأسمال قدره 10 مليون ين، وتم منحه رخصة للعمل لمدة 30 عام من بداية العام
1882	10 أكتوبر	بدأ البنك بممارسة عملياته التجارية
1895	أوت	أعلن ارتفاع رأس مال البنك من 10 مليون ين إلى 20 مليون ين
1896	أفريل	تم نقل المكتب الرئيسي إلى مبنى جديد وهو موقعه الحالي
1910	فيفري	منح البنك ترخيص للعمل لمدة 30 سنة أخرى اعتباراً من 10 أكتوبر 1912، وأعلن عن زيادة رأسماله من 30 مليون ين إلى 60 مليون ين
1942	فيفري	أصدر بنك اليابان المركزي قانون لعام 1942 أنه سيبلغ رأسماله إلى 100 مليون ين
1942	1 ماي	أعيد تنظيم البنك بموجب قانون بنك اليابان لعام 1942
1949	جوان	تم إنشاء مجلس السياسة
1997	جوان	أصدر بنك اليابان قانون لعام 1997 أنه سيبلغ رأسمال البنك إلى 100 مليون ين و
<sup>2</sup>	1 أفريل	بدأ سريان قانون بنك اليابان لعام 1997

المصدر:

Bank of Japan ,history, [www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/acmai/index.htm/](http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/acmai/index.htm/)

Consulter le 21/05/2017 11:32

وحتى يقوم البنك المركزي الياباني بمهامه على أكمل وجه فهو يستند إلى ثلاث وظائف رئيسية وهي كالاتي<sup>(1)</sup>:

**1- مصدر الأوراق النقدية:** يعتبر بنك اليابان المصدر الوحيد لأوراق الملكية في اليابان ولديه احتكار إصدار الأوراق النقدية حسب المادة 46 من الفقرة 02، حيث ينص القانون على أن تكون الأوراق النقدية مناقصة قانونية تستخدم للدفع بدون حدود.

**2- بنك البنوك :** يستلم البنك ودائع من البنوك الخاصة والمؤسسات المالية الأخرى في حسابات البنك الجارية ويطلق عليها اسم حسابات البنك، كما تقوم بتقديم القروض لهذه المؤسسات ويشار إليها باسم "بنك البنوك" حيث يتم تحويل الأموال من خلال ودائع بنك اليابان لتسوية مختلف المعاملات المالية بين المؤسسات المالية، علاوة على ذلك يستخدم بنك اليابان ودائعه للتسوية النهائية للإئتمانات والديون وتحويل الأموال المحلية.

**3- بنك الحكومة :** يقدم بنك اليابان الخدمات المتعلقة بصناديق الخزنة كخدمات فريدة من نوعها إضافة إلى بعض الأعمال الحكومية والخدمات التي تعهدت الحكومة مثل تلك المتعلقة بالحكومة اليابانية والأوراق والعملات الأجنبية ويشار إليه ب"بنك الحكومة" وحسب المادة 05 يحظر قانون المالية العامة على البنك منح الإئتمان للحكومة ( الإقراض والاكتتاب في الأوراق المالية الحكومية اليابانية ).

### ثالثا: الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الياباني

يتم تأسيس الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الياباني على أساس قانون البنك واللوائح الداخلية والقواعد الداخلية الأخرى ويشمل على ضباط بنك الحاكم، نواب المحافظين، أعضاء ومجلس السياسات، ومدققي الحسابات والمديرين التنفيذيين والمستشارين، وتتمثل أدوارهم فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- **مجلس السياسات:** هو أعلى هيئة لصنع القرار في البنك المركزي الياباني ويتكون من تسع أشخاص وهو يقر المسائل المتعلقة بالسياسة النقدية ويحدد المبادئ الأساسية لتنفيذ أعمال البنك ويشرف على الوفاء بواجبات البنك باستثناء مراجعي الحسابات والمستشارين ويتم انتخاب رئيس مجلس السياسات من قبل مجلس الأعضاء..

(1) functions and operations of the banks of Japan ,the second English edition, editey by institute for monetary and economic, Tokyo, 2012, p 16.

(2) op.cit, p 28,29.

- **المحافظ:** يمثل البنك ويمارس السيطرة العامة على عمليات البنك وفقا لقرارات الذي أعده مجلس السياسات يتم تعيينه من طرف مجلس الوزراء رهنا بموافقة مجلس النواب ومجلس المستشارين، مدة العضوية خمس سنوات.

- **نائب المحافظ:** يتكون من شخصيين ويعينهم مجلس الوزراء رهنا بموافقة مجلس النواب ومجلس المستشارين وويمثل البنك ويساعد المحافظ وفقا لذلك مع القرارات التي يتخذها المحافظ ويقوم بأداء الواجبات المحافظ خلال شغور في المكتب من الحاكم.

- **أعضاء مجلس السياسات:** عددهم ستة يقوم بتعيينهم مجلس الوزراء بمرافقة مجلس النواب ومجلس المستشارين ومدة العضوية خمس سنوات.

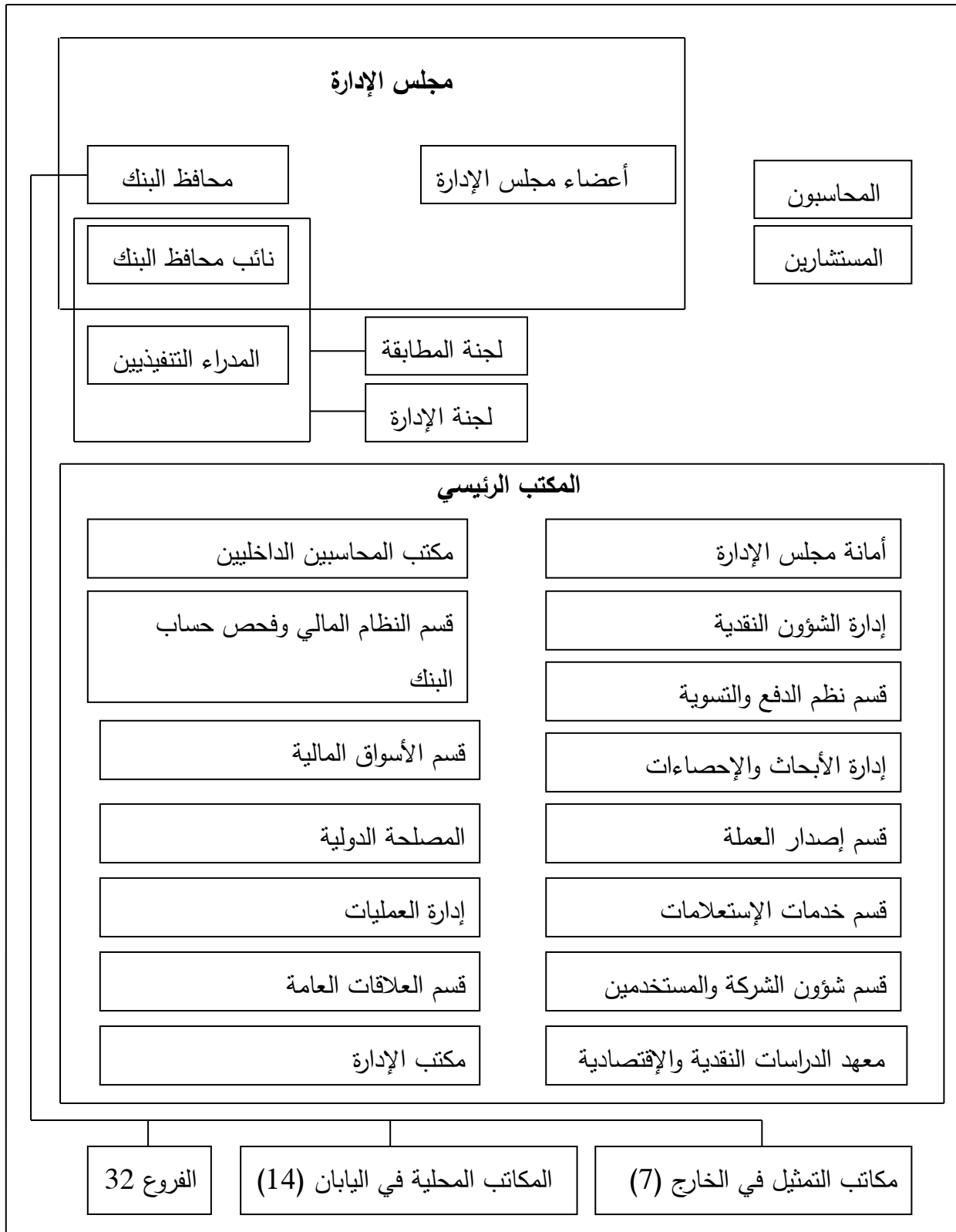
- **المدققين:** يكونون ثلاثة أشخاص أو أقل يقومون بتدقيق العمليات التجارية للبنك يعينهم مجلس الوزراء ومدة العضوية أربع سنوات واستنادا إلى مراجعة النتائج يقدمون آرائهم إلى وزير المالية ورئيس الوزراء أو مجلس السياسات.

- **المدراء التنفيذيين:** يتكون من ستة أشخاص أو أقل يقومون بمساعدة المحافظ ونواب المحافظين وفقا لذلك مع القرارات التي يتخذها المحافظ وأداء واجبات المحافظ خلال شغور في مكتب المحافظ ونواب المحافظين ويعينهم وزير المالية بناء على توصية من مجلس السياسات، مدة العضوية أربع سنوات.

- **المستشارين:** تقديم المشورة للمجلس عند التشاور بشأن أي مهمة للمسائل المتعلقة بعمليات البنوك التجارية وأيضا التعبير عن آرائهم إلى مجلس السياسة عندما يجدون ذلك ضروري، يعينهم وزير المالية بناء على التوصية من مجلس السياسات، مدة العضوية سنتان.

والشكل رقم(12) يوضح الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الياباني:

الشكل رقم (12) : الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الياباني



المصدر : op.cit, p27



المطلب الثاني: تحليل سياسة التيسير الكمي على سعر صرف الين مقابل الدولار واليورو

تصنف اليابان ضمن الدول الصناعية الكبرى، كما أنها تحوي على أكبر ثاني احتياطي صرف من العملات الدولية في العالم، فكان من الطبيعي أن تحتل عملتها "الين" مكانة ضمن العملات الاحتياطية الأكثر تداولاً في العالم، وفيما يلي سنحاول إبراز أهم التطورات التي شهدتها عملة الين الياباني مقابل عملة الدولار الأمريكي واليورو الأوروبي في ظل تطبيق دولة اليابان لبرنامج التيسير الكمي

أولاً: سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي

نلاحظ من خلال الشكل رقم (13) أنه عقب الأزمة العالمية لسنة 2008 كان هناك ارتفاع جزئي لعملة الين مقابل الدولار وذلك كان ناتجاً لتوسع الشركات اليابانية في الخارج، حيث تسارعت وتيرة النقل إلى الخارج وبلغت نسبة الاستثمار في الخارج من قبل الشركات اليابانية ما نسبته 25%، حيث ومع تطبيق اليابان لسياسة التيسير الكمي الذي كان له تأثير محايد لهذه السياسة على معدلات صرف الين مقابل الدولار حيث شهد هذا الأخير تراجعاً ملحوظاً، فمن خلال المنحنى نلاحظ ارتفاع سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي حتى بلغ أقصاه في سنة 2012 وعمدت اليابان خلال هذه الفترة على توسيع استثماراتها في الخارج كما أنها عمدت إلى عدم فرض أي أسعار فائدة لمدة من الزمن، في الوقت الذي قام به البنك المركزي الأوروبي بإلغاء سياسة الحد النقدي الذي تبناها لمدة سنتين، وخلال هذه الفترة عرف الين ارتفاعاً واضحاً حيث ارتفع بنسبة 0,01089% من سنة 2009 إلى غاية سنة 2010 ثم ارتفع بنسبة 0,01219% من سنة 2010 إلى غاية سنة 2011، حيث أنه ومع بداية شهر أكتوبر 2010 أعلن بنك اليابان أنه سوف يدرس شراء 5 تريليون ين ياباني (60 مليار دولار أمريكي) من الأصول كمحاولة منه لضغط قيمة الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي لتنشيط الاقتصاد المحلي بجعل صادراتها أرخص ولكنها لم تتجح، ومع نهاية سنة 2012 وبداية سنة 2013 بدأت عملة الين في الانخفاض مقابل الدولار حيث شهدت تلك الفترة ارتفاع حاد في معدلات التضخم وانخفاض في معدلات الفائدة الاسمية على المدى الطويل، وبعد سنة 2015 نلاحظ ارتفاع تدريجي لعملة الين مقابل الدولار حيث عرفت اليابان نمو في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0,4% بعد نمو 0% في عام 2014 بعدما عرفت أيضاً عجزاً في الميزان التجاري السنوي حيث وصل إلى 2,8 تريليون ين حتى عام 2015 كما تم التخفيض في أسعار النفط في السوق الدولية وانخفضت رواتب العمال اليابانيين وانخفض متوسط الأجر الشهري بنسبة 0,9% كما انخفض متوسط إنفاق الأسرة بنسبة 4,4% بعد تراجع قيمة الين، ومع حلول سنة 2016 نلاحظ أنه بدأ هناك ارتفاع تدريجي لعملة الين مقابل الدولار حيث فاجأ بنك اليابان الأسواق بتوسيعه لبرنامج التيسير الكمي مطلقاً بذلك العنان لموجة شراء

شركة للأسهم العالمية بعملة مقومة بقوة الدولار الأمريكي، هذا وقد وسع البنك المركزي الياباني قاعدته النقدية على نحو غير متوقع بمقدار 80 تريليون ين سنويا بعد أن كانت تتراوح بين 60-70 تريليون ين وبعدها انخفض الين على جميع الأصعدة مع بقاء الدولار على رأس العملات صاحب الأداء الأفضل.

الشكل رقم (13): سعر صرف الين مقابل الدولار خلال الفترة 2008-2016



<http://www.xe.com/fr/currencycharts/?from=JPY&to=USD&view=10Y>

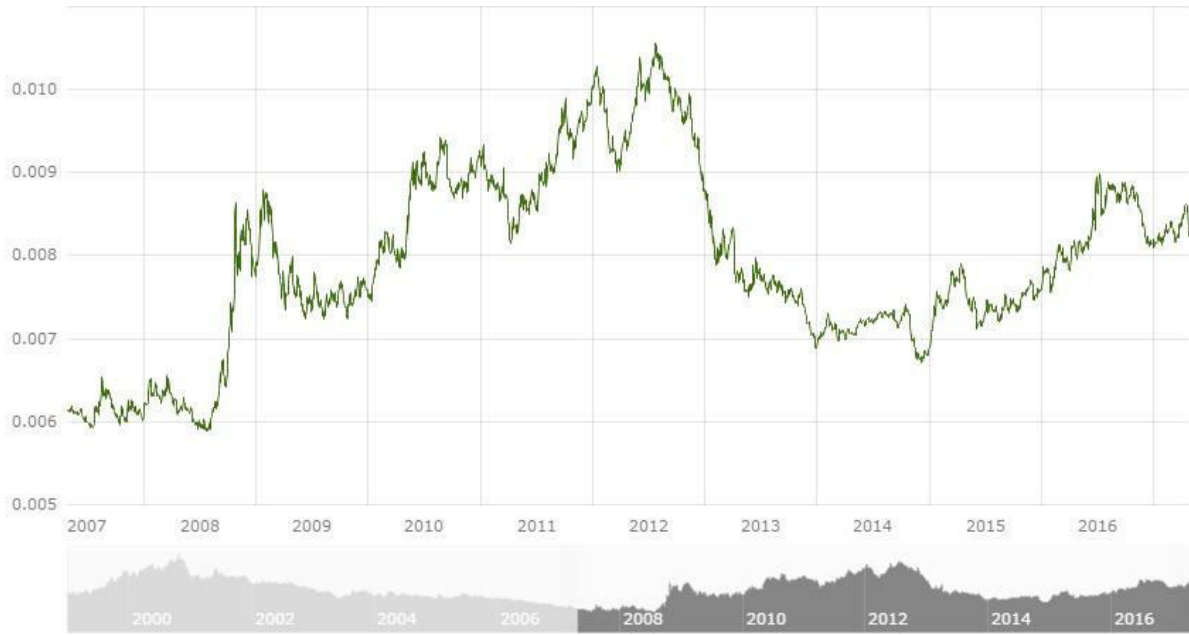
المصدر:

#### ثانيا: تطور سعر صرف الين مقابل اليورو

يبين الشكل رقم (14) أدناه تغيرات سعر صرف الين الياباني مقابل اليورو الأوروبي حيث يوضح المنحنى ارتفاع سعر صرف عملة الين مقابل اليورو سنة 2008 بعد أن كان العكس قبل ذلك، حيث كان للتطور الذي عرفته المنطقة الأوروبية قبل سنة 2008 سببا في ارتفاع قيمة اليورو مقابل الين الياباني فصار 1 يورو يعادل تقريبا 166 ين وخلال الأزمة عاد اليورو للانخفاض فصار بذلك 1 يورو يعادل 110 ين ياباني خلال سنة 2010 وهذا ما يوضحه المنحنى، حيث من سنة 2008 وحتى سنة 2010 نلاحظ أنه انخفض تدريجيا ثم عاد للارتفاع من جديد، ومع نهاية 2012 وحلول سنة 2013 نلاحظ أن سعر صرف الين انخفض مقابل سعر صرف اليورو حيث تبني البنك المركزي الياباني في أبريل 2013 برنامجا تحفيزيا ضخما عرف باسم التيسير الكمي وقام بتوسيعه في أكتوبر لتسريع التضخم إلى 2% في بلد عانى انكماشاً للأسعار خلال الخمسة عشرة سنة الماضية، كما أصدر بنك اليابان بيان مشترك حول التغلب على الانكماش

وتحقيق نمو اقتصادي مستدام وأظهر هذا الإجراء أن بنك اليابان سوف يعمل بشكل وثيق مع الحكومة لوضع السياسات النقدية، ومع نهاية 2013 وبداية 2014 عرف الين ارتفاعا طفيفا حتى نهاية عام 2016 وذلك بسبب التراجع في الناتج المحلي في الربع الأخير من سنة 2015 بنسبة 0,2% عاد الاقتصاد الياباني إلى الانكماش حيث كان لاستمرار التيسير الكمي فترة أطول كان لها تأثير سلبي على عملة الين ورغم ذلك يعتبر الين الياباني احد عملات الملاذ الآمن مقارنة مع اليورو مع زيادة الطلب عليه في الفترة الأخيرة في ظل استقرار تداوله مقارنة باليورو الذي عرف تذبذبات على نطاقات موسعة.

الشكل رقم (14): سعر صرف الين مقابل الدولار خلال الفترة 2008 - 2016



<http://www.xe.com/fr/currencycharts/?from=JPY&to=EUR&view=10Y>

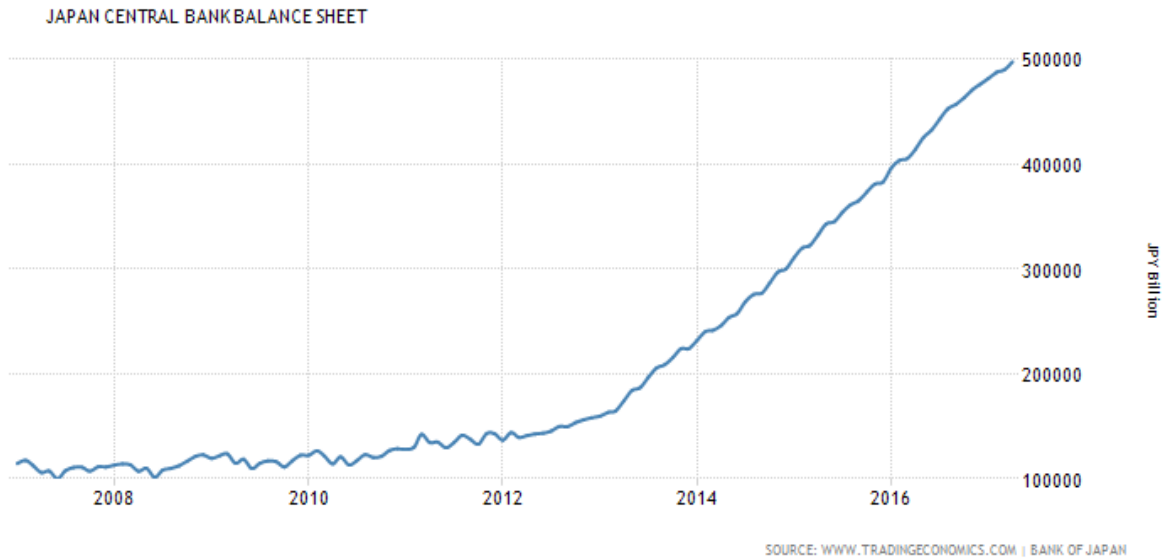
المصدر:

### المطلب الثالث: ميزانية البنك المركزي الياباني

لقد انتهج بنك اليابان المركزي كمية كبيرة من التسهيلات الكمية بعد عام 2013 وما نلاحظه من خلال المنحنى أن ميزانية البنك الياباني في تزايد مستمر من سنة 2008 حتى سنة 2016، حيث أن معظم الأموال التي زوّدت والمودعة في البنك المركزي الياباني هي عبارة عن احتياطات وقبل بداية سياسة التيسير الكمي في أبريل 2013 كان رصيد ميزانية البنك المركزي الياباني 50 تريليون ين ياباني (41 مليار دولار) ثم ارتفع إلى غاية 250 ين ياباني بعدما انتهج البنك سياسة التيسير الكمي حيث كانت المصارف التجارية عندما تقوم بإيداع الأموال في البنك المركزي الياباني تتلقى فائدة بنسبة 0,1% ومع بداية شهر فيفري 2016 كانت لديهم ثلاث مستويات من الفائدة 0,1% و 0% والسلبية 0,1%- وتم تطبيق المعدل السلبي 0,1%-

فقط على جزء من الاحتياطات، وكان الهدف من هذه السياسة هو عدم السماح للبنوك بإبقاء الأموال في حساب البنك المركزي الياباني وتحفيزهم على إعطاء المزيد من القروض لتنشيط الاقتصاد، وحتى يحافظ هذا الأخير على استقراره النقدي قرر الإبقاء على سعر الفائدة السلبى وسياسة التسهيل الكمي حتى يحافظ على معدلات التضخم المستهدفة وهي 2%، كما أنه قرر شراء السندات الحكومية الطويلة الأجل بوتيرة تكفل زيادة حيازته بمقدار 80 تريليون ين (781 مليار دولار) سنويا، وفى جانفي 2016 قرر تخفيض تكاليف الاقتراض بالنسبة للأنشطة المدرة للدخل في الاقتصاد الحقيقي، وهى الشركات التجارية والقطاع العائلي اعتمد بنك اليابان -0.1 بالمائة كنسبة ودائع سلبية (وكان +0.1%) فانقلت من توجيه الأموال على أساس معدلات استهداف القاعدة النقدية. بينما هدف الأصول الكمية والنوعية يتغير قام بنك اليابان بتطبيق نظام ثلاثية الطبقات (سعر الفائدة بنسبة +0.1% ، 0% ، -0.1%) في الاحتياطات، وتصل قيمة الدفعة الأولية من احتياطي الفائدة السلبية نحو 10 تريليون ين (حوالي 4 في المائة من إجمالي أرصدة الحسابات الحالية) وسيزيد الحجم بمرور الوقت نتيجة توسيع بنك اليابان للميزانية العمومية. توقع بنك اليابان أيضا أن هدف 2% سيتحقق في النصف الأول من السنة المالية 2017 بعد أكثر من أربع سنوات على بدء التيسير الكمي والنوعي<sup>(1)</sup>.

### الشكل رقم (15): ميزانية البنك المركزي الياباني خلال الفترة 2008 - 2016



Trading,Economics,japan central bank sheet

المصدر:

<http://www.tradingeconomics.com/japan/central-bank-balance-sheet>

Richard Clarida, **Comparative Study Of Central Bank Quantitative Easing Programs**, School Of International

(1) And Public Affaires, New York, 2016, p 86.

## خلاصة الفصل:

لقد كان للبنوك المركزية الرئيسية في العالم بما في ذلك البنك الاحتياطي الفدرالي والبنك المركزي الأوروبي والبنك المركزي الياباني دور هام في تفعيل سياسة التيسير الكمي والمحافظة على استقرار عملاتها والحفاظ عليها عندما أثبتت السياسة النقدية محدوديتها في معالجة الأزمات المالية المتكررة التي تعرضت لها هذه الدول، حيث ساهمت هذه البنوك من خلال هذه السياسة الحديثة على السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي وتعزيز النمو الاقتصادي من خلال التأثير في سوق تجارة العملات وضبط الأسعار، والاحتفاظ المستمر بحجم الميزانية العمومية والتركيز على احتياطات البنك.

الخاتمة العامة

تعد ظاهرة الأزمات المالية أحد العوامل الرئيسية التي أدت إلى تزايد الإهتمام بالسياسة النقدية فإلى جانب ما تؤديه السياسة النقدية من وظائف عديدة أصبحت تشرف مؤخراً على الحفاظ على الإنتعاش الإقتصادي، وقد حاول الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي (FED) الراعي الأول للسياسة النقدية في الو. م. أ. مواجهة الأزمات المالية باستعمال عدة أدوات نفس الشيء بالنسبة للبنوك المركزية في باقي الدول لاسيما المتقدمة من خلال اتخاذ مجموعة من الإجراءات الهادفة لتفادي هذه الأزمة وبعث النشاط الإقتصادي، فبعد أن فشلت أدوات السياسة النقدية التقليدية في إحداث أثر متوقع منها في دفع مستويات النشاط الإقتصادي وفشل التحكم في أسعار الفائدة واقتربها من الصفر، لجأت البنوك المركزية إلى البحث عن أدوات جديدة أطلق عليها اسم الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية ومن بين هذه الأدوات سياسة التيسير الكمي والتي تمثل على ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية أو زيادة السيولة في اقتصاد الدولة.

### ✓ اختبار الفرضيات:

من خلال هذه الدراسة وانطلاقاً من الفرضيات الأساسية تم الوقوف على أهم جوانب الموضوع لهذا أردنا اختيار صحة الفرضية من عدمها:

### الفرضية الأولى:

تتوقف فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها على مدى حسن اختيار الأدوات الكفيلة بذلك.

هذه الفرضية تعتبر صحيحة لأن أدوات السياسة النقدية تختلف فعاليتها باختلاف الدول فنجد سياسة السوق المفتوحة قليلة الفعالية في الدول النامية نتيجة ضعف الأسواق المالية والنقدية فيها بينما تكون كبيرة الفعالية في الدول المتقدمة.

### الفرضية الثانية:

للتيسير الكمي دور مكمل للسياسة النقدية وليس بديلاً عنها.

يعتبر التيسير الكمي أحد أدوات السياسة النقدية المستحدثة تلجأ إليه البنوك المركزية عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة لمعالجة بعض المشكلات الإقتصادية في بلدانها، وعليه فهو أداة مكمل لأدوات السياسة النقدية التقليدية وصممت لمعالجة المشكلات التي عجزت تلك الأدوات عن حلها والتخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ومنه إثبات صحة الفرضية الثانية.

### الفرضية الثالثة:

كان للتيسير الكمي دور فعال في تحقيق التعافي الإقتصادي في الدول التي استخدمته.

لا يمكن تعميم هذه الفرضية على كامل الدول التي تبنت سياسة التيسير الكمي فنلاحظ أن البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي نجح نسبيا في تعزيز النمو الإقتصادي خاصة بعد أزمة 2008 فقد أدت هذه السياسة إلى تحقيق نتائج ايجابية في اقتصاديات الو. م. أ فقد مكنتها من تفادي الدخول في فترة طويلة من الإنكماش، بينما لم تتمكن أي من البنوك المركزية الياباني والأوروبي للوصول إلى الحد المنشود، وبناء على ما سبق لا يمكن تأكيد بشكل كلي صحة هذه الفرضية.

### ✓ نتائج الدراسة:

انطلاقا من الطرح العام المقدم حول أثر سياسة التيسير الكمي على العملات الاحتياطية نقوم فيما يلي بعرض أهم النتائج النظرية والتطبيقية التي توصلنا إليها في هذه الدراسة:

#### - النتائج النظرية:

- تعتبر السياسة النقدية أهم مجالات السياسة الإقتصادية وهي تلك الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية المتمثلة في البنك المركزي التي تستهدف التأثير على حجم الكتلة النقدية من أجل بلوغ الأهداف النهائية وذلك باستخدام أدوات السياسة النقدية سواء كانت كمية أو كيفية.

- قدمت أداة التيسير الكمي من برنامج شراء الأصول العديد من المزايا الإيجابية لتجاوز الأزمة المالية العالمية هذا البرنامج جزء من حل الأزمة أو عامل مساعد فقط وليس هو الحل الكامل للأزمة.

- تعزز دور البنوك المركزية الرئيسية ( البنك الياباني، البنك الأوروبي، الاحتياطي الفيدرالي) عند الأزمة كملجأ أخير للإقراض من خلال تدخله مشتريا السندات الحكومية الطويلة الأجل بمجرد أن أصبحت أسعار الفائدة عند مستوى الصفر.

- تعتبر سياسة التيسير الكمي كبديل لأدوات السياسة النقدية التقليدية التي استخدمها البنوك المركزية عند فشلها في الخروج من الأزمة.

- التيسير الكمي من أهم السياسات النقدية غير التقليدية الأكثر شيوعا المطبقة من طرف البنوك المركزية بهدف تحفيز الإقتصاد ويستخدم في الدول التي يعاني اقتصادها من الركود أو الجمود الإقتصادي ويعرف على أنه ضخ الأموال في السوق على شكا أصول مالية بهدف زيادة السيولة والهدف من استعمال هذه أداة



هو خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد والحفاظ على معدل التضخم المستهدف على عكس أدوات السياسة النقدية التي تهدف إلى خفض المباشر لمعدل.

- يعتمد النظام النقدي الدولي على عملتين بشكل أكبر هما الدولار واليورو اللذين يمثلان معا اليوم ما يقارب 90% من احتياطي النقد الأجنبي لدى البنوك المركزية، يستولي الدولار الأمريكي على أهم نسبة من إجمالي العملات ضمن الاحتياطات الدولية ما يقارب 61,2% سنة 2015، بينما يأتي اليورو في المرتبة الثانية بعد الدولار وبخصوص الجنيه الإسترليني فإنه يأتي في المرتبة الثالثة بنسبة قليلة ضمن تشكيلة الاحتياطات الدولية، أما فيما يخص الين الياباني فإنه يأتي في المرتبة الرابعة بينما يشكل الفرنك السويسري نسبة ضئيلة مقارنة بالعملات الأجنبية الأخرى.

### - النتائج التطبيقية:

- رغم المزايا المباشرة للتسهيل الكمي إلا أنه له آثار جانبية عديدة أبرزها انخفاض قيمة العملة ورفع نسبة التضخم وزيادة في النمو الاقتصادي.
- أعلن المسؤولون في البنوك المركزية التي مارست سياسة التيسير الكمي بأن هذا الإجراء مؤقت ومرهون بزوال الأسباب التي بررت اللجوء إليه إلا أن توالي الأزمات المالية وعدم الوصول إلى حلول جذرية لها قد يجعل من عملية استخدامه مستمرا لهذه البنوك.
- لعبت سياسة التيسير الكمي التي انتهجتها مختلف البنوك المركزية خلال الأزمة قبولاً واسعاً.
- قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتطبيق سياسة التيسير الكمي عبر ثلاث جولات.
- اتبعت البنوك المركزية الرئيسية الثلاث سياسة التيسير الكمي من أجل التقليل من الآثار السلبية للأزمة العالمية.
- أثرت الأزمة المالية العالمية على سعر صرف الدولار بشكل كبير كما أن سياسات التيسير الكمي المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 ساهمت في خفض معدلات سعر صرف الدولار، حيث شهد الدولار الأمريكي ارتفاعاً مستمراً ووصل إلى أعلى قيمة له منذ الأزمة نتيجة تقليص سياسات التيسير الكمي ورفع معدلات الفائدة.
- أثرت سياسة التيسير الكمي في حجم وتكوين ميزانيات البنوك المركزية بشكل عميق وأساسي فزادت من إجمالي الأصول بشكل ملحوظ أغلبها في صورة سندات حكومية.

### ✓ الاقتراحات

- انطلاقاً مما تمّ التعرض له في هذه الدراسة حاولنا تقديم مجموعة من الاقتراحات جاءت كالاتي:
- الاستمرار بدراسة آثار التيسير الكمي بغية التوصل إلى تشخيصها بدقة والاعتماد على تلك النتائج لاتخاذ القرار بشأن الاستمرار في اعتماده أولاً
  - إن نشوء التسهيل الكمي جاء كردّ عن الأزمة المالية وبما أن الأزمات المالية وبما أن الأزمات صادرة عن بيئة الجهاز المصرفي فمن الضروري دراسة الطرق الكفيلة لتحسين وضعية هذا الجهاز وتطويره.
  - حتى تتجح السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية المعاصرة ينبغي أن يعتمد البنك المركزي في آن واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياستها النقدية والأدوات التقليدية لسياستها النقدية والأدوات الغير تقليدية المتمثلة أساساً في سياسة التيسير الكمي.

### ✓ آفاق الدراسة

- من ضمن الدراسات التي قد تثير اهتمام الباحثين في المستقبل القريب تشير الدراسات التي يمكن أن تخصص أكثر في أدوات السياسة النقدية الغير تقليدية على غرار أداة التيسير الكمي، كما يمكن إثارة مواضيع أخرى للبحث والنقاش مثل الموضوعات التي تركز على دراسة :
- أثر التيسير الكمي على معدلات التضخم
  - فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية والغير التقليدية في معالجة الأزمات المالية

# قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية:

أ- الكتب:

- 1- أحمد هني، العملة والنقود، ط 02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 2- إسماعيل الطراد، إدارة العملات الأجنبية، ط 2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 3- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، ط 02، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 4- بسام الحجار، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ط 01، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2006.
- 5- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 6- جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، ط 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2002.
- 7- حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك الأسس والمبادئ، دار الكندي،؟؟؟.
- 8- خبابه عبد الله، الإقتصاد المصرفي النقود- البنوك التجارية- البنوك الإسلامية- السياسة النقدية- الأسواق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013.
- 9- زكريا الدوري، يسرى السمائري، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 10- سي بول هالود، دونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، وينس فرج عبد العال، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2007.
- 11- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، ط 01، دار الفجر للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 12- عبد القادر خليل، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2012.
- 13- عبد الله عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
- 14- عبد الله عبد المطلب، اقتصاديات النقود والبنوك، ط 01، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
- 15- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، ط 01، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.

- 16- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر، الأردن، 2002.
- 17- لعلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية قياسية لآثار الإقتصادية، ط 01، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان.
- 18- محب خلة توفيق، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ط 01، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 19- محمد شريف إلمان، محاضرات في النظرية الإقتصادية الكلية ( الدول الإقتصادية الكلية، القطاع النقدي)، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 20- محمد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط 01، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.
- 21- محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، ط 01، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003.
- 22- مروان عطون، أسعار صرف العملات، دار الهدي للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر.
- 23- مسعود مجيطة، دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، البلد؟، 2013.
- 24- موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدولي، ط 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 25- هبل عجمي جميل الحنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، ط 01، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 26- وسام ملاك، وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، ط 01، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، 2000.
- 27- السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، ط 01، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 28- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والإقتصاد، ترجمة أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004.
- 29- عبد القادر خليل، مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني، ط 02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.

- 30- عبد الله الطاهر، موفق علي خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط 02، مركز يزيد للنشر، مؤتة، 2006.
- 31- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 32- عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، ط02، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999.
- ب- الرسائل والأطروحات:
- 1- إكن لونيس ، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، رسالة ماجستير في علوم الإقتصاد، فرع نقود وبنوك، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010/2011.
- 2- بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، رسالة ماجستير في الإقتصاد، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الإقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران ، 2012/2013
- 3- بقيق ليلي اسمهان، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتنا الداخلية، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014/2015.
- 4- بناني فتيحة، السياسة النقدية والنمو الإقتصادي، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداي، 2008/2009.
- 5- بوكريد عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015/2016.
- 6- رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على الواقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، تخصص اقتصاد دولي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.

- 7- رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على الواقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص 45.
- 8- فارس هباش، دراسة تحليلية للعلاقة والأثر المتبادل بين الكتلة النقدية وسعر الصرف دراسة حالة الجزائر للفترتين (1992-2001) و(2002-2011)، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، 2014.
- 9- محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.
- 11- محمدي الطيب أحمد، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإجتماعية والعلوم الإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2007-2008، ص 35.
- 12- نريمان زناني، أثر حرب العملات على العلاقات التجارية البينية في ظل الاستقرار النظام النقدي الدولي، مذكرة ماستر، تخصص نقود ومالية دولية، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة جيجل، 2014، 2015.
- 13- بشكير عابد، نمذجة قياسية اقتصادية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر (1970-2008)، رسالة ماجستير، تخصص الإقتصاد الكمي، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2009/2010.
- 14- صبرينة بن عبدة، كريمة سليم، علاقة تغيرات أسعار البترول بالإستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1999، 2014)، مذكرة ماستر، تخصص مالية ونقود، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي تبسي، تبسة، 2015/2016.
- 15- طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر للفترة 1994-2003، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الإجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2005.

16- مراد عبد القادر، دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1974 - 2003، رسالة ماجستير، تخصص نمذجة اقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010/2011.

ج- الملتقيات والمؤتمرات والندوات:

- 1- اسوار براساد ولي اييه، هل يسيطر اليوان؟، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2012.
- 2- حسن علي العمر، قنوات تأثير السياسة النقدية، حالة الكويت، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 03، العدد 12، أكتوبر 2009.
- 3- صاري علي، السياسة النقدية غير التقليدية: الأهداف والأدوات، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 04، جامعة سوق أهراس، الجزائر، 2013.
- 4- صندوق النقد الدولي، الإحتياجات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية: المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، 2013.
- 5- ضيف أحمد، الإقتصاد وأسواق رأس المال، محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، 2015/2016.
- 6- عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد البارى أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد (4)، العدد 2، 2014.
- 7- لقمان معزوز، شريف بودري، المنافسة بين الدولار والأورو في ظل الاستقرار النقدي الدولي، مجلة الباحث، عدد 09، جامعة الشلف، الجزائر، 2011، ص 73
- 8- ماجدة مدوخ، النظام النقدي الأوروبي، مجلة الوحدات للبحوث والدراسات، العدد 3، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار تليجي، الأغواط 2008.
- 9- مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على الواقع المصرف العربي مع التركيز على حالة مصر، المجلة الراقية للعلوم الاقتصادية السنة السابعة، العدد 23، 2009.



10- معزوز لقمان، بريش عبد القادر، التحديات الإستراتيجية التي تواجه الدولار الأمريكي: قراءة تحليلية في حاضر ومستقبل الدولار الأمريكي، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 9، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة ، الجزائر، 2014.

11- منصورى زين، استقلالية البنك المركزى وأثرها على السياسة النقدية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والنحولات الإقتصادية- واقع وتحديات، جامعة الشلف.

12- نوفل سمايلى، فضيلة بوطورة، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزى الأوروبى فى مواجهة أزمة الديون السيادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعية، العدد 44، 2015.

### د - التقارير:

1- تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الإقتصادي والنقدي الجزائري، 2015.

2- التقرير السنوي لبنك الجزائر، التطورات الإقتصادية والنقدية لسنة 2014 وآخر التوجهات لسنة 2015، ديسمبر 2015.

### و - المعاجم:

1- جمال عبد الناصر، المعجم الإقتصادي، ط 01، دار أسامة للنشر والتوزيع ودار المشرق الثقافى، الأردن، 2006.

2- زيد عبوي، معجم مصطلحات الإدارة العامة عربى\_ انجليزي، ط01، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، عمان، 2008

### هـ - المواقع الإلكترونية:

1- أسماء الخولى، التيسير الكمي سياسة طبع الأموال غير مجدية لاقتصاديات الدول، جريدة العرب الدولية الشرق الأوسط، العدد 13762، القاهرة، 02 اغسطس 2016، نقلا عن الرابط:

<http://www.aawsat.com/node/704136>

2- القدس العربى، ما الذى يأمله البنك المركزى الأوروبى من برنامج التيسير الكمي، نقلا عن الرابط

[www.alquds.co.uk/?p=307985](http://www.alquds.co.uk/?p=307985)

3- المتداول العربي، الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي: دوره وتأثيره على الإقتصاد العالمي، مقال متوفر على الرابط:  
[www.nabictrader.com/ar/news/details/42083/](http://www.nabictrader.com/ar/news/details/42083/)

4- بنك اليابان المركزي، مقال متوفر على الرابط  
<http://ar.tradimo.com/tradipedia>

5 - رشاد عبده، هل تنفذ سياسات التيسير الكمي الإقتصادية العالمية، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.pressreader.com/qatar/al-sharq-conomy/20121007/281762741480959>

6- ريمي محمود، ما هو التيسير الكمي، نقلا عن الرابط:  
<http://www.dialyfoc.com>

7- مقالات تعليم الفوركس، التيسير الكمي والتسهيل الكمي، نقلا عن الرابط

<http://www.pandainvesting.com/quantitative-easing>

8- مدير تعلم تجارة العملات، مقال متوفر على الرابط  
<http://tegortetaamlar.ae>

9- سعود بن هاشم جليدان، تأثير سياسات التيسير الكمي على معدل صرف العملة، نقلا عن الرابط:

<http://www.Startimes.com>

10- سعود بن هاشم جليدان، تجربة التيسير الكمي اليابانية في الميزان، مقال متوفر على الرابط:

[http://www.aleqt.com/2010/12/22\\_article\\_481506.html](http://www.aleqt.com/2010/12/22_article_481506.html)

11- سعود بن هاشم جليدان، التيسير الكمي الأول في أمريكا، جريدة العرب الاقتصادية الدولية مقال متوفر

على الرابط:  
<http://www.alept.com/2010/12/29/article-484519.html>

12- عالم البورصة، دور الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي في الفوركس، مقال متوفر على الرابط:

[www.fxcc.ae/blog/](http://www.fxcc.ae/blog/) دور - الإحتياطي - الفيدرالي - الأمريكي

13- عاطف اسماعيل، الأدوات النقدية لتحفيز الإقتصاد، متوفر على الرابط:

<http://marketsvoice.com>

14- عبد الرحيم طويل، التيسير الكمي أداة إنقاذ بمخاطر عالية، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.imlebanan.org/2015/06/27qaantitativeeasinghighsavingtool>

15- عبد العظيم عثمان الأموي، التسهيل الكمي أو الخيار النووي، متوفر على الرابط:

<http://www.forums.borsat.net/>

16- علاء الدين السيد، ما هي عملات الإحتياط؟ وما معنى دخول اليوان الصيني ضمنها، نقلا عن الرابط

[http://www.sasapost.com/china-yuan-reserve\\_currencies](http://www.sasapost.com/china-yuan-reserve_currencies)

17- كيف يعمل برنامج التيسير الكمي (انفوجراف توضيحي) نقلا عن الرابط:

<http://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/368818>

18- محسن عادل، سياسة التيسير الكمي مغامرة خطيرة أو وصفة ناجحة؟، وكالة الأنباء ONA،

2013/07/29 مقال متوفر على الرابط:

<http://onaeg.com/?p=1089220>

19- محمد إبراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار "التيسير الكمي 2"، 2010/10/15، مقال متوفر على

الرابط:

<http://alphabet.argaam.com/article/detail/21853>

20- محمد إبراهيم السقا، ماذا سيحدث للعالم نتيجة خطة التيسير الكمي، متوفر على الرابط:

<http://alhabita.argaem.com/>

21- منى كمال، تجربة الإتحاد النقدي الأوروبي في مجال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية،

نوفمبر 2010، ص 5، نقلا عن الرابط:

<http://mpr.ub.uni-muechen.de/27764/>

22- موسى مهدي، التيسير الكمي أحدث كبسولات لإنقاذ أوروبا من الإفلاس، نقلا عن الرابط:

<http://www.alaraby.co.uk/economey/>

23- موسى مهدي، سياسة التيسير الكمي مغامرة خطيرة أو وصفة ناجحة؟، الشرق الأوسط، جريدة العرب

الدولية، العدد 11671، 2010/11/11، المقال متوفر على الرابط:

<http://archive.aawsat.com/details.asp?issueno=11700&article=594825#.WSU1S5>

[Lyhdg](#)

24- نتائج تخفيف سياسات التخفيف الكمي قبل قرار الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:

<http://forex-arabia.com/home/>

25- investing.com، بنك اليابان، متوفر على الرابط:

<http://sa.inveting.com/central-banks/bank of-Japan>

ثانيا: باللغة الأجنبية:

1-Imad Moosa, **Quantitative Easing As a High Way To Hyper Inflation**, world scientific publishing, Australia ,2014.

2- the federal reserve system, **History of central banking from 1791 to The 21<sup>st</sup> century**,2/2014.

3- Richard Clarida, **Comparative Study Of Central Bank Quantitative Easing Programs**, School Of International And Public Affairs, New York, 2016, p 86.

4- **functions and operations of the banks of Japan** ,the second English edition, editey by institule for monetary and economic, Tokyo, 2012, p 28,29

5- Trading,Economics,**japan central bank sheet**

<http://www.tradingeconomics.com/japan/central-bank-balance-sheet>

6- Mataf.net, **banque central américaine (Fed)**, le lien <http://www.mataf.net/fr>

[/forex/edu/dible- du- forex//bibk- federal- reserves -](#)

7- European central bank,

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

8- Bank of japan ,history [www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/acmai/index.htm/](http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/acmai/index.htm/)

9- Fred,central bank assests for Euro Area,

<https://fred.stlouisfed.org/series>

10- stasita, **Share of currencies in global foreign exchange reserves from 2009 to 2016, voire le site:**

<https://www.statista.com/statistics/233674/distribution-of-global-currency-reserv>

-11 <http://www.xe.com/fr/currencycharts/?from=JPY&to=USD&view=10Y>

12- <http://www.xe.com/fr/currencycharts/?from=JPY&to=EUR&view=10Y>

## الملخص:

تلجأ البنوك المركزية في سعيها للمحافظة على استقرار نظامها المالي إلى استعمال عدة أدوات، وتعد أدوات السياسة النقدية أبرزها، ويظهر دورها جليا أوقات الأزمات. وبالرغم من نجاح البنوك المركزية خلال السنوات الأخيرة في مواجهة جل الأزمات المالية باستعمال أدوات سياستها النقدية، إلا أن الأزمة المالية العالمية لعام 2008 كشفت عن نقص فعالية هذه الأدوات، الأمر الذي دفع البنوك المركزية ( البنك الياباني، البنك الأوروبي، الإحتياطي الفيدرالي) إلى اللجوء لاستعمال أدوات جديدة، أطلق عليها تسمية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية. وقد تمثلت إحدى أدوات هذه السياسة في تسهيل شراء الأوراق المالية وعرفت بالتيسير الكمي، وذلك من أجل التأثير على معدلات الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل في الأسواق المالية لغرض إعادة انتعاش الإقتصاد، حيث عمدت الدول التي اتبعت هذه السياسة إلى خلق جو من الإستقرار النقدي من خلال تأثيرها في سعر صرف أهم العملات الإحتياطية الدولار، الين، اليورو. وحققت هذه السياسة نجاحا نسبيا من خلال معالجته الكثير من المشكلات التي عانتها اقتصاديات هذه الدول.

**الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية، التيسير الكمي، السياسة النقدية غير التقليدية، الأزمات المالية، العملات الإحتياطية، البنوك المركزية الرئيسية.

## Abstract

Central Banks , resort in order to preserv etheir financial systems to using several tools The monetary policy tools are the most eminent ones. Their role gets the most explicit in time of crises In spite of the fact that the central banks have succeeded in resent years to face financial crises using their monetary policies tools The financial crises of the year 2008 revealed the limitedness of these tools. This state of fact led the central banks (the banks of japan, the eurosystem, and the US federal reserve) to resort to new tools called "the non traditional monetary policy tools" . one of these tools is the facilitation of purchasing securities, known as "quantitative management" , in order to impact the long-term and medium-term interest rates in financial markerts to achieve economic recovery. The countries which adopted this policy carried out the creation of a climate of monetary stability through impacting the exchange rate of the main reserve currencies: USD, JPY and Euro. This policy has acheived a relative success by resolving many problems encountered by the economies of the said countries.

**Keywords:** monetary policy, quantitative management, non traditional monetary policy, reserve currencies, central banks, the financial crisis.