

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحي -جيجل  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية



## العنوان

دور السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات المالية  
-دراسة مقارنة بين سياسات الإحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي -

مذكرة مقدمة إستكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: إقتصاد دولي

تحت إشراف الأستاذ:

أ. مراد يونس

من إعداد الطلبة:

- هالة فدسي
- نجيبة لحيلح

## لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	جامعة جيجل	الصفة
نجاة معيزي	قطب تاسوست	رئيسا
مراد يونس		مشرفا ومقررا
عمار صايفي		مناقشا

السنة الجامعية: 2019/2018



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحي -جيجل  
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الإقتصادية



## العنوان

دور السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات المالية  
-دراسة مقارنة بين سياسات الإحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي -

مذكرة مقدمة إستكمالا لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية

تخصص: إقتصاد دولي

تحت إشراف الأستاذ:

أ. مراد يونس

من إعداد الطلبة:

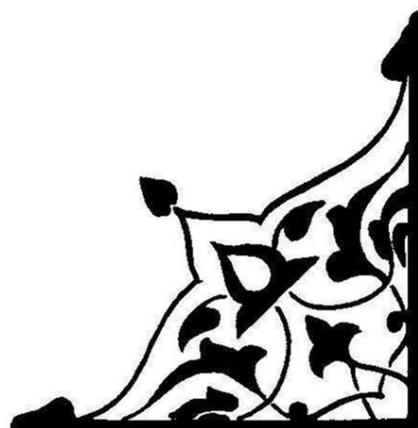
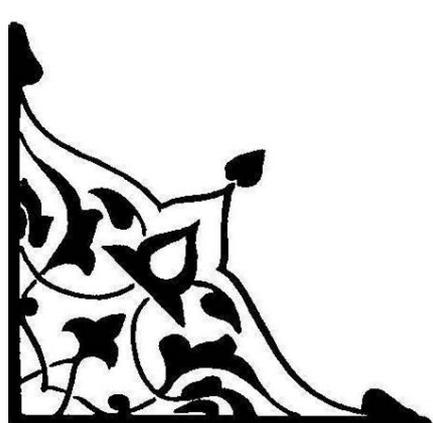
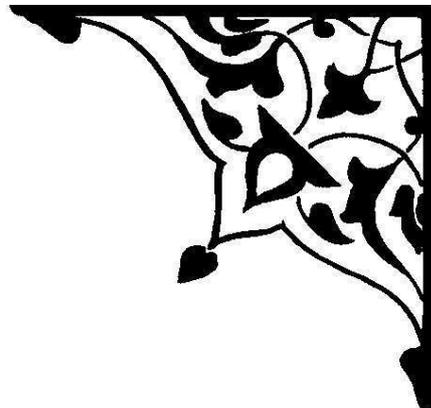
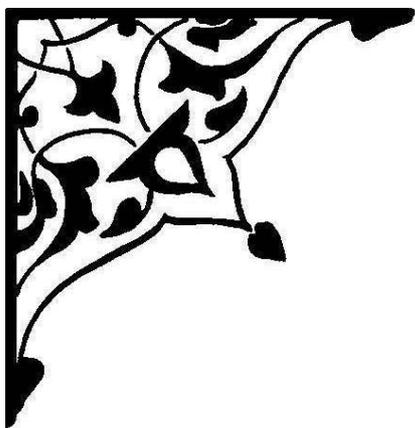
- هالة فدسي
- نجيبة لحيلح

## لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	جامعة جيجل	الصفة
نجاة معيزي	قطب تاسوست	رئيسا
مراد يونس		مشرفا ومقررا
عمار صايحي		مناقشا

السنة الجامعية: 2019/2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



# دعاء

﴿ربي اشرح لي صدري ويسر لي أمري واحلل عقدة من لساني يفقهوا قولي﴾

صدق الله العظيم

سورة طه: الآية [25-28]

اللهم لا تجعلنا نصاب بالغرور إن نجحنا ولا باليأس إذا أخفقنا

وذكرنا أن الإخفاق هو التجربة التي تسبق النجاح

اللهم إذا أعطيتنا نجاحا فلا تأخذ تواضعنا

وإذا أعطيتنا تواضع فلا تأخذ اعتزازنا بكرامتنا

ربنا تقبل إنك السميع العليم

أمين



## شكر

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
ذَلِكَ الْجَزَاءُ الْحَقُّ

﴿... ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه  
وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين...﴾

صدق الله العظيم

سورة الأحقاف: الآية [15]

الحمد لله والصلاة على المصطفى سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، نشكر الله  
عز وجل ونحمده حمدا كثيرا مباركا على هذه النعمة الطيبة والنافعة، نعمة العقل، العلم  
والبصيرة.

عرفانا منا على صنيع الأستاذ " مراد بونس " الذي أشرف على العمل منذ بدايته  
بدقة، وتقديم النصائح اللازمة لتقديم هذا العمل على أكمل وجه، فإننا نتقدم له بجزيل  
الشكر والامتنان وما الشكر بكاف لنوافيه حقه.

كما نتقدم بالشكر إلى الأساتذة الكرام الذي سننال شرف مناقشتهم لهذا البحث واثراءه  
بملاحظاتهم القيمة.

# إهداء

إلى قدوتي الأولى، ونبراسي الذي ينير دربي  
إلى من أعطاني ولم يزل يعطيني بلا حدود  
إلى من رفعت رأسي عالياً افتخاراً به

## أبي العزيز

أدامه الله ذخراً لي  
إلى التي رأني قلبها قبل عينيها وحضنتني أحشائها قبل يديها  
إلى الشجرة التي لا تذبل  
إلى الظل الذي أوي إليه في كل حين

## أمي الحبيبة

حفظها الله  
إلى الشموع التي تنير لي الطريق إخوتي وأخواتي وأخص  
بالذكر "ذكرى"  
إلى كل من ساعدني في كتابة هذه المذكرة .  
إلى كل الأصدقاء الذين أحمل لهم المحبة والتقدير \* هالة \* نزهة \*  
إلى كل من نسهم القلم وحفظهم القلب

ك

نجيبة

# إهداء

إلى من علمتني الصبر والجد والاجتهاد في كافة مناحي الحياة...

إلى ملائحتي...إلى من كان دمانها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحتي... إلى أختي  
الحبايب... أمي الحبيبة

إلى من أرسى لدي قواعد الخلق الكريم... أبي الموقر

إلى من كان نعم السند في رحلتي العلمية والبحثية... رفيق دربي زوجي الغالي

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله... إلى من أظهروا لي ما هو أجمل من  
الحياة... إخوتي وأخواتي الكرام.

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة... كتاكيت العائلة

إلى كل أفراد عائلة زوجي

إلى الأخوات اللواتي لم تلدمن أمي... إلى من ذاقن السطور من ذكرهم

فوسعه قلبي \* نجيبة \* وكل حديقاتي

أمدي إليكم رسالة الماستر دامية المولى - سبحانه وتعالى - أن تكفل بالنجاح

والقبول من جانب أعضاء لجنة المناقشة المجلين

هالة



فهرس

المحتويات

## فهرس المحتويات:

الصفحة	الموضوع	الرقم
I	البسمة	01
II	الدعاء	02
III	الشكر	03
IV	الإهداء	04
V	فهرس المحتويات	05
VI	قائمة الجداول	06
VII	قائمة الأشكال	07
أ-هـ	مقدمة	08
	<b>الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية</b>	<b>09</b>
7	تمهيد	10
8	المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية	11
8	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية التقليدية وأنواعها	12
10	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية التقليدية	13
14	المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية التقليدية	14
17	<b>المبحث الثاني: دراسة مدى فعالية السياسة النقدية التقليدية</b>	<b>15</b>
17	المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية التقليدية	16
20	المطلب الثاني: تحليل عدم فعالية السياسة النقدية التقليدية	17
23	<b>المبحث الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية</b>	<b>18</b>
23	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية وشروط تنفيذها	19
26	المطلب الثاني: أسباب اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية	20
28	المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية	21
33	خلاصة	22
	<b>الفصل الثاني: دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية</b>	<b>23</b>
35	تمهيد	24
36	المبحث الأول: أزمة الرهن العقاري للولايات المتحدة الأمريكية	25

26	المطلب الأول: أسباب أزمة الرهن العقاري	36
27	المطلب الثاني: إنعكاسات أزمة الرهن العقاري على الولايات المتحدة الأمريكية	40
28	المطلب الثالث: إنعكاسات أزمة الرهن العقاري على الإقتصاد العالمي	41
29	المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو	43
30	المطلب الأول: أزمة الديون السيادية في اليونان	43
31	المطلب الثاني: إنتقال أزمة الديون السيادية من اليونان إلى منطقة اليورو	47
32	المبحث الثالث: دور السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة أزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية	53
33	المطلب الأول: دور السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية	35
34	المطلب الثاني: دور السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو	56
35	خلاصة	61
36	الفصل الثالث: دراسة مقارنة بين السياسة النقدية لـ FED و BCE في معالجة الأزمة المالية	
37	تمهيد	63
38	المبحث الأول: سياسة التيسير الكمي للفيدرالي الأمريكي	64
39	المطلب الأول: كيفية استخدام سياسة التيسير الكمي من طرف الفيدرالي الأمريكي	64
40	المطلب الثاني: دور الفيدرالي الأمريكي	68
41	المطلب الثالث: أثر سياسة التيسير الكمي للفيدرالي الأمريكي	69
42	المبحث الثاني: سياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي	72
43	المطلب الأول: آليات تطبيق سياسة التيسير الكمي من طرف البنك المركزي الأوروبي	72
44	المطلب الثاني: دور الأدوات غير التقليدية في معالجة الأزمة بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي	76
45	المطلب الثالث: مخاطر وآثار تطبيق سياسة التيسير الكمي من طرف البنك المركزي الأوروبي	80
46	المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين السياسات النقدية لبنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي في الإقتصاد المحلي والدولي	84

84	المطلب الأول: دراسة مقارنة بين السياسات النقدية لـ FED و BCE في الإقتصاد المحلي	47
95	المطلب الثاني: دراسة مقارنة بين السياسات النقدية لـ FED و BCE في الإقتصاد الدولي	48
100	خلاصة	49
102	خاتمة	50
108	قائمة المراجع	51
	ملخص	52

قائمة الجداول

والأشكال

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
31	أسعار الفائدة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو	01
46-45	أهم أحداث الأزمة اليونانية	02
48	مؤشرات الإقتصاد الإيرلندي ما بين 2007-2008	03
49	بعض المؤشرات الإقتصادية للبرتغال	04
74	عمليات التسهيل الكمي التي قام بها البنك المركزي الأوروبي في برنامج (LTRO) لتجاوز أزمة 2008	05

## قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
17	الآثار المترتبة على الزيادة في عرض النقود لمنحنيين (IS).	01
19	الآثار المترتبة على زيادة الكمية المعروضة من النقود في الحالات الثلاث فروق في أشكال منحني (LM).	02
20	عدم فعالية السياسة النقدية	03
21	السياسة النقدية عديمة الفعالية	04
21	السياسة النقدية غير فعالة في أوقات الكساد	05
22	السياسة النقدية التوسعية	06
30	أسعار الفائدة الصفرية في نماذج من البنوك المركزية Fed, EcB, Boj , BoE	07
65	الميزانية العمومية لبنك الإحتياطي الفدرالي ومراحل التيسير الكمي: (ترليون دولار أمريكي)	08
75	إجمالي أصول البنك المركزي الأوروبي - مليار يورو	09
90	تطور أصول البنوك المركزية	10
91	نسبة حجم ميزانية الـ FED و الـ BCE من PIB (1999-2012).	11

# مقدمة

أصبحت الأزمات المالية خلال العقود الأخيرة أكثر قوة وأكثر ترددا حيث سجل الإقتصاد العالمي عدة أزمات مالية كبرى، تميزت بسرعة إنتقالها بين الدول، وبخسائرها في القطاع المالي والحقيقي ولذلك استعانت الدول ببنوكها المركزية لمعالجة الأزمات المالية التي قد تمر بها إقتصادياتها، حيث أصبح هدف الخروج من الركود وما يقتضيه من معالجة الأزمات المالية من الأهداف الرئيسية، فقد كانت البنوك المركزية تعتمد في معالجة الأزمات المالية على الأدوات التقليدية لسياساتها النقدية عموما، وعلى أداة معدل الفائدة خصوصا، إلا أن الأزمة المالية العالمية 2008 أبانت عن محدودية الأدوات السابقة في معالجة الأزمات المالية، وقد حتمت هذه الأزمة على البنوك المركزية البحث عن أدوات جديدة لسياستها النقدية تكون أكثر فعالية وقدرة على مجارات الأزمات المالية الكبرى، وهو ما تجسد على أرض الواقع باستعمال مجموعة من الأدوات الحديثة التي أطلق عليها اسم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وتمثلت أساسا في أداة التيسير الكمي، أسعار الفائدة الصفرية، حرب العملات.

حاول بنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي الرد على تداعيات الأزمة المالية 2008 حيث اتخذ السياسات النقدية غير التقليدية الملاذ الأخير له، وذلك من خلال إتباع برامج مالية تحفيزية تعمل على ضخ الإقتصاد بالسيولة وكذلك تخفيض معدلات الفائدة في حدود الصفر في محاولة منه لإنعاش الإقتصاد الأمريكي.

كما حاول البنك المركزي الأوروبي هو الآخر مواجهة الأزمة المالية العالمية التي عصفت بدول الإتحاد باعتباره المسؤول الأول على إدارة السياسة النقدية داخل منطقة اليورو من خلال تطبيق أدوات السياسة النقدية تجسدت بأسعار الفائدة الاسمية المقاربة للصفر وسياسات التيسير الكمي والنوعي.

### إشكالية الدراسة:

من خلال المستحقات السابقة الذكر يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

لماذا تأخر البنك المركزي الأوروبي في تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية مقارنة بالإحتياطي الفدرالي الأمريكي؟، وما هو دور السياسات النقدية غير التقليدية في مواجهة الأزمة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية USA ومنطقة اليورو EURO؟.

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالسياسة النقدية غير التقليدية؟
- كيف أثرت السياسات النقدية غير التقليدية على الاقتصاد الأمريكي؟.
- كيف أثرت السياسات النقدية غير التقليدية على الاقتصاد الأوروبي؟.

#### فرضيات الدراسة:

- البنوك المركزية لا تستطيع مواجهة الأزمات المالية الكبيرة بواسطة الأدوات التقليدية ولهذا لجأت إلى أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية.
- تمكن البنك المركزي الأوروبي (BCE) عبر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من معالجة تداعيات الأزمة المالية 2008 داخل منطقة اليورو وأزمة المديونية.
- يعد التيسير الكمي الأداة الأكثر استخداما من طرف الإحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال الأزمة العالمية في إطار السياسة النقدية.

#### أسباب إختيار الموضوع:

من البديهي أن لكل باحث أراد الخوض في دراسة ما، أسباب ودوافع تتعلق بموضوع بحثه، ومن هذه الأسباب ذكر ما يلي:

- إرتباط الموضوع بالتخصص المدروس "إقتصاد دولي".
- الإهتمام العالمي المتزايد بالأزمة المالية 2008، ومحاولة إيجاد الحلول للخروج منها بتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.
- التحليل أكثر والإطلاع على المواضيع الحديثة التي تعرف تطورات وتحولات متلاحقة.
- إثراء المكتبة الجامعية بهذا النوع من البحوث.

#### أهمية الدراسة:

تكتسب الدراسة أهميتها الكبرى من خلال الدور الهام الذي تقوم به البنوك المركزية في مجال توجيه مسار السياسة النقدية غير التقليدية قصد المحافظة على مستوى الأسعار، وتحقيق التوازن لإقتصاد

المنطقة النقدية، وتحمل الدراسة في طياتها العديد من مظاهر التناقض والصراع خاصة في ظل الأزمات المالية، كما زاد من أهمية البحث تلك التطورات غير التقليدية.

### أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى الوصول إلى مجموعة من الأهداف تتمثل أهمها فيما يلي:

- محاولة التعرف على السياسة النقدية غير التقليدية في إقتصاد الفيدرالي الأمريكي FED والبنك المركزي الأوروبي BCE.
- تسليط الضوء على السياسة النقدية غير تقليدية، وفعاليتها في التخفيف من حدة الأزمات.
- إثراء المكتبة الجامعية بهدف التنوع في المواضيع.

### منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على الإشكاليات المطروحة تم الإعتماد في إعداد هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي من أجل الإلمام بالجوانب النظرية للدراسة، تم الإعتماد على المنهج الوصفي من خلال جمع البيانات المتعلقة بالدراسة ووضعها في جداول، كما تم الإعتماد على المنهج التحليلي من خلال تحليل البيانات الموجودة في جداول إلى جانب تحليل مدى فعالية السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمة.

### الدراسات السابقة:

من المراجع التي ساعدتنا في إنجاز البحث ما يلي:

### الدراسة الأولى:

- خالد رواق، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013، والتي تناولت أثر أزمة الديون السيادية على قوة ومكانة اليورو الدولية ومستقبله كعملة أوروبية موحدة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تحقيق الإستقرار والنجاح لأي تكتل له عملة موحدة لا يتم فقط من خلال سياسة نقدية موحدة يرسمها البنك المركزي بهذا التكتل في ظل ترك السياسة المالية بين السلطات الوطنية للدول الأعضاء.

### الدراسة الثانية:

- عبد الغاني بن علي، تحت عنوان: أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة العالمية المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، مقدمة في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010.

حدد الباحث مجموعة من الأهداف أهمها:

- محاولة التعريف بالأزمة المالية والأسباب التي أدت إلى حدوث أزمات مالية.
- محاولة البحث عن جذور وطبيعة أزمة الرهن العقاري، آليات انتقالها من أزمة مالية في الولايات المتحدة إلى أزمة مالية عالمية.

### الدراسة الثالثة:

- عبد الحسين جليل الغالبي ويوسف حاكم غدير، تحت عنوان وجهة نظر جديدة في العلاقة بين السياسة النقدية والأزمات المصرفية (الأزمة المصرفية 2007-2008) أنموذجاً، تقرير مقدم في كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة الكوفة -العراق، 2019؛ إذ أن الباحثان يدفعان باتجاه بلورة وجهة نظر جديدة في هذه العلاقة تؤثر إلى مدى تأثير الأزمات المصرفية في تجديد السياسة النقدية وخلق أدوات جديدة غير تقليدية لها.

حدد الباحثان مجموعة من الأهداف أهمها:

- تسليط الضوء على الأزمة المصرفية (2007-2008) وتحديد الأسباب الكامنة وراء وقوعها وبيان أثارها، وإبداع أدوات غير تقليدية لمواجهة مثل هذه الأزمات.

### أقسام الدراسة:

تم الإعتماد في دراسة هذا الموضوع على خطة مكونة من ثلاثة فصول وفقاً للسياق التالي:

- **الفصل الأول:** والذي جاء بعنوان الإطار النظري للسياسة النقدية حيث قسم إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول ماهية السياسة النقدية التقليدية، أما المبحث الثاني فكان بعنوان دراسة مدى فعالية السياسة النقدية التقليدية، أما المبحث الثالث فكان بعنوان السياسة النقدية غير التقليدية.

• **الفصل الثاني:** جاء تحت عنوان دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث هو الآخر، بحيث تناول المبحث الأول أزمة الرهن العقاري.

أما المبحث الثاني فتطرق إلى أزمة الديون السيادية.

أما المبحث الثالث فتناول دور السياسة النقدية في معالجة أزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية.

• **الفصل الثالث:** والذي جاء بعنوان دراسة مقارنة بين السياسة النقدية للفدرالي الأمريكي FED والبنك المركزي الأوروبي BCE في معالجة الأزمة المالية .

وقسم إلى ثلاث مباحث: تناول المبحث الأول سياسة التيسير الكمي للفدرالي الأمريكي.

فتطرق المبحث الثاني إلى سياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي.

أما المبحث الثالث فتناول دراسة مقارنة بين بنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي.

### صعوبات الدراسة:

بطبيعة الحال لكل دراسة أو بحث علمي توجد فيه صعوبات وتتمثل أهم الصعوبات التي واجهناها

فيما يلي:

- مشكل عدم تجانس البيانات الإحصائية وتضاربها من مصدر لآخر، مما حتم علينا اللجوء إلى أكثر من مصدر من أجل إتمامه.
- موضوع واسع وصعوبة الإلمام بكل جوانب الموضوع.
- قلة الكتب في مكتبة الجامعة حول هذا النوع من الدراسات.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية

### تمهيد

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية

المبحث الثاني: دراسة مدى فعالية السياسة النقدية التقليدية

المبحث الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية

### خلاصة

## تمهيد:

ظهر مفهوم السياسة النقدية في بداية القرن 19 في النظرية الكلاسيكية، وتطور هذا المفهوم والممارسة العلمية للسياسة النقدية بتطور الأفكار والنظريات عبر المراحل الزمنية المتعاقبة، ثم أخذ هذا الاهتمام يتزايد خاصة أثناء الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي الذي شهدها القرن الحالي، وجراء التعافي من الأزمة المالية 2008 اضطرت البنوك المركزية إلى الانتقال من سياسة نقدية تقليدية - خفض أسعار الفائدة عبر المشتريات من السوق المفتوحة لسندات الحكومة القصيرة الأجل - إلى مجموعة من السياسات غير التقليدية. وقد ظل النمو هزيلًا برغم أن حد الصفر الاسمي لأسعار الفائدة والذي كان في السابق مجرد احتمال نظري تم بلوغه وتنفيذ سياسة سعر الفائدة الصفر بالفعل. ولهذا تبنت البنوك المركزية تدابير لم يكن لها وجود من قبل، وكانت قائمة التدابير غير التقليدية طويلة وممتدة كل ذلك لتعزيز النشاط الاقتصادي.

### المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية

تعتبر السياسة النقدية أداة من أدوات السياسة الاقتصادية، وتؤدي دوراً هاماً في المساهمة في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية خاصة ما تعلق باستقرار المستوى العام للأسعار، وقد شهدت مكانة متباينة في المدارس الاقتصادية، حسب نظرة وتقدير كل منها لدور النقد في الاقتصاد.

### المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية التقليدية وأنواعها

يختلف مفهوم السياسة النقدية باختلاف وجهات النظر إليها ويمكن حصر هذه المفاهيم فيما يلي:

#### أولاً: تعريف السياسة النقدية التقليدية

نظراً للدور المتشعب الذي تلعبه النقود في الاقتصاديات المعاصرة تعددت تعاريف السياسة النقدية التقليدية، وسنتطرق في هذا العنصر إلى بعض هذه التعاريف:

**التعريف الأول:** السياسة النقدية التقليدية هي « مجموعة الوسائل والأدوات والإجراءات والقرارات التي تلجأ إليها السلطات النقدية أو تستخدمها في الرقابة والتأثير على النقود بما في ذلك:

- النقود الائتمانية من حيث حجم ونوعية الائتمان الممنوح.
- النقود القانونية من حيث كمية ومعدل دوران النقود في الأسواق وتهدف هذه السياسة إلى تحقيق أغراض ضبط النشاط الاقتصادي أو أغراض اجتماعية وسياسية أخرى، مما تسعى الدولة إلى تحقيقه عن طريق هذه السياسة<sup>(1)</sup>.

**التعريف الثاني:** السياسة النقدية هي "الإجراءات التي تتخذها الحكومة في إدارة النقود والمصارف، والبنك المركزي هو الجهة التنفيذية المسؤولة عن هذه السياسة، ويعمل عادة وفق الصلاحيات المخولة له من قبل الحكومة بموجب القانون الخاص به، والذي قد تتحدد به الأهداف التي يمكن أن يعمل من أجلها البنك"<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> محمد خلة توفيق، من كتاب الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 347.

<sup>(2)</sup> نزار سعد الدين العيسى، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 315.

**التعريف الثالث:** تعرف السياسة النقدية بأنها "مجموعة القواعد والوسائل والإجراءات والأساليب والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير والتحكم في عرض النقود بما يتلائم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة خلال فترة زمنية معينة.

والسلطة النقدية هنا يقصد بها البنك المركزي في أي دولة"<sup>(1)</sup>.

ومن خلال التعاريف السابقة نستخلص تعريف شامل للسياسة النقدية التقليدية فتعرف بأنها: العملية التي من خلالها تستطيع السلطة النقدية في أي بلد أن تسيطر على المعروض من النقود وغالبا ما تستهدف معدل التضخم وأسعار الفائدة لضمان استقرار الأسعار، والثقة العامة في العملة، والتي تهدف إلى المساهمة في النمو الاقتصادي وخفض حجم البطالة والحفاظ على أسعار الصرف التي يمكن التنبؤ بها مع العملات الأخرى.

#### ثانيا: أنواع السياسة النقدية التقليدية

يعتمد تحديد نوع السياسة النقدية التقليدية الأنسب على الوضعية الاقتصادية التي تشهدها هذه الدولة، ويمكن عرض هذه الأنواع على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

**أ/ السياسة النقدية التوسعية:** وهي السياسة التي تعنى بزيادة الطلب الكلي من خلال زيادة القدرة على الشراء. وذلك بسعي الحكومة إلى زيادة حجم النقود المتداولة في أيدي الأفراد، وفي الجهاز المصرفي.

ويستخدم هذا النوع من السياسات في معالجة البطالة والركود الاقتصادي، بالإضافة إلى تدعيم البناء الاقتصادي. من خلال تحقيق معدلات نمو مرتفعة والمساهمة في مشاريع التنمية الاقتصادية عبر آلية خلق النقود.

**ب/ السياسة النقدية الانكماشية:** وتستخدم في معالجة التضخم و القضاء على الفجوة التضخمية، ويكون ذلك من خلال سعي البنك المركزي إلى تقليل حجم النقد المتداول لكبح الطلب الكلي، وتقليل القدرة على الشراء، وهنا تسعى الحكومة إلى تقليل النقود المتداولة في أيدي الجمهور والجهاز المصرفي، من خلال آلية المضاعف، وذلك بالتأثير العكسي على مكونات عرض النقد.

<sup>(1)</sup> عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، ط1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص 90.

<sup>(2)</sup> جمال خريس وأيمن أبو خبيزير وآخرون، النقود والبنوك، ط1، دار المسيرة للنشر، عمان، 2002، ص 111.

## المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية التقليدية

توجد للسياسة النقدية أهداف عديدة والتي تسعى لتحقيقها، ويختلف تجسيد هذه الأهداف من دولة لأخرى لاختلاف مستويات التقدم الاقتصادي والاجتماعي بشكل عام، وتقسم أهداف السياسة النقدية الى ثلاثة أقسام: (1).

### أولاً: الأهداف الأولية

تمثل الأهداف الأولية كحلقة بداية في إستراتيجية السياسة النقدية، وهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، فمثلاً عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية، فإنه يجب تبني متغير احتياطات البنوك وظروف سوق النقد المتفقة مع إجمالي النقود في الأجل الطويل.

### 1- مجوعات الاحتياطات النقدية:

تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور، والاحتياطات المصرفية، ولقد أثير النقاش داخل النظام المصرفي وخارجه حول ما هو المتغير أو المجمع الاحتياطي الأكثر فعالية وسهولة؟ وأصبح لكل منها مؤيد ومعارض. فلقد دافعت بعض البنوك المركزية في أمريكا عن القاعدة النقدية كهدف أولي أو تشغيلي لسنوات عديدة، كما دافعت بعض الفروع الأخرى عن استخدام مجوعات الاحتياطات الأخرى كهدف أولي، وانتقل النقاش إلى الاقتصاديين حول أهمية كل مجمع. ويتعلق الأمر كله بمدى تحكم السلطات النقدية في أي من المجاميع المذكورة، ومدى علاقته بنمو العرض النقدي الذي يشكل الهدف الوسيط. وطالما أن الأمر كذلك فإن البنك المركزي يبقى يتسم بعدم الثبات في استخدام هذه المجاميع كهدف أولي أو تشغيلي.

### 2- ظروف سوق النقد:

وتحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية. ويعني قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان، ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الاقتراض الأخرى. كما استعملت

(1) صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، ط1، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005، ص ص 124، 125.

ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدلات الفائدة على أدون الخزنة والأوراق التجارية ومعدل الفائدة الذي تفرضه البنوك على أفضل العملاء ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

### ثانياً: الأهداف الوسيطة

الأهداف الوسيطة هي المتغيرات القابلة للمراقبة بواسطة السلطات<sup>(1)</sup>:

- **معدل الفائدة كهدف وسيط:** إن معدل الفائدة مهمة سواء على مستوى الصعيد الداخلي أو الخارجي، فعلى مستوى الصعيد الداخلي: تؤثر على مستوى استثمارات المؤسسات مثل الاستثمار في السكن، وعلى مستوى الصعيد الخارجي: تؤثر بشدة على تحركات رؤوس الأموال في الأجل القصير. وفي المجموع يجب أن تكون معدلات الفائدة ايجابية - لا مرتفعة ولا منخفضة -.
- **معدل صرف النقد مقابل العملات الأخرى:** إن معدل صرف النقد هو مؤشر هام حول الأوضاع الاقتصادية لدولة ما. وذلك بالمحافظة على هذا المعدل حتى يكون قريباً من مستواه لتعادل القدرات الشرائية. ويمكن أن تكون السياسة النقدية مساهمة في التوازن الاقتصادي عبر تدخلها من أجل رفع معدل صرف النقد اتجاه العملات الأخرى.

وعندما يتخذ معدل الصرف كهدف وسيط فإنه يظهر العديد من العيوب، لأن أسواق الصرف ليست منتظمة فهي تتعرض لتقلبات، ومعدل الصرف يلعب دوراً في معرفة الإستراتيجية الاقتصادية والمالية لحكومة ما.

- **المجموعات النقدية:** إن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى قريب بمعدل نمو الاقتصاد الحقيقي، يمثل بالنسبة للنقديين الهدف المركزي للسلطات النقدية، ولهذا السبب فإن السلطات النقدية في كل الدول المتقدمة حددت أهدافاً في هذه المجموعات بالتدريج بداية بشكل غير معلن ثم معلن، مثل النظام الفيدرالي الأمريكي للاحتياطي، ابتداءً من 1972، بنك ألمانيا الفدرالي انطلقاً من 1974، وتنص نظرية النقديين على الحفاظ لعدة سنوات على معدل نمو ثابت (من 3% إلى 5%) للنقد.

<sup>(1)</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 128.

### ثالثاً: الأهداف النهائية

جاءت هذه الأهداف الرئيسية لتطور معرفة دور السياسة النقدية، والتي كان هدفها الوحيد في الأول قبل الثورة الكينزية هو تحقيق استقرار الأسعار ومكافحة التضخم، وفي منتصف الخمسينات أصبح هناك هدف آخر وهو تحقيق معدل عال من النمو، وفي السنوات الأخيرة ظهر هدف آخر وهو توازن ميزان المدفوعات، وسنقوم بتفصيل هذه الأهداف كآتي:

#### 1- استقرار المستوى العام للأسعار:

يبرز هدف السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي بوضوح في هدف استقرار الأسعار، فعدم الاستقرار في الأسعار يعرض البنيان الاقتصادي لأزمات كبيرة بسبب تقلبات الرواج والكساد، فتتعرض العملة لتدهور قيمتها في حالة التضخم، كما تحدث البطالة في حالة الكساد ويخلق أضراراً وخيمة على عملية التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة اقتصادياً.

وهنا يكمن دور الدولة في معالجة استقرار الأسعار من خلال تدخلها في الشؤون الاقتصادية بإصدار القوانين التي كونت سياسات عديدة منها السياسة النقدية.

إن استهداف السياسة النقدية علاج التضخم واستقرار الأسعار يظهر أن هناك علاقة بين النقود والأسعار، لأن وجهات نظر الكنزيين والنقدويين لعملية التضخم ليست مختلفة، إذ يعتقد كلاهما أن التضخم المرتفع يحدث فقط عندما يكون معدل نمو العرض النقدي مرتفعاً.

وحسب فريدمان فإنه لا يمكن القضاء على التضخم المستمر لمدة إلا بسياسة نقدية انكماشية، وهي تخفيض معدلات النمو النقدي مع معرفة أسباب هذا التوسع النقدي والوضع الاقتصادي.

#### 2- العمالة الكاملة:

تهدف معظم دول العالم المتقدم والنامي إلى الوصول للعمالة الكاملة؛ حيث تعمل قوانينها لتحقيق أقصى عمالة ممكنة، وتظهر أهمية العمالة الكاملة في أنها وسيلة وليست غاية، لأن الوصول إلى تحقيق العمالة هو الوصول إلى إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع ويطلبها، ولذلك تبقى العمالة

الكاملة هنا طويلة الأجل ترسمها الحكومات وتسعى جاهدة للوصول إليها كما للبطالة من مضار على الاقتصاد<sup>(1)</sup>.

ولمحاربة وتحقيق هدف العمالة الكاملة يجب أن تلمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الحياة الاقتصادية لزيادة الاستثمار، وبالتالي زيادة العمالة.

وهنا يكمن دور السياسة النقدية في تخفيض البطالة عن طريق تقوية الطلب الفعال، فعندما تقوم السلطات النقدية بزيادة العروض النقدي تنخفض أسعار الفائدة فيقبل رجال الأعمال على الاستثمار فتتخفف البطالة وبالتالي زيادة الاستهلاك ثم زيادة الدخل.

### 3- تحقيق معدل عال من النمو الاقتصادي الوطني:

إن هذا الهدف مشابه لهدف تحقيق معدل استخدام عالي للموارد الاقتصادية المتاحة في المجتمع، إذ أن الاستخدام العالي لعناصر الإنتاج سوف يؤدي إلى معدلات نمو مرتفعة وذلك يكون بدعم الاستثمار، أي أن معدلات النمو المرتفعة تتطلب معدلات استثمار عالية. لقد تبنى هذا الرأي مجموعة من الاقتصاديين يطلق عليهم اقتصاديي جانب العرض Supply Side Economy، حيث يعتقدون بأنه يمكن رفع معدلات النمو الاقتصادي عن طريق تقديم حوافز مشجعة للاستثمار ومن ضمنها تخفيض الضرائب على المنتجين<sup>(2)</sup>.

### 4- تحقيق توازن ميزان المدفوعات:

ويتم ذلك في إطار إتباع سياسة تحرير وتعويم سعر الصرف. وفي ظل السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار السعري الذي يحافظ بدوره على قيمة العملة من التدهور، وعموماً يمكن أن تساهم السياسة النقدية في إصلاح وتخفيف العجز في ميزان المدفوعات عن طريق قيام البنوك المركزية برفع سعر إعادة الخصم فيؤدي هذا بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض، ويؤدي رفع أسعار الفائدة إلى تقليل حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات مما يخفف من حدة ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة<sup>(3)</sup>.

(1) صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 128.

(2) عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط2، مركز بيزيد للنشر، الكرك، 2006، ص 328.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 93.

وإذا انخفضت الأسعار محليا فإن هذا الإجراء سيؤدي إلى تشجيع الصادرات وإلى تحقيق الطلب على السلع الخارجية، وكما أن ارتفاع أسعار الفائدة محليا سيغري الأفراد الأجانب إلى توظيف أموالهم بالبنوك الوطنية وبالتالي تدفق أموال أجنبية إلى داخل الدولة، وهذا ما يساهم في تخفيض العجز في ميزان المدفوعات، ومع انخفاض الأسعار المحلية ينخفض معدل التضخم، وهو ما يجعل السلع المحلية أكثر قدرة على منافسة السلع الأجنبية.

### المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية التقليدية

يمكن للبنك المركزي أن يستخدم العديد من الأدوات في إطار السياسة النقدية لتحقيق مجموعة من الأهداف، وتنقسم أدوات السياسة النقدية عادة إلى مجموعتين:

#### أولاً: الأدوات الكمية أو التقليدية<sup>(1)</sup>

حيث يكون الغرض منها التحكم في عرض النقود وحجم الائتمان وتتضمن:

أ/ **عمليات السوق المفتوحة:** وهذا يعني دخول البنك المركزي إلى السوق المالي بقصد شراء أو بيع الأدوات المالية، ولنجاح هذه الأداة يتطلب توفر أسواق مالية متطورة، ووجود وعي مصرفي لدى أفراد المجتمع بالإضافة إلى جهاز مصرفي متطور.

فإذا استهدف البنك المركزي إتباع سياسة نقدية انكماشية لمواجهة الضغوط التضخمية فيقوم ببيع أدوات الخزينة والسندات الحكومية في الأسواق المالية بقصد امتصاص الفائض النقدي لدى أفراد المجتمع.

أما إذا كان الإقتصاد يواجه ركوداً اقتصادياً، فيقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية من أجل زيادة السيولة النقدية في السوق.

ب/ **سياسة الاحتياطي القانوني:** يستخدم البنك المركزي هذه السياسة أيضاً للتحكم في العرض النقدي، فعندما يكون هدف السياسة النقدية الحد من حجم الائتمان، يلجأ البنك المركزي إلى الضغط على حجم الودائع المتاحة لدى البنوك، وذلك بالرفع من نسبة الاحتياطي القانوني الواجب الاحتفاظ به لدى البنك

(1) عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل، مرجع سبق ذكره، ص 331.

المركزي، وعلى العكس تخفض هذه النسبة عندما يكون الهدف تشجيع التوسع في الائتمان وزيادة العرض النقدي<sup>(1)</sup>.

**ج/ تغيير سعر إعادة الخصم:** إن سعر إعادة الخصم هو السعر الذي يفرضه البنك المركزي على البنوك التجارية الراغبة في إعادة حسم الأوراق التجارية المتجمعة لديها والتي قامت هي بخصمها لصالح زبائنها في وقت سابق.

في أوقات التضخم يقوم البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم في ضوء ذلك تقوم البنوك التجارية برفع سعر الخصم على الأوراق التجارية التي يرغب العملاء بخصمها، مما يؤدي إلى تقليل الأوراق التجارية المقدمة للخصم لديها.

أما في أوقات الركود الاقتصادي يلجأ البنك المركزي إلى تخفيض سعر إعادة الخصم. مما يحفز البنوك التجارية على تخفيض سعر خصم الأوراق التجارية المقدمة إليها من قبل عملائها، وهذا سيؤدي بدوره إلى زيادة حجم الائتمان والسيولة النقدية لدى أفراد المجتمع.

#### ثانياً: الأدوات النقدية المباشرة

تلجأ البنوك المركزية إلى استخدام هذه الأدوات النوعية في الدول النامية لضعف نمو الأسواق المالية والأجهزة المصرفية، ومن الأدوات النقدية المباشرة:

**أ/ التسهيلات الائتمانية:** يمكن أن يحدد البنك المركزي السقف الائتماني لقطاعات اقتصادية معينة، وإطلاقها لقطاع اقتصادي آخر بقصد تشجيع ذلك القطاع وتحفيزه على النمو والتوسع<sup>(2)</sup>.

**ب/ النسبة الدنيا للسيولة:** ويقتضي هذا الأسلوب أن يقوم البنك المركزي بإجبار البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة دنيا يتم تحديدها عن طريق بعض الأصول منسوبة إلى بعض مكونات الخصوم، وهذا لخوف السلطات النقدية من خطر الإفراط في الإقراض من قبل البنوك التجارية بسبب ما لديها من أصول

(1) رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 196

(2) عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل، مرجع سبق ذكره، ص 333.

مرتفعة السيولة، وهذا بتجميد بعض هذه الأصول في محافظ البنوك التجارية، وبذلك يمكن الحد من القدرة على إقراض القطاع الاقتصادي<sup>(1)</sup>.

ج/ الإقناع الأدبي: هو أداة يحاول من خلالها المصرف المركزي إقناع المصارف التجارية بإتباعها لسياسة معينة دون الحاجة إلى إصدار تعليمات رسمية، وتتوقف فعالية هذه الطريقة على خبرة ومكانة المصرف المركزي وقدرته على مقاومة الضغوط التي يتعرض لها، لذا نجد هذه الوسيلة قد حققت الكثير من أهدافها في الدول المتقدمة دون الدول المتخلفة الحديثة العهد بالنظم المصرفية المتطورة<sup>(2)</sup>.

(1) عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 81.

(2) بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسة النقدية، ط2، الجزائر، ص 130.

المبحث الثاني: دراسة مدى فعالية السياسة النقدية التقليدية

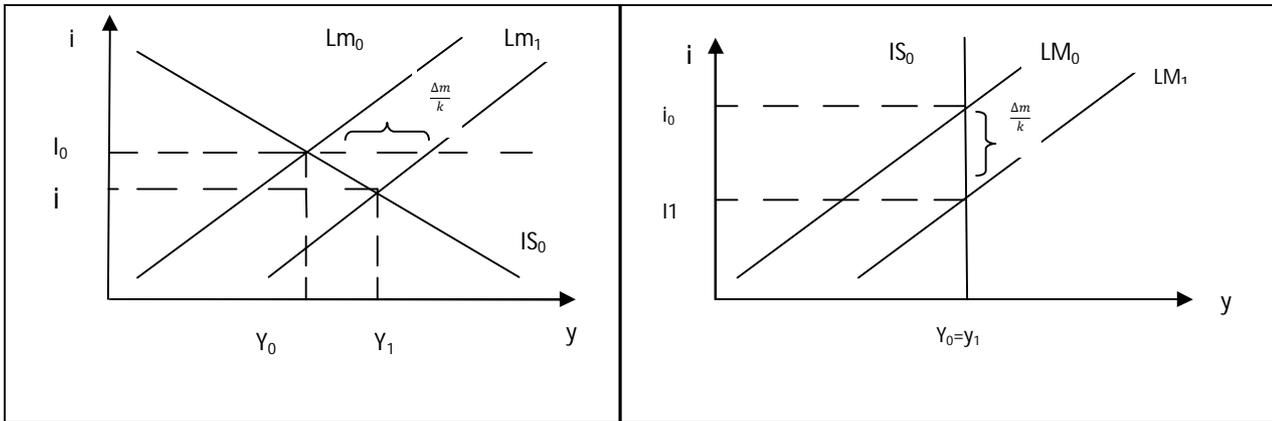
تتمثل فعالية السياسة النقدية في مدى قدرتها على بلوغ الأهداف النهائية، وهذا بدوره يرتبط بفعالية مختلف الأدوات، كما يرتبط بظروف وأوضاع الدولة المعينة.

المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية التقليدية

يمكن تلخيص الآثار النوعية للسياسة النقدية في إطار نموذج (IS-LM) وسيوضح لنا من العرض التالي أن فعالية هذه السياسة تتوقف على انحدارات كل من منحنيات (IS) و (LM)، والتي تتوقف بدورها على سلوك المعاملات في النموذج.

أولاً: فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى (IS):

الشكل (01): يوضح الآثار المترتبة على الزيادة في عرض النقود لمنحنيين (IS) لهما انحدارين مختلفين في كل حالة:



الشكل (أ) المنحنى (IS) شديد الانحدار

الشكل (ب): المنحنى (IS) انحداره صغير

إن الزيادة في عرض النقود تنقل منحنى (LM) من (LM0) إلى (LM1)، وفي الجزء (أ) من الشكل (1): فإن المنحنى (IS) شديد الانحدار عاكسا مرونة منخفضة لطلب الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة. وكما هو واضح من الشكل، السياسة النقدية نسبيا ضعيفة الأثر في هذه الحالة، فالزيادة في الدخل من  $Y_0$  إلى  $Y_1$  زيادة صغيرة نتيجة لزيادة الكمية المعروضة من النقود وفي الجزء (ب) من الشكل (1) فإن انحدار منحنى (LM) ظل على ما هو عليه في الجزء (أ) من نفس الشكل. وكذلك فإن

مقدار الانتقال الأفقي في منحنى (LM) والذي يقدر بـ  $(\frac{\Delta M}{K})$ ؛ والذي يحدد حجم عمل السياسة. فقد كان واحدا في كل من الجزء (أ) والجزء (ب)، والاختلاف الوحيد بين الجزء (أ) من الشكل والجزء (ب) من الشكل هو انحدار منحنى (IS)؛ ففي الجزء (ب) من الشكل رسم المنحنى (IS) ليكون أكثر استواء عاكسا مرونة عالية لطلب الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة.

وكما هو موضح من الشكل: فإن السياسة النقدية تصبح أكثر فعالية عندما يصبح منحنى (IS) أكثر استواء أي أقل انحدار.

والاختلاف في أثر السياسة النقدية في كلا الشكلين لا يجب أن تكون مستغربة، ففي النموذج (IS-LM) فإن السياسة النقدية تؤثر على الدخل وذلك عن طريق تخفيض سعر الفائدة وبالتالي استمالة الاستثمار<sup>(1)</sup>.

### ثانيا: تحليل فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى (LM):

الشكل (2) يوضح الآثار المترتبة على زيادة الكمية المعروضة من النقود في الحالات الثلاث فروق في أشكال منحنى (LM).

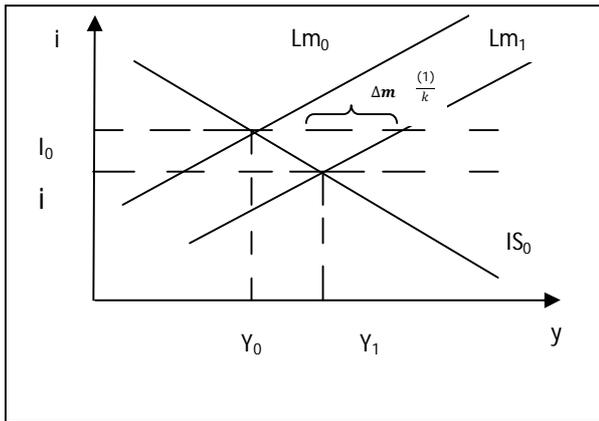
وفي الجزء (أ) من الشكل فإن المنحنى (LM) نسبيا مستوي، وفي الجزء (ب) من الشكل فإن المنحنى (LM) نسبيا شديد الانحدار. وفي كلا الشكلين فإن الزيادة المتساوية في عرض النقود نقلت منحنى (LM) بمقدار متساو من (LM0) إلى (LM1)، ويعني ذلك أن الانتقال الأفقي في منحنى (LM) والبالغ قدره  $(\Delta M \times X \frac{1}{K})$  يكون متساو في كلا الشكلين.

ويتضح من الشكلين السابقين أن السياسة النقدية تكون أقل ما تكون فعالية في الجزء (أ) من الشكل؛ حيث منحنى (LM) نسبيا مستوي، مما يعني أن طلب النقود مرونته بالنسبة لسعر الفائدة عالية، وأثر التغيير في الكمية المعروضة من النقود على مستوى الدخل يزداد تدريجيا كلما زاد انحدار منحنى (LM) كما هو موضح في الجزء (ب) من الشكل؛ حيث انحدار منحنى (LM) كبير نتيجة لانخفاض مرونة طلب النقود بالنسبة لسعر الفائدة.

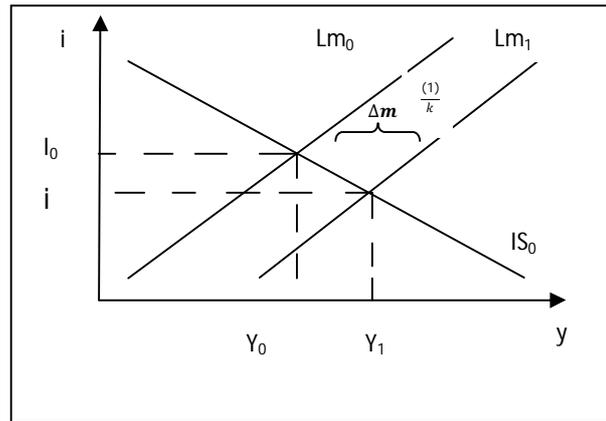
(1) سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط1، كلية التجارة، الكويت، 1994، ص 495-508.

وفي الجزء (أ) من الشكل حيث طلب النقود يكون حساسا بدرجة كبيرة لتغيرات سعر الفائدة، فإن انخفاض صغير في سعر الفائدة يكون هو كله المطلوب في هذه الحالة، وبالتالي فإن الزيادة في الاستثمار وتبعاً لذلك الزيادة في الدخل تكون صغيرة في هذه الحالة. وفي الحالة التي تكون فيها مرونة طلب النقود لتغيرات سعر الفائدة عالية عند انخفاض سعر الفائدة، فإن الأفراد سيزيدون بقدر كبير أرصدة المضاربة ويقتصدون أقل بالنسبة لأرصدة المعاملات، ومعظم الزيادة في عرض النقود التي خلقت حديثاً، إنما تستخدم كأرصدة مضاربة ونسبة صغيرة تستخدم كأرصدة معاملات التي تكون مطلوبة نتيجة لزيادة الدخل.

أما في شكل (2): فإن مرونة طلب النقود بالنسبة لسعر الفائدة تكون أقل وبالتالي فإن انخفاضاً أكبر في سعر الفائدة يكون مطلوباً وذلك لتحقيق التوازن في سوق النقود بعد زيادة الكمية المعروضة من النقود. وبالتالي فإن الاستثمار وتبعاً لذلك الدخل سيزدادان بمقدار أكبر.



الشكل (أ): منحنى (LM) صغير الانحدار

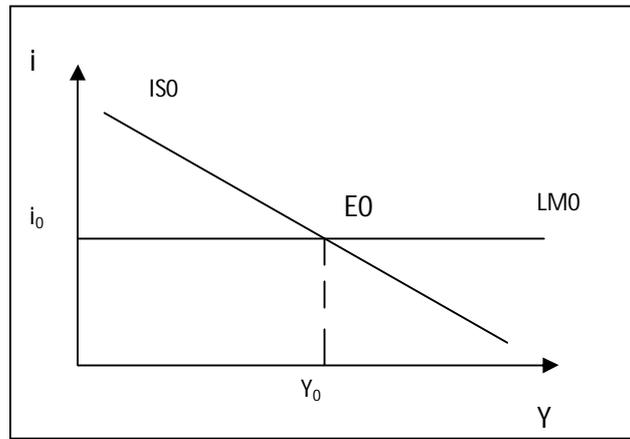
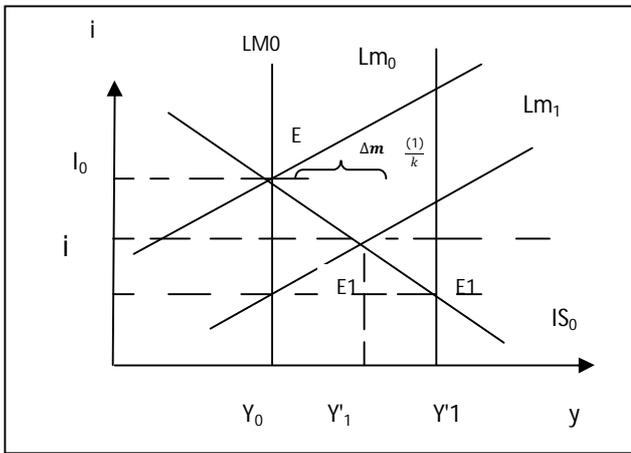


الشكل (ب): منحنى (LM) شديد الإنحدار

المطلب الثاني: تحليل عدم فعالية السياسة النقدية

تكون السياسة النقدية غير فعالة عندما يكون منحني (IS) شديد الانحدار، أي عندما يكون طلب الاستثمار غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة<sup>(1)</sup>.

- عندما يكون منحني (LM) مستو وواضح في الشكل (3)؛ أي أنه كلما كان (LM) أقل انحداراً كلما كانت السياسة النقدية أقل فعالية، والحالة التي يظهر فيها بوضوح عدم فعالية السياسة النقدية كلية هي: الحالة التي يكون فيها منحني (LM) عديم الانحدار أي أفقي، وهذه الحالة موضحة في الشكل (3)؛ وفي هذه الحالة فإن زيادة الكمية المعروضة من النقود لن تنتقل منحني (LM) ذلك لأن الطلب على النقود في هذه الحالة يكون ما لانهاية.

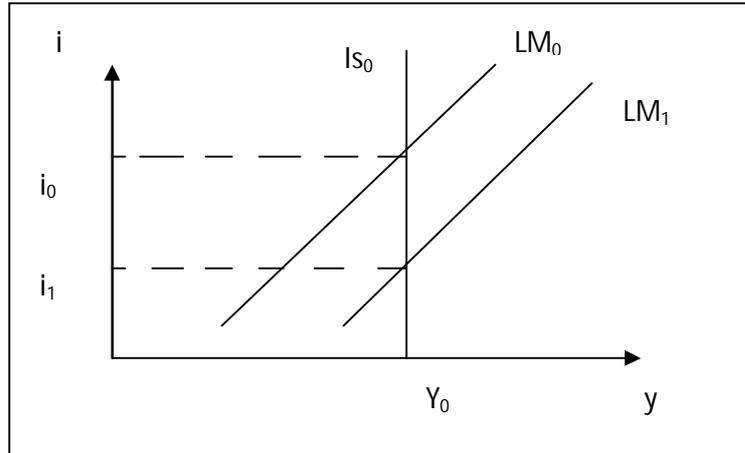


الشكل (أ): السياسة النقدية أقل فعالية

الشكل (ب): السياسة نقدية عديمة الفعالية

- عندما يكون منحني (IS) شديد الانحدار، وهذا واضح من الشكل (3)، فإن السياسة النقدية تكون عديمة الفعالية كلية عندما يصل منحني (IS) إلى أقصى إنحدار له، أي عندما يصبح رأسياً وهذا موضح في الشكل (4):

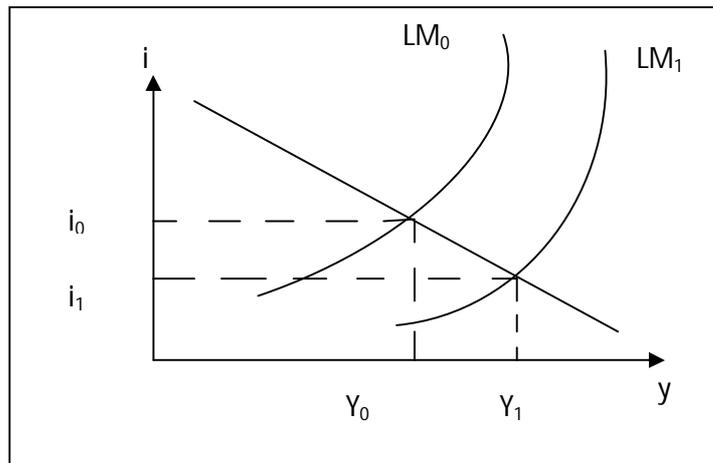
<sup>(1)</sup> عبد الرحمان يسري أحمد و محمد فوزي أبو السعود وآخرون، نظرية الاقتصادية الكلية، كلية التجارة، الإسكندرية، 2007، ص



الشكل (4): السياسة النقدية عديمة الفعالية

■ أما بالنسبة للكينزيين المحدثين؛ يرون أنه نظرا لكون الزيادة في عرض النقود لن يؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة بقدر كبير "منحنى (LM) مستو"، ونظرا لأن الاستثمار ينتظر ألا يستجيب لتغيرات سعر الفائدة "منحنى (IS) شديد الانحدار"؛ فإن السياسة النقدية لا ينتظر أن تكون فعالة في ظل ظروف الكساد.

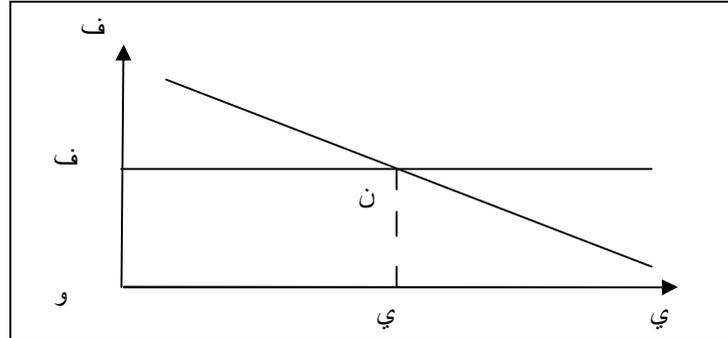
تميزت هذه المرحلة بانخفاض كل مستويات الدخل وأسعار الفائدة، حيث يتقاطع منحنى (IS) و (LM) عند نقطة موضحة في الشكل عند  $(i_0)$  و  $(y_0)$  في الشكل (5)، فعند مستوى منخفض من أسعار الفائدة فإن مرونة طلب النقود بالنسبة لسعر الفائدة يتوقع أن تكون مرتفعة للغاية<sup>(1)</sup>.



الشكل (5): السياسة النقدية غير فعالة في أوقات الكساد

<sup>(1)</sup> عبد الرحمان يسري أحمد، محمد فوزي أبو السعود وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 296.

- تكون السياسة النقدية عديمة الفعالية في حالة كون منحنى (LM) لا نهائي المرونة، ويمكن توضيح ذلك باستخدام الشكل البياني التالي:



الشكل (6): السياسة النقدية التوسعية

في الشكل السابق نجد أن إتباع السياسة النقدية التوسعية سيؤثر على وضع منحنى (LM)، ولكن طالما أن منحنى (LM) في المنطقة الكينزية لا نهائي المرونة فإن ذلك يعني أن منحنى (LM) الجديد سيكون أيضا لا نهائي المرونة، ومن ثم فإن نقطة التوازن الأصلية (ن) لن تتغير، وبالتالي سيظل سعر الفائدة التوازني ثابت عند المستوى (ف)، وأيضا سيظل الدخل التوازني ثابت عند المستوى (ي)، وهذا يعني أن تلك السياسة عديمة الفعالية في المنطقة الكينزية؛ حيث أنها لم تؤثر على حجم الدخل التوازني . "Q = Δي"

### المبحث الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية

لقد اتخذت البنوك المركزية الرئيسية لتدابير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية سمة مميزة للأزمة المالية العالمية الأخيرة 2007-2008 ، فقد رأينا دعماً إثناناً معززا، وتيسيرات إثناناً، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، ويرى البعض في هذه التدابير استمراراً للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى غير تقليدية فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى "أقل من الصفر" تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، لذا فقد تحولت إلى استعمال أدوات غير تقليدية.

#### المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية وشروط تنفيذها

لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف محدد للسياسة النقدية غير التقليدية حيث لم تعرف حتى الآن سوى من جانبين: جانب المستهدفات، وجانب الأدوات "الوسائل" المستخدمة في مثل هذه السياسات وعليه يمكن تعريف السياسة النقدية من هذين الجانبين، وهما:

#### أولاً: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

##### التعريف الأول: من جانب الأدوات المستخدمة

عرفت بأنها سياسة نقدية تستخدم في زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم إثناناً معزز وتسهيلات اثناناً، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، في أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية. كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي، وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية.

**من جانب المستهدفات:** هي مجموعة من الإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> علي صاري، سياسات نقدية غير تقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية، جامعة سوق أهراس، الجزائر، ص 469.

**التعريف الثاني:** كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها: قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الإئتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، والميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود ولا مجازفة، وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد<sup>(1)</sup>.

ومنه فمن التعريفات السابقة يمكن استنتاج أن:

- بعد ما كان هدف السياسة النقدية التقليدية هو استهداف معدل التضخم ( استقرار الأسعار) أصبح هدف السياسة النقدية غير التقليدية التركيز على استهداف المتغيرات الكمية (معدل التشغيل ومستوى إنتاج معين ومحدد).
- في فترة الضائقة المالية التي قد تتعطل فيها الوساطة المالية يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الإئتمان والعمل كوسيط عن طريق اقتراض أموال المدخرين ثم إقراضها للمستثمرين.

#### ثانيا: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية

للسياسة النقدية غير التقليدية عدة أهداف تتمثل في:

- 1- التأثير على منحى نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين: يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسب الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جدا، وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة من الزمن كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلا مثل: الوصول إلى مستوى معين من التضخم والبطالة.
- 2- ركزت السياسة النقدية غير التقليدية على المتغيرات الكمية "معدل أو مستوى إنتاج معين أو محدد".
- 3- باستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافي وبدون تكاليف للأنشطة الاقتصادية.

<sup>(1)</sup> صاري علي، السياسات النقدية غير تقليدية: الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد، 4، 2013، الجزائر، ص 60.

ثالثاً: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية

نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية، وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسة النقدية. فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية، هذه الشروط هي<sup>(1)</sup>:

- لا بد أن تكون متناسبة مع درجة التفكك و الاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى لإنقاذها، وفي أغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق. والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية. وخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة اعتماداً على حجم الخلل في عمل النظام المالي.

- لا بد أن تكون التدابير مصحوبة بوسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل.

- في حالة أوروبا لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي فضلاً عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال المراقبة اللاصقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدى.

- بقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنيوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي فمن حقها أن تكون مدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي، والتعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي. والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف.

<sup>(1)</sup> صاري علي، مرجع سبق ذكره ص 61.

المطلب الثاني: أسباب اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

في أغلب الاقتصاديات المتقدمة، لا تزال هناك فجوة بالغة الضخامة في الناتج مع انخفاض الطلب إلى مستويات أدنى بكثير من المستويات الممكنة.

فمنذ عام 2008 يواجه البنك المركزي الأوروبي العديد من الأزمات المالية والاقتصادية والمصرفية، والتي أضيفت إليها في عام 2010 أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، وحتى أزمة الحكم الأوروبي، في هذا السياق من الاضطراب اضطر إلى الرد بسرعة والابتكار من خلال تنفيذ السياسات النقدية الغير تقليدية، لأنها بعيدا عن الإطار المعتاد لسياسات مكافحة التضخم.

ففي مواجهة عنف الأزمة المالية في عام 2008 اضطر البنك المركزي الأوروبي إلى خفض أسعار الفائدة الرئيسية بسرعة، حتى وصل إلى 0% في مارس 2016، وبذلك تم تنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية من قبل البنك المركزي الأوروبي منذ سبتمبر 2008 للسماح للبنوك بإعادة تأسيس مهمة تمويل الإقتصاد<sup>(1)</sup>.

- زيادة حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي لمعالجة أزمة السيولة التي عقيت إفلاس بنك ليمان برادرز، ورفض البنوك الوثوق ببعضها البعض، وإقراض عملة الفائض للبنك المركزي.

وبعد الفشل من استخدام أدوات السياسة النقدية التقليدية تم اللجوء إلى إتباع سياسة أخرى وهي السياسة النقدية غير التقليدية والتي تستعملها البنوك المركزية لمعالجة الاختلالات والأزمات؛ والسبب الرئيسي في تبنيه لهذه السياسة وبشكل متزايد هو التعافي الضعيف ما بعد أزمة 2008؛ وكانت مثل هذه السياسات النقدية غير التقليدية مطلوبة لمواجهة الضغوط الانكماشية الناجمة عن الحاجة إلى عملية تقليص الديون المتراكمة العامة والخاصة.

ففي أغلب الاقتصاديات المتقدمة على سبيل المثال لا تزال هناك فجوة بالغة الضخامة في الناتج مع انخفاض الطلب إلى مستويات أدنى بكثير من المستويات الممكنة، وبالتالي فإن قوة التيسير لدى الشركات باتت محدودة.

(1) مترجم للعربية: <https://translate.google.com/>

هناك أيضا تباطؤ في أسواق العمل ذلك أن عددا كبيرا للغاية من العاطلين عن العمل يطاردون عددا ضئيلا للغاية من فرص العمل المتاحة، في حين تضغط التجارة والعولمة جنبا إلى جنب مع الإبداعات التكنولوجية الموفرة للعمالة على وظائف العمال ودخولهم بشكل متزايد وهو ما يفرض ضغوط على الطلب علاوة على ذلك لا يزال الركود غالبا على أسواق العقارات، حيث تحول الرواج إلى الكساد "الو.م.أ، المملكة المتحدة، اسبانيا"، أسواق السلع الأساسية أيضا أصبحت مصدرا للضغوط الانكماشية فقد تسببت ثورة طاقة الصخر الزيتي في إضعاف أسعار النفط والغاز بما يؤثر على الدول المعتمدة عليه. وكان كذلك اتساع فجوة التفاوت بسبب إعادة توزيع الدخل من الشرائح الأكثر إنفاقا إلى الشرائح الأكثر ادخارا سببا في تفاقم العجز في الطلب<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

إن تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية يتطلب مجموعة من الأدوات غير التقليدية تفرضها حالة الواقع الاقتصادي المضطرب، ومن أهم هذه الأدوات ما يلي:

1- **التيسير الكمي**: يستهدف العالم حاليا سباقا محموما نحو التسهيل النقدي في المراكز الرئيسية في العالم، حيث أعلن البنك المركزي الأوروبي بدء برنامج لشراء سندات الدول المدينة في أوروبا دون حد أقصى، هذا لا يعني أن البنك المركزي الأوروبي سيباشر بعملية تيسير كمي؛ وإنما هي عملية تهدف إلى شراء السندات بكميات غير محددة وذلك لرفع فرص انقراض الدول التي تعاني أزمة ديون سيادية.

في الأسبوع ذاته أعلن الاحتياطي الفدرالي إطلاق موجة جديدة من التيسير الكمي<sup>(2)</sup>.

فقد أصبح من الواضح أن أي دولة تقدم على التسهيل النقدي سوف تجد عملتها تميل نحو الارتفاع بالنسبة للعملات الأخرى، وهو ما يؤثر على تنافسيتها، الأمر الذي سوف يضع ضغوطا على الدول بأن ترد على مثل هذه السياسات لحماية عملتها؛ وهو ما يجعل دول العالم تقوم بخفض عملتها

(1) سلوى بن الزغدة، نسيمه محداب، تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق التعافي الاقتصادي، دراسة البنك الاحتياطي الفيدرالي

الأمريكي، تخصص نقود ومالية دولية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير الأكاديمي، 2015/2016، ص 64.

(2) علي صاري، مرجع سبق ذكره، ص 62.

وبإمكان هذه السياسات من التيسير الكمي الانتقال من دولة لأخرى، وهذا ما حدث في فترة ما بين الحربين العالميتين.

### أولاً: تعريف التيسير الكمي أو التسهيل الكمي: Quantitative Easing

هي أداة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتحفيز الاقتصاد، فعندما يكون ركود في بلد معين تقوم البنوك المركزية بتخفيض معدلات الفائدة لدعم الاقتصاد، لتحريك عجلة الاقتصاد وبالتالي تحسينه.

وقد تم استخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين، عندما تم استخدام التسهيل الكمي بـ 1700 مليار دولار، للتخفيف من أثر الأزمة المالية 2008-2009 من قبل الو. م. أ. واليابان والمملكة المتحدة.

كما أن التيسير الكمي يعمل بطريقتين على قيمة العملة: "الأولى أنه يشجع المضاربين على تخفيض قيمة العملة. والثاني: أن وجود أكبر مبلغ من المال في التداول يخفف أسعار الفائدة"، وبالتالي فهذين الطريقتين يمكن من خلالهما للشركات المحلية اقتراض المال في البلاد أو استثماره، وتوظيفه في بلد آخر حيث سعر الفائدة أعلى، لتحقيق الربح من خلال الفروقات في أسعار الفائدة كما أنه من الناحية الفنية، فهي تباع العملة الوطنية في السوق الدولية مما يقلل من قيمتها.

وفي هذا السياق قال "باي مينغ" الباحث بمعهد التعاون الاقتصادي والتجاري الدولي التابع لوزارة التجارة الصينية: ان سياسات التيسير الكمي التي اعتمدها بعض الدول مؤخراً تهدف في الأساس إلى إنعاش الاقتصاد الداخلي لكنه أوضح أن سير مزيد من الدول على طريق تطبيق السياسات نفسها يؤدي إلى المنافسة على خفض قيمة العملات، وهو ما يثير المخاطر الكامنة إزاء وقوع حرب عملات عالمية<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> صاري علي، مرجع سبق ذكره، ص 65.

ثانياً: آليات ومحددات تطبيق سياسة التيسير الكمي

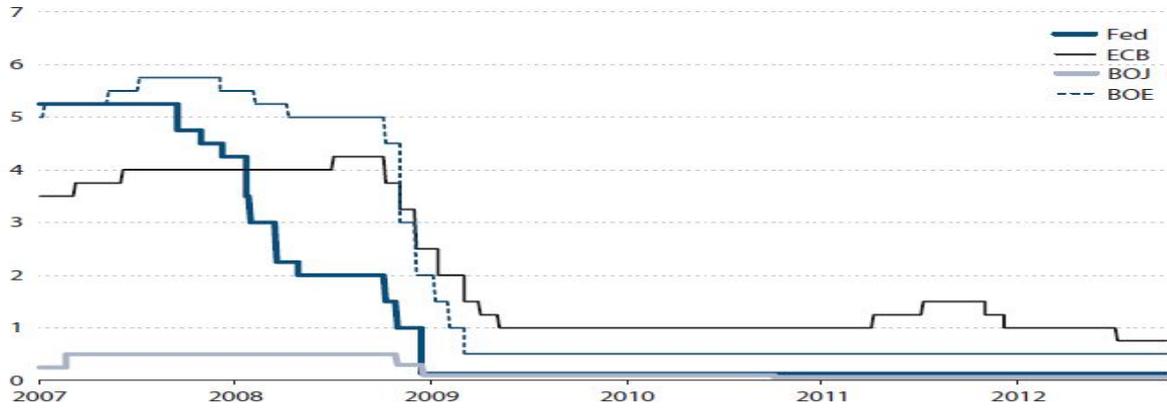
إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يتطلب مجموعة من المعايير لابد من الالتزام بها، والا تحولت هذه السياسة من أداة لحل الأزمة إلى أداة لابد من التحوط منها باعتبارها سبب من أسباب الأزمة وأكبر خطر تواجهه الدول المطبقة لهذه السياسة، ففي أوقات الكساد الكبير تعمل البنوك المركزية على خفض معدلات الفائدة وعندما تصل إلى 0% يفقد البنك المركزي فرصته في تشجيع الائتمان وبالتالي يطبق سياسة التيسير الكمي كبديل عن أدوات السياسة النقدية التقليدية، فيقوم البنك المركزي بشراء السندات طويلة الأجل وتخفيض معدلات الفائدة على احتياطات البنوك التجارية التي يحتفظ بها مما يؤدي إلى تقليل إقبال البنوك على الاحتفاظ بفائض لدى البنك المركزي وبالتالي زيادة حجم الائتمان ما يساعد على الاستثمار في القطاعات الاقتصادية الحقيقية.

وعليه يمر تطبيق سياسة التيسير الكمي بمرحلتين أساسيتين:

- شراء البنك المركزي من البنوك التجارية وباقي المؤسسات المالية السندات الحكومية مما يرفع من أسعارها بسبب زيادة الطلب عليها وبالتالي تنخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل.
- إصدار أدوات دين قصيرة الأجل وتوسيع القاعدة النقدية في الاقتصاد عن طريق الإصدار النقدي.

2- **أسعار الفائدة الصفرية:** أجريت عدة دراسات لبيان أسباب تغير سعر صرف العملات الأجنبية ومن بينها أثر تغير نسبة الفائدة على أسعار صرف العملات الأجنبية؛ حيث أن المستثمرون يتوجهون لبيع العملة ذات الفائدة القليلة وشراء العملة ذات الفائدة المرتفعة، مما يؤثر سلباً على سعر الأولى وإيجاباً على الثانية، وبالتالي يؤثر على أسعار صرف هذه العملات.

الشكل (7): أسعار الفائدة الصفرية في نماذج من البنوك المركزية Fed, EcB, Boj , BoE



المصدر: جينس ريكاردز / حرب العملات <https://alektesod.com/>

الجدول (1): أسعار الفائدة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو

تاريخ آخر تعديل	2015		2014		الدولة
	الربع الأول	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	
2008/12/16	%0.25	%0.25	%0.25	%0.25	الولايات المتحدة
2014/01/04	%0.05	%0.05	%0.50	%0.15	منطقة اليورو

المصدر: دار الأبحاث النقدية، سلطة النقد الفلسطينية، نشرة الأسواق العالمية، العدد 13، نيسان 2015، ص 4.

كما أن التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية خلال الربع الثاني من سنة 2015 تشير إلى حدوث بعض التغيرات على أسعار الفائدة لدى بعض المصارف وثباتها دون تغير لدى مصارف أخرى. فقد أبقى الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25% دون تغير للسنة الخامسة على التوالي. ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض "الصفري"، منسجماً مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة إلى حفز النمو الاقتصادي، وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة خلال الربع الثاني من السنة 2013 بواقع ربع نقطة أساس ليصبح 0.5% مقارنة مع 0.75% في الربع الأول من السنة نفسها.

وتتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة

عكسية، كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة في الأسواق الدولية للعملات، من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى.

### 3- حرب العملات:

يمكن تعريف حرب العملات أنها: "تدخل البنوك المركزية وتتافسها في تخفيض قيمة عملتها لتكسب ميزة تنافسية ضد منافسيها من الدول الأخرى، ويتم ذلك عن طريق آلية وهي: كلما قلت قيمة العملة كلما انخفضت تكلفة الإنتاج لسلعة أو خدمة ما، مما يعزز ميزة المنتج التنافسية؛ لأن التكلفة هي أهم عنصر من عناصر الإنتاج والذي يسعى الجميع لخفضها لتدعيم الربح"<sup>(1)</sup>.

تعتبر حرب العملات مثل أي حرب لها سوابق يمكن قياسها، وقد تمثلت الثلاث سوابق الأقوى لحرب العملات الأولى: قاعدة الذهب الكلاسيكية من 1870-1914؛ يتضح من ذلك أن حرب العملات لها تاريخ قديم جدا وكذلك تم ذكرها سنة 2010 على لسان وزير المالية البرازيلي جيدوا مانجتيا الذي صرح أن العالم ينزلق نحو حرب عملات جديدة.

ويمكن تعريف حرب العملات أيضا حسب النظرية الاقتصادية "العملة القوية تميز الاقتصاد القوي، ولكن العملة القوية جدا تضعف الاقتصاد، هذا هو الوضع الراهن في العالم؛ ولهذا السبب يعمل عدد غير قليل من دول العالم على إضعاف العملة المحلية بالنسبة للعملات الأخرى، لخلق أفضلية تنافسية على إضعاف العملة المحلية بالنسبة للعملات الأخرى، لخلق أفضلية تنافسية على غيره من البلدان في الاقتصاد العالمي ولهذا أطلق على هذه الظاهرة اسم "حرب العملات"<sup>(2)</sup>.

(1) ترجمة شركة المطبوعات والنشر، المصدر: جينس ريكاردز / حرب العملات / <https://alektesod.com/>

(2) علي صاري، مرجع سبق ذكره، ص 70

خلاصة:

دفع تفاقم الإنكماش بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة منذ بداية أزمة 2008 إلى التخفيض في نسب الفائدة الرئيسية لديها، وبلغت هذه السياسة التوسعية حدودها القصوى عندما قاربت نسب الفائدة مستوى 0% . وهو السبب الذي جعل البنوك المركزية تلجأ إلى إجراءات تحفيز نقدي تسمى بالسياسات غير التقليدية من شأنها أن تقوم محل السياسة التقليدية وذلك بشكل ضخ للسيولة أو شراء مباشر لأصول مالية.

# الفصل الثاني: دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية

تمهيد

المبحث الأول: أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو

المبحث الثالث: دور السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة أزمة

الرهن العقاري و أزمة الديون السيادية

خلاصة

**تمهيد:**

بدأت الأزمة المالية الحالية في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت إلى بقية دول منطقة اليورو كالعدي من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة، والتي كان من الصعوبة تسعير درجة المخاطر فيها، مما أدى إلى غموض وعدم التأكد في اتخاذ القرارات وخسائر قدرت بالمليارات الدولارات.

### المبحث الأول: أزمة الرهن العقاري

على مدار ثلاثين عاما الماضية شهدت نظم التحويل العقاري تغيرات كبيرة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة وحتى ثمانينيات القرن الماضي، خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم، سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى أزمة الرهن العقاري التي اعتبرت اعنف أزمة منذ 1929 أسبابها وانعكاساتها على الاقتصاد الأمريكي والعالمي.

#### المطلب الأول: أسباب أزمة الرهن العقاري

أزمة الرهن العقاري أو أزمة الرهون العقارية الثانوية أو أزمة الإسكان الأمريكية أو أزمة الائتمان أو الأزمة المالية العالمية، كلها مسميات لأزمة مازالت تداعياتها مستمرة إلى يومنا هذا، وكانت أبرز تجلياتها نقص سيولة السوق وسيولة التمويل في النظام البنكي الأمريكي، والتي بدأت خلال 2006 بعد انفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، لتتطور بعد ذلك و تصبح أزمة مالية عالمية ابتداء من عام 2007 وبدأت الأزمة بعد انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة، ارتفاع معدلات التخلف عن القروض الثانوية وغيرها من القروض العقارية، بسبب ضعف الجدارة الائتمانية لملاك المنازل، خصوصا بعد أن رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، مما انعكس على أقساط مدفوعات ملاك المنازل بالارتفاع، ومع انحدار معايير الاقتراض، زادت القروض العقارية الثانوية المتعثرة، مما تسبب في إفلاس العديد من شركات الرهن العقاري والمؤسسات العاملة في سوق الرهن العقاري.

#### تعددت مصطلحات أزمة الرهن العقاري فهي:

أ- الرهن الثانوي (Subprime Mortgage): نوع من أنواع الرهون العقارية المنخفضة الجدارة الائتمانية بمعدل أعلى من الرهن العقاري التقليدي (Prime) لتحمل مخاطره المرتفعة، وغالبا يستفيد منه الأفراد الذين يعانون من انخفاض جدارتهم الائتمانية، أو لعدم وجود ضمانات تأهلهم للحصول على القروض العقارية الرئيسية .

ب - الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية (Subprime mortgages- backed securities): نوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS)، و تكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية وهي أوراق مدد استحقاقها 30 عاما، عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرين يفضلون عادة أوراق

مالية من 10-2 سنوات مما أدى بالبحث عن بديل مالي يقبله المستثمرين الآخرين، لذا قامت شركات التوريق (SPV) بتوريق (MBS) إلى ما يسمى بـ التزامات الدين المضمونة.

**ج- التزامات الدين المضمونة: CDO "Collateralized Debt Obligations"** وهو مجمع قرضي، و يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من رهون ذات آجال استحقاق 30 سنة، و تقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 إلى 30 عاما، تتفاوت درجات تصنيفها وهي ثلاثة شرائح رئيسية: الشرائح الممتازة (صنف AAA)، الشريحة البينية (AA to BB Mezzanine)، الأسهم الخاصة (غير مقيم).

**د- أسواق المعاملات خارج البورصات OTC (Over-the-counter Markets):** و التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، و يكون التداول فيها ثنائيا بين العملاء و السماسرة، ولا يتم الإفصاح عن أسعار و أحجام التداول، و لا تتسم عملياتها بالشفافية، كما لا توجد مراقبة للسوق لتحديد المراكز الكبيرة أو المعرضة للخطر، بسبب عدم وجود صناع للسوق، أو مؤشرات لقياس الأداء أو أي طريقة لتحديد قيمة مختلف الشرائح<sup>(1)</sup>.

ومن أسباب أزمة الرهن العقاري ما يلي:

### 1- التسييد (التوريق):

التسييد أو التوريق هو عملية يتم بمقتضاها تجميع أنواع معينة من الأصول يمكن إعادة حزمها في شكل أوراق مالية تدر فوائد ويتم تحويل الفائدة والمدفوعات المستمدة عن الأصول إلى مشتري للأوراق المالية.

بدأت عملية التسييد في السبعينات من القرن الماضي، عندما جمعت الوكالات التي تساندها حكومة الو.م.أ رهونات المنازل وابتداء من الثمانينات بدأ التوريق أصول أخرى منتجة للدخل، وفي السنوات الأخيرة حققت السوق نموا شديدا الضخامة، وفي بعض الأسواق مثل الأسواق المخصصة للأوراق

<sup>(1)</sup> يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 02/، مجلة علمية محكمة تصدرها كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2009، ISSN: 1112-8984، ص ص 2،1.

المالية المستندة إلى رهون عقارية دون الممتازة في الو.م. أ. ضعف التدهور غير المتوقع في نوعية بعض الأصول الداخلة في عملية ثقة المستثمرين<sup>(1)</sup>.

## 2- أسباب متعلقة بالقطاع المالي:

شهد القطاع المصرفي اتساعاً متزايداً بعد انهيار نظام بريثن وودز في التسعينات من القرن المنصرم إذ كانت تلك المدة البداية الحقيقية لتضخم القطاع المالي وانتفاخه في السنوات الأخيرة، إذ تم التحول من نظام سعر الصرف الثابت مع وجود قيود حركة رؤوس الأموال دولياً إلى أسعار نظام الصرف العائمة مع إطلاق حركة رؤوس الأموال بكل أصنافها واخذ التضخم المالي بالانتساع منذ مطلع الثمانينات كما ذكرت فاتبع نموذجاً كبيراً قائماً على حركة رؤوس الأموال وغيرها من الإجراءات الأمر الذي أدى إلى فوضى مالية شديدة في ظل الفلسفة الليبرالية الجديدة.

فالساسة الليبرالية للو.م.أ. كان لها دور في الأزمة المالية إذ أن القانون الضريبي أكثر انحياز للطبقات العليا للمجتمع، إذ تم رفع الحد الأدنى من الدخل الخاضع للضريبة بالنسبة للشريحة العليا من 297 ألف دولار إلى 328.5 ألف دولار عام 2006، بينما تم تخفيض للحد الأقصى للضريبة للشريحة العليا على الأفراد الأثرياء من 40 % على الدخل التي تزيد على 297 ألف دولار عام 2000 إلى 35% من الدخل التي تزيد على 328.5 ألف دولار عام 2006، وهذا بدوره يزيد من نجاح القطاع المالي لاسيما أن هذه الطبقة ترتفع لديها الرغبة في الاستثمار في الأصول المدرة للربح السريع إلى الأسواق المالية إذ أن حجم الضرائب في الو.م.أ. سجل أعلى مستوى له عام 2006 إذ بلغ بنحو 73.9 مليار دولار، فيما حقق أدنى مستوى له عالم 2009 بمقدار 62.4 مليار، فيما يتراوح بين 73.66 مليار دولار في الأعوام الأخرى.<sup>(2)</sup>

## 3- التحرر المالي والتطور التكنولوجي:

أبرزت الأزمة المالية الراهنة أن البنوك المركزية في الدول الصناعية الكبرى لم تعد تهتم منذ عقود إلا بالتغيير في نسب التضخم وتغيير سعر الفائدة حسب تغير نسب التضخم بحوالي 0.01 أو 0.02 ونسبت تماماً أنها يجب أن تحافظ على سلامة الأوضاع المصرفية المالية في أسواقها المحلية

(1) ضياء محمد الموسوي، الإقتصادي العالمي بعد الأزمة المالية والإقتصاد العالمية 2008 - 2009، ط 1، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع 2012، ص ص 14، 15.

(2) عبد الكريم شبحار العيسوي وعبد المهدي رحيم لعويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، ط 1، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 205.

وتركت موجة البدع، أي المنتجات المالية بدون أي نوع من التأثير القانوني والتشريعي والنظامي، بل إن حاكم الاتحاد الاحتياطي الفدرالي ( البنك المركزي الأمريكي) السابق قد رفض بإصرار أن يقوم بوضع ضوابط أو معايير على إصدار كل هذه المنتجات المصرفية والمالية الجديدة.

إن الاتجار بالمشتقات (العمليات الآجلة) مثل الأعمال المصرفية والاتجار بالأوراق المالية لا يخضع للمسافات أو الحدود، فمعظم الإتجار يتم عبر شركات عالمية حيث تجري عمليات بيع وشراء أدوات المشتقات المالية بالتتالي في أسواق مختلفة حول العالم على مدى الساعة، ويلعب المضاربون دورا هاما في تجارة المشتقات المالية.

ومما لاشك فيه أنه نتيجة التطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الالكترونية والاتصالات في الأسواق المالية تمكنت هذه الأسواق من معالجة حجم اكبر كثيرا من المعاملات المالية، كما إذ أن استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال أدى إلى توصيل التطورات على نحو أسرع و أوسع، والاستجابة بسرعة اكبر للمعلومات الجديدة وابتكارات أدوات ولجرايات تجارية وربط الأسواق التي تقع في مناطق أمنية مختلفة وكانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية بسرعة تفوق كثيرا معدل نمو الدخل القومي الاسمي في البلدان الصناعية الكبرى<sup>(1)</sup>.

#### 4- أسباب متعلقة بالقطاع الحقيقي:

مثل انهيار بنك "ليمان برادرز" كعلامة بارزة على اندلاع الأزمة المالية العالمية وكان ذلك لعدة أسباب حقيقية أدت إليها بالإضافة إلى الأسباب الأخرى التي سبق ذكرها، فالسياسة النقدية والمصرفية المتساهلة والسيولة الفائضة الناجمة عن فيض التدفقات المالية الأجنبية على الو.م.أ من دول الفائض إذ لم تكن السيولة الفائضة في الو.م.أ ناتجة عن وفرة الدخل الحقيقية لدى مواضعها، وإنما هي عبارة عن ديون مستحقة عليهم ولأن المواطن الأمريكي وخاصة من ذوي الدخل المنخفض لديه مثل ميل حاد نحو الاستهلاك فكان الاقتراض من أهم الوسائل التي يلجأ إليها لتحسين مستواه المعيشي وهذه الأسباب تتعلق بجانب العرض<sup>(2)</sup>.

(1) ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، د ط، 2010، ص ص 14، 15.

(2) عبد الكريم شنكار العيساوي، عبد المهدي رحيم لعويدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 216، 217.

## المطلب الثاني: انعكاسات أزمة الرهن العقاري على دول الولايات المتحدة الأمريكية

تعتبر الدول المتقدمة أول الدول المتضررة من الأزمة المالية التي اندلعت من الو.م.أ، وهذا نتيجة الترابط الكبير القائم بين اقتصاد الدول المتقدمة عموماً وأسواقها المالية خصوصاً. يرى العديد من الاقتصاديين بأن الأزمة المالية انتقلت إلى بقية الدول المتقدمة من خلال انخفاض الطلب الداخلي في هذه الدول، كما يرجع نفس الاقتصاديون ذلك إلى سلوك الأزمة لقناتين رئيسيتين هما: قناة الثروة الذي يؤثر بصفة مباشرة على الاستهلاك، وقناة التمويل الذي يؤثر بصفة مباشرة على الاستثمار يؤدي ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسات والعائلات إلى تراجع النشاط الاقتصادي وبالتالي الاستهلاك وهو ما يساهم في استمرار انخفاض الاستثمار.

لقد سجلت قيمة ثروة العائلات الأمريكية سواء المالية أو العقارية تراجعاً كبيراً بحيث انخفضت بين الثلاثي الثالث من عام 2007 والثلاثي الأول من عام 2009 بحوالي 22% ويرى كل من timbean وbolt بأن تقلبات قيمة ثروة العائلات الأمريكية خلال هذه الأزمة مشابهة لحد كبير تلك التقلبات المسجلة خلال أزمة التكنولوجيا الحديثة التي انفجرت في بداية الألفية (2000) أدى انكماش ثروة العائلات الأمريكية إلى انخفاض قدرتها الافتراضية ومن ثم تراجع نفقاتها الاستهلاكية<sup>(1)</sup>.

لكن رغم كبر حجم هذا الاقتصاد وضخامة إيراداته المختلفة وتصديراته المتنوعة، نراه حالياً فقد مصداقيته عند بعض الدول والمستثمرين وتراجع قليلاً إلى الوراء وخلف وراءه أزمة كبيرة للاقتصاد الأمريكي أصابه بالشلل وبسبب هذا الشلل انعكس الأمر سلبيًا على بعض الشركات المختلفة خصوصاً العقارية وكان من ضحية ذلك كساداً اقتصادياً، فكان سبباً من الأسباب التي أدت إلى فقدان وظائف بعض العاملين في قطاعات مختلفة وكذلك أدى هذا الكساد الذي لم يكن متوقعاً من قبل بعض الاقتصاديين إلى دخول بعض الأفراد وهم بالآلاف في شبح البطالة التي تتزايد وبشكل مستمر فقد سجلت نسبة البطالة في الو.م.أ ارتفاعاً جديداً، تؤكد دخول أمريكا رسمياً في كساد اقتصادي غير مسبوق منذ أوائل تسعينات القرن الماضي، حيث ألغيت 80 ألف وظيفة في مارس 2008 فقط ليصل بذلك عدد الوظائف الملغاة على مدى ثلاثة أشهر مضت إلى 232 ألف وظيفة بعد حوالي 52 شهر من دفع إدارة بوش الابن بإضافة وظائف جديدة وعادة يعتبر البلد في حالة تباطؤ وكساد إذا استمرت خسارة الوظائف

(1) محمد الأمين وليد طالب: دور السياسات النقدية في معالجة الأزمات المالية ( حالة البنك المركزي الأوروبي، BCE والأزمة المالية 2007-2008 أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2015-2016، ص ص 240، 241.

لمدة 3 أشهر متتالية وهي الوظائف التي ألغيت في قطاعات عديدة أبرزها التصنيع والبناء والصحة والتعليم.<sup>(1)</sup>

اضطر كثير من العائلات الأمريكية والأسر إلى هجر منازلهم بسبب عدم القدرة والاستطاعة الكافية على تسديد الديون عالية الفوائد التي ترتبت عليهم، إذ بلغت قيمة الديون على الأمريكيين 8 تريليون دولار بزيادة 137 %، وبلغ حجم الديون 14 ترليون دولار ليصبح مساويا تقريبا لإجمالي الناتج السنوي للاقتصاد، بالإضافة إلى إفلاس العديد من المستهلكين الأمريكيين مع الشركات الممولة لهم جراء التعامل بعملية الرهن العقاري ما أدى لمواطني الو، م، أ بتغيير نمط حياتهم وتكييف حياتهم لمواجهة الارتفاع الحاد في مستويات التضخم.<sup>(2)</sup>

### المطلب الثالث: انعكاسات أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي

بدأت الأزمة والاستجابات الوطنية لها في إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي وفي تغيير التوازن بين القوى السياسية والاقتصادية الفاعلة في عملية العولمة وتعرض محركات الموجة الأخيرة من العولمة وهي الأسواق المنفتحة، وسلسلة العرض العالمية، والشركات المتكاملة عالميا، والملكية الخاصة وعادت الروح الحمائية إلى الظهور، وبدأت الشركات العالمية التي كانت يوما ذات مواطئ أقدم واسعة في العودة إلى جذورها الوطنية.

أصبح من الواضح أن النمو بعد نشوب الأزمة أخذ يتدهور تدهورا حادا في جميع أقاليم العالم، فقد ضربت الزيادة الحادة في النفور من المخاطرة وما ترتب عليه كوقف مفاجئ للتدفقات المالية إلى داخل الأسواق الناشئة والنامية بصورة فورية تقريبا، وكانت الصدمة شديدة بوجه خاص بالنسبة للبلدان المستوردة لرأس المال خاصة في وسط وشرق أوروبا، حيث تفاقمت الاختلالات التي كانت قائمة من قبل وعجلت بطلب المساعدات من صندوق النقد الدولي وتضاءلت التدفقات الرأسمالية الخاصة الصافية إلى الاقتصادات الناشئة في نهاية 2008.

كان التقلب الشديد في التدفقات الرأسمالية الدولية عاملا قويا في انتشار عدوى الأزمة كما قدر للتجارة أن تكون قناة نقل كبرى بالنسبة لشرق آسيا، التي تبلغ صادراتها المجمعمة لأمريكا الشمالية وأوروبا بنسبة مذهلة تبلغ 12 % من الناتج المحلي الإجمالي للإقليم فالتجارة لم تكن فحسب ناقلا للعدوى، بل

(1) إبراهيم بن حبيب الكروان السعري، قراءة في الأزمة المالية المعاصرة، ط 2، دار جرير للنشر والتوزيع، 2009، ص 156.

(2) إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، مرجع سبق ذكره، ص 158.

أيضا معجلا لها وتظهر أرقام نهاية 2008 أن التجارة والإنتاج الصناعي في العالم يتدهوران بالتراصف بمعدلات من رقمين.

فقد شهدت عدة بلدان آسيوية هبوطا في صادراتها بنسب تتراوح بين 10 و 20 في المائة عام بعد عام، والأمر الواضح هو أن تقلص التجارة الدولية يعتبر قناة للنقل وكذلك عاملا في التعجيل بتقلص الناتج.<sup>(1)</sup>

إضافة إلى تبني عدد من السياسات في (الو.م.أ) في مقدمتها:

1- وضع سياسة تجارية تراعي وتضع المصالح الاقتصادية للو.م.أ في المقام الأول من خلال وضع حدود للسياسة التجارية تضمن تحقيق التوازن بين المزايا والسلبيات، ويدخل في هذا الشأن حتمية وضع آلية تلزم كبار الشركاء التجاريين بتحرير أسعار الصرف بما يضمن تحقيق التجارة العادلة، فبدون تنظيمات تضمن مراقبة أنظمة الصرف ستكون مسألة الاستقرار سواء للاقتصاد الأمريكي أو للاقتصاد العالمي محل تساؤل كبير .

2- توسيع دائرة وقاعدة اتخاذ القرار والقضايا وثيقة الصلة بالتجارة في نظام التجارة الدولية حيث أن التنظيم القائم كثيرا ما يتجاهل أمور كثيرة وفي مقدمتها المسائل البيئية والعمالية التي غالبا ما يتم تجاهلها في دوائر التجارة الدولية.

3- ضرورة وضع التجارة الأمريكية مع الصين في حال يضمن التوازن والا ستستمر وستتصاعد المشكلات فعلى مدى عقدين ركزت الو.م.أ على اتخاذ سبيل المفاوضات مع الصين لاعتبارات تتعلق بالموازنة وتمويل العجز فيها ودور الصين في هذا الخصوص ولكن التجربة أثبتت فشل تلك الإستراتيجية ومن ثم ينبغي تبني إستراتيجية أكثر صرامة لضمان مبادلات أكثر توازن.<sup>(2)</sup>

<sup>(1)</sup> ضياء محمد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 140، 141.

<sup>(2)</sup> رضا عبد السلام، أزمة مالية أم أزمة رأسمالية، المكتبة العصرية للنشر، ط1، مصر، 2010، ص ص 103، 104.

## المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية في اليونان

لقد واجهت أوروبا منذ مطلع 2009 أزمة قوية عرفت بأزمة الديون السيادية والتي ابتدأت بسبب الصعوبات المالية التي عرفتتها اليونان إذ تعتبر أصغر الدول وأضعفها في الاتحاد الأوروبي، إلا أن ثغرتها خلق مشكلة خطيرة فتحوّلت من مجرد أزمة دين يوناني إلى أزمة تهدد كيانا اقتصاديا قائما بذاته.

## المطلب الأول: أزمة الديون السيادية في اليونان

تعد أزمة اليونان أول من دق ناقوس الخطر اتجاه أزمة الديون السيادية الأوروبية، إذ ظهرت بوادر الأزمة في نوفمبر سنة 2009 عندما أعلنت اليونان عن خطة الموازنة لسنة 2010، وذلك كي تتجنب الوقوع في الإفلاس وعدم قدرتها على الوفاء بالديون المستحقة عليها والتي وصلت إلى مستويات حرجة، وفي ظل تصاعد وتيرة المخاطرة المحدقة حول سقوط اليونان في الإفلاس، اتجهت الحكومة اليونانية للإعلان عن سياسات نقدية صارمة وطلبت من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي تفعيل خطة إنقاذ لمساعدتها<sup>(1)</sup>.

## • تعريف أزمة الديون السيادية:

تعتبر الديون السيادية هي الديون التي تترتب على الحكومات ذات السيادة ويكون أغلب هذه الديون في صورة سندات وتجدر الإشارة إلى أن الحكومات تصدر سنداتها بأحد الأسلوبين التاليين: **الأسلوب الأول:** إصدار السندات بالعملة، وتكون هذه السندات في الأغلب موجهة نحو المستثمرين المحليين، ويطلق على الديون الناجمة عن استخدام هذا الأسلوب من الديون ديناً حكومياً. **الأسلوب الثاني:** إصدار سندات موجهة غالباً للمستثمرين في الخارج، وتكون في الغالب بعملة غير العملة المحلية للدولة (الدولار أو اليورو) ويطلق عليها ديون سيادية. ونظراً لعدم قدرة إمكانية إجبار الحكومات عن تسديد أي ديون تخلفت عن دفعها يتم اللجوء إلى إعادة الجدولة الإلزامية لهذه الديون أو تخفيض معدلات الفائدة<sup>(2)</sup>.

أو هي عبارة عن سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة أي أنه على شكل من أشكال الاقتراض ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء

<sup>(1)</sup> شريفي بوراوي، انعكاسات أزمة الديون السيادية الأوروبية على موازين مدفوعات دول المغرب العربي - دراسة تحليلية لحالة تونس، المغرب، الجزائر، خلال الفترة (2005 و2013)، مذكرة مقدمة لنيل متطلبات شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، 2015، ص 57.

<sup>(2)</sup> نور الدين بوالكور، أزمة الديون السيادية في اليونان، الأسباب والحلول، مجلة الباحث، العدد 13، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2013، ص 60.

بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية، وأن يكون لديها هيكل تدفقات من النقد الأجنبي الذي يسمح لها بذلك، حرصاً منها على ثقتها بالمستثمرين الأجانب، وكذلك على تصنيفها الائتماني في سوق الإقراض<sup>(1)</sup>.

ومن أسباب الأزمة اليونانية نجد أسباب داخلية وأخرى خارجية تتمثل في:

**أولاً: الأسباب الداخلية:** تتمثل أهم الأسباب الداخلية في:

- تزييف الأرقام والإحصائيات حيث ثبت أن اليونان قمت أرقام إحصائية خاطئة عن اقتصادها لإخفاء حجم الديون في ميزانيتها، من أجل المحافظة على عضويتها في الاتحاد الأوروبي .
- التوسع في الإنفاق الحكومي خاصة ما يتعلق بالأجور والمعاشات .
- تضخيم برامج الإنفاق الاجتماعي بأكثر ما تسمح به ظروف الاقتصاد اليوناني.
- ضعف القدرة التنافسية بسبب ارتفاع الأجور وانخفاض الإنتاجية .
- ضعف قواعد الرقابة ونقص الشفافية.
- ارتفاع النفقات العسكرية حيث تمثل ما نسبة 4 % من الناتج المحلي الإجمالي، وارتفاع وزن القطاع الموازي.<sup>(2)</sup>

**ثانياً: الأسباب الخارجية :** وتتلخص فيما يلي:

- **الأزمة المالية العالمية 2008:** خلفت الأزمة المالية العالمية 2008 تراجع وتباطؤ في النشاط الاقتصادي على المستوى العالمي، ولقد تأثرت اليونان بهذه الأزمة حيث أدت هذه الأخيرة إلى ضعف قطاع الخدمات وبالخصوص السياحة والنقل البحري، ما أدخل اليونان في حالة ركود اقتصادي ، ترتب عليه زيادة نسبة البطالة (9 % سنة 2009) وتراجع مدخول الضرائب بسبب إفلاس العديد من المؤسسات وارتفاع العجز في ميزانيتها، ونظراً لهذه الآثار السلبية على الاقتصاد اليوناني لجأت هذه الأخيرة إلى المديونية الخارجية من أجل الحصول على التمويل وإنعاش النشاط الاقتصادي ما أدى إلى تفاقم ديونها الخارجية.
- ارتفاع قيمة اليورو واستحالة تخفيضه بسبب العضوية في الاتحاد النقدي الأوروبي، وهذا ما أدى إلى تزايد العجز الخارجي .

(1) فارس ثابت بن جراري، أثر اليورو على اقتصاديات الدول العربية، صندوق النقد الدولي (مكتبة المجلس الوطني الاتحادي الإمارات العربية المتحدة)، 2002، ص 74.

(2) برهوم أسماء وبرهوم هاجر، أزمة اليونان، ورقة بحث مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية، زمن الأزمات المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، 26-27 فيفري 2012، ص 3.

- زيادة عجز الموازنة والدين العام: وهذا منذ الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي حيث مولت الحكومة العجز في الميزانية عن طريق الاقتراض إلى ارتفاع الديون الخارجية إلى 116 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2009.

- انخفاض التصنيف الائتماني للدين السيادي اليوناني: قامت العديد من وكالات التصنيف الدولية بتخفيض التصنيف الائتماني للسندات اليونانية، حيث اختلفت هذه التصنيفات من  $BB^+$  إلى  $BBB^-$  وهذا بسبب عجزها الموازي الكبير إضافة إلى عدم استقرار مستوى الدين العام وارتفاعه المستمر مما أدى إلى تفاقم الأزمة في اليونان. (1)

### ثالثا: المسار الزمني لأزمة اليونان:

تعد أزمة اليونان أزمة مالية واقتصادية مرت بالعديد من المحطات التي شهدت خلالها مجموعة من الأحداث ندرج أهمها في الجدول الموالي:

الجدول (02): أهم أحداث الأزمة اليونانية.

التاريخ	أهم أحداث الأزمة اليونانية
4 أكتوبر 2009	تشكيل حكومة يونانية جديدة
8 نوفمبر 2009	صرح الوزير الأول الجديد "جورج بابا نديرو" أن العجز في الميزانية اليونانية بلغ 12.7 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي ودين عام قدر بنحو 113.4 من الناتج المحلي الإجمالي أي ضعف ما صرحت به الحكومة السابقة قبل ثلاثة أشهر ، بعد انكشاف الأمر أمهل الاتحاد الأوروبي الحكومة الجديدة مهلة سنتين حتى تتخفف عجز ميزانيتها.
8 سبتمبر 2009	قامت لجنة التتقيط الدولية Fitch بتغيير نقطة سندات الخزينة اليونانية من $A^-$ إلى $A^-$ ثم مواصلة تخفيضه من $A^-$ إلى $BBB^+$
14 ديسمبر 2009	الوزير الأول لليونان يصرح بأنه سيعمل على تطبيق سياسة تقشفية بهدف استرجاع التوازن في الميزانية والنفقات العمومية.
22 ديسمبر 2009	قيام وكالة Moody's بتخفيض التتقيط على ديون اليونان من $A1$ إلى $A2$ بسبب التدهور المالي الذي تشهده مالية الدولة.

(1) غراية زهير، معزوز لقمان، أزمة الديون بمنطقة اليورو 2010 جذورها وتداعياتها وآليات إدارتها، العدد 02، مجلة دفاتر الاقتصادية جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2012، ص 15.

14 جانفي 2010	إعلان اليونان عن الخطوط العريضة لبرنامجها التعديلي لنفقات العمومية الذي سيخفض عجز الميزانية إلى 2.8 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2012، الأمر الذي لم يفتتق به مستثمرو الأسواق المالية.
11 فيفري 2010	الاتحاد الأوروبي يعلن اصدرا برنامج مساعدة اليونان دون تحديد آلياته.
24 فيفري 2010	إضراب عام باليونان ليوم كامل احتجاجا على سياسة التقشف المتبعة من طرف الحكومة.
25 فيفري 2010	تشكيل لجنة مشتركة بين اليونان وصندوق النقد الدولي للاتحاد الأوروبي.
5 مارس 2010	إعلان أثينا على سياسة تقشف جديدة لتوفير ما يقارب 4.8 مليار دولار يورو من خلال بيع أملاك عقارية عامة رفع متوسط سن التقاعد إلى 63 عام، خفض الأجور في القطاع العام إلى 20% ومعاشات التقاعد إلى 30%، زيادة الضريبة على القيمة المضافة ل 30%.
18 مارس 2010	تصريح بابا ندير على عجز حكومته على خفض العجز في ميزانيتها.
25 مارس 2010	قبول البنك المركزي الأوروبي للسندات اليونانية منخفضة التتقيط إلى غاية 2011.
23 أبريل 2010	اليونان تطلب مساعدات من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي.
9 ماي 2010	لتجنب انتشار أزمة الديون ولإنعاش الأسواق المالية المفوضة الأوروبية وصندوق النقد الدولي بدراسات إمكانية إقراض اليونان 750 مليار يورو.
23 أكتوبر 2010	منح اليونان أول قسط مساعدات 8.5 مليار يورو من أصل 61 مليار يورو.
13 جوان 2011	Standard and Poor's خفضت تنقيط اليونان إلى CCC .

**المصدر:** برهوم أسماء، برهوم هاجر، أزمة اليونان، ورقة بحث مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية، زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، 26-27 فيفري 2012، ص 4-6.

المطلب الثاني: انتقال أزمة الديون السيادية من اليونان إلى منطقة اليورو

1- أسباب انتشار أزمة الديون السيادية:

من أسباب انتشار أزمة الديون السيادية اليونانية داخل الاتحاد النقدي الأوروبي ما يلي: (1).

✓ عدم الشفافية الكافية للإفصاح عن حقيقة الديون السيادية أصبح يمثل صدمة لجميع الأسواق الأوروبية مما زاد الشكوك حول الموقف المالي في البلدان الأخرى بالاتحاد الأوروبي.

✓ ضخامة الفجوة بين نسبة ديون الحكومة اليونانية والنسبة التي يحددها ميثاق الاستقرار الأوروبي وهو ما أدى إلى صعوبة احتواء الأزمة.

✓ جاءت مشكلة الديون السيادية اليونانية في توقيت أصبح فيه كل من الاقتصاد العالمي والاقتصاد الأوروبي منهك من كثرة النفقات التي تحملها لمواجهة الأزمة العالمية 2008 وفي توقيت مازالت الشكوك قائمة وبقوة بشأن نجاح الاقتصاد العالمي في الخروج من تداعيات هذه الأزمة.

✓ طرح مقترحات بانسحاب اليونان من اليورو وعودتها إلى استعمال عملتها الوطنية السابقة (الدراخمة) وامتداد ذلك بالتبعية إلى احتمالات انهيار وتفكك الاتحاد النقدي الأوروبي.

2- الخلافات بين دول الاتحاد حول ضرورة التدخل لإنقاذ اليونان من الإفلاس عدوى الأزمة في بقية

الدول الأوروبية:

لقد تبين أن اليونان ليست العضو الوحيد في منطقة اليورو الذي يواجه أزمة الديون السيادية، بل هناك دول أخرى ويمكن تقسيمها إلى دول متعثرة ودول متأثرة؛ أما الأولى فهي التي حالها مثل اليونان، وأما الثانية فهي التي بدأت تطفوا آثار الأزمة على سطح اقتصادياتها والتي سيتم توضيحها فيما يلي:

أولاً: الدول الواقعة في الأزمة (الدول المتعثرة):

وتتمثل هذه الدول في كل من إيرلندا، البرتغال، إيطاليا، إسبانيا، قبرص.

(1) غراية زهير، معزوز لقمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 16.

أ/ أزمة الديون السيادية في أيرلندا:

الجدول رقم (03): يمثل أهم مؤشرات الاقتصاد الأيرلندي ما بين 2007 - 2012.

الوحدة: %

2012	2011	2010	2009	2008	2007	البيان
1.9	0.6	1.0-	7.5-	3.5 -	5.6	الناتج المحلي الإجمالي
8.5-	9.2-	30.3	12.0-	7.4 -	1.8-	توازن الميزانية العامة معدل دوري
14	14.6	13.7	11.9	6.3	4.6	البطالة
117.9	112	96.2	65.6	44.4	25	إجمالي الديون

Source: European Commission European Economic Forecast luscebourg spring Spring.2012.p104 .

تتشابه الوضعية في أيرلندا مع وضعية اليونان، حيث أن ميزانية الدولة كانت مراقبة بشكل جيد حتى قبل 2007 حيث لم يتجاوز الدين الحكومي نسبة 25 % من الناتج المحلي الخام سنة 2007، إلا أن الاقتصاد الأيرلندي دخل في ركود سنة 2008 كأول اقتصاد في منطقة اليورو، حيث انخفض الناتج المحلي الخام إلى 3.5% إذ كان 9.5% سنة 2009، وقد كانت أزمة الديون في أيرلندا في البداية أزمة ديون خاصة، حيث كانت سوق العقارات تحتوي على سوق كافية، وبدأ الدخول في الأزمة حينما أعلن البنك الإنجليزي الأيرلندي من خطر إمكانية إفلاسه وهذا ما دفع الحكومة إلى تأميمه والموافقة على تقديم الضمانات للقطاع البنكي، كما قامت الحكومة بشراء ديون البنوك وحولتها إلى ديون عمومية وقد انتقلت قيمة العجز من 7.3 % سنة 2008 إلى 14.6 سنة 2009، ثم 17.7% سنة 2010 وتضاعفت نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الخام ثلاث مرات بين سنتين 2007 و 2010، وبلغ معدل البطالة خلال هذه السنة 13.5 %.

وفي 21 نوفمبر 2010 توجهت الحكومة بطلب المساعدة رسمياً من الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي، وقد أرادت الحكومة الحصول على 14 مليار أورو إلى غاية 2014، منها 6 مليار إلى غاية 2014، منها 6 مليار في سنة 2011، ومن أجل رفع مواردها قامت الحكومة بفرض ضرائب

جديدة ورفع معدلات الضرائب على المداخيل، من أجل تخفيض نفقاتها، فقد قامت الحكومة بتخفيض الأجر وأجور الوزراء.<sup>(1)</sup>

ب- أزمة الديون السيادية في إيطاليا:

يحتل الاقتصاد الإيطالي المرتبة الثالثة بين اقتصاديات منطقة اليورو لذلك تهدد أزمته بشكل كبير، ولقد كانت نسبة الدين الحكومي الإيطالي قبل الأزمة المالية هي الأكبر في الاتحاد الأوروبي (103% سنة 2007)، وازدادت نسبته خلال الأزمة حيث ارتفع الدين العام إلى 120% من الدخل القومي لعام 2010 وبقيت مستويات النمو الاقتصادي ولأكثر من 10 سنوات أقل من المستوى الأوروبي حيث لم يتجاوز معدل النمو سنة 2009 فقط 5%، لذلك اتخذت الحكومة الإيطالية إجراءات لتوفير 124 مليار لتجاوز أزمته ولكن المؤشرات حتى هذه اللحظة لا تدل على أن إيطاليا تجاوزت أزمته.<sup>(2)</sup>

ج- أزمة الديون السيادية في البرتغال:

الجدول رقم (04): بعض المؤشرات الاقتصادية للبرتغال

الوحدة: %

البيان	2009	2010	2011	2012	2013
الناتج المحلي الإجمالي	2.9-	1.9-	1.6-	3.2-	1.9-
الدين الإجمالي للحكومة	83.2	93.5	108	120.6	123.9
الميزان التجاري	10-	10.6-	7.8-	4.4-	2.9-
معدل العمالة	2.6-	1.5-	1.5-	4.3-	2.5-

Source: Europe an Commission European Economic Forecast winter2013.p:75.

تعد البرتغال من أضعف الدول في منطقة اليورو من الناحية الاقتصادية فأزمته ليست وليدة اللحظة وإنما ترجع إلى عقود من الضعف والتباطؤ في النمو الاقتصادي مقارنة مع بقية دول المنطقة، لكن المشكل الأساسي لم يكن تدهور وضع القطاع البنكي ولا فقاعة الأسواق المالية، وإنما يكمن في

(1) نادية بولورغي، رحال فاطمة، دور الاتحاد الأوروبي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية ودارة الأعمال، العدد01، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2013، ص 136.

(2) عبد الأمير رحيمة العبود، أزمة الديون الدولية أبعادها وآثارها على دول العالم، مجلة الحوار المتمدن، نشر في يوم 2011/09/03 على الموقع الإلكتروني -27413125-0 www.M.Ahewar.org/s.asp aid ، تاريخ الاطلاع 2019/04/25 11.08 سا.

معاناة الاقتصاد البرتغالي من مشاكل هيكلية وتباطؤ في النمو وانخفاض الانتاجية لها، مما دفعها لزيادة الاستيراد من الخارج، الأمر الذي تسبب في عجز التدفقات النقدية الأجنبية مما تسبب في عجزها عن الوفاء بديونها السيادية حيث زاد معدل نمو البطالة بنسبة 160 % بين عامي 2002 - 2007، ويعتبر الاقتصاد البرتغالي اقتصاد وخدمات بدرجة، أنه يوظف قطاع التعليم العالي ما يقارب 60 % من السكان مقابل 12 % في القطاعات الأولية.<sup>(1)</sup>

في 2009 بلغ العجز الموازي 9.4 % وارتفع الدين العام خلال الفترة 2007 - 2010 إلى 62 % من الناتج المحلي الإجمالي إلا أنه كان أقل من ذلك المحقق في اليونان وارتفعت معدلات البطالة هي الأخرى لتتقل من 12 سنة 2010 إلى 17 سنة 2012، لتكون بذلك هذه المؤشرات دليلاً على انتقال اثر أزمة الديون السيادية إلى الاقتصاد البرتغالي وقد تضمنت خطة الإنقاذ رفعا في الرسم على القيمة المضافة من 21 % إلى 23 % ، كما شملت رفعا في الضرائب على المداخل والأرباح .

د - اسبانيا:

كان لدى اسبانيا مستوى منخفض نسبيا من الديون بين الاقتصادات المتقدمة قبل الأزمة وكان الدين العام بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في عام 2010 نسبة 60% فقط أي أقل من 20 نقطة من ألمانيا وفرنسا أو الو.م.أ وأكثر 60 نقطة من إيطاليا وإيرلندا واليونان .

وقد تم تجنب الديون إلى حد كبير من خلال الإيرادات الضريبية من فقاعة الإسكان مما ساعد على استيعاب عقد من الزيادة في الإنفاق الحكومي دون تراكم الديون وعندما انفجرت الفقاعة أنفقت اسبانيا مبالغ كبيرة من المال على الإنقاذ المصرفي وفي ماي 2012 حصل البنك على انقاذ بقيمة 19 مليار يورو على رأس 4.5 مليار يورو السابقة لدعم البنك وأساليب المحاسبة المشكوك فيها خسائر مصرفية مصنعة وخلال سبتمبر 2012 أشار المنظّمون إلى أن البنوك الإسبانية تحتاج إلى 59 مليار يورو ( 77 مليار دولار أمريكية) لرأس مال إضافي لتعويض الخسائر الناجمة عن الاستثمارات العقارية.

وعلى الرغم من أن اسبانيا كانت تعاني من البطالة بنسبة 27 % وانخفاض الاقتصاد بنسبة 14 % في عام 2013 تعهدت الحكومة المحافظة على الإصلاحات وفقا لتقرير فينانشال تايمز الخاص بمستقبل الاتحاد الأوروبي: إن مدريد ستعرض إصلاحاتها في سوق العمل والمعاشات التقاعدية ووعدت

(1) محمد يعقوبي، عبد الله عناني، أزمة منطقة اليورو على العلاقات الأوروبية مع دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر الدولي الثامن حول إدارة الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة 7.8 ماي 2013، ص7.

بنهاية هذا العام بتحرير مهمتها المنظمة بشكل كبير ولكن اسبانيا تستفيد من تحسين القدرة التنافسية وتكاليف العمالة.

وفي 23 يناير 2014 نظرا لاستعادة ثقة المستثمرين الأجانب خرجت اسبانيا من آلية الإنقاذ التابعة للاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي وبحلول نهاية أكتوبر 2016 انخفض معدل البطالة في اسبانيا إلى 18.9%<sup>(1)</sup>

#### هـ- قبرص:

رغم أن عدد سكان قبرص يقل عن المليون نسمة، ورغم أن النظام المصرفي والتجاري يوفران لقبرص مداخيل عالية إلا أنها تأثرت بالأزمة اليونانية، حيث يقدر قيمة ما لديها من سندات يونانية بحوالي 22 مليار يورو ، من أجل المحافظة على المستوى الائتماني لمصاريفها، سعت قبرص إلى الحصول على 2.5 مليار من المؤسسات المالية الدولية.<sup>(2)</sup>

#### ثانيا: الدول التي تعرضت للخطر:<sup>(3)</sup>

**1-فرنسا:** تكمن أهمية فرنسا لمنطقة اليورو في أن اقتصادها يحتل المركز الثاني بين اقتصاديات دول منطقة اليورو يصل الدين العام لفرنسا إلى 2.1 تريليون دولار أي حوالي 83 بالمائة من الدخل القومي وتصل نسبة العجز إلى 7% في عام 2011 وقد تأثر الاقتصاد الفرنسي بالأزمة الأوروبية، وهي من بين المترشحين لخدمة المساعدة المالية بعد اسبانيا وايطاليا، لذلك وضعت الحكومة الفرنسية خطة تقشف قاسية لتقادي ذلك.

**2-بلجيكا:** وصل دين بلجيكا إلى 110% من الدخل القومي وهي أعلى نسبة دين بعد اليونان وايطاليا وتصل نسبة العجز إلى 5 بالمائة ، قامت الحكومة بتمويل الدين الخارجي من صناديق التأمين ما حافظ على سمعتها في الأسواق المالية العالمية حيث أنها تلجأ إلى قروض خارجية، والمطلوب من بلجيكا إتباع خطة تقشف لتوفير 11 مليار وخفض نسبة العجز إلى 2.8% من الدخل القومي ولا يزال ثمة شك في أن نظامها المصرفي سيتجاوز أزمته.

<sup>(1)</sup> <https://ar.wikipedia.org/wiki>

<sup>(2)</sup> نور الهدى شيخة، تداعيات أزمة منطقة اليورو على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر على منطقة اليورو، دراسة حالة-فرنسا- " مذكرة ماستر"، تخصص مالية واقتصاديا دولي، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص 58.

<sup>(3)</sup> خالد رواق، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، " رسالة ماجستير" تخصص دولي كلية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص ص 57، 58.

**3- ألمانيا:** يحتل الاقتصاد الألماني المرتبة الأولى بين اقتصاديات دول منطقة اليورو، وهو اقتصاد عملاق ومنظم وهذا يساعد ألمانيا في الحصول على قروض من مؤسسات دولية بإقراض دول منطقة اليورو وإعادة إقراض دول منطقة اليورو، وهذا بحذ ذاته يحقق أرباحا طائلة لألمانيا، استفادت ألمانيا من الوحدة النقدية الأوروبية حيث سهلت عليها غزو الأسواق الأوروبية، 3/1 إنتاجها يذهب إلى أوروبا، كما نجحت في إبقاء السوق الداخلية ونظامها المصرفي في منأى على الأزمات الاقتصادية وتداعياتها تصل نسبة البطالة في ألمانيا إلى 6.8 % عدد العاطلين عن العمل يصل إلى 2.88 مليون شخص، ويمكن القول: أن اقتصاد ألمانيا قادر على حمل أعباء الشعب الألماني، وأنه عملاق ولكنه صغير جدا لكي يتمكن من تحمل أعباء منطقة اليورو كاملة، حيث أنه يلعب الدور الأساسي في الدعم المالي للدول المتعثرة اقتصاديا، وكيف يمكن ذلك ومنطقة اليورو بحاجة إلى أكثر من 1.6 ترليون يورو لمواجهة أزمته.

وعلى الرغم من هذا الوضع المتشائم هناك تسعة بلدان من الاتحاد الأوروبي ( بلغاريا، جمهورية التشيك، النمسا، مالطا، الدنمارك، استونيا، ليتوانيا، لوكسمبورغ، رومانيا، سلوفينيا، سلوفاكيا) الدين العام أقل من 40 % في عام 2010 منها أربع دول هي من نادي اليورو.<sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> خالد رواق، مرجع سبق ذكره، ص 58.

## المبحث الثالث: دور السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة أزمة الديون العقارية وأزمة الديون السيادية

تعتبر السياسة النقدية على الوضع النقدي للدولة الذي يمكنها من اتخاذ القرارات والإجراءات اللازمة للنهوض بالقطاع المصرفي كونه المحرك الإقتصادي لأي دولة، سنقوم في هذا المبحث بدراسة دور السياسات النقدية غير التقليدية وطرق معالجتها لأزمي الرهن العقاري والديون السيادية.

### المطلب الأول: دور السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة أزمة الرهن العقاري

بعد ظهور الاضطرابات في أسواق المال وخاصة من طرف شركات التأمين وصناديق التحوط والبنوك، أحدثت حالة من عدم التأكد في المستقبل وأصبح الدعر وانهيار الثقة والأسواق المالية هما العاملان المشتركان بين المستثمرين في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أنها انتشرت إلى بنوك أخرى وان إختلفت حدتها من منطقة إلى منطقة في العالم فقد حاولت الولايات المتحدة وكذلك الدول التي مستها أزميت الرهن العقاري علاج هذه الإضطرابات.

### أولاً: خطة الإنقاذ المتبعة لمعالجة أزمة الرهن العقاري

#### 1- خطة الإنقاذ الأمريكية:

بحلول نهاية أوت 2007، أعلن الرئيس الأمريكي جورج بوش مجموعة من الإجراءات ومساعدة العائلات الغير قادرة على سداد قسط الرهن العقاري وسمي البرنامج (Hpe Now Alliance) وأطلق رسمياً في ديسمبر 2007، من قبل وزير الخزانة هاري بولسون، والهدف من ذلك دو شقين: فهو على حد سواء مساعدة العائلات الأكثر ضعفاً، ومكافحة انتشار الأزمة عن طريق البنوك ولقد تركزت هذه الخطة في ثلاثة مبادئ هي:

- زيادة الجهود المبذولة بالدخول في اتصالات مع أصحاب المنازل الذين يواجهون صعوبات في الوفاء بديونهم، حسب رأي هنري بولسون فإن 50% من حالات الإفلاس نتيجة لعم وجود تواصل بين المقترضين ومنشئي القروض ولا حتى مع المستثمرين.
- تحسين فرص الحصول على الائتمان للمقترضين الذين سيواجهون إعادة تنظيم سعر الفائدة (مراجعة أسعار الفائدة المرتفعة)، لكن هذه التسهيلات موجهة خصيصاً إلى أصحاب المنازل

الذين هم حاليا في مقدرة على سداد القروض، وليست موجهة للذين هم في عجز بسبب أسعار الفائدة المرتفعة. ونوقشت عدة مقترحات: التوزع في برامج الكيانات القائمة أهمها مشروع التجديد FHA تجري مناقشته حاليا في الكونغرس وامكانية تمويل البرامج المحلية عن طريق إصدار سندات معفات من الضريبة.

- بدل جهود منظمة تسمح للتحويل إلى قروض الرهن العقاري المدعمة: القاعدة الأساسية تكمن في تجميد أسعار الفائدة لمدة خمس سنوات بالنسبة لبعض قروض الرهن العقاري الثانوي بنسب متغيرة. ومع كل هذه الإجراءات إلا أنها سوف تؤثر فقط على جزء صغير من المقترضين، بدون الأخذ بعين الاعتبار الذين لا يستطيعون تحمل الزيادة في معدلات الفائدة لكن يمكنهم الاستمرار في دفع المعدل الحالي تتذكر أسعار الفائدة لسنتين حول السنوات الثلاث الأولى، تكون منخفضة (-7، -8%) ثم ارتفعت في السنوات الأخرى (-9، -11%) وهذا ما يبين لنا أن الفئات الأخرى ليست مؤهلة للحصول على المساعدة والعائلات الأكثر تضررا والذين لا يستطيعون سداد القروض حتى قبل السيولة لمعدلات الفائدة فهي إذا ليست معنية.

ومع كل هذا فإن هذه التدابير غير مكلفة للحكومة الأمريكية لأنها ترتيبات بين وكلاء القطاع الخاص: البنوك تقبل تسديد دفعات أقل من تلك المتوقعة من أجل تجنب افلاس المقترضين.

## 2- دور البنوك المركزية:

وقد اتخذت البنوك المركزية الرئيسية تحركات قوية لمعالجة خسائر السيولة عن طريق توفير الوصول على نطاق واسع إلى التمويل قصير الأجل باستخدام التسهيلات القائمة، ولكن تلك الفترة لم تحقق إلا نجاحا أوليا جزئيا فمع ظهور أولى الاضطرابات المالية في أوت 2007 قامت بضخ سيولة في أسواق النقد 94.8 ثم 61 و 48 مليار أورو من طرف البنك المركزي الأوروبي أما بالنسبة للبنك الاحتياطي الفدرالي فقد قام بضخ سيولة في ديسمبر 2007 بمقدار 64 مليار دولار، وبعد النجاح الذي حققته هذه العملية قام البنك المركزي الأوروبي مع عدم تغيير أسعار فائده بضخ السيولة بطريقة بدون تقييد وذلك قصد توسيع الجهود في سوق النقد (348 مليار أورو بسعر الفائدة 4.21%)<sup>(1)</sup>.

(1) عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التحليل الاقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010، ص ص 104، 105.

كما أعلنت البنوك المركزية الرئيسية مبادرة منسقة ترمي إلى ضمان السيولة الملائمة بما في ذلك توفير خطوط المبادلات من قبل مجلس الإحتياطي الفيدرالي للسماح للبنوك المركزية الأوروبية في توزيع نطاق سيولة الدولار، وقد اتخذ مجلس الإحتياطي الفدرالي إحتياطات جديدة في مارس 2008 بما في ذلك فتح نافذة خصم فعلية أمام المضاربين ذوي الجدارة الائتمانية العالية، كما قامت عدد من البنوك المركزية أيضا بإرخاء مواقف السياسات النقدية تحت تأثير الزيادة المستمرة في مخاطر الناتج دون المتوقعة المحيطة بالأفاق المستقبلية للنمو في هذه الفترة، بينما قام بنك كندا المركزي وبنك إنجلترا المركزي أيضا بتخفيض أسعار الفائدة المستخدمة كأداة للسياسة النقدية وتنازل البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان المركزي على إحداث زيادات جديدة في أسعار الفائدة، وفي المملكة المتحدة وفرت السلطات أيضا ضمانا كاملا في الودائع كي تساعد على استرداد ثقة المودعين إلى أن السياسات النقدية ليست مجهزة بشكل جيد لمعالجة هذه الاختلالات فظهور فقاعات المضاربة في أسعار الأصول هو فصولا عن الإتجاه العام في الأسعار، كما أن سعر الفائدة عاجزة تماما عن هذه الظواهر.

### 3- صناديق الثروة السيادية:

صناديق الثروة السيادية يطلق على الأصول التي تحوزها حكومات بعملة بلد آخر وتمتلك جميع الدول الإحتياطات بعمولات أجنبية وعندما يتوفر في بلد ما متصل من الحساب الجاري ويتراكم لديه المزيد من الإحتياطات أكثر من إحساسه بالاحتياج إليها في أغراض آنية فإنه يستطيع إنشاء صندوق سيادي لإدارة تلك السيولة الإضافية. كما أكد مسؤولون من صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الإقتصادي والتنمية على الدور الإيجابي الذي لعبته الصناديق السيادية من خلال ضخ السيولة في البنوك الأمريكية والأوروبية والتي عانت من خسائر فادحة بسبب أزمة الرهن العقاري، باعتبار أن هذه العملية ساهمت في تحقيق الإستقرار في الأسواق<sup>(1)</sup>.

(1) عيد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 106-109.

المطلب الثاني: دور السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو

شهدت منطقة اليورو مطلع سنة 2013 استقرارا ماليا ونقديا ملحوظا ويعود الفضل الكبير في تبني البنك المركزي الأوروبي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي أدت إلى تراجع أوجه الضغط في القطاع المصرفي وساهمت في الاستقراء المالي على المدى القصير، ومع دعم واضح وكبير للاقتصاد.

#### أولا: الأدوات التقليدية للسياسة النقدية

سنحاول فيما يلي التعرض لأبرز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية التي لجأ اليها البنك المركزي الأوروبي لاستعمالها في مواجهته لتداعيات الأزمة المالية 2007-2008.

1- أداة السوق المفتوحة: قام البنك المركزي الأوروبي باستخدام أربع أدوات تدخل في إطار أداة السوق المفتوحة وهي:

- عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO) تمتد لمدة 7 أيام وتنفذ في أجل 24 ساعة وهي تمثل أبرز عمليات السوق المفتوحة.

- عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO) وهي عبارة عن عمليات إعادة تمويل شهرية مرفوعة بأجل استحقاق مدته ثلاثة أشهر.

- عمليات التعديل الطفيف تكون بكميات محدودة وعادة ما تتم وفق مزاد سريع قد لا تتجاوز مدته ساعة من الزمن وتهدف إلى مواجهة التقلبات المفاجئة التي قد تقع في السوق النقدية.

- العمليات الهيكلية يهدف من خلالها BCE إلى تمكين البنوك المركزية من الحصول على قروض لمدة 24 ساعة مقابل تقديم ضمانات وبمعدل مرتفع إذ أن البنك المركزي الأوروبي قام بالتركيز على أداتين فقط من بين الأدوات الأربع المتاحة في إطار عمليات السوق المفتوحة، وهما عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO) وعمليات إعادة تمويل طويلة الأمد (LTRO) مع الإشارة أنه تم اللجوء إلى أداة عمليات التعديل الطفيف في حالة نادرة فقط وأن قيمة هذه الأخيرة كانت صغيرة وهذا في 2007-2010.

## 2- أداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة):

تسمح هذه الأداة بتوفير امتصاص السيولة من يوم ليووم آخر، وتسمح أيضا بتحديد الاتجاه العام للسياسة النقدية والإحاطة بمعدل الفائدة السائد داخل الأسواق يوم بيوم، يأخذنا التطرق لأداة التسهيلات الدائمة إلى التطرق لسياسة الائتمان (تحديد معدلات الفائدة الرئيسية) التي تعتمد على ثلاث معدلات رئيسية ألا وهي:

### أ - المعدل الرئيسي لإعادة التمويل: (REFI) Le taux de refinancement

يمثل هذا المعدل التكلفة التي تحصل مقابلها البنوك التجارية على قروض مقدمة من طرف البنك المركزي الأوروبي، وقد يتغير هذا المعدل حسب قيمة القروض التي يرغب البنك المركزي تقديمها، وعادة ما يسمى هذا المعدل *taux de refi* من أهم أدوات السياسة النقدية التي يحوزها البنك المركزي الأوروبي حيث يؤثر بها على حجم القروض وفي تغيرات الأسعار داخل منطقة اليورو.

إذ قام البنك المركزي الأوروبي بخفض معدل ال *refi* فإن الطلب على الائتمان سيحفز حيث سينجذب الزبائن نحو أسعار الفائدة المنخفضة المعروضة من قبل البنوك التجارية، وفي مقابل ذلك يقل الطلب على الائتمان في حالة ما ارتفع معدل *refi*.

### ب - المعدل الرئيسي لتسهيلات الإيداع: Le taux de facilité de dépote

هو المعدل الذي يقدمه البنك المركزي الأوروبي للبنوك التجارية مقابل الاحتياطات الإلزامية للبنوك التجارية، حيث يجب على كل مؤسسة إقراض أن تفتح حساب جاري لدى البنك المركزي مقابل تجميد هذه السيولة بدفع فائدة كما يمكن للبنوك التجارية أن تودع في حسابها الجاري بالإضافة إلى الاحتياطي الإلزامي لديها ويطبق على هذه الأرصدة الفائضة نفس معدل الفائدة المطبق على الاحتياطي الإلزامي.

### ج - المعدل الرئيسي لتسهيلات الإقراض الهامشي: Le taux de facilité de pretmorginal

يمكن للبنوك التجارية أن تطلب من البنك المركزي تزويدها بالسيولة مقابل أصول معينة لمدة 24 ساعة، وهي تدفع مقابل ذلك معدل فائدة يعرف بمعدل تسهيلات الإقراض الهامشي وعادة ما يكون هذا

المعدل مرتفع حيث يمثل الحد الأقصى لمعدلات الفائدة اليومية السائدة في السوق وهو نفسه المعدل الذي تخصص به البنوك التجارية أوراقها المالية لدى البنك المركزي (أي معدلات الخصم).

عادة ما تلجأ البنوك التجارية إلى استعمال هذا التسهيل في حالات نادرة فقط بالأخص في حالة توقف سوق ما بين البنوك عن العمل وهي الحالة التي سادت عند انفجار أزمة الرهن العقاري.

### 3- أداة الاحتياطي الإلزامي:

جاء لجوء البنك المركزي الأوروبي لاستعمال أداة الاحتياطي الإلزامي للرد على تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 في مرحلة جد متأخرة مقارنة ببقية الأدوات التقليدية النقدية على غرار السوق المفتوحة وأداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة)، فقد استعمل البنك المركزي الأوروبي أداة الاحتياطي الإلزامي لأول مرة بعد اندلاع الأزمة المالية في شهر ديسمبر 2011 حيث قرر خلال الاجتماع الذي عقده مجلس محافظي البنك المركزي بتاريخ 8 ديسمبر 2011 تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي المطبقة على البنوك التجارية داخل منطقة اليورو من 2 % إلى 1 % مع دخول القرار حيز التنفيذ بتاريخ 18 جانفي 2012.

أدى اتخاذ البنك المركزي الأوروبي لقرار التخفيض إلى انخفاض القيمة الكلية للاحتياطي داخل منطقة اليورو من 207 مليار يورو إلى 103.3 مليار أورو وهو ما أدى إلى ضخ سيولة داخل النظام بصدد تقديم BCE لقرض وإنما نحن بصدد تحرير رصيد مالي كان محتجز لأسباب احترازية وهو ما أعطى للبنوك التجارية الحرية التامة في التصرف بهذه الأموال.

لقد سمح هذا الإجراء بتضخيم السيولة الصادرة عن البنك المركزي الأوروبي بأكثر من 100 مليار يورو ما يقودنا إلى القول بأنها تتدرج في فكرة التيسير الكمي في محاولة منا لتقييم هذا الإجراء يمكننا القول بأن من ايجابياته أنه وفر سيولة معتبرة للبنوك التجارية ساعدتها على تجاوز مشاكل السيولة التي تعاني منها وبالتالي توفير السيولة اللازمة للمؤسسات والعائلات، إلا أنه يبدو جليا عندما أتخذ هذا الإجراء بالدرجة الأولى للرد على تداعيات أزمة الديون السيادية التي انفجرت في منطقة اليورو منذ عام 2010<sup>(1)</sup>.

(1) محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 313-323.

ثانيا: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

منذ بداية الأزمة المالية في سنة 2007 اتخذت معظم البنوك المركزية في اقتصاديات الدول المتقدمة مجموعة من التدابير والإجراءات الحديثة والتي تنطوي في ظل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة المخاطر المتزايدة للأزمات المالية المتعاقبة والتي يمكن أن نصنفها ضمن ثلاثة مجموعات رغم بعض التداخلات المتواجدة بينها:

1- أداة أسعار الفائدة المنخفضة جدا والممتدة لفترة طويلة (LOWI):

سادت أسعار الفائدة الرئيسية الحقيقية المنخفضة لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الإتحاد الأوروبي واليابان... إلخ ويتخذ البنك المركزي بقرار خفض معدل الفائدة عندما يلاحظ بطء في معدلات النمو الاقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي.

وتركز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي بالحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة، ويهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لسعر الفائدة لمستوى جد منخفض مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية التوسعية للبنك المركزي، إضافة إلى إمكانية إعلانه عن مستوى تضخم مستهدف أعلى من السابق الذي ساد في فترة أزمة الكساد وقد قام البنك المركزي الأوروبي بعدة تخفيضات تدريجية ومنتتالية في أسعار الفائدة منذ اندلاع الأزمة العالمية في 2008 واستمر الوضع على حاله في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية ليحقق مستويات قياسية.

2- أدوات التسهيل الكمي: Quantitative easing

يمثل التسهيل الكمي سياسة نقدية غير تقليدية يستخدمها البنك المركزي لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح أدوات السياسة النقدية غير فعالة وتمثيله في الحقيقة آخر أسلحة البنك المركزي بعد أن دفع بأسعار الفائدة نحو الصفر، ومنعا للوقوع في مصيدة السيولة.

ويقصد بالتسهيل الكمي إجراءات السياسة النقدية المتخذة من قبل البنك المركزي الأوروبي لاستعادة الثقة في الأسواق المالية، بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية السندات الحكومية التي تحتفظ بها الشركات والبنوك أو المستثمرين وحتى لو كانت تلك السندات لدولة في حالة عجز مالي، وذلك قصد

تحقيق الهدف المنشود وهو خفض تكلفة الاقتراض للدول المتعثرة بالأحرى خفض العائد على السندات السيادية.

### 3- التسهيل النوعي:

التسهيل النوعي له تأثير آخر على ميزانية البنك المركزي ذو طابع نوعي ويرتكز على تغيير تركيبة أصول ميزانية دون الضرورة لرفعها، هذه السياسة قد تؤدي في النهاية إلى زيادة في الميزانية إذا لم يتم تعميم عمليات الشراء من خلال بيع أصول أخرى ومع ذلك، فإن الهدف من ذلك ليس زيادة كمية الاحتياطات الإضافية للخصوم بل تغيير الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية المستهدفة.

ويركز نهج تسهيل الائتمان على مزيج من القروض والأوراق المالية التي يحتفظ بها البنك المركزي وعلى كيفية تكوين هذه الأصول التي تؤثر على شروط الائتمان للشركات والعائلات ويشمل التسهيل النوعي على زيادة المعروض النقدي بعدم شراء السندات الحكومية، ولكن شراء أصول القطاع الخاص مثل سندات الشركات والأوراق المالية المدعومة برهن عقاري (أصول غير تقليدية) سماح للبنك المركزي للوصول إلى السقف المحدد لمعدل الفائدة المحددة.

ويركز التسهيل النوعي على المبادئ التالية:

- الهدف من الأداة هو تحسين إجمالي الظروف المالية لدعم الطلب الكلي وتحقيق معدل التضخم المستهدف.
- ضرورة تطبيق التدبير بصفة شاملة ومحايدة.
- على البنك المركزي تقصي الحذر، من خلال الحد من المخاطر المرتبطة بالميزانية وضمان الخروج من الإستراتيجية بالطريقة والوقت المناسبين<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup>نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السياسية الأوروبية العدد.44، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، جامعة باجي مختار- عنابة، جامعة تبسة الجزائر، 2015، ص 306-320.

## خلاصة:

شكلت أزمة الرهن العقاري والديون السيادية اللتان طالتا عدد كبير من دول العالم تحدي كبير بالنسبة للبنوك المركزية، ولمدى فعالية السياسات النقدية التقليدية في مواجهة أزمات بهذا الحجم. فلم تنحصر مهمة البنوك باستخدام معدل الفائدة الذي يعتبر أداة من أدوات السياسة التقليدية، وإنما اعتمد على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي سعى البنك الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي من ورائها توفير السيولة اللازمة أهمها سياسة التيسير الكمي؛ إذ سمح لنا هذا الفصل بالتعريف على مدى حدة الأزميتين سابقتي الذكر وما تقتضيهما، وحدتهما على مختلف الاقتصاديات، كما سمح لنا أيضا معرفة دور السياسة النقدية الغير تقليدية في تحقيق الاستقرار المالي ومعالجة هاتين الأزميتين.

## الفصل الثالث: دراسة مقارنة بين السياسة النقدية لـ FED و BCE في معالجة الأزمة المالية

تمهيد

المبحث الأول: سياسة التيسير الكمي للفدرالي الأمريكي

المبحث الثاني: سياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي

المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين السياسات النقدية لبنك الاحتياطي الفدرالي  
الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي في الإقتصاد المحلي والدولي

خلاصة

## تمهيد:

زاد المعروض النقدي في معظم الدول الكبرى عن مثيله خلال السنوات الماضية إلى أن معدلات التضخم فيها لازالت دون المستهدف فيما كشفت حجم تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي، والتي كانت أكبر تحدي يواجه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي. حاول كلا الجانبين التدخل باستعمال سياسته النقدية غير تقليدية بطبع الأموال لضخ السيولة في السوق مباشرة أو من خلال شراء أصول حكومية في محاولة لإنعاش إقتصاداتها بعد التباطؤ الاقتصادي الذي ضرب الأسواق العالمية

## المبحث الأول: سياسة التيسير الكمي للفدرالي الأمريكي

فاجأ بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الأسواق مؤخرًا بتغيير كبير وغير متوقع في سياسته النقدية، عندما اجتمعت اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) في ديسمبر / كانون الأول 2018 قررت رفع أسعار الفائدة لبنك الاحتياطي الفدرالي إلى -2.25، 2.5% وأشارت إلى رفع سعر الفائدة القياسي إلى 3% - ، 3.25%، قبل أن يتوقف. كما أكدت على استمرار فك ميزانيتها العمومية لسندات الخزينة والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري إلى أجل غير مسمى، بما يصل إلى 50 مليار دولار شهريًا.

لكن بعد ستة أسابيع فقط في اجتماع اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة في أواخر شهر يناير / كانون الثاني، أشار بنك الاحتياطي الفدرالي إلى أنه سيوقف رفع أسعار الفائدة في المستقبل المنظور ويتراجع عن فك ميزانيته العمومية في وقت ما هذا العام.

### المطلب الأول: كيفية استخدام سياسة التيسير الكمي من طرف الفيدرالي الأمريكي

لم يقف الفدرالي الأمريكي مكتوف الأيدي بل تدخل عبر خطة طارئة وإستراتيجية تهدف إلى تحفيز الاقتصاد الأمريكي عبر سياسات نقدية سميت بالتيسير الكمي، ولقد تم تنفيذ سياسة التيسير الكمي عبر ثلاث برامج وهي:

#### 1- برنامج التيسير الكمي الأول:

في 25 تشرين الأول 2008 أعلن عن خطة لشراء ما قيمته 100 مليار دولار من ديون الشركات المدعومة من قبل الحكومة، و500 مليار أخرى من الأصول المدعومة برهون عقارية، ثم أعلن عن خطة شراء إضافية في آذار 2009، و750 مليار دولار من الأصول المدعومة برهون عقارية، و300 مليار أخرى من سندات حكومية طويلة الأجل، وقد ضاعفت هذه المشتريات القاعدة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية مرتين.

#### 2- برنامج التيسير الكمي الثاني:

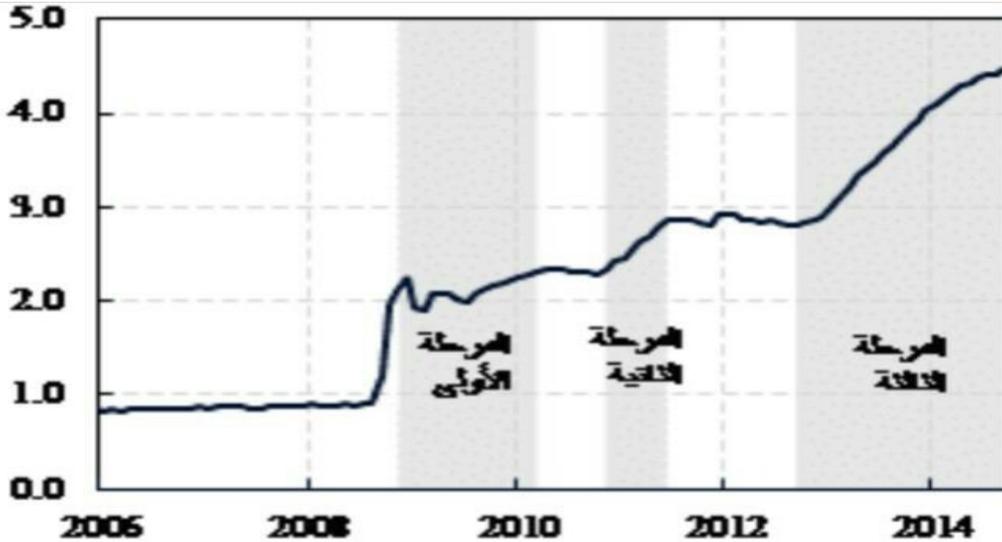
3 تشرين الثاني 2010 تم الإعلان عن خطة شراء بقيمة 600 مليار دولار تشمل سندات حكومية، وذلك بهدف إرساء دعائم تحفيز النمو إعادة التضخم إلى مستوياته المعتادة عند معدل 2%

سنويا، عرفت هذه الإجراءات بالبرنامج الثاني من التيسير الكمي، وقد صمم خصيصا لتخفيض معدلات الفائدة الحقيقية على السندات الحكومية في الأجل الطويل، ورفع معدلات التضخم.

### 3- برنامج التيسير الكمي الثالث:

ظل النمو الاقتصادي بطيئا على مدار السنوات الأربع التي امتد خلالها البرنامجين الأول والثاني، ولمواجهة ذلك أعلن الاحتياطي الفدرالي في حزيران عام 2012، عن إجراء عملية ثانية لتبديل السندات، من خلال استبدال ما قيمته 267 مليار دولار من سندات الخزينة قصيرة الأجل بأخرى ذات أجل طويل، رغم ذلك استمرت بيانات سوق العمل في الوم. أ بالتراجع، مما أقلق مسؤولي الاحتياطي الفدرالي، ليعلن مجلس عمليات السوق المفتوحة في 13 أيلول 2012 عن برنامج جديد عوضا عن شراء كمية ضخمة منها دفعة واحدة، وبالفعل تم شراء 40 مليار دولار من السندات المفتوحة عن إضافة 45 مليار دولار من السندات الحكومية طويلة الأجل إلى الـ 40 مليار السابقة ليصبح إجمالي حجم المشتريات الشهرية من الأصول 85 مليار دولار شهريا<sup>(1)</sup>.

الشكل رقم (8): الميزانية العمومية لبنك الإحتياطي الفدرالي ومراحل التيسير الكمي: (ترليون دولار أمريكي)



المصدر: مجلس إدارة بنك الإحتياطي الفدرالي وتحليلات مجموعة QNB

(1) <https://www.Saentrepemeurs.Ch/index.Php/economy-ar/item/385-2018-11-04-11-26-09>.

يقوم البنك الاحتياطي الفدرالي بضبط الاقتصاد من خلال سيطرته على أسعار الفائدة قصيرة الأجل، فحينما تنخفض أسعار الفائدة، يرتفع الاستهلاك والاستثمار بشكل عام مما يؤدي إلى المزيد من النشاط الاقتصادي، لكن معدلات الفائدة قصيرة الأجل كانت قد وصلت إلى مستوى قريب من الصفر أو آخر عام 2008 ولم يكن بالإمكان تخفيضها أكثر من ذلك وكان السبيل الوحيد لتقديم حوافز إضافية هو خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، وهو أحد أهداف التيسير الكمي، فمشتريات بنك الاحتياطي الفدرالي تخلق طلب إضافيا على السندات الحكومية طويلة الأجل، مما يرفع أسعارها ويخفض أسعار الفائدة المرتبطة بها.

أما الهدف الثاني فهو ضمان إستقرار التوقعات المرتبطة بمعدلات التضخم لمنع وصول إنكماش الأسعار إلى الأجر، وقد دفع هذا البنك الإحتياطي الفدرالي توسيع ميزانيته العمومية بشكل كبير لضمان إبقاء التوقعات مستقرة. ثالثا: أراد بنك الإحتياطي الفدرالي تشجيع المستثمرين على إمتلاك أصول ذات مخاطر أكبر عبر إزالة السندات الحكومية طويلة الأجل الآمنة نسبيا من السوق، حيث أن الزيادة الناتجة في أسعار الأسهم والمنازل من شأنها أن تزيد من ثروة الأفراد مما سيعزز إستهلاك القطاع الخاص، وقد كان هذا هو الهدف من المرحلتين الأخيرتين من التيسير الكمي في الواقع، أدت هذه التدابير إلى نتائج إيجابية في إقتصاد الو م أ، فقد تمكنت الولايات المتحدة من تفادي الدخول في فترة طويلة من إنكماش الأسعار، وانخفاض معدل البطالة الذي بلغ ذروته في أكتوبر 2009 عند نسبة 10% بشكل مطرد منذ ذلك الحين واستقر الآن عند نسبة 5.9% وقد كان دافع البحث عن العائدات هوما أدى إلى إرتفاع نسبته إلى 190% في الأسهم الأمريكية منذ مارس 2009، بل إن البعض يجادل بأن التيسير الكمي قد تجاوز الحد المعقول وبات مصدرا لعدم الإستقرار المالي وخلق فقاعات في أسعار الأصول وسيكون الزمن وحده كفيلا بإثبات ما إذا كان التيسير الكمي قد خلق فقاعات في أسعار الأصول، وسيكون الزمن وحده كفيلا بإثبات ما إذا كان التيسير الكمي خلق بالفعل طلبا أكثر من المطلوب على الأصول عالية المخاطر.

لم يكن تأثير برنامج التيسير الكمي للبنك الإحتياطي الفدرالي على الإقتصاد العالمي أمرا قليل الأهمية، فقد إتسع نطاق البحث عن عائدات أعلى ليشمل ليس فقط أسواق الأسهم والإئتمان والإسكان المحلية بل امتد إلى السندات والأسهم في الأسواق الناشئة كذلك، وعززت هذه التدفقات قيمة تلك الأصول مما عوض العجز الكبير في الحساب الجاري في بعض الأسواق الناشئة، غير أن تدفقات المحافظ عكست وجهتها بسرعة عندما أعلن بنك الإحتياطي الفدرالي عن نيته في الحد من عمليات شراء الأصول

الشهرية في مايو 2013، وقد كشف ذلك عن نقاط الضعف الكامنة في عدد من تلك الإقتصادات وكانت الدول الأكثر تضررا هي تلك التي تعرف بالدول الخمس الهشة (البرازيل، الهند، أندونيسيا، جنوب إفريقيا وتركيا) والتي عانت من إنخفاض كبير في عملاتها بعد هروب مقادير كبيرة من رؤوس الأموال.

سواء كانت نتائجها إيجابية أو سلبية، فإن تجربة التيسير الكمي التي خاضها بنك الإحتياطي الفدرالي قد إنتهت، وقد بات تركيز الأسواق الآن منصبا على التاريخ الأول الذي سيقوم فيه بنك الإحتياطي الفدرالي برفع سعر الفائدة، وبحسب بيانه الأخير فإنه من المرجح أن يقوم بنك الإحتياطي الفدرالي بالإبقاء على أسعار الفائدة عند المستويات الحالية "لفترة طويلة من الوقت" بعد نهاية برنامج التيسير الكمي، وتتوقع الأسواق أن يتم رفع أسعار الفائدة لأول مرة في النصف الثاني من عام 2015، ورغم أن برنامج التيسير الكمي قد أبلغ نهايته في الوقت الراهن، إلا أن دراسته ومناقشة آثاره ستستمر لسنوات عديدة قادمة.<sup>(1)</sup>

### المطلب الثاني: دور البنك الفيدرالي الأمريكي

يتركز عمل الفدرالي الأمريكي في خمس مجالات أساسية:

- إدارة دفة السياسة النقدية كلَّها عبر التأثير على شروط الإقراض وسوق النقد لضمان اشتغال الإقتصاد الأمريكي بكامل قدراته.
- الحفاظ على استقرار الأسعار وعلى معدّلات معتدلة للفائدة على المدى الطويل.
- التنظيم والإشراف على عمل البنوك الأمريكية للتأكد من عدم إتباعها سياسة احتيالية أو متدهورة وضمان المنظومة البنكية والمالية وحماية حقوق المستهلكين في مجال القروض.
- الحرص على ضمان استقرار النظام المالي واحتواء أي مخاطر تهدد هذا النظام.
- تقديم خدمات مالية لمؤسسات الإيداع والحكومة الأمريكية والمؤسسات الأجنبية الرسمية.

وتتكون بنية الإحتياطي الأمريكي من هيئة تدبير مركزية هي مجلس محافظيها البنك، والى جانبه 12 بنكا فدراليا يتحمل المسؤولية في رقعة جغرافية محدّدة من التراب الأمريكي.

<sup>(1)</sup>إسدال الستار على برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الرابط:

<https://sa.investing.com/ana/ysis/27312>

تاريخ الإطلاع 30 ماي 2019، 11:03 سا.

وهي بنوك بوسطن ونيويورك وفيلاديفيا وكليفلاند وريتشموند وأتلنتا وشيكاغو وسانت لويس ومينيا بوليس وتكساس ودلاس وسان فرانسيسكو<sup>(1)</sup>.

يقول العالم الإقتصادي (Anderson) بأن عملة التسهيل الكمي (QE1) Quantitative Easing ليست الأولى بل الثانية، ذلك أن السلطات النقدية الأمريكية وبدعم من الكونغرس قامت عام 1993 بشراء 1 مليار دولار من الأوراق المالية الصادرة عن الخزينة الأمريكية.

وفي الآونة الأخيرة استخدمت الولايات المتحدة التسهيل الكمي عندما كانت معدلات الفائدة الإسمية قصيرة الأجل الخالية من المخاطر إما عند الصفر أو قريبة منه، يعتبر معدل الفائدة هذا هو معدل الاموال الإتحادي الفدرالي.

- قام الإحتياطي الفدرالي أيضا بالتوسع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة موجودات جديدة والتزامات جديدة، ففي شهر تشرين الأول 2008 أعلنت اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة FOMC برنامج بمبلغ 600 مليار دولار لشراء أوراق مالية مضمونة بعقارات.

(MBS) Mortgage Backed Securities، ودين عام، وفي آذار 2009 وسعت اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) Open Martage Committee Federal برنامج الشراء هذا بصورة كبيرة معلنة أنها ستشتري 1.25 ترليون دولار من MBS و 200 مليار دولار من دين الوكالات وإلى 300 مليار دولار من ديون الخزينة طويلة الأمد. وقد إكتملت هذه المشتريات بتخمينات أدنى، في بداية 2010، وفي تشرين الثاني 2010 أعلنت FOMC أنها ستوسع محفظة الإحتياطي بشراء 600 مليار دولار إضافية من الأوراق المالية طويلة الأمد للخزينة الأكبر في فترة تمتد لنهاية 2011، ومنذ سنة أدخلت FOMC بعض التغييرات على برنامج مشترياتها على MEP (برنامج توسيع الإستحقاق Moturity Exertion Program) (شراء أوراق مالية ذات أمد أقصر) والذي بموجبه تم شراء 400 مليار دولار من الأوراق المالية طويلة الأجل للخزينة وبيع مقدار مساوي من الأوراق المالية قصيرة الأمد للخزينة وذلك للفترة التي انتهت في حزيران 2012<sup>(2)</sup>.

(1) <https://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2015/11/17>.

(2) عبد العزيز شويش عبد الحميد و بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد 4، العدد2، 2014، ص ص128،129.

### المطلب الثالث: أثر سياسة التيسير الكمي للفيدرالي الأمريكي

- منذ سبتمبر 2008 وحتى نوفمبر 2014 أضافت برامج التيسير الكمي المتتالية مبلغ 3.6 تريليون دولار إلى الميزانية العامة للفدرالي وهو ما يعادل 25% من 2.9 تريليون دولار من مكاسب الناتج الإجمالي المحلي خلال الفترة ذاتها.
- يتضح ذلك في أن أول دفعة للتيسير الكمي كانت ناجحة للغاية وفي السيطرة على أزمة مالية مؤلمة في 2009 لكن الدورة الثانية والثالثة من البرنامج كانت أقل فعالية بكثير، حيث اعتقد الفدرالي بشكل خاطئ أن ما نجح وقت الأزمة بإمكانه أن يعمل بشكل متساوي بعدها.
- في حين يظهر خطأ الفدرالي الأمريكي جليا في حقيقة التعافي الاقتصادي البطيء والغير مسبوق عند مستوى 2% سنويا على مدار السنوات التسعة الماضية مقارنة بمستوى 4% في الدورات الاقتصادية السابقة.
- وأي كان السبب في الانتعاش الاقتصادي الضعيف وسواء كان فخ السيولة المالية الضعيفة على غرار فترة الثلاثينات أو الركود الاقتصادي بسبب الاتجاه للانحار بدلا من الاستثمار أو الاستهلاك، فإن نتائج عملية التيسير الكمي كانت مخيبة للآمال.
- لذا امتدت السيولة المتزايدة والتي نتجت عن التوسعات في ميزانية الفدرالي ليس فقط إلى أسواق الأسهم بل حتى سوق السندات.
- وبهذا أصبحت السياسة النقدية التيسيرية العامل الأساسي الذي يشكل أسعار الأصول وليس الأساسات الاقتصادية.
- وفي عصر ضعف نمو الدخل وفرت تأثيرات الثروة الناجمة عن التسهيلات الكمية من أسواق الأصول الرديئة الدعم للمستهلكين الأمريكيين المتضررين من الأزمة.
- ولكن مع الدعم تأتي أيضا الآلام الناتجة عن سحب هذا الدعم، وليس فقط بالنسبة للمستهلكين والشركات المعتمدين على الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية، لكن بالنسبة للاقتصاديات الأجنبية المعتمدة على تدفقات رأس المال المدفوعة بفوارق أسعار الفائدة المشبوهة نتيجة للتيسير الكمي<sup>(1)</sup>.

(1) <https://www.saentrepemeurs.ch/index.php/economy-ar/item/385-1018-11-04-11-26-09>

### وهناك آثار بعيدة الأمد:

من المؤكد أن سياسات التيسير الكمي لم تقتصر على الدخل الأمريكي، كما لم تقتصر على "حرب العملات" دولية، بل أن المتغير الأهم جرى في عمليات انتقال رؤوس الأموال، إذ تشير التقديرات إلى أن تدفقات خارجية كبيرة خرجت من الولايات المتحدة خلال فترة التيسير الكمي، وقد توجه قسم كبير من هذه الأموال إلى الأسواق الناشئة<sup>(1)</sup>.

إذ يمكن القول أن آثار سياسة التيسير الكمي كانت بشكل عام ايجابية على المدى القصير والمتوسط من حيث أنها زادت الإنتاجية في الأسواق الناشئة عبر تخفيض تكلفة الإنتاج (الإقراض أصبح أقل تكلفة)، ومن ناحية أخرى زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة مما ساهم بتحقيق معدلات نمو وتشغيل مرتفعة أنعشت الأسواق بعد فترة من الركود التي مر بها في السنتين 2008-2009.

### آثار سلبية:

بالرغم من إيجابيات سياسة التيسير الكمي على كل من الدول المتقدمة والناشئة إلا أن تلك السياسة لم تخلو من الآثار السلبية بسبب تعقيدات الأزمة المالية، فبالنسبة للدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية كان لهروب رؤوس الأموال من أسواقها إلى أسواق الدول الناشئة آثار سلبية. منها إنعاش الاقتصاد الأمريكي، ولقد عبر رئيس الاحتياطي الفدرالي في حينها بن برنانكي عن ذلك بوضوح خلال اجتماع البنك المركزي الأوروبي في تشرين الثاني/ نوفمبر 2010 عندما انتقد السياسات النقدية الغير منتظمة للدول الناشئة، والتي تسببت في تدفقات رأسمالية كبيرة إليها، أما بالنسبة للدول الناشئة فالمخاوف تكمن في ارتفاع حجم المديونية، فالسيولة العالية التي تدفقت إلى هذه الأسواق جعلت الحكومات والشركات (مدمنة على الأموال الرخيصة)، فارتفع حجم المديونية والانتقال السريع لرؤوس الأموال من الدول الناشئة بالاتجاه المعاكس، دفعت العديد من المراقبين للنتنبؤ بالعودة لأزمة التسعينات التي أصابت (النمور الآسيوية)<sup>(2)</sup>.

(1) <https://www.mubasher.info/news/3326720/10>.

(2) <https://www.saentrepemeurs.ch/index.php/economy-ar/item/401-2> مرجع سبق ذكره.

## المبحث الثاني: سياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي

شكلت الأزمة المالية 2008 التي طالت عدد كبير من دول العالم بما فيها دول الإتحاد الأوروبي تحدي حقيقي بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي ولمدى فعالية سياسته النقدية على مواجهة أزمات بهذا الحجم، وقد لجأ البنك المركزي إلى استعمال التيسير الكمي وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث .

### المطلب الأول: آليات تطبيق سياسة التيسير الكمي من طرف البنك المركزي الأوروبي

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يتطلب مجموعة من المعايير لا بد من الالتزام بها، وإلا تحولت هذه السياسة من أداة لحل الأزمة إلى أداة لا بد من التحوط منها باعتبارها سبب من أسباب الأزمة وأكبر خطراً تواجهه الدول المطبقة لهذه السياسة، ففي أوقات الكساد عمل البنك الأوروبي على خفض معدلات الفائدة، وعندما تصل إلى 0% يفقد البنك المركزي فرصته في تشجيع الائتمان، وبالتالي يقوم بتطبيق سياسة التيسير الكمي كبديل عن أدوات السياسة النقدية التقليدية فيقوم البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات طويلة الأجل وتخفيض معدلات الفائدة على احتياطات البنوك التجارية التي يحتفظ بها مما يؤدي إلى تقليل إقبال البنوك على الاحتفاظ بفائض السيولة لدى البنك المركزي، وبالتالي زيادة حجم الائتمان ما يساعد على الاستثمار في القطاعات الاقتصادية الحقيقية.

وعليه يمر تطبيق سياسة التيسير الكمي بمرحلتين أساسيتين:

- شراء البنك المركزي من البنوك التجارية وباقي المؤسسات المالية السندات الحكومية مما يرفع من أسعارها بسبب زيادة الطلب عليها وبالتالي تنخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل.
- إصدار أدوات دين قصيرة الأجل وتوسيع القاعدة النقدية من الاقتصاد عن طريق الإصدار النقدي.

في خطوة اعتبرت تاريخية أعلن البنك المركزي الأوروبي، الخميس 22 يناير 2015 عن إطلاق برنامج للتيسير الكمي يطبع بموجبه نقوداً لشراء سندات سيادية بنحو 60 مليار يورو ابتداءً من مارس وحتى نهاية سبتمبر من العام القادم، وتشمل الأموال جزءاً من برامج قائمة ويتضمن البرنامج دولا تنفذ برامج انقاذ مثل اليونان.

ووفقا لوكالة " روتيرز " فإن البنك المركزي سيطلق البرنامج بهدف إنعاش اقتصاد منطقة اليورو المتعثر، حيث تحول التضخم إلى قراءة بالسالب (0.2%) وهذه أقل بكثير من هدف البنك البالغ أقل قليلا من 2% .

وقال ماريو دراغي، رئيس البنك في مؤتمر صحافي " بموجب هذا البرنامج الموسع ستصل المشتريات الشهرية المجمعة من الأوراق المالية العامة والخاصة إلى 60 مليار يورو ". وأضاف من المستهدف تنفيذ ذلك حتى نهاية سبتمبر 2016 وفي كل الأحوال سيجري البرنامج إلى أن تشهد تغيراً متواصلا في مسار التضخم.

إلى ذلك علق الخبير الاقتصادي جورج البتروني مدير الشرق الأوسط في "شركة أكتيف تريديس" البريطانية على تحرك اليورو بعد الخبر بالقول " لم يكن الخبر مفاجئا للأسواق، حيث نفذ ماريو دراغي ما توقعه الجميع، وتراجع اليورو إلى مستويات 1,1525 دولار بعد الخبر بالمقارنة مع 1,1620 قبل الخبر مباشرة، فقد زاد المعروض النقدي في معظم الدول الكبرى، عن مثيله خلال السنوات الماضية، إلى نسب الإنفاق ، وبالتالي معدلات التضخم فيها مازالت دون المستهدف وأقل مقارنة بمعدلات الأعوام السابقة، فيما كشف حجم تأثيرات وتداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة على الاقتصاد العالمي.

وجاء ارتفاع المعروض من النقود في دول مثل: الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي واليابان والصين. نتيجة التيسير الكمي أو التحفيز النقدي - طبع أموال لضخ سيولة في السوق مباشرة أو من خلال شراء أصول حكومية- في محاولة لإنعاش اقتصاداتها، بعد التباطؤ الاقتصادي الذي ضرب الأسواق العالمية، إلا أنها لم تأت بالنتائج المرجوة - منذ إتباعها في 2008- حتى الآن. ولن اختلفت نتائجها العامة من دولة لأخرى<sup>(1)</sup>.

وقد ذكر رؤساء البنوك المركزية الأوروبية بعد أزمة 2008 أن سياسات التيسير الكمي ستزيد من الإقراض والمعروض النقدي، وبالتالي تمكنهم من الوصول إلى أهداف التضخم الخاصة بهم.

وقال بول فيشر، وهو مسؤول في بنك إنجلترا، عندما كشفت إنجلترا عن برنامج التيسير الكمي في مارس 2009: أن سياسة التيسير الكمي كان المقصود منها أن تؤدي إلى الانتعاش الاقتصادي عن طريق زيادة الإقراض المصرفي وزيادة المعروض من النقود، كذلك صرح هارو هيكو كورودا محافظ بنك

(1) خبير التيسير الكمي من المركزي الأوروبي. نقلا عن الرابط:

www.alarabiya-net.cdn.ampproject.org/v/s/www.alarabiy.net/ar/amp/aswaq/economy/2015/01/22

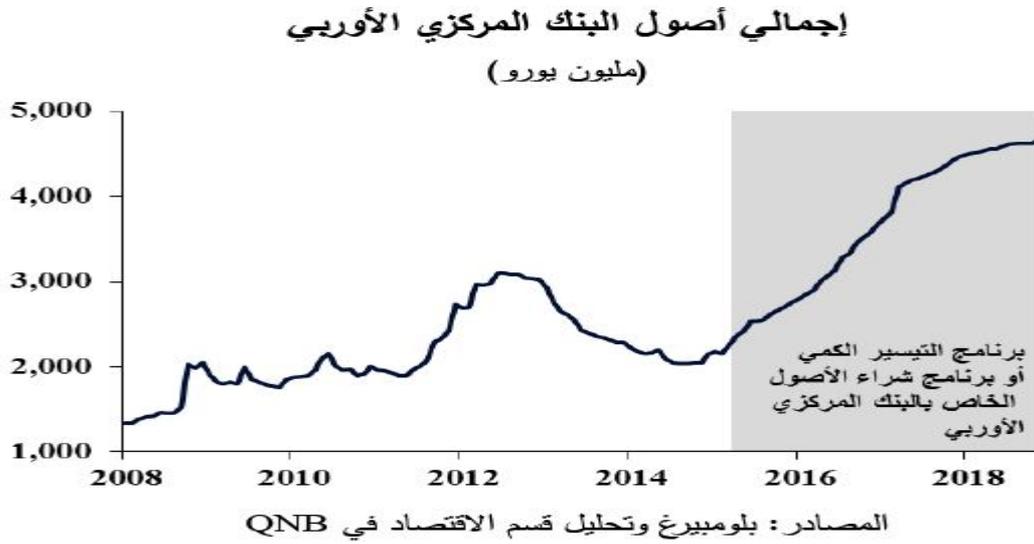
اليابان -في 12 أبريل 2013 في أول خطاب له بعد أن أصبح محافظا للبنك- بأن سياسة التيسير الكمي من شأنها أن تزيد الإقراض. ومن ثم تسمح بالوصول لمعدل التضخم المستهدف عند 2% في غضون عامين. وبالمثل قال ماريو دراغي: رئيس البنك المركزي الأوروبي الذي تأخر حتى أعلن عن التيسير الكمي في 22 يناير من عام 2015: أن هذه السياسة «سوف تدعم المعروض النقدي والنمو الائتماني، وبالتالي تسهم في عودة معدلات التضخم نحو 2%». (1)

على الرغم من ضعف تعافي منطقة اليورو وتصاعد المعوقات المرتبطة بتباطؤ النمو العالمي وازدياد الشكوك بشأن السياسة النقدية، قرّر البنك المركزي الأوروبي إنهاء شراء الأصول في إطار برنامج التيسير الكمي وفي وقت أبكر مما كان مقرراً في السابق. يتطرق تحليلنا إلى النظر في طبيعة برنامج التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي ويحدّد الأسباب وراء القرار الأخير الذي يقضي بالمضي قدما في خطط خفض برنامج التيسير الكمي.

بدأ البنك المركزي الأوروبي رسميا في تنفيذ برنامجه للتيسير الكمي، أو البرنامج الموسع لشراء الأصول في مارس 2015 في ذلك الوقت، كانت الضغوط التي شكلها تراجع التضخم تخلق مخاطر انكماشية حقيقية على خلفية نوبات جديدة من الضعف الاقتصادي في أعقاب أزمة الديون الأوروبية، وقد تم تنفيذ برنامج شراء الأصول بعد سلسلة من التدابير النقدية غير العادية الأخرى، مثل أسعار الفائدة السلبية على الودائع والتسهيلات التي قّمتها البنك المركزي الأوروبي لتوفير تمويل أطول أجلا للبنوك من القروض الجديدة. ووسّع برنامج شراء الأصول أدواته غير التقليدية من خلال إطلاق أربعة برامج تستهدف الاستحواذ على أنواع مختلفة من الأصول. بما في ذلك سندات القطاع العام وسندات قطاع الشركات والأوراق المالية المدعومة بالأصول والسندات المغطاة وعلى مدى السنوات الثلاث الماضية. تحوّل برنامج شراء الأصول إلى الأداة الأساسية لقياس وضع السياسة النقدية في منطقة اليورو. وفي الواقع تباينت أحجام شراء الأصول من قبل البنك المركزي الأوروبي، حيث بلغت ذروتها عند 80 مليار يورو شهريا في الفترة 2016-2017. وبشكل عام أضاف برنامج شراء الأصول موجودات بقيمة 2,3 تريليون يورو للبنك المركزي الأوروبي، ممّا ساهم في خلق فوائض في الاحتياطات بقيمة 1,9 تريليون يورو.

(1) www. google.com

الشكل رقم (9): إجمالي أصول البنك المركزي الأوروبي - مليار يورو



في 2017 أعلن البنك المركزي الأوروبي عن نيته في بدء تخفيض أو التخلي التدريجي عن صافي مشترياته من الأصول ومؤخراً أكد البنك المركزي الأوروبي أنه سيوقف صافي المشتريات بعد ديسمبر 2018 وفي حين ينتظر الإفصاح عن مزيد من التفاصيل بشأن خطة التخفيض، سيواصل البنك المركزي الأوروبي إعادة استثمار الأرباح المتحققة من السندات التي تصل تواريخ استحقاقها لمدة زمنية إضافية.

وهناك أربعة أسباب تشرح قرار البنك المركزي الأوروبي بالتوجه نحو تطبيع السياسة النقدية<sup>(1)</sup>:

**أولاً:** حققت السياسة النقدية غير التقليدية هدفها الرئيسي جزئياً، كما وفرت مدة الاستثمار القصيرة وعلاوات المخاطر ظروفًا مالية ملائمة، مما دعم الأنشطة الاقتصادية وقاربت معدلات البطالة وطاقات الإنتاج الصناعي الاحتياطية أدنى مستويات لها في عشر سنوات حيث بلغت 8,1% و 16,1% على التوالي، وقد تم تحييد مخاطر الانكماش الاقتصادي بالكامل في الوقت الراهن.

**ثانياً:** هناك قيود على المشتريات الإضافية من سندات القطاع العام تفرضها قواعد مبطنة مرتبطة بأحكام معاهدة ماستريخت حول تمويل البنك المركزي الأوروبي للدول الأعضاء. وحيث ينبغي أن يتناسب تكوين مشتريات الأصول من الناتج المحلي الإجمالي، فإن البنك المركزي الأوروبي يقترب من حدود

<sup>(1)</sup> لويس بينتو، البنك المركزي يمضي قدماً في تطبيع سياسته النقدية، 23 ديسمبر 2018، نقلاً عن الرابط: <https://w.w.w.qnb.com/cs/satellite?C=QNBNews-c&cid.2:05.2019,11:12>.

ملكته من السندات «ثلث الديون لكل بلد عضو»، في عدد من البلدان وإذا لم يقدّم البنك الأوروبي بتخفيض برنامج التيسير الكمي، فإن السندات التي بمقدوره شراءها ستنتفذ قريباً في ألمانيا وسلوفاكيا وفنلندا.

**ثالثاً:** من المتوقع أن يدفع تخفيض برنامج التيسير الكمي إلى زيادة تطبيع السياسة النقدية من خلال جولات من رفع أسعار الفائدة، مما سيبيح للسياسة النقدية التحوط لأي تراجع اقتصادي محتمل في المستقبل وتكمن أهمية ذلك بالخصوص في كون الاقتصاديات المتقدمة الرئيسية بلغت حقا المراحل الأخيرة من دورتها الاقتصادية، ومما يلوح في الأفق من ركود خلال السنوات القادمة.

**رابعاً:** لم يتمكن برنامج التيسير الكمي من تحقيق التضخم المستهدف من قبل البنك المركزي الأوروبي، كما أن الآثار الجانبية لبرنامج شراء الأصول خلقت مخاوف بشأن الاستقرار المالي، وتفويض أنظمة المعاشات التقاعدية. ولا يزال التضخم، وخاصة التضخم الأساسي منخفضاً عند مستوى 1,9% و1,1% على التوالي، لقد أدى التخفيف المفرط للسياسة النقدية إلى تضخم أسعار الأصول وتحفيز مزاج السوق بشكل أكبر من اللازم مع بروز خصائص مشابهة للفقاعات علاوة على ذلك، وحيث أن الصناديق التقاعدية تعتمد على العائدات طويلة الأمد من أجل استيفاء الالتزامات المستقبلية، فإن تقليص الأوراق المالية طويلة الأجل يتسبب في حدوث أثر سلبي دائم على برامج التقاعد الأوروبية.

**المطلب الثاني: دور الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في معالجة الأزمة بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي**

تمثل اتخاذ البنك المركزي الأوروبي لتدابير غير تقليدية في السياسة النقدية سمة مميزة للأزمة العالمية -2008- إذ تغيرت اتجاهات السياسة النقدية لهذه البنوك نحو استخدام أدوات غير معتادة استجابة لهذه الأزمة 2008، بهدف تحفيز النشاط الاقتصادي خاصة بعد ما أصبحت السياسة النقدية التقليدية بمختلف أدواتها غير فعالة أثناء الظروف غير الطبيعية ولغى من أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي فرضها الواقع الاقتصادي المضطرب الناجم عن تداعيات هذه الأزمة هي: التيسير الكمي التيسير النوعي، أداة إستراتيجية توجيه استباقات المتعاملين:

**أ- التيسير الكمي:** إنّ التيسير الكمي يقوم على أساس قيام السلطة النقدية باستخدام النقود المصنّرة من قبلها بشراء السندات المالية طويلة الأجل والتي تعثرت أسعارها لغرض زيادة سيولة المصارف التجارية التي تمتلك تلك السندات ومن ثم معالجة هذه السيولة.

جدول (05): عمليات التسهيل الكمي التي قام بها البنك المركزي الأوروبي في برنامج (LTRO) لتجاوز أزمة 2008.

التاريخ	المقدار (مليار يورو)
كانون أول 2011	489.19
أذار 2012	529.53
تشرين الثاني 2012	13.52
كانون أول 2012	14.96
كانون الثاني 2013	10.46
المجموع	157.66

المصدر: الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي متاح على الأنترنت 2019/04/28 [www.ecb.org](http://www.ecb.org)

ويمثل الجدول (05) قيام البنك الأوروبي (BCE) باستخدام سياسة التسهيل الكمي، والتي يطلق عليها عمليات إعادة التمويل طويلة الأمد (LTRO) لمعالجة النقص في كميات النقد في الاقتصاديات الأوروبية إذ يتم توسيع الموجودات التي تستخدمها المصارف كضمان إضافي، ومن ثم تقديمها إلى البنك المركزي الأوروبي مقابل اليورو.

إن استخدام التيسير الكمي يمثل الرجوع إلى النظرية النقدية لميلتون فريدمان والتي تشير إلى أن حدوث زيادة في القاعدة النقدية يمكن أن تؤدي إلى زيادة في الائتمان المقّم من قبل المصارف التجارية لعملائها. بمعنى آخر أن تدخل البنك المركزي بشراء السندات في السوق المفتوحة وبأسعار مرتفعة جداً سيُشجّع الوحدات المصرفية لبيع ما لديهم من هذه الأوراق، مما يعني زيادة أرصدها النقدية بصورة ملحوظة، وبالتالي تحقيق التوازن في محفظتها الاستثمارية التي تتألف من سندات طويلة الأجل بالإضافة إلى الموجودات المالية الأخرى<sup>(1)</sup>.

ويتم استعمال أداة التيسير الكمي لما يكون معطل قصير الأجل قريب من الصفر ولما تطول حالة الانكماش والهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة، ويقوم ميكانيزم التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي حيث يقتني هذا الأخير أصول مختلفة قد تشمل أصول قليلة المخاطر كسندات الخزينة أو أصول أخرى أكثر خطراً كديون

<sup>(1)</sup> عبد الحسين جليل الغالبي ويوسف حاكم غدير، وجهة نظر جديدة في العلاقة بين السياسة النقدية والأزمات المصرفية، العراق، 2006، ص

الوكالات *dettes d'agences*، والسندات المدعومة بأصول (ABS) مثل سندات الرهن العقاري (MBS).

وتم خلال الأزمة المالية 2008 استعمال أشكال مختلفة من أداة التيسير الكمي من طرف عدة بنوك من بينها البنك المركزي الأوروبي (BCE)؛ إذ يعتبر التيسير الكمي أداة مشابهة لأداة إصدار النقود (*planche à billet*) إلا أنها أكثر تطورا منها في إجراءات تنفيذها، وهي تركز على عاملين أساسيين:

- توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد.
- زيادة احتياطات القطاع البنكي.

يعتبر العامل الأول في حالة الأزمات المالية عاملا جوهريا حيث تستطيع البنوك المركزية بتحقيقه تجنب الكساد *la déflation*.

في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الإقراض مجدداً.

**ب- التيسير النوعي: credit easing/CE:** وهو شكل آخر من أشكال التيسير وهي حالة خاصة لأداة التيسير الكمي.

يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلا من التركيز على زيادة قاعدته النقدية. إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم غير معقمة (*Non stérilésés*) خاصة أو عمومية على المؤسسات المالية أو مباشرة على المؤسسات غير المالية (ANF)، الأمر الذي يؤدي تلقائيا إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيولات، وتهدف عمليات الشراء السابقة إلى رفع أسعار الأصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتنشيط الاقتصاد، كما تهدف أيضا أداة التيسير النوعي إلى تخفيض علاوات المخاطر ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات.

لأداة التيسير النوعي نقطة ايجابية أساسية تتمثل في التحكم المباشر للبنوك المركزية في عمليات صنع السيولة حيث يتم توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة، وتحد من احتمال ظهور فقاعات مضاربة من جهة أخرى، وبالرغم من تأدية أداة التيسير النوعي لدور فعال في تنشيط الاقتصاد، إلا أنها تبقى صعبة التطبيق وخطيرة في نفس الوقت.

ج- أداة إستراتيجية توجيه استباقات المتعاملين (forward guidance): أمام تأزم الوضع عام 2008 في السوق المالي، وفي سوق من بين البنوك قام البنك المركزي الأوروبي بخفض معدلات فائدتها الرئيسية، إلا أن هذه الأخيرة سرعان ما اقتربت من حدّها الأدنى أي الصفر، ومنها حتى من بلوغه، حيث كان يفترض أن تصبح معدلات الفائدة سلبية في ظل الأوضاع الكارثية التي كانت سائدة لو تم تطبيق "قاعدة تايلور" التقليدية.

يجد البنك المركزي الأوروبي نفسه مجبرا على اتخاذ إجراءات غير تقليدية لتجاوز مصيدة السيولة التي وقعت فيها، حيث يمكن للسياسة النقدية أن ترفع من درجة فعاليتها إذا أعلنت البنوك المركزية الأسواق بإجراءاتها المستقبلية (حتى تلك التي تعزم اتخاذها خلال الفترة التي تلي الاجتماع القادم لمحافظي البنوك المركزية).

ترتكز أداة forward guidance على إرسال إشارات إلى الأسواق لإعلامهم بالوجهة المحتملة التي ستسلكها معدلات الفائدة في المستقبل، وترى نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد Nouvelle économie keyné sienne بأن استباق المتعاملين لارتفاع الدخل الحقيقي، ولارتفاع المستوى العام للأسعار في الفترة المستقبلية سيؤدي إلى تحفيزهم على رفع انفاقهم الحقيقي، ما من شأنه أن يترجم أنيا إلى ضغوط تضخمية، فإذا كان البنك المركزي يسعى إلى تحقيق معدل معين للتضخم فإن معدلات الفائدة قصيرة الأجل سترتفع، مما سيؤدي إلى احتواء ارتفاع الإنفاق، ويكبح ارتفاع الأسعار، أما إذا ضلّت أسعار الفائدة الاسمية ثابتة فإن ارتفاع الإنفاق سيكون أكبر، الأمر الذي من شأنه لاسيما في حالة الانكماش أن يسمح للسلطات النقدية بتحفيز النشاط الاقتصادي.

يرى الاقتصادي "woodford" بأن أهمية أداة forward guidance تبرز من خلال العاملين التاليين:

● العامل الأول: متعلق بإمكانية عدم تشخيص العملاء لنوايا البنك المركزي، حيث يشكل الوضع السابق مشكلا حقيقيا إذا أُجبر مستوى الصفر البنوك المركزية الحفاظ على سياسة نقدية أكثر تشددا من تلك التي كانت ترغب في تطبيقها، وإذا حاولت البنوك المركزية إقناع المتعاملين بأن هذه السياسة ستكون أكثر مرونة عما تفرضه الظروف الاقتصادية.

إذا قامت البنوك المركزية بتوضيح قراراتها، ووعدت بتبني سياسة أكثر مرونة في المستقبل فإن المستوى جد مرتفع للمعدلات الحقيقية خلال الفترة الحالية سيكون أقل ضرراً على النشاط الاقتصادي في المدى القصير.

• **العامل الثاني:** هو أن أداة الـ forward guidance تجبر السلطات النقدية على الالتزام بتنفيذ قراراتها، الأمر الذي من شأنه أن يحسن من مصداقيته<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: مخاطر وآثار تطبيق سياسة التيسير الكمي من طرف البنك الأوروبي

من أهم مخاطر تطبيق هذه السياسة هو خطر ارتفاع أسعار بعض الأصول خاصة السلع والأسهم العادية، كما قد تساهم في تخفيض العوائد على الاستثمارات ما يسبب زيادة نسبة البطالة.

كما أن انخفاض معدل الفائدة وزيادة السيولة يؤدي إلى احتمال حدوث التضخم في المستقبل باعتبار أنه لا توجد وسيلة دقيقة تحدد كمية ضخ النقود المناسبة للاقتصاد والتي لا تؤدي إلى حدوثه.

كما أن الزيادة في طبع النقود يؤدي إلى فقدان العملة لقيمتها وثقة الجمهور بها وبالتالي يسارع المستثمرون إلى التخلص من الأصول المالية المرتبطة بالعملة مما يزيد في حدة التضخم.

ومن أهم آثار التضخم هو الارتفاع في أسعار السلع التي تدفع حصيلتها الدول المستوردة، كما يمكن تلخيص آثارها فيما يلي:

**1) الآثار المالية:** تؤثر سياسة التيسير الكمي على القطاع البنكي من خلال تأثيرها على القروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية كما ونوعاً فشاء البنك المركزي للسندات الحكومية وزيادة ضخ النقود تجعل البنوك التجارية تتمتع بالسيولة الكبيرة، ما يجعلها ترفع من حجم القروض الممنوحة خاصة القروض الاستهلاكية بهدف الحصول على عائد أكبر من معدل الفائدة على السندات طويلة الأجل.

تؤثر سياسة التيسير الكمي على القروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية وتؤثر على الودائع، فودائع البنك المركزي الأوروبي تتركز على السندات الحكومية طويلة الأجل المشتراة، والتي تقابل قيمتها قيمة الأوراق النقدية المطبوعة، وتخفيض البنك الأوروبي لنسبة الاحتياطي للبنوك التجارية لديه نتيجة انخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة السيولة لدى البنوك.

(1) محمد الامين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 157-161.

ومن الآثار المالية أيضا تأثيرها على مكونات المحفظة المالية للمستثمرين وعلى نسبة السيولة في الأسواق المالية، وعلى معدلات الفائدة بالانخفاض وعلى قيمة العملة.

**(2) الآثار الاقتصادية:** إن تطبيق سياسة التيسير الكمي من قبل البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات الحكومية وزيادة المعروض النقدي يساهم في زيادة الاحتياطي في البنوك التجارية، وبالتالي زيادة السيولة وهذا بسبب معدل الفائدة الصفري، مما يساهم في زيادة القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية للمستثمرين للحصول على معدل فائدة، وهذا بالضرورة ما يسهم في خلق مناصب شغل.

تؤثر سياسة التيسير الكمي على الطلب وعلى التضخم باعتبار أن هذه السياسة تعمل على ضخ النقود في الاقتصاد، كما أن الهدف الأساسي لسياسة التيسير الكمي هو تحقيق النمو الاقتصادي في كافة مجالاته والخروج من حالة الكساد فمعدل الفائدة المنخفض يحث البنوك التجارية على الاقتراض من البنك المركزي الأوروبي وإعادة الإقراض للأفراد والمؤسسات لتمويل الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري وبالتالي زيادة الطلب الكلي ما ينعش الاقتصاد<sup>(1)</sup>.

- تقدر المشتريات الشهرية من المركزي الأوروبي عند 60 مليار أورو حتى أيلول 2016، وربما لفترة أطول إذا ظل التضخم دون المستهدف، عند 2%، ومع نهاية العام المقبل قد تصل موازنة البنك إلى نحو 3 تريليون أورو.

ويتضمن البرنامج شراء سندات حكومية بنسبة 8% وسندات مؤسسات أوروبية خاصة، مثل بنك الاستثمار الأوربي بنسبة 12%، وبالتالي تتوزع الأخطار بالإجمالي 20% وفيما يتعلق بالـ 80% الأخرى فسوف تتحمل البنوك المركزية للدول الأعضاء في منطقة الأورو أي خسائر محتملة، في حال وقوع تعثر في سداد الديون في دولة ما.<sup>(2)</sup>

- « وهناك آثار أخرى تتجلى بوضوح لهذه السياسة:

(1) مطاي عبد القادر وراشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات، الجزائر، 30 ديسمبر 2016، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمدة لخضر الوادي الجزائر، العدد 11 ديسمبر 2016.

(2) تقارير وتحليل، 23 كانون الثاني 2015، المصدر: للوكالات [www-an.ahav-com.cdn.ampproject](http://www-an.ahav-com.cdn.ampproject)

الأولى: أن عمليات شراء الأصول التي نفذها البنك المركزي الأوروبي كانت لها فوائد مهمة للاقتصاد الكلي، وثانيها أن التكاليف السياسية للتيسير الكمي كانت أكبر بكثير من توقعات الجميع وثالثها أن الأمر برّمته كان سيئا للغاية بالنسبة للبنك المركزي الألماني.

- شجّع البنك المركزي الأوروبي الإقراض للشركات الصغيرة والأسر عبر منطقة اليورو بتقليل تكلفة القروض المصرفية من خلال برنامج التيسير الكمي مما أعطى دفعة مهمة للنمو الاقتصادي وأدى إلى انخفاضات كبيرة في البطالة، فضلا عن ضغوط تصاعدية على تكاليف الأجور <sup>(1)</sup>.
- تباطئ نمو الاقتصاد العالمي في عام 2011 ليصل إلى 3.9% بعد أن وصل إلى 5.3% في العام السابق؛ وعلى مستوى منطقة اليورو وصل إلى نحو 1.4% في 2011 وذلك بعد ما بلغ 1.9% في العام السابق، ويتوقع أن تدخل إقتصادات منطقة اليورو في فترة ركود اقتصادي خلال عام 2012.

- وفي جانب الأوضاع النقدية العالمية استمرت العديد من البنوك المركزية حول العالم في إتباع سياسات نقدية توسعية من خلال خفض أسعار الفائدة، بالإضافة إلى استمرار العديد منها في تنفيذ سياسة التيسير الكمي وضخ السيولة بهدف تحفيز الائتمان والنمو الاقتصادي. ففي منطقة اليورو فقد آلت أزمة الديون السيادية في بعض دول المنطقة إلى شح السيولة بين المصارف والذي ساهم في ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وبالنسبة لأسعار الفائدة طويلة الأجل مقاسة بأسعار السندات الحكومية طويلة الأجل. فقد تباين اتجاهها في الدول المتقدمة.
- وفيما يخص التطورات في أسعار الصرف في عام 2011 شهدت أسعار صرف العملات الرئيسية تقلبات ملحوظة متأثرة بعدد من العوامل الاقتصادية، فقد سجّل اليورو صعودا أمام الدولار كما كملذات آمنة ودفع قيمة هذه العملات للارتفاع بشكل ملحوظ، وبالتالي أثر سلبا على نشاط المصنّين في بعض هذه الدول.

قام البنك المركزي الأوروبي بمزيد من تيسير سياسته النقدية في سنة 2014 مثلما يدل عليه التخفيض في مناسبتين في نسبه الرئيسية خلال شهري جوان وسبتمبر، وذلك بهدف التصدي للضغوط الانكماشية التي تحوم حول اقتصاد منطقة اليورو، وبالفعل تم التخفيض على حدّ السواء في نسبة العمليات الرئيسية لإعادة التمويل ونسبة تسهيل الإيداع، وذلك ب 10 نقاط أساسية في كل مرة للرجوع

ستيف غيرلاش، 31 Quantitative-easing- economic- political [www.project-syndicate.org/commentary/ecb](http://www.project-syndicate.org/commentary/ecb) (1) .  
جانفي 2019

بهما إلى 0.05% و -0.2%، على التوالي، وفي جانب آخر وقع الإعلان خلال شهر جوان 2014 عن سلسلة من عمليات إعادة التمويل الموجهة على المدى الطويل (LTRO) وإطلاق برنامج لشراء قيم مستندة لأصول وسندات مؤمنة خلال شهر سبتمبر، وتهدف هذه الإجراءات الإضافية إلى تحفيز إسناد القروض البنكية للقطاع الخاص غير المالي، لاسيما وأن النمو الضعيف للقروض ما زال يعيق الانتعاشة خلال سنة 2014<sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup>التقرير السنوي 2014 - البنك المركزي التونسي - الشاذلي العياري، 19 جوان 2015، ص 14.

## المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين السياسات النقدية لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي في الإقتصاد المحلي والدولي

لتقييم أثر التيسير الكمي على الإقتصاد، لا بد من وجود نموذج والمشكلة هي أن نماذج الإقتصاد الكلي لا يمكن الاعتماد عليها فجميعها تحتوي على افتراضات منمقة للغاية وغير واقعية.

فلا يمكن معرفة حجم إسهامها في تعزيز الإقتصاد الحقيقي، ولكنه في جميع الأحوال قادر على منع ارتفاع معدلات التضخم، عندما ظهر التيسير الكمي، كانت هناك توقعات واسعة بمستويات مرتفعة من التضخم، وهذا منطقي مع الاعتقاد بأن المال شيء أنشأته الحكومة.

### المطلب الأول: دراسة مقارنة بين السياسات النقدية للفدرالي الأمريكي FED والبنك المركزي الأوروبي BCE في الإقتصاد المحلي

#### أولاً: آثار التيسير الكمي في الإقتصاد المحلي

لقد تحولت البنوك المركزية نحو سياسات نقدية غير تقليدية لتقديم المزيد من الحوافز للمال والإقتصاد، وتشمل هذه السياسات توفير السيولة وسوق التسهيلات الائتمانية للمصارف، والقيام بعمليات شراء واسعة النطاق للأصول "المعروف عنها بالتيسير الكمي".

أ- توفير السيولة: عندما بدأت الأزمة المالية العالمية جفت وبسرعة السيولة في أسواق الإقراض على المدى القصير الأجل على سبيل المثال. ما حصل في الولايات المتحدة الأمريكية وفي منطقة اليورو؛ حيث تم توسيع نطاق مزاد إلى نموذج كامل المخصصات بسعر ثابت "ollotmentata fixed rate full" حيث يصبح باستطاعة المصارف أن تستدين بشكل غير محدود شرط وجود ضمانات إضافية.

ب- التسهيلات الائتمانية: وجدت المصارف المركزية أن الائتمان من القطاع المصرفي على بقية الإقتصاد قد تضاءلت لذلك تدخلت لتشجيع الإقراض وعلى سبيل المثال أنشأت في عام 2008 برامج شراء الأوراق التجارية ممتها 90 يوماً. ودعم إصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول. وفي عام 2011 قام البنك المركزي الأوروبي بدعم تعزيز الائتمان للمصارف من خلال إطالة عمليات إعادة التحويل من ثلاث أشهر إلى ثلاث سنوات فضلاً عن زيادة المبالغ المتاحة للمصارف.

ج- مشتريات الأصول على نطاق واسع: عندما لامست أسعار الفائدة نقطة الصفر، وتحولت المصارف المركزية إلى شراء سندات حكومية طويلة الأجل وأوراق مالية أخرى، كما فعل الفيدرالي الأمريكي في 2008، 2010، 2012، عبر عمليات تسمى QE1، QE2، QE3 على التوالي، واستخدام أيضا عملية تويست " Operation twist " والتي تسعى إلى إبدال سندات قصيرة الأجل بسندات طويلة الأجل.

لاشك أن السياسة النقدية غير التقليدية أتت إلى خفض كلفة الإقراض لدى الحكومات، كذلك استفادت الشركات غير المالية في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو كثيرا من انخفاض أسعار الفوائد، وتمكنت من توفير ما قيمته 710 بليون دولار على خدمة زبائنها ما بين 2007 و 2012، علما أن ذلك انعكس سلبا على المكاسب من الضرائب والإنفاق أكثر من أي مكاسب جاءت نتيجة انخفاض أسعار الفائدة.

ولكن الأسر في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو فقدت مجتمعة مبلغ 630 بليون دولار جراء انخفاض أسعار الفوائد نتيجة انخفاض الفائدة على الودائع أكثر منها على الديون.

وأوضح أثر للفوائد المنخفضة قد يكون من خلال دراسة الإنفاق الحكومي في نهاية العام 2012 استفادت حكومات أمريكا ومنطقة اليورو وبريطانيا مجتمعة بنحو 1.4 تريليون دولار مقارنة مع العام 2007 من خلال انخفاض الفوائد على الديون "كانت حصة الأسد من نصيب الولايات المتحدة تبعثها منطقة اليورو" (1).

#### • أثر التيسير الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية المحلية:

##### أ- أثر التيسير الكمي على البطالة:

لقد استطاع الفيدرالي الأمريكي تخفيض معدل البطالة من 9.9% عام 2009 إلى مستويات 05% عام 2015 وهناك تحسن في الإنفاق الاستهلاكي وهذا ما يظهر في أرقام النمو الاقتصادي من 2.5% في 2010 إلى 2.4% في عام 2015، وكذلك هناك تحسن في أجمالي الناتج المحلي وهذا ما لم نراه في أوروبا لعدة أسباب فالتضخم لا يزال عند مستويات متدنية ففي عام 2010 كانت نسبته

(1) غريتا صعب، جريدة الجمهورية 2 أبريل 2019، نقلا عن الرابط:

2.21% وفي 2014 انخفضت إلى السالب لتصل إلى -0.16% وفي 2015 قدرت ب 0.23% أي كانت مادون المستهدفات للبنك المركزي الأوروبي، ليس هاذ فقط، هذه المستويات انخفضت مادون الصفر عدة مرات في 2015.

أما عن معدلات البطالة فلا تزال مرتفعة جدا أي عكس الذي أراده البنك المركزي الأوروبي قدرت في 2010 بنسبة 9.6% واستمرت في الارتفاع إلى غاية 2014 لتصل إلى 10.2% لتعاود الانخفاض عام 2015 ما يقارب 9.4%.

وبالتالي يكمن السبب الأول في فشل سياسة التيسير الكمي بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي في الصادرات: فبعد الاعتماد على التيسير الكمي قامت بالضغط على عملة اليورو لان أغلب الصادرات داخل منطقة اليورو وهي كلها تتعامل باليورو.

وحسب الدراسات الحديثة كانت تتحدث عن الصادرات إلى الو م أ والذي أخذ وقت طويل لتعديل الأسعار.

السبب الثاني: كان هناك تأخر البدء في تحفيز الاقتصاد من قبل البنك الأوروبي بالقيام بهذه الإجراءات غير التقليدية.

في حين الفدرالي الأمريكي كان من السابقين إلى اتخاذ هذه الخطوة لأن المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية تدعوا إلى الإنفاق عكس الاتحاد الأوروبي الذي كان هناك اعتراض دائم من قبل ألمانيا<sup>(1)</sup>.

#### ب- أثر التيسير الكمي على أسعار الفائدة:

الهدف الرئيسي من سياسة التيسير الكمي هو استقرار الأسعار عند 2% وهو المستوى المنشود والمكلف للبنك المركزي الأوروبي بالدفاع عنه، هذه النسبة في طريقها نحو التحقيق.

أما الهدف الآخر هو تخفيض نسبة الفائدة على السندات الحكومية المطروحة في الأسواق، وبالتالي تخفيف الضغط على كاهل المالية الحكومية، وهذا ما حصل بالفعل لدرجة أن بعض البلدان شهدت معدلات فائدة سلبية على سندات الحكومة في الأسواق كألمانيا وفرنسا. لكن هذه الايجابية قد

(1) <https://www.youtube.com/watch?v=vs9k81rqm>.2019/04/28, 11 :30.

تحجب وراءها قلق حدوث فقاعة في سوق السندات باعتبار أن السندات الحكومية لبعض بلدان اليورو لم تعد موضع رغبة لدى المستثمرين، كما أن إقبال البنك المركزي الأوروبي خلال السنوات الثلاث الماضية على السندات الحكومية لم يترك منها الكثير في الأسواق للمستثمرين الآخرين، هذه النقطة بالذات تسببت حتى الآن في قلق من حصول مخاطر تتعلق في السندات التي تتكلم عنها، حيث أن الأمر متعلق بأصول مالية الأكثر ضمانا في تحصيلها، وهذا كان السبب في استبعاد أصول اليونان من السباق.

إنما إصرار البنك المركزي الأوروبي في الإقبال على الأصول الموثوق بها وعدم ترك الكثير منها في الأسواق قد يدفع المستثمرين للإقبال على السندات المشكوك باستردادها، وهنا تكون الأمور قد فلتت من سيطرته ويصبح الخطر وارداً في الأسواق.

النقطة الثانية والمهمة أيضا في الموضوع تكمن في أن سياسة البنك المركزي الأوروبي تهدف إلى تخفيض سعر الفائدة في الأسواق مع السندات الحكومية، إنما البنوك الخاصة وشركات التأمين التي تملك كميات كبيرة من هذه السندات ترى قيمة هذه الأخيرة تتدنى مع تراجع الفائدة عليها، ما يؤدي إلى أزمة مالية حقيقية عندما تريد هذه المؤسسات المالية بيع هذه السندات<sup>(1)</sup>.

#### • تطبيق معدلات الفائدة السالبة من طرف البنك المركزي:

ففي عام 2014 وضع البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة السلبية الذي لا ينطبق إلا على الودائع المصرفية، والذي من خلاله يهدف إلى منع منطقة اليورو من السقوط في دوامة الانكماش؛ فمنذ أن تبنى البنك المركزي الأوروبي معدلات الفائدة السالبة انخفض اليورو في مقابل الدولار بأقل من 20 % وقد رهب قادة الدول في منطقة اليورو بتراجعهم، وقد أظهرت البيانات عن التجارة الخارجية لمنطقة اليورو الصادرة عن مكتب الإحصاءات الأوروبي "يورو ستات" تحقق المنطقة فوائض تجارية بلغت 195 مليار يورو في 2014 وذلك مقارنة بفوائض بلغت 152.3 مليار يورو في 2013 وهذا يعني أن اليورو بدأ يؤتي ثماره بالفعل. وهذه أقوى التأثيرات المحتملة لمعدلات الفائدة السالبة في منطقة اليورو.

غير أن هذه السياسة لا تخلو من المخاطر التي ومن أهم المخاطر التي يمكن أن تتبع سياسات معدلات الفائدة السالبة هي أنها إذا سحبت مودعات الأفراد لدى البنوك فإنها من الممكن أن تدفع المدخرين لاكتناز مآثراتهم بدلا من استثمارها أي سحب المودعين مودعاتهم والاحتفاظ بها سائلة، وهو

<sup>(1)</sup>[www.uabonline.org/en/magazine.2019/04/28,14:45](http://www.uabonline.org/en/magazine.2019/04/28,14:45).

ما يؤدي إلى تخفيف منبع السيولة لدى البنوك، وبالتالي هي تسهم في نفخ أسعار الأصول وتكون فقاعات أسعار نتيجة لذلك؛ وهو ما يرفع مخاطر الانهيارات السعرية للأصول .

ومن المتوقع أن تعمل هذه الآثار المفترضة لمعدل الفائدة السالب في حالة واحدة، وهي أن يكون معدل التضخم موجبا، ولكن إذا كان سالبا فإن فرض البنك المركزي لمعدل الفائدة السالب يؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي، الذي يساوي معدل الفائدة الاسمي مطروح منه معدل التضخم وليس خفضه، وعلى سبيل المثال: لو طبقنا ذلك على حالة البنك المركزي الأوروبي نجد أنه في ظل سعر الفائدة السالب

(-0.2%) ومعدل التضخم سالب (-0.6) في يناير 2016 فإن معدل الفائدة الحقيقي يصبح في ذلك الشهر معدلا موجبا 0.8% وليس سالبا يعكس ما يستهدفه البنك المركزي الأوروبي<sup>(1)</sup>.

وتشير الدراسات إلى أن أسعار الفائدة سترتفع على المدى الطويل بمقدار 0.1% بشكل سنوي، هذا ولقد أكد مجلس الاحتياطي الفدرالي في ذلك الوقت على أن الفائدة الصفرية ستستمر وأن عملية رفع الفائدة سيتم بحذر شديد حتى لا يؤثر في مساعي التعافي للنشاط الاقتصادي ولقد كان من الواضح أن ذلك عبارة عن تهيئة الأوضاع للخروج الآمن من سياسة التيسير الكمي.

#### • سياسة أسعار الفائدة السالبة:

وصلت البنوك المركزية إلى تبني أسعار فائدة سالبة negative interest rate، وتلك تعتبر نقطة تحول في عمل البنوك المركزي، وتعني ببساطة معدلات الفائدة السالبة: أن يقوم البنك المركزي بفرض فائدة على النقود المودعة من قبل البنوك التجارية كاحتياطي فائض (excess reserves) لديه بدلا من دفع فوائد على هذه الإيداعات، هذا ولقد كانت الأهداف التي جعلت تلك البنوك تتبنى إجراءات سياسة الفائدة السالبة تختلف من دولة لأخرى ، فمنطقة اليورو اتخذتها في منتصف عام 2014، وذلك عندما أدت سياسة التيسير الكمي إلى تحسن في معدلات النمو وانخفاض البطالة بالرغم من أن النمو كان بطيئا، وللاستمرار في هذا التحسن أدخل البنك المركزي الأوروبي سياسة أسعار الفائدة السالبة حيز التنفيذ في بداية عام 2016 إلا أن أهدافه الرئيسية كانت مختلفة عن الدول السابقة وليس من ضمنها تعمد خفض قيمة العملة، بل كان هدفه على مستوى الاقتصاد الكلي وهو دفع البنوك التجارية للإقراض الأموال التي لديها بأسعار منخفضة مما يشجع المؤسسات والأفراد على الاقتراض وبالتالي زيادة الإنفاق

(1) سلوى بن الزعدة ونسيمة محداب، مرجع سبق ذكره، ص 95.

والطلب على المستوى الكلي، ومن ثم رفع معدلات النمو والتضخم والخروج من دوامة الانكماش، وخفض البطالة.

ولقد بدأت هذه السياسة تعطي ثمارها داخل اقتصاد منطقة اليورو مما أدى إلى انخفاض تكاليف الاقتراض إلى أدنى مستوياتها على الإطلاق في الربع الأول من عام 2017، ونتيجة لذلك استمر النمو القوي في الاستهلاك والانخفاض في معدلات البطالة، فيما زادت خطط المشاريع الاستثمارية زيادة هائلة، وارتفعت وتيرة معدلات النمو الاقتصادي، كما ساعد في دفع هذا النمو قوة صافي الصادرات بسبب تراجع قيمة اليورو أمام الدولار.

وبالرغم من أن جميع سياسات التيسير الكمي بما فيها أسعار الفائدة السالبة فقد ساهمت في تعزيز أسعار الأصول وتحقيق النمو الاقتصادي، إلا أنها باتت الآن أقرب إلى بلوغ نهاية تأثيرها، فأسعار الفائدة السالبة لفترة أطول تؤدي إلى انتكاسة أقوى في الأسواق العالمية، حيث تفوقت هذه الدول من الارتفاع الذي حدث في أسعار الأصول والذي وصفه بعض المراقبين بمرحلة الفقاعة، والتي إذا انفجرت فربما تحدث أزمة مالية أخرى.

هذا بالإضافة إلى أن كل المؤشرات الاقتصادية والمالية الحالية قد أظهرت تحسنا غير مسبوق في نمو النشاط الاقتصادي العالمي وانتعاش التجارة الدولية ومن المتوقع أن يعود النمو الاقتصادي العالمي إلى مستوى أقرب من المستويات التي كانت سائدة قبل الأزمة المالية إلى نحو 3.6% في عام 2017، وإلى 3.8% في عام 2018، ولذلك فقد اتخذت الكثير من البلدان المتقدمة القرار بالخروج من سياسات التيسير الكمي<sup>(1)</sup>.

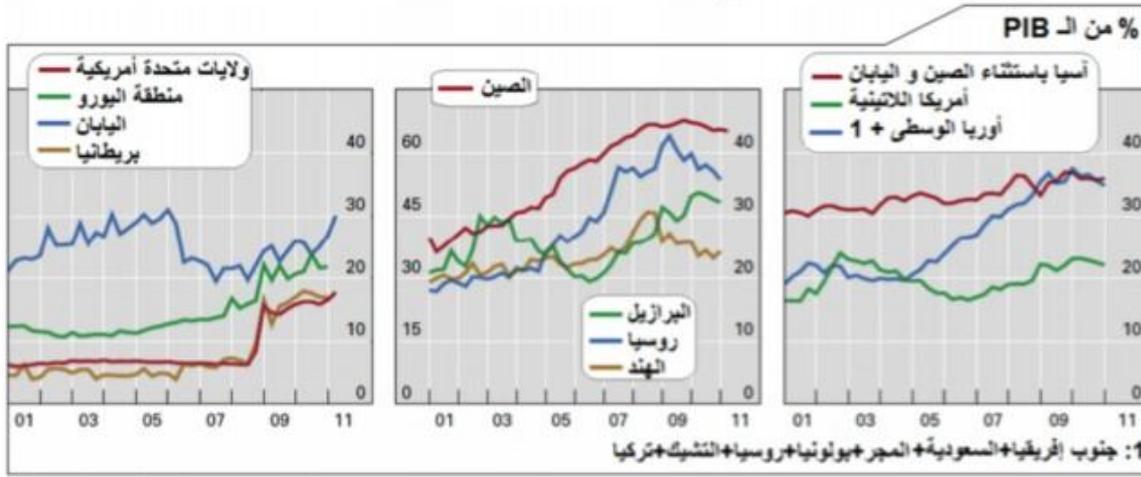
### ج- أثر التيسير الكمي على ميزانية البنوك المركزية FED و BCE:

- كان لمختلف إجراءات التيسير الكمي النقدي Q1، Q2، Q3 انعكاسا مباشرا على ميزانية الـ FED التي سجلت ارتفاعا مستمرا، حيث تجاوزت قيمة الميزانية الـ FED في الثلاثي الأخير من عام 2013 قيمة 3700 مليار دولار ما يمثل 19% من الناتج الداخلي الخام (PIB) للولايات المتحدة، في حين تمثل ميزانية البنك المركزي الأوروبي (BCE) 32% من الناتج الداخلي الخام (pib) لمنطقة اليورو.

(1) حسن الحاج، التغيير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، سبتمبر 2018، ص 9-20.

- لتفسير سبب الاختلاف السابق يجب الرجوع إلى الفرق بين كلا النظامين الماليين حيث يعتمد التمويل في منطقة اليورو على البنوك بينما يعتمد في الو م أ على السوق.
- تنامي حجم الميزانية المركزية: سجلت البنوك المركزية منذ بداية القرن الحالي ارتفاع حجم ميزانيتها لتبلغ مستويات غير مسبوقة إذ يبين لنا الشكل رقم (10) بأن قيمة إجمالي أصول كل من الاحتياطي الفدرالي الأمريكي FED وبنك إنجلترا قد ارتفعت بشكل كبير بين عامي 2000 و 2010 ( من 8% من الناتج الداخلي الخام PIB إلى 20%) في حين أن قيمة إجمالي أصول النظام الأوروبي قد انتقلت من 13% إلى 20% من الناتج الداخلي الخام PIB لمنطقة اليورو.
- بلغت قيمة ميزانية بنك اليابان حوالي 30% من الناتج الداخلي الخام خلال عام 2011 وقد نتج ذلك أساسا عن إتباع سياسة التيسير الكمي مند بداية الألفية الجديدة بالإضافة إلى عملية ضخ السيولة التي تعدت في شهر مارس 2011 كرد فعل على الزلزال الذي ضرب اليابان.

#### الشكل رقم (10): تطور أصول البنوك المركزية

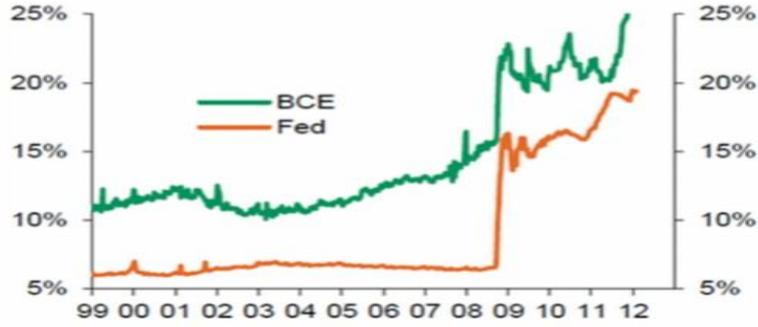


المصدر: محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 167.

قامت البنوك المركزية في الدول المتقدمة لاسيما الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) وبنك إنجلترا بتيسير كبير في شروطها النقدية خلال الأزمة وقد قامت هذه البنوك المركزية في بادئ الأمر بخفض معدلات الفائدة ثم بعد ذلك بتضخيم حجم ميزانيتها ( يظهر ذلك في الملحق 03) من خلال قيامها بعمليات شراء كبرى لأوراق دين خاصة وعمومية، وكذلك من خلال تبني تسهيلات جديدة للإقراض وقيامها بتقديم قروض لمؤسسات مالية والعمل على إنقاذها.

يسمح لنا الشكل رقم (11) بإظهار تطورات حجم ميزانية كل من الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (fed) والبنك المركزي الأوروبي (bce) خلال الفترة 1999 إلى 2012.

الشكل رقم (11): نسبة حجم ميزانية الـ FED و الـ BCE من PIB (1999-2012).



المصدر: محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 68.

كانت الزيادة في ميزانية البنوك المركزية بالنسبة للدول الناشئة خلال العشر سنوات الأخيرة تدريجية، حيث قامت هذه الدول من الأزمة الأسيوية لنهاية التسعينات ببناء احتياطي صرف لمواجهة كل أزمة محتملة، إذ أن هذه الاحتياطات تستعمل خاصة لمواجهة تقلبات سعر الصرف لاسيما في الدول التي لا تستطيع أسواقها المالية توفير تغطية كافية من العملة الصعبة<sup>(1)</sup>.

ثانيا: أسباب تأخر البنك الأوروبي بتطبيق سياسة التيسير الكمي مقارنة بالاحتياطي الفدرالي الأمريكي

#### السبب الأول:

قامت ألمانيا بتطبيق سياسة التيسير الكمي خلال عشرينات القرن العشرين وكانت النتيجة تضخما هائلا، بسبب زيادة عرض النقود دون أن يرافقها زيادة في كميات السلع والخدمات المعروضة.

والسبب وراء تبني ألمانيا لهذه السياسة هو خروجها من الحرب العالمية الأولى باقتصاد ضعيف ومثقل بالديون: ما أدى بالحكومة الألمانية لطباعة كميات كبيرة من النقود لسداد الديون المترتبة عليها. ولإنعاش الاقتصاد الألماني المنهار، في البداية جرى الأمر بشكل جيد إلى أن مضت الحكومة الألمانية

(1) محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، جامعة محمد خيضر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بسكرة ، 2016، ص.

شوطا بعيدا في طباعة النقود وعرضها مما أدى إلى انخفاض قيمة العملة المحلية وبدأ معدل أسعار السلع والخدمات بالارتفاع فبات يتوجب على المستهلك دفع مبالغ أكبر للحصول على ذات المقدار من هذه السلع والخدمات " وهو ما يعرف بالتضخم"

فقد كانت ألمانيا من أكبر المعارضين لذلك البرنامج خوفا من أن يكون ذلك البرنامج شكلا من أشكال تمويل عجز الحكومات، أو أن يؤثر على الحكومات للمضي قدما في طريق الإصلاحات الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

### السبب الثاني:

- من العوائق الأخرى التي واجهت البنك المركزي الأوروبي هي النقشف والقواعد الصارمة والتي منعت البنك المركزي الأوروبي من تنفيذ عمليات الشراء الكبيرة في وقت سابق، هذا وفي أثناء شهور الصيف المتاح للشراء من الأصول، علاوة على ذلك فإن معاهدة ماستريخت نفسها تحدّ نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي والتي سوف تحدّ من تحقيق الأهداف الشرائية. ويرجع سبب هذا ببساطة إلى تردد الحكومات عند طلب قروض حتى مع وجود معدلات إقراض منخفضة أو متناقصة، أضف إلى هذا أن البنك المركزي الأوروبي ربما لن يقوم بشراء سندات مالية ذات سعر فائدة أقل من 0.2% ولهذا يعتقد البعض أن المعروض سوف يستمر في الانخفاض بالمزامنة مع انخفاض العائدات.

### السبب الثالث:

جاء ارتفاع المعروض من النقود في دول الـ G20 والاتحاد الأوروبي واليابان والصين نتيجة التيسير الكمي أو التخفيض النقدي، طبع أموال لضخ السيولة في السوق مباشرة أو من خلال شراء أصول حكومية، في محاولة لإنعاش اقتصادها بعد التباطؤ الاقتصادي الذي ضرب الأسواق العالمية، إلا أنها لم تأت بالناتج المرجوة من أتباعها في 2008 حتى الآن، وان اختلفت نتائجها العامة من دولة لأخرى.

(1) <https://www.syr-res.com/article/5023.htw/.2019/05/02>.

فبينما حدثت الولايات المتحدة الأمريكية طريق التعافي الاقتصادي التدريجي ( حققت معدل نمو 2.4% عام 2015) لم تفلح حتى الآن في تحقيق معدلات انفاق تستطيع من خلالها ضبط معدل التضخم الذي يضمن معدل النمو المستهدف، وبالتالي تقل معه نسب البطالة.

أما الاتحاد الأوروبي الذي ينتهج سياسة التيسير الكمي أيضا مازال يعاني من نسب ضعيفة ومعدلات تضخم قليلة<sup>(1)</sup>.

- إن سياسة البنك المركزي الأوروبي تهدف إلى تخفيض سعر الفائدة في الأسواق على السندات الحكومية ، أما البنوك الخاصة وشركات التأمين التي تملك كميات كبيرة من هذه السندات ترى قيمة هذه الأخيرة تتدنى مع تراجع الفائدة عليها ما يؤدي إلى أزمة مالية حقيقية عندما تريد هذه المؤسسات المالية بيع هذه السندات. هذه الوضعية قد تجبر بدورها الدول على عرض فائدة مالية مرتفعة في السوق لتقنع الجهات التي تشتري منها السندات على الاستمرار في الشراء<sup>(2)</sup>.

#### ثالثا: سياسة واحدة وأهداف مختلفة لـ FED و BCE:

- نجحت إستراتيجية التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية في تحقيق المستهدف، حيث قفزت أسعار الأسهم بنسبة 30% في عام 2013 فحسب، كما زادت أسعار المنازل بنحو 13% في نفس الفترة.

- نتيجة لذلك ارتفع صافي ثروات الأسر الأمريكية بنحو 10 مليارات دولار خلال عام 2013، ما نتج عنه زيادة في الإنفاق، وهو ما دعم الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 2.5% ، وخفض معدل البطالة من 8% إلى 6.7% قبل أن ينخفض إلى 5% وإلى 25% بين خريجي الجامعات.

- على الجانب الآخر اتبع البنك المركزي الأوروبي إستراتيجية مماثلة من خلال برنامج واسع لشراء الأصول، وقرار أسعار فائدة منخفضة للغاية على المدى القصير، إلا أن الهدف من هذه السياسة مختلف عن نظيره الأمريكي.

- تفتقر أوروبا إلى الملكية الواسعة للأسهم مثلما هو الحال في الولايات المتحدة، وهو ما يمنع استخدام سياسة التيسير الكمي لتعزيز الإنفاق الاستهلاكي، إلا أن المركزي الأوروبي استهدف من هذه السياسة تحفيز الصادرات من خلال الضغوط الهبوطية على قيمة اليورو.

(1) أسماء الخولي، التيسير الكمي سياسة طبع الأموال غير مجدية لاقتصاديات الدول، جريدة العرب الدولية الشرق الاوسط، العدد 13762، القاهرة، 2 أغسطس، 2016، نقلا عن الرابط: <https://aawsat.com>

(2) [www.aabanline.org.2019/05/02](http://www.aabanline.org.2019/05/02), 11 :20.

نجح البنك المركزي الأوروبي في هذا الشأن، حيث انخفضت قيمة اليورو بنسبة 25% تقريبا ليتراجع من 1.40 دولار في صيف عام 2014 إلى 1.06 دولار في عام 2015 رغم نجاح سياسة البنك المركزي الأوروبي في دعم صافي الصادرات في منطقة اليورو، إلا أن الأثر على صادرات أعضائها والنتاج المحلي الإجمالي كان محدودا.

من أبرز أسباب محدودية أثر هذه السياسة على الصادرات النهائية هو أن دول منطقة اليورو تتعامل تجاريا مع بعضها البعض بشكل كبير، وهو ما يجعل مسألة أثر سعر الصرف غير ذات جدوى.

كما لم تستفد الصادرات الأوروبية إلى الولايات المتحدة من انخفاض سعر اليورو مقابل الدولار حيث أن المصدرين الأوروبيين يطلقون فاتورة صادراتهم بالدولار، لكنهم يضبطون سعر العملة ببطء شديد، بحسب دراسة أجرتها جامعة هارفارد في منتصف عام 2015 نتيجة لذلك اقتصرت الزيادة في إجمالي الصادرات من منطقة اليورو على أقل من 9 مليارات يورو فحسب في الفترة بين سبتمبر / أيلول 2014 إلى نفس الشهر من عام 2015، وهو معدل ضئيل بالنظر إلى حجم الاقتصاد الكلي البالغ 11 تريليون يورو .

نجحت سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة في رفع معدل التضخم الأساسي والذي يستثنى أسعار الطاقة والغذاء إلى 2.1% خلال الأشهر الـ 12 الماضية، مع ارتفاع الطلب الحقيقي بدعم هبوط البطالة وارتفاع الأجور.

من غير المرجح أن تتجح هذه السياسة في منطقة اليورو مع حقيقة وصول معدل البطالة لنحو 12% بزيادة 05% تقريبا عن مستوياتها فيما قبل الركود الاقتصادي من المحتمل أن تتجح سياسة التيسير الكمي في ارتفاع معدلات التضخم في منطقة اليورو من خلال زيادة أسعار الواردات بفعل انخفاض قيمة اليورو، إلا أن هذا النجاح لن يرفع معدل التضخم الأساسي أعلى مستوى 1%.

رغم ارتفاع أسعار الأسهم وانخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل وتراجع اليورو أما الدولار إلا أن هذه النتائج لن تساعد بالدرجة الكافية على زيادة النشاط الحقيقي، ورفع الأسعار في منطقة اليورو يتطلب الأمر قيام دول منطقة اليورو بخفض التركيز على برنامج التيسير الكمي الخاص بالبنك المركزي الأوروبي، والتركيز على الإصلاحات الهيكلية والتيسيرات المالية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: دراسة مقارنة بين السياسات النقدية لـ FED و BCE في الاقتصاد الدولي

زاد المعروض النقدي في معظم الدول الكبرى، عن مثيله خلال السنوات الماضية، إلى نسب الإنفاق وبالتالي معدلات التضخم فيها مازالت دون المستهدف وأقل مقارنة بمعدلات الأعوام السابقة، فيما كشفت حجم تأثيرات وتداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة على الاقتصاد العالمي. وجاء ارتفاع المعروض من النقود في دول مثل: الو.م. أو الإتحاد الأوروبي واليابان والصين. نتيجة التيسير الكمي أو التحفيز النقدي - طبع أموال لضخ السيولة في السوق مباشرة أو من خلال شراء أصول حكومية في محاولة لإنعاش إقتصاداتها بعد التباطؤ الاقتصادي الذي ضرب الأسواق العالمية، إلا أنها لم تأت بالنتائج المرجوة. منذ إتباعها في 2008 حتى الآن، وإن اختلفت نتائجها العامة من دولة إلى أخرى.

فبينما حذت الو.م.أ طريق التعافي الاقتصادي التدريجي (حققت معدل نمو 2.4% العام الماضي) ولم تفلح حتى الآن في تحقيق معدلات إنفاق تستطيع من خلالها ضبط معدل التضخم الذي يضمن معدل النمو المستهدف وبالتالي تقل معه نسبة البطالة. وهناك بعض الجدل في أوروبا حول فعالية التيسير الكمي، بينما فشلت اليابان في تحقيق الأهداف التضخمية المنشودة من البرنامج.

وقال بول فيشر وهو مسؤول في بنك إنجلترا. عندما كشفت إنجلترا عن برنامج التيسير الكمي في مارس 2009، إن سياسة التيسير الكمي كان المقصود منها أن تؤدي إلى انتعاش الإقتصادي عن طريق زيادة الإقراض المصرفي وزيادة المعروض من النقود. وكذلك صرح هاروهيكوكورودا محافظ بنك اليابان - في 12 أبريل 2013 في أول خطاب له بعد أن أصبح محافظا للبنك - بأن سياسة التيسير الكمي من شأنها تزيد الإقراض، ومن ثم تسمح بالوصول لمعدل التضخم المستهدف عنه 2% في غضون عامين، وبالمثل قال ماريو دراغي، رئيس البنك المركزي الأوروبي، الذي تأخر حتى أعلن التيسير الكمي في 22

(1) كيف يعمل برنامج التيسير الكمي، نقلا عن الرابط:

<https://www.argaam.com/articledetail/iu/408099.2019/05/02>, 14:30.

يناير من عام 2015 أن هذه السياسة سوف تدعم المعروض النقدي والنمو الائتماني وبالتالي تسهم في عودة معدلات التضخم نحو 2٪.

ورغم ذلك لم تؤت سياسة التيسير الكمي التي انتهجها البنك الياباني على مدى ثلاث أعوام ثمارها المرجوة.

وخفض البنك الياباني توقعاته للنمو الاقتصادي العام المالي 2016 وسط مخاوف حول ارتفاع قيمة الين وتباطؤ النمو في الصين.

وأظهرت توقعات الحكومة اليابانية أنها لم تتمكن من تحقيق هدفها المتمثل في الوصول إلى ناتج محلي إجمالي اسمي يبلغ 600 ترليون ين ياباني في السنة المالية 2020، وقد لا يتحقق ذلك حتى بحلول السنة المالية 2024 إذا بقي النمو البطيء مستمرا على الوتيرة ذاتها، مما يزيد من الضغوط على صناع السياسات الذين يجاهدون لإنعاش الاقتصاد ووفقا لتقارير تم نشرها من مكتب رئيس الوزراء الياباني شينزو آبي. فإن الناتج المحلي الإجمالي الاسمي لليابان سيبلغ 551 ترليون ين في السنة المالية التي تبدأ في 2029 على افتراض الوتيرة الحالية للنمو.

وكان الناتج المحلي الإجمالي لليابان في عام 2015 نحو 500 ترليون ين ياباني، وهذا يعني أن اليابان لديها هدف زيادة الإنتاج المحلي الإجمالي بنحو 100 ترليون ين على مدى السنوات الأربعة المقبلة.

وأظهر تقرير حكومي أيضا أن معدل الإنفاق الاستهلاكي للأسر اليابانية مؤشر نسبي للإنفاق الاستهلاكي الخاص تراجع بنسبة 2.2 ٪ في يونيو مقارنة بالشهر نفسه من العام الماضي.

وفي ضوء البيانات الاقتصادية السلبية. تعهد بن اليابان المركزي بمراجعة برنامج النقد في سبتمبر بالتوقعات بأن يتبنى أحد أشكال سياسة طبع النقود للإنفاق الحكومي. بما يقود إلى تحفيز التضخم.

فمن المفترض اقتصاديا أن يقوم البنك المركزي بطبع كميات من النقود تتوازى مع النمو في حجم المبادلات التي تتم في الاقتصاد المحلي، بحيث يحدث البنك المركزي التوازن المناسب بين النمو في عرض النقود والنمو في حجم مبادلات في الاقتصاد وبالتالي يفترض طباعة النقود باعتبارها وسيلة لضمان عدم تأثر مستويات النشاط الاقتصادي.<sup>(1)</sup>

(1) أسماء الخولي، مرجع سبق ذكره، نقلا عن الرابط:

إذ تباطأ نمو الاقتصاد العالمي في عام 2011 بعد أن بدأ من تعافيه من الأزمة المالية العالمية لعامي 2008-2009 وقد ساهمت عدة عوامل في ذلك أهمها تفاقم الديون السيادية في منطقة اليورو التي برزت خلال شهر أغسطس وتبني سياسات مالية تقشفية في عدد من دول الإتحاد الأوروبي لمواجهة مخاطر تفاقم هذه الديون وتعزيز أوضاعها المالية رغم المخاطر المتوقعة على النمو والبطالة.

ولقد بلغ معدل نمو الاقتصاد العالمي 3.9% في عام 2011 بعد أن وصل إلى 5.3% في العام السابق. وعلى مستوى اقتصادات الدول المتقدمة انخفض النمو في منطقة اليورو ليصل معدله إلى نحو 1.4% في عام 2011 وذلك بعدما بلغ 1.9% في العام السابق، ويتوقع أن تدخل اقتصادات منطقة اليورو في فترة ركوض اقتصادي خلال 2012، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد ساهمت الزيادة في الاستثمارات الخاصة وتحسن سوق العمل خلال النصف الثاني من عام 2011 في تحقيق الاقتصاد الأمريكي معدل نمو بلغ 1.7% في نهاية العام، وذلك بعد أن وصل إلى 3% في عام 2010.

ومع تباطؤ نمو اقتصادات الدول المتقدمة (الو.م.أو الإتحاد الأوروبي واليابان) والتي تشكل مجتمعة حوالي 60% من الناتج المحلي العالمي، تراجع النمو أيضا في الدول النامية والإقتصادات الناشئة الأخرى بسبب تراجع صادراتها إلى الدول المتقدمة والتدفقات المالية الواردة إليها، وتشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى أن النمو في الدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى بلغ 6.2% في عام 2011 مقارنة مع نحو 7.5% في عام 2010، وتراجع النمو أيضا في الصين ليلبلغ 9.2% في عام 2011، بسبب تباطؤ نمو الصادرات والاستثمارات في القطاع العقاري.

وفي جانب التضخم العالمي قد سجلت معدلات أعلى خلال عام 2011 في ضوء ارتفاع أسعار عدد من السلع الأولية والأساسية كالنفط الخام الذي تأثر بالأحداث الجيوسياسية في منطقة الشرق الأوسط وزيادة تدفق الاستثمار في أسواق السلع الأساسية.

ويقدر معدل تضخم الدول المتقدمة بنحو 2.7% في عام 2011 بعدما بلغ 1.5% في عام 2010، في حين يقدر معدل التضخم في الدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى 7.1% بعدما بلغ 6.1% خلال الفترة نفسها.

فيما يتعلق بمعدلات البطالة في العالم فقد بدأت تشهد انخفاضا في عدد من الدول المتقدمة وفي مقدمتها الولايات المتحدة التي يشهد فيها سوق التشغيل تحسنا تدريجيا حيث تراجع قليلا معدل البطالة

ليصل إلى 9٪ في نهاية 2011 مقارنة بمعدل 9.6٪ في نهاية عام 2010. وفي منطقة اليورو وتحسن أداء سوق العمل خاصة في ألمانيا التي انخفضت معدلات البطالة فيها من نحو 7.1٪ في عام 2010 إلى 6٪ في نهاية عام 2011 وأن معدل البطالة في فرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة بقي مرتفعاً في حدود 9.7٪ و8.4٪ و8٪ على التوالي خلال الفترة نفسها.

في جانب الأوضاع النقدية العالمية، استمر العديد من البنوك المركزية حول العالم بإتباع سياسة نقدية توسعية من خلال خفض أسعار الفائدة بالإضافة إلى استمرار العديد منها في تنفيذ سياسة التيسير الكمي وضخ السيولة بهدف تحفيز الائتمان والنمو الاقتصادي خاصة إثر تقلص الهامش المتاح أمام حكومات هذه الدول للتدخل من خلال سياسات مالية توسعية لحفز النمو في ضوء الارتفاع الكبير في مستويات الدين العام، ففي الو.م.أظلت أسعار الفائدة قصيرة الأجل على ما هي عليه في عام 2010، بينما انخفض سعر الفائدة قصير الأجل في اليابان، أما في منطقة اليورو فقد أدت أزمة الديون السيادية في بعض دول المنطقة إلى شح السيولة بين المصارف والذي ساهم في ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وبالنسبة لأسعار الفائدة طويلة الأجل مقاسة بأسعار السندات الحكومية طويلة الأجل، قد تباين اتجاهها في الدول المتقدمة، ففي الوقت الذي انخفضت فيه الأسعار في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، شهدت أسعار الفائدة ثابتاً في اليابان، وارتفاعاً في منطقة اليورو.

ولقد تباطأ نمو حجم التجارة العالمية خلال عام 2011 ليبلغ 6.3٪ بعدما وصل إلى 14.3٪ في عام 2010، متأثراً بتداعيات أزمة الديون السيادية فيما ساهم تراجع أسعار العديد من السلع الأولية بخلاف النفط في تراجع قيمة صادرات عدد من الدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى.

فيما يتعلق بموازن المعاملات الجارية فقد تراجعت مستويات الاختلال الخارجية العالمية بشكل ملحوظ خلال عام 2011 نتيجة التراجع الملموس في نسبة فائض ميزان المعاملات الجارية إلى الناتج المحلي للصين إلى نحو 3٪ عام 2011 مقارنة بنحو 10٪ في عام 2007، وهو ما يعزى إلى اتجاه الصين للاعتماد بشكل أكبر على الطلب المحلي لحق النمو الاقتصادي وتقليل مستويات الاعتماد على الطلب الخارجي من جانب آخر ساهم النمو الملحوظ للصادرات الأمريكية في زيادة حجم الصادرات الأمريكية خلال 2011، ومن ثم التخفيف من حدة الإختلالات العالمية. وبالنسبة لمجموعات الدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى في عام 2010، وسجلت جميع المجموعات الفرعية للدول النامية زيادة في مديونيتها الخارجية.

فيما يخص التطورات في أسعار الصرف: في عام 2011، شهدت أسعار صرف العملات الرئيسية تقلبات ملحوظة، متأثرة بعدد من العوامل الاقتصادية المذكورة سابقا، فقد سجل اليورو والفرنك السويسري صعودا أمام الدولار كملاذات آمنة ودفع بقيمة هذه العملات للارتفاع بشكل ملحوظ وبالتالي أثر سلبا على نشاط المصدرين في بعض هذه الدول. في المقابل وجد الدولار الأمريكي دعما قويا خلال النصف الثاني من العام على ضوء تأثر اليورو سلبا بتداعيات أزمة الديون السيادية الأوروبية. إضافة إلى تدخل البنك المركزي السويسري لضمان استقرار الفرنك السويسري مقابل الدولار الأمريكي وقد أدت هذه العوامل إلى زيادة مستويات الطلب على الدولار، ومما عزز من مكاسب الدولار اتجاه العملات الرئيسية الأخرى التحسن النسبي في مؤشرات أداء الاقتصاد الأمريكي خلال النصف الثاني من عام 2011 ليستعيد الدولار مكانته كملاذ آمن للمستثمرين.<sup>(1)</sup>

---

<sup>1</sup><http://www.un.org/esa/policy:wess/wesp>

### خلاصة:

لقد كان للبنوك المركزية الرئيسية في العالم بما في ذلك البنك الفدرالي الأمريكي دورا مهما في تفعيل سياسة التيسير الكمي والمحافظة على استقرار عملاتها، بعدما عجزت السياسة النقدية التقليدية في معالجة الأزمات والحد منها، إذ ساهمت هذه البنوك من خلال السياسة النقدية الغير تقليدية على السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي وتعزيز النمو الاقتصادي وضبط الأسعار، والحفاظ على الميزانية العمومية وتركيز على احتياطات هذه البنوك.

خاتمة

تجاوزت السياسة النقدية دورها التقليدي سعياً وراء تحقيق الإستقرار النقدي، إذ لم يعد التحكم في أسعار الفائدة الأداة الأكثر إستخداماً للتأثير على النشاط الإقتصادي، فقد أصبحت هاته الأداة أقل تأثيراً في خضم الأزمة المالية العالمية وانخفاض أسعار الفائدة إلى أدنى مستوياتها، فبعد فقدان السياسة النقدية قدرتها على تنشيط الإقتصاد كان لا بد للبنوك المركزية إيجاد أدوات جديدة سميت بالسياسات النقدية غير التقليدية، إذ أصبح إستخدام هذه السياسات أمراً لا بد منه في أوقات الأزمات.

والواقع الذي تعيشه الإقتصاديات حالياً والظهور المتتالي للأزمات، حتم عليها إعادة النظر في سياستها الإقتصادية الكلية خاصة السياسة النقدية باعتبارها أهم السياسات التي تؤثر على النشاط الإقتصادي، فقد حاول الإحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) مواجهة الأزمات المالية باستعمال عدة أدوات، نفس الشيء بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي BCE من خلال اتخاذ مجموعة من الإجراءات الهادفة لتفادي هذه الأزمات وبعث النشاط الإقتصادي فاستخدمت سياسة التيسير الكمي والتي تقوم على ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية أو زيادة السيولة في إقتصاد الدول.

#### إختبار الفرضيات:

من خلال الدراسة وإنطلاقاً من الفرضيات الأساسية تم الوقوف على أهم جوانب الموضوع لهذا أردنا إختبار الفرضيات من عدمها:

#### الفرضية الأولى:

- البنوك المركزية لا تستطيع مواجهة الأزمات المالية الكبيرة بواسطة الأدوات التقليدية ولهذا لجأت إلى أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية: لم تتمكن البنوك المركزية من معالجة الأزمات المالية الكبيرة بواسطة أدوات السياسة النقدية التقليدية وهذا ما تم التأكد من صحته في تحليلنا لرد فعل هذه البنوك على مجريات الأزمة المالية 2008، حيث لا حظنا أن هذه البنوك قد حاولت أمام النتائج الهزيلة المحققة إضطرت إلى البحث عن وسائل جديدة والتي تمثلت في أدوات السياسة النقدية الغير تقليدية والتي تماشت أكثر مع حجم الأزمة المالية.

### الفرضية الثانية:

تمكن البنك المركزي الأوروبي (BCE) عبر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من معالجة تداعيات الأزمة المالية 2008 داخل منطقة اليورو وأزمة المديونية: لا يمكن إثبات صحة هذه الفرضية أو تعميمها على كامل دول منطقة اليورو التي تبنت سياسة التيسير الكمي، فنلاحظ أن البنك المركزي الأوروبي نجح نسبيا في تعزيز النمو الإقتصادي خلال أزمة 2008 فقد أدت هذه السياسة إلى تحقيق نتائج إيجابية في إقتصاديات بعض الدول، بينما لم يتمكن البنك المركزي الأوروبي للوصول إلى الحد المنشود، وبناء على ما سبق ذكره لا يمكن تأكيد بشكل كلي صحة هذه الفرضية.

### الفرضية الثالثة:

- يعد التيسير الكمي الأداة الأكثر إستخداما من طرف الإحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال الأزمة العالمية في إطار السياسة النقدية: التيسير الكمي هي الأداة الأكثر إستخداما من طرف الفدرالي الأمريكي، حيث تم إثبات هذه السياسة خلال الأزمة العالمية بتقديم تسهيلات إئتمانية وتسهيلات كمية وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية بهدف دعم القطاع المالي وحماية الإقتصاد من الآثار المختلفة للأزمات.

### نتائج الدراسة:

إنطلاقا من الطرح العام المقدم حول دور السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات المالية، نقوم فيما يلي بعرض أهم النتائج النظرية والتطبيقية التي توصلنا إليها في هذه الدراسة.

#### • النتائج النظرية:

- تعتبر الأدوات الكمية والنوعية الأدوات الفعالة للسياسة النقدية وتستخدم بحسب السياسة المستهدفة، توسعية كانت أم إنكماشية. وتعتبر الأدوات الكمية أدوات شاملة، بينما الأدوات النوعية فهي أدوات إنتقائية متعلقة ببعض القطاعات والتي تكون سببا إما في إرتفاع معدل التضخم، وبالتالي تقييدها أو تكون سببا في الإنكماش فتقوم الدولة بتشجيعها بتوجيه الإئتمان نحوها.

- دفع تفاقم الإنكماش بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة منذ بداية الأزمة إلى إجراءات تحفيز نقدي تسمى -بالسياسات التقليدية- من شأنها أن تقوم محل السياسة التقليدية، وتعتمد البنوك المركزية على مثل هذه الإجراءات في حالة الأزمات.
- لم تقتصر آثار الأزمة المالية لسنة 2008 على الجانب المالي للاقتصاد بل تطورت لتصيب الجانب الحقيقي لإقتصاد، مما أدى لظهور مشكل ركود إقتصادي واسع، حيث أثرت تداعياتها سلبا على لنشاط الأسواق المالية وحجم السيولة العالمية وكذا على معدلات النمو الإقتصادي والصناعي والتجاري، وموجات من الإنخفاض الحاد في معدلات التشغيل.
- في ظل التداعيات والآثار المتلاحقة لأزمة الرهن العقاري التي ضربت قلب النظام الأمريكي والعالمى إقتراح عدد من الحلول التي كانت ولا تزال محل أخذ ورد من قبل الإقتصاديين.
- قدمت الأدوات الجديدة للبنك المركزي الأوروبي من برنامج شراء الأصول وبرنامج شراء السندات السيادية العديد من المزايا الإيجابية لتجاوز الأزمة.
- هذه البرامج جزء مم حل الأزمة أو عامل مساعد فقط وليس هو الحل الكامل للأزمة التي بلغ عمرها أكثر من ثلاث سنوات وإنما شراء المزيد من صبر المستثمرين.
- هناك مخاوف سياسية متزايدة حيال التوسع في إختصاص وصلاحيات البنوك المركزية مع إستخدامها لتدابير غير تقليدية من قبيل برامج شراء الأصول بهدف تضعيف القيود النقدية عندما تكون أسعار الفائدة صفرية أو قريبة من الصفر، وقد أدت هذه الأنشطة إلى تضخيم ميزاتها العامة، وقد أدى إستخدام الميزانيات العامة كأداة للسياسة لمنع حدوث ركود وإنكماش إقتصادي إلى تراجع تركيز البنوك المركزية على إستهداف التضخم بسبب المخاوف المالية.
- سياسة التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية الأكثر إستخداما من طرف البنوك المركزية والتي تتمثل في ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية والهدف من ذلك هو زيادة السيولة.
- إن سياستي معد الفائدة الصغرى السالب هما آخر ما لدى السلطات النقدية من وسائل في سبيل الحد من آثار الأزمة.

### • النتائج التطبيقية:

- الإحتياطي الفدرالى الأمريكى نظام يحظى بسلطة كبيرة تسمح له بالتحكم في الإقتصاد العالمى.

- إضطر البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى تبني سياسات نقدية غير تقليدية من أجل الحد من الآثار السلبية للأزمة المالية 2008.
- كان للسياسات النقدية غير التقليدية التي إتخذها بنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي سنة مميزة حيث ساهمت وبشكل كبير في التأثير على المتغيرات الإقتصادية للإقتصاد الأمريكي.
- إنطلاق من المهام الموكلة لل BCE سعى هذا الأخير إلى معالجة تداعيات الأزمة المالية 2008 من خلال إتباع مجموعة من الإجراءات واتخاذ مجموعة من التدابير الغير تقليدية تمثلت أساسا في:

▪ برنامج عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل VLTRO.

▪ توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمان.

- سمحت الإجراءات المتبعة من طرف البنك المركزي الأوروبي بتدليل تداعيات الأزمة المالية 2008، لكنها لم تقض عليها نهائيا حيث ظلت التوترات المالية سائدة داخل منطقة اليورو، ولعل ما يؤكد ذلك هو إنفجار أزمة الديون السيادية في أوروبا عام 2010.

يمكننا القول بعد دراستنا لموضوع دور السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمة المالية، بأن البنوك المركزية سواء بنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي أو البنك المركزي الأوروبي وعبر أدوات سياساتها النقدية التقليدية أو الغير تقليدية تؤدي دور بالغ الأهمية في الحد من الأزمات المالية ومعالجتها.

### • الإقتراحات:

إنطلاقا مما تم التعرض له في هذه الدراسة وبالأخص من خلال تحليلنا لرد فعل بنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي FED والبنك المركزي الأوروبي BCE على مجريات الأزمة المالية 2008 حاولنا تقديم مجموعة من الإقتراحات جاءت كالاتي:

- نرى بأنه حتى تتجح السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية المعاصرة ينبغي على البنوك المركزية FED و BCE الإعتماد في أن واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياستهما النقدية ( بالاحص معدل الفائدة ) والمتمثلة أساسا في التيسير الكمي والتيسير النوعي وتوجيه إستراتيجيات المتعاملين الإقتصاديين، وبالتالي فإن إعتماد هذه البنوك المركزية على إحدى أدوات سياستها النقدية لن يكون بنفس الفعالية التي لو تم فيها الإعتماد على كلا الأداةين معا.

- إن أزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادة تطورت وانتشرت بسبب عدم إعطائها أهمية من البداية من طرف الهيئات المشرفة على التسيير وتحركها بوتيرة متباطئة جعل الإجراءات المتبعة غير فعالة لإحتواء الأزمة في طرف وجيز.
- لا بد للبنوك المركزية لا FED و BCE الإستفادة من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية قدر الإمكان للوقوف ضد الأزمات.
- تبني مؤشرات متابعة تطور أسعار الأصول للتمكن من إكتشاف بداية تكون الفقاعة المالية.
- الإستمرار بدراسة آثار التيسير الكمي بغية التوصل إلى تشخيصها بدقة والإعتماد على تلك النتائج لإتخاذ القرار بشأن الإستمرار في إعتماده أولاً.
- إن تعرض النظام المالي والنقدي للأزمات المالية وفشل الخطط المالية والإقتصادية لإحتوائها، يؤكد ضرورة إجراء إصلاحات عميقة على النظام المالي العالمي وإعادة النظر في مؤسساته.
- ضرورة التوصل إلى توصيات جوهرية لفهم تداعيات الأزمات ووضع أسس لمنع تكرارها.
- حسن إنتقاء السياسات المنتهجة لمعالجة الأزمات، لأن العديد من السياسات المطبقة ضاعفت من الأزمات ولم تسهم.

### آفاق الدراسة:

- من خلال دراستنا يمكن طرح العديد من المواضيع التي تحتاج إلى التحليل والدراسة في المستقبل ومن أهمها:
- أثر سياسة الخروج من التسهيل الكمي على إقتصاديات منطقة اليورو.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

1. إبراهيم بن حبيب الكروان السعري، قراءة في الأزمة المالية المعاصرة، ط 2، دار جرير للنشر والتوزيع، 2009.
2. بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسة النقدية، ط2، الجزائر.
3. جمال خريس وأيمن أبو خيضير وآخرون، النقود والبنوك، ط1، دار المسيرة للنشر، عمان، 2002.
4. حسن الحاج، التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، سبتمبر 2018.
5. رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
6. رضا عبد السلام، أزمة مالية أم أزمة رأسمالية، المكتبة العصرية للنشر، ط1، مصر، 2010.
7. سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط1، كلية التجارة، الكويت، 1994.
8. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، ط1، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005.
9. ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، د ط، 2010.
10. ضياء محمد الموسوي، الإقتصادي العالمي بعد الأزمة المالية والإقتصاد العالمية 2008-2009، ط 1، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع 2012.
11. عبد الحسين جليل الغالبي ويوسف حاكم غدير، وجهة نظر جديدة في العلاقة بين السياسة النقدية والأزمات المصرفية، د ط، العراق، 2006.
12. عبد الرحمان يسري أحمد و محمد فوزي أبو السعود وآخرون، نظرية الاقتصادية الكلية، كلية التجارة، الإسكندرية، 2007.
13. عبد الكريم شنحار العيساوي وعبد المهدي رحيم لعويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، ط 1، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
14. عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط2، مركز يزيد للنشر، الكرك، 2006.
15. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
16. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، ط1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.

17. محمد خلة توفيق، من كتاب الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.

18. نزار سعد الدين العيسى، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.

#### ثانيا: الرسائل والأطروحات

1. خالد رواق، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، " رسالة ماجستير" تخصص دولي كلية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.

2. سلوى بن الزغدة، نسيمه محداب، تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق التعافي الاقتصادي، دراسة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، تخصص نقود ومالية دولية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر الأكاديمي، 2015/2016.

3. شريف بوراوي، انعكاسات أزمة الديون السيادية الأوروبية على موازين مدفوعات دول المغرب العربي- دراسة تحليلية لحالة تونس، المغرب، الجزائر، خلال الفترة (2005 و2013)، مذكرة مقدمة لنيل متطلبات شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل.

4. عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التحليل الاقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010.

5. محمد الأمين وليد طالب، دور السياسات النقدية في معالجة الأزمات المالية ( حالة البنك المركزي الأوروبي، BCE والأزمة المالية 2007-2008 أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.

6. محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2016.

7. نور الهدى شيخة، تداعيات أزمة منطقة اليورو على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر على منطقة اليورو، دراسة حالة-فرنسا - " مذكرة ماستر"، تخصص مالية واقتصاديا دولي، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.

المجلات والجرائد:

1. أسماء الخولي، التيسير الكمي سياسة طبع الأموال غير مجدية لاقتصاديات الدول، جريدة العرب الدولية الشرق الاوسط، العدد 13762، القاهرة، 2 أغسطس، 2016، نقلا عن الرابط: <https://aawsat.com>.
2. صاري علي، السياسات النقدية غير تقليدية: الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعولمة ولسايسات الاقتصادية، العدد، 4، الجزائر، 2013.
3. عبد الأمير رحيمة العبود، أزمة الديون الدولية أبعادها وآثارها على دول العالم، مجلة الحوار المتدمن، نشر في يوم 2011/09/03 على الموقع الالكتروني 0-27413125-aid [www.M.Ahewar.org/s.asp](http://www.M.Ahewar.org/s.asp) ، تاريخ الاطلاع 2019/04/25 11.08 سا.
4. عبد العزيز شويش عبد الحميد و بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد 4، العدد2، 2014.
5. علي صاري، سياسات نقدية غير تقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية، جامعة سوق أهراس، الجزائر.
6. غراية زهير ومعزوز لقمان، أزمة الديون بمنطقة اليورو 2010 جذورها وتداعياتها وآليات إدارتها، العدد 02، مجلة دفاتر الاقتصادية جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2011.
7. فارس ثابت بن جراري، أثر اليورو على اقتصاديات الدول العربية، صندوق النقد الدولي (مكتبة المجلس الوطني الاتحادي الإمارات العربية المتحدة) ، 2002.
8. مطاي عبد القادر وراشدي فتيحة، سياسة التسيير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات، الجزائر، 30 ديسمبر 2016، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي الجزائر، العدد 11 ديسمبر 2016.
9. نادية بولورغي ورحال فاطمة، دور الاتحاد الأوروبي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية ودارة الأعمال، العدد01، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2013.
10. نور الدين بوالكور، أزمة الديون السيادية في اليونان، الأسباب والحلول، مجلة الباحث، العدد13، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2013.
11. نوفل سمايلي وفضيلة بوطورة، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السياسية الأوروبية العدد 44، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، جامعة باجي مختار - عنابة، جامعة تبسة الجزائر، 2015.

12. يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 2009/02، مجلة علمية محكمة تصدرها كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، ISSN :1112-8984.
13. بروفيسور غريتا صعب، جريدة الجمهورية 2 أبريل 2019، نقلا عن الرابط:  
www.aljournhoriz.com/news/index/108970

### الملتقيات والمؤتمرات

1. برهوم أسماء وبرهوم هاجر، أزمة اليونان، ورقة بحث مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية، زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، 26-27 فيفري، 2012.
2. محمد يعقوبي وعبد الله عناني، أزمة منطقة اليورو على العلاقات الأوروبية مع دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر الدولي الثامن حول إدارة الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة 7.8 ماي 2013.

### التقارير:

1. تقارير وتحليل، 23 كانون الثاني 2015 للوكالات، المصدر:  
www-an ahav-com.cdn.ampproject
2. التقرير السنوي 2014 - البنك المركزي التونسي - الشادلي العياري، 19 جوان 2015.

### المواقع الإلكترونية:

- 1- إسدال الستار على برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة، متوفر على الرابط:  
تاريخ الإطلاع 30 ماي 2019، 11:03 سا. <https://sa.investing.com/analysis/27312>
- 2- [www.alarabiya.net](http://www.alarabiya.net) [www.alarabiy.net](http://www.alarabiy.net) [www.alarabiya.net.cdn.ampproject.ovg/v/s/www.alarabiy.net/ar/amp-aswaq/economy/2015/01/22](http://www.alarabiya.net.cdn.ampproject.ovg/v/s/www.alarabiy.net/ar/amp-aswaq/economy/2015/01/22) [www.alarabiya.net](http://www.alarabiya.net) [www.alarabiy.net](http://www.alarabiy.net) [www.alarabiya.net.cdn.ampproject.ovg/v/s/www.alarabiy.net/ar/amp-aswaq/economy/2015/01/22](http://www.alarabiya.net.cdn.ampproject.ovg/v/s/www.alarabiy.net/ar/amp-aswaq/economy/2015/01/22) خبير التيسير الكمي من المركزي الأوروبي. نقلا عن الرابط:
- 3- لويس بينتو، البنك المركزي يمضي قدما في تطبيع سياسته النقدية، 23 ديسمبر 2018، نقلا عن الرابط:  
<https://www.qnb.com/cs/satellite?=&QNBNews-c&cid2:05.2019.11:12>
- 4- ستيف غيرلاش، 31 جانفي 2019، متوفر على الرابط:  
www. Project- syndicate, ovg (commonetary/ecl- quantitative- easing- economic- political.
- 5- كيف يعمل برنامج التيسير الكمي: نقلا عن الرابط:  
<https://www.argam.Com/articleDetail/ iu/ 408099.2019-05-02.14.30>
- 6- [www.uabonline.org/en/magazine.2019/04/28, 14 :45](http://www.uabonline.org/en/magazine.2019/04/28, 14 :45)

- 7- <https://www.syr-res.com/article/5023.htw/.2019/05/02>.
- 8- <https://www.Saentrepemeurs.Ch/index.Php/economy-ar/item/385-2018-11-04-11-26-09>.
- 9- <https://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2015/11/17>.
- 10- <https://www.mubasher.info/news/3326720/10>.
- 11- <https://www.youtube.com/watch?v=vs9k81rqm> 2019-04-28, 11 :30.

ملخص

## ملخص:

شكّلت أحداث الأزمة المالية العالمية التي اندلعت عام 2007 في سوق القروض العقارية الأمريكي، ثم تحولت في عام 2008 إلى أزمة مالية عالمية أكبر تحدي يواجه الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي خلال القرن الحالي، حاول فيها كلا الجانبين باعتبارهما يمثلان السلطة النقدية في كلا من الو. م. أ ومنطقة اليورو على التوالي استعمال أدوات سياستها النقدية التقليدية واستحداث أدوات وبرامج غير تقليدية للحد من تداعيات هذه الأزمة.

قام كلا الجانبين بدور بالغ الأهمية خلال مختلف أطوار الأزمة حيث سمحت عمليات ضخ السيولة داخل النظام المالي وشراء كميات كثيرة من الأصول من تخفيف حالة الهلع المالي التي رافقت أزمة 2008.

## الكلمات المفتاحية:

الأزمة المالية، السياسة النقدية، الاحتياطي الفدرالي، البنك المركزي الأوروبي، السيولة.

## Resume :

Création de la crise financière mondiale qui a éclaté en 2007 sur le marché hypothécaire américain, en 2008 ; la crise financière mondiale est devenue le principal défi de ma réserve fédérale américaine et de la banque centrale européenne au cours de ce siècle les deux parties, représentant l'autorité monétaire des états-unis et de la zone euro, ont essayé d'utiliser leurs outils de politique et de développer des outils et des programmes non conventionnels afin de réduire les répercussions de cette crise, les deux parties ont joué un rôle très important au cours des différentes phases de la crise, ou l'injection de liquidités au sein du système financier et l'achat d'importants actifs pour atténuer la panique de la crise.

Financière qui a accompagné les 2008.

## قائمة المختصرات

الولايات المتحدة الأمريكية	USA
منطقة اليورو	EURO
البنك المركزي الأوروبي	BCE
الاحتياط الفدرالي الأمريكي	FED
بنك اليابان	BOJ
بنك إنجلترا	BOE
سندات مدعومة بأصول	ABS
التزام الدين المضمون	CDO
أسواق المعاملات خارج البورصات	OTC
عمليات إعادة التمويل (ط.أ)	LTRO
عمليات إعادة التمويل الرئيسية	MRO
المعدل الرئيسي لإعادة التمويل	REFI
أداة أسعار الفائدة المنخفضة	LOWI
اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة	FOMC
برنامج توسيع الاستحقاق	MEP
الناتج المحلي الإجمالي	DIB