

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



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان

دراسة تحليلية لتقييم السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية

العالمية 2007-2008

- دراسة حالة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الأستاذ:

مراد يونس

إعداد الطالبتين:

✓ رزيفة لواج

✓ شهرزاد حوش

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: أحمد بودغدغ
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: مراد يونس
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: مسعود بودخدخ



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



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان

دراسة تحليلية لتقييم السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية

العالمية 2007-2008

- دراسة حالة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الأستاذ:

مراد يونس

إعداد الطالبتين:

✓ رزيفة لواج

✓ شهرزاد حوش

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: أحمد بودغدغ
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: مراد يونس
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: مسعود بودخدخ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

The image displays the Basmala in a highly stylized, bold black calligraphic font. The text is oriented vertically, reading from right to left. Five long, parallel arrows point upwards from the top of the page, indicating the direction of the main vertical strokes. Small numbers (1, 2, 3) and arrows are placed at various points along the letters to indicate the specific stroke order and direction for each character. The calligraphy is intricate, with thick, uniform black lines and sharp, pointed terminals. The overall composition is clean and focused on the technical aspects of the script.

## شكر وعرفان

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: " من لا يشكر الناس لا يشكر الله من صنع اليكم معروفًا فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه فادعوا له".

وعملًا لهذا الحديث واعترافًا من بالجميل، نحمد الله عز وجل الذي وفقنا لإنجاز وإتمام هذا العمل المتواضع.

وعرفانا بالمساعدات التي تلقيناها لا يسعنا إلا التقدم بجزيل الشكر والامتنان:

✓ الى الأستاذ الفاضل والمشرف "**مراد يونس**" الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته ونصائحه القيمة والسديدة وعلى تواضعه في المعاملة فكان نعم المشرف.

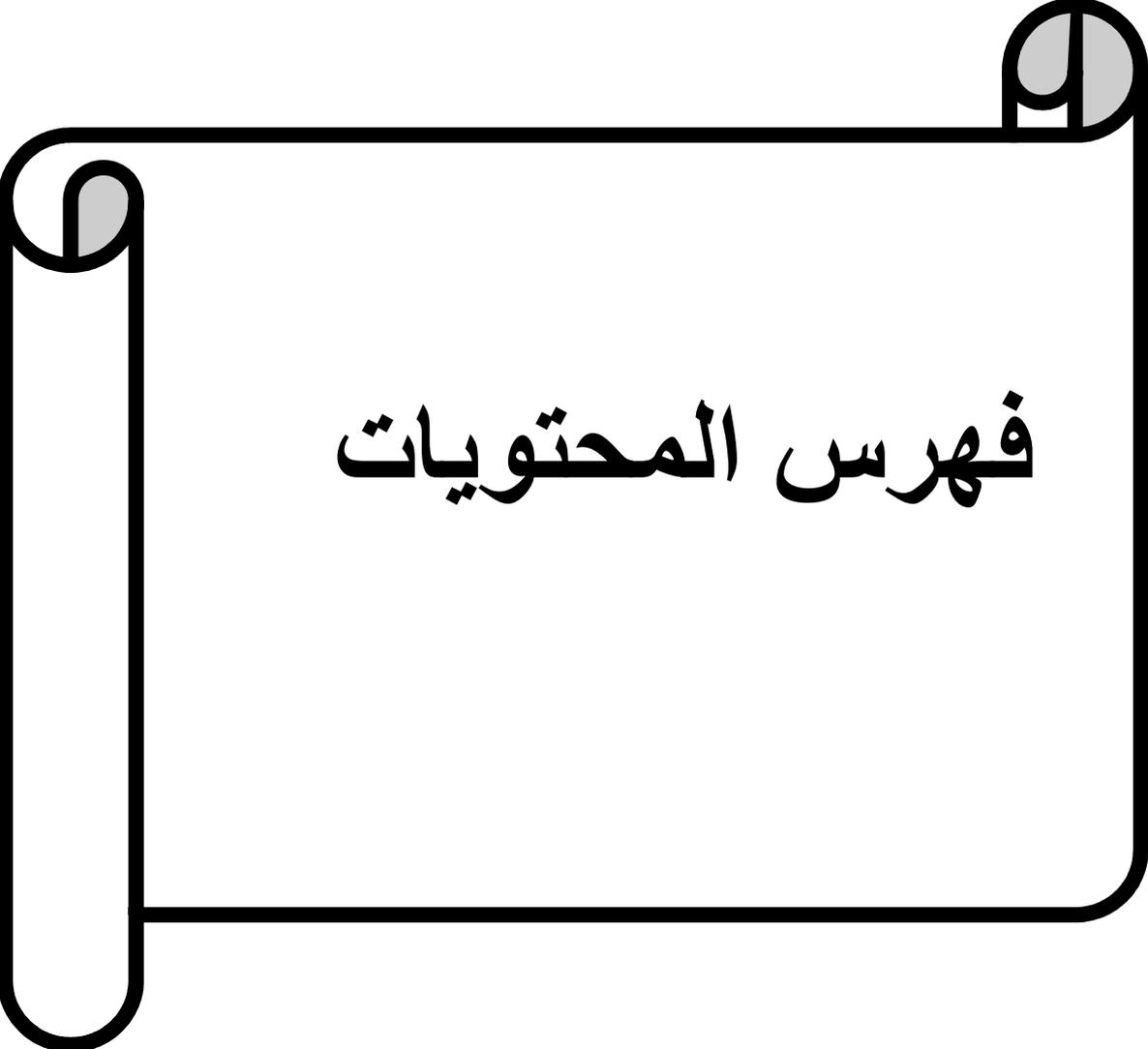
✓ الى كل من علمنا من معلم وأستاذ وكان لهم جميل الفضل في شق طريق البحث والعلم.

✓ الى اساتذتي الكرام في قسم العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي.

✓ الى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على منحهم لنا جزء من وقتهم الثمين لمناقشة هذا البحث واثرائه بملاحظاتهم القيمة.

✓ الى كل من قدم لنا يد العون من قريب او بعيد.



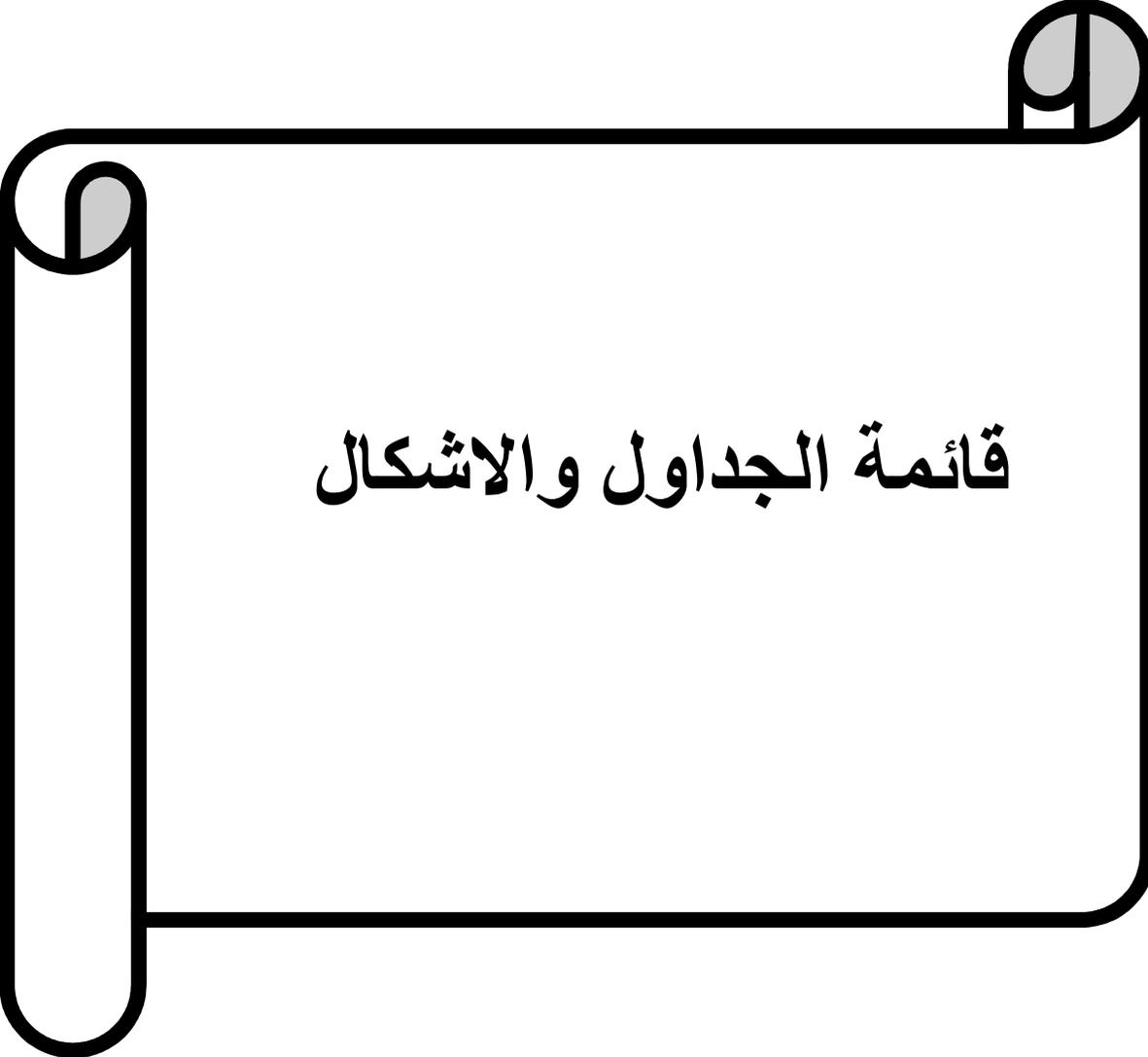


# فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	البسمة
II	شكر وتقدير
III	الإهداء
V	فهرس المحتويات.....
IX	قائمة الجداول والأشكال.....
أ	المقدمة العامة.....
	<b>الفصل الأول: مدخل إلى السياسة النقدية</b>
7	تمهيد.....
8	المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.....
8	المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية تطورها.....
11	المطلب الثاني: أنواع السياسة النقدية.....
14	المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية.....
17	المطلب الرابع: قنوات السياسة النقدية.....
21	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية.....
21	المطلب الأول: الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية.....
26	المطلب الثاني: الأدوات المباشرة للسياسة النقدية.....
28	المطلب الثالث: أدوات أخرى للسياسة النقدية.....
30	المبحث الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية.....
30	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.....
31	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية.....
33	المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....
37	خلاصة الفصل.....
	<b>الفصل الثاني: تحليل الأزمة المالية العالمية 2008</b>
39	تمهيد.....
40	المبحث الأول: التأصيل النظري للأزمات المالية.....

40	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية.....
42	المطلب الثاني: أهم الأزمات المالية.....
46	المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية.....
49	المطلب الرابع: أسباب الأزمات المالية.....
52	المبحث الثاني: كرونولوجيا أزمة 2008 وأسبابها.....
52	المطلب الأول: كرونولوجيا أزمة 2008.....
55	المطلب الثاني: أسباب أزمة 2008.....
65	المبحث الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي.....
65	المطلب الأول: الآثار على الاقتصاد الأمريكي.....
67	المطلب الثاني: الآثار على الاقتصاد العالمي.....
71	خلاصة الفصل.....
	<b>الفصل الثالث: معالجة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي للأزمة المالية العالمية 2008</b>
73	تمهيد.....
74	المبحث الأول: نبذة تاريخية عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.....
74	المطلب الأول: تعريف بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ونشأته.....
76	المطلب الثاني: وظائف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.....
78	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبنك الفيدرالي الأمريكي.....
80	المبحث الثاني: السياسات المستعملة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لمواجهة الأزمة المالية.....
80	المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي.....
85	المطلب الثاني: سياسة معدلات الفائدة الصفرية.....
91	المطلب الثالث: سياسة معدلات الفائدة السالبة.....
95	المبحث الثالث: انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية.....
95	المطلب الأول: انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد الأمريكي.....
102	المطلب الثاني: انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد العالمي.....
104	خلاصة الفصل.....

106	.....الخاتمة العامة
110	.....قائمة المراجع
	الملخص



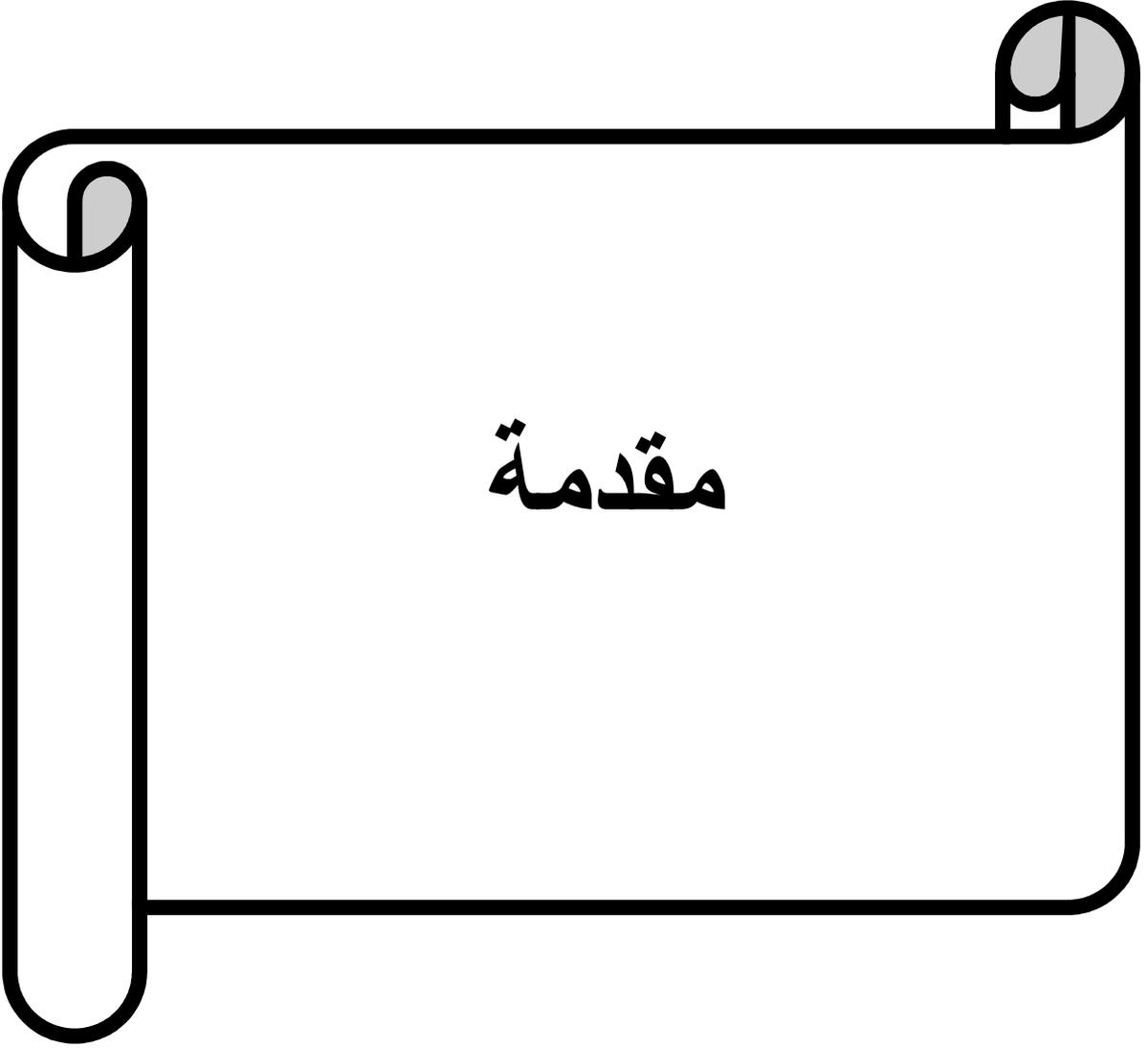
# قائمة الجداول والأشكال

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
46	تطور نسبة عجز الموازنة والبطالة.	1
46	تطور نسبة الدين العمومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان.	2
65	المؤشرات الاقتصادية الأمريكية خلال الفترة (2005-2010).	3
68	أثر الأزمة المالية على الناتج الداخلي الخام (PIB) في الدول المتقدمة.	4

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
11	أثر السياسة النقدية التوسعية.	1
13	أثر السياسة النقدية الانكماشية.	2
17	المربع السحري لكالدور (kaldor).	3
23	العلاقة بين سعر إعادة الخصم وطلب العملاء على الائتمان.	4
57	إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001-2008.	5
58	الميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1980-2010.	6
59	تطور الدين العام في الولايات المتحدة الأمريكية.	7
60	تطور المشتقات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1998-2007.	8
62	تطور مؤشر أسعار الفائدة للاحتياطي الفيدرالي للإقراض بين البنوك خلال 1952-2008.	9
83	مراحل تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية من 2007 إلى 2014.	10
95	تطور الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2007-2018.	11
98	معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة بين 2007 و 2018.	12
100	معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة بين 2006 و 2008.	13
101	مؤشر أسعار المستهلكين من ماي 2011 إلى أبريل 2016.	14



تحتل السياسة النقدية مكانة هامة بين السياسات الاقتصادية، لأنها تحافظ على تحقيق الاستقرار الاقتصادي للمجتمع والتحكم في توازناته، وذلك بالمحافظة على استقرار أسعار قيمة النقود في الأسواق الداخلية للاقتصاد الوطني، وسعر الصرف للتعامل الخارجي إضافة إلى الدفع بتحقيق مستوى التشغيل التام والتخفيف من حدة البطالة وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

أدت التطورات التي شهدتها العالم في القرن الماضي والتي من أهمها تسارع انتشار ظاهرة العولمة المالية التي تبنتها العديد من الدول إلى خلق أزمات مالية عديدة أهمها أزمة الرهن العقاري، التي هزت اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية حيث بدأت بوادرها في سنة 2007 وبرزت أكثر سنة 2008 وتصنف من الأخطر والأسوأ في تاريخ الأزمات المالية، وقد أدت هذه الأزمة إلى حدوث ركود اقتصادي عالمي بعد انتقالها من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي اقتصاديات الدول الأخرى، ولهذا سارعت مختلف الدول إلى تبني العديد من الإجراءات من أجل الخروج من الأزمة ودفع الاقتصاد إلى الانتعاش وقد كان من بين أهم هذه الإجراءات اتباع سياسة مالية ذات طابع توسيعي، أما في إطار السياسة النقدية فقد قامت البنوك المركزية بتخفيض معدل الفائدة إلى ما يقارب الصفر في إطار السياسة النقدية، وباعتبار السياسة النقدية التقليدية غير فعالة في حالة الركود فقد استخدمت بعض البنوك المركزية مثل البنك الفيدرالي الأمريكي أدوات غير تقليدية في إطار السياسة النقدية من أجل إنعاش الاقتصاد الأمريكي والخروج من حالة الركود الذي تمخض عن الأزمة وذلك بعد استنفاد أدوات السياسة النقدية التقليدية.

وبناء على ما تم استعراضه تتبلور إشكالية البحث التي يمكن إبرازها في التساؤل الرئيسي التالي:

**كيف ساهم البنك الفيدرالي الأمريكي من خلال السياسة النقدية في إنعاش الاقتصاد الأمريكي بعد أزمة الرهن العقاري؟**

وحتى يتيسر لنا السيطرة على جوانب الموضوع ارتأينا إلى طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

- 1- ما المقصود بالسياسة النقدية، وفيما تتمثل أهدافها؟
- 2- ما المقصود بالسياسة النقدية غير التقليدية، وماهي أدواتها؟
- 3- ما هي أهم أسباب أزمة الرهن العقاري؟
- 4- ما هو دور السياسة النقدية غير التقليدية في إنعاش الاقتصاد الأمريكي؟

**1- فرضيات الدراسة**

- تعتبر أدوات السياسة النقدية الغير تقليدية أدوات مكملة لأدوات السياسة النقدية التقليدية.
- تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية هي أزمة نظام.
- تعتبر السياسة النقدية غير تقليدية فعالة حتى في حالة الركود عكس السياسة النقدية التقليدية.

**2- أهداف الدراسة**

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة السياسات النقدية التقليدية وغير التقليدية والأسباب التي أدت الى تبنيها وكذا الأدوات التي تعتمد عليها في التخفيف من حدة الاختلالات والأزمات التي تصيب النظام المالي والاقتصادي وإبراز دور بنك الاحتياطي الفيدرالي في معالجة أزمة 2008.

**3- منهج الدراسة**

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية واختبار الفرضيات، تم الاعتماد في إعداد هذه الدراسة على المنهج الوصفي من أجل الإلمام بالجوانب النظرية للدراسة، ثم استخدمنا المنهج التحليلي والذي يساعد بشكل كبير على تفسير فعالية السياسات المطبقة من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008، من خلال استعراض الجوانب الإحصائية المتعلقة بالموضوع وتحليلها.

**4- أهمية الدراسة**

تكمن أهمية الموضوع في:

الدور الذي تلعبه السياسة النقدية من خلال أدواتها التقليدية والغير تقليدية في معالجة الأزمات المالية.

**5- أسباب اختيار الموضوع**

من الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار الموضوع ما يلي:

- ارتباط الواقع المالي بالاقتصادي ورغبتنا بتسليط الضوء وذلك من خلال الأزمات المالية.
- ارتباطه بمجال اختصاصنا.
- تحليل مختلف أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية بالإضافة إلى القرارات والإجراءات المتخذة من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي لمعالجة الازمة المالية 2008.
- معرفة جذور الأزمة المالية العالمية 2008 والأسباب المؤدية إليها.

## 6- الدراسات السابقة

1. دراسة Frederics Mishkin سنة 2009، تحت عنوان: هل تعتبر السياسة النقدية فعالة خلال الأزمة المالية؟

## Is Monetary Policy Effective During Financial Crises ?

ورقة عمل منشورة في:

## National Bureau Of Economic Research.

ومن أهم نتائجها المغالطة في أن السياسة النقدية غير فعالة خلال الازمات المالية قد يعزز تقاعس السياسة في مواجهة صدمة الانكماش الشديدة، وحقيقة أن السياسة النقدية هي أكثر فعالية لما توفره في الأوقات العادية حيث توفر الأساس المنطقي لنهج إدارة المخاطر لمواجهة الآثار الانكماشية الناجمة عن الازمات المالية، التي تكون فيها السياسة النقدية أقل عتامة بكثير مما كانت عليه في العادة، ليس فقط خلال التحرك بشكل حاسم من خلال الوسائل التقليدية والغير تقليدية للحد من مخاطر الجانب السلبي من الاضطراب المالي.

2- دراسة محمد الأمين وليد طالب سنة 2016، تحت عنوان: "دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية-حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2008/2007-"

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في: كيف تساهم البنوك المركزية عبر أدوات سياساتها النقدية في معالجة الازمات المالية؟ وكيف كان رد فعل البنك المركزي الأوروبي BCE على الأزمة المالية 2007-2008؟ ومن أهم النتائج المتوصل إليها هي أنه أمام عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على معالجة الأزمة المالية 2007-2008 اضطرت البنوك المركزية إلى اللجوء إلى أدوات جديدة سميت بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

3- دراسة "نادية العقون" سنة 2013، التي جاءت تحت عنوان: العولمة الاقتصادية والازمات المالية: الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية".

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في: ما مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الازمات المالية وتوسع نطاقها؟ وما هي أهم الإجراءات والبدائل التي يمكن تقديمها للوقاية من هذه الازمات على ضوء أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية؟

من أهم النتائج المتوصل إليها أن أسباب الازمات المالية متعددة وتتمثل أساسا في التحرير المالي المفرط، استفحال ظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة والاستشراف على المؤسسات المالية وغياب الشفافية، بالإضافة

إلى أن الاستسلام للأزمات المالية موقف غير مسؤول بالنظر لتكاليفها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية من ناحية والعدوى من ناحية أخرى.

## 7- هيكل البحث

من أجل دراسة هذا الموضوع اعتمدنا على خطة مكونة من ثلاثة فصول وذلك كما يلي:

### الفصل الأول:

جاء تحت عنوان مدخل للسياسة النقدية، والذي قسم إلى ثلاثة مباحث، تطرقنا في المبحث الأول إلى ماهية السياسة النقدية، من خلال التعريف بها وذكر أنواعها وأهدافها وصولاً إلى قنواتها، ثم خصصنا المبحث الثاني إلى أدوات السياسة النقدية الكيفية والنوعية بالإضافة إلى أدوات أخرى، ثم تناولنا في المبحث الثالث السياسة النقدية غير التقليدية من خلال التطرق إلى التعريف والأهداف وأدواتها المتمثلة في سياسة التيسير الكمي وسياسة معدلات الفائدة الصفرية وسياسة معدلات الفائدة السالبة.

### الفصل الثاني:

حيث جاء تحت عنوان تحليل للأزمة المالية العالمية 2007-2008، وقد قسم إلى ثلاثة مباحث. تناولنا في المبحث الأول التأصيل النظري للأزمات المالية، من حيث التعريف بالأزمة المالية من منظور شامل وذكر جذورها التاريخية وأسبابها ووضحنا أيضاً أهم أزمات القرن العشرين، أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى كرونولوجيا الأزمة المالية 2008 من تعريف ونشأة وأهم المحطات التاريخية التي مرت بها وإبراز أسبابها، بينما في المبحث الثالث تناولنا آثار الاقتصاد العالمي بعد الأزمة المالية لعام 2008.

### الفصل الثالث:

تضمن المبحث الأول من هذا الفصل الذي جاء تحت عنوان معالجة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي للأزمة المالية العالمية 2008، نبذة تاريخية عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، من حيث التعريف والنشأة وهيكله التنظيمي ووظائفه، أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المستعملة من قبل الاحتياطي الفيدرالي لمواجهة الأزمة وكانت أبرزها سياسة التيسير الكمي، بينما تضمن المبحث الأخير انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية سواء على الاقتصاد الأمريكي أو الاقتصاد العالمي.

الفصل الأول: مدخل إلى السياسة النقدية

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

المبحث الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية

**تمهيد**

تعتبر السياسة النقدية نوع من أنواع السياسة الاقتصادية بالإضافة إلى السياسة المالية والسياسة التجارية وتلعب السياسة النقدية دورا كبيرا في بناء السياسة الاقتصادية الكلية، لما لها من تأثير علما لاقتصاد الوطني، ومع التطور المستمر لعلم الاقتصاد برز مفهوم جديد لهذه السياسة حيث أصبحت تحقق أهدافم تكن موجودة في السابق وذلك من خلال استخدام مختلف الأدوات المتاحة التي تطبقها السلطة النقدية، والتي يتطلب تحقيقها توفر مجموعة من الوسائل والقنوات، ومع بداية عام 2008 الذي عرف ظهور أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية اضطرت البنوك المركزية لأغلب الاقتصاديات المتقدمة إلى تبني سياسة نقدية غير تقليدية نتيجة استنفاد استخدام السياسة النقدية التقليدية.

## المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

تعد السياسة النقدية في الوقت الحاضر إحدى الوسائل الفعالة لإصلاح الأوضاع الاقتصادية المعاصرة، ونظرا للتطور الذي يشهده العالم اليوم والتغيرات الكبيرة التي لم تأتي من العدم بل من تجربة طويلة سبقتها أزمات اقتصادية دفعت بالعديد من الاقتصاديين للبحث عن السبل التي يمكن استعمالها للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي.

### المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وتطورها

#### أولاً: تعريف السياسة النقدية

يختلف تعريف السياسة النقدية باختلاف زاوية النظر إليها فمنهم من عرفها على أساس أدواتها، ومنهم من ربط مفهومها بأهدافها واتجه آخرون لتركيز على عناصرها ودورها في الرقابة. ويمكن حصر أهم هذه التعاريف فيما يلي:

عرفها الاقتصادي "BASH G.L" بأنها ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات تجارية<sup>1</sup>.

عرفها "KENT" بأنها إدارة التوسع والانكماش في حجم النقد لغرض الحصول على أهداف معينة<sup>2</sup>، كما وعرفها الاقتصادي "SHOW" بأنها أي عمل واع تقوم بها السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير على كلفة الحصول عليها<sup>3</sup>.

وهناك تعريف شامل للسياسة النقدية وقد قدمه "EINZIG" حيث رآها بأنها تشمل على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي<sup>4</sup>.

بناء على ما سبق يمكننا أن ندرج تعريف شامل لسياسة النقدية كالآتي:

<sup>1</sup> صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر لنشر والتوزيع، القاهرة، 2005، ص 98.

<sup>2</sup> جمال لعامرة، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، دار الخلدونية، الطبعة الأولى، الجزائر، 2007، ص 86.

<sup>3</sup> أكرم حداد، النقود والمصارف، دار وائل لنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008، ص 183.

<sup>4</sup> زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري، الأردن، 2006، ص 185.

السياسة النقدية هي مجموعة من الإجراءات والقرارات التي يقوم بها البنك المركزي بغرض التأثير على المعروض النقدي للوصول إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية المسطرة.

### ثانياً: مراحل تطور السياسة النقدية

مرت السياسة النقدية بتطورات هامة انعكست تلك التطورات على أهميتها، ويمكن تلخيص مراحلها فيما يلي:

**المرحلة الأولى:** في بداية القرن العشرين كانت الفكرة السائدة هي فكرة حيادية النقود<sup>1</sup> لأب الفكر الاقتصادي الكلاسيكي جون باتيستساي، وقانونه القائل بأن العرض يخلق الطلب المساوي له، وأن النقود هي مجرد غطاء للمبادلات لا أثر لها على النشاط الاقتصادي، أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توافرها، وهذا ما استطاع الكلاسيك الوصول إليه لأن النقود عندهم هي وسيلة تبادل لتسهيل الحياة الاقتصادية وتتمتع بالحيادية وبالتالي حيادية السياسة النقدية فعلاقة النقود موجودة فقط مع المستوى العام للأسعار<sup>2</sup>.

**المرحلة الثانية:** وهي المرحلة التي ركز فيها كينز على دور السياسة المالية، وناقش السياسة النقدية وبين إطار تطبيقها منتقد بشدة ما جاء به الكلاسيك، وبذلك تراجع دور النظرية الكمية لعجزها عن معالجة أزمة الكساد العالمي (1929-1933)، حيث تطرق كينز إلى الدخل الوطني والإنفاق أو الطلب الفعال، ورأى أن توازن سوق النقد يرتبط بعرض النقود المتعلق بالسلطات النقدية، كما يرتبط بالطلب على النقد الذي يرجعه كينز لثلاثة دوافع معروفة والمتمثلة في دافع المضاربة والمعاملات والاحتياط، مستنتجا محددات  $M^d$  وهي  $(y, i)$ ، و أن توازن سوق السلع والخدمات مرتبط بتعادل الادخار والاستثمار، وتوازن سوق السلع والخدمات " كفيل بتحقيق التوازن الاقتصادي"<sup>3</sup>.

**المرحلة الثالثة:** إن التطور الاقتصادي أظهر بعض النقائص في السياسة المالية مما أدى إلى تراجع أهميتها، فهي تتميز بعدم المرونة وبطنها وتؤكد عدم جدواها في مكافحة التضخم، لذلك رأت بعض الدول المتقدمة سنة 1951 أن عليها الرجوع إلى تطبيق بعض أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 100.

<sup>2</sup> عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، الأردن، 1994، ص 208.

<sup>3</sup> عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزائر، 2014، ص ص 147،

الاقتصاد الوطني، وبالتالي بدأت تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانتها الأولى، ولكن هذه العودة لم تكن كلية بل ما زالت السياسة المالية تحتل مكانة هامة إلى أن جاءت موجة النقديين التي تسمى مدرسة شيكاغوالتي حركت ساعة الفكر للوراء مرة أخرى إلى فكر النظرية الكمية للنقد، والدعوة إلى التحكم في عرض النقود هو السبيل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وذلك حتى يزداد عرض النقود بصورة عامة بمعدل مساو لمعدل النمو في الناتج القومي، وتكون هذه الزيادة مستقلة عن الدورة التجارية، ويزداد عرض النقود بنفس المعدل في سنوات الكساد كما في سنوات الرخاء.

عندما انتخبت مارغريت تاتشر رئيسة لبريطانيا سنة 1979 وريغان لرئاسة الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1980 تنازلت الكينزية عن عرش الفكر إلى الموجة النقدية الثالثة، وكانت الفترة الممتدة من 1979 إلى 1980 قمة عصر النقديين، ثم تحدث بعدها الاقتصاديين عن نكسة النقديين، حيث بدأت تتراكم مشكلات التطبيق من كساد البطالة، على الرغم من أن التضخم قد انخفض كثيرا بعد تطبيق السياسة النقدية لكبح نمو عرض النقود<sup>1</sup>.

**المرحلة الرابعة:** وهي المرحلة التي احتدم فيها النقاش والجدل بين أنصار السياسة المالية وأنصار السياسة النقدية، وقد بدأ هذا الجدل على يد الاقتصادي الأمريكي (ملتون فريدمان M.Fridman) الذي آمن هو ومجموعة معه بقدرة السياسة النقدية وحدها دون غيرها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وعلى النقيض من ذلك يرى الماليون أن السياسة المالية لديها التأثير الأقوى في إعادة الاقتصاد إلى مستوى التوازن وتحقيق الأهداف الاقتصادية، وتوالت الدراسات الاقتصادية التي تؤيد هذا الفريق أو ذاك حتى جاء فريق ثالث بزعمارة الاقتصادي الأمريكي (والتر هللر) الذي يؤمن بأهمية كل من السياستين النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، من خلال المزج بين أدوات السياستين بالقدر المناسب لتحقيق الهدف المطلوب.

ويشار إلى أن خبراء البنك الدولي وصندوق النقد الدولي يعطون السياسات النقدية الأولوية في البرامج الاقتصادية الدولية التي يوصي بها صندوق النقد الدولي، إلا أنهم لا يهملون السياسة المالية ويرون بأهميتها في رفد السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية المطلوبة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 101.

<sup>2</sup> محمد ضيف الله القطايري، دور السياسات النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، دار غيداء لنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان،

2011، ص 20.

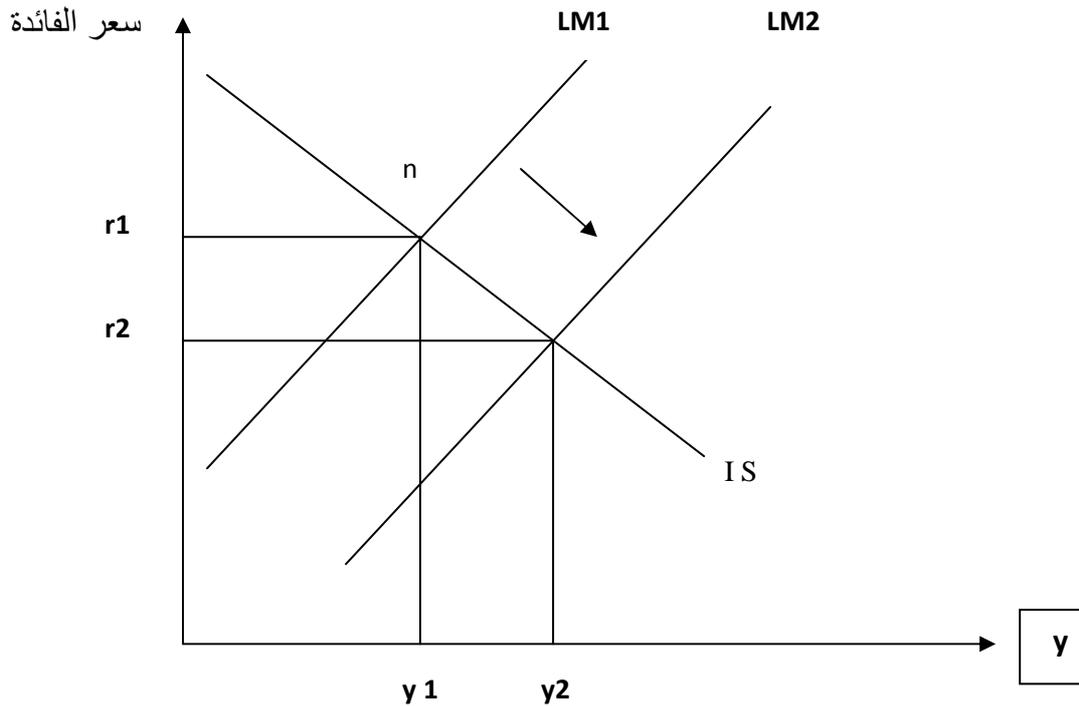
## المطلب الثاني: أنواع السياسة النقدية

تنقسم السياسة النقدية إلى نوعين هما السياسة الانكماشية والسياسة التوسعية ويمكن تحليلهما كما يلي:

## 1- السياسة النقدية التوسعية:

تهدف السياسة النقدية التوسعية إلى علاج الركود والانكماش التي يمر بها الاقتصاد والناجم من عدم التوازن بين الناتج الحقيقي والتدفقات النقدية في المجتمع إذ يكون الناتج الحقيقي أكبر، الأمر الذي يؤدي إلى تدخل السلطة النقدية بزيادة حجم المعروض النقدي عن طريق الأدوات المتاحة لديها<sup>1</sup>، هذا ما يتسبب في زيادة عرض النقود وانخفاض سعر الفائدة وبالتالي يزداد الاستثمار مما يزيد من مستوى الإنتاج والدخل ومستوى التوظيف<sup>2</sup>، حيث يتضح لنا أثر السياسة النقدية التوسعية بانتقال منحنى LM إلى LM2 مما يتسبب في انخفاض سعر الفائدة وزيادة مستوى الدخل كما هو موضح في الشكل الموالي<sup>3</sup>:

## الشكل رقم (01): أثر السياسة النقدية التوسعية



المصدر: محمود حامد، الاقتصاد النقدي، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطبعة الأولى، 2017، ص 276.

يمكن استنتاج من خلال الشكل أن زيادة عرض النقود تؤدي إلى حدوث الآثار التسلسلية التالية:

<sup>1</sup> رمزي محمود، التيسير الكمي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2019، ص 50.

<sup>2</sup> محمود حامد، الاقتصاد النقدي، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطبعة الأولى، 2017، ص 275.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 275.

$$MS \uparrow \longrightarrow (i) \downarrow \longrightarrow I \uparrow \longrightarrow Y \uparrow$$

حيث أن:

MS : عرض النقود

i : معدل الفائدة

I : الاستثمار

Y : الدخل

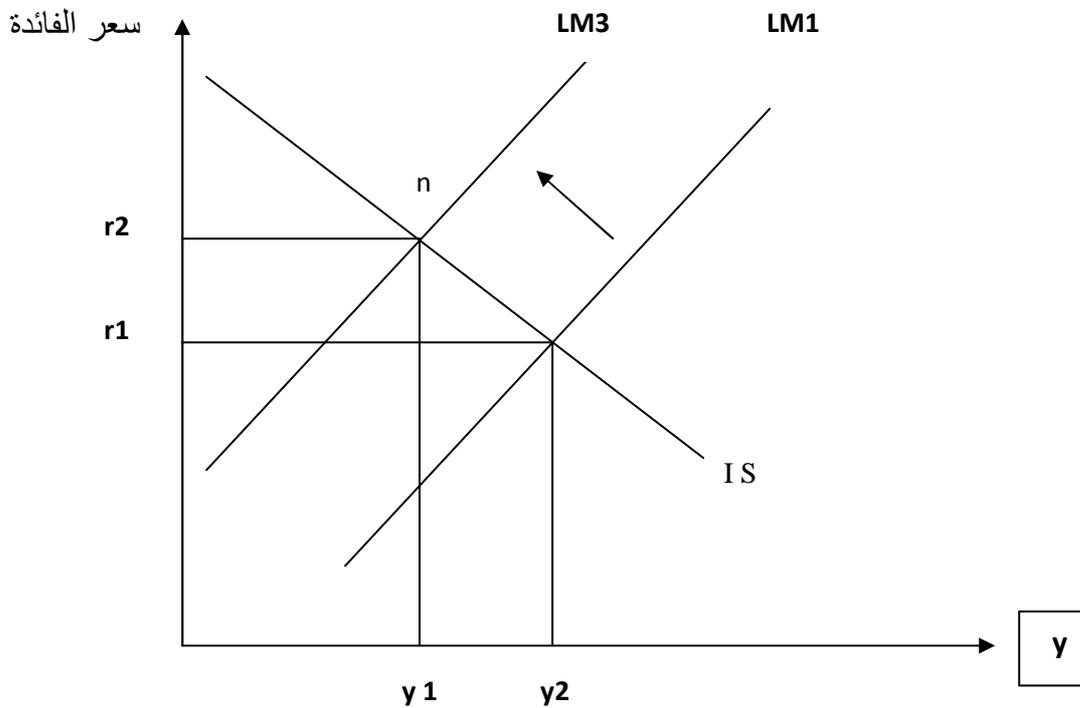
## 2- السياسة النقدية الانكماشية

يتم استخدام هذه السياسة عندما يرتفع مستوى النشاط الاقتصادي ويكون مستوى الأسعار في ارتفاع، فهي تتسبب في تخفيض مستوى الطلب الفعلي أو تخفيض حجم الإنفاق الكلي إلى المستوى الذي يحقق التشغيل الكامل، دون حدوث ارتفاع غير مرغوب في الأسعار، تتحقق هذه السياسة من خلال تخفيض عرض النقود ويتم ذلك عن طريق استخدام المصرف المركزي لأدواته (برفع نسبة الاحتياطي القانوني، رفع سعر إعادة الخصم، دخوله سوق الأوراق المالية كمشتري).

فيتسبب ذلك في انخفاض عرض النقود وارتفاع سعر الفائدة وبالتالي انخفاض الاستثمار مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الدخل فيتسبب في انخفاض الطلب الكلي وبالتالي يجد من التضخم ويتضح أثر السياسة النقدية الانكماشية بانتقال منحنى LM إلى جهة اليسار من LM1 إلى LM3 كما في الشكل التالي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 276، 277.

الشكل رقم (02): أثر السياسة النقدية الانكماشية



المصدر: محمود حامد، الاقتصاد النقدي، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطبعة الأولى، 2017، ص 277.

من خلال الشكل يمكن استنتاج أن انخفاض عرض النقود يؤدي إلى:

$$MS \downarrow \rightarrow (i) \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

كما أن الاستثمار يقوم بالتأثير على الدخل من خلال أثر المضاعف

$$\downarrow DY = (1 / 1 - b) DI \downarrow$$

### 3- السياسة النقدية ذات الاتجاه المختلط

يتفق أكثر علماء المالية العامة، على أن هذه السياسة تناسب البلدان النامية التي تعتمد في الغالب على الزراعة الموسمية، أو على تصدير المواد الأولية إلى الخارج ( أي الدول أحادية المورد). في هذه الحالة يتبع البنك المركزي سياسة مرنة، بحيث يزيد من حجم وسائل الدفع ( النقود ) في مرحلة بدء الزراعة،

وتمويل زراعة المحاصيل، ويقلل من حجم وسائل الدفع في مرحلة بيع المحاصيل في محاولة منه لحصر آثار التضخم<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والتي تكمن أهمها فيما يلي:

- 1- **تحقيق الاستقرار في الأسعار:** ويعتبر من أهم أهداف السياسة النقدية، حيث تسعى كل دولة إلى تخفيض معدل التضخم، ومكافحته وفي نفس الوقت علاج احتمال حدوث الكساد والركود إن وجد وتصبح مهمة السلطة النقدية احتواء تحركات مستوى الأسعار إلى أقل مستوى لها<sup>2</sup> ومتغير الأسعار سوف يؤثر على الوضع المعاشي للسكان، لأن التضخم سوف يؤثر سلباً على الفقراء بانخفاض دخولهم بينما تزداد ثروات الأغنياء من خلال ارتفاع الأسعار ويمكن أن يحصل الخلل الاجتماعي إذا ما استمر التضخم طويلاً<sup>3</sup>. وبهذا فإن استقرار المستوى العام للأسعار يعد هدفاً أساسياً للسياسة النقدية لأنه يؤدي إلى توازن النشاط الاقتصادي لذا يعمل البنك المركزي على محاربة التضخم لتجنب حدوث تغيرات واضطرابات كبيرة في العلاقات الاقتصادية بين الدائن والمدين والمحافظة على استقرار قيمة النقود<sup>4</sup>.
- 2- **استقرار سعر العملة:** الهدف من مراقبة الائتمان المصرفي هو العمل على استقرار قيمة العملة الوطنية وذلك من خلال الحد من التوسع المفرط في عرض النقد وأثره الضار على قيمة العملة الوطنية، وب نفس الوقت يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على حجم مناسب من الاحتياطات الدولية وعدم التوسع المفرط في إقراض الحكومة لتحقيق الاستقرار في قيمة العملة الوطنية.
- 3- **تشجيع النمو الاقتصادي:** تساهم السياسة النقدية من خلال رقابتها على حجم الائتمان وكلفته في دفع النمو الاقتصادي الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلاد، ويستطيع البنك المركزي إحداث تغيرات في حجم الاحتياطات الكلية للبنوك التجارية وقدرتها في خلق الائتمان والتأثير على حجم الائتمان المصرفي، فالسياسة النقدية التوسعية تستطيع الإبقاء على سعر فائدة منخفض، مما يشجع على زيادة الطلب على الائتمان والاستثمار والنمو الاقتصادي<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2002، ص ص 154، 153.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2003، ص 92.

<sup>3</sup> علي كنعان، النقود والصرافة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، 2012، ص 455.

<sup>4</sup> رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2003، ص 48.

<sup>5</sup> هيل عجمي جميل الجناي، رمزي ياسين يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص 260.

**4- تحسين ميزان المدفوعات:** يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل تدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين وبلاد أخرى خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة<sup>1</sup>.

هناك اختلاف فيما يخص استخدام السياسة النقدية لتجنب الإختلالات النقدية لأن الأمر يتعلق بسعر الصرف وحركة رؤوس الأموال، فسعر الصرف في الواقع مرتبط بهدف استقرار الأسعار في الاقتصاد الوطني، ويمكن إدراك هذا الارتباط، فانخفاض الأسعار سيؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية وبالتالي زيادة الصادرات هذه الزيادة تعني زيادة الطلب على عملة هذا البلد إذا انخفضت فيه الأسعار فيرتفع سعر صرفها مقابل العملات الأخرى.

إذا كانت السياسة النقدية تستهدف التضخم فإن سعر الصرف لا يمكن استخدامه مثلا لتحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري، وبالمقابل إذا كان سعر الصرف يستهدف تحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري فإن السياسة النقدية لن تكون مستقلة بما فيه الكفاية لتصلح كأداة لتحقيق الاستقرار الداخلي وإدارة نتائج تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل<sup>2</sup>.

**5- المساهمة في تحقيق هدف التوظيف الكامل:** وتشترك في ذلك مع السياسة النقدية وتقوم على زيادة عرض النقود (المعروض النقدي) في حالة البطالة والكساد تزيد من الطلب الفعال، فيزداد الاستثمار والتشغيل في الاقتصاد القومي<sup>3</sup>.

وتتحقق العمالة الكاملة عندما يكون كل شخص لديه مهارة ويرغب في العمل، وتظهر أهميتها في أنها وسيلة وليست غاية لأن الوصول إلى تحقيق العمالة هو الوصول لإنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع ويطلبها، لذلك تبقى العمالة الكاملة هدف طويل الأجل نظرا لما للبطالة من مزار على الاقتصاد فهي تعبر عن هدر في طاقات المجتمع الإنتاجية وضياع موارد الإنتاج ولمحاربة البطالة وتحقيق هدف العمالة الكاملة يجب إن تلمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الحياة الاقتصادية لزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة العمالة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> إسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982، ص 95.

<sup>2</sup> لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، لبنان، 2010، ص ص 68، 69.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007، ص 276.

<sup>4</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 138.

6- **تلبية الاحتياجات المالية للنشاط الاقتصادي:** يسعى البنك المركزي إلى تلبية المتطلبات المالية لمختلف القطاعات الاقتصادية عبر توفير الائتمان اللازم لتحريك العجلة الاقتصادية ويبرز هذا الدور خصوصا في فترات الرواج حيث تحتاج فيه القطاعات الاقتصادية إلى مزيد من الائتمان<sup>1</sup>.

7- **المساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية والمالية:** الأسواق التي تتعامل فيها هذه المؤسسات (سوق رأس المال والسوق النقدي) وبما يخدم تطوير الاقتصاد الوطني.

ويلاحظ أن هناك ترابطا واضحا ومتداخلا بين أهداف السياسة النقدية إلا انه يمكن تحديد الاتجاهات التي تصب عليها السياسة النقدية، وهذه الاتجاهات تنحصر في جهتين هما الادخار والاستثمار حيث أنه فيما يخص الادخار تسعى السياسة النقدية إلى ما يلي:

- جمع وتعبئة الإدخارات المحلية التي يمكن جمعها بواسطة المؤسسات المالية المصرفية القائمة في البلد؛
- رفع معدلات الادخار نسبة إلى إجمالي الدخل القومي.

أما فيما يخص جانب الاستثمار فإن السياسة النقدية تسعى إلى ما يلي:

- زيادة نسبة الاستثمارات إلى إجمالي الدخل القومي والتي تؤدي إلى زيادة حجم الدخل والنتائج القومي؛
- توجيه الاستثمارات نحو القطاعات التي يتوجب تطويرها وزيادة معدلات نموها بشكل يؤدي إلى زيادة الأهمية النسبية لمساهمة هذه القطاعات في تكوين الدخل القومي، وفي مقدمة هذه القطاعات القطاع الصناعي والقطاع الزراعي.

أما عن الكيفية التي بموجبها للسياسة النقدية الوصول إلى الأهداف المذكورة فإنها تتم باستخدام السياسة النقدية لوسائلها وأدواتها المتاحة لتحقيق تلك الأهداف<sup>2</sup>.

8- **التحكم في دائرة التقلبات الاقتصادية:** يمر اقتصاد الدول في العالم خاصة الرأسمالية منها بمراحل مختلفة مثل مرحلة الركود ومرحلة الانتعاش، وتسعى السياسة النقدية إلى إخراج الاقتصاد من مرحلة الركود عبر إتباع سياسة ائتمانية توسعية تسمح بزيادة الاستثمار وتقل الطلب وتخلق مناصب شغل، أما في مرحلة الرواج فالسياسة النقدية تنتهج سياسة ائتمانية تقييدية للحد من الضغوطات التضخمية.

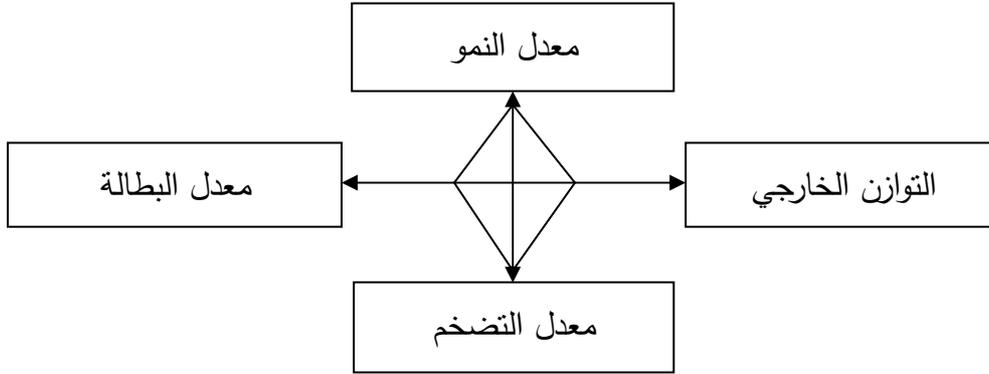
يعد تحقيق الأهداف النهائية السابقة الذكر في نفس الوقت أمر في بالغ الصعوبة، حيث أن مختلف تلك الأهداف تكون في بعض الأحيان متعارضة ومتناقضة فيما بينها، قد تلجأ الدول إلى تحقيق أهداف سياستها النقدية باستعمال أداة واحدة أو مجموعة من الأدوات، لكن لا يمكن في أي حال من الأحوال تحقيق

<sup>1</sup> إسماعيل شلبي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

<sup>2</sup> زكريا النوري، مرجع سبق ذكره، ص ص 191، 192.

هذه الأهداف إلا إذا كانت أدوات السياسة النقدية فعالة<sup>1</sup>، ويمكن تلخيص هذه الأهداف في الشكل الموالي الذي يسمى بالمرجع السحري لكالدور<sup>2</sup>: Nicholas Kaldor:

الشكل رقم (01): المربع السحري لكالدور (Kaldor)



المصدر: علي صاري، السياسات النقدية غير التقليدية الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعلمة والسياسات النقدية، العدد 04، 2013، ص 55.

#### المطلب الرابع: قنوات السياسة النقدية

يمكن أن ينتقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي من خلال ما يعرف بقنوات انتقال السياسة النقدية التي يبلغ بها أثر السياسة النقدية إلى الهدف النهائي تبعا لاختيار الهدف الوسيط، وقد بينت الدراسات النظرية وجود ثلاث قنوات أساسية تنتقل عبرها السياسة النقدية وهي قناة معدل الفائدة، قناة سعر الصرف وقناة الائتمان.

**1- قناة معدل الفائدة:** تعتبر قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو فإذا اتبع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية ستتحفز معدلات الفائدة الحقيقية وتخفض تكلفة رأس المال وبالتالي ارتفاع الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة الطلب الإجمالي والإنتاج<sup>3</sup>.

والتأثير على المتغيرات الاقتصادية من خلال سعر الفائدة يكون كما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، 2016، صص 103، 104.

<sup>2</sup> علي صاري، السياسات النقدية غير التقليدية الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعلمة والسياسات النقدية، العدد 04، 2013، ص 55.

<sup>3</sup> فاطمة الزهراء ديش، دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص نقود وبنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2017/2018، ص ص 42، 43.

$$M \uparrow \rightarrow I r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

حيث أن:

M: عرض النقود.

Ir: معدل الفائدة الحقيقي (معدل الفائدة الاسمي \_ معدل التضخم المتوقع)

I: الاستثمار.

Y: حجم الإنتاج.

وعند إتباع سياسة نقدية انكماشية ( $M \downarrow$ ) هذا يؤدي إلى رفع سعر الفائدة الاسمي والحقيقي مما يرفع من تكلفة رأس المال وبالتالي انخفاض نفقات الاستثمار وانخفاض الإنتاج.

**2- قناة سعر الصرف:** تعد قناة سعر الصرف أهم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية خصوصاً بالنسبة للاقتصاديات التي تتسم بدرجة كبيرة من الاندماج العالمي والتي تستخدم سياسة سعر الصرف كوسيلة لتنشيط صادراتها ومعالجة العجز في ميزان المدفوعات، فمعدل سعر الصرف للنقود الوطنية ينخفض عند إتباع سياسة نقدية توسعية وهذا ما يشجع الصادرات، وتعمل هذه القناة من خلال تأثيرات أسعار الفائدة حيث أن انخفاض هذه الأخيرة نتيجة للتوسع النقدي يؤدي إلى انخفاض حجم الودائع الأجنبية في البلد المعني مما يخفض من قيمة العملة المحلية في مقابل العملات الأجنبية وبالتالي زيادة الطلب على السلع المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع صافي الصادرات ومن ثم زيادة الناتج الكلي<sup>2</sup>.

وفي الحالة التي تستعمل فيها سياسة انكماشية ينخفض عرض النقود فترتفع أسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصاد الوطني عنها في الخارج وهو ما يعمل على استقطاب رأس المال الأجنبي ورفع الطلب على العملة المحلية وهذا ما يزيد من قيمة العملة الوطنية ويؤثر على الصادرات التي تكون معاينته من خلال الحساب الجاري في ميزان المدفوعات فينخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مما يصيب الاقتصاد الوطني

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 304.

<sup>2</sup> توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004، ص 562.

بالركود وهي آثار غير مرغوب فيها ينصح الكثير بضرورة مصاحبته بسياسات أخرى لمعالجة هذه الآثار السلبية<sup>1</sup>.

**2- قناة الائتمان:** يظهر دور هذه القناة في السياسة النقدية عندما تمارس السياسة النقدية سياسة تقييدية مما يجبر المصارف على تخفيض قروضها وأوراقها المالية ويصبح المقرضون غير قادرين على إحلال الاقتراض غير المصرفي كما هو مفترض في فكرة القناة النقدية ويكون الانخفاض الناتج عن ذلك في الطلب الكلي أكبر مما يمكن رده إلى القناة النقدية وحدها<sup>2</sup>.

قناة الائتمان تنقل أثر السياسة النقدية عبر آليتين هما:

**أ- قناة الإقراض المصرفي:** تعتمد هذه القناة على الدور الذي تلعبه البنوك داخل الجهاز المصرفي والمالي، نظرا لمكانتها التي تسمح لها بحل مشكلة عدم تكافؤ المعلومات في سوق الإقراض لأن الاقتراض يكون من عند البنوك التجارية، تعمل هذه القناة كما يلي<sup>3</sup>:

عند إتباع سياسة نقدية توسعية فإن كمية النقود تزداد ( $M^{\uparrow}$ ) مما تؤدي إلى زيادة احتياطياتها وودائع البنوك مما يزيد من حجم القروض البنكية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة نفقات الاستثمار وبالتالي الناتج الإجمالي المحلي، كما توضحه العلاقة التالية:

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

أما عند إتباع سياسة نقدية انكماشية فإنه يحدث العكس، وما يمكن أن نستخلصه من هذه القناة هو الأثر الكبير الذي تمارسه السياسة النقدية على إنفاق المؤسسات الصغيرة المرتبطة بالقروض مقارنة بالمؤسسات الكبيرة التي تلجأ إلى أسواق رأس المال دون طلب ذلك من البنوك.

**ب- قناة ميزانية المؤسسات:** يمكن للمؤسسات أن تنتقل من خلال الأثر على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة، ذلك أن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى زيادة أسعار الأوراق المالية، مما يزيد من

<sup>1</sup> إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2009/2008)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر 03، (2011/2010)، ص 63.

<sup>2</sup> لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص ص 67، 68.

<sup>3</sup> إكن لونيس، مرجع سبق ذكره، ص 66.

صافي ثروات شركات قطاع الأعمال والقطاع العائلي، أي يحسن من مراكزهم المالية وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي فيزيد الطلب الكلي وهذا ما يؤثر إيجاباً على الناتج<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> توماس ماير وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 562، 563.

## المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية

تتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بطريقة غير مباشرة من خلال السياسة النقدية التي تتبعها للتأثير على حجم وسائل الدفع في المجتمع الذي يعتبر من أهم جوانب السياسة النقدية، وذلك لامتناع الفائض من الكتلة النقدية وتوفير أرصدة نقدية.

البنك المركزي بصفته المسؤول عن تسيير وتنظيم الكتلة النقدية يستعمل مجموعة من الأدوات يمكن تصنيفها لثلاث مجموعات.

### المطلب الأول: الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية

تنقسم هذه الأدوات إلى ثلاث عناصر وهي:

#### 1. سعر إعادة الخصم:

المقصود بسعر الخصم هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند منحها القروض خصم الكمبيالات أو أوراق مالية أخرى لقاء القروض الممنوحة لها<sup>1</sup>. يعتبر من أقدم الأدوات التي لجأ إليها البنك المركزي في التأثير على السيولة والائتمان، حيث استعملت سنة 1839<sup>2</sup>.

ولقد أدرج البنك المركزي بعض الشروط حتى تكون عملية إعادة الخصم ناجحة وذات جدوى وفعالية وهي<sup>3</sup>:

- أن تكون البنوك مجبرة على طلب مساعدات البنك المركزي وهذا يتطلب أن تكون سيولتها محدودة؛
- أن لا تتوفر على مصادر تمويلية أخرى مثل أموال الاستثمار الذاتي أو الأموال الداخلية من البلدان الخارجية؛
- أن لا تكون هناك إمكانية المضاربة تمكن رجال الأموال من الافتراض ولو بأسعار مرتفعة؛

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص 364.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2008، ص 122.

<sup>3</sup> عبد الله خبابه، الاقتصاد المصرفي (البنوك الإلكترونية، البنوك التجارية، السياسة النقدية)، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 204.

- أن لا تكون هناك ظروف تساعد المشروعات على أرفع أسعارهم نتيجة الزيادة في معدل الفائدة دون أن ينقص الطلب لديهم؛

- أن يكون التعامل بالأوراق التجارية شائعا، أي أن لا يكون منافسا إلى حد كبير من طرف التسهيلات البنكية الأخرى مثل السلفات على الحسابات الجارية.

إن تغيير معدل الخصم يؤثر في آخر الأمر في النقود المتداولة، لذلك تستعمله الحكومات في سياسة محاربة التضخم عندما تشعر بوفرة النقود السائلة، أو بالعكس في سياسة محاربة الانكماش عندما تظهر بوادر الكساد الاقتصادي<sup>1</sup>.

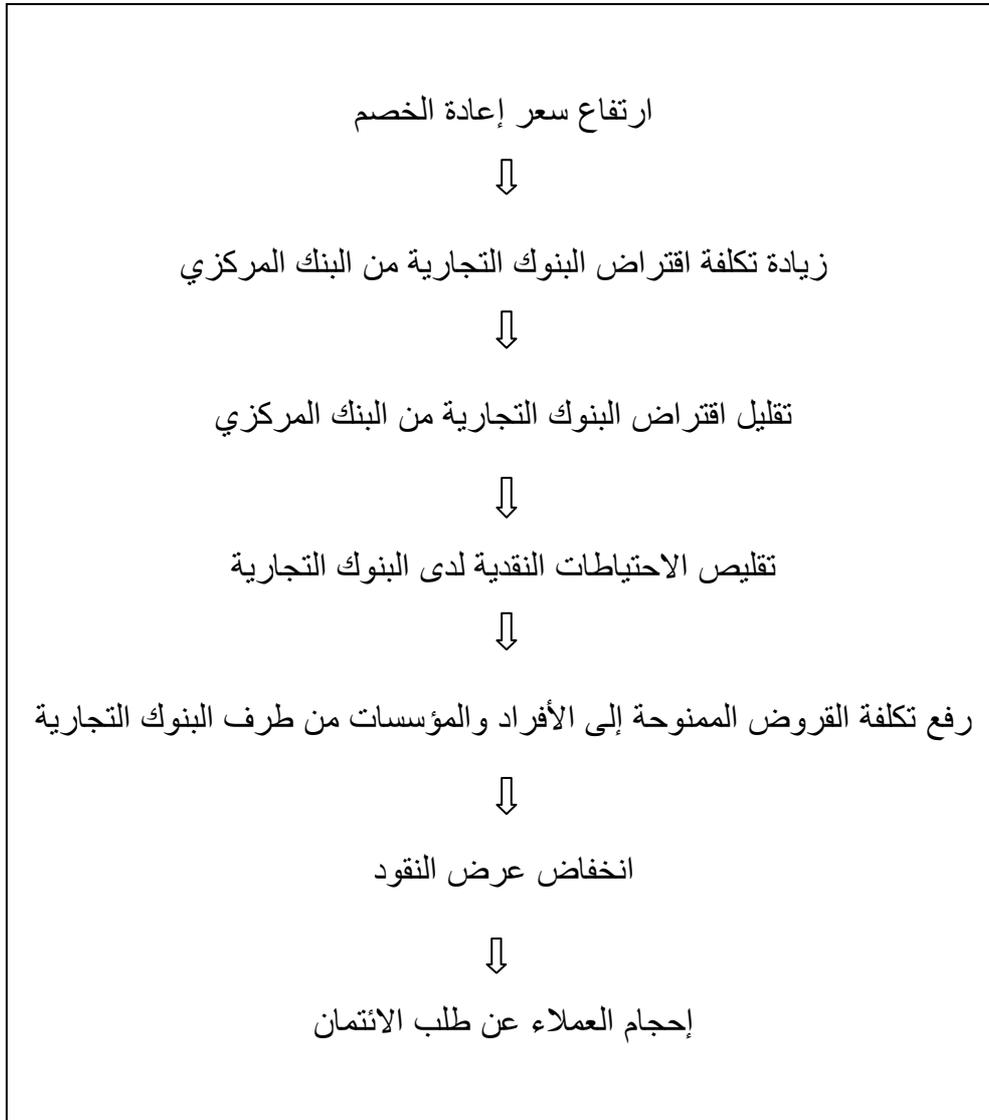
إن قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم سيقابله في نفس الوقت قيام البنوك التجارية برفع سعر الخصم أي سعر الفائدة المقررة في السوق النقدية على القروض التي تقدمها عن طريق خصم الأوراق التجارية والمالية، أي أن البنوك التجارية تقوم بتحويل تكلفة اقتراضها من البنك المركزي إلى الأفراد والمؤسسات.

يؤدي قيام المصارف التجارية برفع تكلفة القروض الممنوحة لعملائها إلى انخفاض طلب الائتمان لأن العائد المتوقع من استثمار الأموال المقترضة سيكون أقل مما كان عنه في السابق، وبالتالي سيضع هذا الإجراء حدا للتوسع في منح الائتمان، ما من شأنه تخفيض الإنفاق النقدي والحد من شدة الضغوط التنظيمية<sup>2</sup>. وهو ما يمكن توضيحه في الشكل الموالي:

<sup>1</sup> محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص ص 105، 106.

<sup>2</sup> عبد الله خبابه، الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2009، ص 300.

## الشكل رقم (04): العلاقة بين سعر إعادة الخصم وطلب العملاء على الائتمان



المصدر: زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن ص 195.

إن سياسة سعر الخصم تصبح أقل فعالية في حالة الكساد منه في حالة التضخم إذ يؤدي الكساد إذا كان كبيرا إلى زعزعة ثقة رجال الأعمال وفي هذه الحالة يصبح الطلب على القروض عديم المرونة كثيرا اتجاه التغيرات في سعر الفائدة، فانخفاض سعر الفائدة قد لا يدفع رجال الأعمال الاستثمار حتى وإن أصبح صفر إن لم يتوفر الدفع إلى الاستثمار أي الربح<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 124، 125.

## 2. سياسة السوق المفتوحة:

السوق المفتوحة هي عملية يقوم البنك المركزي من خلالها بعمليات بيع وشراء سندات قصيرة الأجل (تكون في الغالب عمومية) في السوق النقدية<sup>1</sup>، وهي إحدى الأدوات التقليدية التاريخية التي اتبعتها البنوك المركزية في عرض النقود<sup>2</sup>.

وتختلف تقنية السوق المفتوحة عن تقنية إعادة الخصم في نقطتين:

أ- في ماهيتها (Finalités): يبقى البنك المركزي حر في شراء أو عدم شراء السندات من البنوك، فهو غير مقيد بأي اتفاق تعبئة الديون.

فالبنك المركزي يمكنه تضيق أو بسط سيولة البنوك، والسوق يسجل الحركات اليومية والأسعار المختلفة بما أن ضبط عرض وطلب نقود البنك المركزي يحصل باستمرار عند مستويات مختلفة.

ب- في أسلوبها (Modalités): يجد البنك المركزي نفسه داخل سوق يزيد وينقص من سيولته وليس أمام هذا البنك أو ذاك<sup>3</sup>.

يسعى البنك المركزي من خلال استخدامه أداة السوق المفتوحة إلى التأثير في حجم النقد المتداول وعلى قدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان<sup>4</sup>.

غير أن عمليات السوق المفتوحة قد تكون محدودة الأثير وقليلة الفعالية في الحالات التالية:

- إذا توفرت لدى البنوك التجارية احتياطات نقدية فائضة كبيرة؛
- إذا كان غرض البنك المركزي من هذه العمليات مساعدة الخزينة على بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية، فإن مثل هذه العمليات إذا ماجرت على نطاق واسع، قد تؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار هذه الأوراق وبالتالي في أسعار الفوائد السائدة وفي ريع الأوراق المالية المذكورة، مما قد يدفع بالبنوك إلى اتخاذ سياسة دفاعية قد تتعارض وأهداف البنك المركزي في حينه؛

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 2010، الجزائر، ص 154.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 107.

<sup>3</sup> فريدة بخراز يعدل، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 166.

<sup>4</sup> زكريا النوري، مرجع سبق ذكره، ص 205.

- ولنفس هذه الأسباب أيضا، فإن بيع وشراء السندات الحكومية على نطاق واسع، قد يهدد ربحية البنوك التجارية التي تحتفظ بمقادير كبيرة منها مما يدفعها لاتخاذ عمل مضاد يحميها من الآثار الضارة للسياسة النقدية السائدة<sup>1</sup>.

### 3. سياسة الاحتياطي الإجباري:

الاحتياطي الإلزامي عبارة عن نسبة تحتفظ بها البنوك التجارية من مجموعة الأموال المودعة لديها، يتم الاحتفاظ بها في البنك المركزي<sup>2</sup>، إذ يقوم هذا الأخير بتغيير هذه النسبة بالزيادة أو النقصان تبعا للأوضاع الاقتصادية السائدة (ركود أو تضخم) وتغيير هذه النسبة يغير بدوره من قدرة المصارف الكمية على منح الائتمان المصرفي وغالبا ما يخفض البنك المركزي من نسبة الاحتياطي النقدي القانوني المفروضة على المصارف التجارية في أثناء فترات الركود والكساد الاقتصادي، بهدف تشجيعها على المزيد من الائتمان المصرفي<sup>3</sup>.

لكن نسبة الاحتياطي الإلزامي قد تكون غير فعالة كأداة من أدوات السياسة النقدية في التأثير على حجم الائتمان المصرفي للأسباب التالية<sup>4</sup>:

- لا تؤثر هذه الأداة في أوقات الكساد الاقتصادي، فتخفيض هذه النسبة الذي يحسن من سيولة البنوك التجارية قد لا يزيد من طلب الوحدات الاقتصادية على الائتمان نظرا للتوقعات المتشائمة حول الأرباح، كما لا يشجع البنوك أيضا في التوسع في منح الائتمان نظرا لارتفاع درجة المخاطر التي تواجه قروض البنوك التجارية؛

- لا يلجأ البنك المركزي إلى تغيير هذه النسبة بشكل متكرر وعلى فترات قصيرة لأن ذلك يحدث اضطراب في عمل البنوك، ويخلق حالة من عدم التأكد لدى البنوك التجارية؛

- إن احتفاظ البنوك التجارية باحتياطات كبيرة يضعف أثر هذه الأداة في التأثير على حجم الائتمان المصرفي بحيث تستطيع البنوك مواجهة كل من الزيادة في الاحتياطي الإلزامي والطلب على الائتمان؛

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، مرجع سبق ذكره، ص 363.

<sup>2</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار يزيد للنشر، الطبعة الثانية، الأردن، 2006، ص 331.

<sup>3</sup> ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف (النظرية النقدية)، زهرات للنشر، الأردن، 2013، ص 431.

<sup>4</sup> هيل عجمي جميل الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص ص 268، 269.

- تعامل هذه الأداة البنوك كل على حد سواء بغض النظر عن حجم البنوك ودرجة تعرضها للعسر المالي، كما لا تفرض على مؤسسات مالية غير مصرفية مثل شركات التأمين والبنوك المتخصصة وشركات الاستثمار؛

- إن رفع الاحتياطي القانوني قد يؤثر بصورة سلبية على أسعار السندات، إذ قد تلجأ البنوك في سبيل إيفائها لمتطلب الاحتياطي القانوني إلى بيع السندات فتتخفض أسعارها، ولتجنب ذلك يقترح إن تصحب هذه السياسة القيام بشراء السندات في السوق المفتوحة.

### المطلب الثاني: الأدوات المباشرة لسياسة النقدية:

تنقسم الأدوات المباشرة لسياسة النقدية إلى:

#### 1- تأثير القروض:

هو إجراء تنظيمي تقوم به السلطات النقدية بوضع حد أعلى لإجمالي الائتمان الذي تمنحه التجارية وفق نسب محددة خلال العام كأن لا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة<sup>1</sup>، فيقوم البنك المركزي بتحديد الحد الأقصى للقروض الممنوحة وتحديد معدل نمو القروض، واستخدام هذا الأسلوب في فرنسا لأول مرة سنة 1948، كما تصاحب هذه السياسة إجراءات تهدف إلى تخفيض الكتلة النقدية كالنقليل من النفقات العمومية وتشجيع الادخار وإصدار السندات، ونظام تأطير القروض لم يحقق في البلدان التي طبقت، وهذا يعود إلى ما يلي<sup>2</sup>:

- غياب تأثيره على القروض الموجهة للخرينة؛
- رغبة السلطات النقدية بعدم إجراء تقييد كبير لتمويل الاقتصاد؛
- لجوء المشروعات إلى الاقتراض فيما بينها وإصدار سندات أو حتى الاقتراض بالنقد الأجنبي وكذلك لم يعد فقط ضابطا كمي بل نوعيا.

#### 2- السياسة الانتقائية للقروض:

تهدف هذه الإجراءات الانتقائية إلى تسهيل الحصول على أنواع خاصة من القروض أو مراقبة توزيعها أحيانا أخرى، وعادة ما تكون هذه القروض في شكل سقوف مخصصة لأهداف معينة والهدف من هذه

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 80.  
<sup>2</sup> وسام ملاك، النقود والسياسة النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، لبنان، 2000، ص 256.

الإجراءات هو التأثير على اتجاه القروض نحو المجالات المراد النهوض بها أو تحفيزها أو لتسهيل نقل الموارد المالية من قطاع إلى آخر والتي تتماشى مع أهداف السياسة الاقتصادية للدولة<sup>1</sup>.

للقيام بسياسة تأطير القرض يقوم البنك المركزي باستخدام أدوات انتقائية للتحكم في القروض الموزعة من طرف البنوك، وهي<sup>2</sup>:

- تسديد خزينة الدولة لجزء من الفوائد من أجل تكلفة القرض المتعلق ببعض أنواع التمويل المتعلقة بالتصدير، أو السكن، أو الزراعة، أو الصناعة، أو المهن الحرفية والجزء الذي تأخذه الخزينة على عاتقها يغطي الفارق بين معدل الفائدة على القرض وكلفة الموارد التي تمول القرض، وقد يأخذ شكل الإعانة المباشرة من طرف الدولة؛

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

- فرض أسعار تفاضلية لإعادة الخصم: تفرض السلطات النقدية معدل إعادة خصم مفضل للتأثير على القروض الموجهة لبعض الأنشطة التي تريد الدولة تشجيعها، وهذا حسب الظروف الاقتصادية السائدة انكماشية كانت أو تضخمية؛

- سياسة التمييز في أسعار الفائدة: أدت هذه السياسة دورا هاما في تحقيق أهداف النمو وعلاج اختلال ميزان المدفوعات في كثير من الدول منها إيطاليا وفرنسا خلال النصف الأول من تسعينيات القرن الماضي. حيث تقوم السلطات النقدية بتخفيض أسعار الفائدة على التمويل المقدم في المجالات التي تريد الدولة تشجيعها بهدف تخفيض تكاليف متتالية لأسعار الفائدة، وأسعار الفائدة على القروض المقدمة للحرفيين وأصحاب الصناعات الصغيرة، وتخفيض أسعار الفائدة على القروض المقدمة لتمويل عمليات التصدير؛

- وضع قيود على الائتمان الاستهلاكي: والغرض من وضع قيود على تنظيم أو تقييد الائتمان الاستهلاكي هو كبح الطلب على البضائع. ويستخدم هذا التقييد لتقليل التضخم في الاقتصاد، وطبقت هذه الأداة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1941، وكانت السلع المقصودة هي السيارات، الدراجات النارية، الطائرات، الزوارق، آلات الغسيل...إلخ، وفي فرنسا كان الحد الأدنى للدفعة المقدمة على مشتريات التقسيط لبعض البضائع الاستهلاكية قد زاد في مارس 1969 من 20 إلى 30% وخفض الحد الأقصى لفترة التسديد من 21 إلى 18 شهرا، لكن في سبتمبر من نفس السنة زاد الحد الأدنى للدفعة المقدمة مرة أخرى من 40 إلى

<sup>1</sup> إكن لونيس، مرجع سبق ذكره، ص 58.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 157، 158.

50% وخفضت فترة التسديد أكثر إلى 15 شهرا. وفي الجزائر، تم إلغاء الائتمان الاستهلاكي تماما في سنة 1970 بهدف استغلال القروض في الجانب الإنتاجي؛

- تغيير الهامش الحدي على قروض الأوراق المالية: يستعمل البنك المركزي تحديد المبلغ أو الهامش الذي على المشتري أن يدفعه للبنوك التجارية عندما يريد شراء الأوراق المالية؛

- اشتراط البنك المركزي الحصول على موافقته في منح القروض عندما تتجاوز القروض حدا معيناً؛

- متطلبات الإيداع المسبق مقابل الاستيراد أو التحويل الأجنبي: وهي طريقة لتقييد الاستيراد خلال فترة العجز في ميزان المدفوعات للبلد. أدى هذا الأسلوب إلى التأثير على الاحتياطات النقدية والمقدرة الإقراضية للبنوك التجارية إلى درجة التي أدت إلى تمويل المستوردين بهدف توفير هذه الإيداعات المسبقة، وطبقت هذه الأداة في الكثير من الدول، وقد استعملت لأول مرة في بعض بلدان أمريكا اللاتينية وآسيا لفترة ما بعد الحرب لكنها أظهرت عدم نجاحها في العديد من البلدان خلال السنوات الأخيرة، لأن تأثيرها كان ظرفياً ومحدوداً. رغم هذا، فهو إجراء يدعم السياسات الأخرى للحد من استيراد الفائض عن الحاجة أو للحد من استيراد السلع غير الضرورية.

ويمكن القول بشكل عام إن هذه الأدوات الكيفية تستعمل لتجنب التأثير الشال الذي منح تخلفه الأدوات الكمية، وبالتالي فهي تقوم بوضع حدود أو قيود على منح القروض لعمليات معينة، ومنحها لقطاعات مهمة في الاقتصاد الوطني. وبالرغم من أن هذه الأدوات مكملة لأدوات الرقابة الكمية، ولكنها لا تتمتع بنجاح كبير، وإنما تتوقف على طالبي القروض أو المستفيدين من القروض عندما يقومون باستعمال هذه القروض في الهدف المتفق عليه مع البنك، وإلا فالنتيجة لا تكون مرضية.

### المطلب الثالث: أدوات أخرى للسياسة النقدية

بالإضافة للأدوات السابقة، توجد مجموعة من الأدوات الأخرى لسياسة النقدية تتمثل فيما يلي:

#### أولاً: الإقناع الأدبي

يستعمل البنك المركزي هذه الأداة عندما يلاحظ أن البنوك التجارية تسير عكس الاتجاه الذي يرغب فيه، وهذا عن طريق قيام البنك بترجي ومناشدة البنوك التجارية من أجل التعاون لتنفيذ سياسة نقدية معينة.

يتجلى استعمال البنك المركزي لهذه الأداة من خلال استدعائه لمدراء البنوك التجارية بغية التحدث معهم وحثهم على تغليب المصلحة العامة على المصلحة الخاصة، فإذا لاحظ البنك المركزي بأن توسع

البنوك التجارية في منح الائتمان لا يخدم المصلحة العامة فإنه سيطلب منها تخفيض حجم الائتمان من دون اللجوء إلى تطبيق الأدوات الكمية للسياسة النقدية المذكورة سابقاً، ونظراً للعلاقة المتينة التي تربط البنك المركزي والبنوك التجارية كونه بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض فإن البنوك التجارية تكون ملزمة بقبول تعليمات وإرشادات البنك المركزي<sup>1</sup>.

### ثانياً: التوجيهات والأوامر

يصدر البنك المركزي تعليمات مباشرة إلى البنوك التجارية والمؤسسات المالية لتوجيهها نحو السياسة المرغوبة، من خلال حجم الائتمان ونوعه، كأن يأمر باستخدام جزء من الأصول المالية للبنوك التجارية في شراء السندات الحكومية، أو إقراضها للمشروعات الاستثمارية الطويلة الأجل، أو بعد استخدامها في تمويل الصناعات الاستهلاكية أو التبذيرية، وقد اعتمدت بريطانيا هذه الوسيلة سنة 1953، عندما أصدرت تعليماتها للبنوك التجارية بعدم إقراض الشركات التي تقوم بعمليات تمويل الشراء بالتقسيط وأن تخفض الأنواع الأخرى من القروض.

كما يمكن تحديد النسبة التي يتعين على البنوك مراعاتها بين رأس المال والاحتياطي وجملة أصولها، أو رفض حد أقصى لجملة قروض البنوك واستثماراتها، أو وضع حد أقصى لمعدل الزيادة في قروض واستثمارات البنوك خلال فترة مستقبلية، وكذلك سلطة البنك المركزي في تحديد الوجوه التي يمتنع على البنوك التجارية استثمار أموالها فيها، وتعيين الحد الأقصى لقروض البنوك واستثماراتها بالنسبة لأنواع معينة من القروض والاستثمارات<sup>2</sup>.

### ثالثاً: الإعلان

ويكون ذلك عن طريق قيام البنك المركزي بإعلان سياسة نقدية مستقبلية من خلال إظهاره بمختلف الاستراتيجيات التي يريد إتباعها معبراً على ذلك بالوقائع والإجراءات التي سيتخذها، ويكون هذا الإعلان بوضع كل الحقائق والأرقام عن حالة الاقتصاد الوطني أمام الرأي العام، كتفسير وأدلة للأسباب التي جعلته يتبنى سياسة معينة لتوجه حجم الائتمان، ويعمل هذا الإعلان على زيادة ثقة الجمهور بالإجراءات والسياسات الاقتصادية الموضوعية من قبل السلطات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 82.

<sup>2</sup> جمال لعمارة، مرجع سبق ذكره، ص ص، 185، 186.

<sup>3</sup> إكن لونيس، مرجع سبق ذكره، ص 61.

### المبحث الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية

مع التطور الكبير الذي يحدث في مختلف اقتصاديات دول العالم حدثت أزمات مالية عالمية كبيرة أشدها حدة الأزمة المالية عام 2008 ما بين عزز السياسة النقدية التقليدية في مواجهتها والحد منها هذا ما أدى إلى تبني سياسة نقدية غير تقليدية لمعالجتها والخروج منها، وهذا باستعمال أدواتها ومن أشهرها التيسير الكمي بالإضافة إلى معدلات الفائدة الصفرية ومعدلات الفائدة السالبة.

#### المطلب الأول، مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

في ظل ما تشهده أغلب الاقتصاديات المتقدمة من تعاقب هزبل من أزمة 2008 المالية، اضطرت بنوكها المركزية إلى الانتقال من السياسة النقدية التقليدية- خفض أسعار الفائدة على المشتريات من السوق المفتوحة لسندات الحكومة قصيرة الأجل -إلى مجموعة من السياسات غير التقليدية. وقد ضل النمو هزبلا برغم أن حد الصفر الاسمي لأسعار الفائدة -والذي كان في السابق مجرد احتمال نظري -من قبل حتى أدوات السياسات قبل عشر سنوات فقط والآن تستعد لتكرار الأمر نفسه<sup>1</sup>.

#### أولاً: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

لا يوجد تعريف محدود لسياسة النقدية غير التقليدية فهناك عدة تعاريف أهمها ما يلي:

السياسة النقدية غير التقليدية تعرف بأنها: " قيام البنك المركزي بشراء الأصول وتوفير السيولة المالية اللازمة بأقل العوائد وتحسين ظروف التمويل<sup>2</sup>.

كما يمكن تعريفها بأنها: " قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان بتعويض 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>3</sup>.

<sup>1</sup> نورييلروبيني، السياسة النقدية غير التقليدية، مقال متوفر على الرابط:

. Consulté le 7/03/2019, 17:24. <http://www.projet-syndicat.org>

<sup>2</sup> Martina cecioni, guiseppe ferrero, Unconventional monetary policy theory and in practice, bancad'italia euro sistema, number 102, Italia, September 2011, p 4.

<sup>3</sup> Mark gertler, Peter karadi, a model of Unconventional monetary policy, nyuniversity, april 2010, p2.

## ثانيا: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية

نظرا للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية التي تنفذ فيها السياسة النقدية غير التقليدية يتطلب توفر مجموعة من الشروط لتنفيذها، هذه الشروط هي<sup>1</sup>:

- لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى إنفاذه، وفي أغلب الحالات لابد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعياري-وبخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة -اعتماد على حجم الخلل في عمل النظام المالي؛
- لابد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة تمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري"، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات؛
- في حالة أوروبا، لابد حث مؤسسات الإتحاد الأوروبي، فضلا عن الدول الأعضاء، على تعزيز الإدارة الاقتصادية، من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدا، والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحا إلى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة؛
- ويقدر 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.

## المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية

يمكن إبراز أهم أهداف السياسة النقدية غير التقليدية في النقاط التالية<sup>2</sup>:

## أولا: الرفع بشكل مكثف من كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد (التيسير الكمي)

يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تقادي عائق تجميد نسب الفائدة ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين على أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف

<sup>1</sup> Jean claudetrichet, **Unconventional monetary policy measures: principles- condition raison d'être**, international journal of central banking, janaury 2013, pp 237-238.

<sup>2</sup> علي صاري، مرجع سبق ذكره، ص 72-74.

العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعد لضخ الأموال بكميات غير محدودة، غير أنه في بعض الأحيان يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود.

ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية.

**ثانياً: التأثير على انحدار منحنى نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين**

يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جداً وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة.

**ثالثاً: إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جدياً في منح المخاطرة (التيسير الافتراضي)**

يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق لتمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التوسيع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، ويشترى مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد (سندات خاصة) في خطوة ثانية.

وتمكن هذه العمليات في الآن نفسه من إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات ومن توفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر. ومع ذلك، يتعين على البنك المركزي تحمّل مخاطر القرض ونسب الفائدة التي تتدرج ضمن مهامه العادية.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فعالية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات بالأساس عبر السوق والتي يقع فيها تسديد القروض الممنوحة للأسر على نطاق واسع. وفي المقابل، حين توفر الوساطة المصرفية الجزء الأعظم من التمويل يتم بالأحرى استعمال إجراءات التيسير الكمي أو تلك التي تؤثر على منحنى نسب الفائدة المتعامل بها.

- وفي جانب آخر تعد السياسات النقدية الملائمة لاسيما في البلدان المصنعة المصدر الرئيسي لصمود الاقتصاد العالمي، وبالفعل فإن البنوك المركزية لم تواصل الإبقاء على نسب الفوائد الرئيسية في مستويات منخفضة تاريخياً فحسب بل قامت أيضاً بتفعيل إجراءات تيسير كمي وخاصة عبر شراء أصول بشكل غير محدود في بعض الحالات وذلك بهدف ضخ مزيد من السيولة في الاقتصاد وجعل شروط التمويل أكثر يسراً وبالتالي تحفيز النشاط الاقتصادي.

- تعزيز النمو الاقتصادي وذلك بفضل إعادة تكوين مخزونات المؤسسات وارتفاع نفقاتها الاستثمارية فضلا عن إنعاش تدريجي في السوق العقارية، وفي المقابل زيادة الاستهلاك الأسري نتيجة الزيادة المعتدلة في مداخيلها وبالتالي خفض مستوى البطالة.

- تحفيز الطلب الخارجي على صادراتها نتيجة اختلال موازين مدفوعاتها، وضعف منتجاتها على المنافسة في السوق الدولية بسبب ظهور اقتصاديات نامية منافسة لها، ما يجعل من هذه الدول تستخدم الأساليب غير التقليدية في التأثير على اتجاه حركة المبادلات التجارية.

### المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

منذ بداية الأزمة المالية العالمية 2007، اتخذت اقتصاديات الدول المتقدمة مجموعة من الإجراءات والتدابير الجديدة لمواجهة مخاطر الأزمات المالية وتحفيز اقتصادياتها، هذه الأدوات تتمثل في التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية ومعدلات الفائدة السالبة.

### 1- سياسة التيسير الكمي

#### أولاً: نشأة التيسير الكمي

إذا تمعنا في التاريخ فسوف نجد أن بنك اليابان شرع في استخدام هذا المفهوم الجديد في الاقتصاد النقدي في جهوده الرامية لمحاربة فترة مخيبة للأمال من الركود الاقتصادي والانكماش في عام 2001 والتي استمرت حتى عام 2006 وقد كانت عندها أسعار الفائدة آنذاك تساوي 0.0% لذلك فقد اضطر البنك المركزي لتنفيذ بعض الطرق الجديدة وذلك لمحاربة موجة الانكماش الذي أصاب البلاد<sup>1</sup>، ولم يكن استخدام بنك اليابان هو أصل مصطلح "التسهيل الكمي" فقد كان ناقدو بنك اليابان وسياسته النقدية يستخدمون هذا المصطلح منذ منتصف التسعينات ولا بد أن نشير إلى أن مصطلح التسهيل الكمي الذي أطلق في اليابان هو نفسه التيسير الكمي<sup>2</sup>.

#### ثانياً: تعريف التيسير الكمي

يمكن القول أن التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية فعالة...، أما الهدف من هذه السياسة، فهو زيادة المعروض

<sup>1</sup> وسام الصباغ، شرح مفهوم التيسير الكمي والتسهيل الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.arabfx.net>, consulté le 08/03/2019, 15:39

<sup>2</sup> عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، الجزائر، 2013، ص 126.

النقدي بدلا من خفض معدل الفائدة -التي لا يمكن أن تنخفض أكثر من ذلك -غالبا يعتبر ذلك " السبيل الوحيد الباقي " لتنشيط الاقتصاد<sup>1</sup>.

ويعرف كذلك بأنه أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية، والحفاظ على حجم السيولة الاقتصادية مع التقليل من مخاطر محفظة الأصول، من جهة أخرى فهي سياسة لا تساهم في تغيير نوعية أصول البنك المركزي مثلما هو الحال في سياسة التيسير الائتماني<sup>2</sup>.

### ثالثا: كيفية عمل التيسير الكمي

إن المشكلة الأساسية التي تواجهها البنوك المركزية التي تلجأ إلى هذه السياسة، هي أنه في أوقات الكساد، تعمل البنوك المركزية على خفض معدلات الفائدة حتى تبلغ مستويات متدنية للغاية، ربما إلى الصفر، وعندما تصل إلى معدل الفائدة الصفري، نكون قد وصلنا إلى ما يسمى " بأرضية معدل الفائدة الأسمنى " حيث لا يمكن تجاوز هذا الحد إلى أسفل، ومن ثم يفقد البنك المركزي فرصة استخدام جميع أدواته المتاحة لخفض معدلات الفائدة بصورة أكبر لتشجيع عمليات الائتمان في الاقتصاد أي تصاب أدوات السياسة النقدية التقليدية بالشلل، ومن ثم يصبح التيسير الكمي خيارا أكثر جاذبية للبنك المركزي على الرغم من مخاطره<sup>3</sup>.

عندما تصل معدلات الفائدة إلى حدها الصفري فإن خيارات السياسة المتاحة أمام صانعي السياسة النقدية من بلوغ معدلات الفائدة المستهدفة إلى مستويات قريبة من الصفر لتحفيز الاقتصاد، تصبح محدودة جدا، ومن هذه الخيارات شراء السندات ذات الآجال الأطول لتعديل هيكل معدلات الفائدة أو التيسير الكميوتخفيض معدلات الفائدة على الاحتياطات الزائدة التي تحتفظ بها البنوك لدى الاحتياطي الفدرالي، وهذا ما يؤدي إلى تقليل إقبال البنوك على الاحتفاظ بفوائض السيولة لدى الاحتياطي الفدرالي، الأمر الذي قد ينشط أسواق الائتمان الخاص، أو رفع معدلات التضخم المستهدف، وهذا ما قد يساعد على استعادة مستويات الأسعار المتوقعة بواسطة الجمهور عندما يقومون بعقد عقود في الأجل الطويل، غير أن هذه الإستراتيجية غير مناسبة للولايات المتحدة الأمريكية في الوقت الحالي، حيث تتوافق التوقعات التضخمية مع

<sup>1</sup> رمزي محمود، مرجع سبق ذكره، ص ص 51 52 .

<sup>2</sup> وليد العشي، أحمد صديقي، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، الجزائر، العدد 6، 2018، ص 253.

<sup>3</sup> رمزي محمود، مرجع سبق ذكره، ص 52.

التضخم الفعلي وقد أثبت التيسير الكمي من خلال تأثيره على هيكل معدلات الفائدة أنه فعال في تخفيض معدل الفائدة من ثم تخفيض تكلفة الاقتراض في أسواق الائتمان الخاص<sup>1</sup>.

### ثانياً: معدلات الفائدة الصفرية

معدل الفائدة الصفرية برز بشكل كبير في السنوات الأخيرة خاصة بعد الركود الكبير الذي شهده اليابان في تسعينيات القرن الميلادي الماضي وبداية القرن الحالي على أثر انفجار فقاعة القطاع العقاري ثم في ظل الأزمة القائمة<sup>2</sup>.

إن انخفاض معدلات الفائدة الاسمية إلى الصفر، يؤدي إلى تحول معدلات فائدة سالبة في حال وجود أي معدل موجب للتضخم، ويعني ذلك أن الذين يستثمرون في شراء السندات الحكومية إنما يقومون بتحويل جانب من ثروتهم إلى البنوك المركزية لهذه الدول. كذلك فإن هذا الوضع يؤدي إلى إثارة قلق المودعين حول مودعاتهم المصرفية، ولذلك نجد أنه في ظل معدلات الفائدة الصفرية، سوف يقاوم المستثمرون الرغبة في شراء السندات الحكومية أو إيداع أموالهم في البنوك، وهو ما يؤدي إلى ازدياد تفضيل السيولة نادرة الحدوث من الناحية العلمية. وكان جون ماينارد كينز عالم الاقتصاد المعروف قد أدخل فكرة مصيدة السيولة خلال الكساد العالمي الكبير في القرن الماضي، وهي الحالة التي يصل فيها معدل الفائدة إلى الصفر أو يقترب من الصفر، على سبيل المثال في بداية عام 1933 بلغ معدل الفائدة على أدونات الخزنة الأمريكية لمدة 3 أشهر ما يساوي 0.05% وقد عادت ظاهرة مصيدة السيولة إلى السطح مرة أخرى في نهاية التسعينيات في اليابان، حيث انخفض معدل الفائدة تماماً إلى الصفر في النصف الثاني من عقد التسعينيات في القرن الماضي، كذلك تضاعفت القاعدة النقدية في اليابان من خلال إجراءات تقليدية وغير تقليدية لزيادة مستويات الأسعار ولتشجيع الطلب الكلي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم السقا، التيسير الكمي 2، مقال متوفر على الرابط:

<http://alphabet.argaam.com>, consulté le 08/03/2019, 18:29

<sup>2</sup> أحمد بلوافي، عبد الرزاق بلعباس، سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 2، ص 38.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم السقا، الاقتصاد العالمي بمعدل فائدة صفري، مقال متوفر على الرابط:

[http://economyofkuwaite.blogspot.com2009/01/blog-post\\_1313.html](http://economyofkuwaite.blogspot.com2009/01/blog-post_1313.html), consulté le 09/03/2019, 17:48.

## ثالثاً: معدلات الفائدة السالبة

معدل الفائدة السالب هو من الأدوات الأساسية للسياسة النقدية التي تأخذ في الاعتبار عند التعامل مع المتغيرات في السوق مثل التضخم، البطالة والاستثمار. غالباً ما تلجأ البنوك المركزية إلى خفض معدلات الفائدة لتشجيع الاستثمار الداخلي والاستهلاك في اقتصاد معين. إلى أننا في الآونة الأخيرة بدأنا نلاحظ إتباع البنوك المركزية لسعر الفائدة السلبى لذا ما هو سعر الفائدة السلبى ولماذا انتشر في الآونة الأخيرة؟

إن البنوك المركزية تقوم بإتباع سياسة الفائدة السالبة أي على المودعين أن يدفعوا فائدة على أموالهم إذا أرادوا وضع أموالهم في حساب مصرفي. على قدر ما يبدو هذا نوعاً من الجنون إلا أنه صحيح حيث في الآونة الأخيرة لجأت العديد من البنوك المركزية في أوروبا لخفض أسعار الفائدة الرئيسية دون الصفر، سياسة سعر الفائدة السلبى هي من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي يتم تحديد سعر الفائدة فيه إلى ما دون الصفر فبدلاً من تلقي الفائدة على ودائعهم، على العملاء أن يدفعوا نسبة مئوية للبنوك من أجل الحفاظ على أموالهم، وتملي هذه النظرية أن إلقاء أسعار الفائدة دون الصفر ينبغي أن يعمل على الحد من تكاليف الاقتراض وأن تحفز البنوك على إقراض المال بحرية أكبر لكل من الأفراد والشركات.

يلجأ البعض إلى إتباع الخيار لمحاولة لتنشيط الاقتصاد بعدما تم استنفاد جميع الطرق الأخرى التي باءت بالفشل، والبعض الآخر يريد أن يدفع بالمستثمرين الأجانب إلى الاستثمار خارج البلاد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> رامي محمود، كيف تؤثر سياسة الفائدة السلبية على الاقتصاد، مقال متوفر على الرابط:

[http://www.dailyfx.com/arabic/tadawul\\_forex.news/education2015/09/10/how-negative-interst-policy-affect-theeconomy-3762.html](http://www.dailyfx.com/arabic/tadawul_forex.news/education2015/09/10/how-negative-interst-policy-affect-theeconomy-3762.html), consulté le 09/03/2019, 19:39.

## خلاصة الفصل

تعددت تعاريف السياسة النقدية إلا أن التعريف الشامل لها هو أنها مجموعة من الإجراءات والقرارات التي يقوم بها البنك المركزي بغرض التأثير على المعروض النقدي بطريقة ما للوصول إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية المسطرة؛

ولو قمنا بشرح مصطلح السياسة النقدية لوجدناه مركب من كلمتين الأولى والتي تعني تدبير أما الثانية فتعني نقود، والسياسة النقدية ترمي إلى تحقيق عدة أهداف منها استقرار مستوى الأسعار، تحقيق نمو عالي، تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات إلى جانب التشغيل الكامل، ولسبيل تحقيق هذه الأهداف تستخدم السياسة النقدية مجموعة من الأدوات منها ما هي مباشرة ومنها ما هي غير مباشرة؛

ومع التطور الكبير الذي حدث في اقتصاديات دول العالم حدثت أزمات مالية عالمية كبيرة أشدها حدة أزمة 2008 ما بين عجز السياسة النقدية التقليدية في مواجهتها والحد منها هذا ما أدى إلى تبني سياسة نقدية غير تقليدية لمعالجتها والخروج منها.

**الفصل الثاني: تحليل الأزمة المالية  
العالمية 2007-2008**

**المبحث الأول: التأسيس النظري للأزمات المالية  
المبحث الثاني: كرونولوجيا أزمة 2008  
المبحث الثالث: واقع الاقتصاد العالمي في ظل الأزمة  
المالية العالمية**

## تمهيد

يعاني الاقتصاد العالمي من عدة اضطرابات تكون مختلفة المصادر والأسباب تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية والتي تليها انهيارات في عدة مؤسسات مالية، وتمتد آثار هذه الاضطرابات إلى أن تصبح أزمة بآتم معنى الكلمة، ومثال ذلك أزمة الكساد الكبير 1929، أزمة المديونية، الأزمة الآسيوية، أزمة فقاعات شركة الانترنت، الأزمة اليونانية... كل هذه الأزمات وغيرها قد مهدت إلى ظهور أزمة مالية عالمية، تعتبر أشدهم قوة وأكثرهم تعقيدا. وكل هذا ناجم عن انفجار أزمة القروض العقارية عالية المخاطر في القطاع المالي الأمريكي وتعتبر هذه الأزمة أحد العوامل الرئيسية التي كانت سببا في ظهور الأزمة المالية الراهنة على غرار أسباب أخرى مباشرة وغير مباشرة كانت وراء اندلاع هذه الأزمة.

إن الطابع المدمر الذي ميز الأزمة المالية العالمية عام 2008 أدى إلى حدوث انعكاسات على الاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة وعلى الاقتصاد العالمي بصفة عامة.

## المبحث الأول: التأصيل النظري للأزمات المالية

تعد الأزمات المالية من المخاطر التي تهدد اقتصاديات الدول وهي أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها وارتباطها بالاقتصاد المالي والحقيقي، لهذا سنتطرق في هذا المبحث إلى الجانب النظري للأزمات المالية مع ذكر أهم الأزمات المالية.

### المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

#### أولاً: تعريف الأزمة

لقد تعددت التعاريف المختلفة التي ورد فيها مفهوم الأزمة بتعدد آراء الباحثين والمدارس الفكرية والنفسية والاجتماعية والسياسية لتعريفات عديدة ومنها:

تعني الأزمة في معاجم اللغة العربية هي القحط والشدة، وهي تشير إلى حالة طارئة وموقف استثنائي مغاير ومخالف لمجريات الأمور الاعتيادية، ولم تكن كلمة أزمة شائعة الاستعمال في الأدبيات العربية القديمة، وقد التف الباحثون العرب إلى هذه الكلمة بصورة بارزة لتكون ترجمة مباشرة للكلمة الانجليزية crisis<sup>1</sup>.

عرفها " والتر ريموند " أنها حدوث خلل جسيم في العلاقات الدولية بين الدول ذات السيادة وعجزها عن حل نزاع قائم بينهما<sup>2</sup>.

كما تعرف بأنها حالة من عدم التوازن والاتساق بين ما تم وبين ما يجب أن يتم<sup>3</sup>.

### ثانياً: تعريف الأزمة المالية

عرفت الأزمة المالية على أنها: تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل التغيرات المالية وعلى حجم إصدار أسعار الأسهم والسندات وإجمالي القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف وتعتبر عن انهيار شامل في النظام المالي والنقدي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2015، ص 37.

<sup>2</sup> مالك محسن العيسوي، الحروب بالوكالة ( إدارة الأزمة المالية في الاستراتيجية الأمريكية )، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2014، ص 20.

<sup>3</sup> عبد السلام أبو قحف، الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، 2003، ص 346.

وتعرف أيضا بأنها اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى، وكذلك هي خلل نتيجة لأوضاع غير مستقرة، يترتب عليها تطورات غير متوقعة نتيجة عدم القدرة على احتوائها من قبل الأطراف المعنية وغالبا ما تكون بفعل الإنسان<sup>2</sup>.

وفي تعريف آخر الأزمة المالية العالمية هي حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة انكماش اقتصادي عادة ما يصاحبها انحصار القروض أزمات السيولة والنقدية وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحزر في أسواق المال<sup>3</sup>.

### ثالثا: خصائص الأزمة المالية

كل أزمة من الأزمات التي مرت إلا ولها مظاهر، وبالرغم من التفاوت الملحوظ بينها فهي تجتمع في نفس الخصائص من بينها ما يلي<sup>4</sup>:

**1- المفاجئة:** إن عنصر المفاجئة يعد من أهم الخصائص المشتركة بين جميع أنواع الأزمات، ولكن يختلف في الأزمة المالية كونها لها جذور وبدايات قد تكون لأكثر من ثماني سنوات ولكن زمن وقوع الأزمة لا يمكن التنبؤ به تحديدا.

**2- الوقت:** إن عنصر الوقت في الأزمات المالية مهم جدا وذلك لأن حجم الخسائر يكون كبير في القطاع المالي والمصرفي والتي قد تصل إلى مئات الملايين من الدولارات خلال اليوم الواحد أو حتى الخسائر الكبيرة التي تحدث خلال الساعات في اليوم الواحد.

**3- التهديد:** تتميز الأزمات المالية بكونها تشكل خطرا وتهديدا صريحا وكبيرا على مجمل اقتصاديات الدول وذلك لكونها تصيب أكثر القطاعات الاقتصادية تشابكا مع القطاعات وهو القطاع المالي والمصرفي ( مؤسسات مالية ومصرفية )، وبالتالي فإن الخطر والتهديد الذي تشكله الأزمات المالية في الغالب ينعكس على مجمل القطاعات الاقتصادية في البلد.

<sup>1</sup> عرفان تقي حسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، 1999، ص 200  
<sup>2</sup> عبد الله خبابه، الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية- البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 343.  
<sup>3</sup> محمد حمد القطاطشة، النظام الاقتصادي السياسي الدولي، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013، ص 179.  
<sup>4</sup> محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص ص 20، 21.

4- دورة حياة الأزمة: لكل أزمة دورة حياة لكن ما يميز دورة حياة الأزمة المالية أنها تكون طويلة نوعا ما مقارنة بباقي الأزمات.

5- تهديد المصالح الأساسية للدولة: حتى نصف حالة بالأزمة المالية يجب أن تتصل هذه الحالة بمصالح أساسية وحيوية للدولة، خاصة المصالح الاقتصادية والمالية التي تحتل المركز الأول في اهتمامات متخذي القرار في الدولة.

### المطلب الثاني: أهم الأزمات المالية

شهد العالم وبصورة أساسية الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات المالية منذ أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين ويعود هذا التزايد إلى تنامي ظاهرة العولمة الاقتصادية وكذا اندماج الأسواق في حقول التجارة، ومن أهم هذه الأزمات:

#### 1- أزمة الكساد الكبير 1929

تعد أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا، إذ هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بنسبة 13%، ثم توالى الانهيارات في أسواق المال على نحو ما لبث أن امتدت آثاره بشراسة على الجانب الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي وما تبعه من انهيار في حركة المعاملات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي<sup>1</sup>.

ولو تعرضنا لأسباب الأزمة سنجد أنها تتمثل أساسا في انهيار وول ستريت (شارع المال والبورصة) في 24 أكتوبر عم 1929 وهو ما يسمى بيوم الخميس الأسود نتيجة لما حدث فيه من إقبال هائل على بيع الأسهم وبالتالي أصبح هناك حوالي 13 مليون سهم على قائمة البيع لا قيمة لها وهذا بسبب ارتفاع أسعار الأسهم بشكل خيالي قبل الركود الاقتصادي بشكل لا يعكس قيم الشركات الفعلية ولا يحدث توازن بين العرض والطلب وفي هذا اليوم زاد العرض على الطلب بشكل كبير مما سبب -بدوره- في التدهور الشديد لأسعار الأسهم مما تسبب في عجز المستثمرين عن سداد ديونهم المستحقة للبنوك، فأدى ذلك إلى إفلاس كثير من البنوك التي عجزت عن استيراد والمستحق لها من القروض، وفي كلمات فقد تمخضت تلك الأزمة عن إعلان عشرات البنوك لإفلاسها وإغلاق المصالح لأبوابها وزيادة البطالة بكل أنواعها.

<sup>1</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص 9.

وقد امتد هذا التأثير من داخل الولايات المتحدة ليصيب النظام الاقتصادي العالمي كله في مقتل، وعاد الاقتصاد إلى ما كان عليه مسبقا بعد الحرب العالمية الثانية وكان السبب الرئيسي هو ضخامة الإنفاق العسكري.

وكان من التدابير التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية كحل للأزمة أن قامت بتنظيم الأسواق المالية والنظام المصرفي من خلال إنشاء لجنة مراقبة عمليات البورصة وأيضا المؤسسة الاتحادية للتأمين على الودائع<sup>1</sup>.

## 2- أزمة الديون العالمية

لقد أصبح العالم في بداية الثمانينات واعيا لأبعاد الديون ديون الدول الأقل نموا، فقد بلغ الدين الخارجي للدول الأقل نموا 8700 مليار دولار % من إجمالي ناتجها المحلي الإجمالي، وقد تخطى العبء السنوي لخدمة ديونها خمس عوائده صادراتها مجتمعة. وقد واجهت الدول الأقل نموا صعوبات شديدة في خدمة ديونها، وقد كان عبء الدين الخارجي ملموسا في أمريكا اللاتينية، وبنهاية 1989 وصلت ديون الدول الأقل نموا إلى 1.2 تريليون دولار.

ولقد خفت حدة إلحاح أزمة المديونية، نظرا لقيام العديد من الدول الأقل نموا بتحسين أداء اقتصاديتها المحلية. فقد تبنت العديد من الدول المدينة إستراتيجيات السوق، مصحوبة بالشفافية المالية والنقدية، وكذلك زادت معدلات النمو في تلك الدول عن نظيراتها في البلدان الصناعية، ولقد ازدهرت صادراتها بصورة كبيرة، وعادت التدفقات الرأسمالية إلى أمريكا اللاتينية وآسيا. وقد قامت البنوك المانحة للقروض في الولايات المتحدة وفي المناطق الأخرى، بزيادة أرصدها المخصصة لإقراض البلدان الأقل نموا، ومن ثم فإن خطر انهيار البنوك الرئيسية وعدم استقراره نظام التمويل الدولي تلاشى، وأخيرا تم إتباع العديد من الوسائل لتخفيض عبء خدمة الدين، وتضمن ذلك التي كانت تستورد وتستهلك أكثر مما تنتج وتصدر وترتب على ذلك زيادة حجم مديونيتها الخارجية، فعلى سبيل المثال وصل حجم الدين الخارجي لتايلندا عام 1997 حوالي 89 مليار دولار.

مبادلة الديون بحقوق ملكية في الدول المدينة، وكذلك بيع الديون في السوق الثانوية عند جزء من قيمتها الدفترية، ولكن في العديد من الحالات استمرت أزمة المديونية. فممولو 60 دولة من الدول ذات الدخل

<sup>1</sup> زينب صالح الأشوح، الأزمة الاقتصادية العالمية، دار الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2010، ص ص 202، 203.

المنخفض، وبعضها ذات دخل متوسط، تعتبر متخلفة عن سداد ديونها، وفي عام 2001 أعلن صندوق النقد الدولي إعفاء جزئياً لأفقر 22 دولة لجزء من مديونياتها<sup>1</sup>.

### 3- الأزمة الآسيوية 1997

حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات عالية ومتسارعة في جال التنمية الاقتصادية خلال النصف الأول من التسعينات، حيث حققت معدلات نمو عالية فاقت 8% سنوياً خلال الفترة 1990-1996، ونتج عن ذلك انخفاض معدلات التضخم حيث وصلت إلى حدود 5% سنة 1997 بينما كانت في حدود 12% في سنة 1995، ولكن وفي بداية النصف الثاني من عقد التسعينات تعرضت هذه الاقتصاديات إلى مجموعة من الإختلالات كانت تختفي وراء معدلات النمو العالية التي كانت تحققها دول هذه المنطقة ( تايلاند، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، الفيليبين) وأهم هذه الإختلالات هي:

- تراكم عجز ميزان المدفوعات الخارجي لهذه الدول.
- عدم التناسب بين النمو المالي الكبير والسريع الذي نتج أساساً من التدفقات المالية الأجنبية وبين النمو الاقتصادي الفعلي في قطاع إنتاج السلع والخدمات.
- إن هذه الإختلالات مهدت لوقوع الأزمة المالية في هذه المنطقة والتي كانت بدايتها انهيار عملة تايلاند، عقب فشل القرار الصادر من قبل الحكومة التايلاندية بتقويم العملة بسبب موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها هذه العملة، وكانت النتائج المترتبة على هذه الأزمة ما يلي:
- امتداد آثار هذه الأزمة على باقي الدول الآسيوية مثل اندونيسيا والفيليبين وكوريا الجنوبية؛
- تزايد حجم الدين الخارجي لدول هذه المنطقة بسبب عجزها عن مواجهتها اعتماداً على إمكانياتها الذاتية، واستعانتها بالقروض المقدمة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الدولية؛
- انخفاض معدلات النمو من 8% إلى ما يقل عن 2% سنوياً، وارتفاع معدلات التضخم والبطالة؛
- إصابة النظام المالي والنقدي بانكماش شديد نتيجة تحويل ونقل المستثمرين الأجانب لعدد هائل من رؤوس أموالهم خارج هذه البلدان؛

<sup>1</sup> موردخاي كريانين، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، ترجمة محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية، دار المريخ لنشر والتوزيع، السعودية، 2007، ص ص 412، 413.

- القيام بتنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلي المفروضة من طرف المؤسسات المالية الدولية خاصة صندوق النقد الدولي<sup>1</sup>.

#### 4- أزمة فقاعات شركة الانترنت

لقد عرف العالم نوعا جديدا من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي جار يعرف بمؤشر ناسداك "NASDAQ" حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحا حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000 وقد ترتب عن أزمة فقاعات شركات الانترنت النتائج التالية:

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبسرعة ملحوظة.
- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية.
- استمرار الانخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لناسداك بحوالي 78% في 2002.
- قيام بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 25.6% إلى 1% وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة<sup>2</sup>.

#### 5- أزمة الديون السيادية

ما يلاحظ على الاقتصاد اليوناني عدم توازن قطاعاته، فقطاع الخدمات يشكل وحده 75.5% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، (أي أكثر من ثلاثة أرباع)، ويستوعب 68% من قوة العمل (أي أكثر من الثلثين) مقارنة بالقطاعات الصناعي والزراعي، وهذا معناه أن قطاع الخدمات أكثر حجما واتساعا من قطاع الإنتاج الحقيقي، بالإضافة أن اليونان تعاني من معدل بطالة جد عالي مقارنة بباقي دول منطقة اليورو إذ سجلت 7.7% وذلك قبل بداية أزمة ديونها السيادية<sup>3</sup>.

تفاقت الأزمة المالية اليونانية من مشكلات اليونان على الرعاية الاجتماعية والقطاع العام ما زاد عجز الموازنة وارتفاع البطالة ومع استمرار ضعف الاقتصاد، وزيادة الإنفاق اضطرت الحكومة إلى مضاعفة الاقتراض في السنوات السابقة للأزمة المالية وخلالها في وقت انخفضت فيه أسعار الفائدة، وترتبط أزمة

<sup>1</sup> ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف الجزائر، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص 2  
<sup>2</sup> ميمونة داودي، ظهور الأزمات المالية دراسة أزمة الكساد الكبير (1929-1933) والأزمة المالية (2007-2008)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، وهران، 2014، ص 118.  
<sup>3</sup> أسماء برهوم، هاجر برهوم، أزمة اليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26 و 27 فيفري 2011، ص 2.

اليونان برباط وثيق بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية، التي اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2008، حيث ضرب الركود الاقتصادي بعمق الاقتصاد اليوناني بسبب تأثر قطاع الخدمات بما فغيه السياحة كما أنه وقع خلل في آليات عمل الاقتصاد اليوناني. إذ بلغت الديون 300 مليار €، أي نحو 419 مليار \$ (توجب على اليونان أن تدفع منها 30 مليار \$ في عام 2010)، مع عجز في الميزانية بنسبة 12.7% من إجمالي الإنتاج العالمي<sup>1</sup>.

#### الجدول رقم (01): تطور نسبة عجز الموازنة العامة والبطالة في اليونان

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي %	5.2	2.9	3.7	7.75	12.7	8.8	5.6
نسبة البطالة %	10.2	8.9	8.3	7.7	9.9	10.5	14.5

المصدر: آيت يحي سمي، فضيل رايس، أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي وأثرها على مستقبل اليورو حالة اليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26 و 27 فيفري 2011، ص 6.

#### الجدول رقم (02): تطور نسبة الدين العمومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي %	100	97.1	95.6	99.2	113.4	120.4	120.6

المصدر: آيت يحي سمي، فضيل رايس، أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي وأثرها على مستقبل اليورو حالة اليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26 و 27 فيفري 2011، ص ص 13، 14.

<sup>1</sup> مصطفى رديف، إسماعيل مراد، أزمة اليونان وتداعياتها على دول منطقة اليورو، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26 و 27 فيفري 2011، ص ص 13، 14.

## المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية

تتنوع الأزمات المالية وتختلف حسب طبيعة القطاع الذي حدثت فيه، من أهمها ما يلي:

## 1- أزمة العملة وسعر الصرف

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة كبيرة وبشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيلة لتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات Balance Payments Crises أو أزمة النقد الأجنبي وتحدث تلك الأزمات عند اتخاذ السلطات النقدية بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، مما قد يؤدي إلى انهيار سعر تلك العملة. وبالرغم من أن تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا اختياريا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية.

وما تجدر الإشارة إليه أن بعض هذه الأزمات يكون لها أثر محدود على القطاع غير المالي أو الاقتصاد الحقيقي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد يصل إلى درجة الكساد<sup>1</sup>.

## 2- الأزمات المصرفية

تحدث الأزمات المصرفية عندما يواجه مصرف ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، وبما أن الوظيفة الأساسية للمصرف هي أن يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة معينة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى المصرف.

وإذا ما حدثت مشكلة في هذا النوع وامتدت إلى المصارف الأخرى داخل الدولة فتحدث في تلك الحالة أزمة مصرفية (Banking crisis). وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض وهو ما يعرف بأزمة الائتمان (Cridit crisis).

<sup>1</sup> مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص ص 123، 124.

وقد حدث في التاريخ للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك ( Overend and Currence)، وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة" " Bank of United state" في عام 1931<sup>1</sup>.

### 3- أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات"

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة" "Bubble"، حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم على سبيل المثال هو الربح الناتج عن ارتفاع سعر وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل على توليد الدخل في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى<sup>2</sup>.

### 4- أزمة الديون

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصنيف القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام)، وتؤدي المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، على تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي، ومن أمثلة ذلك أزمة المديونية لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية، أين كان حجم القروض الموجهة إلى البلدان النامية ينمو بمعدل 27% خلال الفترة (1973-1982). وقد أدى التوظيف وهو ما أرق كاهل الاقتصاديات النامية التي تحولت اعتبارا من سنة 1982 \_ وهي سنة انفجار أزمة المديونية\_ إلى مصدرة صافية لرأس المال المالي، وذلك كنتيجة طبيعية لزيادة حجم خدمة الديون السنوية عن حجم القروض الجديدة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> نبيل جعفر، عدنان فرحات الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، دار الكتاب الجامعي، الطبعة الأولى، الإمارات العربية المتحدة، 2014، ص ص 23، 24.

<sup>2</sup> حمد فواز الدليمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 14، 15.

<sup>3</sup> نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الوم.أ"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2013، ص 9.

## المطلب الرابع: أسباب الأزمات المالية

هناك عدة أسباب لحدوث الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي، ويمكن حصر أهم هذه الأسباب فيما يلي:

## 1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات التي تحدث في شروط التبادل التجاري، فعند انخفاض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكل انخفاض شروط التجارة سببا رئيسيا للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث كان الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام في ظل صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه .

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالية أهد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالميا لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك تؤثر في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر إن ما بين (50\_67%) من تدفقات رؤوس الأموال في أسعار الفائدة عالميا.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبب مباشر أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع مستويات أسعار الفائدة المحلية.

أما من الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعد عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد وصف الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار بأنه سبب مباشر لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول

أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي كان لها دور مهم في التهيئة لحدوث الأزمات المالية<sup>1</sup>.

## 2- اضطرابات القطاع المالي

شكل التوسع في منح الائتمان تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا. إذ شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينات والتسعينات توسعا كبيرا، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد، فقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية التنظيمية.

فضلا عن ذلك فقد أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية، أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلاند ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية، حصول انتعاش كبير في منح القروض. ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت أيضا الدول الصناعية في فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة<sup>2</sup>.

## 3- السياسات الخاطئة في التعامل مع سعر الصرف

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة لصدمات الخارجية ففي ضل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور الميلاذ الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدث أزمة العملة مثل ما حدث في المكسيك كما ذكرنا والتي نتج عنها ظهور العجز في ميزان المدفوعات وما ترتب عليه من نقص في

<sup>1</sup> نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وآثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية البنوك، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 22.

<sup>2</sup> نبيل جعفر عبد الرضا، مرجع سبق ذكره، ص 33.

عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.

وفي الناحية الأخرى فإنه في حالة تبني ساسة سعر الصرف المرن فإنه حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمن المصرفي<sup>1</sup>.

#### 4- تشوه نظام الحوافز

إن ملاك المصارف والإدارات المالية لا يتأثرون مالياً من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصاً عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن قدرته كما حدث مثلاً في كوريا والأرجنتين وسنغافورة وهونغ كونغ<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد الجندي، الأزمات المالية (تعريفها- أسباب نشأتها)، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.malgendy.wordpress.com/2011/08/26>, consulté le 20/03/2019, 17:26.

<sup>2</sup> عبد الله إبراهيم القويص، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها الاقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 04، ديسمبر 1998، ص2.

## المبحث الثاني: كرونولوجيا الأزمة المالية 2008 وأسبابها

إن الأزمة المالية الحالية هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك. وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي تطورت إلى أزمة مالية عالمية، ووصلت تبعاتها إلى كبريات الاقتصاديات والبنوك والمؤسسات المالية العالمية.

### المطلب الأول: كرونولوجيا الأزمة المالية 2008

لقد شكلت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية لعام 2007 الشرارة الأساسية لانفجار الأزمة المالية العالمية.

### أولاً: نشأة وتطور الأزمة المالية 2008

تعد الأزمة المالية الراهنة من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ الكساد الكبير، وربما تكون الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، إذ لم تكف لحلها حتى الآن جميع التعديلات الهيكلية التي حدثت في بنية النظام الرأسمالي وتخليه عن أهم مبادئه، ولا المبالغ الخيالية التي رصدت لذلك. وتتميز هذه الأزمة بأنها انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية ذات الاقتصاد الأكبر على مستوى العالم، إذ يبلغ ناتجها المحلي قرابة 14 تريليون دولار أمريكي، وهو ما يشكل 17% من الناتج المحلي العالمي. وتشكل إرادتها قرابة 14.35% من إجمالي واردات العالم كما تشكل صادراتها قرابة 8.4% من إجمالي صادرات العالم. من ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة لمؤشرات الأسواق المالية العالمية الأخرى، لذلك فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى، وهذا بالضبط ما حدث خلال الأزمة<sup>1</sup>.

وقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات والتي نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة ملتفة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر. تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة، وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداه. فضلاً عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة القابلة لتغيير Adjustable Rate Mortgages ARM حيث شهدت السنوات 1997-2006 تساهلاً ملحوظاً في شروط الائتمان واتجاهها طويل المدى لارتفاع أسعار العقارات، حيث ارتفعت أسعار العقارات، (بالتحديد السكنية منها) بما يقرب 124% خلال الفترة، مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة.

<sup>1</sup> حسين الفحل، نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الأول، دمشق، 2012، ص ص 533، 534.

وبعد فترة وتحديدًا خلال عامي 2006 و 2007 بدأت أسعار الفائدة في الارتفاع على غير المتوقع مما أدى إلى تزايد التزامات محدودي الدخل حيث ارتفعت أعباء قروض العقارات التي التزموا بها، بالإضافة إلى القروض التي تشكل قيمة العقارات ضمانًا لها فامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة وبدأت أسعار العقارات تهو للأسفل.

ولاحقًا ذلك الوضع قامت البنوك وشركات العقار ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، الذين لجأوا بدورهم -بعد أن تفاقمت المشكلة- لشركات التأمين التي أوجدت من الأزمة فرصة لبيع بضمان العقارات فيما لم امتنع محدودو الدخل عن السداد فقامت بتصنيف سندات الديون لفتتين (أ) قابلة لسداد، (ب) لا يمكن سدادها وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من هؤلاء المستثمرين<sup>1</sup>.

بدأت الأزمة المالية من بنك "ليمان برانرز" في أمريكا، فقد أعطى قروضا أكبر بكثير من الأصول التي يملكها وشجع المواطنين الأمريكيان على الاقتراض بدون ضمانات لقروضهم. وعندما حان وقت دفع أقساط القروض للبنك عجزت العائلات الأمريكية عن السداد، وعجز البنك عن تسديد المسحوبات على الودائع لديهم من قبل العملاء.

في عام 2006 حوالي 40% من القروض العقارية التي منحتها البنوك الأمريكية هي قروض فيها مخاطرة، أي قروض ممنوحة بضمانات غير كافية أو بدون ضمانات. فقد تسابقت البنوك الاستثمارية الأمريكية على تقديم قروض فيها مخاطرة، وقد استقاد 75% من الأمريكيان من الحصول على هذه القروض العقارية، مما تسبب في استفحال الأزمة عندما عجز المدينون من الأفراد والمؤسسات على سداد الأقساط المستحقة مما أدى إلى مشكلة نقص السيولة على مستوى الجهاز المصرفي. ورغم أن نسبة غير القادرين على التسديد لا يتجاوز 8%، ولكن حجم الاقتصاد الأمريكي الذي يمثل 40% من الاقتصاد العالمي كان له اثر سيئ على الأسواق المالية العالمية<sup>2</sup>. إذ انخفضت بورصة وول ستريت في نيويورك وحقت نسبة خسائر قياسية، وكذلك البورصات الأوروبية والبورصات في الأسواق الناشئة والبورصات العربية، والتي فقدت إلى حد الآن 16.7% من قيمة أسهمها، وهو معدل منخفض لم تشهده منذ مدة طويلة<sup>3</sup>.

### ثانياً: المحطات التاريخية الكبرى للأزمة المالية العالمية

يمكن ذكر أهم المحطات الأولى التي مرت بها الأزمة منذ بداية عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية وبدأت تظال أوروبا كما يلي:

<sup>1</sup> علي فلاح مناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها، تداعياتها و سبل العلاج، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10 و 11 نوفمبر 2009، ص ص 10، 11.

<sup>2</sup> ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص ص 7، 8.

<sup>3</sup> حازم البيلاوي، الأزمة المالية الحالية "محاولة للفهم"، متوفر على الرابط:

, consulté le 17/04/2019, 16:28. <http://www.iid-alriad.com>

- نهاية يناير 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري الممنوحة لمدنيين لا يتمتعون بقدرة كافية على السداد فبدأت أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
- أغسطس 2007: البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة، والمصاريف المركزية تتدخل لدعم السيولة في السوق.
- أكتوبر 2007: عدة مصاريف كبرى تعلن انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- يناير 2008: الاحتياطي الاتحادي الأمريكي "البنك المركزي" يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباح النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% بين شهر فبراير ونهاية أبريل<sup>1</sup>.
- 17 فيفري 2008: الحكومة البريطانية أمتت بنك "نوردون روك".
- 11 مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق القروض.
- 16 مارس 2008: "جي بي مورغان تيشنر" أعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية وضعت المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008: اعترف بنك الأعمال "ليمان برادرز" بإفلاسه بينما أعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت وهو "ميريل لينش".
- عشرة مصارف دولية اتفقت على إنشاء صندوق السيولة برأس مال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاح، في حين وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف؛ إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تامين في العالم "أي آي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية واصلت تدهورها والقروض يضعف في النظام المالي. والمصارف المركزية كثفت من العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

<sup>1</sup> طارق فاروق الحصري، الاقتصاد الدولي، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2010، ص 249.

- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني البنك البريطاني " لويديتي أس بي " اشترى منافسه "أتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس.
- السلطات الأمريكية أعلنت أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش وجه نداء من أجل " التحرك فوراً " بشأن خطة إنقاذ المصارف لنفاذي تقاوم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية طغت على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.
- الأسواق المالية ضاعفت قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها؛ وفي الولايات المتحدة اشترى بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس؛ بينما أوروبا جرى تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد وبنغلي".
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي رفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت انهارت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.
- أعلن بنك "سيتي غروب" الأمريكي انه يشتري منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- 1 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي اقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

إن الأزمة الأمريكية هي أزمة مالية بالدرجة الأولى، وكان السبب الرئيسي الذي فجر الأزمة هو التعثر الكبير الذي شهدته سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب عجز الكثير من المقترضين عن سداد ما عليهم من ديون ما رافق ذلك من انخفاض في قيمة العقارات الذي هو محل تلك الديون. وفيما يلي محاولة لتحليل أهم الأسباب المباشرة وغير المباشرة للأزمة المالية العالمية .

<sup>1</sup> الداوي الشيخ، الأزمة المالية العلمية انعكاساتها وحلولها، مداخلة مقدمة في مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009، ص ص 9- 11.

## أولاً: الأسباب غير المباشرة

هناك عدة عوامل رئيسية تسببت بصورة مباشرة في حدوث الأزمة المالية العالمية نذكر منها ما يلي:

## 1- الانفصال بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي:

هناك فرق كبير بين ما يمكن أن نطلق عليه "الاقتصاد العيني أو الحقيقي" وبين "الاقتصاد المالي". فأما الاقتصاد العيني وهو ما يتعلق بالأصول العينية فهو يتناول كل الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات بطريق مباشر (السلع الاستهلاكية) أو بطريق غير مباشر (السلع الاستثمارية).

وظهرت الحاجة إلى "أدوات" أو "وسائل" تسهل التعامل في الثروة العينية لعل أول صور هذه الأدوات المالية ظهور فكرة "الحقوق" على الثروة العينية.

الانفصال المتزايد بين الاقتصاد العيني المتمثل في تدفقات السلع والخدمات والاقتصاد المالي والنقدي المتمثل في تدفقات النقود والائتمان، جعل هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينات، وقد أصبح هناك انفصال متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي وما يسمى بالاقتصاد الرمزي. وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضا بين المضاربة والاستثمار. وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطفيلي لرأسمالية المعاصرة، وكل هذا زاد من حدة وعمق الأزمة المالية العالمية بشكل متسارع.

والحق أن مقدمات الأزمة الراهنة تظهر بجلاء أن القطاع المالي قد انفصل عن القطاع الحقيقي، وصار له وجود مستقل نسبيا، بمعنى أن المال راح يدور في القطاع المالي دورات متعددة لا تخدم الإنتاج من قريب أو بعيد، وإنما تخدم أغراض المضاربين المقامرین المتعطشين للأرباح الضخمة دون جهد، بل دون التنازع عن الكثير من أرصدهم النقدية. وهو ما يدخل في باب الكسب الطفيلي ومما زاد من خطورة الوضع أن الوسطاء الماليين لم يقتنعوا بالاتجار لحساب عملائهم، وراحوا يتاجرون لحسابهم الخاص أيضا. وهو ما وفر تغذية إضافية لتضخم في القطاع المالي. وبذلك تكون الرأسمالية قد أضافت إلى تناقضاتها المعروفة تناقضا جديدا هو التناقض بين عالم المال وعالم الإنتاج. وهذا التناقض من أبرز أسباب الأزمة الراهنة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حسين بور غدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 21 و20 أكتوبر 2009، ص ص 10:11.

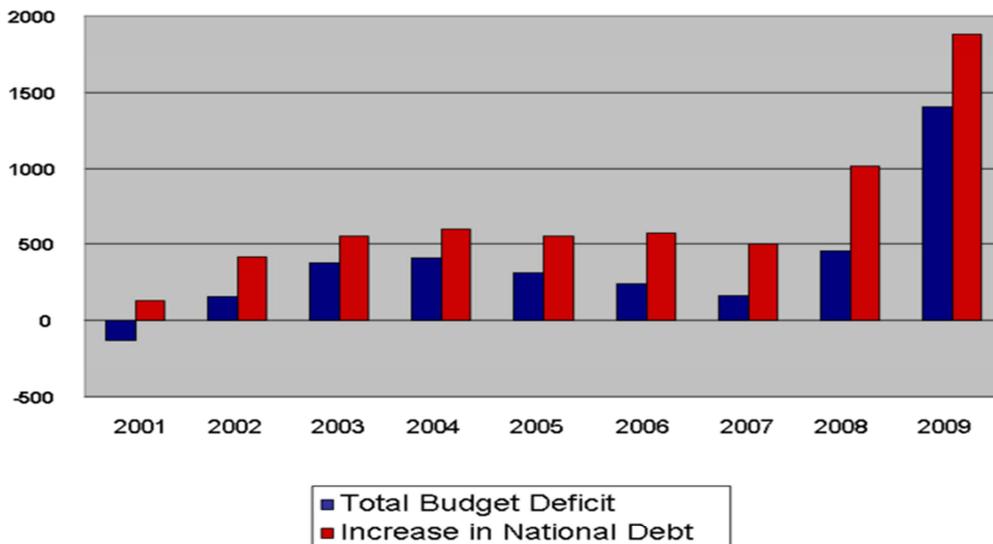
## 2- العجز المستمر في الموازنة العامة وفي المديونية

يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليس المالية. ويغلب الطابع العسكري على النفقات العامة، حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية<sup>1</sup>.

الشكل رقم (05): إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001-2008.

بليون دولار

Total Deficits vs. National Debt Increases (\$ Billions)

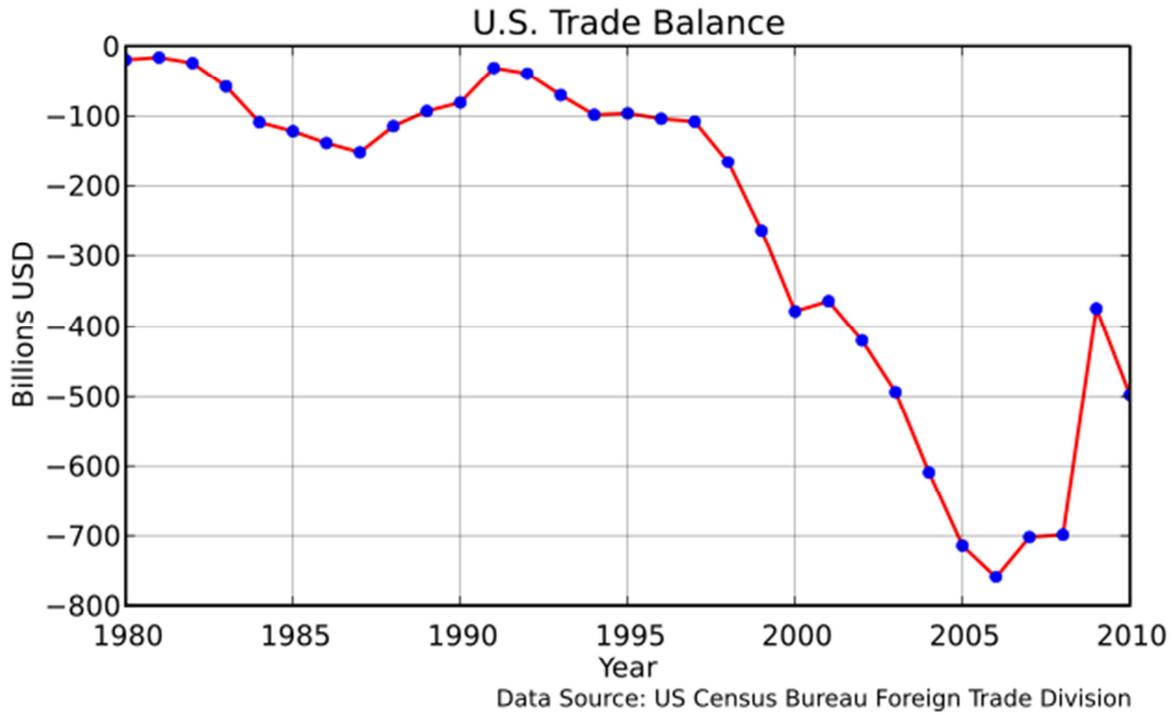


Source: [https://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits\\_vs.\\_Debt\\_Increases\\_-\\_2009.png](https://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits_vs._Debt_Increases_-_2009.png), consulté le 20/04/2019, 11:13.

ب- عجز الميزان التجاري: منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجزا يزداد سنويا وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار. ويعود السبب الأساسي إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك.

<sup>1</sup> محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007/2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، 2012، ص 108.

الشكل رقم (06): الميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1980-2010.

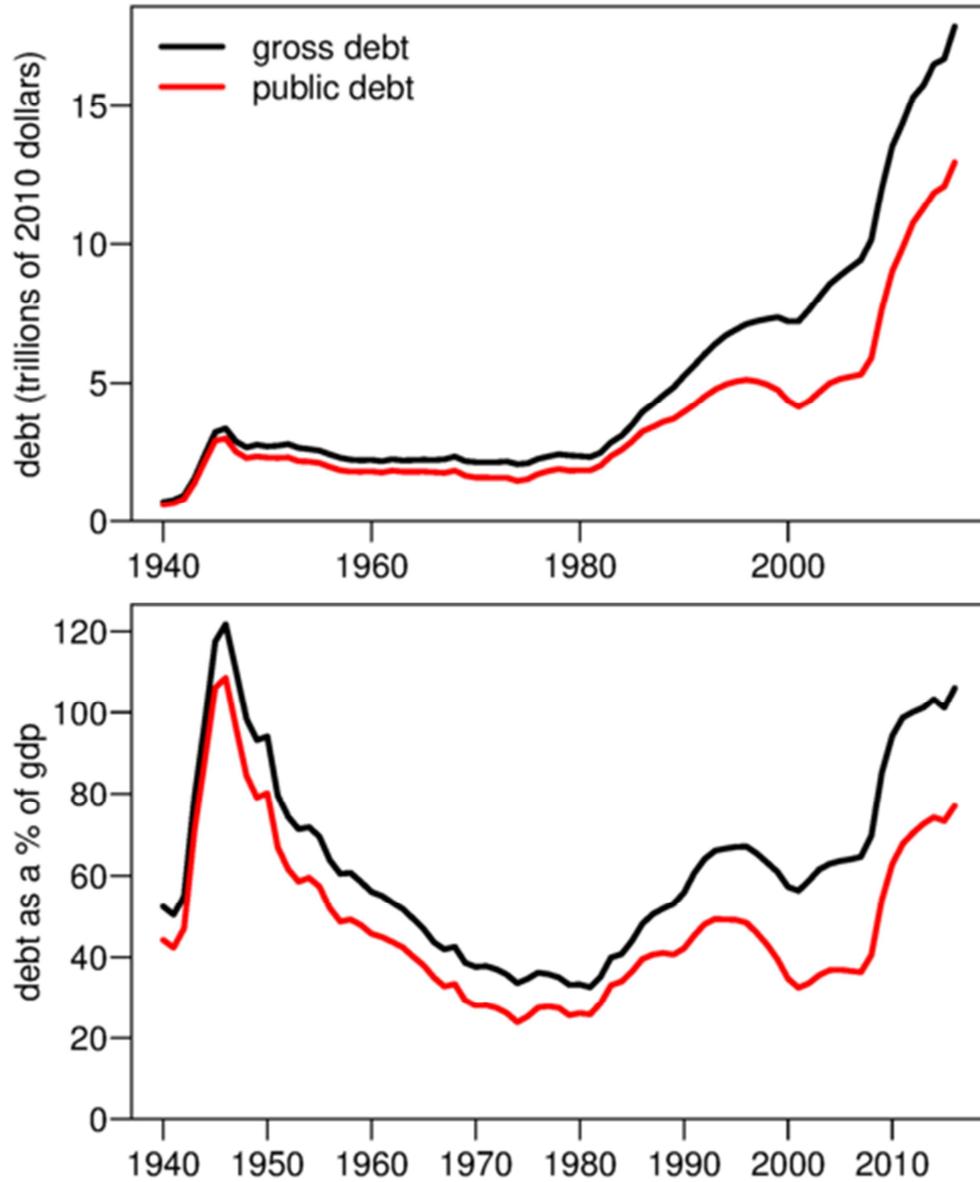


Source: [https://en.wikipedia.org/wiki/File:US\\_Trade\\_Balance\\_1980\\_2010.svg](https://en.wikipedia.org/wiki/File:US_Trade_Balance_1980_2010.svg), consulté le 20/04/2019, 15:22.

ج- المديونية: أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4.3 تريليون دولار عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003 وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007 - وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي - وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة. و يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية، وثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، يومي 13 و 14 2009، ص 6.

الشكل رقم (07): تطور الدين العام في الولايات المتحدة الأمريكية



Source: <https://en.wikipedia.org/wiki/File:USDebt.png>, consulté le 20/04/2019, 16:05.

### 3- التوجه نحو الليبرالية الجديدة:

الليبرالية الاقتصادية العالية جدا والتي تتبناها وتفخر بها الولايات المتحدة ساهمت بصورة كبيرة في إيجاد هذه الأزمة، حيث أدت إلى ضعف الرقابة العامة على مبادرات القطاع الخاص، وضعف الشفافية لدى القطاع الخاص من خلال تضخيم وهمي لإيرادات الشركات، وارتفاع ما يدفع من مرتبات ومزايا إضافية

للمدراء التنفيذيين حتى وصلت المدفوعات الشهرية للمدير التنفيذي في الشركات الكبرى عدة ملايين من الدولارات شهريا<sup>1</sup>.

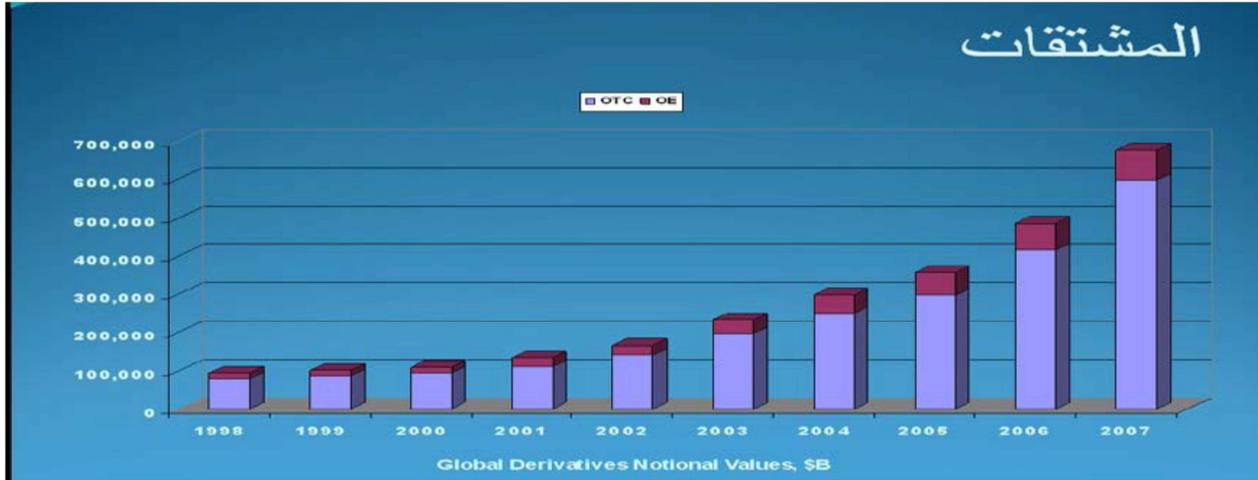
### ثانيا: الأسباب غير المباشرة

إذا كانت العوامل السابقة من أهم الأسباب المباشرة للأزمة المالية العالمية، فإن هناك أسباب غير مباشرة ساهمت أيضا إما في نشأة هذه الأزمة أو في تفاقمها، ويمكن إجمال أهمها فيما يلي:

#### 1- استخدام المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي أدوات مالية استحدثت بغية التحوط أولا، والمضاربة على ارتفاع وانخفاض الأوراق المالية ثانيا، وهي تشمل: المستقبلات والخيارات والعقود الآجلة والمبادلات. وقد بلغ حجم عقود المشتقات على اختلاف أصنافها 25372 مليار دولار في نهاية شهر 6/2009، وهي موزعة كالآتي: (2470 مليار دولار عقود مشتقات العملات)، (15478 مليار دولار عقود مشتقات سعر الفائدة)، (879 مليار دولار عقود مشتقات الأسهم)، (689 مليار دولار عقود مشتقات السلع)، (5855 مليار دولار عقود مشتقات أخرى). أما المبلغ الإجمالي لجميع المشتقات غير المسددة قدره بنك التسويات الدولي بمبلغ 600 تريليون، أي أكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي<sup>2</sup>.

### الشكل رقم (08): تطور المشتقات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1998-2007



المصدر: ليلى عشوب، الأزمة المالية العالمية وإمكانية حلها من خلال البنوك اللاربوية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص، تحليل و استشراف اقتصادي، القطب المكون قسنطينة، الجزائر، 2011، ص 19.

<sup>1</sup> محمد أحمد زيدان، مرجع سبق ذكره، ص 6.

<sup>2</sup> سامي محمد مقداد، الأسباب الحقيقية للأزمة المالية الاقتصادية العالمية المعاصرة وأهم الإجراءات العالمية في مواجهتها، ورقة عمل مقدمة لليوم الدراسي "الاقتصاد الإسلامي و البدائل المتاحة"، الجامعة الإسلامية غزة، 15 أبريل 2012، ص 7.

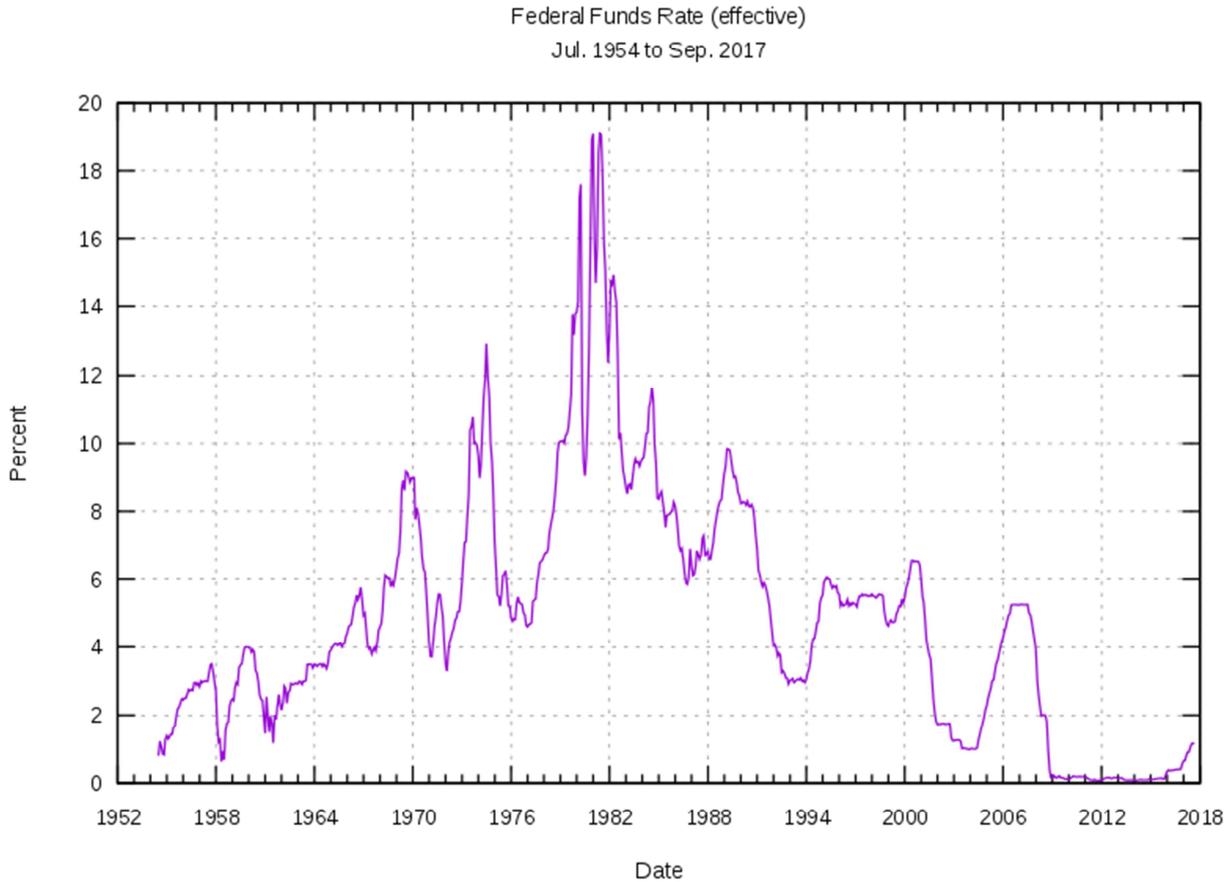
## 2- ارتفاع معدلات الفائدة:

إن الاحتمال الكبير لوقوع ركود اقتصادي عام 2001 (بعد عشر سنوات من التوسع والانتعاش الاقتصادي) بسبب تراجع في قطاع تكنولوجيا المعلومات والذي عرف فقاعة الأسعار الناجمة عن الانخفاض الكبير في الطلب والذي أدى إلى انهيار أسعار أسهم شركات تكنولوجيا المعلومات والانترنت بالولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى ما خلفته أحداث 11 سبتمبر 2001 من آثار سلبية على النمو الاقتصادي الأمريكي والتي تمثلت في انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 3.7% عام 2000 إلى 0.8% عام 2001 كما انخفضت معدلات التضخم من 3.4% عام 2000 إلى 2.8% عام 2001 ولتصدي لكل هذه الاحتمالات التي قد تتسبب في تدهور الاقتصاد الأمريكي قرر البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي تخفيض مؤشر أسعار الفائدة على عملية إقراض البنوك فيما بينها أكثر من 10 مرات في سنة 2001 من 6% إلى 1.75% حيث تعتبر هذه النسبة أدنى نسبة والتي لم تشهدها الولايات المتحدة منذ سنة 1961 وقد انخفض أيضا سعر الفائدة الفعلي لأفضل العملاء من 9% في شهر جانفي 2001 إلى 4.75% في ديسمبر 2001، كما سجل تراجعا في سعر الفائدة للييور لمدة ستة أشهر من 5.361% إلى 1.983% في نفس السنة.

وباتخاذ قرار من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بزيادة معدلات الفائدة، أصبح المقترضين للقروض السكنية عاجزين عن سداد المستحقات التي عليهم الشهرية، وبذلك عمدوا إلى التخلي عن منازلهم للمؤسسات المالية التي تولت إقراضهم وبزيادة العرض انخفضت أسعار العقارات بصورة كبيرة، مما تسبب في تفجير الأزمة المالية حيث هذه القروض والعقارات تم تحويلها إلى أوراق مالية يتم تداولها في البورصات العالمية و بذلك امتدت الأزمة إلى جميع أسواق العالم<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> ليلي عشوب، الأزمة المالية العالمية وإمكانية حلها من خلال البنوك اللاربوية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل واستشراف اقتصادي، القطب المكون قسنطينة، الجزائر، 2011، ص 15.

## الشكل رقم (09): تطور مؤشر أسعار الفائدة الاحتياطي الفدرالي للإقراض بين البنوك خلال 1952-2008



**Source:** [https://www.en.wikipedia.org/wiki/Interest\\_rate#/media/File:Federal\\_Funds\\_Rate\\_1954\\_thru\\_2009\\_effective.svg](https://www.en.wikipedia.org/wiki/Interest_rate#/media/File:Federal_Funds_Rate_1954_thru_2009_effective.svg), **consulté le** 21/04/2019, 10:43.

### 3- تصنيف وكالات الائتمان لسندات العقارية تصنيف مرتفع الأمان

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملاءمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمانا لقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، وبهذا فإن عملية التصنيف الائتماني في غاية الأهمية حيث تقوم بدور مهم في تعزيز الثقة بالملاءة المالية للبنوك والمؤسسات المالية<sup>1</sup>.

قيام وكالات التصنيف الائتماني Credit Rating Agencies بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا نظرا لأنها صادرة عن بنوك كبيرة وقوية، مثل مورغان ستانلي، وليمان برادرز. فقامت بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آمنا (AAA) وبذلك تحملت جزءا من

<sup>1</sup> محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 121.

مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر الذي تتعرض له أو على الأقل كانت غير مدركة له آنذاك<sup>1</sup>.

#### 4 - ضعف الرقابة على المؤسسات المالية

ويقصد بالمؤسسات المالية البنوك وشركات التأمين وشركات التمويل العقاري وسوق رأس المال وشركات التوريق وشركات التخصيم والمؤكد أن هذه المؤسسات تمارس دورا هاما وخطيرا في اقتصاد أي دولة حيث تتلقى الأموال ويقيد توظيفها. وعلى الرغم من ذلك فإن المؤسسات لم تكن تخضع في الولايات المتحدة الأمريكية أو بعض الدول الأوروبية لرقابة كافية من الجهات الرقابية وخير دليل على ذلك أن الأزمة الحالية بدأت من القطاع المالي.

ولقد ضلت هذه الأسواق والأدوات المالية منفصلة نسبيا لعقود طويلة بمعنى أن انهيار سوق التأمين مثلا كان في المقام الأول على شركات التأمين والأنشطة المتصلة به، ولكن انهيار الحدود والحوافز التقليدية بين الأسواق والمؤسسات المالية أدى أنه في حالة تعرض أحد أنشطة القطاع المالي (بنوك، شركات تأمين، شركات تمويل عقاري، سوق المال، شركات التوريق) للأزمة فإن هذه الأزمة تنتقل إلى بقية أنشطة القطاع المالي، ويزداد الأمر سوءا بسبب تعدد الجهات الرقابية وعدم التنسيق بينها<sup>2</sup>.

#### 5 - الإفراط في تطبيق نظام البطاقات الائتمانية

يعتبر التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد-السحب على المكشوف - والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية زيد له في سعر الفائدة وهكذا حتى يتم الحجز عليه أو رهن سيارته أو منزله، وهذا ما حدث فعلا للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكان سببا في الأزمة في بعض البنوك الريبوية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> علي فلاح المناصير، مرجع سبق ذكره، ص 14، 15.

<sup>2</sup> محمد إبراهيم خيرى الوكيل، الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور إسلامي، مكتبة القانون والاقتصاد، الطبعة الأولى، الرياض، 2014، ص 113، 114.

<sup>3</sup> حسين بورغدة، مرجع سبق ذكره، ص 9.

## 6 - انتشار الفساد الأخلاقي الإقتصاد:

مثل الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم، أي ظلم الأغنياء والدائنين للفقراء والمساكين، وتذمر المظلومين عندما لا يستطيعون تحمل الظلم، وتذمر المدنيين وحدث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> فطيمة لبعل، انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر، 2017، ص 26.

### المبحث الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي

ظهرت آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008 بشكل يؤكد أن العالم سيدفع ثمن التعافي من هذه الأزمة مع الولايات المتحدة الأمريكية، بحيث أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي بسبب الرهن العقاري لن تتجو منها أي دولة من دول العالم، واختلفت بعض المؤسسات الاقتصادية العالمية بين كون الأسوأ في هذه الأزمة قد مضى أو أن الأسوأ فيها لم يأتي بعد.

#### المطلب الأول: واقع الاقتصاد الأمريكي

في الولايات المتحدة الأمريكية تسببت أكبر أزمة مالية منذ الكساد الكبير في دفع البلاد إلى هاوية الركود العميق، حيث تكشفت الضائقة الائتمانية وواصلت أسعار الأصول هبوطها. وكانت مشاعر عدم اليقين الزائدة وخسائر الثروة الضخمة فضلا على انخفاض توقعات الإيرادات من أسباب تراجع ثقة المستهلكين إلى أدنى مستوياتها مما أدى إلى حدوث طفرة في معدلات الادخار<sup>1</sup>.

وفيما يلي بعض مؤشرات المناخ الاقتصادي في الولايات المتحدة المسجلة في أعقاب الأزمة:

#### الجدول رقم (03): المؤشرات الاقتصادية الأمريكية خلال الفترة (2005-2010)

الوحدة: %

المؤشر	2005	2006	2007	2008	2009	2010
معدل نمو الناتج الداخلي الخام	3.1	2.7	1.9	-0.4	-3.5	3
معدل البطالة	5.1	4.6	4.6	5.8	9.3	9.6
معدل التضخم	3.4	3.2	2.9	5.6	2.1	1.2

المصدر: ريمة ذهبي، الاستقرار المالي النظامي-بناء مؤشر تجميعي لنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2013، ص 59.

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل نمو الناتج الداخلي الخام سجل انخفاضا جليا سنة 2007 بنسبة نمو مقدرة ب 1.9%، بينما سجلت سنتي 2008 و 2009 تراجع النمو ب -0.4% و 3.5% على التوالي.

<sup>1</sup> عبد الغاني عبد العالي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2010، ص ص 130، 131.

- بالنسبة لمعدل البطالة، فبعد تسجيله لانخفاض طفيف سنتي 2006 و 2007، عاود الارتفاع ليصل إلى معدل 9.3% سنة 2009.

- أما بخصوص معدل التضخم، فالقيم كانت مخالفة لسنتين السابقتين، حيث تم تسجيل انخفاض سنة 2009 ب 0.4% بعد أن سجل أكبر قيمة له سنة 2008 ب 3.8%<sup>1</sup>.

- ولإشارة فإن الولايات المتحدة الأمريكية تعد من أبرز الدول التي عانت من جراء الأزمة الراهنة في ظل ارتفاع عجز الميزانية الذي وصل عام 2008 إلى 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي.

لكن هذا العجز ارتفع بنسب كبيرة فوق تقديرات مكتب الميزانية بالكونغرس الأمريكي، فقد سجلت الولايات المتحدة ثاني أعلى عجز في الميزانية منذ الحرب العالمية الثانية والذي قدر في سبتمبر 2010 بـ 1.29 تريليون دولار، ما يوافق نسبة 8.9% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>.

كما امتدت الأزمة لتشمل عددا من المؤسسات المالية المهمة التي تشكل ركنا مهما من أركان النظام المالي الأمريكي، وأدت في تطوراتها المتلاحقة إلى استحواذ بنك "أوف أمريكا" أحد أبرز البنوك الأمريكية على بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو بنك "ميل لينش"، كما واجهت شركة التأمين الأمريكية "أميركان أنثر ناشيونال AIG" العملاقة والتي تعتبر من أكبر شركات التأمين في العالم مخاطر كبيرة بعد الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي إثر الإعلان عن إفلاس بنك "ليمان برانرز" الاستثماري، حيث قام البنك الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية بالتدخل بشكل استثنائي غير مسبوق لإنقاذ AIG لأنها عجزت سداد المليارات من الدولارات والتي تمثل قروضا كانت قد ضمنها للبنوك الاستثمارية ومؤسسات التمويل العقاري<sup>3</sup>. واضطرت المجموعة الأمريكية "واشنطن ميوتشال" سادس أكبر بنك أمريكي إلى إشهار إفلاسها وتم بيع أصولها إلى مؤسسة "جيبسي مورغان" كما أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية والاحتياطي الفيدرالي حماية أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية "سيتي غروب" من الخسائر المحتملة، ومن ناحية أخرى تم في هذه المرحلة الإعلان أيضا عن إفلاس العديد من البنوك<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> ريمة ذهبي، الاستقرار المالي النظامي- بناء مؤشر تجميعي لنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2013، ص59.

<sup>2</sup> بهية بوكروح، مرجع سبق ذكره، ص 122.

<sup>3</sup> محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 103.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص 104.

## المطلب الثاني: واقع الاقتصاد العالمي

## أولاً: واقع الاقتصاديات المتقدمة

في أواخر عام 2008 شهدت الأسواق المالية حالة من الاستقرار، وإن ظلت خاضعة لضغوط في الفترة المتبقية من السنة المالية 2009، وظلت أوضاع العديد من أسواق الأسهم منخفضة عن مستويات الذروة المسجلة بنسبة تزيد عن 40%. وبعد سنوات طويلة من التراكم القياسي للدين، دخلت المؤسسات المالية والأسر في مرحلة انخفاض الرفع المالي المؤلمة، مدفوعة بتزايد حالات شطب الديون المصرفية في ظل تدهور جودة الائتمان والتحول في اتجاه الادخار عبر الفترات الزمنية بالنسبة للأسر وبعض الشركات. وفي الوقت الحالي نجد أن العديد من توقعات "النظام المصرفي غير الرسمي"، القائمة على أساس زيادة الرفع المالي، بدأت في الزوال. فقد اتسع نطاق الضغوط المالية الناجمة عن دورة الرفع المالي امتد أجلها، نتيجة تناوب حلقة الآثار المرتدة الضارة مع الاقتصاد الحقيقي. ومع انكماش الناتج، أدت زيادة احتمالات عدم السداد في قطاعي الشركات والأسر المعيشية إلى اتساع فروق العائد وازدياد الخسائر المرتبطة بالائتمان في الميزانيات العمومية للبنوك. وفي الربع الرابع من 2008، شهدت الاقتصاديات المتقدمة انخفاضا غير مسبوق في الناتج بلغ %70 (محسوب على أساس المعدل السنوي)<sup>1</sup>.

ويسمح لنا الجدول الموالي بتوضيح مدى تأثير عدة دول متقدمة من الأزمة خلال عامي 2008 و2009:

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، تقرير سنوي 2009، ص ص 17، 18.

## الجدول رقم (04): أثر الأزمة المالية على الناتج الداخلي الخام (PIB) في الدول المتقدمة

أ - 2008

أثر على النمو (نقطة من PIB)								
منطقة اليورو	فرنسا	ألمانيا	إيطاليا	إسبانيا	الو.م.أ	بريطانيا	اليابان	2008
	-1,2	-1,4	-1,1	-0,5	-2,6	-1,0	-1,3	الأثر الكلي للأزمة:
	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,9	-0,4	0,4	- أثر الثروة
	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	- تكلفة التمويل
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	- سعر البترول
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	- سعر الصرف
	-0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,4	- التفرغ
	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,7	-0,3	-0,5	- بقايا الطلب المحلي
	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,6	- بقايا الطلب الخارجي
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	تدخل الميزانية العامة

ب - 2009

أثر على النمو (نقطة من PIB)								
منطقة اليورو	فرنسا	ألمانيا	إيطاليا	إسبانيا	الو.م.أ	بريطانيا	اليابان	2009
	-6,2	-7,0	-6,3	-4,7	-5,0	-7,0	-8,2	الأثر الكلي للأزمة:
	-0,7	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-1,4	-0,9	- أثر الثروة
	-1,7	-1,6	-1,5	-0,2	-1,0	-1,0	-0,9	- تكلفة التمويل
	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,4	0,0	0,2	- سعر البترول
	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	1,1	-1,4	- سعر الصرف
	-1,1	-1,7	-0,9	-0,6	-1,1	-1,3	-0,6	- التفرغ
	-1,7	-1,0	-1,7	-1,2	-3,8	-3,3	-4,0	- بقايا الطلب المحلي
	-2,2	-0,9	-4,1	-2,4	1,2	-2,1	-2,2	- بقايا الطلب الخارجي
	0,8	1,0	1,1	0,3	1,1	1,0	1,1	تدخل الميزانية العامة

المصدر: محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص 243.

نلاحظ من الجدول أعلاه بأن أثر الأزمة على الدول المتقدمة خلال عام 2008 كان تقريبا محدود حيث تم تسجيل PIB في منطقة اليورو انخفاضا بـ 1.2 نقطة في حين انخفض سنة 2009 بـ 6.2 نقطة،

نفس الشيء بالنسبة لليابان وبريطانيا التي سجلتا تراجع في الـ PIB عام 2008 بـ 1.3 و 1 نقطة على التوالي في حين انخفض سنة 2009 بـ 8.2 و 7 نقطة على التوالي، أما فيما يخص الولايات المتحدة الأمريكية فقد تراجع فيها الـ PIB عام 2008 بـ 2.6 نقطة في حين انخفض عام 2009 بـ 5 نقطة كاملة.

### ثانياً: واقع الاقتصاديات النامية

لم يسلم من العاصفة الاقتصادية إلا عدد قليل من البلدان منخفضة الدخل رغم الروابط المالية المحدودة نسبياً بين هذه البلدان (لاسيما في إفريقيا جنوب الصحراء) والاقتصاديات المتقدمة فقد تراجع الطلب على الصادرات و تفاقم أثره بانخفاض أسعار معظم السلع الواردة من البلدان منخفضة الدخل، ومن ناحية أسهمت الانخفاضات في أسعار السلع الأولية العالمية بالفعل في الحد من التضخم وكان لها آثار موازنة على معدل التبادل التجاري. وبينما انخفضت أسعار الصادرات من السلع الأولية، انخفضت كذلك أسعار الواردات من السلع الأولية كالغذاء والوقود، الأمر الذي يترتب عليه غالباً زيادة الدخل الحقيقية لسكان الأشد فقراً.

غير أن هبوط تحويلات العاملين وتضييق أوضاع الائتمان العالمي وانخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر أدت إلى تدهور الموازين الخارجية في البلدان منخفضة الدخل. فقد تراجع مركز المالية العامة الكلي، أساساً في بعض البلدان المصدرة للنفط وبالنسبة للبلدان الأخرى، كان ضعف موازين المالية العامة له ما يبرره عموماً وقد حصلت على الدعم اللازم بموجب ترتيبات صندوق النقد الدولي. واتخذ صانعو السياسات التدابير الكفيلة بتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على المكاسب التي تحققت بجهد ساق خلال السنوات الأخيرة في مجال مكافحة الفقر. غير أنه مع ازدياد صعوبة الحصول على التمويل لتغطية العجزات الخارجية، سعت البلدان التي تعاني من شدة القيود على التمويل المحلي والخارجي إلى الحصول على الدعم الإضافي من الجهات المانحة<sup>1</sup>.

### ثالثاً: واقع الاقتصاديات العربية

انعكست تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول، وتأثرت منها الدول العربية على اعتبار أنها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي وتربطه علاقات اقتصادية، ومن المؤكد أن درجة تأثيرها يختلف بين الدول العربية حسب درجة ارتباطها واندماجها في الاقتصاد العالمي<sup>2</sup>، أما بعض دول المغرب العربي فتعتبر أقل تأثراً، حيث شهدت تدهوراً طفيفاً في بعض المؤشرات الاقتصادية، من حيث معدلات النمو الإيجابية والمرتفعة نسبياً. وعلى الرغم من قلة تأثير المنطقة العربية بشكل مباشر بالأزمة المالية، فقد تأثر اقتصادها الحقيقي من خلال:

- تراجع الصادرات جراء انخفاض الطلب العالم؛

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، تقرير سنوي 2009، ص 20.

<sup>2</sup> فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، ص 14.

- تراجع التحويلات المالية للمهاجرين؛
- تراجع المساعدات الدولية؛
- صعوبة الحصول على القروض؛
- تراجع تحويلات العاملين في الخارج، حيث تقدر التحويلات للدول العربية من دول أوروبا (المغرب وتونس) والخليج (مصر والأردن ولبنان والسودان) نحو 25 مليار دولار أمريكي سنويا، بالإضافة إلى التحويلات العينية، ومن المتوقع أن تنخفض هذه التحويلات التي تصل إلى المتوسط إلى 6% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية، كما يتوقع أن يؤدي ذلك إلى تراجع معدل النمو بنحو 1%، وفقدت مصر (الدولة رقم 6 في تحويلات المغتربين في العالم) نحو 15% من التحويلات؛
- انخفاض عائدات السياحة، فقدت دول الشرق الأوسط تدفقات السياح خلال العام 2009 وبنسبة 18%، كما انخفضت عائدات السياحة في مصر بنسبة 3.17% في الربع الأول من 2008؛
- انخفاض عائدات الصادرات، خاصة عائدات دول الخليج النفطية وعائدات دول شمال إفريقيا العربية (تونس والمغرب وليبيا) من دول الاتحاد الأوروبي، والتي تشكل أكثر من 70% من إجمالي الصادرات، حسب البيانات فقد انخفضت عائدات الصادرات المغربية على سبيل المثال بنحو 14% في الربع الأول من العام 2009<sup>1</sup>؛
- انخفاض معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات الاستثمار وهناك العديد من الاستثمارات قد توقفت وارتفعت بالتالي معدلات البطالة، فتقديرات منظمة العمل العربية تقول بان نسبة البطالة وصلت إلى حوالي 14% من حجم القوة العاملة ومن المتوقع أن يصل عدد العاطلين عن العمل إلى ما يزيد عن 25 مليون عاطل بحلول سنة 2010<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> داودي ميمونة، مرجع سبق ذكره، ص ص148، 149.

<sup>2</sup> حسين بورغدة، مرجع سبق ذكره، ص 15.

## خلاصة الفصل

الأزمة المالية هي وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبيا يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطارا وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد، وللأزمة المالية أنواع مختلفة منها: أزمة العملة أسعار الصرف، الأزمات المصرفية، أزمات أسواق المال، أزمة الديون، وقد مرت الأزمة المالية العالمية 2008 بمجموعة من المحطات التاريخية الكبرى منذ عام 2007، فالبيدايات تعود إلى شهر جانفي عام 2007 حيث لم يتمكن عدد كبير من المدنيين من تسديد قروضهم فبدأت أولى عمليات الإفلاس في بعض المؤسسات المصرفية المتخصصة ولقد تواصل التدهور في الأسواق المالية، حيث في شهر أيلول-سبتمبر-2008 أعلنت أمريكا أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لمساعدة المؤسسات المالية لمواجهة الأخطار المتزايدة للأزمة.

إن الأزمة المالية العالمية 2008 لم تكن وليدة اللحظة بل مهدت لها عدة أسباب منها ما كانت مباشرة ومنها ما هي غير مباشرة أدت إلى ترسيخ وتعميق هذه الأزمة بعد وقوعها أهمها: الانفصال بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، العجز المستمر في الموازنة العامة وفي المديونية، التوجه نحو الليبرالية الجديدة وكذا استخدام المشتقات المالية وغيرها من الأسباب التي أدت إلى وقوع انعكاسات سلبية على الاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة وعلى الاقتصاد العالمي بصفة عامة حيث إن الاقتصاد الأمريكي سجل معدل نمو الناتج الداخلي الخام انخفاضا جليا منذ سنة 2007 بنسبة 1.9 %، وكما سجلت نسبة البطالة انخفاضا طفيفا ثم عاودت الارتفاع سنة 2009 لتصل إلى 9.3 %، أما معدل التضخم فقد سجل أكبر قيمة له سنة 2008 بـ 3.8 % ثم لينخفض سنة 2009 بـ 0.4 %، أما بالنسبة للاقتصاد العالمي فقد شهدت الاقتصاديات المتقدمة انخفاضا غير مسبوق في الناتج بلغ 70 % خلال الربع الرابع من 2008، فيما شهد اقتصاد الدول النامية تراجع في الطلب على الصادرات مما كان لها اثر على موازنة معدل التبادل التجاري، أما بالنسبة لاقتصاديات الدول العربية فقد تأثرت لاعتبارها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي وكما أن درجة التأثير تختلف حسب درجة ارتباطها واندماجها في الاقتصاد العالمي.

الفصل الثالث: معالجة الاحتياطي  
الفيدرالي الأمريكي للأزمة المالية العالمية  
2008

المبحث الأول: نبذة تاريخية عن الاحتياطي الفيدرالي  
الأمريكي

المبحث الثاني: السياسات المستعملة من قبل  
الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لمواجهة الأزمة المالية  
المبحث الثالث: انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية

**تمهيد**

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أو بنك الحكومة الفيدرالية هو المسؤول عن النظام النقدي والمالي، كما يعرف بمقرض الميلاد الأخير للبنوك عبر إقراضها أثناء الأزمات المالية، وقد برز دوره بعد التداعيات التي خلفتها الأزمة المالية العالمية عن طريق تطبيقه لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ولقد نجحت هذه السياسات في كثير من الجوانب، إلا أن هذه الآليات كانت لها آثار سلبية أيضا، وتتمثل هذه السياسات في برنامج التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية بالإضافة إلى معدلات الفائدة السالبة.

## المبحث الأول: نبذة تاريخية عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

يعتبر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من أكبر وأقوى المؤسسات المالية حول العالم، من حيث القوة والتأثير وذلك من خلال سياسته المتبعة، لهذا فإن أي تغيير قد يطرأ على سياسات البنك تكون لها تأثيرات سلبية على أسواق العالم.

### المطلب الأول: تعريف بنك الاحتياطي الأمريكي الفيدرالي ونشأته

بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 برز دور بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، إذ كان من بين أهم المؤسسات التي أشرفت على خطة إنقاذ النظام الأمريكي من الانهيار وأيضاً إنقاذ الاقتصاد العالمي بأكمله.

### أولاً: تعريف بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

توجد عدة تعاريف لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي نذكر منها:

**التعريف الأول:** أسس الكونغرس الأمريكي الاحتياطي الاتحادي في 23 ديسمبر/ كانون الأول 1913، وهو المسؤول عن السياسة المالية للبلد وصيانة الاستقرار والعملية الوطنية وتأمين النقود والتحكم بمعدلات الفائدة على القروض، كما يلعب دور المنقذ للبنوك عبر إقراضها أثناء الأزمات<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** مجلس الاحتياطي الاتحادي هو منظمة (منظمة رسمية لمقدمي الخدمات توافق تحديد الأسعار والحد من المنافسة - والهدف من هذا التواطؤ هو زيادة أرباح الأفراد من خلال تقليل المنافسة أو القضاء عليها) والذي كان قد تم تشكيلها لحماية البنوك الأعضاء فيها من المعاناة من عواقب تشغيل البنوك التي تحدث عندما يحاول عملاء البنك سحب أموالهم دفعة واحدة لأنهم يخشون أن يكون أو قد يكون معسراً وغير قادر على سداد عملائه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الاحتياطي الإتحادي الأمريكي.. مؤسسة بنفوذ عالمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2015/11/17> , consulté le 02/05/2019, 11:49.

<sup>2</sup> Bob adelmann, the federal reserve kids page, voir le site:

<http://www.thenewamerican.com/economy/commentary/item/4015-the-federal-reserve--kids>, consulté le 02/05/2019, 13:30.

**التعريف الثالث:** بنك الاحتياطي الفيدرالي المعروف باللغة الانجليزية (fed) هو البنك المركزي الأول والوحيد التابع للولايات المتحدة الأمريكية تم تأسيسه في العام 1913 نتيجة الاستجابة لعدة هزات اقتصادية أصابت البلاد في ذلك الوقت<sup>1</sup>.

من التعاريف السابقة يمكن استنتاج تعريف شامل للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي:

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية يعتبر الأقوى في العالم نظرا لما يتمتع به من استقلالية في اتخاذ قراراته وتنفيذ السياسة النقدية من أجل ضمان الاستقرار النقدي والاقتصادي في البلد.

### ثانيا: نشأة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

أنشأ الكونغرس الأمريكي نظام الاحتياطي الفيدرالي في 23 ديسمبر 1913، بتوقيع قانون الاحتياطي الفيدرالي من قبل الرئيس آنذاك وودرو ويلسون.

قبل ذلك مرت الولايات المتحدة بفترتين رئيسيتين. من البنوك المركزية والتي يمكن اعتبارها شكلا مبسطا للغاية من الاحتياطي الفيدرالي - واحدة بدأت في عام 1791 والأخرى في عام 1816. وكان كل منها محاولة لإنشاء سياسة مصرفية منضبطة ومساعدة تجنب الانهيارات الاقتصادية.

ومع ذلك فإن المخاوف من أن يكون البنك المركزي قويا للغاية في وضع السياسة المالية قد أدى إلى نهايته، فشل الكونغرس في تحديد أول ميثاق للبنك الوطني في عام 1811. انتهت فترة البنك المركزي لعام 1816 في عام 1836 عندما رفض الرئيس أندرو جاكسون تحديد ميثاقه - مدعيا أن البنك سيديره، على حد تعبيره، "الكتلة الشرقية". ومع ذلك فإن سلسلة من البنوك الأمريكية تنهار في 1873، و1893 وخاصة في عام 1907، دفعت الكثير في الكونغرس للدعوة مرة أخرى لنظام مصرفي مركزي.

في عام 1907، كان هناك عدد هائل من البنوك - حيث طالب الناس بأموالهم - وبدأت البنوك تتذكر جميع قروضها لسداد العملاء. بدأ هذا بعد أن تم بيع كتل كبيرة من الأسهم و السندات المخادعة لتركيا على شركة واحدة - شركة النحاس المتحدة-.

<sup>1</sup> ريمي محمود، تعرف معنا على البنك الاحتياطي الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:

[http://www.dailyfx.com/arabic/tadawl\\_forx\\_nwes/education/2015/12/16/get-to-know-what-is-the-fed.4060.html](http://www.dailyfx.com/arabic/tadawl_forx_nwes/education/2015/12/16/get-to-know-what-is-the-fed.4060.html),  
consulté le 02/05/2019, 16:07.

فشل البرنامج وأصبحت البنوك التي كانت جزءا من الجهد مفلسة، وانتشر هذا الأمر إلى البنوك الأخرى في جميع أنحاء البلاد. أدى زعر البنك عام 1907 إلى إجراء تحقيق في الكونغرس خلص إلى أن "البنك المركزي كان ضروريا حتى لا يحدث هذا النوع من الذعر مرة أخرى".

ومع ذلك، لم يمر الأمر حتى عام 1913 قبل إقرار القانون فعليا، عندما كان الكونغرس قادرا على التوصل إلى حل وسط بشأن تفويض مجلس الاحتياطي الفيدرالي<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: وظائف البنك الفيدرالي الأمريكي

يؤدي البنك الفيدرالي الأمريكي مجموعة من الوظائف بهدف تحقيق وتعزيز مصلحة الاقتصاد الأمريكي، ومن بين هذه الوظائف ما يلي:

**1- وضع السياسة النقدية:** يمثل الاحتياطي الفيدرالي السلطة السياسية للسياسة النقدية في البلاد وتتضمن التأثير في تكلفة الائتمان لتعزيز اقتصاد سليم، وقد كلف الكونغرس المجلس الاحتياطي لتحقيق هدفين رئيسيين هما الحد الأقصى من الإنتاج والعمالة والحفاظ على استقرار الأسعار، وهذا ما يعني المحافظة على مستوى منخفض للتضخم إذ يتطلب ذلك استخدام أدوات السياسة النقدية لرفع سعر الفائدة على الأموال الادخارية أي تطبيق سياسة انكماشية لمحاربة الركود الاقتصادي، كما يمكن له استخدام أدواتها لخفض سعر الفائدة أي تطبيق سياسة توسعية، وهذه الأدوات هي:

- **عمليات السوق المفتوحة:** تعد من أدوات السياسة النقدية الأكثر استخداما من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وذلك من خلال شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية في السوق المفتوحة.

- **معدل الخصم:** سعر الخصم هو سعر الفائدة بالنسبة للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وخلافا لعمليات السوق المفتوحة التي يتم فيها تحديد سعر الفائدة على الأموال الادخارية من خلال العرض والطلب على النقود في النظام المصرفي، فإن سعر الخصم يتم تحديده من طرف بنك الاحتياطي الفيدرالي حيث يخضع لرقابة مجلس المحافظين ويتم تعيين مستوى سعر الخصم فوق المعدل المستهدف على الأموال الفيدرالية، وبهذا فإن معدل الخصم يعد بمثابة مصدر احتياطي لتمويل المؤسسات<sup>2</sup>

### 2- تعزيز استقرار النظام المالي

<sup>1</sup> Mark koba, **the federal reserve: cnbc explains**, voir le le site:

<http://www.cnbc.com/id/43752521/> consulté le 03/05/2019, 11:20.

<sup>2</sup> **Federal reserve bank of sanfrancisco, what is the fed: payment services**, voir le site:

<http://www.frbsf.org/education/teacher-resources/what-is-the-fed/payment-services>, consulté le 3/05/2019, 14:34.

ينظر إلى النظام المالي في الولايات المتحدة على أنه مستقر عندما توفر مؤسساته وأسواقه المالية للناس والمجتمعات والمؤسسات التجارية المواد والمنتجات والخدمات التي يحتاجونها للاستثمار في الاقتصاد الصحي والاستفادة منه، للحفاظ على استقرار النظام المالي، يراقب مجلس الاحتياطي الفيدرالي الروابط بين المستثمرين والمدخرين والمقترضين والشركات في الداخل والخارج، الهدف هو جعل المؤسسات والأسواق المالية أكثر مرونة، حتى تتمكن من الانحناء دون الانهيار في أوقات الشدة.

### 3- الإشراف على المؤسسات والأنشطة المالية وتنظيمها

نظام الاحتياطي الفيدرالي مكلف بحماية سلامة المؤسسات المالية في الولايات المتحدة من خلال تعزيز "سلامة المؤسسات المالية الفردية و(مراقبة) تأثيرها على النظام المالي ككل". ويشرف على مجموعة واسعة من المالية الكيانات. بما في ذلك الشركات القابضة للبنوك (أكبر القطاعات الخاضعة للإشراف)، والبنوك والأعضاء في الدولة، وشركات الادخار والقروض، والبنوك الأجنبية العاملة في الولايات المتحدة وغيرها وبذلك يعزز بنك الاحتياطي الفيدرالي ثقة الجمهور في النظام المصرفي.

### 4- تعزيز نظام الدفع والتسوية بسلامة وفعالية

يقدم البنك الاحتياطي الفيدرالي خدمات للحكومة الفيدرالية ومؤسسات الإيداع. يشبه هذا الطريقة التي يحتفظ بها البنك الذي تتعامل معه نقدا ويقوم بمعالجة الشيكات والمدفوعات الالكترونية نيابة عنك. يوفر بنك الاحتياطي الفيدرالي هذه الخدمات نفسها لمؤسسات الإيداع، بما في ذلك بنوك الادخار وجمعيات الادخار والقروض والاتحادات الائتمانية.

وبصفته مصرفا ووكيلا ماليا لخزانة الولايات المتحدة، يوفر بنك الاحتياطي الفيدرالي أيضا الخدمات المصرفية والأوراق المالية للحكومة، وذلك أساسا من خلال مؤسسات الإيداع. تزود البنوك الاحتياطية وزارة الخزانة الأمريكية بحساب الشيكات، وعندما تدفع الحكومة مقابل شيء ما، يتم عادة الدفع أو إيداعه في بنك تجاري، يعالج البنك الاحتياطي الفيدرالي عملية الدفع ويخصم المبلغ من حساب الخزينة. ويتم الكثير من هذا إلكترونيا من خلال نظام الخزانة المباشر.

بينما تقوم وزارة الخزانة بإنتاج النقود الورقية والعملية الأمريكية، تقع على عاتق مجلس الاحتياطي الفيدرالي وضع الأموال المنتجة حديثا في التداول لتلبية الاحتياجات العامة، فضلا عن تدمير الأموال التي لم تعد صالحة للتداول.

## 5- تعزيز حماية المستهلك وتنمية المجتمع

أظهر استطلاع أجراه مجلس الاحتياطي الفيدرالي أن معظم الأسر الأمريكية تشارك في سوق الخدمات المالية- كأصحاب الحسابات المصرفية، ومستخدمي بطاقات الائتمان /أو المقترضين - يساعد المجلس الاحتياطي الفيدرالي على ضمان امتثال المؤسسات المالية التي يشرف عليها للقوانين التي تحمي المستهلكين تحكم هذه القوانين ائتمان المستهلك للمساعدة في ضمان تصرف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى بما يحقق المصلحة العامة - ومن الأمثلة على ذلك قانون الحقيقة في الإقراض وقانون تكافؤ الفرص الائتمانية، وقانون الكشف عن رهن المنازل وقانون الحقيقة في المدخرات<sup>1</sup>.

## المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبنك الفيدرالي الأمريكي

يتكون هيكل بنك الاحتياطي الأمريكي مما يلي:

## أولاً: مجلس المحافظين

مجلس المحافظين، المعروف أيضاً باسم مجلس الاحتياطي الفيدرالي، هو المكون الوطني لنظام الاحتياطي الفيدرالي - يتألف مجلس الإدارة من المحافظين السبعة الذين يعينهم الرئيس ويوافق عليهم مجلس الشيوخ- يخدم المحافظون لمدة 14 عاماً وشروط متداخلة لضمان الاستقرار والاستمرارية مع مرور الوقت. يتم تعيين الرئيس ونائب الرئيس لمدة أربع سنوات ويجوز إعادة تعيينهما وفقاً لقيود المدة.

من بين مسؤوليات مجلس المحافظين توجيه إجراءات السياسة النقدية وتحليل الظروف الاقتصادية والمالية المحلية والدولية، وقيادة اللجان التي تدرس القضايا الحالية، مثل قوانين البنوك الاستهلاكية والتجارة الإلكترونية.

يمارس مجلس الإدارة أيضاً رقابة إشرافية واسعة على صناعة الخدمات المالية، ويدير بعض لوائح حماية المستهلك، ويشرف على نظام المدفوعات في البلاد. يشرف مجلس الإدارة أيضاً على أنشطة البنوك الاحتياطية، والموافقة على تعيينات رؤسائها وبعض أعضاء مجالس إدارتها، يحدد مجلس الإدارة متطلبات

<sup>1</sup> Investopedia staff, **the federal reserve : Duties**, voir le site : <http://www.investopedia.com/university/thefed/fed2.asp>, consulté le 03/05/2019, 16 :38.

الاحتياطي لمؤسسات الإيداع ووافق على تغييرات في أسعار الخصم الموصى بها من قبل البنوك الاحتياطية<sup>1</sup>.

### ثانياً: البنوك الاحتياطية الفيدرالية الإقليمية

يقسم نظام الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة إلى 12 مقاطعة، ويشرف على كل مقاطعة بنك الاحتياطي الفيدرالي. كل بنك احتياطي فيدرالي مسؤول عن الإشراف على البنوك الأعضاء في منطقته، ومراقبة الظروف الاقتصادية في منطقته وتقديم المعلومات إلى مجلس المحافظين ولجنة السوق المفتوحة الفيدرالية (Fomc). فيما يلي قائمة بالبنوك الاحتياطية الفيدرالية الـ 12: بوسطن، نيويورك، فيلادفيا، كليفلاند، ريتشموند، أتلانتا، شيكاغو، سانت لويس، مينيابوليس، كانساس سيتي، دالاس، سانت فرانسيسكو.

### ثالثاً: اللجنة الفيدرالية لسوق المفتوحة (Fomc)

لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية (fomc) هي الكيان الذي يحدد سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية ويشرف على تنفيذ سياسات سعر الفائدة في عمليات السوق المفتوحة لمجلس الاحتياطي الفيدرالي. تتألف لجنة السوق الفيدرالية المفتوحة (fomc) من الأعضاء السبعة في مجلس المحافظين و رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك ومجموعة من أربعة رؤساء دائمين من البنوك الفيدرالية الأخرى، رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك هو عضو دائم في اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (fomc) لأن مكتب تداول عمليات السوق المفتوح يقع في بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، تجتمع اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة ثمانية مرات في السنة لمناقشة السياسة النقدية لمجلس الاحتياطي الفيدرالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Federal reserve education, **the structure and function of the federal reserve system**, voir le site: <http://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-function>, consulté le 03/05/2019, 14:21.

<sup>2</sup> **Structure of the federal reserve**, voir le site: <http://www.learningmarkets.com/structure-of-the-federal-reserve>, consulté le 03/05/2019, 15:45.

## المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المستعملة من قبل الاحتياطي الفيدرالي لمواجهة الأزمة

في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، لم يكن أمام البنك الاحتياطي خيار سوى إتباع سياسات نقدية غير تقليدية والتي تعتبر من أشد السياسات جرأة ومن بين هذه السياسات سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية وذلك من أجل الخروج من الأزمة وإنعاش الاقتصاد.

### المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي

قام الاحتياطي الفيدرالي باستخدام سياسة التيسير الكمي من خلال طباعة الأموال من أجل شراء السندات أو الأصول المالية الأخرى من البنوك، وعليه سيكون لدى البنوك المزيد من الأموال المتاحة للإقراض.

### أولاً: مراحل تطور تطبيق سياسة التيسير الكمي

تم تصميم برنامج التيسير الكمي لمعالجة المشاكل التي نشأت عندما فشلت الممارسات المصرفية الحديثة التقليدية في منع الركود. يتمثل الهدف الرئيسي للتيسير الكمي في زيادة التضخم (لتجنب الانكماش) وتعديلات أسعار الفائدة هي واحدة من الأدوات الرئيسية التي تستخدمها البنوك المركزية للحفاظ على معدل التضخم تحت السيطرة. فعندما يتباطأ الاقتراض والنشاط المالي يمكن للبنك المركزي في أي بلد تخفيض سعر الفائدة لجعل البنوك قادرة على تقديم قروض بأسعار معقولة. وعلى النقيض من ذلك، عندما تكون الأشياء حرة بعض الشيء حيث يقترب الانفاق والائتمان من مستويات محفوفة بالمخاطر قد يكون سعر الفائدة الأعلى بمثابة بوابة توقف إلى حد ما<sup>1</sup>.

وتطبيق سياسة التيسير الكمي في الاقتصاد الأمريكي من طرف الاتحاد الفيدرالي مر بثلاث جولات:

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

<http://www.binance.Vision/an/economics/what-is-quantitative-easing>, consulté le 05 /05/2019, 17 :13 .

## 1- الجولة الأولى والثانية من التيسير الكمي

أطلق بنك الاحتياطي الفيدرالي الجولة الأولى للتيسير الكمي في 26 نوفمبر 2008. أعلن رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي بن برنانكي هجوما عنيفا على الأزمة المالية لعام 2008، وبدأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي في شراء 600 مليار دولار من الديون الأخرى. دعم التيسير الكمي سوق الإسكان الذي دمرته أزمة الرهن العقاري الثانوي.

بحلول مارس 2009، وصلت محفظة الأوراق المالية الفيدرالية الى مستوى قياسي بلغ 1.75 تريليون دولار. ومع ذلك، واصل البنك المركزي توسيع الجولة الأولى للتيسير الكمي لمكافحة الركود المتفاقم. وأعلنت انها ستشتري 750 مليار دولار إضافية من الأوراق المالية المدعومة من بالرهن العقاري، و 100 مليار دولار من ديون فاني وفريدي و 300 مليار دولار من سندات الخزنة طويلة الاجل خلال الأشهر الستة المقبلة.

بحلول جوان 2010، توسعت محفظة بنك الاحتياطي الفيدرالي لتصل الى 2.1 تريليون دولار مثرية للقلق، وأوقف برنانكي عمليات الشراء الإضافية منذ تحسن الاقتصاد. بدأت حيازات الاحتياطي الفيدرالي في الانخفاض بشكل طبيعي مع نضج الديون وفي الواقع أن تتخفف إلى 1.7 تريليون دولار بحلول عام 2012<sup>1</sup>.

بعد انتهاء البرنامج مباشرة ظهرت المشاكل في شكل تباطؤ النمو، وارتفاع أزمة الديون الأوروبية، وتجدد عدم الاستقرار في الأسواق المالية، انتقل بنك الاحتياطي الفيدرالي مع الدورة الثانية من التيسير الكمي، والذي أصبح يعرف باسم "الدورة الثانية من التيسير الكمي" ويتضمن شراء بقيمة 600 مليار دولار من السندات قصيرة الاجل. هذا هو البرنامج "الذي أشار إليه رئيس المجلس برنانكي لأول مرة في 27 أغسطس 2010" الذي يجري في بداية من نوفمبر 2010 حتى يونيو 2011. وأثارت هذه الجولة من التيسير الكمي تجمع حاشد في الأسواق المالية ولكن لم تقدم شيئا يذكر لتحفيز النمو الاقتصادي المستدام<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Kimberly Amaded, **QE1 and how it Stopped The 2008 Recession**, voir le site: <http://TheBalaance.com/what-is-qe&-3305530>, consulté le 06/05/2019, 10:45.

<sup>2</sup> شبكة أسواق المال، ما هو التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط: [www.marketsnetwork.net/global-markets/what-is-quantitative-easing.html](http://www.marketsnetwork.net/global-markets/what-is-quantitative-easing.html), consulté le 06/05/2019, 11 :38.

## 2- الجولة الثالثة من التيسير الكمي

في سبتمبر 2012، أعلن البنك الاحتياطي الفيدرالي عن جولته الثالثة من التيسير الكمي. بدأ البنك في شراء الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية والسندات الخزينة في أواخر عام 2008 للحد من معدلات الرهن العقاري وتحريك سوق الإسكان، في حين يعتقد الكثيرون أن الجهود ساعدت في إيقاف تراجع الاقتصاد، فقد أدى النمو الهزيل إلى جولة ثانية، من التيسير في عام 2010، تلاها التيسير الكمي الثالث في عام 2012، ويتضمن هذا التكرار قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء 0 مليار دولار إضافية من الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية كل شهر حتى يرى تحسن في سوق العمل<sup>1</sup>.

على عكس الدورة الأولى من التيسير الكمي والدورة الثانية من التيسير الكمي، فإن البرنامج الحالي ليس لديه موعد محدد، ومع ذلك، كان هناك اجماع على أن البنك الاحتياطي الفيدرالي سيبدأ في تقليص حجم المشتريات الخاصة به قبل انتهاء عام 2013، وذلك بهدف إنهاء البرنامج بحلول 2015. وفي الوقت الحاضر يعتبر التيسير الكمي سلس وقابل للتغيير استنادا إلى الظروف الاقتصادية. ويتضح ذلك من خلال رئيس مجلس إدارة بنك الاحتياطي الفيدرالي بن برنانكي في 22 ماي 2013 مشير إلى أن بنك الاحتياطي الفيدرالي قد "أزال" التيسير الكمي قبل نهاية العام. في حين أن الغالبية العظمى من رجال الاقتصاد والمستثمرين المتوقعين بحدوث الانتهاء الأول في 18 سبتمبر 2013، فقد فاجئ البنك الاحتياطي الفيدرالي الأسواق بإعلانها أن البرنامج سيستقر على 85 مليار دولار شهريا لأجل غير مسمى بناء على الظروف الاقتصادية<sup>2</sup>.

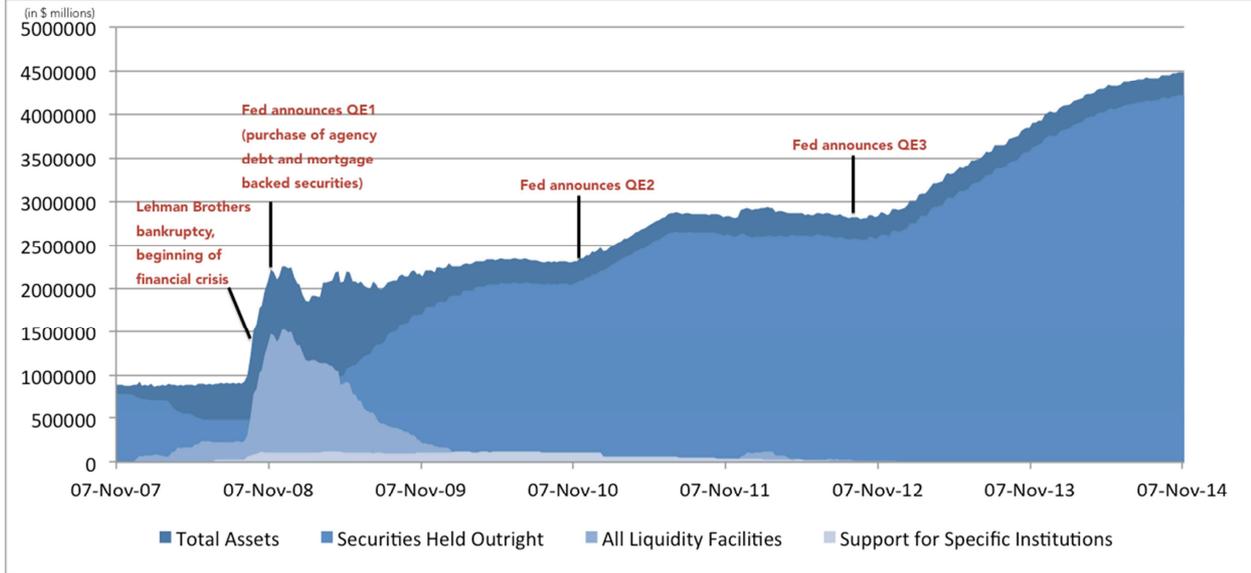
والشكل الموالي يوضح مراحل تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة من 2007 إلى 2014:

<sup>1</sup>Damil Kurt, **What is QE3 (Quantitative easing) ?**, Voir le site :

<http://www.investopedia.com/answers/12/quantitative-easing-asp>, consulté le 06/05/2019, 13 :26 .

<sup>2</sup> شبكة أسواق المال، ما هو التيسير الكمي، مرجع سبق ذكره.

## الشكل رقم (10): مراحل تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية من 2007 إلى 2014



**Source:** quantitative easing in focus: the U.S. experience, voir le site:

<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/11/16/quantitative-easing-in-focus-the-u-s-experience/>, consulté le 13/05/2019, 12:22.

## ثانيا: تقييم سياسة التيسير الكمي

تطبيق سياسة التيسير الكمي من قبل البنك الفيدرالي قد تعرضه إلى العديد من الانتقادات فيما يتعلق بمصداقيته واستقلاليته، ومدى فعالية هذه السياسة في الخروج من الأزمة المالية وتحقيق الاستقرار، ولكن في بعض الأحيان تكون النتائج المتوصل إليها بعيدة كل البعد عن الأهداف، وفيما يلي أبرز إيجابيات وسلبيات سياسة التيسير الكمي:

## 1- إيجابيات التيسير الكمي

تتمثل فعالية سياسة التيسير الكمي التي طبقتها الولايات المتحدة. من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي

فيما يلي:

- وفقا لصندوق النقد الدولي (IMF)، قد ساهمت سياسات التيسير الكمي التي أجرتها البنوك المركزية في البلدان المتقدمة الكبرى منذ بداية الأزمة المالية في أوائل الألفية الثالثة في خفض المخاطر النظامية في أعقاب إفلاس بنك ليمان براذرز. وصرح صندوق النقد الدولي (IMF) أن السياسات ساهمت أيضا في

التحسينات التي حدثت مؤخرا في ثقة السوق، وأدى مستوى الركود الاقتصادي في مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (G.7).

وقال الخبير الاقتصادي "مارتن فيلد شتاين" أن QE2 (الجولة الثانية من التيسير الكمي) أدت إلى ارتفاع في سوق الأوراق المالية (البورصة) في النصف الثاني من عام 2010 مما بدوره ساهم في زيادة الاستهلاك والأداء القوي لاقتصاد الولايات المتحدة في أواخر عام 2010<sup>1</sup>؛

- إن أهم نتائج عمليات التيسير الكمي هي أنها ساعدت بشكل قوي ومباشر على بقاء أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة<sup>2</sup>؛

- تمكنت الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي من تفادي الدخول في فترة طويلة من انكماش الأسعار وانخفاض معدل البطالة الذي بلغ ذروته في أكتوبر 2009 عند نسبة 10% بشكل طردي منذ ذلك الحين، واستقر الآن عند نسبة 5.9% وقد كان دافع عن عائدات هو ما أدى الى ارتفاع الأسهم الأمريكية بنسبة 19% في الأسهم الأمريكية منذ مارس 2009<sup>3</sup>.

## 2- سلبيات التيسير الكمي

بالرغم من إيجابيات سياسة التيسير الكمي إلى أنها لم تخلو من مجموعة من العيوب وتتمثل هذه السلبيات فيما يلي:

- قد يسبب التسهيل الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتسهيل ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم. ومن ناحية أخرى، يمكن أن يفشل إذا كانت البنوك لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب<sup>4</sup>؛

- تؤدي سياسة التيسير الكمي الى انخفاض أسعار الفائدة على المدى القصير. ومع ذلك، فإنه على المدى الطويل يؤدي إلى التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة مما يسبب عكس الاستقرار المالي تماما. لذلك، يعتمد منتقدو التيسير الكمي انها سياسة تخريبية تخلق آثارا سلبية في الاقتصاد؛

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

<http://www.m.marefa.org>, consulté le 07/05/2019, 11 :05.

<sup>2</sup> فهد بن عبد الله الحويمانى، تفاعل الأسواق مع نهاية التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.google.com/amp/s/www.alarabiya.net/ar/amp/aswaq>, consulté le 07/05/2019, 11 :32.

<sup>3</sup> بنك قطر الوطني، إسداد الستار على برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة، مقال متوفر على الرابط:

<https://Sa.investing.com/analysis/27312->, consulté le 07/05/2019, 14 :25.

<sup>4</sup> نقاش إيجابيات وسلبيات التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

[www.vaec.com/vbLarchive/index.php/t-6716.html](http://www.vaec.com/vbLarchive/index.php/t-6716.html), consulté le 07/05/2019, 16 :21.

- وفرة المال يخلق دائما فقاعات في أسواق الأصول. تجد المرتبات المرتفعة والأرباح المرتفعة دائما طريقها الى هذه الأسواق مما يرفع أسعار الأصول المتداولة فيها. وبالتالي فان سياسة التيسير الكمي تؤدي الى تكوين فقاعة أصول في السوق. مرة أخرى، فان السوق مثل الاقتصاد بشكل عام، مرتبط بالمبالغ المتزايدة من الحوافز النقدية التي يتم تلقيها يوميا ولمجرد أن يتوقف هذا التحفيز. يبدأ الناس في سحب أموالهم من الأسواق مما يؤدي إلى انهيار الأسعار. وبالتالي فإن سياسة التخفيف الكمي يمكن أن تؤدي إلى زيادة وكذلك انهيار مفاجئ في أسعار السوق مما يؤدي الى تحويلات هائلة للثروة<sup>1</sup>؛

- قد يصبح تكرار التيسير الكمي غير فعال بمرور الوقت نظرا لانسداد قنوات الانتقال إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي، حيث أن قناة السندات لا تعمل عندما تكون عائدات السندات منخفضة بالفعل، وقناة الائتمان لا تعمل عندما لا تكون السيولة وتنهار سريعا<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: سياسة معدلات الفائدة الصفرية

تسببت الأزمة المالية لعام 2008 في توترات مالية عميقة في الولايات المتحدة، مما دفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى اتخاذ إجراءات قوية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد. في محاولة لمنع حدوث انهيار اقتصادي، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتنفيذ عدد من السياسات غير التقليدية بما في ذلك أسعار الفائدة الصفرية لتخفيض أسعار الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل<sup>3</sup>، وقام الفيدرالي الأمريكي منذ بداية الأزمة بعدة تخفيضات لأسعار الفائدة بشكل سريع و متكرر عدة مرات منذ سبتمبر 2007 حيث كان سعر الفائدة آنذاك 5.25%، ثم تتالت التخفيضات حيث وصل في أكتوبر 2008 إلى 1%<sup>4</sup> وكان الاحتياطي الفيدرالي خفض معدلات الفائدة إلى الصفر، في التعاملات الليلية للأسواق في ديسمبر كانون الأول عام 2008، كجزء من الخطوات التي اتخذها لدفع النمو الاقتصادي إبان الأزمة المالية العالمية.

<sup>1</sup> Disadvantages of Quantitative Easing, voir le Site:

<http://www.managementstudyguide.com/disadvantage-of-quantitative-easing.html>, consulté le 08/05/2019, 10:01.

<sup>2</sup> نوريل روبيني، عشر أسئلة عن التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-risk-and-costs-of-q-e-by-nouril-roubini?version=arabic&barrier=accessrey>, consulté le 08/05/2019, 10:39.

<sup>3</sup> Nath trivir, what is interest-rate policy, voir le site:

<http://www.investopedia.com/articles/investing/031815/what-zero-interest-rate-policy-zirp.asp>, consulté le 10/05/2019 10:21.

<sup>4</sup> خالد عجومي، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 11.

وفائدة التعاملات الليلية، هي التي تقررها البنوك الكبرى على الأموال التي تقرضها أو تستدينها من بعضها البعض خلال الليل، وتكون البنوك ملزمة بسد تلك الأموال وفوائدها في اليوم التالي قبل بدأ التعاملات في التالي، وتستخدم الولايات المتحدة على وجه الخصوص<sup>1</sup>.

منذ يوليو 2014 بدأ الحديث عن توقيت رفع قيمة الفائدة وبدأ مسلسل ارتفاع الدولار الأمريكي، في ذلك الوقت كان الاحتياطي الفيدرالي يضخ الأموال في الأسواق المالية عبر برنامج اسمه التيسير الكمي والذي يعني زيادة السيولة النقدية بالأسواق، وفي نفس الوقت بدأت أسعار النفط بالانهيار وكسرت الأسعار حاجز 100 دولار أمريكي للبرميل الواحد. مع تحسن الاقتصاد الأمريكي خلال النصف الأخير لعام 2014 اتخذت جانيت يلين وأعضاء المجلس القرار بوقف برنامج التيسير الكمي في أكتوبر 2014 وبدأت بالعمل على رفع قيمة الفائدة ستة أشهر بعد انتهاء برنامج التيسير الكمي<sup>2</sup>، هذا وقامت جانيت يلين بربط أسعار الفائدة بالأرقام الاقتصادية الأمريكية.

صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أطلقا تحذيرات في بداية شهر يونيو بأنه على الفيدرالي التآني وعدم رفع أسعار الفائدة قبل العام 2016<sup>3</sup>.

وفي سبتمبر 2015 عاد الحديث عن رفع معدلات الفائدة كما أشارت أغلب التوقعات في ذلك الوقت، أبقى بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة الرسمي عند مستوياته التي كانت عندها منذ سبع سنوات والقريبة من الصفر (0.25%) وذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي<sup>4</sup>:

- يرى المسؤولون أن الاقتصاد الأمريكي ليس قويا بما فيه الكفاية للبد برفع أسعار الفائدة من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي لأنه سوف يتبع ارتفاع في تكلفة الاقتراض والعائد على التوفير ونظرا لوجود ارتباط كبير بين الاقتراض والنمو الاقتصادي فقد رأى البنك أن الوقت لم يحن لرفع سعر الفائدة، ومن المعروف أن قرض اليوم هو نمو في الغد، ومن جهة أخرى فإن المتضرر الأول من رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة

<sup>1</sup> الاحتياطي الفيدرالي يتجه لرفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

[www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320\\_us-federal-reserve](http://www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320_us-federal-reserve), consulté le 10/05/2019 14:48.

<sup>2</sup> هل سيرفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.tradersup.com/47791/>, consulté le 10/05/2019 15:57.

<sup>3</sup> بدأ العد العكسي لقرار الفيدرالي حول رفع سعر الفائدة، متوفر على الرابط:

<https://arabic.euronews.com/2015/06/16decision-day-looms-as-fed-mulls-interest-rate-rise>, consulté le 10/05/2019 17:38.

<sup>4</sup> عدلي قندح، بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وأسباب عدم رفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

[www.alria.com/article-m/738629.html.20/9/2015](http://www.alria.com/article-m/738629.html.20/9/2015), consulté le 11/05/2019 10:12.

الأمريكية هي الحكومة الاتحادية الخزينة نظرا لكونها أكبر المقترضين في البلاد، ولقد نجح البنك الاحتياطي في تخفيض كلفة الاقتراض في السنوات السبعة الأخيرة بمحافظته على أسعار الفائدة منخفضة عند مستويات قريبة من الصفر؛

- الانخفاض الكبير في أسعار الفائدة الأمر الذي انعكس على شكل انخفاض في مستويات التضخم بشكل رئيسي بسبب تراجع أسعار النفط الخام والطاقة إلى جانب ارتفاع أسعار صرف الدولار، ومن هنا فإن تراجع معدلات التضخم العالمية وبشكل خاص في الولايات المتحدة الأمريكية قد دفع بنك الاحتياطي الفيدرالي للإبقاء على أسعار الفائدة ثابتة خاصة أن التوقعات على المستوى المتوسط تشير إلى احتمالية استمرار بقاء معدلات التضخم بعيدة عن المستوى المستهدف عند 2% فالمسؤولون في بنك الاحتياطي الفيدرالي يشعرون بالقلق بشأن التضخم البطيء الذي هو على حد سواء علامة على الضعف الاقتصادي وعائق أمام نمو أسرع؛

- أما السبب الثالث فيتعلق بسوق العمل حيث يشير البنك الفيدرالي أن التحسن الكبير في قطاع العمالة وارتفاع معدلات الأجور لن يكون كافيا لرفع معدلات التضخم بشكل تدريجي ليقرب من هدف البنك الاحتياطي الفيدرالي، فقد انخفضت معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أدنى مستوياتها ما قبل الأزمة عند 5.1% وهو ما يعتبر معدل التوظيف الكامل بالنسبة لبنك الاحتياطي الفيدرالي وقد كان البنك يعتمد بشكل أساسي على قوة قطاع العمالة إلى هدف البنك يبقى التركيز الآن على معدلات التضخم التي تواجه ضغوطا سلبية كبيرة؛

- ضعف الأسواق المالية العالمية حيث نلاحظ بأن أسواق الأسهم وأسواق السلع تعرضت لضربة قوية خلال الفترة الماضية فقد انخفضت بقوة حتى مع محاولات الارتفاع التي حصلت إلا أنه يلاحظ أن الضغط وفقدان الثقة يعتري الأسواق بشكل عام، الناشئة منها والمتقدمة وخصوصا أن هناك علاقة عكسية بين نشاط الأسواق المالية ومستويات أسعار الفائدة، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما تراجعت الأسواق المالية بسبب انتقال المستثمرين من سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات وغيرها) إلى الأسواق المصرفية والنقدية، ومن هنا جاء قرار بنك الاحتياطي الفيدرالي لعدم رفع سعر الفائدة؛

- أما السبب الأخير فيتعلق بانخفاض معدل النمو في الصين التي تعتبر ثاني أكبر اقتصاد في العالم وضعف النمو في بعض الدول الناشئة الأخرى واستمرار توقعات انخفاض النمو بشكل كبير في الاقتصاد الدولي، فقد أعلن صندوق النقد الدولي بأنه يتوقع تباطؤ اقتصادي كبير في الاقتصاد الدولي وقد يستمر هذا التباطؤ خلال عام 2016 ومن الملاحظ أن الصين تشهد مرحلة تصحيح اقتصادي حاد، ومن الجلي أن

محاولات الحكومة الصينية في إيقاف تباطؤ الاقتصاد ليس كافيًا حتى هذه اللحظة ولم يتم إثبات انتهاء الضغط على الاقتصاد وانخفاض النمو في الصين والاقتصاد الدولي قد يسبب أيضًا انعكاسًا على الاقتصاد الأمريكي مما سوف يجعل الفيدرالي الأمريكي يفكر مرتين قبل تشديد شروط الائتمان.

في نهاية عام 2015 رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة الرئيسي من مجموعة 0 إلى 0.25% إلى مجموعة من 0.25 إلى 0.5% رغم أن سعر الفائدة صغير لكنه سيؤثر على ملايين الأمريكيين، بما في ذلك المستثمرين ومشتري المنازل والمدخرين يجب أن يرى المدخرون في النهاية فائدة أكثر قليلًا على ودائعهم في البنك، وكان من المتوقع على نطاق واسع هذه الخطوة أنها علامة على مقدار شفاء الاقتصاد منذ الركود الكبير. يعتقد البنك المركزي أن الاقتصاد الأمريكي قوي الآن لم يعد بحاجة للعكازات وأن هذه الخطوة "تمثل نهاية فترة استثنائية" من معدلات منخفضة تهدف إلى تعزيز التعافي من الركود العظيم<sup>1</sup>.

وقامت لجنة الاحتياطي الفيدرالي بتحسين نظرتها الاقتصادية، حيث رفع الاحتياطي الفيدرالي توقعاته للنمو في العام المقبل إلى 2.4% ارتفاعًا من 2.3% كما خفضت توقعاته للبطالة في 2016 إلى 4.7% بانخفاض من 4.8%.

الاحتياطي الفيدرالي لا يزال لديه توقعات منخفضة للتضخم، للبنك المركزي هدفين: البطالة المنخفضة والتضخم المستقر، هدف بنك الاحتياطي للتضخم هو 2%، لكنه الآن قريب من الصفر يرى بنك الاحتياطي الفيدرالي أن التضخم قد يرتفع في السنوات المقبلة، لكنه لم يصل إلى 2% حتى عام 2018<sup>2</sup>.

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

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

<sup>1</sup> Patrick Gillespie, **finally! Fed raises interest rates**, voir le site:

<http://money.cnn.com/2015/12/16/news/economy/federal-reserve-interest-rate-hike/index.html>, consulté le 11/05/2019 11:11.

<sup>2</sup> هبة حسام وآخرون، رفع أسعار الفائدة يزلزل الاقتصاد العالمي، انخفاض الذهب والدولار يسجل أعلى ارتفاع له في 15 عامًا، مقال متوفر على الرابط:

[www.yom7.com/story/2016/12/15/30/2149](http://www.yom7.com/story/2016/12/15/30/2149), consulté le 11/05/2019 16:54.

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

**1- خاص بالضمانات لمكففي الضرائب وفيه يتم:**

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

**2- خاص بتحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم وذلك بـ:**

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

**3- خاص بالمراقبة والشفافية وفيه:**

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

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

وفي مجال العلوم، سيحصل عدد من الوكالات ومعاهد البحث على ما يقارب 6 مليار دولار من ضمنها مليار دولار لوكالة الفضاء الأمريكية ناسا، وسيحصل قطاع الصحة على 19 مليار دولار من أجل تطوير وظائف مرتبطة بالتقنيات الحديثة، وعلى صعيد التربية التي تخصص لها الخطة 105.9 مليار دولار وسيتم إنشاء صندوق لتثبيت الميزانية في الولايات المتحدة ترصد له 53.6 مليار دولار، ويهدف إلى عمليات ترميم وتحديث العديد من المدارس.

### ثانياً: تقييم معدلات الفائدة الصفرية

على الرغم من أن معدلات الفائدة الصفرية يمكن أن تكون ضارة، يواصل صناع السياسة في الاقتصاديات المتقدمة استخدام هذا النهج كعلاج في فترة ما بعد الركود الفائدة الأساسية، لانخفاض أسعار الفائدة هي قدرتها على تحفيز النشاط الاقتصادي، على الرغم من انخفاض العوائد، فإن أسعار الفائدة القريبة من الصفر تقلل من تكلفة الإقراض، والتي يمكن أن تساعد في تحفيز الإنفاق على رأس المال التجاري والاستثمارات ونفقات الأسر، يمكن أن يؤدي زيادة الإنفاق الرأسمالي للشركات إلى توفير فرص العمل والاستهلاك. وبالمثل، فإن أسعار الفائدة المنخفضة تعمل على تحسين ميزانيات البنوك والقدرة على الإقراض.

تضررت البنوك ذات رأس المال القليل الإقراض بشدة من الأزمة المالية. يمكن أن أسعار الفائدة المنخفضة أيضاً رفع أسعار الأصول. يمكن لارتفاع الأصول إلى جانب التيسير الكمي زيادة القاعدة النقدية، مما يؤدي إلى زيادة في الدخل التقديري للأسرة<sup>1</sup>. إن زيادة سعر الفائدة على أي عملة سيعطيها قوة ولكن ليس أية فائدة وليست أية عملة. فلو كانت الفائدة على عملة محلية لا تتمتع بقبول عالمي تقدر بنحو 9% فلن يكون لها اثر يذكر، أما بالنسبة للدولار فان الأمر مختلف تماماً فالدولار أهمية كبيرة في التجارة العلمية إذ يمثل عملة اكبر اقتصادات العالم كما تربط العديد من الدول عملاتها بالدولار أو بسلة عملات يمثل الدولار فيها وزناً نسبياً كبيراً<sup>2</sup>، إن انخفاض معدلات الفائدة الاسمية الى الصفر يؤدي تحول معدلات الفائدة

<sup>1</sup> What is zero interest –rate policy (ZIRP)?, Voir le site:

<https://www.investopedia.com/articles/investing/013815/what-zero-interest-rate-policy-zirp.asp>, consulté le 13/05/2019, 10:37.

<sup>2</sup> ماذا يعني ارتفاع سعر الفائدة الأمريكية للأسواق المالية، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.noonpost.com/content/17046>, consulté le 13/05/2019, 16:53.

الحقيقية إلى معدلات فائدة سالبة في حال وجود أي معدل موجب للتضخم. ويعني ذلك أن الذين يستثمرون في شراء السندات الحكومية انما يقومون بتحويل جانب من ثروتهم الى البنوك المركزية لهذه الدول. كذلك فإن هذا الوضع يؤدي الى قلق المودعين حول مودعاتهم المصرفية، ولذلك نجد أنه في ظل معدلات الفائدة الصفرية، سوف يقاوم المستثمرون الرغبة في شراء السندات الحكومية أو إيداع أموالهم في البنوك، مما يؤدي إلى ازدياد تفضيل السيولة لدى الجمهور ومن تم ينشأ في الاقتصاد ما يسمى بمصيدة السيولة. ووفقاً لقاعدة "تايلور" فإن البنك المركزي يستطيع أن يعدل الفائدة عند المستويات المناسبة لتحقيق مستهدفاته المرتبطة بالنشاط الاقتصادي وبصفة خاصة التوظيف. وعندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر يفقد البنك المركزي هذه الأداة حيث أن معدل الفائدة الاسمي لا يمكن أن ينخفض عن مستواه الصفري. عندما تنخفض معدلات الفائدة إلى المستويات الصفرية، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض واضح في المودعات لدى البنوك. ومن تم، فإنه على الرغم من أن معدلات الفائدة بين البنوك تكون صفراً، فإن البنوك ربما تحاول الحفاظ على معدلات الفائدة على المودعات موجبة، لكي تشجع الجمهور على الاستمرار في الإيداع.

قد تشجع معدلات الفائدة الصفرية الأجانب على الاقتراض من السوق المحلي للاستفادة من فروق معدلات الفائدة، خصوصاً إذا كانت معدلات الصرف مستقرة وذلك في إطار عمليات تحكيم لمعدلات الفائدة غير أن هذا التحكيم يتوقف عندما تصل معدلات الفائدة الى مستوياتها الصفرية في كل الدول<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: معدلات الفائدة السالبة

بعد الأزمة المالية في عام 2008، خفضت عدة بنوك مركزية معدل سياساتها إلى الصفر، مع الحاجة الملحة لمزيد من الحوافز في السنوات التي تلت ذلك، تمت تجربة العديد من السياسات، مثل التوجيه الآجل، وإجراءات تسهيل الائتمان المختلفة، والسياسة المالية، على سبيل المثال لا الحصر. نالت هذه السياسات قدراً كبيراً من الاهتمام والبحث، لكن لا يوجد إجماع كبير على كفاءتها هناك سياسة أخرى، اجتذبت القليل من الاهتمام والبحث، وهي معدلات الفائدة السلبية، كما تم تنفيذها من قبل البنوك المركزية في: الدانمارك، اليابان، السويد، سويسرا، ومنطقة اليورو، ومع ذلك، هناك إجماع أقل على التأثير الكلي لهذه السياسة<sup>2</sup>.

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

<https://www.indexsignal.com/community/threads/147497/>, consulté le 13/05/2019, 17:30.

<sup>2</sup> Gautie gertsson, lawrence h, **negative interest rate policy and the bank lending channel**, voir le site: <https://voxeu.org/article/negative-interest-rate-policy-and-bank-lending-channel>, consulté le 13/05/2019, 11:38.

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لم يقدّم بتطبيق هذه السياسة بل اكتفى بتبني سياسات معدلات الفائدة الصفرية وسياسات التيسير الكمي التي سبقتها والتي انتهت في أكتوبر 2014، وذلك خوفاً منه على الأضرار التي يمكن أن تسببها للاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة واقتصاديات العالم بصفة عامة، حيث حذرت رئيسة مجلس الاحتياطي جانيت يلين من خطر تلك السياسة مشيرة إلى أنه كلما اقترب سعر الفائدة على الودائع من الصفر ازداد خطر الاضطراب في أسواق المال، و لذلك اكتفى البنك الفيدرالي بتطبيق السياستين السابقتين<sup>1</sup>.

### أولاً تطبيق معدلات الفائدة السالبة من قبل كبار البنوك المركزية

من بين البنوك المركزية التي طبقت أسعار الفائدة السلبية نجد:

- نشرت الحكومة السويسرية نظام سعر الفائدة السلبى عام 1970 لمواجهة تقدير عملتها بسبب المستثمرين الهاربين من التضخم في أجزاء أخرى من العالم<sup>2</sup>؛
- في عام 2012 استخدمت الدانمارك معدلات الفائدة السلبية لاحتواء تدفق النقود المتداولة في اقتصادها<sup>3</sup>؛
- البنك المركزي الأوروبي قام باعتماد سياسة أسعار الفائدة السلبية في عام 2014 وقرر أن يقوم بتطبيقها على الايداعات المصرفية فقط، وكان الهدف من ذلك منع وقوع منطقة اليورو في دوامة من الانكماش المالي، حيث وضعت فائدة سلبية بمعدل - 0.3%؛
- في عام 2015 أعلن البنك السويدي تطبيق معدلات الفائدة مرة أخرى؛
- وفي عام 2016 عندما فاجئ البنك الياباني الأسواق المالية عبر اعتماده أسعار الفائدة السلبية للمرة الأولى في تاريخه. حيث أعلن أنه سيطبق الفائدة السالبة بمعدل -0.1% على الاحتياطات التي تودعها المؤسسات لديه، حيث كان سعي اليابان لمواجهة الأوضاع المتدهورة هذه السياسة النقدية، في حين أن الايداعات الموجودة لدى بنك اليابان أصلاً والتي تبلغ 1.8 مليار دولار استمرت بكسب نسبة 0.1% السابقة لاستخدام الفائدة السلبية ورأى العديد من الخبراء في الخطوة اليابانية عملاً لتخفيض قيمة الين الياباني قبل حصول تراجع إضافي في عملة الصين اليوان والتي تعتبر المنافس التجاري الرئيسي لليابان، وتوقع أن

<sup>1</sup> وائل لبيب، الفائدة السالبة في مصارف العالم لتنشيط الاقتصاد، مقال متوفر على الرابط:

[www.alhayat.com/articles/12476226](http://www.alhayat.com/articles/12476226), consulté le 13/05/2019, 12:26.

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

<https://www.alarabiya.net/vieus/2011/08/161942.html>, consulté le 13/05/2019, 14:53.

<sup>3</sup> سياسة معدل الفائدة السلبية (NIRP)، مقال متوفر على الرابط :

<https://trading-secrets.guru/>, consulté le 13/05/2019, 16:30.

تستمر اليابان بتخفيض أسعار الفائدة السلبية في الفترة حتى تصل إلى نسبة 0.75% التي وصلت إليها سويسرا سابقا عندما عملت على إنعاش اقتصادها<sup>1</sup>.

### ثانيا: تقييم سياسة معدلات الفائدة السالبة

تم اللجوء إلى سياسة معدلات الفائدة السلبية لتشجيع البنوك على الإقراض بالأساس، وضخ المزيد السيولة غير العاملة في شكل مشروعات جديدة وزيادة الاستثمارات وتنشيط الاقتصاد ومكافحة انكماش الأسعار، الذي يدفع المستهلكين والشركات إلى تأجيل مشترياتهم واستثماراتهم بانتظار احتمالية تدني الأسعار بشكل أكبر في المستقبل، والذي ينتج عنه دوامة سلبية من التباطؤ في النشاط الاقتصادي وتراجع الأجور وانخفاض جديد للأسعار؛ وهو ما يشكل تأثيرا سلبيا على مستو الاقتصاد ككل.

ويتم اللجوء إليها عادة في حالات ضعف الاقتصاد أو تراجع معدلات النمو الاقتصادي في الاقتصادات الكبرى، وتراجع الاستثمارات الجديدة، وتوفر سيولة كبيرة غير مستغلة. وعلى الجانب الآخر فإن السياسة تزيد من نسبة الاستثمارات مرتفعة المخاطرة<sup>2</sup>.

غير أن هذه السياسة لا تخلو من المخاطر ومن أهم المخاطر التي يمكن أن تتبع سياسات معدلات الفائدة السالبة هي أنها إذا سجلت مودعات الأفراد لدى البنوك فإنها من الممكن أن تدفع المدخرين لاكتناز مدخراتهم بدلا من استثمارها، أي سحب المودعين مودعاتهم والاحتفاظ بها سائلة وهو ما يؤدي إلى تجفيف منبع السيولة لدى البنوك، وكذلك فإن أهم الانتقادات التي توجه لسياسة معدلات الفائدة السالبة هي أنها تسهم في نفخ الأسعار الأصول وتتكون فقاعات أسعار نتيجة لذلك، وهو ما يرفع مخاطر الانهيارات السعرية للأصول.

ومن ناحية أخرى فإن تحسن أوضاع التجارة الخارجية للدول التي طبقت السياسات سيكون دائما على حساب شركائهم في التجارة، وغالبا لا تقف الدول التي تضر من مثل هذه السياسات المقيدة الأيدي حيث من المتوقع أن تلجأ لسياسات شبيهة لحماية تنافسيتها مقابل الدول التي تتبنى هذه السياسات، وذلك بخفض قيمة عملاتها هي الأخرى وهو ما يهيئ الظروف لانطلاق حرب العملات.

وأخير فإنه من المتوقع أن تعمل هذه الآثار المفترضة لمعدل الفائدة السالب في حالة واحدة، وهي أن يكون معدل التضخم موجبا، ولكن عندما يكون معدل التضخم سالبا فإن قرض البنك المركزي لمعدل الفائدة

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

<https://academy.alvesco.ae/academy-basics/tasic-articles/what-is-negative-rate>, consulté le 13/05/2019, 17:54.

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

<https://aawsat.com/home/article/566846/>, consulté le 14/05/2019, 12:51.

السالب يؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي، الذي يساوي معدل الفائدة الإسمي مطروح منه معدل التضخم وليس خفضه، وعلى سبيل المثال لو عدنا وطبقنا ذلك على حالة البنك المركزي الأوروبي نجد أنه في ظل سعر الفائدة سالب -0.2% ومعدل تضخم سالب -0.6 في في يناير 2016، فإن معدل الفائدة الحقيقي يصبح في ذلك الشهر معدلا موجبا 0.8% وليس سالبا، بعكس ما يستهدفه البنك المركزي الأوروبي، وفي ظل الانكماش السعري الذي يضرب عددا من اقتصاديات العالم والذي ساعد عليه تراجع أسعار النفط فإن العوائد المتوقعة من معدل الفائدة السالب ربما تكون محدودة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مقال متوفر على الرابط: <https://alarabiya.net/ar/oswap/2015/03/20.html>, consulté le 14/05/2019, 15:45.

### المبحث الثالث: انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية

إن السياسات النقدية غير التقليدية التي تبناها البنك الفيدرالي الأمريكي والمتمثلة في التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية من أجل الخروج من الأزمة المالية العالمية، كان لها انعكاسات و تأثيرات مست الاقتصاد الأمريكي خاصة والاقتصاد الدولي عامة.

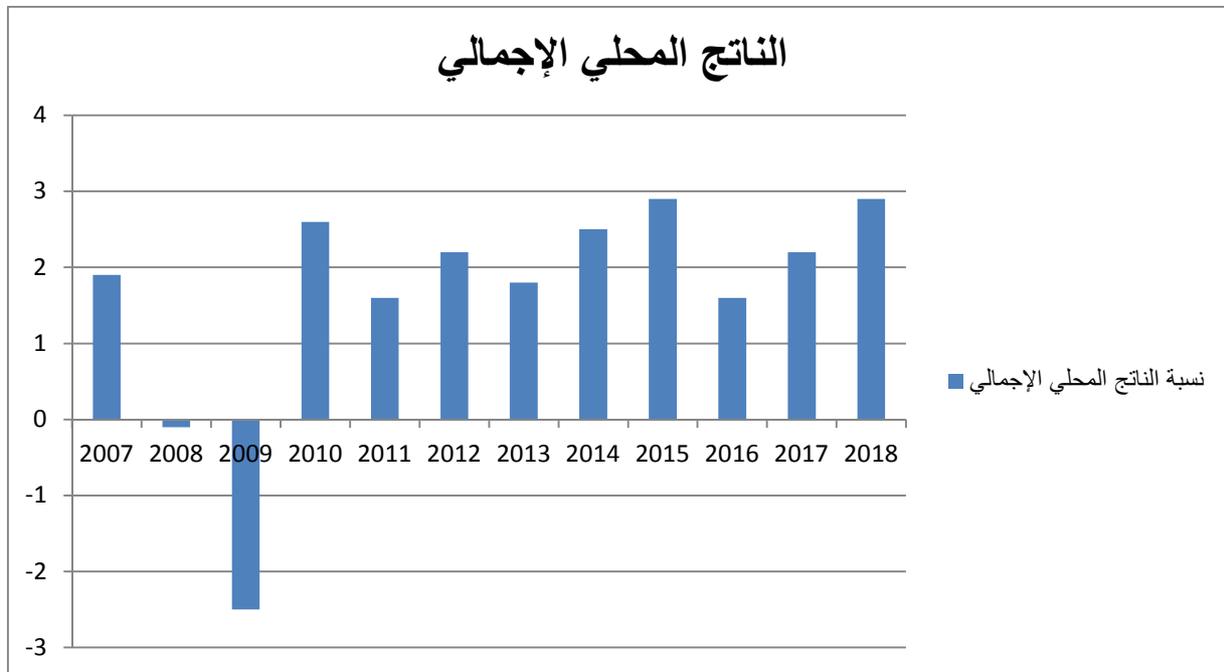
#### المطلب الأول: انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد الأمريكي

السياسات التي تبناها الاحتياطي الفيدرالي كان لها تأثير واضح في العديد من المتغيرات الاقتصادية والمالية، وفيما يلي بعض المتغيرات المتأثرة بهذه السياسات:

#### أولاً: الناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي هو المقياس المعياري لقياس السلع والخدمات النهائية، وفي الحديث عن الاقتصاد الأمريكي كان الناتج المحلي الإجمالي في حالة هبوط وصعود مستمر قبل الأزمة المالية 2008 وبعدها. والشكل الموالي يوضح لنا تطور الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ما بين 2007 و 2018:

#### الشكل رقم (11): تطور الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2007 - 2018



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الرابط:

<http://www.thebalance.com/unemployment-rate-by-year-3305560>, consulté le 21/05/2019, 11:07.

من خلال الشكل نلاحظ أن معدل الناتج المحلي الإجمالي قبل الأزمة المالية في سنة 2007 كان قد سجل ما نسبته 2.9% وهذا ناتج عن بداية ظهور بوادر الأزمة المالية، حيث سجلت خلال عام 2008 و 2009 نسبة سالبة وصلت إلى 0.1% و -2.5% على التوالي بسبب التعثر الكبير الذي شهدته سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب عجز الكثير من المقترضين على سداد ما عليهم من ديون ما رافق ذلك من انخفاض في قيمة العقارات الذي هو محل تلك الديون وكذا إفلاس العديد من البنوك الكبرى والدخول في حالة كساد ولكن في سنة 2010 يعاود فيها معدل الناتج المحلي الارتفاع وذلك ناجم عن إتباع وتبني البنك الاحتياطي الأمريكي للسياسات النقدية غير التقليدية عن طريق ضخه لكميات كبيرة من السيولة في الاقتصاد الأمريكي، وكذا خفض معدلات الفائدة حيث وصلت تقريبا إلى 0.25%، أما في سنة 2011 وبسبب ارتفاع مستويات أسعار البنترول وكذا الركود الاقتصادي في منطقة اليورو انخفض الناتج المحلي الإجمالي إلى نسبة 1.6%، وفي سنة 2012 وصل الناتج إلى 2.2% وذلك بسبب الاستفادة من السياسة النقدية التوسعية من خلال السوق المفتوحة، وكذا من سياسة مالية وخاصة فيما يتعلق بالاستثمار، أما في 2013 فقد شهد الناتج المحلي الإجمالي انخفاض بنسبة 0.8% ليصل إلى 1.5% وهذا ناتج عن تفاقم أزمة منطقة اليورو، وعليه قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتبني سياسة التيسير الكمي كما قام بالإبقاء على معدلات الفائدة قريبة من الصفر (0.25)، حيث ارتفع معدل الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2014 بنسبة 2.4%. وفي سنة 2015 انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2.1% وهذا إثر إعلان البنك الفيدرالي الأمريكي عن انتهاء برنامج التيسير الكمي وكذا رفع معدلات الفائدة الصفرية إلى ما بين 0.25، 0.5.

وكما أظهرت دراسة أعدها فريق من الخبراء الاقتصاديين بجامعة أمريكية بارزة أن المعارك التجارية للرئيس دونالد ترامب كلفت الاقتصاد الأمريكي 7.8 مليار دولار في فاقد للناتج المحلي الإجمالي في 2018.

وقال مؤلفو الدراسة أنهم قاموا بتحليل التأثير القصير الأجل للإجراءات التي اتخذها ترامب ووجدوا أن الواردات من الدول المستهدفة هبطت بنسبة 31.5% بينما تراجعت الصادرات الأمريكية المستهدفة إلى 11% ووجدوا أيضا أن مجمل الخسائر السنوية للمستهلكين والمنتجين من ارتفاع تكاليف الواردات بلغ 68.6 مليار دولار.

كما قالت وزارة التجارة الأمريكية أن قفزة بنسبة 18.8% في العجز التجاري في ديسمبر أسهمت في تسجيل عجز إجمالي قدره 621 مليار دولار العام الماضي، وكان عجز 2018 الأعلى منذ عام 2008

وأعقب عجزا بلغ 552.3 مليار دولار في 2017 ويتوقع عدد متزايد من الاقتصاديين أن يشهد الاقتصاد الأمريكي انكماشاً خلال العام الجاري 2019، أو في العام المقبل 2020 الأمر الذي أوجد حالة من القلق لدى المستثمرين من حدوث تباطؤ اقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية. ويتوقع نحو ثلاثة أرباع المستثمرين 73% حدوث ركود خلال العامين المقبلين، وفقاً لمسح أجرته مجموعة بوسطن الاستشارية، مع 260 من مديري الاستثمار والمحللين أواخر العام الماضي، ويعكس المسح ارتفاعاً في نسبة من يتوقعون حدوث ركود في الاقتصاد الأمريكي مقارنة بعام 2017 حيث بلغت النسبة خلاله 53%.

كما بات الدين الأمريكي أضخم من اقتصاد الولايات المتحدة نفسه، فقد وصل إلى 22 ألف مليار دولار في عهد دونالد ترامب، وهو حجم قياسي لم يعد يحرك حتى الجمهوريين، حاصل عجز مزمن وتراكم فوائد الديون مجموع ضخم ارتفع أكثر لدى وصول ترامب إلى البيت الأبيض حتى ناهز 19950 مليار دولار أي ما يعادل الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة لأول مرة منذ الحرب العالمية الثانية. كما ارتفع عجز الميزانية بنسبة 17% إلى 779 مليار دولار العام الماضي، في أسوأ قيمة إجمالية له منذ عام 2012 وحسب مكتب الميزانية في الكونغرس فإن العجز سيتصاعد أكثر هذا العام ليصل إلى 900 مليار دولار<sup>1</sup>.

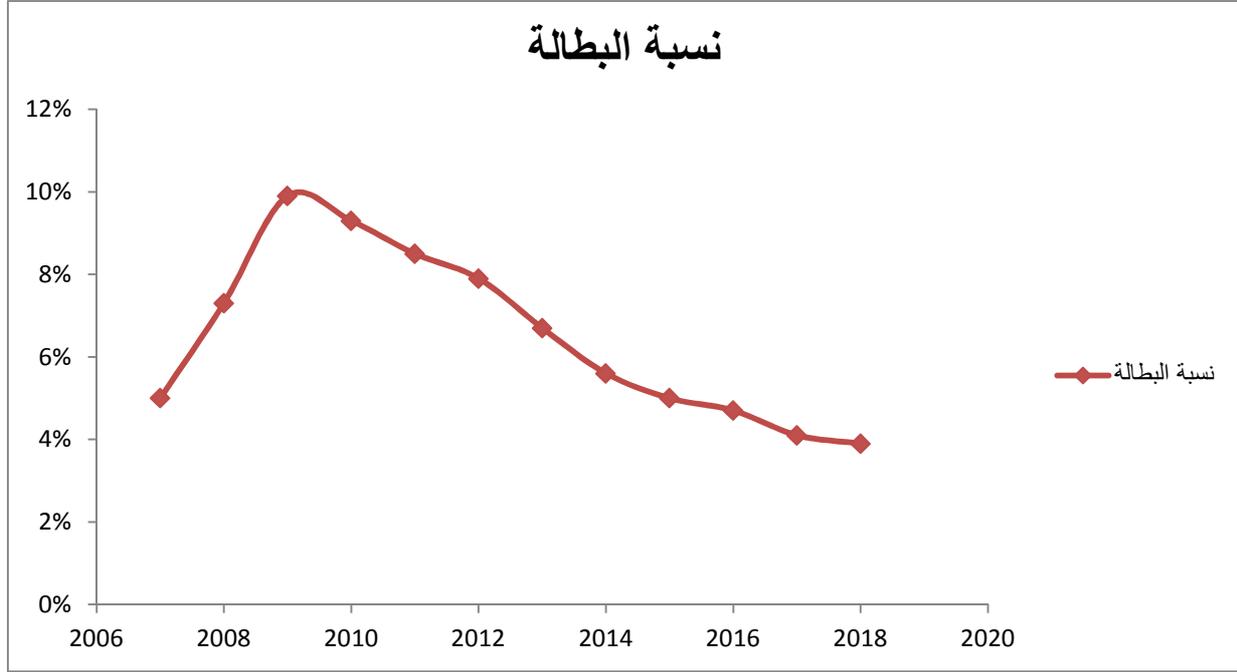
### ثانياً: معدل البطالة

بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 عرف الاقتصاد الأمريكي ارتفاعاً كبيراً في معدلات البطالة الناتج عن التراجع في الأداء الاقتصادي، والشكل الموالي يبين مستويات البطالة التي وصلت إليها الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2007 إلى غاية 2018:

<sup>1</sup> معارك ترامب التجارية كلفت الاقتصاد الأمريكي 7.8 مليار دولار في 2018، مقال متوفر على الرابط:

<https://annabaa.org/arabic/economicreports/18731>, consulté le 16/05/2019, 13:44.

## الشكل رقم (12): معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 2007 و2018



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على معطيات الرابط:

<https://www.thebalance.com/unemployment-rate-by-year-3305506>, op site.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معدلات البطالة كانت مرتفعة في عام 2008 حيث بلغت 7.3% وذلك نتيجة تفاقم مشكلة الرهن العقاري منذ سبتمبر 2007 والذي بدوره شهد هذا العام مستوى منخفض للبطالة حيث بلغت 5%، في حين كانت نسبة البطالة في الولايات المتحدة سنة 2009 تصل إلى 9.9% وهي النسبة الأسوأ لأمريكا خلال آخر 26 سنة، بعد ما بدأ أصحاب الأعمال في فصل الكثير من العاملين لعدم ثقتهم بأن الاقتصاد سينتعش قريباً. بعد فترة الكساد الاقتصادي. فخلال عام 2009 كانت الولايات المتحدة تخسر 800 ألف وظيفة شهرياً<sup>1</sup>، وبعد ذلك بدأت معدلات البطالة بالانخفاض وذلك بتبني البنك الفيدرالي الأمريكي لسياسات نقدية غير تقليدية للخروج من الأزمة المالية 2008 إذ وصل معدل الفائدة خلال السنوات 2010، 2001، 2012، 2013 إلى 9.3%، 8.5%، 7.9%، 6.71% على التوالي حيث اعتبر كبير الاقتصاديين في البيت الأبيض "ألان كرغر" أن هبوط معدل البطالة دليل على أن الاقتصاد نعاى من آثار الركود الاقتصادي الذي ساد خلال أزمة 2008.

<sup>1</sup> مؤشرات تكشف طبيعة الاقتصاد الأمريكي في عهد أوباما، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.sasapost.com/the-economies-of-usa-over-the-presidency-of-obama/>, consulté le 21/05/2019, 14:12.

أما في سنة 2014 فقد انخفضت نسبة البطالة وهذا راجع إلى القوانين والتحفيزات والإجراءات التي تشمل تخفيضات ضريبية، لتشجيع الشركات على استقبال موظفين جدد، حيث كسبت أمريكا حوالي 8.7 مليون وظيفة كانت قد فقدتها أثناء فترة الانكماش الاقتصادي، وارتفع التوظيف في الفترة الأخيرة، وبعد آخر عامين هما الأقوى من حيث نمو معدل التوظيف منذ عام 1999، ووفرت أمريكا 2.65 مليون وظيفة في عام 2015 ذلك العام الذي انتهى بانخفاض معدل البطالة ليصل إلى 5%<sup>1</sup>، وفي عام 2016 استقرت البطالة عند 4.6% وهو أدنى مستوى منذ أغسطس 2007، فيما كان المحللون يراهنون على بقاء الوضع على حاله. ونتيجة لذلك، تراجع عدد العاطلين عن العمل، خلال شهر بمقدار 387 ألف شخص إلى 7.4 مليون شخص. كما تمكن الاقتصاد الأمريكي من خلق 178 ألف وظيفة إضافية في نوفمبر<sup>2</sup>.

وشهدت نسبة البطالة في سنة 2017 انخفاضا ب 0.6% لتصل إلى 4.1% إذ بلغ عدد الوظائف المستحدثة 2.1 مليون وظيفة جديدة، واستمر الانخفاض ليصل في سنة 2018 3.9% وهو أقل مستوى يصل له معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وهذا راجع إلى التحسن في أوضاع سوق العمل، حيث انخفض عدد العاطلين من 270 ألف إلى 6 ملايين عاطل.

ويشهد معدل البطالة نوعا من الاستقرار، حيث أعلنت وزارة العمل الأمريكية استقرار معدل البطالة عند 3.8% في مارس 2019 وهو نفسه المسجل في الشهر السابق.

وقالت الوزارة في بيان، أن الاقتصاد الأمريكي أضاف 196 ألف فرصة عمل خلال مارس الماضي، في مجال الرعاية الصحية والخدمات المهنية والتقنية وغالبا ما يستقر معدل البطالة عند ذلك المستوى المذكور، رغم إضافة فرص عمل جديدة كلما استجد وافدين جدد إلى سوق العمل<sup>3</sup>.

### ثالثا: معدل التضخم

تأثر معدل التضخم بالأزمة التي عاشها الاقتصاد الأمريكي، والشكل الموالى يوضح درجة تغيره انطلاقا من بداية اندلاع الأزمة سنة 2007 إلى غاية 2018:

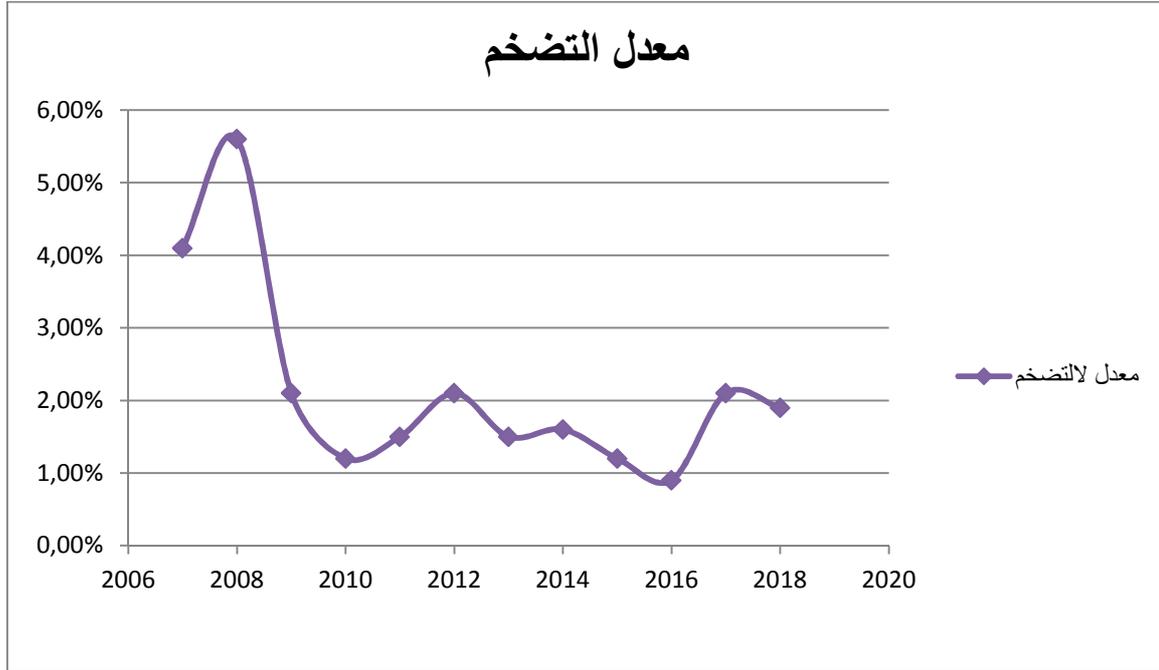
<sup>1</sup> المرجع نفسه.

<sup>2</sup> البطالة في أمريكا عند أدنى مستوى في 9 سنوات، مقال متوفر على الرابط:

<https://arabic.rt.com/852566>, consulté le 21/05/2019, 19:14.

<sup>3</sup> 7 مؤشرات تكشف طبيعة الاقتصاد الأمريكي في عهد أوباما، مرجع سبق ذكره.

الشكل رقم (13): معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة بين 2007 و 2018.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الرابط:

<https://www.thebalance.com/unemployment-rate-by-year-3305506>, op site.

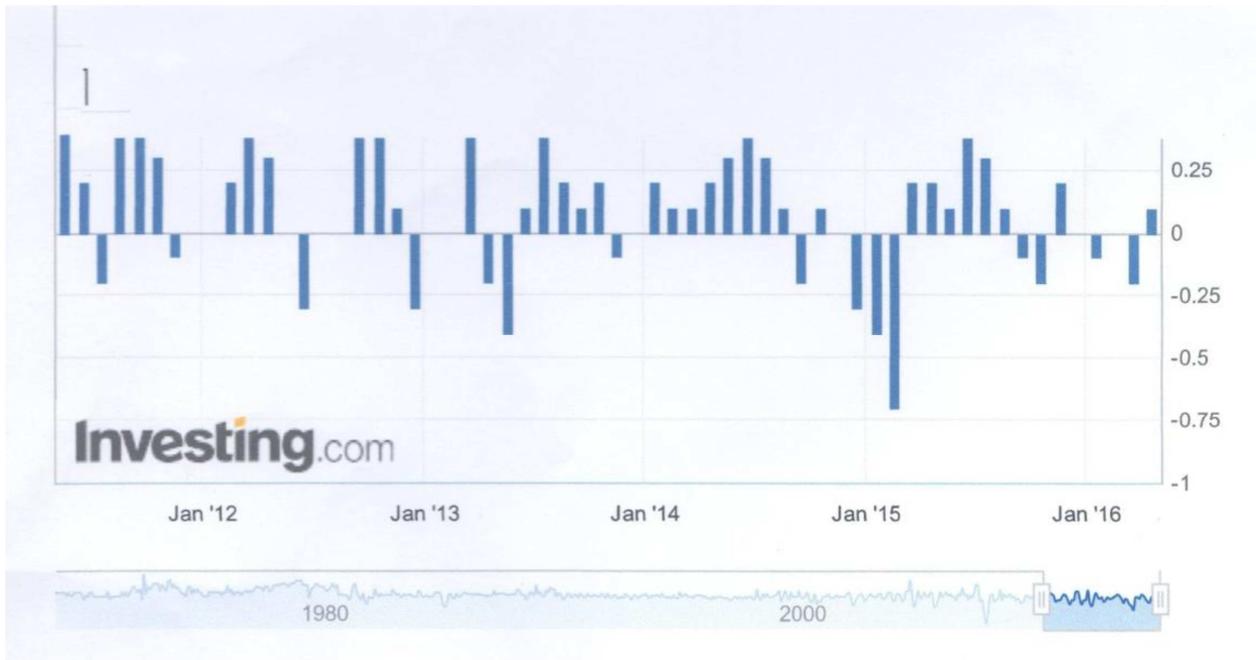
من خلال الشكل نلاحظ أن معدل التضخم كان مرتفعاً حيث بلغ مقداره 4.1% وهذا ناتج عن تدهور أوضاع البورصات وتدخل المصارف المركزية لدعم السيولة في السوق وإعلان أولى عمليات الإفلاس في المؤسسات المصرفية المتخصصة، واستمر معدل التضخم في الارتفاع ليصل في سنة 2008 إلى 5.6% وهذا راجع عن الأوضاع التي عاشها الاقتصاد الأمريكي جراء الأزمة المالية العالمية والتي كان لها أثر واضح على المستوى العام للأسعار خاصة قطاع العقارات، وعليه تدخل البنك الفيدرالي الأمريكي من خلال تبنيه لسياسات التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية حيث بلغ سنة 2009 نسبة 2.1% ثم بلغ سنة 2010 نسبة 1.2%، ومع استمرار البنك الفيدرالي العمل بسياساته وإبقاء معدل الفائدة عند مستوى 0.25 بالمئة عاود معدل التضخم الصعود ليصل إلى 1.5% سنة 2011 وواصل الارتفاع ليصل سنة 2012 إلى 2.1% ثم عاود الانخفاض سنة 2013 ليسجل نسبة 1.5%، ومع تحسن سوق العمل الأمريكي سنة 2014 ارتفع بمقدار 0.1% ليصل إلى 1.6% وهي نسبة مرتفعة مقارنة بسنة 2013.

أما في سنة 2015 و 2016 فقد عرف معدل التضخم انخفاضاً ملحوظاً ناتج عن الدور الفعال الذي لعبه البنك الفيدرالي الأمريكي من خلال تحكمه في المستوى العام للأسعار ليقتدر سنة 2016 ب 0.9% ليعاود الارتفاع من جديد سنة 2017 ليصل إلى 2.1%.

في النصف الأخير من عام 2018 توقف التضخم الأساسي الأمريكي بشكل غير متوقع عن الارتفاع نحو هدف الاحتياطي الفيدرالي 2%، وبدأ بالانخفاض حيث بلغ 1.8% مع ضعف توقعات التضخم، أجبر بنك الاحتياطي الفيدرالي على إعادة النظر في خطته لرفع أسعار الفائدة، والتي كانت تستند إلى الاعتقاد بأن تراجع معدلات البطالة الهيكلي من شأنه أن يدفع التضخم إلى ما فوق 2%<sup>1</sup>.

ويتم التعبير عن معدل التضخم من خلال مؤشر أسعار المستهلكين باستثناء السلع الرئيسية للمعيشة (الغذاء، الطاقة)، والشكل الموالي يوضح لنا أسعار المستهلكين شهريا ما بين الفترة 2011 إلى 2016:

الشكل رقم (14): مؤشر أسعار المستهلكين شهريا من ماي 2011 إلى أبريل 2016



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

<https://www.bls.gov.cpi>, consulté le 21/05/2019, 20:45.

ولقد أظهرت بيانات صادرة عن مكتب العمالة الأمريكية أن مؤشر أسعار المستهلكين في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفع بنسبة 0.2% في فيفري 2019 مقابل استقراره على مدار الثلاثة أشهر السابقة له. وكشفت البيانات أن ارتفاع التضخم في أمريكا جاء نتيجة ارتفاع تكاليف الغذاء والطاقة بنحو 0.4%<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> نوريل روبييني، فهم تحول بنك الاحتياطي الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:

<https://annabaa.org/arabic/economicarticle/18647>, consulté le 21/05/2019, 20:17.

<sup>2</sup> التضخم في أمريكا يرتفع خلال فبراير، مقال متوفر على الرابط:

<https://noortrends/economic-raport/03/12>, consulté le 21/05/2019, 20:50.

### المطلب الثاني: انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد العالمي

إن الهدف الرئيسي من تبني السياسة النقدية غير التقليدية هو ضخ السيولة في اقتصاديات الدول التي أصبحت فيها السيولة شحيحة بسبب تردد البنوك في منح الائتمان بعد انهيار عدد كبير منها عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية، وبسبب توافر حجم هائل لما يعرف بالأصول المالية المسمومة في محافظ البنوك الكبيرة. وقد توقع كثير من الاقتصاديين أن الزيادة الكبيرة في السيولة العالمية من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، وانهيار الدولار الأمريكي، وارتفاع أسعار الذهب، وغيرها.

وبعد مضي ست سنوات على اندلاع الأزمة المالية العالمية لم يتحقق أي من تلك التوقعات المتشائمة. فقد فشلت جميع البنوك المركزية في البلدان المتقدمة في تحقيق أهدافها، الصريحة أو الضمنية بالمحافظة على معدلات تضخم عند المستوى 2%، لا بل إن بعض تلك البنوك باتت تصارع من أجل تجنب الوقوع في حالة انكماش<sup>1</sup>.

ففي أغلب الاقتصاديات المتقدمة على سبيل المثال، لا تزال هناك فجوة بالغة الضخامة في الناتج مع انخفاض الناتج والطلب إلى مستويات أدنى كثيرا من المستويات الممكنة، وبالتالي فإن قوة التسعير لدى الشركات باتت محدودة. وهناك تباطؤ كبير 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 المزيد من الضغوط على الطلب. وعلاوة على ذلك، لا يزال الركود غالبا على أسواق العقارات حيث تحول الرواج إلى كساد (في الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، إسبانيا، أيرلندا، أيسلندا ودبي)<sup>2</sup>، هذا وقد ألحق خفض أسعار الفائدة إلى ما دون الصفر الضرر بميزانيات البنوك العمومية، الأمر الذي أدى إلى الحد من قدرتها على الإقراض. ونتيجة لهذا فشلت في زيادة استثماراتها في الأعمال<sup>3</sup>.

هذا وقد خلفت السياسات النقدية غير التقليدية تأثيرات بعيدة المدى. فقد أرسلت الاقتصاديات الناشئة وارتباطاتها المالية بالاقتصاديات المتقدمة إلى دوامة صاعدة هابطة من تدفقات رأس المال.

<sup>1</sup> على قندح، السياسات النقدية غير التقليدية واستمرار تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي، مقال متوفر على الرابط:

[www.Alrai.com/article/699925.html](http://www.Alrai.com/article/699925.html), consulté le 17/05/2019, 11:22.

<sup>2</sup> نوريل روبيني، عجز السياسات النقدية غير التقليدية، متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/amp/s/www.aljazeera.net/amp/news/ebus>, consulté le 17/05/2019, 11:53.

<sup>3</sup> جونج بوالي، طريق العودة للسياسة النقدية، مقال متوفر على الرابط:

[www.alkhaleeg.ae/analyzesandopinions/page/9806022b5-42e6-43d9-ae4d-6951e3325e7](http://www.alkhaleeg.ae/analyzesandopinions/page/9806022b5-42e6-43d9-ae4d-6951e3325e7), consulté le 17/05/2019, 15:14.

فأولاً، غمرت الاقتصاديات الناشئة بالسيولة المتدفقة من الاقتصاديات المتقدمة، وأدت تدفقات رؤوس الأموال الكبير إلى فرط النشاط والتضخم، ونشوء فقاعات أسعار الأصول، وارتفاع قيمة العملات بسرعة ثم أدى خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي التدريجي لبرنامج التيسير الكمي إلى انسحاب مفاجئ لرأس المال، على النحو الذي تسبب في خلق مخاطر الانقطاع المالي وأزمات العملة. وناضلت السلطات النقدية في الاقتصاديات الناشئة للتغلب على هذه الصدمات باستخدام الأدوات المتاحة، بما في ذلك أسعار الفائدة وأسعار الصرف، والقواعد التنظيمية التحوطية، وضوابط رأس المال<sup>1</sup>.

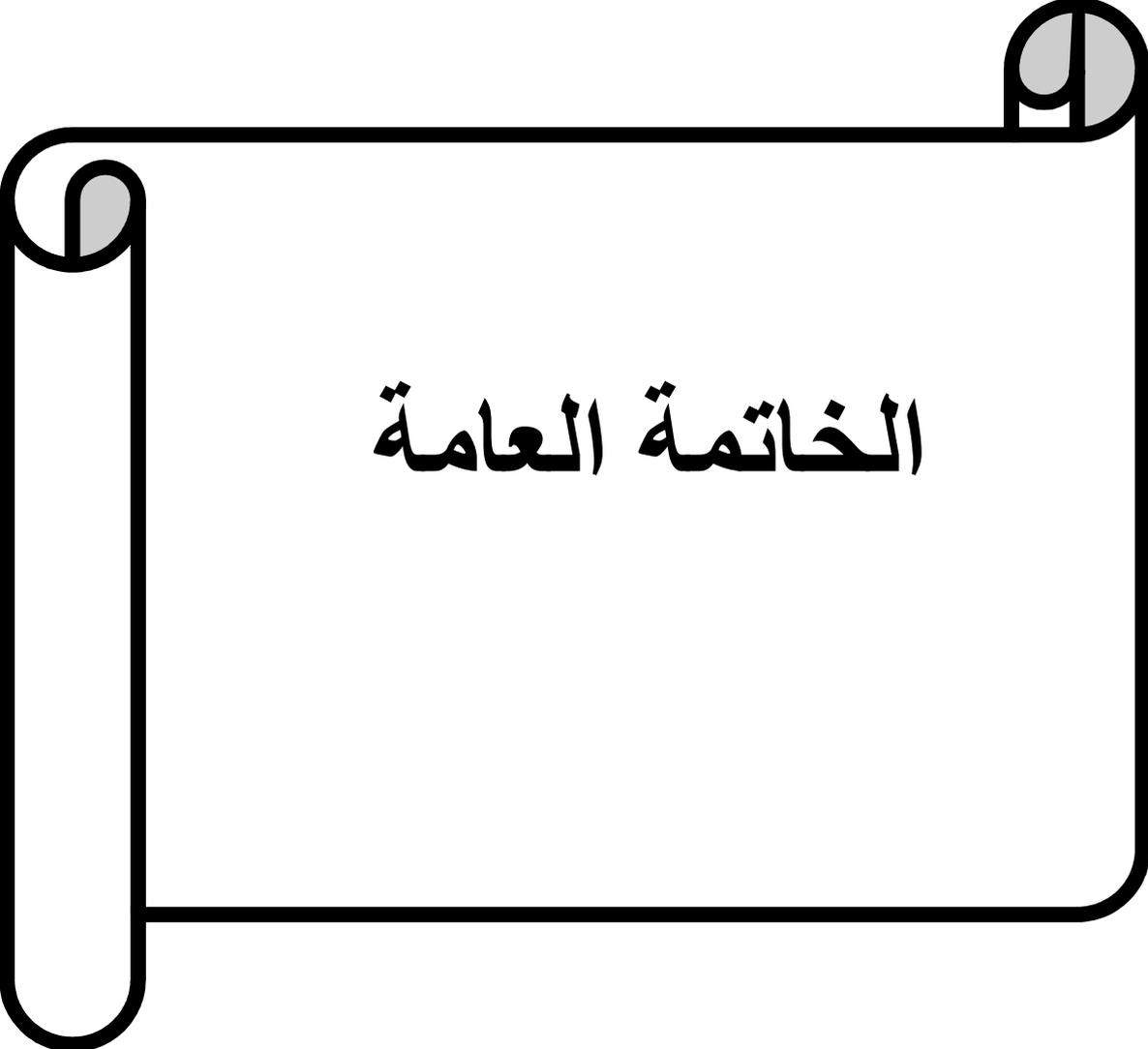
ويتنبأ السيناريو الأساسي للاقتصاد العالمي حسب رؤية البنوك المركزية والأسواق المالية باستمرار الدعم من السياسات النقدية التيسيرية، حيث يتوقع ألا تتعافى معدلات التضخم إلا ببطء. ومن ثم، فإن العودة التدريجية للسياسات النقدية العادية من المرجح أن تستغرق عدة سنوات. أما السرعة المفرطة في استعادة السياسات العادية فمن شأنها إزاحة الدعم اللازم لاستمرار التعافي والارتفاع المنشود في معدل التضخم الأساسي عبر الاقتصاديات الكبرى، وقد فرضت السياسات النقدية غير التقليدية والتيسير الكمي تعديلات كبيرة في محافظ القطاع الخاص وعبر الحدود، مما جعل التنبأ بالتعديلات في الأسواق المالية أصعب مما كان في الدورات السابقة. وقد نتسبب التحولات المفاجئة أو سيئة التوقيت في اضطرابات غير مرغوبة في الأسواق المالية تتردد أصدائها عبر الحدود والأسواق، ولكن طول فترة الدعم النقدي المتوخاة في الاقتصاديات الكبرى قد يؤدي إلى تراكم مزيد من التجاوزات المالية. ومع كثافة السعي وراء العائد، يلاحظ انتقال مواطن الضعف إلى القطاع غير المصرفي، وتزايد المخاطر في الأسواق المالية فهناك أموال طائلة تطارد بضعة أصول مدرة للعائد، إذ أن أقل من 5% (1.8 تريليون دولار) من رصيد الأصول ذات الدخل الثابت والدرجة الاستثمارية يدر حالياً أكثر من 4%. مقابل 80% (15.8 تريليون دولار) قبل الأزمة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> جونغ بوالي، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> وجهان لعودة السياسة النقدية العادية، مقال متوفر على الرابط:

## خلاصة الفصل

إن قيام الاحتياطي الفيدرالي بتبني السياسة النقدية غير التقليدية كان من أجل التعافي من الأزمة المالية لسنة 2008 وكان ذلك أمرا مطلوباً بهدف التأثير على المتغيرات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي، حيث عملت هذه الإجراءات على زيادة النمو وتنشيط سوق العمل ومحاولة تحقيق الهدف الرئيسي للبنوك المركزية والمتمثل في المحافظة على استقرار الأسعار.

A stylized scroll with a black outline and a grey shadow on the left side. The scroll is unrolled, showing a white interior. In the center of the scroll, the Arabic text "الخاتمة العامة" is written in a bold, black, sans-serif font. The scroll has a small circular detail at the top right corner, suggesting a binding or a hole.

الخاتمة العامة

تعد الأزمة المالية التي شهدها العالم خلال عام 2008 من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ الكساد العظيم، وربما تكون الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، وبعد أن اندلعت في السوق الثانوي للقروض العقارية خلال عام 2007 أحدثت شللا كبيرا في العديد من قطاعات الاقتصاد العالمي خاصة القطاع المالي، وفي مواجهة لهذه الأزمة لجأت البنوك المركزية إلى تبني إجراءات غير تقليدية خاصة في ظل فشل الأدوات التقليدية للحد من تداعيات الأزمة المالية عام 2008، حيث تمثلت الإجراءات الأولى في ضخ السيولة في الأسواق المالية وهو ما يعرف بسياسة التيسير الكمي عن طريق شراء الأوراق المالية إضافة إلى تطبيق آلية سعر الفائدة الصفري وأسعار الفائدة السالبة على الودائع، وقد كان البنك الفيدرالي الأمريكي في مقدمة البنوك المركزية التي تبنت هذه السياسات الغير تقليدية وذلك لمواجهة الضغوط الانكماشية الناجمة عن الأزمة المالية العالمية 2008 تجاوزها وإعادة بعث النشاط الاقتصادي.

### 1- اختبار الفرضيات

من خلال الدراسة التي تناولها بحثنا هذا يمكن تأكيد أو نفي الفرضيات المطروحة سابقا وذلك كما يلي:

#### - الفرضية الأولى

تعتبر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أدوات مكملة للسياسة النقدية التقليدية.

بعد استعمال البنوك المركزية عدة أدوات واتخاذ عدة إجراءات من أجل تجاوز الأزمة المالية والاضطرابات المالية الناجمة عنها، حاولت اللجوء في بداية الأمر إلى أدوات سياستها النقدية التقليدية على غرار أداة معدل الفائدة وأداة السوق المفتوحة سرعان ما اقتنعت بعدم جدوى مثل هذا النوع من الأدوات لمواجهة هذه الأزمة أو هذا النوع من الأزمات، ما دفعها إلى البحث عن أدوات جديدة أكثر فعالية وتتماشى أكثر مع حجم الأزمة المالية 2008 أطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية لسياسة النقدية. ومنه نفي الفرضية الأولى.

#### - الفرضية الثانية

تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية أزمة نظام.

بدأت الأزمة المالية أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية مع إعلان المؤسسة المالية العملاقة مؤسسة الإخوة ليمان عن إفلاسها، كما وصل عدد البنوك المنهارة خلال عام 2008 19 بنكا، ثم امتدت الأزمة إلى باقي دول العالم، وباعتبار أن معدل الفائدة كان سبب في الأزمة المالية يمكن إثبات صحة الفرضية الثانية.

### - الفرضية الثالثة

تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية فعالة حتى في حالة الركود عكس السياسة النقدية التقليدية. تبنت البنوك المركزية السياسات النقدية غير التقليدية بغية معالجة الأزمة المالية لسنة 2008، كونها سياسة توسعية تكون فعالة وتطبق في حالة الركود فهي سياسات مطلوبة لمواجهة الضغوط الانكماشية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

### 2- نتائج الدراسة

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية من أهمها:

#### أ- النتائج النظرية:

- تعتبر السياسة النقدية من أهم مكونات السياسة الاقتصادية، بحيث تستخدم من طرف السلطة النقدية من أجل تحقيق الاستقرار.
- تتكون أدوات السياسة النقدية من أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة، يكمن الفرق بينهما في طريقة تأثيرهما، حيث أن الأدوات المباشرة هي التي تعمل من خلال السوق النقدية.
- تثبت الدراسات النظرية وجود ثلاثة قنوات أساسية ينتقل عبرها اثر السياسة النقدية وهي: قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان، سعر الصرف.
- بينت الدراسة النظرية أن الأزمة المالية العالمية 2008 لم تكن وليدة اللحظة بل مهدت لها عدة أسباب منها ما كانت مباشرة ومنها ما هي غير مباشرة أدت إلى ترسيخ وتعميق هذه الأزمة بعد وقوعها.
- انتقلت الأزمة المالية الأمريكية لتتطال إلى الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير لهذه الأسواق بالأسواق المالية الأمريكية
- سياسة التيسير الكمي من أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وأكثرها استخداما من طرف البنوك المركزية حيث يكمن الهدف منها زيادة السيولة في الأسواق المالية ودفع البنوك التجارية بالعودة إلى وظائفها التقليدية (إقراض الأفراد والمؤسسات).

**ب- النتائج التطبيقية:**

- الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو المسؤول عن النظام النقدي والمالي، ويعتبر من أكبر وأقوى المؤسسات المالية حول العالم.
- تبنى البنك الفيدرالي الأمريكي سياسات نقدية غير تقليدية التي تعتبر من اشد السياسات جرأة، وذلك من اجل التقليل من الآثار السلبية التي خلقتها أزمة 2008.
- ساهمت السياسات النقدية غير التقليدية التي انتهجها البنك الفيدرالي الأمريكي وبشكل كبير في الخروج من الضغوط الانكماشية التي انبثقت عن الأزمة المالية 2008 وإعادة الانتعاش للاقتصاد العالمي بصفة عامة والاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة.
- السياسات التي تبناها البنك الفيدرالي الأمريكي كان لها تأثير واضح في العديد من المتغيرات الاقتصادية والمالية.

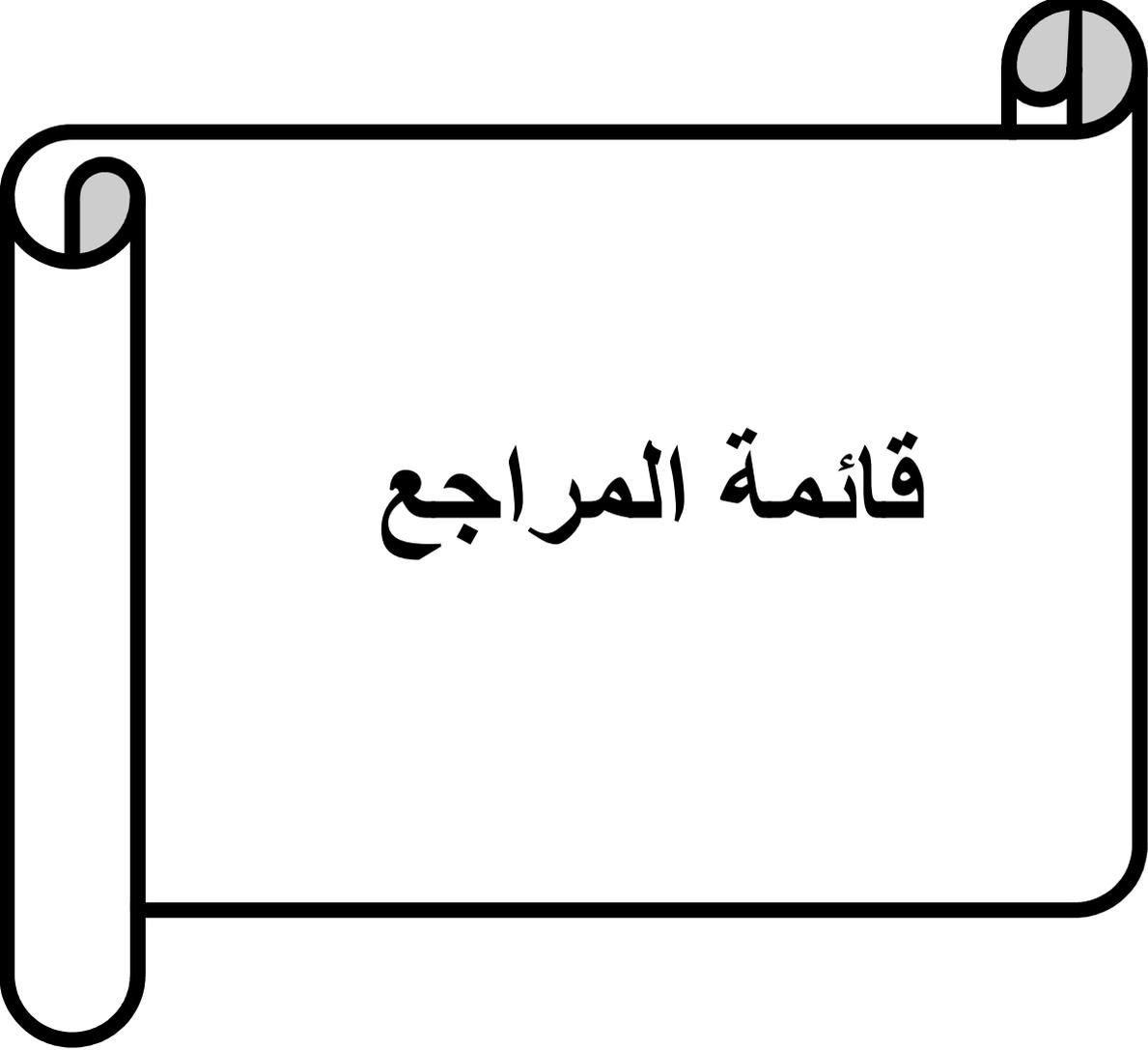
**3- الاقتراحات**

- من النتائج التي توصلنا إليها في هذه الدراسة يمكن أن نقدم التوصيات والاقتراحات التالية:
- وجوب توفير البيئة المناسبة لعمل السياسة النقدية وقيامها بوظائفها على أكمل وجه وذلك من خلال ضرورة التنسيق بين البنوك المركزية.
  - تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية من قبل البنوك المركزية بحيث تكفل نمو الاقتصاد بشكل آمن بعيد عن الأزمات.
  - بناء نظام نقدي دولي جديد يسمح للدول بحرية الاختيار بربط عملتها بالعملات الأخرى، وإعادة النظر في الاعتماد على الدولار الأمريكي.
  - ينبغي أن تعتمد البنوك المركزية في آن واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياساتها النقدية خاصة معدل الفائدة والأدوات غير التقليدية لسياساتها النقدية وذلك لاستعادة الاستقرار والنمو الدائمين.

**4- آفاق الدراسة**

في إطار دراستنا لهذا الموضوع، لاحظنا أن هناك العديد من المواضيع تحتاج إلى المزيد من البحث والتحميل لذا نقترح هذه المواضيع الآتية كي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل.

- دراسة حول ضرورة التنسيق بين السياسة المالية والسياسة النقدية غير التقليدية.
- أثر الخروج من السياسة المالية النقدية على الأسواق المالية.



# قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## أ- الكتب

- 1- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 2- إسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982.
- 3- أكرم حداد، النقود والمصارف، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 4- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات الاقتصادية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
- 5- توماس ماير وآخرون، ترجمة احمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004.
- 6- جمال لعمارة، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2007.
- 7- حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع، 2017.
- 8- حمد فواز الدليمي، احمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 9- رديم حسين، النقد والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003.
- 10- رمزي محمود، التيسير الكمي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2019.
- 11- زكريا الدوري، يسرى السامري، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري، الأردن، 2006.
- 12- زينب صالح الاشوح، الأزمة الاقتصادية العالمية، دار الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2010.
- 13- صالح مفتاح، النقود والسياسات النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة 2009.
- 14- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 15- طارق فاروق الحصري، الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2010.
- 16- عبد السلام أبو قحف، الإدارة الاستراتيجية وإدارة الأزمات، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2009.

- 17- عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.
- 18- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الثانية، دار يزيد للنشر، الأردن، 2006.
- 19- عبد الله خبايا، الاقتصاد المصرفي (البنوك الإلكترونية، البنوك التجارية، السياسة النقدية)، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 20- عبد الله خبايا، الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2009.
- 21- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 22- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، 2003.
- 23- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007.
- 24- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 25- عرفان تقي حسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، 1999.
- 26- عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، الأردن، 1994.
- 27- علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، 2012.
- 28- فريدة بخران يعدل، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 29- لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية للنشر، لبنان، 2010.
- 30- مالك محسن العيساوي، الحروب بالوكالة (إدارة الأزمة المالية في الاستراتيجية الأمريكية)، الطبعة الأولى، العربي للنشر والتوزيع، 2014.
- 31- محمد إبراهيم خيرى الوكيل، الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2014.

- 32- محمد حمد القطاطشة، النظام الاقتصادي السياسي الدولي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2013.
- 33- محمد ضيف الله القطايري، دور السياسات النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 34- محمود جاد الله، إدارة الأزمات، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 35- محمود حامد، الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2017.
- 36- مور دخاي كريانين، ترجمة محمد إبراهيم منصور وعلي مسعود عطية، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات، دار المريخ للنشر والتوزيع، السعودية، 2007.
- 37- ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف (النظرية المصرفية)، زهرات للنشر، الأردن، 2013.
- 38- نبيل جعفر وعدنان فرحات الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، الامارات العربية المتحدة، 2014.
- 39- هيل عجمي جميل الجنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 40- وسام ملاك، النقود والسياسة النقدية الداخلية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، 2000.
- 41- يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، الطبعة الأولى، دار وائل، 2015.
- ب\_ الرسائل والأطروحات الجامعية
- 1- إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011.
- 2- بهية بوكروخ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007-2008)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية.
- 3- ريمة ذهبي، استقرار المال النظامي \_ بناء مؤشر تجميحي لنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2013.

- 4- فاطمة الزهراء ديش، دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود وبنوك ومالية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2018.
- 5- فطيمة لبعل، انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007.
- 6- عبد الغاني عبد العالي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010.
- 7- ليلي عشوب، الأزمة المالية العالمية وإمكانية حلها من خلال البنوك اللاربوية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل استشراف اقتصادي، القطب المكون قسنطينة، الجزائر، 2011.
- 8- محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- 9- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية-دراسة حالة الدوحة للأدوات المالية خلال الفترة 2007-2008 -، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012.
- 10- مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.
- 11- ميمونة داودي، ظهور الأزمات المالية - دراسة حالة الكساد الكبير (1929-1933) والأزمة المالية (2007-2008)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، وهران، الجزائر، 2014.
- 12- نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2013.
- 13- نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وآثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية البنوك، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009.

## ج- المداخلات والملتقيات

- 1- أسماء برهوم، هاجر برهوم، أزمة اليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26 و 27 فيفري 2011.
- 2- آيت يحيى سمير، فضيل رايس، أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي وأثرها على مستقبل اليورو حالة اليونان، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26 و 27 فيفري 2011.
- 3- حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب-الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009.
- 4- الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها وحلولها، مداخلة مقدمة في مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان طرابلس، لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009.
- 5- ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009.
- 6- سامي محمد مقداد، الأسباب الحقيقية للأزمة المالية الاقتصادية العالمية المعاصرة وأهم الإجراءات العالمية في مواجهتها، ورقة عمل مقدمة لليوم الدراسي "الاقتصاد الإسلامي والبدائل المتاحة"، الجامعة الإسلامية غزة، 15 أبريل 2012.
- 7- علي فلاح مناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية حقيقتها أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10 و 11 نوفمبر 2009.
- 8- محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، دورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان طرابلس، لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009.

9- مصطفى رديف، إسماعيل مراد، أزمة اليونان وتداعياتها على دول منطقة اليورو، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، يومي 26 و 27 فيفري 2011.

#### د- البحوث والتقارير

- 1- أحمد بلوافي، عبد الرزاق بلعباس، سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 26، العدد 2.
- 2- حسين الفحل، نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الأول، دمشق 2012.
- 3- عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 04، العدد 2، الجزائر، 2013.
- 4- عبد الله إبراهيم القويز، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها على دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 4، ديسمبر 1998.
- 5- علي صاري، السياسات النقدية غير التقليدية الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات النقدية، العدد 04، 2013.
- 6- فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20.
- 7- وليد العشي، أحمد صديقي، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد 6، الجزائر، 2018.

#### هـ- المواقع الإلكترونية

- 1- 7 مؤشرات تكشف طبيعة الاقتصاد الأمريكي في عهد أوباما، مقال متوفر على الرابط:  
<http://sasapost.com/the-economies-of-usa-over-the-presidency-of-obama/>.
- 2- أحمد شمس الدين، الفوائد السلبية لماذا تفرضها الدول علو الودائع، مقال متوفر على الرابط:  
<http://aaswat.com/home/article/566846>.
- 3- الاحتياطي الفيدرالي يتجه لرفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:  
[www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320-us-federal-reserve](http://www.bbc.com/arabic/business/2014/03/140320-us-federal-reserve).

- 4- الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مؤسسة بنفوذ عالمي، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.dialyfx.com/arabic/tadawul-forx-newx/education/2015/12/16/get-to-know-what-is-the-fed-4060.html>.
- 5- البطالة في أمريكا عند أدنى مستوى في 9 سنوات، مقال متوفر على الرابط:  
[https://arabic\\_rt.com/852566](https://arabic_rt.com/852566).
- 6- التضخم في أمريكا يرتفع خلال فبراير، مقال متوفر على الرابط:  
<https://noortrends/economic-raport/03/12>.
- 7- التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.m-marefa.org>.
- 8- بدأ العد العكسي لقرار الفيدرالي حول رفع سعر الفائدة، مقال متوفر على الرابط:  
<https://arabic.euronews.com/2015/06/16decision-day-looms-as-fed-mulls-interest-rate-rise>.
- 9- بنك قطر الوطني، إسداد الستار على برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة، مقال متوفر على  
 الرابط:  
[https://sa\\_investing.com/analysis/27312](https://sa_investing.com/analysis/27312).
- 10- جونج دوالي، طريق العودة للسياسة النقدية، مقال متوفر على الرابط:  
[www.alkhaleeg.ae/analyzeesandopenions/page/9806022b5-34d9-6951e3325e7](http://www.alkhaleeg.ae/analyzeesandopenions/page/9806022b5-34d9-6951e3325e7).
- 11- حازم البيلاوي، الأزمة المالية الحالية "محاولة للفهم"، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.iid-alriad.com>.
- 12- رامي محمود، كيف تؤثر سياسة الفائدة السالبة على الاقتصاد، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.dialyfx.com/arabic/tadawulforex.newx/education2015/09/10/how-nzgate-interest-policy-affect-the-economy-3762.html>.
- 13- ريمي محمود، تعرف معنا على البنك الاحتياطي الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.dialyfx.com/arabic/tadawulforex.newx/education2015/12/16/get-to-know-what-is-the-fed-4060.html>.
- 14- سياسة معدل الفائدة السلبية (NIRP)، مقال متوفر على الرابط:  
<https://trading-secrets-guru/>.
- 15- شبكة أسواق المال، ما هو التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:  
[www.marketsnetwork/global-markets/what-is-quantitative-easing.html](http://www.marketsnetwork/global-markets/what-is-quantitative-easing.html).

- 16- علي قندح، السياسات النقدية غير التقليدية واستمرار تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي، مقال متوفر على الرابط:  
[www.alria.com/article/699925.html](http://www.alria.com/article/699925.html).
- 17- عدلي قندح، بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وأسباب عدم رفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:  
[www.alria.com/article-m/738629.html.20/9/2015](http://www.alria.com/article-m/738629.html.20/9/2015).
- 18- فهد بن عبد الله الحويماني، تفاعل الأسواق مع نهاية التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.google.com/amp/s/www.alarabiya.net/ar/amp/aswaq>.
- 19- ماذا يعني ارتفاع سعر الفائدة الأمريكية للأسواق المالية، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.noonpost.com/content/17046>.
- 20- ما هو التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.binance.vision/an/economics/what-is-quantitative-easing>.
- 21- ما هي أسعار الفائدة السلبية ومتى يتم تطبيقها، مقال متوفر على الرابط:  
<https://academy-alvesco.ae/academy-basics/tasic-articles/what-is-negative-rate>.
- 22- محمد إبراهيم السقا، التيسير الكمي 2، مقال متوفر على الرابط:  
<http://alphabeta.argaam.com>.
- 23- محمد إبراهيم السقا، الاقتصاد العالمي بمعدل فائدة صفري، مقال متوفر على الرابط:  
<http://economyofkuwaite.blogspot.com2009/01/blog-spot1313.html>.
- 24- محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية، مقال متوفر على الرابط:  
<https://www.indexsignal.com/community/threads/147497/>.
- 25- محمد إبراهيم السقا، ماذا يحدث في العالم، مقال متوفر على الرابط:  
<https://www.alarabiya.net/vieus/2011/08/161942.html>.
- 26- محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مقال متوفر على الرابط:  
<https://alarabiya.net/ar/oswap/2015/03/20.html>.
- 27- محمد الجندي، الأزمات المالية (تعريفها، أسباب نشأتها)، مقال متوفر على الرابط:  
<http://www.malgendy-wordpress.com/2011/08/26>.
- 28- معارك ترامب التجارية كلفت الاقتصاد الأمريكي 1.8 مليار دولار في 2018، مقال متوفر على الرابط:

<https://annabaa.org/arabic/economicreports/18731>.

29- نقاش إيجابيات وسلبيات التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

[www.vaeec.com/vblarchive/index\\_php/t\\_6716.html](http://www.vaeec.com/vblarchive/index_php/t_6716.html).

30- نورييل روبييني، السياسة النقدية غير التقليدية، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.projet-syndicat.org>.

31- نورييل روبييني، فهم تحول بنك الاحتياطي الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:

<https://annabaa.org/arabic/economiearticle/18647>.

32- نورييل روبييني، عشر أسئلة عن التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.projet-syndicate.org/commentary/the-risk-and-costes-of-q-e-by-nouril-roubini?version=arabic&barrier=accessrey>.

33- نورييل روبييني، عجز السياسات النقدية غير التقليدية، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.google.com/anp/s/www.aljazeera.net/amp/news/ebus>.

34- هبة حسام وآخرون، رفع أسعار الفائدة يزلزل الاقتصاد العالمي، انخفاض الذهب والدولار يسجل

أعلى ارتفاع له في 15 عاما، مقال متوفر على الرابط:

[www.yom7.com/story/2016/30/2149](http://www.yom7.com/story/2016/30/2149).

35- هل سيرفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.tradersup.com/47791>.

36- وائل لبيب، الفائدة السالبة في مصارف العالم لتنشيط الاقتصاد، مقال متوفر على الرابط:

[www.alhayat.com/articles/12476226](http://www.alhayat.com/articles/12476226).

37- وجهان لعودة السياسة النقدية العادية، مقال متوفر على الرابط:

[www.indexpolls.de](http://www.indexpolls.de).

38- وسام الصباغ، شرح مفهوم التيسير والتسهيل الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.arabfx.net>.

39- <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/11/16/quantitative-easing-in-focus-the-u-s-experience/>.

40- <http://www.thebalance.com/unemployment-rate-by-year-3305560>.

41- <https://www.bls.gov/cpi>.

42- [https://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits\\_vs.\\_Debt\\_Increases\\_-\\_2009.png](https://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits_vs._Debt_Increases_-_2009.png).

43- [https://en.wikipedia.org/wiki/File:US\\_Trade\\_Balance\\_1980\\_2010.svg](https://en.wikipedia.org/wiki/File:US_Trade_Balance_1980_2010.svg).

44- <https://en.wikipedia.org/wiki/File:USDebt.png>.

45- [https://www.en.wikipedia.org/wiki/Interest\\_rate#/media/File:Federal\\_Funds\\_Rate\\_1954\\_thru\\_2009\\_effective.svg](https://www.en.wikipedia.org/wiki/Interest_rate#/media/File:Federal_Funds_Rate_1954_thru_2009_effective.svg).

### ج-المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Martina cecioni, guisepe ferrero, **Unconventional monetary policy and in practice**, bancaditaliaecrosistema, number102, Italia, Septembre 2014.
- 2- Mark gertler, **peterkaradi a model of unconventional monetary policy**, ny university, april 2010.
- 3- Jean claudetrichet, **Unconventionl monetary policy measures :principles. Condition raison d'etre**, intermational journal of central banking, janaury 2013.
- 4- bob adelman, the federal reserve kids page, voir le site:  
<http://www.thenewamerican.com/economy/commentary/item/4015-the-federal-reserve-kids>.
- 5- Damilkurt, whatis qe3 (quantitative easing)?, voir le site:  
<http://www.investopedia.com/answers/12/quantitativeeasing.asp>.
- 6- Disadvantages of quantitative easing, voir le site:  
<http://www.manegementstudyguide.com/disadvantage-of-quantitative-easing.html>.
- 7- Federal reserve bank of sanfrancisco, what is the fed: payment services, voir le site:  
<http://www.frbsf.org/education/teacher-resources/what-is-the-fed/payment-services>.
- 8- Federal reserve education, the structure and function of the federal reserve system, voir le site:  
<http://www.federalreservzeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions>.
- 9- Guatiegertsson, lawrence H, negative interest rate policy and the bank lending channel, voir le site:  
<https://voxeu.org/article/negative-interest-rate-policy-and-bank-lending-channel>.
- 10- Invetstopedia staff, the federal reserve: duties, voir le site:  
<https://www.investopedia.com/university/thefed/fed-2.asp>.
- 11- Kimberly amaded, Qe1 and how itstopped the 2008 recession, voir le site:  
<http://thebalance.com/what-is-qe&-3305530>.

- 
- 12- Mark koba; the federal reserve: cnb explains, voir le site:  
<http://www.cnb.com/43752521/>.
- 13- Nathtriver, what is intrest rate policy, voir le site:  
<http://www.investopedia.com/articles/investing/031815/what-is-zero-interest-rate-zirp.asp>.
- 14- Patrick gillespie, finally! Fed raises interest rates, voir le site:  
[http://money\\_cnn.com/2015/12/16/news/economy/federal-reserve-interest-rate-hike/index.html](http://money_cnn.com/2015/12/16/news/economy/federal-reserve-interest-rate-hike/index.html).
- 15- Structure of the federal reserve, voir le site:  
<https://www.learningmarkets.com/structure-of-the-federal-reserve>.
- 16- What is zero interest rate policy (zirp)?, voir le site:  
<https://www.investopedia.com/articles/investing/013815/what-zero-intrest-rate-policy-zirp.asp>.

## المخلص:

تعتبر السياسة النقدية بمثابة حجر الزاوية في بناء السياسة الاقتصادية الكلية، حيث تتخذها السلطة النقدية للتأثير على حجم المعروض النقدي بإحداث تغييرات عليه، بما يتلائم والظروف الاقتصادية السائدة بغرض تحقيق عدة أهداف الأمر الذي يتطلب توفير مجموعة من القنوات لانتقال آثارها مدعمة بأدوات للوصول إلى هاته الأهداف لفترة زمنية قصيرة.

ويظهر الدور الجلي للسياسة النقدية في وقت الأزمات حيث ازدادت أهميتها في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008 والتي ظهرت نتيجة للتطورات الاقتصادية والتحرير المالي الذي عرفته الأسواق المالية العالمية، وما ميز هذه الأزمة إتباع البنك الفيدرالي الأمريكي لسياسات نقدية غير تقليدية واسعة النطاق نظرا لعدم فعالية الأساليب التقليدية للسياسة النقدية في التصدي لهذه الأزمة، حيث قام باستحداث أدوات وبرامج جديدة للحد من تداعيات الأزمة متمثلة في سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية والسالبة.

ولقد ساهمت هذه الإجراءات في التخفيف من حالة الهلع المالي التي رافقت الأزمة، وكذا الغوص في أعماق صنع القرارات من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي.

**الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية، الأزمة المالية، السياسة النقدية غير التقليدية، الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

## Abstract:

Monetary policy is the cornerstone of economic policy-making. The monetary authority influences the volume of money supply by making changes to it in accordance with the prevailing economic conditions in order to achieve several objectives, which requires the provision of a range of channels to transfer their effects supported by tools to reach these objectives for a short period of time.

The clear role of monetary policy in times of crisis has become increasingly important in the wake of the global financial crisis 2008, which has emerged as a result of economic developments and the financial liberalization of global financial markets, what distinguishes this crisis was the Fed's adoption of broad non-conventional monetary policy methods were ineffective in addressing this

crisis, where It has developed new tools and programs to reduce the repercussions of the crisis in the policy of quantitative easing and zero and negative interest rates.

These measures have contributed to alleviating the financial panic that accompanied the crisis, as well as diving deep into decision-making in order to achieve economic and financial stability.

**Key words:** monetary policy, financial crisis, non-traditional monetary policy, US Federal Reserve Bank.