

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع :

تقييم فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق التعافي
الاقتصادي

دراسة حالة: البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

تخصص: نقود ومالية دولية

تحت إشراف الأستاذ:

د. بلال بوبلوطة

من إعداد الطالبتين:

سلوى بن الزغدة

نسيمة محداب

شكر و تقدير

بسم الله و الحمد لله و الصلاة و السلام على اشرف خلق الله سيدنا محمد عليه
أفضل الصلاة وازكى السلام.

عملا بقول رسول الله صلى الله عليه و سلم: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله"
نتقدم بخالص الشكر لكل من كان له الفضل علينا و كان عوننا لنا ، و اخص
بالذكر الأستاذ المشرف الدكتور " بوبلوطه بلال " على التوجيهات و الانتقادات
التي قدمها لنا حتى نخرج هذا العمل في صورته النهائية.

كما نشكر أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة المذكرة.

إلى من كنتم لنا النور و الدليل أساتذتنا الكرام في كل مكان نسأل المولى عزوجل
ان يجزيكم علينا خير جزاء وان يبارك لكم في وقتكم و يهديكم

انه سميع مجيب الدعاء

سلوى ونسيمة

إهداء

إلى الذي اتشرف بحمل اسمه ، الى الذي اقتدي بخطوات رسمه، عينا
سهرت و يدا تعبت

اي الحبيب.

إلى مدرسة الحب و الوفاء و الحنان ، الى التي جعلت تحت اقدامها الجنان
الى ضياء قلبي و نور حياتي ، زهرة بيضاء كلما ابتسمت ذهب عني العناء

.....امي الحبيبة.

إلى سندي و قوتي و ملاذي بعد الله ، الى من شاركوني حزن الام
اخوتي و اخواتي و اخص بالذكر: وفاء ، جابر ، فاتن.
إلى من ضاقت السطور من ذكرهم فوسعهم قلبي....
اليكم جميعا اهدي هذا الجهد المتواضع.

سلوى



إهداء

اهدي ثمرة جهدي الى :
اعز ما املك في الوجود ، الى من منحني الحياة و غمراني بدعائها

ابي و امي

حفظها الله

إلى القلوب التي احاطتني بالحب و الحنان ، و رافقتني في دروب الحياة
اخواتي و اخواتي
إلى زوجي العزيز " بلال " سندي في الحياة
إلى من التقيت بهم و سرت معهم على درب العلم و التعلم
إلى كل الاصدقاء

اليهم....اهدي هذا الجهد
محبة....ووفاء و عرفانا
آملين من الله التوفيق و السداد

"نسيمة " امينة



فهرس المحتويات

| الصفحة | الفهرس |
|---|---|
| I | بسملة |
| II | شكر و تقدير |
| VI-III | الاهداء |
| VI-V | فهرس المحتويات |
| VIII - VII | قائمة الجداول والاشكال |
| [أ - د] | المقدمة العامة |
| الفصل الأول: الإطار العام للسياسة النقدية | |
| 6 | تمهيد |
| 7 | المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية |
| 7 | المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية |
| 15 | المطلب الثاني: أنواع السياسة النقدية وأدواتها |
| 20 | المطلب الثالث: قنوات السياسة النقدية |
| 24 | المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية |
| 24 | المطلب الأول: الأهداف الأولية |
| 25 | المطلب الثاني: الأهداف الوسيطة |
| 28 | المطلب الثالث: الأهداف النهائية |
| 31 | المبحث الثالث: دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي |
| 31 | المطلب الأول: ماهية الاستقرار الاقتصادي |
| 34 | المطلب الثاني: آليات السياسة النقدية لمعالجة التضخم |
| 42 | المطلب الثالث: دور السياسة النقدية في معالجة الانكماش |
| 46 | الخلاصة |
| الفصل الثاني: مدخل إلى السياسة النقدية غير التقليدية | |
| 48 | تمهيد |
| 49 | المبحث الأول: الإطار العام للازمة المالية العالمية لسنة 2008 |
| 49 | المطلب الأول: مفهوم الازمة المالية |
| 51 | المطلب الثاني: أزمة 2008 وجذورها التاريخية |
| 55 | المطلب الثالث: أسباب الازمة المالية العالمية وتداعياتها |

| | |
|-----|--|
| 62 | المبحث الثاني: نظرة عامة عن السياسة النقدية غير التقليدية..... |
| 62 | المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية..... |
| 63 | المطلب الثاني: أسباب اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية..... |
| 64 | المطلب الثالث: اهداف السياسة النقدية غير التقليدية..... |
| 66 | المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية..... |
| 66 | المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي..... |
| 69 | المطلب الثاني: سياسة معدل الفائدة الصفري..... |
| 72 | المطلب الثالث: سياسة معدلات الفائدة السالبة..... |
| 74 | الخلاصة..... |
| | الفصل الثالث: واقع عمل بنك الاحتياطي الفيدرالي في ظل الازمة المالية لسنة 2008 |
| 76 | تمهيد..... |
| 77 | المبحث الأول: نبذة تاريخية عن بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي..... |
| 77 | المطلب الأول: تعريف بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ونشأته..... |
| 78 | المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبنك الفيدرالي الأمريكي..... |
| 79 | المطلب الثالث: وظائف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي..... |
| 83 | المبحث الثاني: السياسات المتبعة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي للخروج من الازمة. |
| 83 | المطلب الأول: البنك الفيدرالي الأمريكي وتطبيق سياسة التيسير الكمي..... |
| 88 | المطلب الثاني: البنك الفيدرالي الأمريكي وسياسة معدلات الفائدة الصفرية.... |
| 95 | المطلب الثالث: البنك الفيدرالي الأمريكي في ظل سياسة معدلات الفائدة السالبة |
| 97 | المبحث الثالث: أثر السياسات النقدية غير التقليدية على المتغيرات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي..... |
| 97 | المطلب الأول: الناتج المحلي الإجمالي..... |
| 99 | المطلب الثاني: معدل البطالة..... |
| 101 | المطلب الثالث: معدل التضخم..... |
| 104 | الخلاصة..... |
| 106 | الخاتمة العامة..... |
| 111 | قائمة المراجع..... |
| | الملخص..... |

قائمة الجداول و الأشكال

قائمة الجداول

| رقم الصفحة | العنوان | رقم الجدول |
|------------|---|------------|
| 56 | قيمة قروض الرهن العقاري خلال الفترة (2006-2001) | 1 |
| 61 | المؤشرات الإقتصادية الأمريكية خلال الفترة (2010-2005) | 2 |
| 71 | الحالات الإقراضية في ظل سياسة معدل الفائدة الصفري | 3 |
| 86 | مراحل تطبيق سياسة التيسير الكمي في الو.م.أ | 4 |

قائمة الاشكال

| رقم الصفحة | العنوان | رقم الشكل |
|------------|--|-----------|
| 9 | أثر تغيرات كمية النقود على المستوى العام للأسعار | 1 |
| 11 | العلاقة بين الدخل و الأرصدة النقدية الحقيقية | 2 |
| 37 | إشتقاق منحى (IS) | 33 |
| 39 | تمثيل منحى (LM) | 4 |
| 40 | تحليل أثر السياسة النقدية وفق منحى (IS-LM) | 5 |
| 41 | إزالة التضخم بإستخدام السياسة النقدية | 6 |
| 43 | إستخدام السياسة النقدية للتخلص من الركود الإقتصادي و معالجة البطالة | 7 |
| 69 | طريقة عمل التيسير الكمي | 8 |
| 88 | ميزانية البنك الفيدرالي الأمريكي ما بين 2007-2014 | 9 |
| 94 | تطور أسعار الفائدة في أمريكا خلال آخر 50 عاما | 10 |
| 97 | الناتج المحلي الإجمالي في الـ يوم.أ خلال الفترة 2006-2015 | 11 |
| 99 | نسبة الدين العام في الولايات الأمريكية المتحدة خلال الفترة 2006-2015 | 12 |
| 99 | معدل البطالة الشهري في الولايات المتحدة من 2007 الى 2016 | 13 |
| 101 | معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية من 2008 إلى 2016 | 14 |
| 102 | مؤشر أسعار المستهلكين شهريا من ماي 2011 إلى افريل 2016 | 15 |

المقدمة العامة

إن تحقيق التعافي الاقتصادي مطلب تسعى لتحقيقه جميع الدول، حيث تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم الأدوات المستخدمة لتحقيق ذلك الهدف، والتي تعد من أهم مكونات السياسة الاقتصادية حيث تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها، كما تمثل الاستراتيجية المثلى لتوجيه مسار الوحدات الاقتصادية والوسيلة الفعالة في إصلاح الأحوال الاقتصادية المعاصر والتي تستخدم فيها عدة أدوات تطمح من خلالها إلى تحقيق أهداف معينة.

وتعتبر التطورات التي شهدتها العالم في القرن الماضي وخصوصاً فيما يتعلق بالأزمات المالية وكذا تنامي الرأسمالية مع زيادة وتيرة نمو العولمة المالية، كل هذا أثر على المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية الكلية وأدى إلى تزايد أهمية السياسة النقدية بالرغم من تباين وجهات نظر الفكر الاقتصادي في درجة تأثيرها على النشاط الاقتصادي وفعالية هذا التأثير.

لقد شهد العقد الأول من القرن الواحد والعشرين بزوغ أزمة مالية حادة لم يشهد العالم نظيراً لها منذ أزمة الكساد العظيم لسنة 1929، فبحلول عام 2008 بدأت بوادر الأزمة تلوح في الأفق كتداعيات لخلل في سير وأداء الأنظمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وكانت بدايات الأزمة بأزمة الرهن العقاري ثم توسعت لتصبح أزمة مالية عالمية مهددة استقرار أقوى الاقتصاديات.

وطالما تأثر النظام المالي العالمي وخاصة القطاع المصرفي أكثر من غيره من القطاعات الاقتصادية، الأمر الذي ترك عبئاً على البنوك المركزية في العالم للحد من تداعيات انتشار الأزمة المالية على الجهاز المصرفي خاصة النشاط الاقتصادي بشكل عام، حيث بدأت هذه البنوك في البحث عن منهج جديد لمعالجة هذه الأزمات وبدأ علماء الاقتصاد في الاتجاه نحو سياسات نقدية غير التقليدية والتي تميزت بالطموح واتساع النطاق، والبنك الفيدرالي الأمريكي كغيره من البنوك المركزية اتخذ السياسات النقدية غير التقليدية الملاذ الأخير له، وذلك من خلال اتباع برامج مالية تحفيزية تعمل على ضخ الاقتصاد بالسيولة، وكذلك تخفيض معدلات الفائدة في حدود الصفر في محاولة منه لإنعاش الاقتصاد الأمريكي.

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

ما مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق التعافي الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية؟

وتندرج ضمن هذه الإشكالية جملة من التساؤلات الفرعية:

- ما المقصود بالسياسة النقدية التقليدية، وما هي أدواتها؟
 - ما المقصود بالسياسة النقدية غير التقليدية، وفيما تتمثل أهدافها؟
 - في ظل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ماهي التدابير التي تبنتها البنوك المركزية؟
 - كيف أثرت السياسات النقدية غير التقليدية على الاقتصاد الأمريكي؟
- ✓ **فرضيات الدراسة:**
- استطاعت السياسة النقدية التقليدية الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي للدول.
 - فشلت البنوك المركزية في إعادة التوازن لاقتصادياتها بعد أزمة 2008.
 - نجحت السياسات النقدية غير التقليدية التي تبناها البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في إخراجها من الأزمة.

✓ **أهداف الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على موضوع في غاية الأهمية ألا وهو موضوع السياسات النقدية التقليدية وغير التقليدية، وذلك في محاولة للتعرف على هاته السياسات والأسباب التي أدت إلى تبنيها، وأهم الأدوات التي تعتمدها وكذلك إبراز دورها في محاولة إخراج الاقتصاد من حالة الركود كما تهدف أيضا إلى توضيح مدى تأثير هذه السياسات في الاقتصاديات التي تبنتها.

✓ **منهج الدراسة:**

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد في إعداد هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي من أجل الإلمام بالجوانب النظرية للدراسة، ثم استخدمنا المنهج الإحصائي للتحليل والذي يساعد بشكل كبير في تفسير النتائج على أرض الواقع.

✓ **دراسات سابقة:**

1-دراسة Mthuli Ncube سنة 2014 التي جاءت تحت عنوان: تأثير سياسة التيسير الكمي

على الاقتصاديات المتقدمة.

"The Impact of Quantitative Easing in the US, Japan, the UK and Europe" .

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في أثر سياسة التيسير الكمي على الاقتصاديات المتقدمة بما فيها الولايات المتحدة، من أهم النتائج المتوصل إليها أن تدابير السياسة النقدية غير التقليدية كانت فعالة بشكل ملحوظ في تحقيق الاستقرار في الأسعار وتخفيض البطالة في الولايات المتحدة، بينما أثرها على النمو الاقتصادي فكان محدودا نوعا ما.

2- دراسة Frank Shostak سنة 2013 بعنوان: قدرة التيسير الكمي على رفع النمو الاقتصادي.

Can Quantitative Easing Lift Economic Growth?

كانت إشكالية هذه الدراسة متمثلة في أثر سياسة التيسير الكمي على النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة، من أهم النتائج المتوصل إليها أن زيادة العرض النقدي هو دائما سيء للاقتصاد لأنه يؤدي إلى الحد من توليد الثروة وبالتالي يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي وهذا ما حدث في الولايات المتحدة.

3- دراسة Sean Ross سنة 2014 تحت عنوان: هل يستطيع التيسير الكمي أن يكون فعال في الاقتصاد؟

How can quantitative easing be effective in the economy?

من أهم نتائجها أن سياسة التيسير الكمي لم تكن فعالة على الرغم من أن هناك الكثير من الاقتصاديين والمحللين وصناع القرار يزعمون أن هذه السياسة منعت الظروف الاقتصادية أن تصبح أسوأ لذلك تعتبر جد فعالة في الفترة التي طبقت فيها.

✓ أقسام الدراسة:

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

الفصل الأول:

جاء تحت عنوان الإطار العام للسياسة النقدية، والذي قسم إلى ثلاث مباحث إذ بينا في المبحث الأول منه المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية من تعريف للسياسة ومراحل تطورها وكذلك شروط نجاحها وأدواتها وقنوات إبلاغها، ثم تطرقنا في المبحث الثاني إلى أهداف السياسة النقدية والمتمثلة في الأهداف الأولية والوسيلة فالنهائية، ثم تناولنا في المبحث الثالث دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي باعتبارها أداة هامة لمعالجة الاختلالات وذلك من خلال التطرق إلى مفهوم الاستقرار الاقتصادي من تعريف وأهمية، وبعد ذلك أشرنا إلى آليات السياسة النقدية لمعالجة التضخم وكذلك دورها في معالجة الانكماش.

الفصل الثاني:

حيث جاء بعنوان مدخل إلى السياسة النقدية غير التقليدية، إذ بينا في المبحث الأول الإطار العام للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وذلك من حيث التعريف بالأزمات وذكر خصائصها وأنواعها وصولا إلى الأزمة المالية لسنة 2008 وذكر جذورها التاريخية وكذلك أسبابها وتداعياتها، أما المبحث

الثاني فتطرقنا إلى السياسات النقدية غير التقليدية التي تبنتها البنوك المركزية بعد الأزمة المالية من حيث التعريف بهاته السياسات وشروط تنفيذها وأسباب اللجوء إليها وأهدافها، كما تناولنا في المبحث الأخير أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية والسالبة.

الفصل الثالث:

تطرقنا في المبحث الأول من هذا الفصل الذي جاء بعنوان واقع عمل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في ظل الأزمة المالية لسنة 2008 إلى الحديث عن تاريخ بنك الاحتياطي الفيدرالي من حيث التعريف والنشأة والهيكل التنظيمي للبنك ووظائفه، أما في المبحث الثاني فقد جاء كتوضيح للآليات التي تبناها البنك الفيدرالي من سياسات التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية، وأخيرا تطرقنا في المبحث الثالث إلى أثر السياسات النقدية غير التقليدية على المتغيرات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي ومن بين هاته المتغيرات، الناتج المحلي الإجمالي ومعدل البطالة ومعدلات التضخم والتي كان لها تأثير واضح.

الفصل الأول: الإطار العام للسياسة النقدية

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية

المبحث الثالث: دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار
الاقتصادي

تمهيد:

تعتبر السياسة النقدية بمثابة حجر الزاوية في بناء السياسة الاقتصادية الكلية، شأنها في ذلك شأن السياسة المالية فهي أحد العناصر المكونة لها، إذ أن لها تأثير على حالة الاقتصاد الوطني على المستوى الكلي، وبالتالي اختلف موقعها من حيث الأهمية بين النظريات الاقتصادية واحتلت في القرن التاسع عشر مكان الصدارة في النظرية الكلاسيكية، إذ اعتبرت الأداة الوحيدة المعترف بها كمحدد للسياسة الاقتصادية، والوسيلة الفعالة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، ثم أتى كينز ليؤكد أهمية السياسة المالية وفعاليتها وبعدها استرجعت السياسة النقدية مكانتها وفعاليتها في المدرسة النقدية الحديثة.

فالسياسة النقدية هي مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطة النقدية للتأثير على حجم المعروض النقدي بإحداث تغييرات عليه بما يتلاءم والظروف الاقتصادية السائدة في سبيل تحقيق عدة أهداف كهدف استقرار الأسعار والتشغيل الكامل وتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال امتصاص السيولة الزائدة في حالات التضخم أو حقن الاقتصاد بالسيولة عند انتهاء سياسة توسعية، ولتحقيق هذه الأهداف يتطلب الأمر توفير مجموعة من القنوات لانتقال أثر السياسة النقدية مدعمة بأدوات لتسهيل الوصول إلى هاته الأهداف في وقت قصير.

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية إحدى أدوات السياسة الاقتصادية العامة، والتي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها آخذة بعين الاعتبار علاقة النقود بالنشاط الاقتصادي من جهة، وما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم لممارسة النشاط الاقتصادي من جهة أخرى، وذلك من خلال تأثيرها على المتغيرات المحورية لهذا النشاط.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية

نظراً للدور الذي تلعبه السياسة النقدية في الاقتصاديات المعاصرة تعددت تعاريف الاقتصاديين لها، إلا أنه هناك اتفاق حول العناصر المكونة لهذه السياسة والهدف النهائي المرجو تحقيقه.

أولاً: تعريف السياسة النقدية

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

التعريف الأول: عرفها الاقتصادي "kent" بأنها "إدارة التوسع والانكماش في حجم النقود لغرض الحصول على أهداف معينة"⁽¹⁾.

التعريف الثاني: كما عرفها الاقتصادي "show" بأنها "أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير على كلفة الحصول عليه"⁽²⁾. هذا فيما يخص المعنى الضيق للسياسة النقدية.

أما السياسة النقدية بمعناها الواسع فتعرف على أنها:

التعريف الثالث: عرف "einzig" السياسة النقدية 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"⁽³⁾.

التعريف الرابع: تعرف كذلك السياسة النقدية بأنها "تنظيم كمية النقود المتوفرة في المجتمع بهدف تحقيق السياسة الاقتصادية وفق أنماط سريعة لاتخاذ القرارات وتنفيذها عن طريق التدخل المباشر وغير المباشر لتصحيح أوضاع السوق"⁽⁴⁾.

(1) - رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص 47.

(2) - أكرم حداد، النقود والمصارف، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008، ص 183.

(3) - زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 185.

(4) - محمد سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص 114.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص تعريف شامل للسياسة النقدية بأنها: "مجموعة التدابير والتشريعات والإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية للتأثير في حجم المعروض النقدي بغية تحقيق أهداف اقتصادية معينة".

ثانياً: تطور السياسة النقدية

إن مصطلح السياسة النقدية ظهر مع بداية القرن التاسع عشر، ثم تطور منذ ذلك الحين مع تطور المراحل المختلفة، انطلاقاً من المفهوم الحيادي للنقود إلى مرحلة تعظيم دور النقود والسياسة النقدية في النشاط الاقتصادي، وعلى هذا الأساس يمكن تناول السياسة النقدية مبرزين أهم المدارس الاقتصادية التي تناولت هذه السياسة، والتي تتمثل في النظريات التالية:

1- السياسة النقدية في الفكر الكلاسيكي

اهتمت النظرية الكلاسيكية (النقدية الكلاسيكية) بصفة أساسية بتفسير العوامل أو القوى التي تتدخل في تحديد قيمة النقود، وبالتالي في تحديد مستوى الأسعار، وقد سادت في هذا المجال نظرية كمية النقود وتم على أساسها بناء صيغة معادلة التبادل لفيشر ونظرية الأرصد النقدية لكمبريدج⁽¹⁾.

افتراضات النظرية الكلاسيكية:

إن النظرية النقدية التقليدية التي تستند إلى النظرية الاقتصادية الكلاسيكية تعتمد على مجموعة من الافتراضات هي: (2)

- ثبات سرعة دوران النقود (v): حيث نقصد بها معدل متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها كل وحدة نقدية من يد إلى أخرى؛
 - ثبات حجم المعاملات الاقتصادية: أي أن حجم المعاملات ومستوى النشاط الاقتصادي يتم تحديده بعوامل موضوعية، وأن النقود ليس لها أي تأثير في تحقيق التوازن الاقتصادي، فهي وسيط للمبادلة فقط ودورها محايد في الاقتصاد؛
 - ارتباط تغير المستوى العام للأسعار (p) بتغير كمية النقود (M)، بحيث تفترض النظرية أن كل تغير في العرض النقدي يقابله تغير بنفس المقدار والاتجاه في المستوى العام للأسعار.
- وفيما يلي سنعرض أهم النظريات التي جاءت بها النظرية الكلاسيكية:

(1) عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي: دراسة للمبادئ الحاكمة لاقتصاديات النقود والبنوك والائتمان، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص 260.

(2) بسام حجار، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الثانية، لبنان، 2009، ص 239.

أ- صيغة المبادلات الكلية "Fisher":

إن معادلة التبادل التي صاغها فيشر سنة 1911 تجسد المبادلات الاقتصادية من خلال العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وذلك بالجمع بين مختلف المتغيرات التي لها علاقة في تحديد مستوى الأسعار ويعبر عنها بالعلاقة التالية: (1)

$$M \times V = P \times T$$

حيث:

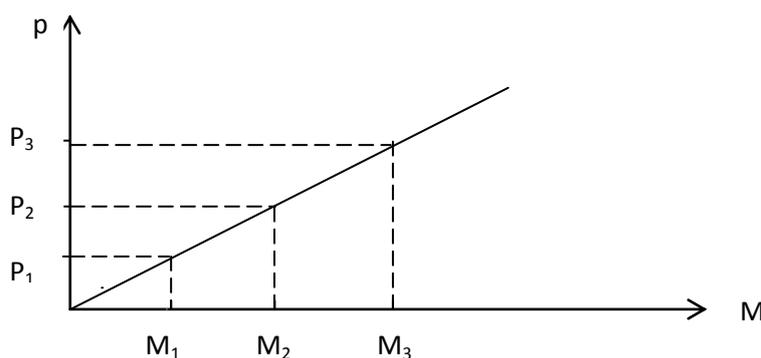
M : كمية النقود المتداولة في فترة زمنية معينة.

V : سرعة دوران النقود، أي عدد مرات انتقال الوحدة النقدية من شخص لآخر خلال فترة زمنية معينة.
P : المستوى العام للأسعار.

T : حجم المعاملات التي تمت خلال نفس الفترة والتي تسمى بمعادلة التبادل.

يؤكد أصحاب هذه النظرية على أنه ليس للنقود أثر على الإنتاج وأن التأثير الوحيد للنقود يتمثل في التأثير على المستوى العام للأسعار، وعليه فالنقود تحمل صفة المبادلة ومقياس للقيمة دون إعطائها وظيفتها في الاقتصاد، وذلك لأن المتغيرين M و T محددتان بعوامل مستقلة. والشكل الموالي يبين العلاقة بين النقود والمستوى العام للأسعار:

الشكل رقم (1): أثر تغيرات كمية النقود على المستوى العام للأسعار



المصدر: ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف، مديرية الكتب للطباعة والنشر، العراق، 1995، ص 178.

(1) - الشريف عمروش، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود و مالية و بنوك، جامعة سعد دحلب، الجزائر، 2005، ص 52.

يوضح الشكل أعلاه أن زيادة كمية النقود من M_1 إلى M_2 يترتب عليها زيادة في المستوى العام للأسعار من p_1 إلى p_2 ، وأن انخفاضهما أيضا يكون بنفس القدر وفي نفس الاتجاه.

ب- صيغة كمبريدج "combridge" للأرصدة النقدية الحاضرة:

تمثل معادلة الأرصدة النقدية الحاضرة ثاني طريقة في تفسير قيمة النقود عند الكلاسيك من خلال قيامها بوظيفتها كمخزن للقيمة، أين يتحدد الطلب على النقود بالكمية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها في صورة أرصدة نقدية حاضرة خلال فترة زمنية معينة، فهذه المعادلة تعتبر إعادة صياغة معادلة التبادل لفيشر، دون أن يمس بجوهرها وسميت بمعادلة كمبريدج نسبة لجامعة كامبريدج التي كان لها الفضل في إيجادها، وعلى وجه الخصوص أستاذ الاقتصاد السياسي في هذه الجامعة "ألفريد مارشال" ثم من بعده "بيجو" (1).

إن أساس معادلة كمبريدج تقوم على العلاقة بين الرغبة في الاحتفاظ بأرصدة نقدية من جهة والدخل النقدي من جهة أخرى، باعتبار أن التغيرات في رغبة الأفراد أو ميلهم في الاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة يؤدي إلى التأثير على حجم الإنتاج ثم على حجم الدخل وأخيرا على المستوى العام للأسعار كنتيجة غير مباشرة، وهو ما أطلق عليه "مارشال" بالترفضيل النقدي، ومن هذا المنطلق ركز تحليل مدرسة كمبريدج على العوامل التي تحدد طلب الأفراد على النقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة ومن ثم صياغة هذه المعادلة على شكل دالة للطلب على النقود كما يلي: (2)

$$Md = k \times y \dots (1)$$

حيث تمثل: الطلب على النقود

K : التفضيل النقدي أي النسبة التي يرغب الأفراد أو المشروعات الاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية

$$K = \frac{Md}{y}$$

سائلة والذي يكتب كالاتي:

$$Md = k \times p \times y \dots (2)$$

وبما أن $y = p \times y$ وبتعويضه بما يساويه في المعادلة نجد:

وبما أن العلاقة بين التفضيل النقدي (k) وبين سرعة دوران النقود (v) هي علاقة عكسية أي:

$$k = 1/v$$

وبتعويضه في المعادلة (2) نجد:

$$Md = \frac{1}{v} \times p \times y \dots (3)$$

(1) - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 17.

(2) - ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص 82.

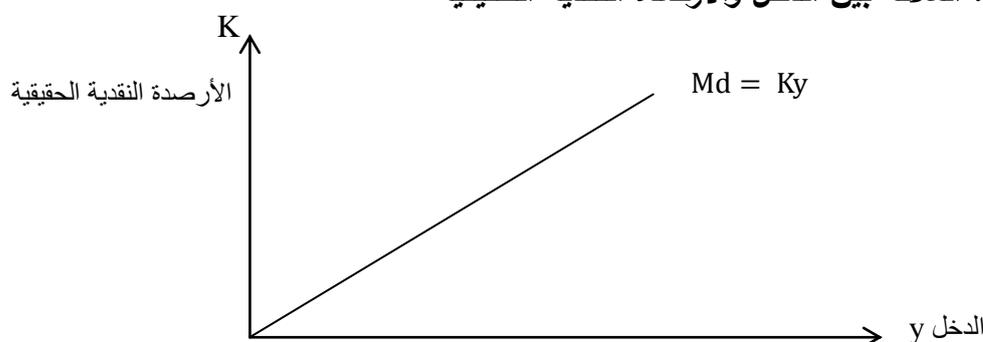
عند التوازن يكون العرض النقدي مساويا للطلب عليه:

وبمقارنة الصيغتين فإننا نحصل على الصيغة الرياضية النهائية لمعادلة كامبريدج:

يتضح في الأخير أن المعادلة (5) هي نفسها معادلة التبادل لفيشر (أي المعادلة (4)) ومنه فإن أي تغير في كمية النقود وفق معادلة كامبريدج سيكون له أثر على الأسعار، وبالتالي نلاحظ أن هناك علاقة طردية بين M و P ، بشرط ثبات كل من الدخل (y) والتفضيل النقدي (k).

والشكل التالي يوضح معادلة كامبريدج للأرصدة النقدية الحاضرة:

الشكل رقم (2): العلاقة بين الدخل والأرصدة النقدية الحقيقية



المصدر: ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة مصر، 2000، ص 91.

يبين الشكل أعلاه العلاقة الطردية بين الدخل y والأرصدة النقدية الحقيقية k .

تقييم النظرية النقدية الكلاسيكية:

تعتبر النظرية النقدية الكلاسيكية خطوة مهمة في التحليل النقدي نظرا للأفكار المهمة التي جاءت بها، لكن ككل نظرية لم تخلو النظرية الكلاسيكية من الانتقادات الموجهة لها من طرف الاقتصاديين بسبب عدم واقعية بعض فرضياتها، ومن بين الانتقادات نذكر ما يلي:⁽¹⁾

- تفترض النظرية أن المستوى العام للأسعار هو متغير تابع للتغير في كمية النقود ولا يمكن للمستوى العام للأسعار أن يتغير نتيجة لعوامل أخرى، وهذا غير صحيح حيث أنه يمكن للمستوى العام للأسعار أن يتغير نتيجة مثلا لارتفاع أسعار البترول وبالتالي ارتفاع تكاليف الإنتاج وهذا ما يؤدي

(1) - سليم موسوي، فعالية السياسة النقدية في الاقتصاديات الانتقالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007، ص 94.

- إلى ارتفاع الأسعار، فالتضخم لا يكون تضخماً نقدياً أو تضخماً بالطلب فحسب وإنما يمكن أن يكون تضخماً مستورداً عندما ينخفض معدل تبادل العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية؛
- عدم صحة افتراض ثبات سرعة دوران النقود لعدم واقعيته حيث دلت البيانات المتاحة عن الاقتصاد الأمريكي أن سرعة دوران النقود تتقلب في الأجل القصير بدرجة غير ثابتة؛
 - لم تأخذ بعين الاعتبار عدة متغيرات هامة كمعدل الفائدة؛
 - عدم واقعية افتراض ثبات الحجم الحقيقي للإنتاج الذي يستند إلى افتراض حالة التوظيف الكامل.

2- السياسة النقدية في التحليل الكينزي

بدأ كينز تحليله النقدي بنقد الفصل بين نظرية القيمة ونظرية النقود والأسعار التي أشار إليها الكلاسيك فلقد كان ظهور كتاب النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود سنة 1936 والمشهور باسم النظرية العامة حدثاً بارزاً في تاريخ الاقتصاد خاصة بعد أن مر النظام الاقتصادي العالمي بأزمة مالية عنيفة عرفت تاريخياً بالأزمة الكبرى، وعجز الكلاسيك في معالجة هذه الأزمة حيث تعد النظرية الكينزية ثورة حقيقية في النظامين النقدي والاقتصادي، ففي الوقت الذي تؤمن فيه النظرية الكلاسيكية بحيادية النقود ومن ثم حيادية السياسة النقدية، تقوم النظرية الكينزية على أساس أهمية الدور الذي تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي⁽¹⁾، ويقصد كينز بالطلب على النقود تفضيل السيولة أي الدوافع التي تجعل الفرد يحتفظ بالثروة في شكل سائل (نقود)، ويعبر عنها بالدوافع النفسية للسيولة وترجع رغبة الأعوان الاقتصاديين في حيازة أرصدة نقدية إلى كون النقود بمثابة الأصل السائل، ذلك أنها تمثل الأصل الوحيد الذي يمكن تحويله إلى أصل آخر دون المرور بفترة زمنية وبدون خسارة أو الأصل الوحيد الذي لا يحتاج إلى إسالة⁽²⁾، وقد أشار كينز في تحليله إلى ثلاثة دوافع للطلب على النقود هي:⁽³⁾

- **دافع المعاملات:** فالنقود تستخدم في المعاملات اليومية فالطلب على النقود يكون بحسب هذه المعاملات وهي تتناسب طردياً مع الدخل النقدي.

(1) - زينب عوض الله، أسامة الغولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003، ص 228، 229.

(2) - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 50.

(3) - جمال بن دعاس، السياسة النقدية في ظل النظامين الإسلامي والوضعي: دراسة مقارنة، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص 110.

- **دافع الاحتياط:** افترض كينز حيازة النقود بغرض الحذر والاحتباس ضد الحاجة غير المتوقعة وتحدد الكمية المطلوبة لذلك بمستوى المعاملات التي يتوقعها الأفراد مستقبلا وهي تتناسب طرديا مع الدخل النقدي أيضا.
- **دافع المضاربة:** بحث كينز عن العوامل التي تؤثر في القرارات الخاصة بكمية النقود التي تتم حيازتها كمخزن للثروة، واعتقد أن سعر الفائدة هو الذي يلعب هذا الدور وانطلق كينز من دافع المضاربة ليقسم الأصول التي يمكن أن تكون مخزن للقيمة إلى نقود وسندات، والعائد المادي للنقود يساوي الصفر أما العائد على السندات فهو الفائدة النقدية على السند مضافا إليه المكسب الرأسمالي في حالة ارتفاع قيمة السند السوقية عن قيمته الاسمية، وعليه توصل كينز إلى القول بأن الطلب على النقود يرتبط عكسيا مع سعر الفائدة مع ثبات العوامل الأخرى، وبطبيعة الحال فإن النتيجة التي توصلت إليها النظرية الكينزية متناقضة تماما مع الفكر الكلاسيكي، الذي يعتبر أن كمية النقود (M) تؤثر فقط على المستوى العام للأسعار وأنها حيادية ولا تؤثر على المتغيرات الاقتصادية الحقيقية كما هو الحال عند الكينزيين.

3- السياسة النقدية في التحليل النقدي

اهتم "فريدمان" وأتباعه بالنقود والسياسة النقدية باعتبارها أدوات فعالة لإدارة الطلب وانطلاقا من هذا الاهتمام أطلق عليهم اسم النقديين، فلقد أعادوا صياغة النظرية الكمية للنقود مع تعديلها لأنها تفترض أن سرعة دوران النقود ثابتة وأنها تتحدد بالعادات المتعلقة بالمدفوعات، كما انصب عملهم على تبيان حيادية النقود وأهميتها الاقتصادية من جهة، و أن الاقتصاد يرجع إلى وضع التشغيل الكامل أوتوماتيكيا وهو ما قد أهمل من قبل⁽¹⁾.

إلا أن أصحاب هذه النظرية يعتقدون بأن للسياسة النقدية أثر فعال على مختلف الأنشطة الاقتصادية بصرف النظر عما إذا كانت هذه السياسة انكماشية أو تضخمية، وحسب اعتقادهم فإن تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عن طريق السياسة المالية لتحقيق الاستخدام الكامل لعناصر الإنتاج ومن ثم تحقيق التوازن الاقتصادي، فإن هذا الهدف لن يتحقق دائما على العكس فإن هذا التدخل قد يؤدي إلى تعميق اللاتوازن ولهذا تحتل السياسة النقدية المرتبة الأولى في السياسة الاقتصادية على اعتبار أن التغيرات التي تصيب الأنشطة الاقتصادية تبعا للتغيرات التي تحدث في كمية النقود أكثر تأثيرا وأكثر فعالية من التأثيرات الناتجة عن السياسة المالية⁽²⁾.

(1)- الشريف عمروش، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مرجع سبق ذكره، ص 58.

(2)- مسعود دواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: حالة الجزائر 1990-2004، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005، ص 235.

يعتبر فريدمان أن النقود إحدى وسائل الاحتفاظ بالثروة التي يمكن أن تتجسد في صورة أخرى مثل السندات والأسهم العادية والسلع العينية ورأس المال البشري، وبناء على هذا التحليل فإن دالة الطلب على النقود تعتمد على المقدار الإجمالي للثروة المحتفظ بها على أشكال مختلفة وعائداتها وأذواق وتفضيلات مالكي الثروة، ويمكن صياغة دالة الطلب على النقود وفقاً لتحليل فريدمان بالشكل التالي:⁽¹⁾

$$Md = F(p, r, b, r, e, \Delta p / \Delta t \times 1/p, y_p/p, \omega, \mu)$$

حيث:

Md : تمثل دالة الطلب على النقود.

P : المستوى العام للأسعار.

rb : عائد السندات ويتمثل في سعر الفائدة السوقي.

$r e$: عائد الأسهم ويتمثل في الأرباح السنوية.

$\Delta p / \Delta t \times 1/p$: معدل التضخم المتوقع.

y_p/p : يمثل الثروة ويصفها بانها رصيد مرتبط بالدخل الدائم عن طريق السعر.

ω : يمثل رأس المال البشري الذي يعبر عن العلاقة بين رأس المال البشري ورأس المال غير البشري.

μ : يمثل الأذواق وترتيبات الأفضلية.

ويتضح من الصيغة أعلاه أن الطلب على السيولة النقدية دالة في عوائد الأصول المالية والنقدية وهي متغيرات خارجية وكذلك معدل التضخم المتوقع فهو الآخر متغير خارجي، في حين أن الدخل الدائم والعنصرين الآخرين هم متغيرات داخلية، ولقد وصل فريدمان إلى أن دالة الطلب على النقود هي دالة متجانسة من الدرجة الأولى بالنسبة للأسعار ليعود إلى النظرية الكمية للنقود ولكن بطريقة تحليلية مختلفة.

كما يتضح أيضاً من دراسة دالة الطلب النقدية لفريدمان ما يلي:⁽²⁾

- التقليل من دور معدل الفائدة بالنسبة للطلب على النقود، ومنه فنظريته تختلف عن التحليل الكينزي

الذي يعد فيه الطلب على النقود لغرض المضاربة غير مستقر ومرن بالنسبة لمعدل الفائدة؛

- يتحدد الطلب على النقود بالثروة (الدخل الدائم)؛

(1) - سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي: المفاهيم والنظريات الأساسية، مطابع الأهرام، الجزء الثاني، الكويت، 1994، ص 819.

(2) - سهام محمد السويدي، استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية، دار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2010، ص 90.

- وجود علاقة طردية بين الثروة الحقيقية (الدخل الحقيقي الدائم للفرد) وبين طلبه على النقود اي ان الطلب على النقود مرن بالنسبة للدخل، وتكون هذه المرونة أكبر من الواحد وهو ما يدل على أن النقود سلعة كمالية.

ثالثا: شروط نجاح السياسة النقدية

إن نجاح السياسة النقدية في أي دولة وفي ظل أي نظام اقتصادي إنما يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها:⁽¹⁾

- نظام معلوماتي فعال: وضع الميزانية (عجز أو فائض)، نوعية وطبيعة الاختلال، تحديد معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، نوعية البطالة، القدرات الاقتصادية، ميزان المدفوعات؛
 - تحديد أهداف السياسة النقدية بدقة: نظرا لتعارض بعض الأهداف المسطرة؛
 - تحديد هيكل النشاط الاقتصادي: مكانة القطاع العام والخاص، سياسة الحكومة اتجاه المؤسسات الإنتاجية، حجم التجارة الخارجية في السوق العالمية وبالتالي حرية التجارة الخارجية ومرونة الأسعار؛
 - مرونة الجهاز الإنتاجي للتغيرات التي تحدث على المتغيرات الاقتصادية لا سيما النقدية منها؛
 - نظام سعر الصرف: تكون السياسة النقدية فعالة في اقتصاد ذو سعر صرف مرن أكثر من اقتصاد يكون فيه سعر الصرف ثابت؛
 - درجة الوعي الادخاري والمصرفي لمختلف الأعوان الاقتصاديين؛
 - سياسة الاستثمار: مناخ الاستثمار، تدفق رؤوس الأموال، التسهيلات الممنوحة للمستثمرين المحليين والأجانب، ومدى حساسية الاستثمار لسعر الفائدة؛
 - توفر أسواق نقدية ومالية متطورة ومنظمة؛
 - مدى استقلالية البنك المركزي عن الحكومة.
- المطلب الثاني: أنواع السياسة النقدية وأدواتها**

تعتمد آلية عمل السياسة النقدية على استخدام مجموعة من الأدوات التي يستطيع البنك المركزي من خلالها التأثير والسيطرة على عرض النقود وإدارة حجم الائتمان الممنوح، كما أن تعدد السياسة النقدية إلى عدة أنواع تكون من انكماشية إلى توسعية يتوقف على نوع وطبيعة المشكلة التي يراد حلها.

أولا: أنواع السياسة النقدية

(1) - زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 199.

إن تحديد نوع السياسة النقدية الأنسب للدولة مرهون بالوضع الاقتصادية لها هذا في الحالة العادية، أما في حالة الأزمات فهو يتحقق وفق نوع المشكلة والظروف المحيطة بها، ويمكن ذكر هذه الأنواع فيما يلي: (1)

1- السياسة النقدية التوسعية:

بموجبها يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقود بنسبة أكبر من الكمية المعروضة من السلع بهدف زيادة حجم وسائل الدفع وتسريع وتيرة النشاط الاقتصادي، حتى ولو أدى ذلك إلى معدل تضخمي مقبول وزيادة في الأسعار.

2- السياسة النقدية الانكماشية:

تنفذ هذه السياسة عن طريق رفع سعر الفائدة وتقييد الائتمان، وتشجيع المواطنين على الادخار وبالتالي التقليل من حجم وسائل الدفع وكبح جماح التضخم لتثبيت الأسعار، إن هذه السياسة قد تضر بالاقتصاد الوطني إذا لم تكن مدروسة بما فيه الكفاية، ذلك لأن هذه السياسة قد تزيد من عبء دين المشاريع والشركات التي قد تجد نفسها غير قادرة على المنافسة في السوق الخارجية نتيجة لارتفاع تكاليف الإنتاج.

3- السياسة النقدية المختلطة:

هذه السياسة تناسب الدول النامية بصفة خاصة التي يعتمد اقتصادها في الغالب على الزراعة الموسمية أو على تصدير المواد الأولية إلى الخارج، وعلى إثر هذه الخصائص فإن البنك المركزي يقوم بزيادة وسائل الدفع عند البدء بالزراعة بهدف تمويل المحصول ويقلل من حجمها عند بيع المحصول ومن خلال ذلك يحصر آثار التضخم (2).

ثانياً: أدوات السياسة النقدية

تسعى السياسة النقدية إلى إدارة عرض النقد والائتمان المصرفي بالاعتماد على نوعين من الأدوات، أدوات غير مباشرة تهدف إلى تحديد الحجم الكلي للائتمان المتاح دون التأثير على تخصيصه من مختلف الاستعمالات، وأدوات مباشرة تستهدف أنواعاً محددة من الائتمان موجّهة لقطاعات معينة أو لأغراض محددة من الإنفاق، إضافة إلى أدوات أخرى.

(1) - حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ، دار الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003 ص 153.

(2) - رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2003، ص 91.

1- أدوات السياسة النقدية غير المباشرة

تدعى الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية أيضا بالأدوات الكمية، وتتمثل في مجموعة من الإجراءات التي تهدف إلى التأثير في كمية الائتمان المصرفي كمقدار دون الاهتمام بالتوزيع القطاعي له كما أن المبدأ في عمل هذه الأدوات أنها تركز اهتمامها من خلال التأثير على حجم الأرصدة النقدية لدى المصارف التجارية، والتي بدورها تؤثر في مقدرتها على منح الائتمان، ويمكن التمييز بين ثلاثة أدوات وهي كما يلي:

أ- سعر إعادة الخصم:

يقصد بسعر إعادة الخصم السعر أو الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي من البنوك التجارية عندما تلجأ إلى إعادة خصم الأوراق التجارية قصيرة الأجل التي بحوزتها، أو الاقتراض بضمان الأوراق المالية الحكومية من أجل الحصول على موارد نقدية جديدة أو إضافية لتدعيم احتياطياتها النقدية، وبالتالي زيادة مقدرتها على منح الائتمان وخلق ودائع جارية جديدة، ويهدف البنك المركزي من خلال سياسة إعادة الخصم إلى التأثير على كلفة حصول البنوك التجارية على الموارد النقدية التي يقدمها، وعلى كلفة الائتمان الذي تضعه البنوك تحت تصرف عملائها من الوحدات الاقتصادية غير المصرفية ويعتمد سعر إعادة الخصم على عرض وطلب السيولة داخل السوق النقدية، أي على الظروف الاقتصادية وحاجة الاقتصاد للسيولة من ناحية، وعلى القدرة على الإبقاء بهذه السيولة من ناحية أخرى، وتؤثر سياسة إعادة الخصم على حجم الائتمان المصرفي وبالتالي على عرض النقد⁽¹⁾.

ب- عمليات السوق المفتوحة:

تعد عمليات السوق المفتوحة من الوظائف التقليدية التي تستخدمها البنوك المركزية للتأثير على حجم الائتمان، وتعني دخول البنك المركزي السوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات، حيث يقوم البنك المركزي بعرض السندات في السوق المالي عند إتباعه سياسة نقدية انكماشية، أما في حالة دخول البنك المركزي مشتريا للسندات الحكومية والأوراق المالية فهو بذلك يكون متبعا لسياسة نقدية توسعية، وفي كلا الحالتين فإن حجم النقود المتداولة في الاقتصاد وكذلك حجم الأموال المودعة في البنوك يتأثران في إطار خدمة السياسة النقدية بالاستقرار النقدي في الدولة تجاوبا مع الأوضاع السائدة، ويمكن فهم عملية بيع السندات الحكومية من

(1) - أكرم حداد، مشهورهذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005 ص

خلال البنك المركزي بطرح هذه السندات في السوق المالي لتغطية نفقاتها وإنشاء المشاريع التنموية، وسد العجز المالي إن وجد⁽¹⁾.

ج- معدل الاحتياطي الإجباري:

هنا تلتزم البنوك التجارية بوضع نسبة من إجمالي ودائعها لدى البنك المركزي ويطلق عليها نسبة الاحتياطي القانوني، حيث يحق للبنك المركزي تغيير هذه النسبة بالزيادة أو النقصان، والهدف من هذه الأداة تمكين البنك المركزي من توسيع أو تقليص قدرة البنوك التجارية على تقديم القروض إلى عملاءها إلا أنه في البداية استهدفت هذه الأداة لحماية المودعين ضد الأخطار الناجمة عن أخطاء البنوك التجارية في كيفية استخدام أموال المودعين، فالبنك المركزي يستطيع استخدام نسبة الاحتياطي القانوني في التأثير على احتياطات البنوك التجارية الناجمة عن حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخله، لأن رفع النسبة المذكورة يؤدي إلى تجميد قدر أكبر من الاحتياطات التي تحصلت عليها البنوك من الخارج وبالتالي يحد من قدرتها في منح الائتمان، والعكس إذا حدثت هجرة لرؤوس الأموال نحو الخارج فيستطيع البنك المركزي التعويض عن ذلك من خلال نسبة الاحتياطي الإلزامي، حيث يجبر ذلك البنوك على إعادة أموالها الموظفة في الخارج ويجنب ذلك الاختلال في ميزان المدفوعات⁽²⁾.

2- الأدوات المباشرة للسياسة النقدية

بالإضافة إلى الأدوات السابقة توجد وسائل أخرى يتبعها البنك المركزي للحد من حرية المؤسسات المالية في ممارسة بعض النشاطات كما وكيفا، وهي مستعملة بكثرة نظرا للاعتقاد أن التدخلات في السوق لا تسمح بتحقيق الأهداف المرجوة، ومن الأدوات المباشرة الأكثر استعمالا نجد:⁽³⁾

أ- سياسة تأطير القروض:

هو إجراء تنظيمي يفرض ويطبق على البنوك التجارية بهدف تحديد حجم القروض المقدمة من طرف البنوك إلى الزبائن، فعلى هذه البنوك أن تلتزم بنسبة معينة عند الارتفاع السنوي للقروض التي تمنحها للزبائن من سنة لأخرى، ولا يجب أن يتجاوز ارتفاع المجموع الموزع النسبة المعينة التي حددتها السلطات النقدية.

(1) هيل عجمي، جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2009، ص 264.

(2) رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

(3) سناء بوزيان، سعيدة قريوة، أثر النقود الإلكترونية على إدارة البنك المركزي للسياسة النقدية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، الجزائر، 2014، ص ص 67، 68.

وفي حالة تجاوز البنوك التجارية السقف المحدد لها قد تفرض السلطة النقدية عقوبات تختلف من دولة إلى أخرى، فمثلا كلما احتاج البنك المركزي إلى النقود طلب ذلك من البنوك التجارية التي تجاوزت السقف المخصص لها لمنح القروض.

ب- وضع حد أقصى لسعر الفائدة:

قد تتنافس البنوك التجارية بغرض زيادة ودائع العملاء فتمنح الفوائد على الودائع الجارية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة ارتفاعا كبيرا، لذا فإن البنك المركزي قد يضع حدا أعلى للفوائد التي تمنح على الودائع ولا يجب على البنوك التجارية أن تتخطاه، وهذا الحد يكون قابلا للتغيير حسب الظروف الاقتصادية فينخفض في حالة الرواج ويرتفع في حالة الكساد.

ج- السياسة الانتقائية للقروض:

للقيام بسياسة تأطير القروض يقوم البنك المركزي باستخدام أدوات انتقائية للتحكم في القروض الموزعة من طرف البنوك وهي:

- تسديد خزينة الدولة لجزء من الفوائد من أجل تكلفة القرض المتعلق ببعض أنواع التمويلات المتعلقة بالتصدير أو السكن أو الزراعة والصناعة أو المهن، والجزء الذي تأخذه الخزينة على عاتقها يغطي الفارق بين معدل الفائدة على القرض وتكلفة الموارد التي تمول القرض، وقد يأخذ شكل الإعانة من طرف الدولة؛
- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف، فعندما يشجع البنك المركزي بعض الأنشطة يقوم بإعادة خصم الكمبيالات الخاصة بهذه القروض مثل قروض الصادرات حتى بعد تجاوز الوقت المحدد مع استعمال معدل إعادة الخصم العادي؛
- وضع قيود على الائتمان الاستهلاكي والغرض من ذلك هو كبح الطلب على البضائع، ويستخدم هذا التقييد للتقليل من التضخم في الاقتصاد؛
- اشتراط البنك المركزي الحصول على موافقة في منح القروض عندما تتجاوز القروض حدا معيناً.

3- أدوات أخرى للسياسة النقدية

إلى جانب الأدوات المباشرة هناك أدوات أخرى للسياسة النقدية، يمكن أن نذكر منها:⁽¹⁾

(1) - سهير محمود معتوه، النظريات والسياسات النقدية، الدار المصرفية اللبنانية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 1989، ص 216.

أ- الإقناع الأدبي:

هو أداة يحاول من خلالها البنك المركزي إقناع البنوك التجارية بإتباعها لسياسة معينة دون حاجة إلى إصدار تعليمات رسمية أو استخدام أدوات الرقابة القانونية، وتتوقف فعالية ونجاعة هذه الطريقة على خبرة ومكانة البنك المركزي ومدى تقبل البنوك التجارية التعامل معه وثقتها في إجراءاته، ومدى قدرة البنك المركزي على مقاومة الضغوط التي يتعرض لها وإتباع سياسة مستقلة لشؤون التمويل، لذا نجد هذه الوسيلة قد حققت الكثير من أهدافها في الدول المتقدمة دون المتخلفة الحديثة العهد بالنظم المصرفية المتطورة.

ب- الرقابة على شروط البيع بالتقسيط:

يؤدي نظام البيع بالتقسيط إلى زيادة الاستهلاك بصفة عامة لحصول كل فرد على السلع التي يرغب فيها، لكن البنك المركزي يتدخل لوضع شروط منح الائتمان وهذا ما يسمى بالائتمان الاستهلاكي حيث أن المستهلك يدفع نسبة يحددها البنك المركزي ويقوم برفع النسبة أو بتقصير مدة التقسيط أي تقييد الائتمان، وفي الحالة العكسية أي الكساد فإنه يقوم بتيسير شروط البيع وذلك بتخفيض الجزء المدفوع من السلعة لحد أدنى وإطالة مدة التقسيط.

المطلب الثالث: قنوات السياسة النقدية

تتمثل قنوات السياسة النقدية في مختلف المسارات التي تقود البنك المركزي ليقوم بأهدافه النهائية ولقد تم التفصيل في قنوات انتقال آثار السياسة النقدية في العديد من الدراسات التي شكلت الأساس النظري أو التطبيقي لدراسة العلاقة بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية والتي تتلخص في:

أولاً: قناة أسعار الفائدة

سيتم بدء عرض قنوات انتقال آثار السياسة النقدية بقناة سعر الفائدة باعتبارها موضوعاً قديماً في الفكر الاقتصادي، إذ أن قناة سعر الفائدة هي التي تنتقل آثار السياسة النقدية والتي تعتمد على الفرضية الكينزية، وهو أن آثار السياسة النقدية التوسعية أو الانكماشية تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي عبر متغير سعر الفائدة⁽¹⁾.

(1) - عبد الله خبابة، الاقتصاد المصرفي: البنوك الإلكترونية، البنوك التجارية، السياسة النقدية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2008، ص 205.

والتأثير على المتغيرات الاقتصادية من خلال سعر الفائدة يكون كما يلي:⁽¹⁾

$$M \uparrow \rightarrow ir \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow y \uparrow$$

تؤدي السياسة النقدية التوسعية ($M \uparrow$) إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي ($ir \downarrow$) والتي تؤدي إلى انخفاض تكلفة اقتراض رأس المال، ومن ثم زيادة الاستثمار ($I \uparrow$) وبما أن الاستثمار هو أحد مكونات الطلب الكلي فإن ارتفاعه سيؤدي إلى زيادة الناتج القومي ($y \uparrow$)، 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.

$$M \downarrow \rightarrow ir \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow y \downarrow$$

ثانياً: قناة الائتمان المصرفي

تشير هذه القناة إلى أن حجم الائتمان يعتبر أحد المتغيرات المهمة بالنسبة للسياسة النقدية وذلك لعلاقته الوطيدة بحجم الإنفاق الكلي⁽²⁾، وتوجد قناتان أساسيتين لنقل أثر السياسة النقدية هما:⁽³⁾

- قناة الإقراض المصرفي؛
- قناة ميزانية المؤسسات.

1- قناة الإقراض المصرفي:

من خلال هذه القناة فإن إتباع سياسة نقدية توسعية يزيد من حجم الاحتياطيات والودائع لدى البنوك، وهذا الأمر يعني ارتفاع حجم القروض البنكية المتاحة، فينتج عن ذلك زيادة الإنفاق الاستثماري والموارد المالية المتاحة لإقراض القطاع العائلي وقطاع الأعمال وبالتالي ارتفاع الطلب الكلي ومعدل نمو الناتج.

(1) - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسي، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004 ص 304.

(2) - حسين علي العمر، قنوات تأثير السياسة النقدية: حالة الكويت، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 3 العدد 12، أكتوبر 2009، ص 253.

(3) - أحمد شعبان، محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2006، ص 120.

2- قناة ميزانية المؤسسات:

يمكن للسياسة النقدية 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 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⁽¹⁾.

ثالثاً: قناة أسعار الأصول

تعتبر هذه القناة عن وجهة نظر أنصار المدرسة النقدية في تحليل أثر السياسة النقدية على الاقتصاد وذلك من خلال قناتين رئيسيتين هما:⁽²⁾

1- قناة ثوبن للاستثمار:

عرض الاقتصادي ثوبن (Tobin) نظريتين المسماة (q) لتوضيح تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد وهي نظرية حركية في الاستثمار مبنية على أن الاستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية للأصل (M) إلى تكلفة استبدال أو تجديد رأس المال (R) ويمكن التعبير رياضياً عن هذا المعامل بالعلاقة التالية:

$$q = M/R$$

وعليه عندما يكون المعامل q مرتفعاً فإن القيمة السوقية للمؤسسات تكون مرتفعة مقارنة بتكلفة استبدال رأس المال، وأن الاستثمارات الإنتاجية الجديدة هي أقل تكلفة مقارنة بالقيمة السوقية للمؤسسة، أما في الحالة العكسية التي يكون فيها q منخفضاً فإن ذلك يعني أن المؤسسات لا تبحث عن امتلاك آلات جديدة لأن قيمتها السوقية منخفضة أو ضعيفة مقارنة بتكلفة استبدال رأس المال.

2- قناة مود يلياني للاستهلاك:

يعتبر الاقتصادي فرانكو مود يلياني أول من ناقش هذا الأثر من خلال دراسة قرارات المستهلكين باختلاف وضعيتهم وتأثيراتها ومضمون هذا الأثر أن نفقات الاستهلاك تتحدد بواسطة مصادر المستهلكين طيلة حياتهم والمتكونة من رأس المال البشري ورأس المال المادي والثروات المالية، حيث تعتبر الأصول المالية (الأسهم) والحقيقية (العقارات والمباني) في الكثير من البلدان المكون الرئيسي من حجم الثروة

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

(2) - عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 ص 77.

المالية للأفراد، فعندما ترتفع أسعار هذه الأسهم فإن قيمة الثروة المالية ترتفع وعليه فإن الموارد الإجمالية للمستهلكين ترتفع طيلة حياتهم وفي نفس الوقت يرتفع الاستهلاك، بمعنى أن إتباع سياسة نقدية توسعية تنعكس في ارتفاع قيمة الأسهم وبالتالي زيادة دخول قطاع العائلات، فترتفع الثروة المالية للأفراد مما ينعكس إيجاباً في زيادة الطلب الاستهلاكي تاركاً أثراً إيجابياً في نمو الناتج الوطني، ويحدث العكس في حالة إتباع سياسة نقدية انكماشية فإن عرض النقود ينخفض وبالتالي تنخفض قيمة الثروة لدى الجمهور وهو ما يؤدي إلى نقص الاستهلاك، هذا سيؤثر على نمو الناتج الوطني سلباً.

رابعاً: قناة سعر الصرف

تعد قناة سعر الصرف أهم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية خصوصاً بالنسبة للاقتصاديات التي تنتم 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، وهذا ما يجعل السلع المحلية أرخص من السلع الأجنبية وبالتالي زيادة الطلب على السلع المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع صافي الصادرات ومن ثم زيادة الناتج الكلي⁽¹⁾.

وعند إتباع سياسة نقدية انكماشية ينخفض العرض النقدي فترتفع أسعار الفائدة الحقيقية المحلية مقارنة بالخارج، وهو ما يؤدي إلى جلب رؤوس الأموال الأجنبية ورفع الطلب على العملة المحلية فتتجه هذه الأخيرة إلى الارتفاع أكثر، وذلك ما يؤثر سلباً على الصادرات وبالتالي ينخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وينتهي الاقتصاد إلى حالة كساد⁽²⁾.

(1) - توماس ماير وآخرون، النقود و البنوك و الاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 562.

(2) - فتيحة بناني، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 138.

المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية

للسياسة النقدية أهداف متعددة تسعى إلى تحقيقها من خلال جملة من الأدوات، هذه الأهداف تختلف درجة تحققها من دولة إلى أخرى وذلك تبعاً لمستويات التقدم الاقتصادي والاجتماعي، حيث أن تحقيق أهداف السياسة النقدية مرهون بتحقيق الأهداف الأولية التي تؤثر بدورها على الأهداف الوسيطة والتي بدورها تمكن من تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

المطلب الأول: الأهداف الأولية

تمثل الأهداف الأولية حلقة بداية في إستراتيجية السياسة النقدية وهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، فمثلاً عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية فإنه يجب تبني متغير احتياطات البنوك وظروف سوق النقد المتفقة مع إجمالي النقود في الأجل الطويل، ولهذا فالأهداف الأولية ما هي إلا صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة، تتكون الأهداف الأولية من مجموعتين من المتغيرات:

المجموعة الأولى وهي مجموعة من الاحتياطات النقدية وتتضمن القاعدة النقدية، ومجموع احتياطات البنوك واحتياطات الودائع الخاصة والاحتياطات غير المقترضة، أما المجموعة الثانية فهي تتعلق بظروف سوق النقد وتحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد⁽¹⁾.

أولاً- مجتمعات الاحتياطات النقدية: تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور والاحتياطات المصرفية، كما أن النقود المتداولة تضم الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع، أما الاحتياطات المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي وتضم الاحتياطات الإلزامية والاحتياطات الإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك، أما الاحتياطات المتوفرة للودائع الخاصة فهي تمثل الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات الإلزامية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى.

أما الاحتياطات غير المقترضة فهي تساوي الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات المقترضة (كمية القروض المخصومة)، وقد أثير نقاش داخل النظام المصرفي وخارجه حول ما هو المتغير أو المجمع الاحتياطي الأكثر فعالية وسهولة؟ وأصبح لكل منهما مؤيد ومعارض فلقد دافعت بعض البنوك المركزية في أمريكا عن القاعدة النقدية كهدف أولي أو تشغيلي لسنوات عديدة كما دافعت

(1) - باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة عبد اللطيف منصور وآخرون، دار المريخ للنشر، السعودية، 1987، ص 293.

بعض الفروع الأخرى عن استخدام مجتمعات الاحتياطات الأخرى كهدف أولي وانتقل النقاش إلى الاقتصاديين حول أهمية كل مجمع، وهكذا بقي الموضوع محل جدل نظرا لكونه يتصف بالتجربة وليس بالتظير فقط ويتعلق الأمر بمدى تحكم السلطات النقدية في أي من المجاميع المذكورة، ومدى علاقتها بنمو العرض النقدي الذي يشكل الهدف الوسيط، وطالما أن الأمر كذلك فإن البنك المركزي يبقى يتسم بعدم الثبات في استخدام هذه المجاميع كهدف أولي أو تشغيلي⁽¹⁾.

ثانيا- ظروف سوق النقد: وهي المجموعة الثانية من الأهداف الأولية التي تسمى ظروف سوق النقد وتحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقترضين ومساهماتهم في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة البنكية هو سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة ليوم أو اثنين بين البنوك⁽²⁾.

والاحتياطات الحرة تمثل الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي اقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض، وتكون الاحتياطات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطات الفائضة أكبر من الاحتياطات المقترضة وتكون سالبة إذا كانت المقترضة أكبر من الاحتياطات الفائضة، كما استعملت ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدلات الفائدة على أدوات الخزينة والأوراق التجارية ومعدل الفائدة الذي تفرضه البنوك على أفضل العملاء، ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

وقد اختلف الاقتصاديون حول أفضلية استخدام المجموعة الأولى أم المجموعة الثانية إذا فضل النقديون استخدام مجاميع الاحتياطات التي هي ذات صلة كبيرة بالمجمعات النقدية التي تمثل الهدف الوسيط لديهم والمفضل، غير أن الكينزيين يركزون على ظروف سوق النقد وذلك باعتقادهم بأن الهدف الوسيط والمفضل لديهم هو أسعار الفائدة في أسواق رأس المال⁽³⁾.

المطلب الثاني: الأهداف الوسيطة

سميت بالأهداف الوسيطة للسياسة النقدية لأن البنك المركزي يستطيع التأثير على قيمة هذه الأهداف كما أنها ليست نهائية ولكنها حلقة وصل بين أدوات السياسة النقدية وتحقيق الأهداف النهائية

(1) - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر 2005، ص 124.

(2) - أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، 1998، ص 134.

(3) - إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000 - 2009)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود و بنوك، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011، ص ص 39، 40.

تتمثل في تنظيم معدل نمو الكتلة النقدية وجعل سعر الفائدة مرآة للتوظيف الفعال للموارد المالية، واستقرار أسعار الصرف للرفع من قيمة العملة⁽¹⁾.

أولاً: سعر الفائدة كهدف وسيط

يستعمل كوسيلة وكهدف وسيط في آن واحد، كهدف وسيط لأنه يؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي من حيث الاستثمارات لأن الإقتراضات والأصول المالية تعتمد على سعر الفائدة، وكوسيلة على أساس أن مراقبة سعر الفائدة يسهل التأثير على حجم الكتلة النقدية ومعدل الصرف. لذا يستوجب على السلطة النقدية أن تراقب مستويات معدلات الفائدة وأن تبقى هذه المعدلات ضمن هامش غير واسعة وحول مستويات وسيطية تقابل التوازن في الأسواق لأن المجال الواسع لتقلبات معدلات الفائدة يمكن أن يحدث تذبذباً في الاستقرار الاقتصادي، وأن عملية متتالية من عدم التوازن يتولد عنها حالات من التضخم والركود، ولهذا السبب تكون السلطة النقدية مضطرة أن تترك هامش لخلق كمية من النقود أكبر أو أقل من تلك التي كان من المفروض تقييدها بالهدف الكمي بالنسبة للمجمعات النقدية⁽²⁾.

ثانياً: سعر الصرف كهدف وسيط

يعتبر سعر صرف النقد مؤشراً نموذجياً لمعرفة الأوضاع الاقتصادية لبلد ما وذلك بالحفاظ على استقراره عند مستوى قريب من مستوى تكافئ القدرات الشرائية، كما أن التدخل المقصود والهادف إلى رفع سعر صرف النقد تجاه العملات الأخرى قد يكون عاملاً لتخفيض التضخم، فرفع سعر الصرف يؤدي إلى تخفيض الأسعار عند الاستيراد ويرفع من القدرة الشرائية للعملة وهذا ما يتطابق مع الهدف النهائي للسياسة النقدية⁽³⁾.

إن مرونة أسعار الصرف وسيلة لمعالجة الاختلالات في موازين المدفوعات، وذلك عندما تحقق الدولة فائض في معاملاتها الخارجية فإن هذا يعني زيادة في الطلب على عملتها الوطنية أو زيادة في عرض العملات الأجنبية مقابل هذه العملة التي لا تلبث أن ترتفع قيمتها مقابل العملات الأخرى، وهذا الارتفاع ينتج عنه ارتفاع في أسعار سلعها بالعملات الأخرى مما يضعف قدرتها على المنافسة في

(1) – Marion William et Gérard Duthie, **politiques économiques**, ellipses, paris, France, 2000, p 121.

(2) – فريد بخراز يعدل، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص 197.

(3) – وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بيروت لبنان، 2000، ص 205.

الأسواق الدولية ويؤدي إلى انخفاض الطلب على سلع هذه الدولة ثم تناقص الفائض في ميزان المدفوعات.

وعليه فإن السلطة النقدية تستهدف سعر الصرف وتؤثر عليه وذلك بتخفيضه أو رفعه من أجل الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي أو التحسين في ميزان المدفوعات⁽¹⁾.

ثالثاً: المجمعات النقدية

هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، وتعكس قدرة الأعوان الاقتصاديين الماليين المقيمين على الإنفاق، وتمثل بالنسبة للنقديين الهدف المركزي للسلطات النقدية وذلك بتثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى قريب من معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، ولهذا السبب فإن السلطات النقدية في كل الدول المتقدمة حددت أهدافاً في هذه المجمعات بالتدرج بداية بشكل غير معلن ثم بشكل معلن، كالنظام الفيدرالي للاحتياطي الأمريكي ابتداءً من 1972، بنك ألمانيا الفيدرالي انطلاقاً من 1974، بنك إنجلترا وفرنسا انطلاقاً من 1976، وذلك طبقاً للنظرية النقدية التي تنص على الحفاظ لعدة سنوات على معدل نمو ثابت من 3% إلى 5% للنقد⁽²⁾.

وبالنسبة للنقديين فإن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى قريب من معدل نمو الإنتاج يعتبر الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، وذلك لعدة مزايا أهمها:⁽³⁾

- تقادي حدوث عدم استقرار من جانب عرض النقود؛
 - التقليل من الاضطرابات الناجمة عن مصادر أخرى غير العرض النقدي؛
 - ضمان الثبات النسبي لمستوى الأسعار على المدى الطويل.
- وتتكون المجمعات النقدية عموماً من M_1, M_2, M_3, L حيث:⁽⁴⁾
- M_1 : النقد المتداول + الشيكات السياحية + الودائع تحت الطلب؛
- M_2 : M_1 + الودائع الزمنية لفترة قصيرة + الودائع الادخارية + حسابات ودائع سوق النقد + أسهم صناديق سوق النقود التعاونية؛
- M_3 : M_2 + الودائع الزمنية طويلة الأجل + اتفاقيات إعادة الشراء + اليورو دولار؛

(1) - عبد النعيم مبارك وآخرون، اقتصاديات النقود والبنوك وأسواق المال، الدار الجامعية، القاهرة، 2004، ص 323.

(2) - يوسف كمال محمد، السياسة النقدية والصيرفة الإسلامية، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص 95.

(3) - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم والأهداف والأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 129.

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

M_3 : أدونات الخزينة قصيرة الأجل + الأوراق التجارية + سندات التوفير + القبلات البنكية.

المطلب الثالث: الأهداف النهائية

تعرف الأهداف النهائية للسياسة النقدية بأنها تلك المؤشرات التي يسعى بلد ما إلى تحقيقها في إطار الأهداف الاقتصادية الكلية⁽¹⁾، وتتضمن الأهداف النهائية ما يلي:

أولاً: استقرار المستوى العام للأسعار

يبرز هدف السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال هدف استقرار الأسعار، فعدم استقرار الأسعار يعرض الاقتصاد لهزات وأزمات كبيرة بسبب تقلبات الرواج والكساد، إذ تتدهور قيمة العملة في حالة التضخم كما ترتفع نسبة البطالة في حالة الكساد، كما يخلق ذلك أضراراً على عملية التنمية الاقتصادية خاصة في الدول المتخلفة اقتصادياً⁽²⁾.

ومن خلال استقراء التاريخ نجد أن معالجة استقرار الأسعار لم يتم حتى في الدول الرأسمالية إلا عن طريق تدخل الدولة في الشؤون الاقتصادية، وذلك بإصدار القوانين والتشريعات التي كونت سياسات عديدة منها السياسة النقدية، كما ثبت أن التضخم ظاهرة نقدية فالنقدويون يرون أن العلاقة بين الأسعار وعرض النقود هي علاقة خطية وطردية تماماً ذلك أن زيادة كمية النقود تظهر في ارتفاع الأسعار بنفس النسبة بينما شبه كينز عمل السياسة النقدية خلال الخمسينات بعمل الخيط، إذ يمكن للسياسة النقدية أن تشد الاقتصاد (تقيده) ومن ثم تسيطر على التضخم⁽³⁾.

وحسب فريدمان فإن التضخم هو ظاهرة نقدية ودليله في ذلك أن أي بلد مر بتضخم عجز الموازنة إثر التوقعات الخاصة، والتضخم المستورد الناتج من التجارة الدولية وتغيرات أسعار مستمر مر أيضاً بمعدل نمو مرتفع للعرض النقدي⁽⁴⁾.

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 (القوة الشرائية)⁽⁵⁾.

(1) - نبيل حشاد، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1994، ص 50.
(2) - جيمس جورابتي، ريجارد أستروب، الاقتصاد الكلي: الاختيار العام والخاص، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن وآخرون، دار المريخ السعودية، 1988، ص 296.
(3) - المرجع نفسه، ص 297.
(4) - عبد النعيم محمد مبارك، محمود يونس، اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر 1996، ص 328.
(5) - رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 48.

ثانيا: العمالة الكاملة

تهدف معظم دول العالم المتقدم والنامي إلى الوصول إلى العمالة الكاملة حيث تعمل قوانينها وتشريعاتها لتحقيق أقصى عمالة ممكنة ومازالت تمثل هدفا للسياسة الاقتصادية بصفة عامة والسياسة النقدية بصفة خاصة، والمقصود بالعمالة الكاملة هو تحقيق مستوى عال من التشغيل وذلك بالاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية والحيوية للوصول إلى أعلى مستوى من التوظيف للموارد الطبيعية البشرية وتجنيد كل الوسائل المتاحة لتجنب مشكل البطالة وما يرافقها من آثار سلبية من انكماش في الإنتاج والدخل واضطرابات في العلاقات الاجتماعية وذلك من خلال رفع حجم الطلب الكلي لزيادة تشغيل الموارد الإنتاجية غير المستغلة⁽¹⁾.

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 إلى إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع وبطلبها، لذلك تبقى العمالة الكاملة هدف طويل الأجل نظرا لما للبطالة من مضار على الاقتصاد فهي تعبر عن هدر في طاقات المجتمع الانتاجية وضياع في موارد الإنتاج ولمحاربة البطالة وتحقيق هدف العمالة الكاملة يجب أن تلمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الحياة الاقتصادية لزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة العمالة⁽²⁾.

ثالثا: تحقيق معدل عال من النمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، حيث تعمل السياسة النقدية من خلال رقابتها على حجم الائتمان و كلفته على دفع النمو الاقتصادي الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد⁽³⁾، فالسياسة النقدية التوسعية تستطيع الإبقاء على سعر فائدة منخفض مما يشجع على زيادة الطلب على الائتمان والاستثمار والنمو الاقتصادي، وهي تهدف إلى زيادة الطلب الكلي من خلال زيادة في القدرة الشرائية لأفراد المجتمع⁽⁴⁾.

ولكن إذا نظرنا إلى دور السياسة النقدية في تحقيق معدل عال من النمو الاقتصادي نجد أنها باستطاعتها أن تعمل على تحقيق ذلك، كما أنها تساعد في المحافظة على النمو ولكن هناك عوامل أخرى غير نقدية يجب توفرها لتحقيق هذا المعدل العالي، كتوفر الموارد الطبيعية والقوة العاملة الكفأة

(1) - أوثرمار ايسينج، السياسة النقدية لنظام اليورو، مجلة التنمية والتمويل، المجلد 36، العدد 1، مارس 1999، ص 37.

(2) - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 138.

(3) - هيل عجمي، جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 260.

(4) - سليم موساوي، فعالية السياسة النقدية في الاقتصاديات الانتقالية، مرجع سبق ذكره، ص 112.

وتوفر عوامل وظروف سياسية واجتماعية ملائمة، ولذلك فإن دور السياسة النقدية يجب أن يعمل بالتنسيق مع هذه العوامل وكذلك مع سياسة مالية ملائمة غير مناقضة لدور السياسة النقدية⁽¹⁾.

رابعاً: تحقيق توازن ميزان المدفوعات

يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل يدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين وبلد آخر خلال الفترة الزمنية المعينة وعادة ما تكون السنة⁽²⁾، يكون هذا الميزان في صالح البلد عندما تكون إيراداته أكبر من نفقاته للعالم الخارجي، وتسعى كل الدول إلى جعل هذا الميزان لصالحها بهدف المحافظة على مخزونها الذهبي واحتياطياته من العملة الصعبة⁽³⁾، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات يمكن للسياسة النقدية علاج هذا العجز عن طريق القيام البنك المركزي بدفع سعر إعادة الخصم، الذي يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض الذي ينجم عنه تقليل حدة الائتمان والطلب محلي على السلع والخدمات، وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار داخل الدولة مما يشجع الصادرات المحلية ويقلل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة داخليا يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على معالجة العجز في ميزان المدفوعات⁽⁴⁾.

(1) - عبد الفتاح عبد المجيد، أصول علم الاقتصاد: التحليل الاقتصادي الكلي، النسر الذهبي للطباعة، الطبعة الثانية، مصر، 1997 ص251.

(2) - اسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982، ص 95.

(3) - حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص 163.

(4) - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية الكلية، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1998، ص 288.

المبحث الثالث: دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي

من أهم الأهداف التي تسعى كل الدول إلى تحقيقها رغم اختلاف الأسس التي تقوم عليها تنظيماتها الاقتصادية هي تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والذي يعد كذلك أكبر هاجس خاصة لدى الدول النامية منها ويتم ذلك بالاعتماد على السياسات الاقتصادية والمتمثلة أساسا في السياسة النقدية والمالية والتجارية وذلك باستعمال مجموعة من الأدوات للتأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية الاستقرار الاقتصادي

إن الوصول إلى حالة التشغيل الكامل هدف أساسي تسعى لتحقيقه معظم البلدان وذلك من خلال تحقيقها معدلات نمو مرتفعة وأدنى معدلات البطالة، بالإضافة إلى استقرار مستويات الأسعار مما يسمح بتفادي الأزمات المالية والاقتصادية في المستقبل.

أولاً: تعريف الاستقرار الاقتصادي

هناك عدة تعاريف للاستقرار الاقتصادي من بينها ما يلي:

يعرف الاستقرار الاقتصادي على أنه " التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، وتفادي التغييرات الكبيرة في المستوى العام للأسعار مع الاحتفاظ بمعدل نمو حقيقي في الناتج القومي"⁽¹⁾.
كما يمكن القول بأن " الاستقرار الاقتصادي يهدف إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على المعدلات المرتفعة لها من خلال التشغيل الرشيد للموارد البشرية والمالية والمادية مع تحقيق الاستقرار السعري والنقدي الملائم لاستمرار دفع عجلات التنمية"⁽²⁾.

مما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل للاستقرار الاقتصادي حيث يمكن تعريفه بأنه الاستغلال العقلاني والأمثل للموارد المالية والمادية والبشرية المتاحة لتحقيق الاستقرار في الأسعار والإبقاء على معدلات تضخم وبطالة منخفضة.

ثانياً: أهمية الاستقرار الاقتصادي

إن الاستقرار الاقتصادي مسألة تعني جميع اقتصاديات العالم حيث يتضمن هدفين أساسيين تسعى السياسات الاقتصادية لتحقيقهما يتمثلان في:⁽³⁾

(1) - مسعود درواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر 1990-2004، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 77.

(2) - إبراهيم متولي حسن مغربي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2011 ص 373.

(3) - مسعود درواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي، مرجع سابق، ص 78.

1- الحفاظ على مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة: من المعلوم أن التشغيل الكامل لا يعني بالضرورة الوصول بمعدل البطالة إلى الصفر وإنما يتطلب الأمر اختفاء نسبي لظاهرة البطالة وتهيئة الفرص الوظيفية لكل الأفراد المؤهلين والذين يبحثون عن فرص العمل عند معدلات الأجور السائدة.

2- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار: وهذا يعني عدم وجود اتجاه حاد للتحركات قصيرة الأجل في المستوى العام للأسعار، أما حدوث تغيرات نسبية في أسعار السلع الفردية (والتي تعكس تغيرات في التفضيلات الشخصية للأفراد) فلا تتعارض مع استقرار المستوى العام للأسعار كما يعتبر الاستقرار الاقتصادي مؤشرا هاما لأحداث التنمية والذي يجب أن يتدعم بالزيادة في معدل النمو الاقتصادي، فتحقيق التشغيل الكامل يؤدي إلى الاستخدام الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة مما يؤدي إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي ومستويات المعيشة ومستويات الأسعار المؤقتة بينما تؤدي التقلبات في مستويات الأسعار إلى تقلبات في النشاط الاقتصادي بين البطالة والكساد من ناحية وبين التضخم وارتفاع مستويات الأسعار من ناحية أخرى مما يؤدي إلى ظهور العديد من المشاكل الاقتصادية.

ثالثا: أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي

يتعرض النشاط الاقتصادي في كثير من الأحيان إلى تقلبات سواء كانت نتيجة ظواهر اقتصادية أو غيرها، إلا أن الاستقرار الاقتصادي زادت حدته في السنوات الأخيرة وذلك نتيجة تقلبات المفرطة في أسعار السلع والأوراق المالية وكذلك معدلات الفائدة وأسعار الصرف، ولعل من بين أهم أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي ما يلي:⁽¹⁾

1- التغيرات في المستوى العام للأسعار

يؤدي التغير في المستوى العام للأسعار سواء بالارتفاع أو الانخفاض إلى إحداث آثار بالغة على الاقتصاد فالارتفاع في المستوى العام للأسعار (تضخم) له آثار على متغيرات الاقتصاد الكلي، وبالتالي على الاستقرار الاقتصادي ما يجعل السلطات النقدية تضعه في الأولويات عند رسمها للسياسة الاقتصادية، كما يؤدي الانخفاض في المستوى العام للأسعار أو انعدامه (التضخم الصفري) إلى انعدام ثقة الأعوان الاقتصاديين في السلطة النقدية وعرقلة النمو الاقتصادي، كما أن معدل التضخم الصفري لا

(1) محمد أمين بن الدين، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر 1990-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، فرع النقود والمالية، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2009، ص ص 73، 74.

يسمح لمعدل الفائدة الحقيقية بالانخفاض بما يكفي لتنشيط الطلب الكلي، كما يمكن أن يؤدي التضخم الصرفي إلى حدوث ركود اقتصادي باستطاعته إلحاق أضرار بالغة على النظام المالي ككل، لذا فإن استقرار المستوى العام للأسعار أصبح من بين أهم الأهداف التي تسعى السلطات النقدية والحكومات تحقيقه.

2- الآثار السلبية للتحرير المالي والانفتاح على الأسواق المعولمة

بالرغم من الآثار الايجابية لتحرير المالي والانفتاح على الأسواق الخارجية والمتمثلة في رفع كفاءة القطاع المالي وزيادة قدرته في الوساطة المالية واستقطاب الموارد الخارجية للمساعدة على تحقيق أهداف الدول النامية والناشئة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إلا أن هذا المسار لم يخل من المخاطر الكبيرة التي أثرت سلبا على سلامة القطاع المالي والمصرفي في معظم دول العالم والتي من أهمها إلغاء كل الحواجز أمام المنافسة المصرفية وتخفيف القيود على العمل المصرفي وعلى تحركات رؤوس الأموال كما أن عولمة وحرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود ساعدت على سرعة انتشار الأزمات المالية وانتقالها عبر العالم، وعليه فإن تسارع الدول إلى التحرير المالي وإزالة القيود على رؤوس الأموال الأجنبية قبل تهيئة اقتصادها ومؤسساتها المالية للدخول في الأسواق المعولمة والتي تتسم بعدم الاستقرار والتذبذب والمخاطر المرتفعة المترتبة عن تقلبات الأسعار للصرف والتباين في أسعار الفائدة والتي ساهمت وبشكل كبير في حدوث الأزمات وغياب الاستقرار الاقتصادي.

3- استفحال الدين العام والخاص ولا سيما القصير الأجل

حيث أنه وفي نظام الوساطة المالية القائم على أسعار الفائدة يعتمد المقترض على قوة الضمانات بدلا من الاعتماد على قوة المشروع، كذلك فإن النظام الضريبي يشجع على استخدام الدين بدل المشاركة وذلك بإخضاع مدفوعات حصص الأرباح إلى الضريبة في الوقت الذي تعامل فيه الفوائد على أنها نفقات قابلة للتنازل بالإضافة إلى ثورة المعلومات وتكنولوجيا الاتصالات وتحرير أسعار الصرف الأجنبي، فقد ساهمت جميعها في سرعة انتقال الأموال من بلد لآخر وهذا ما زاد من حدة التقلبات في معدلات الفائدة الأمر الذي أدخل بدوره قدرا كبيرا من عدم التأكد في أسواق الاستثمار، ودفع مقترضين ومقرضين بالطريقة نفسها من سوق الدين طويل الأجل إلى سوق الدين قصير الأجل ذي الرافعة العالية، وقد كان لهذا أثر في زيادة عدم الاستقرار وهذا ما يؤكد صندوق النقد الدولي في تقريره سنة 1998 حول رأيه عن البلدان ذات المستويات العالية من الدين قصير الأجل " يبدو أنها أكثر تعرضا للصدمات الداخلية والخارجية ومن ثم الأزمات المالية".

4- الأزمات المالية

- يقصد بها التوقف المفاجيء في عمل الأسواق المالية وذلك عندما تصبح الأسواق غير قادرة على تنظيم تحويل الأموال بفعالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز الذين يعرضون فرص الاستثمار الإنتاجي وهذا يؤدي إلى تعطل النشاط الإنتاجي الحقيقي، ومن بين أهم عوامل حدوث الأزمات نذكر: (1)
- الارتفاع في أسعار الفائدة؛
 - أثر أسعار الأصول المالية على ميزانيات المؤسسات؛
 - إفلاس القطاع البنكي باعتبار البنوك تلعب دورا مهما جدا في مجال الوساطة المالية وتعبئة المدخرات وتمويل عمليات الاستثمار والاستهلاك، لذا وجب عليها عدم التمادي في منح القروض دون النظر إلى رأسمالها؛
 - الاختلاف في ميزانية الدولة، حيث لا يقتصر فقط على المؤسسات الاقتصادية والمالية بل إن الدول هي الأخرى قد تعاني من الإفلاس كما حدث في اليونان سنة 2010، بحيث تنعكس اختلالات ميزانية الدولة سلبا على كل مؤشرات الاقتصاد الكلي والجزئي.

المطلب الثاني: آليات السياسة النقدية لمعالجة التضخم

نظرا للخطورة التي تمثلها ظاهرة التضخم على اقتصاديات البلدان سواء كانت متقدمة أو متخلفة والآثار الاقتصادية والاجتماعية التي تصاحب هذه الظاهرة في الاقتصاد فكان من الضروري وضع مجموعة من السياسات النقدية والمالية وغيرها من الإجراءات التي تكفل الحد من الارتفاعات المتوالية في مستويات الأسعار المحلية والتخفيف من الآثار الاقتصادية والاجتماعية التي تولدها الضغوط التضخمية.

اولا: مفهوم التضخم

يعتبر مصطلح التضخم من أكثر المصطلحات الاقتصادية والنقدية شيوعا، وقد استخدم هذا المصطلح للتعبير عن عدد من الحالات المختلفة ولوصف ظواهر عديدة، غير أن الشائع هو استعماله للتعبير عن حالة ارتفاع الأسعار وآثارها على قيمة النقود من جهة وهيكل الإنتاج داخل الاقتصاد من جهة أخرى، وقد اكتسبت ظاهرة التضخم أهميتها في الحياة الاقتصادية بسبب ارتباطها الوثيق بالجانب النقدي والإنتاجي واهتم الاقتصاديون بدراسة هذه الظاهرة بهدف الوصول إلى تفسير وتحديد تعريف دقيق لها، وأبرزها التعريف الذي جاءت به المدرسة الكلاسيكية المرتبطة بالنظرية الكمية للنقود، ومضمونه أن

(1) - هيل عجمي، جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 288.

التضخم هو الزيادة المحسوسة في كمية النقود، كما أن التضخم هو نقود كثيرة تطارد سلعا قليلة أو أنه الزيادة في كمية النقود التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار⁽¹⁾.

وكذلك عرف التضخم: " بأنه الارتفاع الكبير المستمر في المستوى العام للأسعار مدى فترة طويلة من الزمن". أي أن التضخم هو التصاعد المستمر للأسعار نتيجة الطلب المتزايد على السلع والخدمات وقصور الإنتاج عن مقابلة هذا الطلب، ويتميز هذا التعريف بما يلي:⁽²⁾

- التضخم هو حركة مستمرة إذ لا يجوز تفسير أي ارتفاع في الأسعار على أنه تضخم؛
- التضخم هو حركة الأسعار نحو الارتفاع لأن المظهر الأساسي له هو ارتفاع الأسعار؛
- استمرارية حركة الأسعار نحو الارتفاع المتواصل، فالتضخم ليس حالة مؤقتة ناتجة عن نقص طارئ في سلع معينة.

ويمكن القول أن التضخم هو ظاهرة نقدية متمثلة في الارتفاع في المستوى العام للأسعار معبرا عنها بالنقود وذلك نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد، أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القدرة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية حيث لا تصبح النقود مقياس للقيمة ومخزن للثروة.

ثانيا: فعالية السياسة النقدية من منظور الكينزيين

قدم الاقتصاديان "هيكس" و"هانسن" نموذجا للتوازن الاقتصادي الكلي (IS- LM) أطلق عليه " نموذج النظرية الكينزية الجديدة" بهدف الوصول إلى تحديد مستوى التوازن الكلي آخذين بعين الاعتبار متغيرين أساسيين هما معدل الفائدة والدخل في آن واحد عن طريق ربطهما بدوال الادخار والاستثمار من جهة وعرض النقود والطلب عليها كمتغيرات متبادلة وآنية لكل منهما من جهة ثانية⁽³⁾.

وقبل التطرق إلى شرح السياسة النقدية وفق منحنى (IS- LM) ودورها في معالجة حالة التضخم يجدر بنا أولا شرح نموذج التوازن الكلي ولو بشكل موجز، بتوضيح شروط التوازن في سوق السلع والخدمات واستنتاج منحنى (IS)، ثم شرح شروط تحقيق التوازن في سوق النقد واستنتاج منحنى (LM) وأخيرا الجمع بين مختلف شروط التوازن في سوق المنتجات والخدمات والسوق النقدي، هذا المنحنى يظهر الارتباط المتبادل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية.

(1) - هاشم فؤاد، اقتصاديات النقود والتوازن النقدي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1974، ص 219.

(2) - خالد الوزني، أحمد الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر، عمان، 2003، ص 249.

(3) - قويدرمعيزري، فعالية السياسة النقدية وآثارها في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 2، جانفي

1- منحنى التوازن في سوق السلع والخدمات

يمثل التوازن في سوق السلع والخدمات بمنحنى (IS) الذي يوضح قيم الادخار (S) والاستثمار (I) التوازنية عند مستويات مختلفة من الدخل ومعدل الفائدة التي يتحقق في ظلها التوازن في سوق السلع والخدمات، بمعنى التعادل بين الادخار المتوقع (S) والاستثمار المتوقع (I).

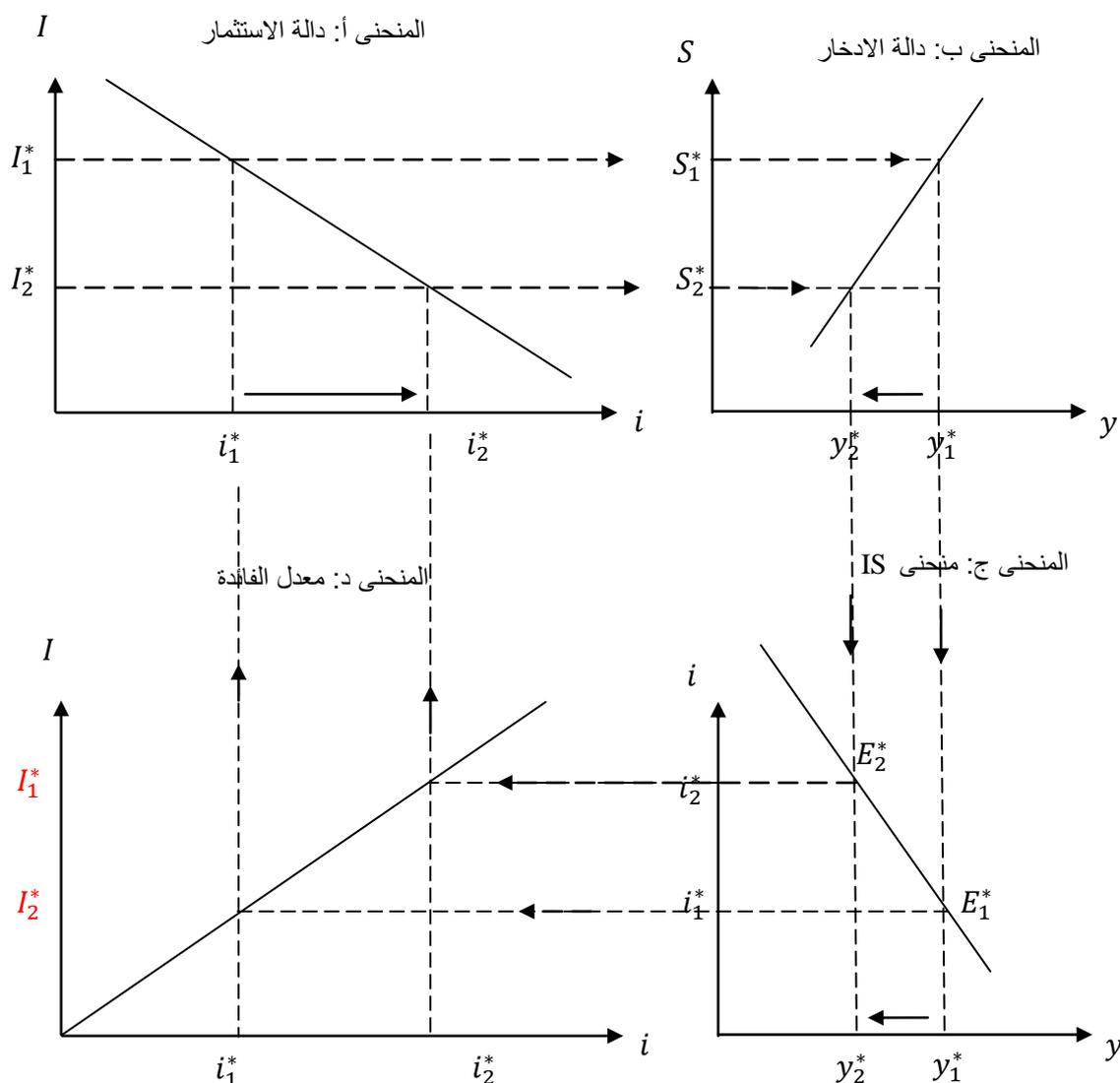
يكتب التوازن في سوق السلع والخدمات بالمعادلة: $Y = C + I$ والتي تعادل المعادلة $S(Y) = I(i)$ مع العلم أن الاستثمار هو دالة متناقصة بالنسبة لمعدل الفائدة، والادخار هو دالة متزايدة بالنسبة للدخل القومي.

لتمثيل خط (IS) نأخذ نقطتين i_1^* و i_2^* ، من أجل i_1^* الاستثمار يكون I_1^* (المنحنى أ) عند نقطة التوازن $I_1^* = S_1^*$ ، وكذلك من أجل S_1^* يكون الدخل y_1^* (المنحنى ب)، الثنائية (y_1^*, i_1^*) تمثل النقطة الأولى E_1^* من المنحنى (IS) (المنحنى ج)، والثنائية (i_2^*, y_2^*) تحدد نقطة ثانية E_2^* من المنحنى (IS) عند القيام بعكس هذه النقطة (المنحنى د) تعطينا معدل الفائدة i_1^* والذي يرافق مقدار الاستثمار I_1^* (المنحنى أ).

من خلال ما سبق سوف نقوم بأشتقاق منحنى (IS) الذي يظهر معدلات الفائدة والنتائج (الدخل) التي يتساوى عندها الإنفاق الكلي مع الدخل وذلك من خلال ربط النقطتين E_1^* , E_2^* مع بعضهما البعض (المنحنى ج)⁽¹⁾، كما هو مبين في الشكل التالي:

(1) - فتحة بناني، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 187 - 189.

الشكل رقم (3): اشتقاق منحنى (IS)



المصدر: فتيحة بناني، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 87.

2- منحنى التوازن في سوق النقد

يتحقق التوازن في سوق النقد بتقاطع عرض النقود مع الطلب عليها ولما كانت النقود هي أحد متغيرات السياسة النقدية تتحدد بقرار السلطة النقدية، فهي بذلك عديمة المرونة لتغيرات معدلات الفائدة أما الطلب على النقود فيتوقف على متغيرين هما: معدل الفائدة (i) والدخل $(y)^{(1)}$.

⁽¹⁾ - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 105.

ومنه يمكن اشتقاق منحنى (LM) في سوق النقد والذي يمثل الارتباط بين توليفات معدل الفائدة (i) والدخل (y) التي تحقق التوازن بين عرض النقود (M) والطلب عليها (L) والذي يحقق المساواة $M = L_1(y) + L_2(i)$ ومنه نحصل على منحنى (LM) انطلاقاً من المنحنيات المعروفة لدوال الطلب على النقود لغرض المعاملات والطلب على النقود لغرض المضاربة وهذا حسب ما جاء به كينز، لذلك فإن شرط التوازن في سوق النقد هو: $M = L_1 + L_2$ (المنحنى أ)، حيث L_1 هو الطلب على النقود لغرض المعاملات و L_2 هو الطلب على النقود لغرض المضاربة والذي يكون دالة متناقصة بالنسبة لمعدل الفائدة (المنحنى د).

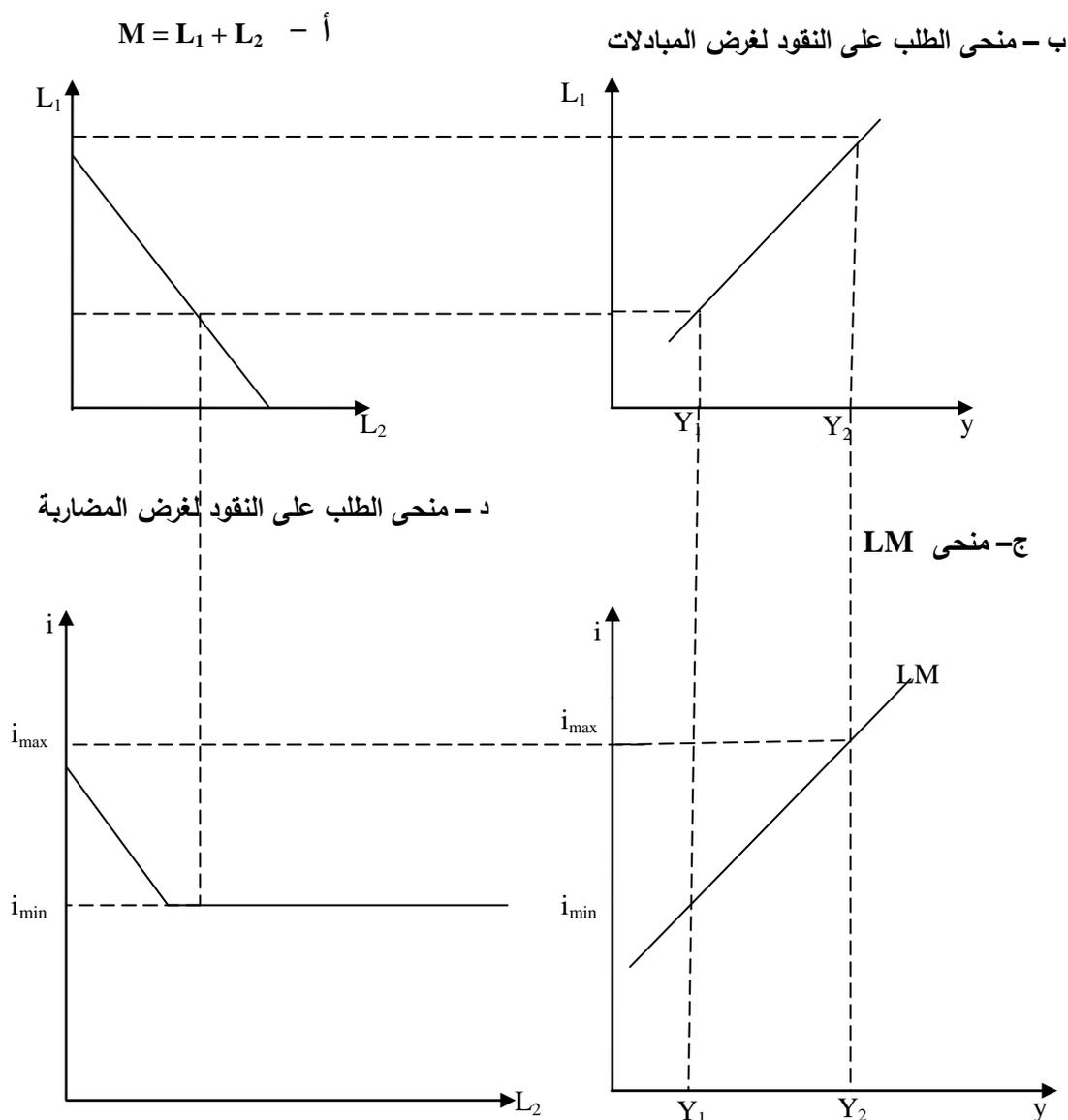
لرسم منحنى (LM) يكون التمييز بين ثلاثة أجزاء:⁽¹⁾

- من أجل معدل الفائدة $i \min$ يكون عندها ميل (LM) منعدم (مصيصة السيولة)، حيث يكون النشاط الاقتصادي ضعيفاً، وبالتالي فإن الطلب على النقود لغرض المضاربة يكون مرتفع (هناك علاقة عكسية بين L_2 و i)، والطلب على النقود لغرض المبادلات يكون منخفض لأنه هناك علاقة طردية بين L_1 و y ؛
- من أجل $i \max$ فإن منحنى (LM) يكون موازياً لمحور معدل الفائدة (i)، حيث يكون عندها النشاط الاقتصادي مرتفع والطلب على النقود لغرض المضاربة (L_2) منعدم لأنه في هذه الحالة كل النقود المتوفرة يتم استعمالها لغرض المبادلات؛
- عندما يكون i محصور بين $i \min$ و $i \max$ في هذه الحالة يكون المنحنى (LM) موجب، فعند ارتفاع النشاط الانتاجي سيرتفع الطلب على النقود لغرض المبادلات (L) وبما أن عرض النقود مستقر فإن أي زيادة في الطلب على النقود لغرض المعاملات يؤدي إلى انخفاض في الطلب على النقود لغرض المضاربة، وبالتالي يرتفع معدل الفائدة إلى $i \max$ لأن كل زيادة في الدخل تتطلب ارتفاع في معدل الفائدة ليتم تحقيق التوازن النقدي.

في الأخير يمكن اشتقاق منحنى (LM) كما هو موضح في الشكل التالي:

(1) - فتحة بناني، السياسة النقدية و النمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 192.

الشكل رقم (4): تمثيل منحني (LM)



المصدر: فتيحة بناني، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في

العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 89.

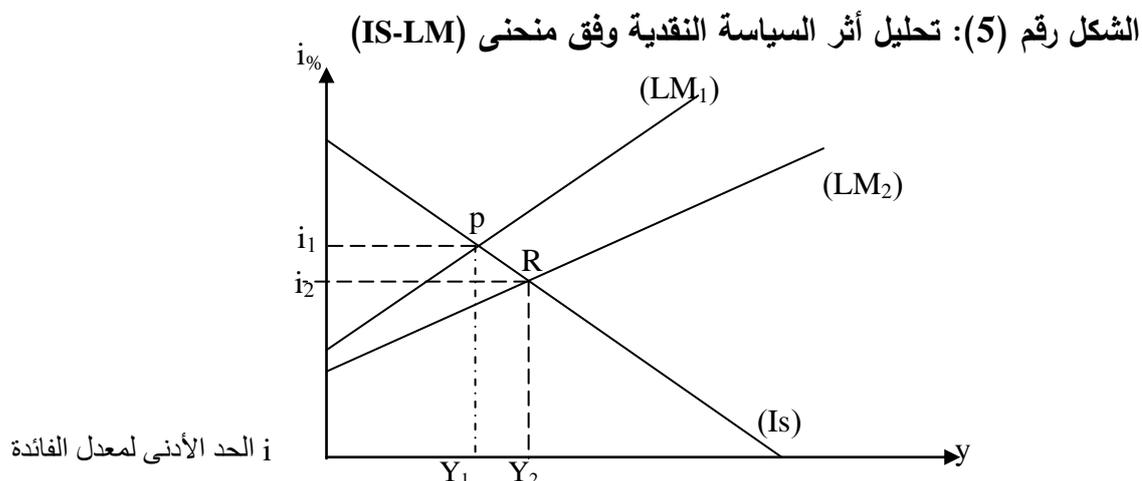
نلاحظ من خلال الشكل السابق وجود علاقة طردية بين الدخل (y) وسعر الفائدة (i) لأنه عند زيادة الدخل بمقدار معين سوف يؤدي ذلك إلى ارتفاع الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط تاركا كميات أقل من النقود والأرصدة للمضاربة.

ويمكن القول أن السياسة النقدية تساهم في التأثير على منحني (LM) وبالتالي التأثير في المستوى التوازني للنقد حيث يكون ذلك بالتأثير في عرض النقود أو الطلب عليها سواء بالزيادة أو النقصان، حيث أنه في حالة تغير عرض النقود أو الطلب عليها سوف يؤدي ذلك إلى انتقال منحني إلى اليمين أو إلى

اليسار وذلك حسب اتجاه تغير كمية النقود، إذ أن الزيادة في كمية النقود أو انخفاض الطلب على النقود يؤدي إلى انتقال منحنى (LM) إلى اليمين، بينما يؤدي انخفاض العرض النقدي أو الزيادة في الطلب على النقود إلى انتقال منحنى (LM) إلى اليسار⁽¹⁾.

3- تحليل أثر السياسة النقدية على التوازن الكلي

توصلنا فيما سبق إلى أن التوازن في سوق السلع والخدمات يتم تحديده من خلال منحنى (IS) وأن التوازن في سوق النقد يمكن الوصول إليه انطلاقاً من منحنى (LM)، ففي المنحنى الأول استنتجنا أن العلاقة بين y و i هي علاقة عكسية أما في المنحنى الثاني فنجد أن العلاقة بين y و i هي علاقة طردية، فمن خلال رسم المنحنيين (IS) و (LM) نجد أنهما يتقاطعان في نقطة واحدة (p) والتي تمثل توازن سوق السلع والخدمات وسوق النقد، كما هو موضح في الشكل الموالي⁽²⁾:



المصدر: السعيد بريش، الاقتصاد الكلي: نظريات، نماذج و تمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2007، ص 219.

يظهر أثر السياسة النقدية على التوازن في سوق النقد من خلال زيادة السلطة النقدية للمعروض النقدي الذي ينجم عنها زيادة في مستوى الدخل⁽³⁾.

(1) - هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق 2010، ص ص 67، 68.

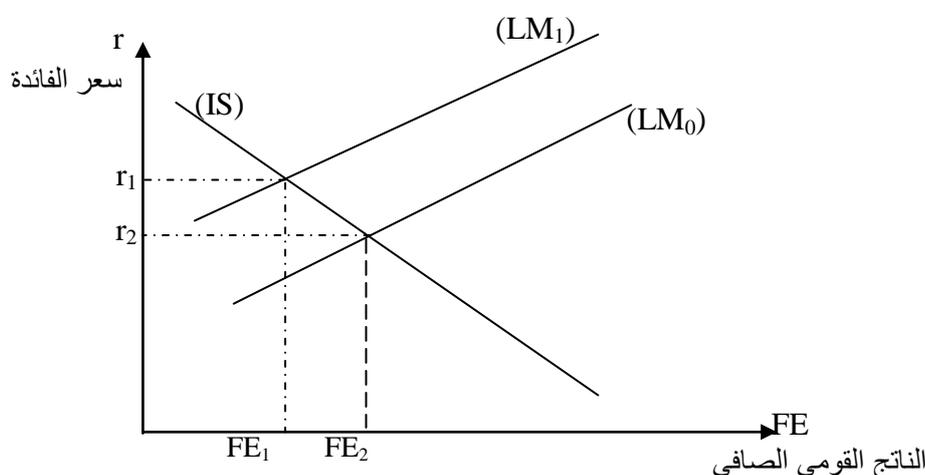
(2) - السعيد بريش، الاقتصاد الكلي: نظريات، نماذج، و تمارين محلولة، دار العلوم للنشر، 2007، ص 219.

(3) - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 103.

فافتراض ثبات المستوى العام للأسعار سيتسبب هذا في انتقال منحنى (LM) إلى اليمين من (LM₁) إلى (LM₂) تاركا وراءه انخفاضا في سعر الفائدة من (i₁) إلى (i₂) وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاستثمار⁽¹⁾.

وعليه فإذا كان الاقتصاد القومي يعاني من حالة تضخم، فإن السياسة النقدية الملائمة ستكون بتخفيض عرض النقود بحيث ينتقل منحنى (LM) إلى اليسار، فينخفض عرض النقود مما يؤدي إلى رفع سعر الفائدة وهذا يؤدي إلى خفض الاستثمارات والتي تؤدي بدورها إلى تخفيض الناتج القومي النقدي وبذلك يستطيع الاقتصاد القومي أن يلغي الفجوة التضخمية⁽²⁾. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (6): إزالة التضخم باستخدام السياسة النقدية



المصدر: خليل سامي، النظريات والسياسات النقدية والمالية، شركة كاظمة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الكويت، 1982، ص 663.

ولكن هذه السياسة النقدية باستخدام تخفيض عرض النقود سيكون لها أثر على الأسعار، ولكن سيكون لها أيضا أثر أكبر على الإنتاج والتوظيف وفي الحقيقة فإن معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار قد يتجه إلى الانخفاض بعد وقت قصير، وإن مستوى الأسعار قد يستقر ويتجه بعدها نحو الانخفاض، ولكن لن يكون ذلك إلا على حساب تكلفة بالغة في زيادة البطالة، ولذلك فإن السياسة النقدية الأكثر فعالية والتي يجب على البنك المركزي إتباعها في حالة التضخم هي تخفيض معدل نمو العرض

(1) - المرجع نفسه، ص 103.

(2) - خليل سامي، النظريات والسياسات النقدية والمالية، شركة كاظمة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الكويت، 1982، ص 662، 663.

النقدي إذا كان هذا العرض أكبر من معدل الزيادة في الناتج القومي للمجتمع وذلك بدلا من تخفيض كمية النقود.

مثال: إذا كان الناتج القومي يتزايد بمعدل 5% سنويا وعرض النقود يتزايد بمعدل 10% فإن نمو عرض النقود يجب أن ينخفض إلى 5% أو 6% وفي هذه الحالة صحيح أن التضخم لن يبقى بنفس السرعة كما في حالة تخفيض عرض النقود، ولكن الآثار الجانبية غير المرغوب فيها مثل زيادة معدل البطالة ستكون أقل، وتفسير ذلك أنه إذا استقر النمو السنوي لعرض النقود في الاقتصاد عند 5% أو 6% وإذا استمر الاقتصاد القومي ينمو تقريبا عند نفس المعدل فإن الأسعار يجب أن تستقر في النهاية عند مستوى أعلى من المستوى الذي كان سائدا قبل حدوث التضخم.

ومنه يمكن القول أن أي سياسة ضد التضخم هي سياسة ناجحة إذا تمكنا من المحافظة على استقرار مستوى الأسعار بحيث لا يرتفع أكبر من 1% أو 2% سنويا في المستقبل، فالسياسة النقدية الملائمة التي تجعل منحنى (LM) ينتقل إلى اليمين هي أن تجعل السلطات النقدية مستوى توازن الناتج القومي الصافي عند مستوى التوظيف الكامل دون حدوث تضخم، مع الاحتفاظ بالناتج القومي الصافي عند هذا المستوى⁽¹⁾.

المطلب الثالث: دور السياسة النقدية في معالجة الانكماش

ليس التضخم هو الخطر الوحيد الذي يهدد قيمة النقود، فهناك الحالة العكسية للتضخم وهي نقص كمية النقود المتداولة بالنسبة لكمية المبادلات، مع تدهور الأسعار وتلك حالة مرضية تعترض نمو المجتمع الرأسمالي وتقتل فيه الباعث على الإنتاج وهو السعي وراء الربح، ولهذا وجدت السياسة النقدية من أجل معالجة هذه الظاهرة من خلال عدة إجراءات.

أولاً: مفهوم ظاهرة الانكماش

الانكماش الاقتصادي حالة تنتاب الحياة الاقتصادية نتيجة سياسة معتمدة في غالب الأحيان يميل معها مستوى الطلب الكلي ليغدو أدنى من مستوى العرض الكلي مما يؤدي إلى تقليص التداول النقدي وارتفاع قيمة العملة الوطنية وكلفة القروض، مع ميل مستوى أسعار الأجور نحو الانخفاض. فالانكماش حالة ينهار فيها حجم الإنتاج الحقيقي من السلع والخدمات ويحدث الإفلاس في المشروعات ويتوقف تنفيذ تلك المشروعات التي بدأ فيها وتزيد أعباء الديون على الأفراد والمشروعات

(1) - المرجع نفسه، ص 664.

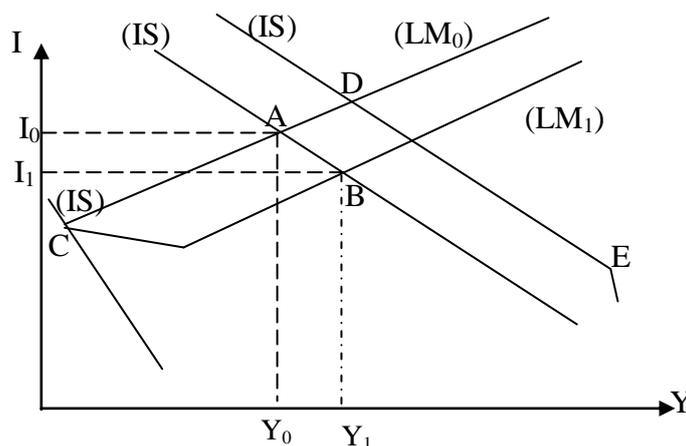
والحكومات، وتندهور الأرباح المتوقعة ويتعطل الاستثمار ولذلك يدفع الانكماش إلى الاكتناز والادخار النقدي وإلى تقليل الحكومات من إنفاقها، وإذا ظلت الأجور على قدر من الثبات فإنه يؤدي إلى زيادة كبيرة في البطالة بين العمال.

وإذا استمرت هذه الحالة مدة من الزمن، فقد تتدخل عوامل جديدة توسع من الانكماش كأن تتحرك البنوك في هذه الظروف فتتقص من الائتمان ومنح القروض، وقد يحدث أن يتزاحم العملاء على البنوك طالبين تحويل ودائعهم إلى بنكنوت، وقد يزيد اكتناز الذهب لأغراض التجارة أو لأغراض أخرى، وقد تهجر رؤوس الأموال سعياً وراء الربح في بلاد أخرى، وكل هذه العوامل تزيد من الانكماش وتوسع قاعدته فينهار الطلب في مختلف النواحي، مما يدعو التجار إلى خفض طلباتهم من المنتجين الذين يعطلون الإنتاج، ويطردون العمال فتتقص الدخل ويزداد نقص الطلب وينتشر الركود⁽¹⁾.

ثانياً: أثر السياسة النقدية للتخلص من الركود الاقتصادي

يمكن استخدام السياسة النقدية لتنشيط وتوسيع العمالة عندما تكون هناك حالة من الركود الاقتصادي ويكون معدل البطالة مرتفعاً نسبياً، وتعتمد هذه السياسة على المقولة القائلة بأن زيادة كمية النقود المتداولة تؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة مما يزيد الإنفاق الاستثماري، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الدخل وبالتالي زيادة الإنفاق الاستهلاكي، ومن ثم زيادة الناتج، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (7): استخدام السياسة النقدية للتخلص من الركود الاقتصادي ومعالجة البطالة



المصدر: أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى عمان، 2002،

ص 332.

في الشكل السابق افترضنا أن التوازن النقدي يتحقق في البداية عند تقاطع المنحنى (LM_0) مع (IS) في النقطة A وعند زيادة الكتلة النقدية ينتقل المنحنى (LM_0) إلى الوضع الجديد (LM_1) ، ويتغير

⁽¹⁾ - <http://www.arb-ency.com>. consulter le 14/02/2016. 18 :15.

تبعاً لذلك موقع نقطة تقاطع مع المنحنى (IS) بحيث يزداد الناتج القومي من (y_0) إلى (y_1) وينخفض معدل الفائدة من (I_0) إلى (I_1) ، النقطة (B) ونميز ثلاث أوضاع للاقتصاد تختلف فيها شدة السياسة النقدية، وتتمثل في: (1)

1- أثر السياسة النقدية معدوم أو ضعيف

إذا كان المنحنى (IS) يتقاطع مع المنحنى (LM_0) في النقطة (C) يكون فيها المنحنى (LM_0) أفقياً فإننا نقول أن الاقتصاد يقع في مصيدة السيولة، ذلك أنه إذا كان المنحنى (LM_0) أفقياً لا تستطيع الزيادات التي تطرأ على العرض النقدي أن تنقله إلى اليمين ومن خلال معدل الفائدة السائد في هذه الحالة يلجأ الأفراد إلى الاحتفاظ بأية كمية معروضة من النقود مهما كانت تلك الكمية كبيرة لهذا فإن السياسة النقدية المتمثلة في زيادة العرض النقدي، لا يكون لها أي تأثير على معدل الفائدة ولا على زيادة الاستثمار ولا على زيادة مستوى الناتج.

وإلى جانب وضع مصيدة السيولة التي يكون أثر السياسة النقدية فيها معدوماً، هناك أوضاع اقتصادية أخرى يكون فيها أثر هذه السياسة في تنشيط الاستثمار محدوداً، ويمكن أن نتصور مثل هذه الأوضاع عندما يتقاطع المنحنى (IS) مع المنحنى (LM_0) في نقطة يكون مماس (IS) فيها خطاً رأسياً تقريباً، كما في النقطة (E) مثلاً في الشكل السابق، فإذا كانت النقطة (E) هي نقطة تقاطع المنحنيين (IS) و (LM_0) فإن زيادة الكتلة النقدية لا تؤدي إلى زيادة حجم الناتج عن المستوى (y_0) بالرغم من أنها تخفض معدل الفائدة، في هذه الحالة يفقد الاستثمار مرونته بالنسبة لمعدل الفائدة، وفي أوضاع مصيدة السيولة لا يمكن تنشيط الاستثمار وزيادة الناتج باستخدام أدوات السياسة النقدية بل يكون ذلك بإتباع إجراءات السياسة المالية، تلك الإجراءات التي تؤدي إلى نقل المنحنى (IS) إلى اليمين.

2- أثر السياسة النقدية متوسط الشدة

إذا كان المنحنى (IS) يتقاطع مع المنحنى (LM_0) في نقطة (A) تقابل ميلاً متوسطاً للمنحنى (LM_0) فإن زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة انخفاضاً متوسطاً نسبياً يساوي (I_1-I_0) وتؤدي أيضاً زيادة حجم الاستثمار إلى ارتفاع مستوى الناتج ارتفاعاً متوسطاً نسبياً من (y_0) إلى (y_1) ونلاحظ أنه كلما كان المنحنى (IS) أكثر بعداً إلى اليمين فإن أثر السياسة النقدية يكون أكثر شدة بصورة عامة.

(1) - أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص ص 333

3- أثر السياسة النقدية قوي

عند تقاطع المنحنى (IS) مع المنحنى (LM_0) في النقطة (D) فإن الزيادة التي تطرأ على الناتج (y) نتيجة زيادة الكتلة النقدية يكون كبيرا جدا في هذه الحالة يكون معدل الفائدة الأولى (i_0) مرتفعا جدا فينخفض بعد زيادة الكتلة انخفاضا كبيرا إلى المستوى (i_1) ويؤدي إلى ارتفاع حجم الناتج ارتفاعا كبيرا نلاحظ أن الوضع الاقتصادي في هذه الحالة يتميز منذ البدء بالازدهار الذي يتمثل بارتفاع مستوى الدخل وارتفاع مستوى معدل الفائدة، وفي هذه الحالة تكون استجابة كل من الاستثمار والناتج لإجراءات السياسة النقدية كبيرة جدا.

الخلاصة:

لقد حظيت السياسة النقدية باهتمام المدارس الاقتصادية يتناولها الاقتصاديون بالدراسة والتحليل لنجد أن هذه المدارس اختلفت في تحديد درجة فعالية السياسة النقدية حسب ظروف كل واحد منها، فأهمية السياسة النقدية ودورها في الحياة الاقتصادية تختلف حسب طبيعة النظام الاقتصادي والسياسي السائد في المجتمع، وتختلف أيضا حسب مستويات التطور والتقدم الاقتصادي، فالسياسة النقدية لها دور في التأثير على النشاط الاقتصادي ككل، حيث تتعدى تأثيراتها السياسات الأخرى كالسياسة الجمركية والسياسة التجارية... لما توفره من سيولة لازمة للاقتصاد، إذ تعتمد الحكومات على السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الذي يتمثل في تخفيض نسب البطالة فضلا عن تخفيض نسب التضخم والتخفيف من حدة الانكماش.

ولتطبيق هذه السياسة وضمان نجاحها لابد من تحديد أهداف لها ووسائل تسهل تأثيرها في ظروف اقتصادية معينة.

الفصل الثاني: مدخل إلى السياسة النقدية غير

التقليدية

المبحث الأول: الإطار العام للآزمة المالية العالمية لسنة 2008

المبحث الثاني: نظرة عامة عن السياسة النقدية غير التقليدية

المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

تمهيد:

تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من أشد الأزمات المالية التي هزت أكبر إقتصاديات العالم، وزعزعت استقرار أعرق الأسواق المالية الدولية والتي اعتبرت الأخطر منذ قرون، وامتدت تداعياتها لتهدد بإغراق الإقتصاد العالمي، فتطلب الأمر خططا هائلة لإنقاذ البنوك حيث اقترح على البنوك المركزية عددا من الحلول للخروج من الأزمة، ومن أهم الجوانب الملفتة للنظر في شأن تخطي أزمة 2008 هي استعداد البنوك المركزية في الإقتصاديات المتقدمة للغوص في أعماق عملية صنع سياسات نقدية غير تقليدية، ومن بين هذه السياسات ظهرت سياسة التيسير الكمي التي تعمل على ضخ النقود وزيادة السيولة في الإقتصاد وكذلك معدلات الفائدة الصفرية والسالبة والتي لا تزال محل أخذ ورد من قبل الإقتصاديين وغيرهم.

المبحث الأول: الإطار العام للأزمة المالية العالمية لسنة 2008

شهد العالم خلال العشريتين السابقتين العديد من الأزمات المالية وكانت الأسباب مختلفة، إلا أنها بينت هشاشة الأنظمة البنكية والسياسات الاقتصادية غير الملائمة، ويواجه الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن أزمة مالية حقيقية عصفقت باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث بدأت بوادرها في سنة 2007 وبرزت أكثر سنة 2008.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية

يعد موضوع الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها وارتباطها بالاقتصاد المالي والحقيقي، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الأزمة المالية خصائصها وأنواعها.

أولاً: تعريف الأزمة المالية

هناك عدة تعاريف للأزمة المالية من بينها ما يلي:

عرفت الأزمة المالية على أنها: "الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول والتي تكون إما رأس المال المادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات أو الأبنية وإما أصول مالية وهي حقوق ملكية لرأس المال المادي مثل الأسهم وحسابات الإيداع مثلاً، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية والتي تسمى بالمشنقات المالية مثل العقود المستقبلية (للنفط أو العملات الأجنبية مثلاً) (1).

كما تعرف أيضاً: "بأنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار أسعار الأسهم والسندات و كذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف" (2).

كما تعرف أيضاً: "بأنها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً على قيمة العملة وأسعار الأسهم، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية العالمية" (3).

ثانياً: خصائص الأزمة المالية

تتميز الأزمة المالية عن غيرها من الأزمات بمجموعة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي: (4)

(1) - علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية: حقيقتها، أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن يومي 10، 11 نوفمبر 2009، ص 13.

(2) - مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات: جذورها، أسبابها، تداعياتها وأفاقها، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص 80.

(3) - عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص 200.

(4) - محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص ص 20، 21.

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 تحديداً.

2- الوقت: إن عنصر الوقت في الأزمات المالية مهم جداً وذلك لأن حجم الخسائر يكون كبيراً 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 خطراً وتهديداً صريحاً وكبيراً على مجمل اقتصاديات الدول وذلك لكونها تصيب أكثر القطاعات الاقتصادية تشابكاً مع باقي 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.

4- دورة حياة الأزمة: لكل أزمة دورة حياة، لكن ما يميز دورة حياة الأزمة المالية أنها تكون طويلة نوعاً 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.

ثالثاً: أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات المالية وتتنوع وفقاً لمسبباتها وطبيعة القطاع الذي حدثت فيه، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين الأشكال التالية للأزمات المالية:

1- أزمة العملة وأسعار الصرف: تحدث هذه الأزمة عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة في أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك يطلق على هذه الأزمة أيضاً اسم "أزمة ميزان المدفوعات" وتحدث تلك الأزمات عند اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانتهاء تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في جنوب شرق آسيا عام 1997⁽¹⁾.

2- أزمة مصرفية: تتجم الأزمة المصرفية عندما يواجه المصرف ارتفاعاً مفاجئاً وكبيراً في الطلب على سحب الودائع، فالمصرف يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل ويحتفظ

(1) - نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 02، دمشق، 2010، ص 659.

بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه المصرف أزمة مصرفية حقيقية عندما تحدث زيادة كبيرة في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب فتحدث الأزمة في هذا المصرف في صورة أزمة سيولة، وعندما تتفاقم وتمتد إلى المصارف الأخرى فإنها تصبح أزمة مصرفية في تلك الدولة أو مجموعة الدول، وليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فقد تكون أزمة ائتمان أو إقراض وتحدث عندما تمتنع المصارف عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب⁽¹⁾.

3- أزمة الأسواق المالية: تحدث أزمة الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "ال فقاعات" حيث تتكون "ال فقاعة" عندما ترتفع أسعار الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصول مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعها، فتبدأ أسعارها في الانخفاض ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى⁽²⁾.

4- أزمة الديون: تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعنقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام) وتؤدي المخاطر المتوقعة إلى توقف القطاع العام عن سداد التزاماته و تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص ومنه حدوث أزمة في الصرف الأجنبي⁽³⁾.

المطلب الثاني: أزمة 2008 وجنورها التاريخية

أصيب الإقتصاد العالمي في خريف سنة 2008 بأزمة مالية كبيرة سميت "بأزمة الرهن العقاري"، وهي مرتبطة أساسا بالنظام الاقتصادي والمالي الأمريكي الذي كان موطن انفجارها الأصلي.

(1) - يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على

منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10، 11 نوفمبر 2009، ص 6.

(2) - عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والأربعون، ربيع 2009، القاهرة، ص 9.

(3) - فاطمة الزهراء ديش، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011، ص 64.

أولاً: تعريف الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

تعرف الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على أنها " تلك التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح عام 2007، بسبب فشل ملايين المقترضين الذين قاموا بشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في تسديد ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية في الاقتصاد الأمريكي وصلت تداعياتها إلى الكثير من الاقتصاديات العالمية"⁽¹⁾.

من خلال التعريف أعلاه يمكن تعريف أزمة 2008 بأنها: أزمة مالية حادة كان منبع حدوثها القطاع المالي الأمريكي وبالتحديد الاستثمارات المالية في قطاع العقار، أدت هذه الأزمة إلى حدوث إختلالات اقتصادية كبيرة ليس فقط في الاقتصاد الأمريكي وإنما الإقتصاد العالمي ككل، ومن بين هذه الإختلالات نجد انتشار البطالة، إفلاس المؤسسات الكبرى والبنوك وحدث انكماش في الإقتصاد العالمي.

ثانياً: ظهور الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية

اندلعت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية عام 2007، حيث كانت هناك ندرة في السيولة في أسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية بسبب الممارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض والاقتراض إلى جانب بداية الانكماش في قطاع العقارات، ولقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات والتي نتجت عن تسويق العقارات لفئة محدودي الدخل في الولايات المتحدة الأمريكية بطريقة ملتفة وشروط تبدو سهلة من الوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر، حيث تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداؤه، حيث شهدت السنوات 1997-2006 تساهلاً ملحوظاً في شروط الائتمان واتجاهاً طويلاً المدى في ارتفاع أسعار العقارات، إذ ارتفعت أسعار العقارات وخاصة السكنية منها بما يقارب 124% خلال هذه الفترة، وهذا ما شجع الكثيرين على الاقتراض لشراء مساكنهم الخاصة، وخلال عامي 2006 و 2007 بدأت أسعار الفائدة في الارتفاع مما أدى إلى زيادة أعباء قروض العقارات التي التزم بها محدودي الدخل، فامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة وبدأت أسعار العقارات تنخفض.

ولاحتواء الوضع قامت البنوك وشركات العقار ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، وفي ظل تلك الظروف قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة حيث

(1) - محمد حامدي، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص 3.

قام في يناير 2008 بخفض معدل الفائدة إلى 3,5% ثم إلى 2% بين يناير وأبريل من نفس السنة، وهذا ما زاد من تفاقم الأزمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، فاضطرت الشركات والبنوك لمحاولة بيع العقارات محل النزاع والتي رفض ساكنوها الخروج منها، فعجزت قيمة العقار عن تغطية التزامات البنوك وشركات التأمين وشركات العقار مما أثر على السندات، فطالب المستثمرون بحقوقهم من شركات التأمين و قد أعلنت أكبر شركة تأمين في العالم AIG (أيه أي جي) على عدم قدرتها في الوفاء بالتزاماتها اتجاه 64 مليون عميل تقريبا، وهذا ما دفع بالحكومة الأمريكية إلى تقديم مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها، ولحق بها العديد من المؤسسات المالية الأمريكية وأعلن بنك ليمان برادرز إفلاسه حيث وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال عام 2008 إلى 19 بنكا، وقد قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم أجمع ما يزيد عن 4 تريليون دولار من قيم الأسواق المالية العالمية في أيام قليلة، ما دفع بالعديد من الاقتصاديين والخبراء الماليين بضرورة إعادة النظر في إدارة النظام المالي العالمي، وهكذا نشأ الانكماش الائتماني حيث فشلت مختلف محاولات ضخ الأموال وشراء الحكومات لبعض المؤسسات المنهارة في القضاء على هذه الأزمة.

هذه الأزمة ما لبثت أن ظهرت آثارها على الإقتصاد الأمريكي حتى وصلت معدلات البطالة إلى 6,1% في سبتمبر 2008، كما انعكس ذلك على سوق الأوراق المالية حيث شهدت هذه الأخيرة انخفاضات حادة في أسعار الأسهم والسندات⁽¹⁾.

ثالثا: الجذور التاريخية للأزمة المالية العالمية لسنة 2008

يمكن إيجاز المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 فيما يلي:⁽²⁾

- **فيفري 2007:** عدم تسديد دفعات القروض العقارية من طرف المدينين الأمريكيين أدى إلى إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.
- **من أبريل إلى أكتوبر 2007:** تزايدت المؤشرات الدالة على قرب انفجار الأزمة، حيث كانت تسري في محاور الإقتصاد دون أن تتخذ الجهات المختصة ما يلزم لمنع انتشارها.
- **أوت 2007:** الأسواق المالية تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة، والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق بالسيولة.

(1) - علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية: حقيقتها، اسبابها، تداعياتها وسبل العلاج، مرجع سبق ذكره، ص ص 9، 10.

(2) - Daniee Szpiro, *Economie Monétaire Et Financière*, Groupe De Bock 2009, Bibliothèque National Paris, 2009, P 293.

- من أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدد كبير من المصارف الكبرى تعلن انخفاض أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- 22 جانفي 2008: البنك المركزي الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3,5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم قام بتخفيضه تدريجيا إلى 2% بين شهر جانفي ونهاية شهر أبريل.
- 17 فيفري 2008: الحكومة البريطانية تؤمم بنك "تورذرن روك".
- 11 مارس 2008: تظافر الجهود المبذولة من طرف البنوك المركزية لمعالجة سوق السلفات.
- 16 مارس 2008: مساعدة الاحتياطي الفيدرالي لـ "جي بي مورغان تشيز" في شراءه بنك الأعمال الأمريكي "بيرستينز".
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع مؤسسة "Fanny Mae" ومؤسسة "Freddie Mac" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها المؤسسات لإعادة الهيكلة المالية لهما، وقد شمل قرار الوصاية كفالة الديون التي تقع على عاتقها حتى مبلغ 200 مليار دولار كون هاتين المؤسساتين هما أشهر وأكبر مجموعتين للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.
- 15 سبتمبر 2008: الإعلان عن إفلاس بنك "ليمان برادرز" في حين يعلن أحد أهم المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراءه لبنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش".
- عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة يقدر رأسماله بـ 70 مليار دولار لمواجهة حاجاتها الضرورية، في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف إلا أن ذلك لم يمنع من تراجع الأسواق المالية.
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية يؤممان أكبر مجموعة تأمين في العالم "آيه آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة تبلغ قيمتها 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف النظام المالي والمصارف المركزية تكثف من عمليات تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويدتي أس بي" يشتري منافسه "أنتش بي أو أس" المهتد هو الآخر بالإفلاس.
- إعلان السلطات الأمريكية أنها تقوم بإعداد خطة إنقاذ بقيمة 700 مليار دولار.

- **19 سبتمبر 2008:** الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء للتحرك فوراً بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة.
- **23 سبتمبر 2008:** الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.
- **26 سبتمبر 2008:** انهيار أسعار أسهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- **28 سبتمبر 2008:** خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ.
- **29 سبتمبر 2008:** رفض خطة الإنقاذ في المداولات الأولى من قبل مجلس النواب الأمريكي، وبنك "ول ستريت" ينهار بعد تراجع البورصات الأوروبية، كما أعلن بنك "سيتي غروب" الأمريكي عن شراءه لمنافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- **01 أكتوبر 2008:** مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.
- لم تتوقف الأزمة عند هذه المراحل بل واصلت تفشياً في مختلف اقتصاديات دول العالم حيث أنه: ⁽¹⁾
- **في 08 أكتوبر 2008:** قامت الحكومة البريطانية بإعادة هيكلة رؤوس الأموال الخاصة بـ 8 مؤسسات مصرفية بريطانية كبرى كإجراء لمواجهة الأزمة التي أصابتها.
- **في 15 أكتوبر 2008:** اتفقت دول منطقة "الاتحاد الأوروبي" على التعاون من أجل ضخ المزيد من الأموال لصالح المؤسسات المصرفية والمالية المتعثرة وإعطاء ضمانات أكبر لعمليات الاقتراض، حيث تم منح هذه القروض بقيمة مالية تجاوزت 1,3 تريليون دولار.

المطلب الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية وتداعياتها

رغم أنه هناك الكثير ممن يرجعون أسباب الأزمة المالية إلى طبيعة النظام الرأسمالي وآليات عمله باعتباره نظام اقتصادي متعثر، إلا أن هذا لا يلغي الدور الكبير الذي لعبه القطاع المصرفي في حدوث الأزمة من خلال التوسع في منح الائتمان، وهكذا فإن أزمة الرهن العقاري الأمريكية ألفت بتوابعها على الاقتصاد العالمي وطالت مختلف القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وأدت إلى خسائر مالية يصعب حصرها.

أولاً: أسباب الأزمة المالية لسنة 2008

يمكن إجمال أسباب أزمة الرهن العقاري في النقاط التالية:

⁽¹⁾ - يوسف أبوفارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، مرجع سبق ذكره، ص 9.

1- الإفراط في منح القروض العقارية الأقل جودة

تعتبر العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية مصدر مهم للإقراض والإقتراض، حيث أن القروض الموجهة لضعيفي الملاءة شهدت طفرة كبيرة خلال الفترة من 2001 إلى 2006، إذ تعد الأزمة المالية لسنة 2008 نتيجة للتطور الكبير المسجل في حجم قروض الرهن العقاري الأقل جودة (Subprimes)، وهي القروض التي تقدم لمقترضين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55% أو نسبة مبلغ القرض إلى قيمة الثروة تزيد عن 85%، أي أنها تمنح للراغبين في الحصول على سكن من دون الاشتراط بأن يكون لهم سجل مالي قوي⁽¹⁾.

والجدول الموالي يوضح الارتفاع الذي سجله حجم قروض الرهن العقاري الأقل جودة في السوق المالي الأمريكي:

الجدول رقم (1): قيمة قروض الرهن العقاري خلال الفترة (2006-2001)

الوحدة:مليار دولار

| السنة | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| قيمة قروض الرهن العقاري الأقل جودة | 190.00 | 231.00 | 335.00 | 540.00 | 625.00 | 600.00 |

Source : Klein Laure, **Lacrise Des Subprimes**, Origines De L'excès De Risque Et Mécanismes De Propagation, Revue Banque, Paris,2008,P41.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ الارتفاع الكبير في قيمة قروض الرهن العقاري الأقل جودة من سنة إلى أخرى، حيث بلغت قيمة هذه القروض 600.00 مليار دولار أمريكي سنة 2006 مقارنة مع مبلغ 190.00 مليار دولار سنة 2001، والسبب في هذا الارتفاع راجع للمنافسة الكبيرة بين المؤسسات المالية التي كانت تسعى جاهدة لتحقيق أقصى ربح ممكن.

2- توريق القروض

يعتبر التوريق وسيلة مهمة تمكن المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل من توليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل أصولها المالية بما فيها القروض بجميع أنواعها وتحويل مخاطرها أو التقليل منها كما تمكنها من تحقيق أرباح أكبر، ولتحقيق هذا يجب على المؤسسات المالية أن تلتزم بقواعد الاحتراس ولا

(1)- نادية العقون، صبرينة كردودي، النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، يومي 5، 6 ماي 2009، ص4.

تتمادى في منح القروض ولا في توريقها، لأن توسع المؤسسات في هذه العملية بأكثر من حاجة الإقتصاد إليها سيؤدي إلى انهيارها وانهيار الأسواق المالية معها والوقوع في أزمة، وما حدث في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 خير دليل على ذلك⁽¹⁾، حيث تشير الإحصائيات إلى أن حجم تلك القروض المورقة والمغطاة بقروض الرهن قد بلغ نهاية عام 2007 حدود 10 آلاف مليار دولار أمريكي متضاعفة بما يقارب ثلاث مرات عما كانت عليه عام 1997⁽²⁾.

3- الدور السلبي لوكالات التصنيف الائتماني

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⁽³⁾.

فخلال الأزمة المالية لسنة 2008 قامت وكالات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا باعتبار أنها صادرة عن بنوك قوية، فقد قامت تلك الوكالات بمنح تلك السندات العقارية المضمونة بحزم من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا وأما لأنها فقط تم شراؤها من قبل مصارف ضخمة مثل: ليمان برادرز "Lehman Brothers"، وبذلك تحملت وكالات التصنيف الائتماني جزءا هاما من الأزمة المالية العالمية لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل المصارف تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها، وبالتالي كانت الشركات العقارية المقدمة للقروض أولى الجهات المتضررة عند ظهور حالات العجز عن السداد، لتنتقل الصدمة بعد ذلك إلى العديد من المصارف والمؤسسات المالية حول العالم والتي سجلت خسائر قدرت بملايير الدولارات نتيجة امتلاكها لتلك الأوراق المالية العالية

(1)- مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 151.

(2)- أحمد عامر، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية بالجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 48، الجزائر، 2010، ص 79.

(3)- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية -دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح بورقلة الجزائر، 2012، ص 121.

المخاطر، كما أن شركات التأمين التي كانت تؤمن أعداد ضخمة من الديون العقارية هي الأخرى واجهت خسائر كبيرة (1).

4- ضعف الإشراف والرقابة على المؤسسات المالية

كان دور البنوك المركزية ينحصر في مهمة الإشراف على عمل المصارف التجارية والرقابة عليها ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تتعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى كبنوك الاستثمار وسماسة السوق أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية، وهذا ما شجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية وترك ما سواها من الأنشطة الاقتصادية المهمة، وذلك لحرصهم على الاستفادة من المرونة التي يضيفها انعدام الرقابة، حيث ان التجاوزات المالية والثغرات القانونية تسمح بالانتشار المالي وتعظيم المنافع والأرباح حتى لو كان ذلك على حساب الاقتصاد الحقيقي، وكان لغياب الرقابة على هذه المؤسسات وحتى البنوك التجارية من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وسعي مديري الائتمان لهذه البنوك لتحقيق أرباح ضخمة دون الأخذ بعين الاعتبار الضمانات التي يجب تقديمها من طرف طالبي الائتمان دور كبير في توسعهم في عمليات الإقراض التي توجه لشراء جميع احتياجات المقترضين خاصة المنازل، حيث لجؤوا إلى تقديم بيانات مزورة للجهات المسؤولة عن مراجعة أعمالها، هذه السمات التي ميزت النظام التمويلي شكلت مجتمعة أحد أهم الأسباب المؤدية لظهور الأزمة المالية المعاصرة لسنة 2008 (2).

ثانياً: تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008

نظراً لمكانة الاقتصاد الأمريكي بين اقتصاديات العالم فقد كان لتشابك العلاقات الاقتصادية بينه وبين غيره من دول العالم الأخرى وخاصة المتقدم الأثر الواضح في انتشار آثار الأزمة المالية في جميع أنحاء العالم في وقت قياسي لم يكن أحد يتوقعه.

1- تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي

اعتبرت الولايات المتحدة الأمريكية المتسبب الرئيسي في الأزمة المالية، فهي كانت أول المتضررين من خلال تأزم قطاع العقارات تلاه فيما بعد قطاع صناعة السيارات التي تراجعت مبيعاته بحوالي 45% جراء اعتمادها على 60% من القروض البنكية، غير أن آثار الأزمة انتقلت فيما بعد إلى أوروبا واليابان لتمس أولاً نفس القطاعات الاقتصادية ثم انتقلت إلى باقي النشاطات الاقتصادية وأحدثت نفس الآثار المدمرة

(1) - حمزة دياز، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص ص 21، 22.

(2) - عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة - تقدير اقتصاد إسلامي -، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص ص 54، 55.

وعلى الرغم من الخطط التي وضعتها الدول المتقدمة من أجل إعادة بعث اقتصادياتها والتي تجاوزت 200 مليار دولار إلا أن ذلك لم يجد نفعاً⁽¹⁾.

ويمكن توضيح آثار الأزمة فيما يلي: (2)

- تباطؤ النمو العالمي حيث وردت بعض التقارير الدولية أن معدلات النمو أخذت بالتباطؤ فمثلاً معدل النمو في فرنسا وألمانيا خلال ثلاثة أشهر لعام 2007 كان مساوياً للصفر، أما في بريطانيا كان هناك انخفاض في معدل النمو قدره 0,5% للفترة نفسها؛

- بلغت خسائر أسواق المال العالمية بحدود 25 تريليون دولار؛

- حدوث تقلبات لأسعار الصرف أدت إلى تسارع المستثمرين في اليابان إلى التخلص من استثماراتهم الدولارية مما أدى إلى ارتفاع سعر الين مقابل الدولار وهذا ما أثر سلباً على الأسهم المصدرة من طرف الشركات اليابانية؛

- انكماش اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية انعكس على الصادرات الموجهة إليها والناجئة عن هبوط الناتج المحلي وبالتالي تأثرت البلدان المصدرة للولايات المتحدة مثل: كندا، المكسيك، ماليزيا؛

- الانكماش الذي حصل في الولايات المتحدة الأمريكية أدى إلى هبوط أسعار المواد الأولية وتأثر البلدان المصدرة لها؛

- انخفاض قيمة الدولار أثر على عملات البلدان التي ترتبط بالدولار، أما البلدان التي لا ترتبط عملتها بالدولار فقد واجهت مشاكل تتعلق بالعجز في الحساب الجاري بسبب ارتفاع قيمة وارداتها من خارج الولايات المتحدة ومن ثم ارتفاع معدل التضخم؛

- النمو المتسارع في حركة رؤوس الأموال الناتج عن زيادة الاندماج في الأسواق المالية العالمية وتطور التكنولوجيا ساعد على زيادة حركة رؤوس الأموال وزيادة الروابط في الأسواق المالية للدول النامية والدول المتقدمة، لذا فإن تراجع تلك الأسواق ألحق ضرراً بالأسواق المالية الأخرى مما أدى إلى هبوط قيمة الأسهم وخسارة المستثمر الأمريكي والأجنبي على حد سواء.

2- تداعيات الأزمة على الولايات المتحدة الأمريكية

تضاعفت المخاوف في الأسواق المالية نتيجة تسرب أزمة الائتمان العقاري إليها، واستمرار هبوط أسعار الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري وتم الإعلان عن تعثر الكثير من البنوك الكبرى نتيجة

(1) - حمادو بن نعمون، أزمة الرهن العقاري - أسبابها وتداعياتها -، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية بقسنطينة، الجزائر، يومي 5، 6 ماي 2009، ص 18.

(2) - <http://www.rasgharib.net/showthread.php.consulter> le 10/02/2016.13 :35.

خسائرها الكبيرة، حيث أعلن بنك الأعمال الاستثماري "ليمان برادرز" إفلاسه بتاريخ 15 سبتمبر 2008 والذي يعد رابع أكبر بنك استثماري بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث تأسس سنة 1850 وعرف بصموده لأكثر من قرن ونصف القرن في وجه العديد من الأزمات المالية التي واجهتها الولايات المتحدة الأمريكية بما في ذلك أزمة الكساد الكبير، وتم انهياره تحت وطأة الأصول عالية المخاطر المرتبطة بشكل أساسي بالرهن العقاري.

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 أميركا" احد ابرز البنوك الأمريكية على بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو بنك "ميل لينش"، كما واجهت شركة التأمين الأمريكية "أميركان أنترناشيونال AIG" العملاقة والتي تعتبر من اكبر شركات التأمين في العالم مخاطر كبيرة بعد الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي إثر الإعلان عن إفلاس بنك "ليمان برادرز" الاستثماري، حيث قام بنك الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية بالتدخل بشكل استثنائي وغير مسبوق لإنقاذ AIG لأنها عجزت عن سداد المليارات من الدولارات والتي تمثل قروضا كانت قد ضمنتها للبنوك الاستثمارية ومؤسسات التمويل العقاري⁽¹⁾، وقد تعدى الأمر نطاق بنك الاحتياطي الفيدرالي عندما أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية وضع المجموعتين العملاقتين في مجال الائتمان العقاري "فريدي ماك" و"فايني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتها، كما تم إجراء تعديلات هيكلية في المؤسستين الماليتين "غولدن ساكس" وبنك "مورغان ستانلي" واضطرت المجموعة الأمريكية "واشنطن ميوتشال" سادس أكبر بنك أمريكي إلى إشهار إفلاسها وتم بيع أصولها إلى مؤسسة "جيبى مورغان"، كما أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية والاحتياطي الفيدرالي حماية أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية "سي تي غروب" من الخسائر المحتملة، ومن ناحية أخرى تم في هذه المرحلة الإعلان أيضا عن إفلاس العديد من البنوك⁽²⁾.

وفيما يلي بعض مؤشرات المناخ الاقتصادي في الو.م.أ المسجلة في أعقاب الأزمة:

(1) - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 103.

(2) - المرجع نفسه، ص 104.

الجدول رقم (2): 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 للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر 2013، ص 59.

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل نمو الناتج الداخلي الخام سجل انخفاضا جليا منذ سنة 2007 بنسبة نمو مقدرة بـ 1,9%، بينما سجلت سنتي 2008 و 2009 تراجع في النمو بـ 0,4%- و 3,5%- على التوالي.

- 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 للنسبتين السابقتين، حيث تم تسجيل انخفاض سنة 2009 بـ 0,4%-، بعد أن سجل أكبر قيمة له سنة 2008 بـ 3,8%⁽¹⁾.

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

المبحث الثاني: نظرة عامة عن السياسة النقدية غير التقليدية

كشفت الأزمة المالية العالمية التي بدأت في عام 2008 مدى اعتماد الدول المتقدمة على السياسات المالية والنقدية التقليدية، لكن مع تزايد قيود الائتمان وتدني أسعار الفائدة الاسمية لحدّها الأدنى أصبحت هذه السياسات التقليدية غير كافية فلجأت الاقتصاديات المتقدمة إلى استخدام تدابير غير تقليدية لزيادة عرض النقود، حيث انه وفي ظل الاضطرابات المالية ساهمت السياسة النقدية غير التقليدية في دعم النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي على المستويين المحلي والعالمي.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

في الكثير من الجوانب نجد أن البنوك المركزية كانت بمثابة البطل في الأزمة المالية العالمية فبالمقارنة مع السياسة النقدية التقليدية كانت السياسة النقدية غير التقليدية التي شهدناها في السنوات القليلة الماضية أشد طموحا وأوسع نطاقا، وقد ساهمت هذه الإجراءات الاستثنائية في إنقاذ العالم من السقوط في هاوية الكساد الكبير مرة أخرى، ولقد أتاحت لنا الأزمة أيضا فرصة إعادة النظر في مدى ترابط العالم، فلقد أدت حالة الإفلاس في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 2008 إلى انهيار الاقتصاد العالمي⁽¹⁾.

أولا: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

لا يوجد تعريف شامل للسياسة النقدية غير التقليدية فهناك عدة تعاريف لها نذكر منها ما يلي:
يقصد بالسياسة النقدية غير التقليدية مجموع الإجراءات التي تتبنى توفير السيولة في السوق والتسهيلات الائتمانية للمصارف والقيام بعمليات شراء أصول واسعة النطاق⁽²⁾.
كما تعرف السياسة النقدية غير التقليدية على أنها: قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، وذلك لما تتميز به وساطة البنك المركزي في الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود ولا مجازفة وذلك من أجل تحفيز الاقتصاد⁽³⁾.
أما من جانب الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية غير التقليدية فيمكن تعريفها بأنها: سياسة نقدية تستخدم في أوقات الأزمات حيث يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معززا وتسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، كل ذلك لدعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية⁽⁴⁾.

(1) - كريستين لاغارد، الحساب العالمي للسياسة النقدية غير التقليدية، مقال متوفر على الرابط:

http://www.inf.org/external/arabic/np/speeches/2013/082313_a.pdf.consulter le 12/03/2016.14:55.

(2) - المرجع نفسه.

(3) - Mark Gertler and Peter Karadi, **a model of uncoventional monetary policy**, ny university, april 2010,P2.

(4) - Micheal Joyce, David Miles, **Quantitative earing and unconventional monetary policy**, the economic journal, november 2012 ,P276.

ثانيا: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية

نظرا للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية التي تنفذ فيها السياسة النقدية غير التقليدية، فإن ذلك يتطلب توفر مجموعة من الشروط لتنفيذ هذه السياسة، هذه الشروط يمكن إجمالها في النقاط التالية: (1)

- يجب أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب الذي يعاني منه السوق والذي تسعى إلى إنفاذه، وفي أغلب الحالات لا بد من اتخاذ كل التدابير اللازمة لتجنب التعطيل الكلي للأسواق و الواقع ان البنك المركزي يجب عليه ان لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية وذلك اعتمادا على حجم الخلل في عمل النظام المالي.

- يجب أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، وبما أن البنوك تعد أداة مهمة لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري" فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات المالية.

- في حالة أوروبا لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي فضلا عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدى، والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحا إلى حد كبير فيما يخص هذه القضية منذ بداية الأزمة.

- بقدر أهمية مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، فمن حقا 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: أسباب اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية

إن السبب وراء تبني البنوك المركزية بشكل متزايد للسياسات النقدية غير التقليدية هو أن التعافي في مرحلة ما بعد 2008 كان ضعيفا إلى حد غير عادي وكانت مثل هذه السياسات مطلوبة لمواجهة الضغوط الانكماشية الناجمة عن الحاجة إلى عملية تقليص الديون المتراكمة العامة والخاصة.

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

(1)- Jean-Claude Trichet, **Un conventional monetary policy measures : principles-conditions-raison d'être**, international journal of central banking, january 2013, pp 237,238.

هناك أيضا 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 ضغوط على الطلب علاوة على ذلك لا يزال الركود غالبا على أسواق العقارات حيث تحول الرواج إلى كساد "الولايات الأمريكية المتحدة، المملكة المتحدة، إسبانيا، إيرلندا".

أسواق السلع الأساسية أيضا أصبحت مصدرا للضغوط الانكماشية فقد تسببت ثورة طاقة الصخر الزيتي في إضعاف أسعار النفط والغاز بما يؤثر على الدول المعتمدة عليه. وكان كذلك اتساع فجوة التفاوت بسبب إعادة توزيع الدخل من الشرائح الأكثر إنفاقا إلى الشرائح الأكثر ادخارا سببا في تفاقم العجز في الطلب، وكذلك كانت حالة التعديل غير المتكافئ بين الاقتصاديات الدائنة المفرطة في الادخار والتي لا تواجه ضغوطات من السوق قد تحملها على زيادة الإنفاق والأسواق المدينة المفرطة في الإنفاق والتي تواجه ضغوطات السوق والتي كانت مضطرة إلى زيادة الادخار⁽¹⁾.

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية

يمكن توضيح أهم أهداف السياسة النقدية غير التقليدية في النقاط التالية: (2)

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

يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي عائق تجميد نسب الفائدة ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين على أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعدا 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.

(1) - إبراهيم محمد علي، السياسة النقدية غير التقليدية، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.project-syndicat.org/commentary/new-range-of-unconventional-monetary-policies-by-nouriel-roubini-2016-04/> arabic. consulter le 06/03/2016.21:00.

(2) - علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 4، الجزائر

ثانياً: التأثير على انحدار منحى 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

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 قروضاً للاقتصاد (سندات خاصة) في خطوة ثانية.

ويمكن هذه العمليات في الآن نفسه مع إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات ومن توفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر، ومع ذلك يتعين على البنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تندرج ضمن مهامه العادية.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فاعلية 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 منحى 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 فضلاً عن انتعاش 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.

المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

عند بدأ الأزمة المالية العالمية في عام 2008 أصبح الاقتصاد العالمي يعاني من انكماش اقتصادي حاد، واضطرت البنوك المركزية إلى إتباع طرق جديدة لتحفيز اقتصادياتها حتى تتفادى الانكماش الاقتصادي وتحقق النمو حيث لجأت إلى استخدام أدوات غير تقليدية عند عدم جدوى الأساليب التقليدية والمتمثلة في التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية ومعدلات الفائدة السالبة.

المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي

يعد التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية التي تستخدم في أوقات الأزمات، ونظرا إلى أنه عادة ما يستخدم فإنه يعد من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة الحالية، وتتم عملية التيسير الكمي في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتحول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية.

أولاً: ظهور مصطلح التيسير الكمي

إذا ماتمنا في التاريخ فسوف نجد أن بنك اليابان شرع في استخدام هذا المفهوم الجديد في الاقتصاد النقدي من خلال جهوده الرامية لمحاربة فترة مخيبة للأمال من الركود والانكماش في عام 2001 والتي استمرت حتى عام 2006، إذ كانت أسعار الفائدة في ذلك الوقت تساوي 0,0% وأصبح المجال معدوماً من حيث خفض هذه الأسعار لذلك اضطر البنك المركزي الياباني لتنفيذ بعض الطرق الجديدة لمحاربة موجة الانكماش التي أصابت البلد⁽¹⁾، فاستخدم بنك اليابان التيسير الكمي لمحاربة الانكماش الاقتصادي المحلي مع بداية الألفية الثالثة وكان استخدامه حكراً عليه الأمر الذي جعل من التيسير الكمي الخطة البديلة، ولقد حافظ بنك اليابان على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عند الصفر أو ما يقترب منه منذ عام 1999، وبإتباع هذه السياسة أغرق البنك الياباني البنوك التجارية بالسيولة الفائضة لتشجيع الإقراض الخاص وترك لهم كميات كبيرة من الاحتياطات الفائضة وبالتالي لا خطر من حدوث نقص في السيولة لديها، وحقق بنك اليابان ذلك بشراء سندات حكومية أكثر من اللازم لضبط معدل الفائدة عند الصفر، واشترى أيضاً أوراق مالية لضمان الأصول والأسهم ومدد آجال عمليات الشراء للسند الأدنى التجاري.

ولقد استخدم البنك المركزي مصطلح "التسهيل الكمي" للمرة الأولى في منشورات بنك اليابان، وقد ادعى بنك اليابان أن البنك المركزي اعتمد سياسة بهذا الاسم في 19 مارس 2001، ومع ذلك فإن إعلان

(1) - دانيال غروس، أسطورة العقد الضائع في اليابان، مقال متوفر على الرابط:

السياسة النقدية الرسمي لبنك اليابان لهذا التاريخ لم يستخدم هذا المصطلح "أو أي عبارة بها كلمة كمي" في أي من البيان الياباني الأصلي أو ترجمته باللغة الانكليزية، وفي الواقع فقد إدعى بنك اليابان لسنوات بما في ذلك أول شهر فبراير عام 2001 أن "التسهيل الكمي ... ليس فعّالاً" ورفض استخدامه من أجل السياسة النقدية ولكن محاولة بنك اليابان مع التيسير الكمي كانت أقل مما ينبغي، ولم يتحقق التعافي وانتبه بن برنانكي رئيس قسم الاقتصاد في جامعة برينستون أنذاك إلى هذا القصور فأعلن أن بنك اليابان لا بد أن يلاحق سياسة نقدية أكثر قوة⁽¹⁾.

وعندما انهار البنك الاستثماري الأمريكي ليمن برانرز في عام 2008 وما أعقب ذلك من اندلاع الأزمة العالمية، أخذ بن برنانكي الذي أصبح منذ ذلك الحين رئيساً لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بنصيحته التي وجهها من قبل إلى بنك اليابان، فأسس برنامج التيسير الكمي الجريء لإحياء اقتصاد الولايات المتحدة والمملكة المتحدة أيضاً نفذت برنامجاً قوياً للتيسير الكمي، وتجدر الإشارة إلى أن مصطلح التسهيل الكمي الذي أطلق في اليابان هو نفسه التيسير الكمي⁽²⁾.

ثانياً: تعريف التيسير الكمي

تتطوي عملية التيسير الكمي على قيام البنوك المركزية في الأساس بطباعة أموال جديدة ولكن لا يتم تسليم هذه الأموال لأي شخص، حيث سوف تستخدم هذه الأموال في شراء أوراق مالية مثل السندات الحكومية، وهذه الأموال الجديدة تحصل عليها البنوك في مقابل كمية من الأوراق المالية وهذا ما يعرف بالتيسير الكمي⁽³⁾.

وكما يمكن تعريفها على أنها سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي، عندما تصبح السياسة النقدية غير فعالة حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال في الاقتصاد⁽⁴⁾.

(1) - غولدن بوي، معنى التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

https://forums.borsat-net/threads_consulter le 11/03/2016. 12:00.

(2) - read moeat http://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative_easing_-_japan_-_success_-_by_hroichi_hamada - 20015 .consulter le 12/03/2016. 16:02.

(3) - barry jenkins. Whats is quantitative easing or qe as it's commonly hrnoms? Jon : www.mavnets.world.com/article/about-finance/what-is-quantitative-easing-or-qe-as-its-commonly-knows.html.
consulter le 05/03/2016. 18 :00.

(4) - نوريل روبيني، فقايع في الحساء، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.project-syndicate.org/commentary/nourie-roubini-on-the-ugly-policy-tradeoff-facing-advaneed-countary-central-bankers?version=arabic&barrier=true>. consulter le 10/03/2016.16 :30.

ويعرف التيسير الكمي كذلك على أنه قيام البنك المركزي بتخفيف القيود على الكميات المصدرة من النقود من خلال طباعة كميات جديدة منها، ثم استخدامها في شراء أوراق مالية مثل السندات الحكومية لتضاف إلى محفظة الأصول التي تملكها فيرتفع جانب الأصول في ميزانية هذه البنوك، وبالطبع يتم تسجيل النقود الجديدة التي تصدرها في جانب الالتزامات في ميزانية البنوك المركزية، بهذا الشكل يكون كل من جانبي الأصول والخصوم في الميزانية قد ارتفع بقيمة الأوراق المالية التي قامت هذه البنوك بشراؤها ويزيد بالتالي حجم ميزانيتها، ولذلك يطلق على التيسير الكمي بسياسات زيادة حجم الميزانية "ميزانية البنك المركزي"⁽¹⁾.

ثالثاً: ميكانيزم عمل التيسير الكمي

عندما تمر اقتصاديات الدول بمرحلة من الكساد والركود مثل حالة الو.م.أ بعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008، فإن البنوك المركزية تعمل جاهدة على خفض نسب الفائدة إلى معدلات متدنية وربما إلى الصفر لتشجيع البنوك على إقراض الشركات لدفع عجلة الإنتاج والبدء في تحفيز الاقتصاد وتنشيطه من جديد حيث إن هذه البنوك تفضل عدم إقراض الأفراد و الشركات نتيجة خوفها من المستقبل ومخاطر عدم السداد كون الحالة الاقتصادية سيئة، فمن المحتمل أن لا تحقق أعمالهم نجاحاً ليدفعوا القروض وفوائدها، لذا تتجه هذه البنوك إلى الاستثمار في سندات الخزينة والسندات السيادية المضمونة هنا تجد الحكومات والبنوك المركزية نفسها مجبرة إلى اللجوء إلى أدوات غير تقليدية لتحفيز النشاط الاقتصادي لأن الأدوات التقليدية مثل معدل الفائدة لم يلعب الدور المطلوب⁽²⁾، لذا تبدأ عملية التيسير الكمي من خلال إنشاء النقود بدون وجود مقابلات لها وذلك بطرحها في السوق من أجل شراء محفظة واسعة من الأصول في المصارف كالأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية والقروض عالية المخاطر وأيضاً شراء سندات الخزينة الحكومية مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها وبالتالي انخفاض العائد عليها، فسوق السندات يقوم على عنصرين السعر والعائد فعندما يرتفع السعر يقل العائد، والذي تفعله البنوك المركزية هو تكثيف عمليات الشراء ليرتفع السعر ويقل العائد وبذلك تفقد السندات الحكومية بريقها وتقوم البنوك بالتخلص من السندات وتبحث عن خطوط ائتمان أخرى وقطاعات اقتصادية أخرى وهو ما يعرف بتمويل الاقتصاد الحقيقي وبالتالي يتحول مسار السيولة مرة أخرى وبعد نجاح التيسير الكمي والتعافي الاقتصادي فإنه من المفترض على البنوك المركزية أن تعيد بيع جميع الأصول التي اشترتها من قبل، فنقوم بسحب الأموال التي ضختها وتتخلص منها بإخراجها من النظام المالي

(1) - محمد ابراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار "التيسير الكمي 2"، مقال متوفر على الرابط:

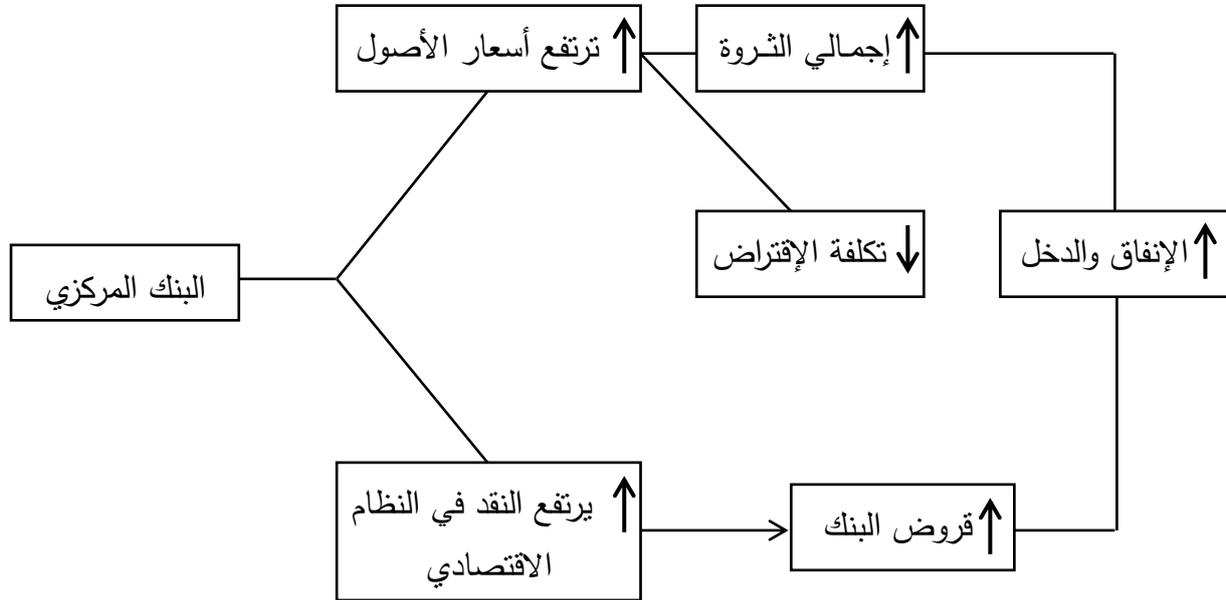
<https://alphabeta argaam.com/article/detail/21853>. Consulter le 27/02/2016. 15 :00.

(2) - عثمان عبد العظيم، حقيقة التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<https://forums.borsat.net/threads/587>. Consulter le 05/03/2016. 13 :30.

وهكذا تتجح البنوك المركزية في عودة السبيلة في اتجاهها الطبيعي وتحريك عجلة الاقتصاد مجدداً⁽¹⁾.
والشكل الموالي يوضح طريقة عمل التيسير الكمي:

الشكل رقم (8): طريقة عمل التيسير الكمي



المصدر: جورج باكلي، سوميث ديساي، ترجمة أحمد المغربي، علم الإقتصاد، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر 2013، ص 185.

المطلب الثاني: معدلات الفائدة الصفرية

ما إن بدأت بوادر الأزمة المالية العالمية، وبدأت معها مؤشرات الأسواق المالية بالانخفاض المستمر حتى تدخلت كبار البنوك المركزية على مستوى العالم وعلى رأسها البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض معدلات الفائدة وذلك لامتناس آثار الأزمة وانعكاساتها على المستوى العالمي.

أولاً: مفهوم معدلات الفائدة الصفرية

انخفاض معدلات الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر أصبح اليوم ظاهرة عالمية في ظل الأزمة المالية لسنة 2008، إن انخفاض معدلات الفائدة الاسمية إلى الصفر يؤدي إلى تحول معدلات الفائدة الحقيقية إلى معدلات فائدة سالبة في حال وجود معدل موجب للتضخم، ويعني ذلك أن الذين يستثمرون في شراء السندات الحكومية إنما يقومون بتحويل جانب من ثروتهم إلى البنوك المركزية لهذه الدول، كذلك فإن هذا الوضع يؤدي إلى إثارة قلق المودعين حول مودعاتهم المصرفية ولذلك نجد انه في ظل معدلات الفائدة

(1) - مارتين فلديستيان، آلية عمل التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative-easing-limited-effects-in-europe-by-martin-feldstein-2016-01?version=arabic&banier=true>. Consulter le 04/03/2016. 20 :00.

الصفيرية سوف يقاوم المستثمرون الرغبة في شراء السندات الحكومية أو إيداع أموالهم في البنوك، وهو ما يؤدي إلى ازدياد تفضيل السيولة لدى الجمهور ومن ثم تنشأ في الاقتصاد ما يسمى بمصيدة السيولة، وتعد مصيدة السيولة نادرة الحدوث من الناحية العملية، كان "Keynes" 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 أذونات الخزانة الأمريكية لمدة 3 سنوات ما يساوي 0,05% وقد عادت ظاهرة مصيدة السيولة إلى السطح مرة أخرى في نهاية التسعينات من القرن الماضي، كذلك تضاعفت القاعدة النقدية في اليابان من خلال إجراءات تقليدية وغير تقليدية لزيادة مستويات الاسعار ولتشجيع الطلب الكلي، هذا وقد أعلن الاحتياطي الفيدرالي في 16 ديسمبر 2008 أن معدل الفائدة المستهدف هو ما بين 0% إلى 0,25% وأنه لا حدود لتخفيض معدل الفائدة في الولايات المتحدة، أي أن معدل الفائدة من الممكن أن يصل إلى الأرضية الصفيرية وقد جاء هذا الإعلان كرد فعل للتطورات الاقتصادية والمؤشرات السيئة التي ظهرت في سوق العمل في صورة ارتفاع في معدلات البطالة وانخفاض استثمار قطاع الأعمال وكذلك انخفاض الإنتاج الصناعي، ومن ثم فإن كافة المؤشرات تشير إلى تراجع الأداء الأمريكي⁽¹⁾.

استخدمت معظم دول العالم معدلات الفائدة الصفيرية للخروج من الأزمة حيث تشجع معدلات الفائدة الصفيرية المستهلكين على الشراء وتساعد على انتعاش أسواق الأسهم بشكل كبير، وكذلك تعمل على تخفيض قيمة العملات ما يقلل من آثار العجز الخارجي لميزان المدفوعات⁽²⁾.

ثانياً: آلية عمل البنوك في ظل معدلات الفائدة الصفيرية

عندما تحتاج البنوك في بعض الأحيان إلى السيولة وعلى وجه السرعة فإنها تقترض مبالغ من البنك المركزي أو من بنك تجاري آخر من خلال معدل فائدة يعرف مسبقاً، وبما أن البنوك في المقابل تقرض للفاعلين الاقتصاديين كالعائلات والشركات فإنها تحمل تكلفة الاقتراض عليهم، ومن هنا يتضح أن البنوك كوسيط مالي تحدد في كل الحالات معدل فائدة أعلى من معدل الفائدة الذي تدفعه للبنك المركزي، فإذا رفع البنك المركزي معدله ترفع البنوك التجارية بدورها معدلهما، وإذا غير البنك المركزي معدله فإنه يغير بصفة غير مباشرة معدلات الفائدة الأخرى وهذا يوضح أن معدل الفائدة الأساسي توجيهي وإرشادي وليس إلزامي يسعى من خلاله البنك المركزي إلى تقنين الاستثمار ودفع عجلة النشاط الاقتصادي إلى الأمام.

(1) - محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفيرية؟، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.alqabas.com.kw/aticleID=46279&date=08012009>. Consulter le 22/02/2016. 16 :30.

(2) - محمد إبراهيم السقا، ماذا في العالم؟ ، مقال متوفر على الرابط:

<https://www.alqabas.com.kw/article ID=462798 & date=08012009>. Consulter le 07/03/2016. 14 :00.

ويجدر التفريق عند الحديث عن سياسة معدل الفائدة الصفري بين ثلاث حالات افتراضية يغفل عنها الكثير من الاقتصاديين، من البنك المركزي إلى البنك التجاري عندما يتوفر لهذا الأخير الاحتياط الكافي الذي يمكنه من الاقتراض، ومن البنك التجاري إلى بنك تجاري آخر عندما لا يتوفر مثلاً للأول احتياط كافي للاقتراض من البنك المركزي ومن البنك التجاري إلى الفاعلين الاقتصاديين⁽¹⁾.

والجدول التالي يلخص هذه الحالات:

الجدول رقم (3): الحالات الإقراضية للبنوك في ظل سياسة معدل الفائدة الصفري

| المقرض | المقترض | قيمة معدل الفائدة |
|---------------|----------------------|--|
| البنك المركزي | البنك التجاري | قريب من الصفر |
| البنك التجاري | البنك التجاري | نسبة صغيرة لكنها أكبر من السابقة تختلف باختلاف العملة والمدة. |
| البنك التجاري | الفاعلين الاقتصاديين | نسبة أكبر وبدرجات متفاوتة يحددها بناء على عوامل منها المدة، الحجم، حالة العون الاقتصادي. |

المصدر: أحمد بلواغي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، الجزائر، يومي 5،6 ماي 2009، ص17.

ويعتمد أثر معدلات الفائدة الصفرية على معدل التضخم المتوقع ومن ثم الأثر على معدل الفائدة الحقيقي، وكما هو معروف فإن معدل الفائدة الحقيقي يساوي معدل الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم المتوقع، فإذا كان معدل التضخم موجبا فإن ذلك سوف يعني أن معدل الفائدة الصفري يحول معدلات الفائدة الحقيقية إلى معدلات سالبة وهو أمر سيء بالنسبة للمودعين، إلا أنه يسهم بشكل أفضل في تحقيق المستويات المستهدفة من الطلب الكلي اللازم لتحفيز مستويات النشاط الاقتصادي في المجتمع ويعني ذلك أن البنوك المركزية في مثل هذه الحالة يمكنها تحقيق المستوى المستهدف من الطلب الكلي من خلال استهداف معدل التضخم اللازم لتخفيض معدل الفائدة الحقيقي إلى مستويات سالبة تكفي لحفز الطلب الكلي عند المستويات المرغوبة، ويعني ذلك أن معدل التضخم المعتدل كأحد الإستهدافات للسياسة النقدية يعد أمراً ضرورياً لضمان فعالية السياسة النقدية عند معدل الفائدة الصفري⁽²⁾.

(1) - أحمد بلواغي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، الجزائر، يومي 5،6 ماي 2009، ص ص16،17.

(2) - محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية؟، مرجع سبق ذكره.

المطلب الثالث: معدلات الفائدة السالبة

انتشر تبني سياسة معدلات الفائدة الاسمية السالبة NIRP بعد تبني البنوك المركزية لسياسات معدلات الفائدة الصفرية ZAIIP بصورة واضحة في الآونة الأخيرة حيث لجأت إليها عدد من البنوك المركزية في العالم.

اولاً: مفهوم معدلات الفائدة السالبة

يفترض من الناحية النظرية أن أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه معدلات الفائدة الاسمية هو مستوى 0%، كذلك من المفترض أنه أيضا عندما يصل معدل الفائدة إلى هذا المستوى تفقد السياسة النقدية فعاليتها أي قدرتها على التأثير في معدل الفائدة، لأنه بذلك سيكون قد بلغ حدوده الدنيا كذلك ليس من المتصور أن تنخفض معدلات الفائدة الاسمية إلى ما دون صفر أي إلى النطاق السالب، غير أن التطبيق العلمي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ البنوك المركزية إلى هذا الخيار غير التقليدي بتبني معدلات الفائدة السالبة، والتي تمثل إجراء غير اعتيادي يعبر عن حالة من اليأس لدى صناع السياسة النقدية في النتائج التي يمكن أن تترتب على الأدوات النقدية التقليدية في معالجة أوضاع الإقتصاد في حالة الكساد العميق، في الغالب لا تكون معدلات الفائدة السالبة على ودائع الأفراد لدى البنوك التجارية وإنما على ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي، حيث يحول البنك المركزي الفائدة على الودائع التي تضعها البنوك لديه إلى أداة عقابية وبدلا من أن يدفع البنك المركزي فائدة على ودائع البنوك التي لديه فإنه يحصل على رسوما أو عمولة على الاحتفاظ بهذه الودائع، وبالتالي يمكننا أن نتخيل تحول البنك المركزي في هذه الحالة إلى مجرد خزانة لحفظ النقود لمن يرغب في ذلك لحمايتها في مقابل أن يدفع المودع رسوما نظير هذا التخزين⁽¹⁾، ومنه فمعدل الفائدة السلبي يعني أن البنوك المركزية قد فرضت فائدة سالبة بدلا من دفع فوائد على الودائع، والمودعين يجب عليهم الدفع بانتظام للحفاظ على أموالهم بالبنك وهذا لتشجيع البنوك على الإقراض بحرية أكبر والشركات والأفراد لاستثمار وإنفاق المال⁽²⁾.

ثانياً: شرح آلية عمل البنوك في ظل معدلات الفائدة السالبة

عندما تجد البنوك نفسها في وضع ترتفع فيه تكاليف احتفاظها باحتياطياتها في صورة سائلة، فإنها بالتأكيد ستفكر في التصرف في هذه الاحتياطيات على النحو الذي يجنبها الخسائر التي تتعرض لها نتيجة

(1) - محمد ابراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مقال متوفر على الرابط:

https://www.alarabiya.net/ar/oswap/2015/03/20_ntml. Consulter le 04/03/2016 . 16 :30.

(2) - ابراهيم محمد علي، هل نفذت ذخيرة البنوك المركزية حقا، مقال متوفر على الرابط:

https://www.project-syndicate.org/commentary/commentary/monetizing-fiscal-deficits-benign_by-adair-tumer-2016-03/arabic. Consulter le 06/03/2016 . 15 :30.

الاحتفاظ بهذه الاحتياطات، والمسار الطبيعي لهذه الاحتياطات وفقا للعرف المصرفي هو زيادة القروض للمستهلكين وقطاع الأعمال وبالتالي تزداد عمليات منح الائتمان وعندها يحصل الجمهور ورجال الأعمال على هذه القروض يزداد الطلب الكلي ويخرج الإقتصاد من حالة الكساد، وهذا ما يستهدفه البنك المركزي من وراء هذه السياسة حاليا، حيث تقوم البنوك المركزية بتحقيق عدة أهداف في الوقت ذاته من خلال معدلات الفائدة السالبة أهمها زيادة عرض الائتمان من اجل تحفيز الطلب ومعالجة البطالة المرتفعة، على سبيل المثال لجأ البنك المركزي الأوروبي إلى الفائدة السالبة لأن معدلات البطالة تتراجع في منطقة اليورو ببطء شديد مقارنة بالتحسن الواضح في معدلات البطالة في مناطق أخرى.

آليات انتقال الأثر إلى النشاط الاقتصادي نتيجة لتغير معدلات الفائدة إلى النطاق السالب متعددة فعندما يقوم البنك المركزي بخفض هذه المعدلات، فإن هيكل معدلات الفائدة على الاستحقاقات المختلفة يتغير، إذ غالبا ما يمثل معدل الفائدة لدى البنك المركزي الأساس الذي تبنى عليه معدلات الفائدة للاستحقاقات المختلفة وعندما ينخفض معدل الفائدة الأساسي تنخفض بالتالي كل المعدلات التي تليه والعكس وبهذا الشكل تنخفض تكلفة الاقتراض لقطاع الأعمال الخاص والقطاع العائلي، ومن ثم يتوقع زيادة مستويات الاستثمار والاستهلاك والطلب الكلي بشكل عام، و بالطبع يفترض أن البنوك ستحاول تمرير هذه المعدلات السالبة إلى عملائها من خلال تبني معدلات سالبة للفائدة على الودائع لديها غير أنه من غير المتوقع أن تقوم البنوك بفرض معدلات سالبة على الودائع، وبدلا من ذلك ربما تحاول تعويض نفسها من خلال إجراءات أخرى مثل أن تقوم بعدم دفع فوائد على الودائع وفرض رسوما عليها، والمشكلة الأساسية في هذا الاتجاه هي أن المنافسة بين البنوك تحول دون قيام البنك أو عدة بنوك باللجوء إلى هذا الخيار إلا إذا كان هناك اتفاق جماعي بينها حول ردة الفعل أمام الفائدة السالبة وهو أمر يصعب تصوره في الأسواق التي تنشط فيها المنافسة، ومن ثم فإن النتيجة الأقرب لهذه السياسات هي أن تقوم البنوك التجارية بتحمل الفائدة السالبة على حساب أرباحها الأمر الذي يؤثر سلبا على أداء القطاع المصرفي⁽¹⁾.

(1) - محمد ابراهيم السقا، معدلات الفائدة سالبة مرة أخرى، مرجع سبق ذكره.

الخلاصة:

شكلت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تحدياً للأسس التي بنيت عليها السياسات النقدية التقليدية. فبالمقارنة مع هذه السياسات كانت السياسة النقدية غير التقليدية بمثابة المنقذ الوحيد للخروج من الأزمة ذلك من خلال تبني أدوات متمثلة في التيسير الكمي، معدلات الفائدة السالبة ومعدلات الفائدة الصفرية، فلم تكن البنوك المركزية تفكر يوماً في إتباع أي من هذه التدابير قبل عام 2008 إلا أنها أصبحت اليوم أدوات رئيسية لوضع السياسات النقدية في مختلف الدول المتقدمة.

الفصل الثالث: واقع عمل بنك الاحتياطي

الفيدرالي في ظل الازمة المالية لسنة 2008

المبحث الأول: نبذة تاريخية عن بنك الاحتياطي الفيدرالي الامريكي

المبحث الثاني: السياسات المتبعة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي

للخروج من الازمة

المبحث الثالث: أثر السياسات النقدية غير التقليدية على المتغيرات

الاقتصادية في الباققتصاد الامريكي

تمهيد:

يعتبر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي البنك الحيوي في الولايات المتحدة الأمريكية فهو المسؤول عن السياسة المالية للبلد والمحافظة على استقرار العملة الوطنية وتأمين النقود والتحكم في معدلات الفائدة، كما يلعب دور المنقذ للبنوك عبر إقراضها أثناء الأزمات وقد برز دوره عقب اندلاع الأزمة المالية من خلال تقديمه تحفيزات مالية كبيرة للاقتصاد الأمريكي في إطار ما يسمى ببرنامج التيسير الكمي والذي تم إطلاقه على مراحل امتدت من سنة 2008 إلى غاية 2014 وكان الهدف من هذه الخطوة غير التقليدية هو خفض معدلات الفائدة في حدود 0% وذلك من أجل إنعاش سوق القروض وتشجيع الاستثمارات وتقليل نسبة البطالة والسيطرة على معدل التضخم.

المبحث الأول: نبذة تاريخية عن بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

إن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يعد أكبر وأقوى المؤسسات المالية حول العالم، حيث تؤثر سياسته وقراراته على مسار الأسواق العالمية، لهذا فإن أي تغيير قد يطرأ على سياسات البنك يكون محط اهتمام الأسواق في مختلف أنحاء العالم.

المطلب الأول: تعريف بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ونشأته

برز دور الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، إذا كان من بين أهم المؤسسات التي أشرفت على خطة انقاذ النظام الأمريكي من الانهيار جراء الأزمة وبالتالي انقاذ الاقتصاد العالمي بأكمله.

أولاً: تعريف بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

هناك عدة تعاريف لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي نذكر منها:

التعريف الأول: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو بنك لباقي البنوك، وهو بنك الحكومة الفيدرالية تم انشاؤه لتوفير نظام نقدي ومالي أكثر أمناً وأكثر مرونة واستقراراً للاقتصاد⁽¹⁾.

التعريف الثاني: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو عبارة عن نظام مصرفي مركزي تابع للولايات المتحدة الأمريكية، تم انشاؤه في 23 سبتمبر 1913 بالتزامن مع وضع قانون الاحتياطي الفيدرالي، وذلك استجابة لسلسلة من التداعيات الاقتصادية في تلك الفترة⁽²⁾.

التعريف الثالث: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو البنك المركزي المسؤول عن السياسة النقدية الأمريكية يشرف على البنوك ويحافظ على الاستقرار المالي ويقدم الخدمات المالية للحكومة الأمريكية ومواطنيها⁽³⁾.

من التعاريف السابقة يمكن استنتاج تعريف شامل للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي:

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية، يتمتع بالاستقلالية في اتخاذ قراراته، مقره العاصمة واشنطن وتقع على عاتقه مسؤولية الحفاظ على الاستقرار والأمن النقدي.

ثانياً: نشأة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

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

(1) - Bob Adelman, **the federal reserve kids page**, voir le site :

<http://www.thenewamerican.com/economy/commentary/item/4015-the-federal-reserve-kids-page>. Consulter le 06/04/2016. 14:00.

(2) - شركة أف أكس سي سي FXCC، دور الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في الفوركس، مقال متوفر على الرابط: www.fxcc.ae/blog, consulter le 06/04/2016. 14 :37.

(3) - المرجع نفسه.

وفي العام 1816 أنشئ بنك قومي آخر أعطيت له سلطات أوسع في الإشراف والتوجيه وكان له صلة وثيقة بالحكومة وأهداف سياستها الاقتصادية وسار على ما تنص عليه المبادئ في أوروبا، لكن التقدم الاقتصادي المضطرب الذي شهدته الولايات المتحدة الأمريكية خلال القرن التاسع عشر خاصة بسبب إصدار أوراق البنكنوت أدى بالحكومة الفيدرالية إلى إصدار تشريع لتوحيد نوع الأوراق النقدية التي تصدرها البنوك من حيث الفئات والمظهر والغطاء اللازم للوفاء⁽¹⁾.

ولقد أدى الذعر الذي حدث عام 1907 في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ضرورة مراجعة النظام المصرفي اللامركزي في البلد، وأوصت اللجنة النقدية القومية المشكلة لدراسة الأوضاع النقدية والمصرفية بضرورة إخضاع البنوك التجارية لرقابة بنك مركزي على غرار بنك إنجلترا وبنك فرنسا واستنادا إلى ذلك أسس النظام الاحتياطي الفيدرالي بموجب القانون الذي صدر عام 1913، والذي اشترط إقامة نظام إقليمي من بنوك الاحتياطي الفيدرالي تمثل سلطة البنك المركزي، لذا أنشئ في كل منطقة بنك احتياطي فيدرالي يقوم بوظائف البنك المركزي في منطقته ويتكون رأسماله من مساهمات البنوك التجارية الأعضاء بما يعادل 6% من رأس مال البنك التجاري واحتياطياته.

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

نشير أخيرا أن بنوك الاحتياطي الفيدرالي تقوم بجمع وحفظ ودائع الخزينة الأمريكية وتدفع الالتزامات الحكومية كما أنها قد تقرض الخزينة مباشرة⁽²⁾.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبنك الفيدرالي الأمريكي

يتكون هيكل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مما يلي:

أولا: مجلس المحافظين: (المجلس الاحتياطي الاتحادي)

يشرف هذا المجلس على بنك الاحتياطي الفيدرالي ويتألف من سبعة أعضاء، يتم تعيينهم من قبل رئيس الولايات المتحدة الأمريكية، ويصادق عليهم مجلس الشيوخ مدة العضوية في هذا المجلس هي 14 سنة

(1) - توفيق محب خلة، البنوك المركزية في إفريقيا، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، مصر، 1990، ص 24.

(2) - المرجع نفسه، ص 25.

متعددة التعيينات، حيث يمكن أن يكون أعضاء مجلس المحافظين من داخل بنك الاحتياطي الفيدرالي، على أن يتم تعيين الأعضاء ذوي الكفاءة لهذه المناصب، يتأسس هذا المجلس رئيس ونائب له ويتم تعيينهما من قبل الرئيس وبصايق عليها مجلس الشيوخ، ويتم ترشيح أعضاء المجلس القائم آنذاك ليشغلوا هذين المنصبين، عهدتهما في الأغلب هي 4 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة⁽¹⁾.

ثانيا: اثني عشر من البنوك الاحتياطية الفيدرالية الاقليمية الموزعة على المدن الرئيسية

حيث أن الولايات المتحدة الأمريكية مقسمة إلى 12 مقاطعة، وكل منها تحتوي على بنك احتياطي إقليمي إذ أن أهم ما يميز هذه البنوك أنها ليست بنوك للودائع، يطلق على كل بنك من هذه البنوك الاثني عشر الاحتياطي الفيدرالي منسوبا إلى المدينة التي يتواجد بها، وتتمثل هذه المدن في: بوسطن، نيويورك سان فرانسيسكو، شيكاغو، فيلاديلفيا، ريتشموند، كليفلاند، سانت لويس، أتلانتا، مينيا بوليس، دالاس، كانسا سيتي.

يتم إدارة كل بنك احتياطي من قبل مجلس إدارة يتأسسه رئيس يعينون من قبل وزارة الخزانة الأمريكية⁽²⁾.

ثالثا: اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة **FOMC**: مهمتها وضع السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، تتألف من جميع أعضاء مجلس الاحتياطي الفيدرالي السبعة ورؤساء البنوك الاقليمية الاثني عشر، ان خمسة من الاثني عشر من رؤساء البنوك الاقليمية يسمح لهم بالتصويت في أي وقت وهم رئيس بنك الاحتياطي في نيويورك وأربعة آخرون يتجددون في كل عام⁽³⁾.

المطلب الثالث: وظائف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

يقوم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بجملة من الوظائف منها ما يتعلق بتقديم خدمات الدفع ووضع السياسة النقدية، ومنها ما يخص الجوانب التنظيمية له.

أولا: تقديم خدمات الدفع ووضع السياسة النقدية

يمكن إجمال أهم وظائف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي المتعلقة بتقديم خدمات الدفع ووضع السياسة النقدية في النقاط الرئيسية التالية: (4)

(1) - mark koba, the fédéral réserve : CNBC explants, voire le site : <http://www.cnbc.com/id/43752521/> consulter le 07/04/2016. 14 :30.

(2) - المرجع نفسه.

(3) - شركة أف اكس سي سي، مرجع سبق ذكره.

(4) - 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>, consulter le 09/04/2016. 11:01.

- 1- **تقديم خدمات الدفع:** وذلك من خلال المحافظة على ما يكفي من العملة لتلبية الطلب العام وتقديم خدمات تحصيل الشيكات للبنوك ومؤسسات الإيداع الأخرى، وتوفير الخدمات المالية لحكومة الولايات المتحدة الأمريكية وبعض المؤسسات الأجنبية.
- 2- **توفير العملة:** يعتبر الفيدرالي الأمريكي المسؤول عن توزيع العملة وضمان ما يكفي منها لتلبية الطلب العام، حيث تطبع من طرف مكتب الولايات المتحدة الأمريكية والنقش والطباعة في واشنطن وتكساس فيتم بذلك شحن العملة للبنوك وفروعها في جميع أنحاء البلاد.
- 3- **تسوية المدفوعات الحكومية:** يتم ذلك من خلال معالجة مجموعة واسعة من المدفوعات الالكترونية للحكومة الأمريكية مثل الضمان الاجتماعي، الشيكات والرواتب كما يقوم بدعم إصدار سندات الخزنة الأمريكية.
- 4- **المدفوعات الإلكترونية:** يوفر مركز تبادل المعلومات وسيلة إلكترونية لتبادل الخصم والائتمان بين مؤسسات الإيداع لتسوية المعاملات في البلاد، والتي تشمل عمليات الضمان الاجتماعي والمبالغ المسترجعة على الضرائب، كما تشمل تحويلات الخصم المدفوعات المتكررة لقروض الرهن العقاري أقساط التأمين وفواتير الخدمات، كما يتم نقل الحركات الدائنة والمدينة إلكترونيا من خلال نظام الاتصالات المحسوبة، التي تنقل الأموال على الفور من مؤسسات الإيداع إلى أي مكان آخر في الولايات المتحدة الأمريكية.
- 5- **وضع السياسة النقدية:** يمثل مجلس 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 مؤسسات الإيداع.

ثانيا: الوظائف التنظيمية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

تتمثل المهام التنظيمية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي فيما يلي: (1)

1- الإشراف على عمليات الاستحواذ والاندماج:

يمارس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سلطة واسعة على هيكل النظام المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث حدد قانون الشركات القابضة المصرفية مسؤولية رئيسية للاحتياطي الفيدرالي تمثلت في الإشراف وتنظيم أنشطة الشركات القابضة، ومن خلال هذا القانون سعى الكونغرس إلى تحقيق هدفين أساسيين هما:

- تجنب نشوء احتكار أو كبح التجارة في الصناعة البنكية من خلال الاستحواذ على بنوك إضافية من طرف الشركات القابضة للبنوك؛
- إبقاء الصيرفة والتجارة منفصلتان من خلال تقييد الأنشطة غير المصرفية الخاصة بالشركات القابضة للبنوك.
- **الاستحواذ على البنوك:** بموجب قانون الشركات القابضة للبنوك، فإن أي شركة تسعى من أجل أن تصبح شركة مصرفية قابضة يجب أن تحصل على موافقة من مجلس الاحتياطي الفيدرالي أولاً حيث وقبل الحصول على أكثر من 5% من الأسهم يجب على جميع الشركات المصرفية القابضة إرسال التقارير اللازمة إلى النظام الفيدرالي، إذ أنه وعند النظر إلى طلبات شراء بنك أو شركة مصرفية قابضة يتعين على بنك الاحتياطي الفيدرالي أن يأخذ في الحسبان الآثار المحتملة لهذا الاستحواذ على المنافسة، الموارد المالية والإدارية وآفاق الشركات والبنوك المعنية بالاستحواذ بالإضافة إلى فعالية سياسات الشركات لمكافحة غسل الأموال.
- **اندماج البنوك:** يقوم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بمهمة تنظيمية أخرى ألا وهي العمل على دمج البنوك المقترضة، عندها قد تكون المؤسسة الناتجة أحد البنوك الأعضاء في الدولة لضمان أن كل الاندماجات المطبقة قد تم تقييمها بطريقة رسمية، يستلزم أن تطلب الوكالات المسؤولة تقارير من قسم العدالة ومن وكالات مصرفية مختصة في مجال الموافقة.

(1) – Lynn's fox and others, **the federal reserve system purpose and functions**, library of congress control number 39036719, Washington DC, month edition, June 2005, p71-74.

2- الموافقة على التغييرات التي تخص مراقبة البنوك:

أصدر سنة 1978 قانون مراقبة البنوك يخول للوكالات التنظيمية للبنك الفيدرالي أن يرفض أي مقترحات من طرف شخص (سواء كان فرد أو كيان) أو عدة أشخاص يعملون في الاتفاق، من أجل اكتساب السيطرة على بنك مؤمن عليه أو شركة قابضة للبنوك، حيث أن الاحتياطي الفيدرالي هو المسؤول على الموافقة على التغييرات التي تخص مراقبة الشركات المصرفية القابضة والبنوك الأعضاء في الدولة والمؤسسة الفيدرالية لتأمين الودائع ومكتب مراقبة العملات هي المسؤولة على الموافقة على التغييرات التي تخص مراقبة البنوك غير الأعضاء في الدولة المؤمن عليها والبنوك الوطنية.

عند النظر في أي اقتراح بموجب القانون يجب على الاحتياطي الفيدرالي مراجعة عدة عوامل مثل الوضع المالي، الكفاءة، الخبرة، تأثير الصفقة على المنافسة وكفاية المعلومات المقدمة من قبل الجهة المالكة.

3- معايير كفاية رأس المال:

يتمثل الهدف الرئيسي من تنظيم العمل المصرفي في التأكد من أن البنوك تحافظ على رأس المال الكافي لاستيعاب الخسائر في الحدود المعقولة، ففي عام 1989 اعتمدت الجهات الرقابية على المصارف الاتحادية معيارا مشتركا لقياس كفاية رأس المال الذي يركز على مخاطر استثمارات المؤسسة، هذا المعيار المشترك كان في المقابل يقوم على اتفاقية بازل سنة 1988، ومعايير رأس المال المستندة على أساس المخاطر التي تتطلب توفر مؤسسات قادرة على تحمل مخاطر أكبر لامتلاك مستويات أعلى من رأس المال، إضافة إلى ذلك فإن هذه المعايير تأخذ في الحسبان المخاطر المرتبطة بالأنشطة التي لم يتم تضمينها في الميزانية العمومية للبنك مثل المخاطر الناجمة عن التزامات تقديم القروض، كما أنها تعزز الأمن والسلامة والتقليل من اللامساواة بين المؤسسات المصرفية العاملة في السوق العالمية.

4- الإفصاح المالي من طرف البنوك الأعضاء في الدولة:

يجب على البنوك الأعضاء في الدولة التي تصدر الأوراق المالية المسجلة بموجب قانون الأوراق المالية لعام 1934 الكشف عن بعض المعلومات التي تهم المستثمرين، بما في ذلك التقارير المالية السنوية وربع السنوية، حيث تدار هذه المتطلبات من طرف القانون والبنك الفيدرالي.

5- ائتمان الأوراق المالية:

حسب قانون الأوراق المالية لعام 1934 فإنه يجب على مجلس الاحتياطي الفيدرالي تنظيم تمديد الائتمان المستخدم في شراء الأوراق المالية، حيث يحدد المجلس من خلال أنظمتها الحد الأدنى للمبلغ الذي يجب على المشتري مراعاته عند شراء الأوراق المالية، إذ يحد الاحتياطي الفيدرالي من كمية الائتمان التي يمكن تقديمها من قبل وسطاء الأوراق المالية والتجار ومقدار ائتمان الأوراق المقدمة من البنوك وغيرها من المقرضين.

المبحث الثاني: السياسات المتبعة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي للخروج من الأزمة

في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية وبعد إفلاس بنك ليمان براذرز في أواخر عام 2008، لم يكن أمام البنك الاحتياطي خيار سوى اتباع 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: البنك الفيدرالي الأمريكي وتطبيق سياسة التيسير الكمي

خلال ذروة الأزمة المالية في عام 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية 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 للاقتراض.

أولاً: مراحل تطور تطبيق سياسة التيسير الكمي

قام الاحتياطي الفيدرالي بالتوسيع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة أصول والتزامات جديدة دون تظهيرها بالخصومات المقابلة وكان الحل المقترح للخروج من هذا المأزق استخدام التيسير الكمي كسلاح إضافي لسياستها النقدية من أجل تخفيف أزمتها المالية، حيث يقوم الاحتياطي الفيدرالي بطبع مئات المليارات من الدولارات، ثم يستخدمها في شراء الأوراق المالية من البنوك مثل السندات، فيؤدي ذلك إلى رفع أسعار هذه السندات، ومن ثم انخفاض معدلات العائد الذي تحصل عليه البنوك من الاستثمار في هذه الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل عملية الإقراض للأفراد ومؤسسات الأعمال ترفع درجة ملاءتها المالية نسبياً أمراً أكثر جاذبية من الاستثمار في تلك الأوراق، وبهذا الشكل تصل النقود المصدرة من جانب الاحتياطي الفيدرالي إلى أسواق الائتمان الخاص، ومع زيادة الائتمان للقطاع الخاص ترتفع مستويات الطلب الاستهلاكي والاستثماري، ومن ثم ترتفع مستويات التوظيف والنمو وتتسارع عملية الخروج من الكساد.

يحتفظ البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ما بين 700 مليار دولار أمريكي و800 مليار دولار أمريكي من أدونات الخزينة من ميزانيته العمومية قبل فترة الركود الاقتصادي⁽¹⁾، وتطبيق سياسة التيسير الكمي في الاقتصاد الأمريكي من طرف الاتحادي الفيدرالي مر بثلاث جولات:

1- الجولة الأولى من 25 نوفمبر 2008 إلى مارس 2010:

في أواخر شهر نوفمبر عام 2008 بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء 600 مليار دولار أمريكي من الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري (MBS).

(1) سياسة التيسير الكمي، شبكة أسواق المال، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.marketnetwork.net/global-markets/waht-is-quantitative-easing-hme.consulter> le 20/03/2016. 18 :15.

وبحلول شهر مارس 2009 احتفظ ب 1.75 تريليون دولار أمريكي من ديون البنك والأوراق المالية المدعومة برهن عقاري (MBS)، وأذونات الخزينة ووصلت إلى ذروتها بقيمة 2.1 تريليون دولار أمريكي في شهر جوان عام 2010، وتوقفت عمليات الشراء حيث بدأ الاقتصاد في التحسن لكنه استأنف في شهر أوت 2010 عندما أقر بنك الاحتياطي الفيدرالي أن الاقتصاد لم يكن ينمو بقوة، وبعد التوقف في شهر جوان بدأت الأرصدة في الانخفاض بشكل طبيعي كديون مستحقة وكان من المتوقع أن تتخفف إلى 1.7 تريليون دولار أمريكي بحلول عام 2012، وأصبح الهدف المعدل للبنك الاحتياطي الفيدرالي الحفاظ على الأرصدة على مستوى 2.054 دولار أمريكي وللحفاظ على هذا المستوى اشترى بنك الاحتياطي الفيدرالي 30 مليار دولار أمريكي من أذونات الخزينة شهريا⁽¹⁾.

2- الجولة الثانية من 3 نوفمبر 2010 إلى جوان 2011:

بعد انتهاء برنامج الجولة الأولى مباشرة ظهرت مشاكل تمثلت في تباطؤ في معدلات النمو وارتفاع أزمة الدين العام الأمريكي وتجدد عدم الاستقرار في الأسواق المالية، فانتقل بنك الاحتياطي الفيدرالي مع الدورة الثانية من التيسير الكمي، والذي يتضمن شراء بقيمة 600 مليار دولار من السندات طويلة الأجل هذا هو البرنامج الذي أشار إليه رئيس مجلس إدارة بنك الفيدرالي الأمريكي في يوم 27 أوت 2010، والذي جرى بداية من نوفمبر 2010 حتى جوان 2011 وهو الأمر الذي أحدث تدفق هائل في الأموال الساعية إلى تحقيق أفضل العوائد من الأسواق الناشئة نتيجة تقليص أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية وتحسين أسواق الائتمان بصفة جوهرية وأخذت معدلات النمو ترتفع على نحو واضح، حيث أثارت الجولة الثانية من التيسير الكمي تجمع حاشد في الأسواق المالية⁽²⁾، فلقد كانت أمريكا تأمل من خلال سياسة التيسير الكمي الثانية إلى حل أزمتها المالية عبر ثلاثة محاور رئيسية⁽³⁾.

- تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الانتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات؛
- خفض سعر صرف الدولار لزيادة القوة التنافسية للبضائع الأمريكية مقارنة بنظيرتها الآسيوية والأوروبية في السوق المحلية الأمريكية وفي الأسواق العالمية، ووفقا للمنطق الاقتصادي كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما انخفض سعر الصرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت عملة الدولة ضعيفة كانت بضاعتها أرخص.

(1) - التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://marketsworld.com/news>. **Consulter le** 20/03/2016. 19 :39.

(2) - نتائج سياسات التخفيف الكمي قبل قرار الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:

www.icn.com/ar/general/articles/news/2014-10-28/76069. **consulter le** 28/03/2016. 14 :00.

(3) - محسن عدل، سياسة التيسير الكمي مغامرة خطيرة أم وصفا ناجحة، مقال متوفر على الرابط:

<http://onaeg.com/?p=1089220> **consulter le** 28/03/2016.15 :23

3- الجولة الثالثة من التيسير الكمي سبتمبر 2012:

في سبتمبر 2012 بدأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي في التحضير لبرنامج بقيمة 40 مليار دولار شهريا لشراء السندات المفتوحة العضوية والسندات المدعومة بالرهن العقاري، وفي ديسمبر 2012 أعلن مجلس الاحتياطي الفيدرالي زيادة في كمية المشتريات من السندات المفتوحة العضوية من 40 مليار دولار إلى 85 مليار دولار شهريا، التطور الجديد الآخر هو أن التيسير الكمي الثالث لم يحدد بمدة زمنية معينة لتنفيذه كما كان الحال عليه في المرتين الأوليتين حيث قال البنك الاحتياطي في بيانه أنه سيستمر بشراء الأوراق المالية حتى تتحسن سوق العمل والوظائف بشكل واضح، ويعني ذلك ضمنا أن الاحتياطي الفيدرالي ولأول مرة أعطى الأولوية للنمو الاقتصادي على حساب هدفه الرئيسي وهو استقرار الأسعار وإبقاء التضخم ضمن نطاق معقول، وبعد النجاح الذي حققته الجولة الثالثة بدأ البنك الفيدرالي بتخفيف التيسير الكمي، حيث عمل على الحد من المبالغ التي يتم شراءها والبدء في عملية تخفيض المشتريات الشهرية⁽¹⁾.

وبقيام البنك الاحتياطي بشراء الأوراق المالية المرتبطة بالرهنات العقارية فإنه يأمل أن ينعش سوق المساكن وأسعارها، ذلك بأنه بقيامه بشراء 40 مليار دولار شهريا من هذه الأوراق تعادل 95% من الأوراق المصدرة لهذا القطاع شهريا سيؤدي إلى خفض أسعار الفائدة على الرهن العقاري مما يؤدي إلى خلق طلب لشراء المساكن وإعادة تمويلها، التيسير الأول وكذلك الثاني كان هدفهما أيضا تخفيض أسعار الفائدة الطويلة الأجل ومن بينها أسعار الفائدة على الرهن العقاري، أما ما يميز التيسير الكمي الثالث عن التيسيران السابقين أنهما جاءا في وقت كانت أسعار المساكن لا تزال في طور التراجع الذي بدأ عام 2006، ولذلك فإنه بالرغم من انخفاض الفائدة على أسعار الرهن العقاري فإن ذلك لم يحفز الطلب، والعكس من ذلك فإن التيسير الثالث يأتي بعد أن وصلت أسعار المساكن بالولايات المتحدة إلى أدنى مستوياته وبداية ظهور دلائل تحسن الأسعار بعد سنوات من التراجع لذلك فإن تخفيض أسعار الفائدة من شأنه أن يحفز الطلب بوتيرة أسرع⁽²⁾.

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

(1) - المرجع نفسه.

(2) - شرح مبسط للتيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://gulf.argaam.com/article/articleid290463>. Consulter le 22/03/2016. 10 :20.

(3) - الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مؤسسة بنفود عالمي، مقال متوفر على الرابط:

www.uljayeer.net/engclopedia/economy. Consulter le 21/03/2016.13 :07.

ويمكن تلخيص ما قام به الاحتياطي الفيدرالي خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي خلال جولاته الثلاثة في الجدول التالي:

الجدول رقم(4): مراحل تطبيق سياسة التيسير الكمي في الو.م.أ

| التاريخ | الخطة المعتمدة |
|----------------|--|
| 25 نوفمبر 2008 | بدأ الاحتياطي الفيدرالي الجولة الأولى من التيسير الكمي بخطة شراء ما يصل إلى 600 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري أمريكي. |
| مارس 2009 | بنك الاحتياطي الفيدرالي يعلن أنه سيوسع الجولة الأولى مع إضافة 750 مليار دولار لسندات الرهونات العقارية، و 200 مليار دولار لمشتريات ديون المؤسسات التي تدعمها الحكومات و 300 مليار دولار في سندات الخزينة ذات الآجال الأطول ذلك لتحسين الأوضاع في أسواق الائتمان الخاص. |
| 3 نوفمبر 2010 | بنك الاحتياطي الفيدرالي يعلن عن جولة ثانية من التيسير الكمي بلغ مجموعها 600 مليار دولار في سندات الخزينة طويلة الأجل أي بمعدل 75 مليار دولار شهريا. |
| 13 سبتمبر 2012 | بنك الاحتياطي الفيدرالي يعلن عن جولة ثالثة من التيسير الكمي والتي تتمثل في شراء الأصول الشهرية من 40 مليار دولار إلى 85 مليار دولار. |
| 29 أكتوبر 2014 | قرر بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وضع حد للبرنامج المعروف باسم التيسير الكمي. |

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على المعطيات السابقة.

ثانيا: تقييم سياسة التيسير الكمي

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي جعلت البنك الاحتياطي الفيدرالي يتحمل مسؤولية كبيرة فما يتعلق بمصداقيته واستقلاليته في حالة فشل تحقيق الوعود التي قطعها على نفسه، ولكن في بعض الأحيان تكون النتائج بعيدة كل البعد عن الأهداف، وفيما يلي سنعرض مزايا وعيوب سياسة التيسير الكمي:

1- مزايا التيسير الكمي:

تتمتع فعالية سياسة التيسير الكمي التي تتبعها الولايات المتحدة الأمريكية فيما يلي: (1)

- ان الهدف الأساسي من اتباع الاحتياطي الفيدرالي هذه السياسة النقدية التوسعية هو محاولته تحفيز النمو الاقتصادي، عبر ضخ المزيد من الأموال في الاقتصاد حتى تتوفر احتياطات اضافية في النظام المصرفي و بالتالي السماح للبنوك باقراض المزيد من الأموال؛

(1) - مستقبل التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.marketsnetwork.net/globalmarkets/what-is-quantitative-easing.htm> consulter le 3/04/2016.17:15

- إن أهم نتائج عمليات التيسير الكمي هو أنها تساعد بشكل قوي ومباشر على بقاء أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة؛
- ساهمت سياسة التيسير الكمي التي أجرتها البنوك المركزية في البلدان المتقدمة الكبرى منذ بداية الأزمة المالية في أواخر الألفية الثالثة في خفض المخاطر النظامية في أعقاب إفلاس بنك ليمان براذرز؛
- الجولة الثانية من التيسير الكمي أدت إلى ارتفاع في سوق الأوراق المالية في النصف الثاني من العام 2010، مما ساهم بدوره في زيادة الاستهلاك والأداء القوي لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية.

2- عيوب التيسير الكمي:

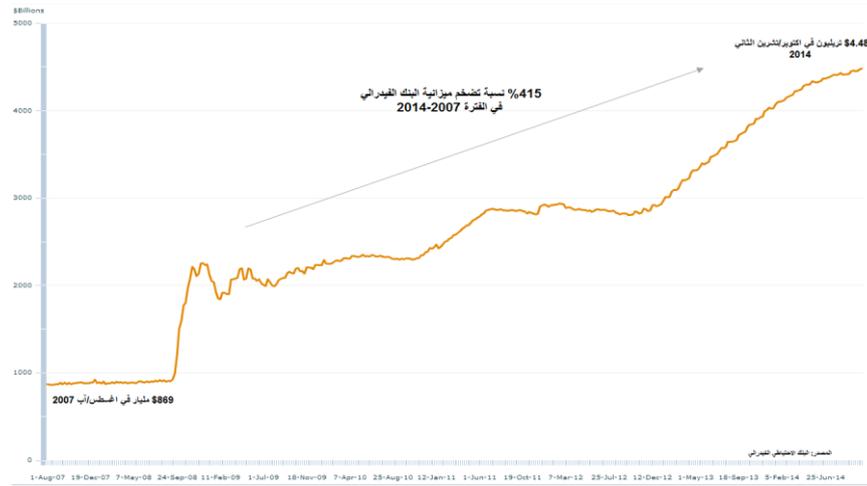
- منذ بداية تطبيق سياسة التيسير الكمي وهي تتعرض لهجوم الكثير من المراقبين الذين يرون أنها سياسة غير فعالة في مساعدة الاقتصاد الأمريكي على الخروج من الأزمة ويمكن إيجازها فيما يلي: (1)
- على الرغم من مفعولها الإيجابي في المدى القصير والمتوسط إلا أنها على المدى البعيد قد يكون لها آثار ضارة والتي تتمثل في ارتفاع قوي في معدلات التضخم وانخفاض القوة الشرائية للعملاء فعند طباعة الأموال يقوم البنك الاحتياطي الفيدرالي بجعل الدولار الأمريكي أقل قدرة على المنافسة مقابل العملات الأجنبية؛
- التيسير الكمي يمكن أن يخلق فقاعات في أسعار الأصول؛
- رغم أن خزائن المصارف مليئة بالسيولة ولكن حتى الآن لم يتم تحريك هذه السيولة بشكل كبير ولا بشكل صحيح، والتخوف القادم في الأسواق المالية إذ يصب في احتمالية ارتفاع أسعار الفائدة عندما يتوقف التيسير الكمي؛
- إن لجوء الاحتياطي الفيدرالي إلى التوسع في ميزانيته يمكن أن يقلل من ثقة الجمهور في قدرته على رسم وتنفيذ خطة للخروج من السياسات التي تتبعها في الوقت الحالي؛
- حدوث تدفق هائل في الأموال الساعية إلى تحقيق أفضل العوائد من الو.م.أ إلى الأسواق الناشئة نتيجة تقليص أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية؛
- على الرغم من السيولة الكبيرة في النظام المصرفي الأمريكي و انخفاض اسعار الفائدة الى نحو الصفر الا ان الاقتراض و الاقتراض بين البنوك لا يزال مثبط و الائتمان الموجه للقطاع الخاص مستمر في الانخفاض.

(1) - سياسة التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://iraq56.blogspot.com/2011/08blogpost.9084.htme.consulter> le 03/04/2016.16:20.

وإجمالاً فإن الرسم البياني التالي يوضح مدى تضخم ميزانية البنك الفيدرالي من 869 مليار دولار أمريكي في أوت 2007 مع بدء ظهور علامات التدهور في الأسواق العالمية إلى 4.48 تريليون دولار أمريكي في 23 أكتوبر 2014.

الشكل رقم (9): ميزانية البنك الفيدرالي الأمريكي ما بين 2007-2014.



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

[www.icn.com/ar/general/articles/mars/2014-10-28/consulter le15/04/2016.12:45](http://www.icn.com/ar/general/articles/mars/2014-10-28/consulter%20le15/04/2016.12:45).

المطلب الثاني: البنك الفيدرالي الأمريكي وسياسة معدلات الفائدة الصفرية

ما إن بدأت بوادر الأزمة العالمية وبدأت معها مؤشرات الأسواق المالية بالانخفاض المستمر حتى تدخلت كبار البنوك المركزية على مستوى العالم وعلى رأسها الفيدرالي الأمريكي بخفض معدلات الفائدة وذلك لامتصاص آثار الأزمة وانعكاساتها على المستوى العالمي، فقد قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ بدأ الأزمة بعدة تخفيضات لأسعار الفائدة بشكل سريع ومتكرر عدة مرات منذ سبتمبر 2007، حيث كان سعر الفائدة آنذاك 5.25% ثم تتالت التخفيضات حيث وصل في أكتوبر 2008 إلى 1% ثم في ديسمبر 2008 إلى حدود المجال من 0.25 إلى 0 بالمئة من خلال التعاملات الليلية كجزء من الخطوات التي اتخذها لدفع النمو الاقتصادي إبان الأزمة، 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 ذلك اليوم، وتستخدمه الولايات المتحدة الأمريكية على وجه

الخصوص⁽¹⁾، ومنذ يوليو 2014 بدأ الحديث عن توقيت رفع قيمة الفائدة فبعد أن اتخذت جانين يلين وأعضاء المجلس قرار بوقف برنامج التيسير الكمي في أكتوبر 2014، بدأت العمل على رفع قيمة الفائدة حيث أشارت في ذلك الوقت أن المجلس مستعد لرفع قيمة الفائدة ستة أشهر بعد انتهاء برنامج التيسير الكمي وبقي الكل ينتظر هذه الخطوة، غير أن البنك الفيدرالي الأمريكي لم يقدّم برفع أسعار الفائدة آنذاك لأن المجلس ربط عدم رفع قيمة الفائدة بتباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وخاصة في الأسواق الناشئة وأيضاً بتدني معدل التضخم في جميع أنحاء العالم وفي الولايات المتحدة الأمريكية، وأيضاً بسبب تراجع أسعار النفط⁽²⁾.

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: ⁽³⁾

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

(1) - العالم عندما يرفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

http://www.project_syndicate.org/commentary/when-the-fed-raises-interest-etes-by-martin-feldkircher-et-al-2015/09. **consulter le** 25/03/2016

(2) - جانين يلين، الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يتجه لرفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:

[www.fxcc.ire/blog.consulter le 9/4/2016/13:52](http://www.fxcc.ire/blog.consulter-le-9/4/2016/13:52)

(3) - عدلي قندح، بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وأسباب عدم رفع أسعار الفائدة: مقال متوفر على الرابط:

www.alria.com/article-m/738629htme.20/9/2015. **consulter le** 02/04/2016.13:20

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 القطاع العمالة وارتفاع معدلات الأجور لن يكون كافيا لرفع معدلات التضخم بشكل تدريجي ليقترّب من هدف البنك الاحتياطي الفيدرالي، فقد انخفضت معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أدنى مستوياتها ما قبل الأزمة المالية عند 5.1% وهو ما يعتبر معدل التوظيف الكامل بالنسبة لبنك الاحتياطي الفيدرالي وقد كان البنك يعتمد بشكل أساسي على قوة قطاع العمالة بالدرجة الأولى في اتخاذ قرار رفع أسعار الفائدة ولكن مع وصول 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 يعترى 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 بعدم رفع سعر الفائدة؛

- أما السبب الخامس 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 كافيا حتى هذه اللحظة ولم يتم إثبات انتهاء الضغط على الاقتصاد وانخفاض النمو في الصين والاقتصاد الدولي قد يسبب أيضا انعكاسا على الاقتصاد الأمريكي مما سوف يجعل الفيدرالي الأمريكي يفكر مرتين قبل تشديد شروط الائتمان.

وفي ديسمبر 2015 رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة ب 0.25 نقطة مئوية وذلك في أول زيادة من نوعها منذ عام 2006، وبهذا ارتفعت فائدة الاقراض بين البنوك إلى ما بين 0.25 و 0.5 بالمئة كما رفع الاحتياطي الفيدرالي توقعاته للنمو الاقتصادي خلال نهاية عام 2016 من 2.3 إلى 2.4 بالمئة ويشير

هذا إلى أن البنك يرى أن رفع أسعار الفائدة لن يؤثر سلبيا على النمو، وأشار البنك إلى أن قراره جاء بسبب زيادة الانفاق الأسري واستثمارات الأعمال إلى جانب انخفاض معدل التضخم.

كما بينت اللجنة أنه كانت هناك تحسينات كبيرة في أوضاع سوق العمالة في ذلك العام أي 2015 وتثق بعقلانية في أن التضخم سيرتفع خلال المدى المتوسط المستهدف عند 2 بالمئة وأعلن الاحتياطي أنه سيواصل مراقبة التضخم والتوظيف كي يحدد إذا كان هناك مبررات لرفع أسعار الفائدة مرة أخرى وموعد مثل هذا التحرك، وقالت رئيسة البنك جانيت يلين أن اللجنة واثقة في أن الاقتصاد سوف يواصل زيادة قوته لكن هناك مساحة للتحسين ويكون أي تحرك في المستقبل تدريجيا وسيعتمد على أداء الاقتصاد وأقرت يلين باستمرار وجود نقاط ضعف في سوق العمالة خاصة ما يتعلق منها بنمو الرواتب.

ويتوقع البنك أن تكون فائدة الاقتراض بين البنوك في المدى المتوسط 1.5% في أواخر عام 2016 و2.5% في 2017، وأن يقترب الاحتياطي الفيدرالي من المستويات الطبيعية عند نحو 3.5% حتى عام 2018 حيث يتوقع استقرار وضع الاقتصاد⁽¹⁾.

في أواخر اجتماع عقده مجلس الاحتياطي الفيدرالي في مارس 2016 قرر عدم رفع معدل الفائدة، رئيسه جانيت يلين في مؤتمر صحفي أعلنت هذا الخبر الذي ينتظره العالم أجمع، وأشارت إلى أن الاقتصاد الأمريكي ينمو بوتيرة معتدلة وأن بعض المراقبين توقعوا رفع سعر الفائدة من أجل جذب المستثمرين الباحثين عن عوائد خاصة⁽²⁾.

أولاً: عمليات تخفيض أسعار الفائدة من قبل أكبر البنوك المركزية

نجد عمليات تخفيض أسعار الفائدة في أكبر البنوك المركزية كالاتي:⁽³⁾

1- البنك المركزي البريطاني:

قام البنك المركزي البريطاني بتخفيضات متعددة لأسعار الفائدة، في أكتوبر 2008 تم تخفيض سعر الفائدة من 5 إلى 4.5 بالمئة وفي نوفمبر 2008 إلى 3 بالمئة ثم 2 ثم إلى 1.5 في فيفري 2009، ليستقر عند 5 بالمئة وذلك في آخر تخفيض له، وبالتالي فقد تم تخفيض سعر الفائدة ست مرات منذ بداية الأزمة المالية العالمية.

(1) - البنك الفيدرالي الأمريكي يرفع أسعار الفائدة، شبكة أسواق المال، مقال متوفر على الرابط:

www.bbc.com/arabic/business/2015/12/15/cosulter_1e_24/03/2016.11:12

(2) - الاحتياطي الفيدرالي يبقى على معدلات الفائدة، شبكة أسواق المال، مقال متوفر على الرابط:

http://arabic.euroneus.com.2016/03/mochange-in-fed-interest-rete-half-point-rise-expected-by-years-s-end.coslulter_1e_17/03/2016.13:55

(3) - خالد عيجولي، فعالية تخفيض الأسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والمؤسسة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف أيام 20، 21 أكتوبر 2009، ص 11.

2- البنك المركزي الأوروبي:

قام البنك المركزي الأوروبي بدوره بعدد من التخفيضات في أسعار الفائدة فمن 4.25 في سبتمبر 2008 انخفض إلى 3.75 في نوفمبر 2008 وإلى 2 في جانفي 2009 ثم إلى 1.5 بالمئة في مارس 2009 وبالتالي تم تخفيض سعر الفائدة خمس مرات.

وكان أحد أعضاء مجلس محافظي البنك المركزي قد وضح بأن أسعار الفائدة الحقيقية في منطقة اليورو لا تختلف عنها في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك بالأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم ومن ثم فإن أسعار الفائدة الحقيقية ليست مختلفة لا في الأجل القصير ولا في الأجل المتوسط.

ثانيا: الإجراءات المكتملة لتخفيض أسعار الفائدة

مع وصول معدلات الفائدة إلى حدود دنيا وصلت السياسة النقدية إلى حدودها القصوى وبالتالي أصبح لزاما على الدول والحكومات أن تسعى لإجراءات من شأنها التكامل مع تخفيض أسعار الفائدة للخروج من مرحلة الانكماش الاقتصادي.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية قام الرئيس بمجموعة من الاجراءات من ضمنها قرار خطة بقيمة تقارب 790 مليار دولار لإنعاش الاقتصاد عبر ضخ الأموال في القطاعات المتعثرة كالمصارف وشركات السيارات، بالإضافة إلى زيادة الانفاق الحكومي عن طريق المشاريع في البنية القاعدية، حيث تم تخصيص 27.5 مليار دولار لشبكة الطرقات العامة و8.4 مليار دولار لقطاع المواصلات العامة ورصد حوالي 10 مليارات دولار لمشاريع الإسكان الاجتماعي 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.

أما الدول الأوروبية فقد عملت على ضخ السيولة للبنوك والمؤسسات المالية المتعثرة في إطار تنسيق مشترك مع البنك المركزي الأوروبي ورغم بعض الاختلافات التي ظهرت بين بعض هذه الدول في إجراءات دعم اقتصادياتها فألمانيا مثلا تدعو إلى إعطاء القطاع الخاص دور كبير كحل لهذه الأزمة بينما فرنسا تدعو إلى ضرورة تدخل الدولة في ذلك، إلا أن ذلك لم يؤثر على الإطار العام للحل المشترك.

وقد شملت الخطة البريطانية ضخ 450 مليار دولار من أموال الحكومة و 86 مليار دولار من أموال دافعي الضرائب في أكبر بنوك البلاد، كما قامت بعرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس الأموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة

الأجل، أما فرنسا فضخت ما يعادل 360 مليار أورو، حيث تلقى منها بنك BNP و crédit agricole أكبر الحصص والتي وصلت إلى 3 ملايين أورو و2.55 مليار أورو على التوالي، كما شمل الدعم الحكومي كذلك البنوك التالية crédit mutuel و déparge caissese و banques populaire بالإضافة إلى société générale في حين ان ألمانيا ضخت 480 مليار أورو⁽¹⁾.

ثالثا: تقييم سياسة معدلات الفائدة المصرفية

استخدمت معظم دول العالم سياسة معدلات الفائدة المصرفية للخروج من الأزمة حيث تشجع معدلات الفائدة المصرفية المستهلكين على الشراء وتساعد على انتعاش أسواق الأسهم بشكل كبير، وكذلك تعمل على تخفيض قيمة العملات مما يقلل من آثار العجز الخارجي لميزان المدفوعات، كما تشجع معدلات الفائدة المصرفية الأجانب على الاقتراض من السوق المحلي للاستفادة من فروق معدلات خصوصا إذا كانت معدلات الصرف مستقرة، وذلك في إطار عمليات تحكيم لمعدلات الفائدة غير أن هذا التحكيم يتوقف عندما تصل معدلات الفائدة إلى مستوياتها المصرفية في كل الدول⁽²⁾، غير أن معدلات الفائدة المصرفية فتحت شهية الحكومات نحو أمر خطير جدا وهو المبالغة في الاقتراض استنادا إلى انخفاض تكلفة هذه الديون في ظل المعدلات المتدنية للفائدة⁽³⁾، كما أن الخطورة الأساسية لمعدل الفائدة الصفري تتمثل في أنه يمكن أن يتدرج الاقتصاد العالمي إلى مصيدة الانكماش، وذلك إذا ما تحول اتجاه التوقعات التضخمية نحو النزول في ضوء الانخفاض في أسعار الطاقة وغيرها من العوامل التي يتوقع معها أن تستمر الضغوط التضخمية في التراجع حيث أنه إذا تحول معدل التضخم ليصبح سالبا فإن ذلك يحول معدلات الفائدة الحقيقية من مستويات سالبة إلى مستويات موجبة، على الرغم من أن معدل الفائدة الإسمي يساوي صفرا ويترتب على ذلك تراجع مستويات الطلب الكلي، الأمر الذي يؤدي إلى تسارع معدل انخفاض التضخم، ومن ثم ميل معدلات الفائدة الحقيقية إلى الارتفاع بمعدلات أكبر فتتراجع مستويات الطلب الكلي نتيجة لذلك، ويدور الاقتصاد تبعا لذلك في دائرة من ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية وتراجع معدلات التضخم، وهو ما يدخل الاقتصاد في ما يسمى بمصيدة الانكماش، في مثل هذه الحال لا تصلح السياسات النقدية لمعالجة مصيدة الانكماش ومن ثم يبقى أمام صانع السياسة الاقتصادية سبيلان للخروج من هذه الأزمة:

(1) - تقرير بعنوان: مشروع خطة انقاذ القطاع المصرفي الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

[http://www.aljazeera.net/NR/exeres/ACC512A-9B53-4470/8A44-B8774BODF91-html.consulter le](http://www.aljazeera.net/NR/exeres/ACC512A-9B53-4470/8A44-B8774BODF91-html.consulter%20le)
04/03/2016.16 :20.

(2) - محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة المصرفية، مرجع سبق ذكره.

(3) - محمد إبراهيم السقا، ماذا يحدث في العالم، مقال متوفر على الرابط:

[http://www.alarabiya.net/view/2011/08/12/161942htm/consulter le](http://www.alarabiya.net/view/2011/08/12/161942htm/consulter%20le) 04/04/2016/12:20

الاول هو اتباع سياسات مالية فعالة من خلال تبني اجراءات تهدف إلى إحداث عجز في الميزانية العامة لإحداث زيادة مستقلة في مستويات الاستهلاك والاستثمار الكلي، ومن ثم تحفيز مستويات الطلب الكلي للخروج من مصيدة الانكماش.

اما السبيل الثاني فهو تهيئة الظروف المناسبة للتوقعات بارتفاع معدل التضخم، وغني عن البيان أنه لا يمكن تهيئة تلك الظروف من دون توفير المناخ اللازم لرفع مستويات الطلب الكلي بما يغدي التوقعات التضخمية إذ يواجه العالم معضلة خطيرة في ظل معدلات الفائدة الصفرية، حيث أن أي تدهور في الأداء الاقتصادي الكلي سوف يؤدي الى ميل معدل التضخم نحو الانخفاض، وهو ما سوف يتبعه تدهور في الأداء عبر دورة الكساد ومن ثم تزداد فرص احتمال انتشار الكساد العالمي الحاد، أي أنه في ظل هذه الأوضاع ليس من المتوقع إذا أن ينحسر الكساد العالمي بسرعة، ومن الممكن أن يستمر لفترة طويلة خصوصا مع تراجع معدلات التضخم (1).

والشكل التالي يبين تطور أسعار الفائدة في أمريكا خلال 50 عاما.

الشكل رقم (10): تطور أسعار الفائدة في أمريكا خلال آخر 50 عاما



Source: <http://www.federalreserve.gov.consulter> le 05/04/2016. 00 :55.

(1) - محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية، مرجع سبق ذكره.

المطلب الثالث: البنك الفيدرالي الأمريكي في ظل معدلات الفائدة السالبة

انتشر تبني معدلات الفائدة الإسمية السالبة بعد تبني البنوك المركزية سياسات الفائدة الصفرية بصورة واضحة في الآونة الأخيرة، حيث لجأت إليها العديد من البنوك المركزية في العالم إلا أن البنك الفيدرالي الأمريكي لم يقم بهذه الخطوة الجريئة بل اكتفى بتبني سياسة معدلات الفائدة الصفرية وقبلها برنامج التيسير الكمي، هذا وقد قال نائب محافظ البنك المركزي الأوروبي فيتور كونستانسيو في أحد تصريحاته في أبريل 2016 أنه من غير المعقول أن يتم تطبيق معدلات الفائدة السلبية في الولايات المتحدة الأمريكية في الوقت الراهن (1).

اولا: تطبيق معدلات الفائدة السالبة من قبل كبار البنوك المركزية

من أمثلة تطبيق سياسة سعر الفائدة السلبى من قبل البنوك المركزية نجد: (2)

- نشرت الحكومة السويسرية نظام سعر الفائدة السلبى عام 1970 لمواجهة تقدير عملتها بسبب المستثمرين الهاربين من التضخم في أجزاء أخرى من العالم؛
- في عام 2012 طبقت الدانمارك معدلات الفائدة السالبة وذلك لوقف الأموال الساخنة في اقتصادياتها؛
- في عام 2014 البنك المركزي الأوروبي وضع سعر الفائدة السلبى الذي لا ينطبق إلا على الودائع المصرفية والذي من خلاله يهدف إلى منع منطقة اليورو من السقوط في دوامة الانكماش فمذ أن تبني البنك المركزي الأوروبي معدلات الفائدة السالبة انخفض اليورو في مقابل الدولار بأقل من 20 بالمئة وقد رحب قادة الدول في منطقة اليورو بتراجعهم، وقد أظهرت البيانات عن التجارة الخارجية لمنطقة اليورو الصادرة عن مكتب الاحصاءات الأوروبي "يورو ستات" تحقيق المنطقة فوائض تجارية بلغت 195 مليار يورو في 2014 وذلك مقارنة بفوائض بلغت 152.3 مليار يورو في 2013 وهذا يعني أن اليورو بدأ يؤتي ثماره بالفعل، وهذه أقوى التأثيرات المحتملة لمعدلات الفائدة السالبة في منطقة اليورو؛
- في عام 2015 أعلن البنك المركزي السويدي تطبيق معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، بينما قام بتطبيقها قبل هذا العام أي 2009 و 2010 عندما خفض معدل الفائدة الأساسي إلى -0.1% ؛
- وفي محاولة جريئة لإنعاش الاقتصاد الياباني، دفع البنك المركزي الياباني أسعار الفائدة على الودائع إلى المنطقة السلبية وهذا بداية عام 2016 ورغم أن هذه السياسة ليست جديدة فإنها منطقة مجهولة لبنك اليابان، غير أن الأسواق المالية لم تعد تستجيب لهذا الانخفاض كما كان متوقعا وقد كان تأثير هذه السياسة على الين مفاجأة غير سارة.

(1) - فيتور كونستانسيو، اختلاف وضع البنك المركزي الأوروبي عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.fderleseve.org.consulter> le 17/04/2016.15 :42

(2) - محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مرجع سبق ذكره.

ثانيا: تقييم سياسة معدلات الفائدة السالبة

عملت أسعار الفائدة السلبية على تقليل تكاليف الاقتراض للشركات والاسر وزيادة الطلب على القروض وتحفيز الاستثمار والانفاق الاستهلاكي، وبنوك التجزئة أصبح لديها خيار لاستيعاب التكاليف المرتبطة بأسعار الفائدة السلبية التي تدفع لهم والتي سوف تؤثر سلبا على الأرباح، بدلا من تمرير هذه التكاليف إلى صغار المودعين خوفا من تحول ودائعهم إلى نقد⁽¹⁾.

غير أن هذه السياسة لا تخلو من المخاطر ومن أهم المخاطر التي يمكن أن تتبع سياسات معدلات الفائدة السالبة هي أنها إذا سحبت مودعات الأفراد لدى البنوك فإنها من الممكن أن تدفع المدخرين لاكتناز 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 هذه السياسات سيكون دائما على حساب شركائهم في التجارة، وغالبا لا تقف الدول التي تضرر 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.

وأخيرا فإنه من المتوقع أن تعمل هذه الآثار المفترضة لمعدل الفائدة السالب في حالة واحدة، وهي أن يكون معدل التضخم موجبا، ولكن عندما يكون معدل التضخم سالبا فإن فرض البنك المركزي لمعدل الفائدة السالب يؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي، الذي يساوي معدل الفائدة الإسمي مطروح منه معدل التضخم وليس خفضه، وعلى سبيل المثال لوعدنا وطبقنا ذلك على حالة البنك المركزي الأوروبي نجد أنه في ظل سعر الفائدة سالب -0.2% ومعدل تضخم سالب -0.6 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⁽²⁾.

(1) سياسة سعر الفائدة السلبى NIRP، مقال متوفر على الرابط:

Read more :<http://www.investopedia.com/terms/m/negative/interest-rete-policy-nirp.asp.xzz3xts5oywo.consulter>
le14/04/2016.11 :20

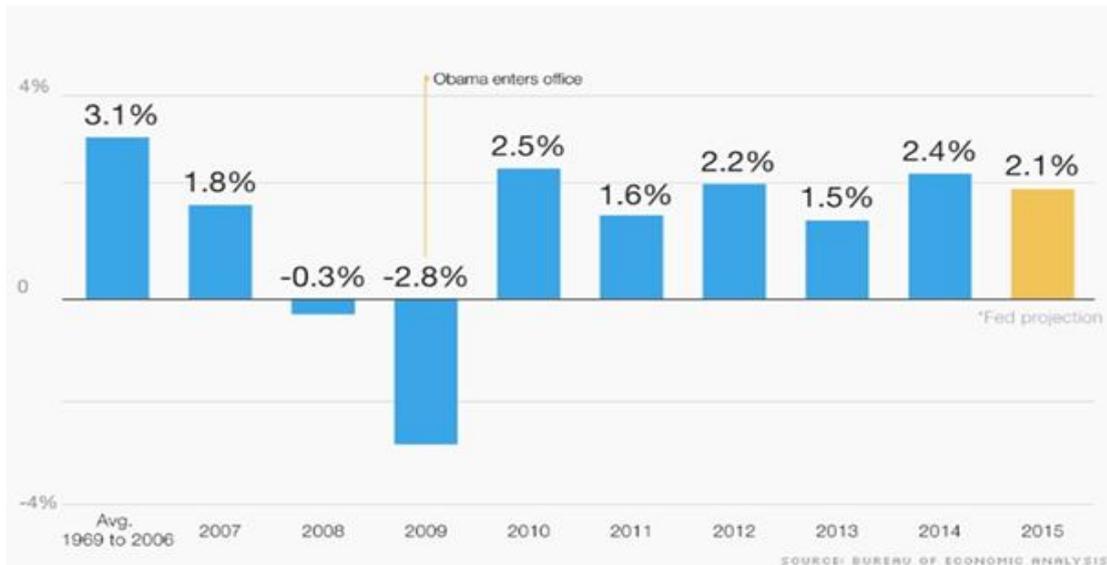
(2) محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مرجع سبق ذكره.

المبحث الثالث: أثر السياسات النقدية غير التقليدية على المتغيرات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي

بعد تبني البنك الفيدرالي الأمريكي للسياسات النقدية غير التقليدية والمتمثلة في التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية من أجل الخروج من الأزمة المالية العالمية التي عصفت قلب النظام الاقتصادي كان لهذه الاجراءات تأثير على الاقتصاد الامريكى وفيما يلي سوف نعرض بعض المتغيرات التي كان لها تأثير واضح بتلك السياسات المتبناة.

المطلب الأول: الناتج المحلي الإجمالي

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي المقياس المعياري لقياس السلع والخدمات النهائية التي تنتج كل عام وبالحديث عن الاقتصاد الأمريكي كان الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات ما بين 2006-2015 في حالة هبوط وصعود مستمر والشكل التالي يوضح تطور الناتج المحلي الإجمالي قبل الأزمة المالية وبعدها. الشكل رقم (11): الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2006-2015.



المصدر: 7 مؤشرات تكشف طبيعة الاقتصاد الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.life.gov.consulter> le 10/04/2016.15:47.

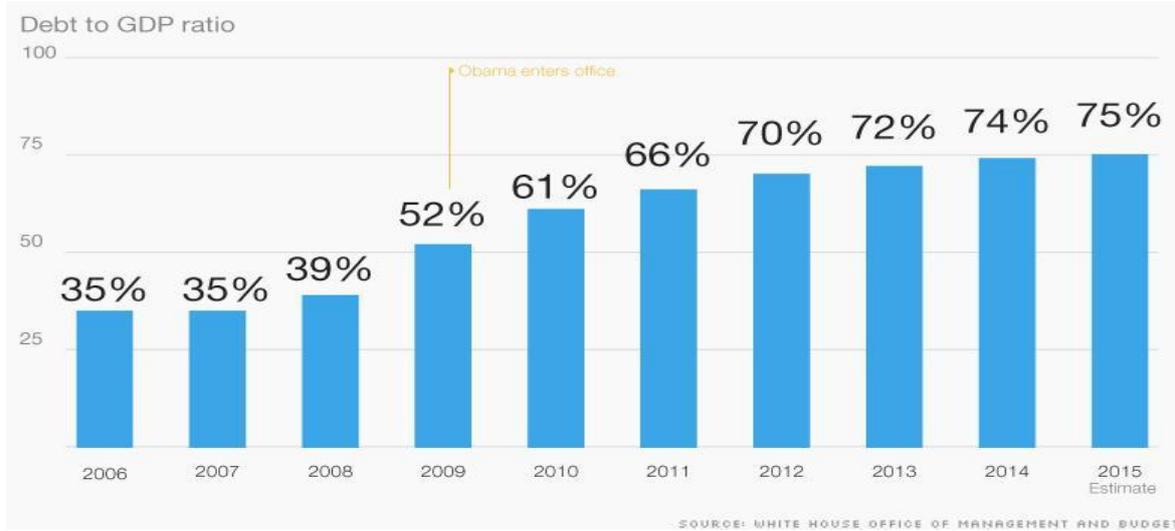
من خلال الشكل رقم (11) نلاحظ أن معدل الناتج المحلي الإجمالي قبل الأزمة المالية خلال سنة 2006 قد وصل إلى 3.1% بسبب فترة الزواج التي عاشتها الولايات الأمريكية، ولكن خلال 2007 انخفضت هذه النسبة لتصل إلى 1.8% بسبب ظهور بوادر الأزمة المالية إلا أنها بلغت نسب سالبة وصلت إلى -0.3% بالمئة و -2.8% خلال سنتي 2008 و 2009 على التوالي بسبب تقادم الأزمة وإفلاس

العديد من البنوك الكبرى ودخول في مرحلة الكساد غير أن سنة 2010 ارتفع فيها معدل الناتج المحلي الإجمالي بسبب تبني البنك الفيدرالي الأمريكي لبرنامج التيسير الكمي بعد توسيعه في جولته الأولى بضخ كمية كبيرة من السيولة في الاقتصاد الأمريكي وخفض معدلات الفائدة تقريبا إلى 0.25 بالمئة أما سنة 2011 فقد انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1.6 بسبب الركود الاقتصادي في منطقة اليورو والمستويات العالية لأسعار البترول، غير أنه في 2012 وصل معدل الناتج المحلي الإجمالي إلى نسبة 2.2 بسبب استقافته من سياسة مالية توسعية، خاصة فيما يتعلق بالاستثمار ونفقات دعم أسعار الاستهلاك وكذلك من سياسة نقدية من خلال تأمين التمويل الملائم لحاجة المتعاملين الاقتصاديين وهكذا تعزز معدل الناتج وزاد.

وفي 2013 كانت وتيرة النمو متواضعة نتيجة تقادم أزمة منطقة اليورو إشكالية سقف الدين العمومي، ولمواجهة هذه التحديات اتخذ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سلسلة جديدة من الاجراءات لتخفيف الضغوطات على السياسة النقدية في إطار ما يعرف بسياسة التيسير الكمي (QE₃) وعليه ارتفع معدل الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2014 بنسبة 2.4% بالرغم من بقاء أسعار الفائدة قريبة من الصفر أي محصورة في المجال [0.0.25] منذ اندلاع الأزمة، غير أن إعلان البنك الفيدرالي الأمريكي انتهاء برنامج التيسير الكمي (QE₃) وإسدال الستار عليه لم يجعل من معدل الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2015 يتأثر كثيرا، فقد انخفض قليلا بنسبة 0.3 بالمئة في الوقت الذي جاء فيه الإعلان عن رفع معدلات الفائدة الصفرية بين المجال [0.25, 0.5].

أما بالنسبة للدين العام فقد كان في ارتفاع مستمر منذ سنة 2006-2015 فمع انخفاض متوسط معدل النمو الاقتصادي للولايات المتحدة، ترتفع نسبة الدين العام بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي بشكل متزايد، ففي أعوام 2006 و 2007 كان الدين يمثل 35% من الناتج الإجمالي المحلي وفي عام 2008 ارتفعت تلك النسبة قليلا لتصل إلى 38% لكن يبدو أن مؤشرات ارتفاع تلك النسبة بدأت في التزايد تزامنا مع عام 2009 وبذلك تعدت نسبة الدين نصف إجمالي الناتج المحلي ب 2% ولترتفع تلك النسبة بشكل ملحوظ عام 2010 وصولا إلى 61%، استمرت تلك النسبة في الارتفاع بوتيرة أقل حتى وصلت في نهاية عام 2015 إلى 75% أي أعلى بدرجة مئوية واحدة لتسجل في عامها الأخير أبطئ معدل للنمو منذ اندلاع الأزمة، والشكل التالي يوضح تطور نسبة الدين العام من سنة 2006 إلى 2015.

الشكل رقم (12): نسبة الدين العام في الولايات الأمريكية المتحدة خلال الفترة 2006 - 2015.



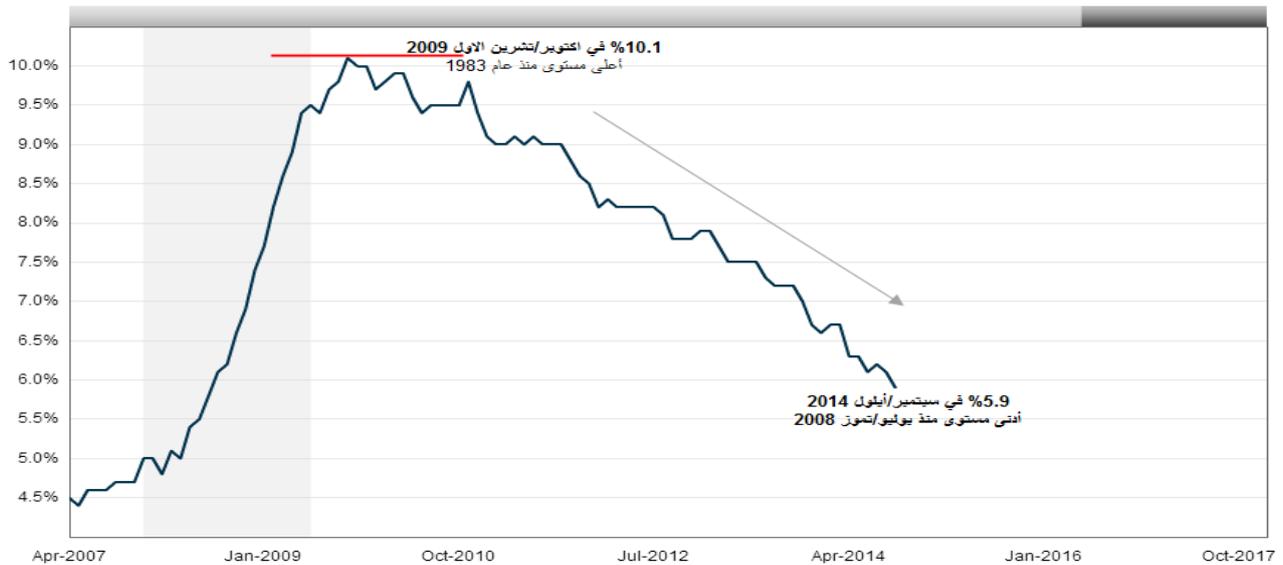
المصدر: 7 مؤشرات تكشف طبيعة الاقتصاد الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.life.gov>. Consulter le 11/04/2016.19 :50.

المطلب الثاني: معدل البطالة

بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 شهد الاقتصاد الأمريكي تراجع في الاداء الاقتصادي مما أثر سلبا على سوق العمل تاركا وراءه ارتفاعا كبيرا في معدلات البطالة والشكل التالي يبين مستويات البطالة التي وصلت إليها الولايات المتحدة الأمريكية منذ اندلاع الأزمة إلى غاية عام 2016.

الشكل رقم (13): معدل البطالة الشهري في الولايات المتحدة من 2007 إلى 2016.



معدل البطالة الشهري في الولايات المتحدة 2014-2007

المصدر: موقع ماكرو ترندس.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية كان منخفضاً، حيث كان في أبريل 2007 لا يتعدى نسبة 4.5% ثم بدأ في الارتفاع تدريجياً خاصة بعد الركود الاقتصادي الذي شهده الاقتصاد الأمريكي في أواخر 2007 الذي دفع بأرباب العمل في أمريكا إلى إلغاء 6.9 مليون وظيفة حسب ما صرحت به وزارة العمل الأمريكية، وألغيت كذلك الوظائف في قطاعات التصنيع والخدمات ليلبلغ بذلك عدد العاطلين عن العمل إجمالاً 14.9 مليون شخص، وجاء أكبر إلغاء للوظائف في قطاع التشييد والبناء الذي فقد 65 ألف وظيفة، وبذلك ارتفع معدل البطالة عام 2009 بعد أن وصل إلى مستوى 10.1% مسجلاً أسوأ مستوى منذ عام 1982⁽¹⁾، وبعد ذلك بدأت البطالة في الانخفاض باتباع البنك الفيدرالي الأمريكي اجراءات حذرة للخروج من الأزمة المالية لسنة 2008 من خلال تبنيه لسياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية وذلك كله بفضل رئيسة الاحتياطي الفيدرالي جانيت يلين التي أيدت بقوة خطة الاحتياطي الداعية إلى المحافظة على معدلات الفائدة قصيرة الأجل قريبة من 0%⁽²⁾، إذ وصل معدل الفائدة عام 2012 مستوى 7.7% وهو أقل مستوى له منذ 4 سنوات تقريباً وذكرت وزارة العمل الأمريكية لعام 2012 أن 146 ألف شخص حصلوا على وظائف خارج القطاع الزراعي بالرغم من التوقعات بتراجع في التوظيف جراء اعصار ساندي، غير أن هذا الانخفاض كان سببه توقف بعض الأمريكيين عن البحث عن وظائف ما يشير الى أن سوق العمل بقي فاتراً، حيث اعتبر كبير الاقتصاديين في البيت الأبيض "آلان كروغر" أن هبوط معدل البطالة دليل على أن الاقتصاد تعافى من آثار الركود الاقتصادي الذي ساد خلال أزمة 2008.

لم يتوقف معدل البطالة عند مستوى 7.7% بل واصل في الانخفاض إلى أن وصل في سبتمبر من عام 2014 مستوى 5.9 لأول مرة منذ جويلية 2008 فيما ارتفعت وتيرة نمو الوظائف على مدار العامين السابقين لتسجل في المتوسط أقل من 210 ألف شهرياً يتم إضافتهم في سوق العمل مقارنة بالعامين ما بعد الأزمة حيث كان المتوسط 172 ألف شهرياً، وبعدها بلغ معدل البطالة نسبة 5% سنة 2015 وذلك بسبب الانتعاش الاقتصادي الكبير الذي شهدته الولايات المتحدة الأمريكية ثم هبط فيما بعد إلى ما دون 5% للمرة الأولى منذ 8 سنوات وذلك على الرغم من تباطؤ وتيرة التوسع في الرواتب حسب ما أعلن عنه المكتب الاتحادي للإحصاءات، حيث سجل معدل البطالة نسبة بلغت 4.9% بداية عام 2016 وهي نسبة منخفضة مقارنة ب 5% أواخر عام 2015 ومن جانبه فقد أشاد الرئيس الأمريكي باراك أوباما بالانخفاض الجديد لنسبة البطالة معتبراً أنه بامكان الأمريكيين أن يكونوا فخورين بالتقدم الذي تحقق منذ أزمة 2008⁽³⁾.

(1) - بن برنانكي، رئيس الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة الأمريكية سابقاً، بيان صحفي متوفر على الرابط:

<http://www.federalreserve.gov/medicentrer/files/FOMCpersconf2012/12/12.pdf> consulter le 19/04/2016.14:22

(2) - جانيت يلين خلال شهادتها في الكونغرس، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.elaph.com/web/economics/2014/1/86581.htm> consulter le 19/04/2016.15:07

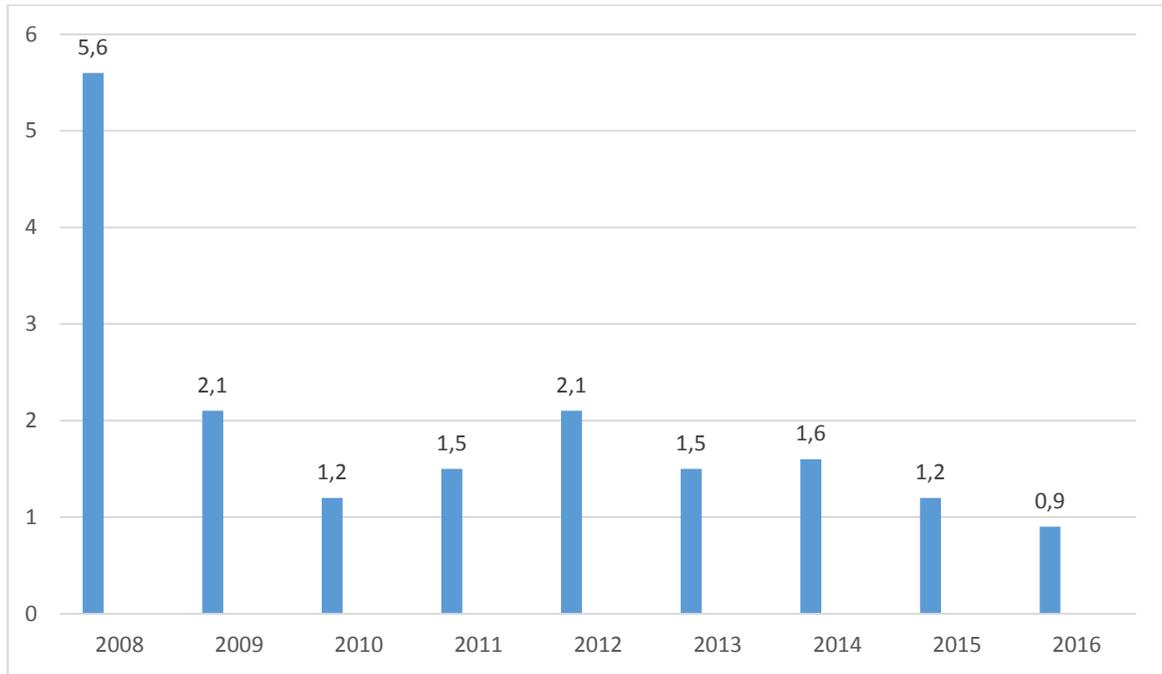
(3) - معدل البطالة في أمريكا ينخفض لأدنى مستوى منذ 8 سنوات، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.federalreserve.gov/otherfb.htm> consulter le 19/04/2016.22:45.

المطلب الثالث: معدل التضخم

معدل التضخم وكغيره من المتغيرات الاقتصادية هو الآخر تأثر بالأزمة التي عاشها الاقتصاد الأمريكي، والشكل الموالي يوضح درجة تغيره بدءا من اندلاع الأزمة سنة 2008 إلى غاية سنة 2016.

الشكل رقم (14): معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية من 2008 إلى 2016



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الرابط:

www.inf.org. consulter le 20/04/2016.20 :45.

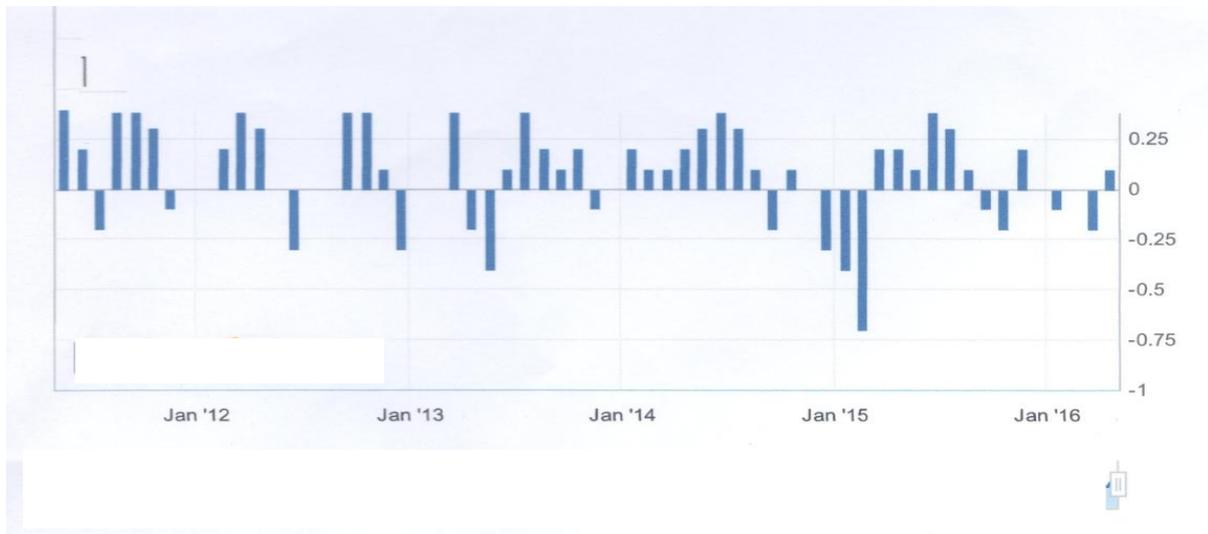
من الشكل نلاحظ أن معدل التضخم كان مرتفعا عام 2008 إذ بلغ 5.6% وهذا راجع للازمة المالية العالمية التي هزت كيان الاقتصاد الأمريكي والتي كان لها أثر واضح خاصة على المستوى العام للأسعار الذي شهد ارتفاعا جنونيا وبالأخص قطاع العقارات، لكن بتبني السلطات الأمريكية خطط انقراض معدل التضخم سنة 2009 إلى 2.1% ومع لجوء الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية التي تعد من أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية الأكثر استخداما من طرف الاحتياطي الفيدرالي شهد مستوى التضخم تراجع سنة 2010 حتى بلغ 1.2% ومع استمرار البنك الفيدرالي الأمريكي العمل بسعر فائدة عند مستوى 0.25 بالمئة منذ عام 2008 دفع بالتضخم للصعود من جديد إلى مستوى 1.5% عام 2011، وفي سنة 2012 شهد معدل التضخم ارتفاعا آخر إذ انتقل من 1.5 إلى 2.1 بالمئة ثم إلى 1.5 بالمئة عام 2013 وذلك راجع للديناميكية القوية للنشاط الاقتصادي والانتعاش الجاري في الطلب الداخلي المحفز خصوصا اثر انتعاش القطاع العقاري وتحسن وضعية سوق العمل الأمريكي، ومع ارتفاع

أسعار النفط والإسكان والغذاء عام 2014 ارتفع معدل التضخم من جديد ليصل إلى 1.6 بالمئة وهي نسبة مرتفعة مقارنة بنسبة 2013.

أما سنة 2015 فقد انخفض معدل التضخم خلالها وهذا ما يدل على أن البنك الفيدرالي الأمريكي متحكم في المستوى العام للأسعار ومسيطر عليه حسب ما يخدم أهدافه، و قد توقع الاحتياطي الفيدرالي وصول معدل التضخم إلى 0.9 بالمئة و ذلك عام 2016.

وبما أن مؤشر أسعار المستهلكين من أصدق المؤشرات تعبيراً على التضخم بعد استثناء السلع الرئيسية للمعيشة والتي لا يمكن أن يستغني عنها المستهلكون (الغذاء، الطاقة)، فإن المحللين الأمريكيين يولونه أهمية كبيرة في قياس معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية⁽¹⁾، وبذلك فإنه لا يمكن الحديث عن معدل التضخم دون ادراج مؤشر أسعار المستهلكين، والشكل الموالي يبين كيف أن هذا المؤشر هو الآخر تأثر بمختلف التطورات التي طرأت على الاقتصاد الأمريكي شأنه شأن مختلف المتغيرات الاقتصادية الأخرى.

الشكل رقم (15): مؤشر أسعار المستهلكين شهريا من ماي 2011 الى افريل 2016



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

<http://www.bls.gov/cpi>. consulter le 21/04/2016.10:10.

⁽¹⁾ <http://www.federalreserve.gov/fonc/fundsrate.htm>. consulter le 20/04/2016.15:30

يبين الشكل مؤشر أعلاه أسعار المستهلكين الشهري في الولايات المتحدة الأمريكية والذي شهد تذبذبا واضحا خلال الفترة من ماي 2011 إلى أبريل 2016، حيث أنه تارة يكون في المنطقة السالبة وتارة أخرى في المنطقة الموجبة، وهذا حسب الوضع الاقتصادي السائد في أمريكا، إذ نلاحظ أنه وفي سنة 2011 كان مؤشر أسعار المستهلكين مستقرا نوعا ما في المنطقة الموجبة وهذا راجع لخطط التحفيز النقدي التي استمرت إلى غاية أكتوبر 2014، أما في سنة 2012 فهذا المؤشر شهد ارتفاع في 14 سبتمبر 2012 إذ قدر هذا الارتفاع بنسبة 0.6%، وهو عام تميز بانخفاض معدل التضخم مقارنة بسنة 2011 الذي شهد فيها معدل التضخم ارتفاعا كبيرا نوعا ما 2.1%، وبخصوص عام 2013 فقد استقر معدل التضخم خلال هذه السنة وشهد مؤشر أسعار المستهلكين ارتفاعا كبيرا إذ بلغ أقصى نقطة له 0.7% في 15 مارس 2013 وهذا نتيجة انخفاض معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي عام 2014 كان مؤشر أسعار المستهلكين جيد وهذا ما يجعل الاقتصاد الأمريكي في وضع مريح ومطمئن ليتمشى مع معدل التضخم الذي ظل في الحدود التي يستطيع الاحتياطي الفيدرالي السيطرة عليها، أما سنة 2015 فالاقتصاد الأمريكي كان غير مستقر نوعا ما حيث بلغ مؤشر أسعار المستهلكين خلال هذه السنة أدنى مستوى له -0.6%.

ولقد كان السبب في عدم تأثير عمليات التيسير الكمي سلبا في معدل التضخم هو أن كميات السيولة الكبيرة التي أطلقها البنك المركزي لم تتجه إلى عمق الاقتصاد بل بقيت بشكل كبير حبيسة خزائن المصارف وكاحتياطات لدى البنك المركزي نفسه، أما سبب عدم توغل السيولة في عمق الاقتصاد فيعود لسببين رئيسيين: الأول أن أسعار الفائدة السائدة منخفضة جدا بشكل لا يشجع المصارف على منح القروض والسبب الآخر أن شهية الشركات نحو الاستثمار والتوسع في نشاطاتها لم تكن قوية وهي لا تزال كذلك أي أنه حتى لو كانت تكلفة الاقتراض متدنية جدا لن يكون هناك اقتراض فعلي مالم تكن هناك دوافع اقتصادية كافية لتبرير عملية الاقتراض، إلا إن كان الاقتراض لأسباب أخرى غير داخلية في صلب أعمال الشركات⁽¹⁾.

(1) - تفاعل الأسواق المالية مع نهاية التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.alarabiya.net/ar/aswap/2014/10/21/cosulter> le 09/04/2016.14:10

الخلاصة:

نظرا للمكانة الكبيرة التي يحتلها البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على الساحة العالمية لكونه أقوى مؤسسة مالية في العالم، فقد لعب هذا الأخير دورا كبيرا في التخفيف من حدة الأزمة المالية لسنة 2008 من خلال تطبيقه مجموعة من الاجراءات التي تعد حديثة بالنسبة للبنوك المركزية في إطار ما يعرف بالسياسة النقدية غير التقليدية، والتي كان لها أثر واضح على المتغيرات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي، فقد عملت هذه الاجراءات على زيادة وتيرة النمو وتنشيط سوق العمل بالإضافة إلى محاولة المحافظة على استقرار الأسعار كهدف رئيسي للبنوك المركزية.

الخاتمة العامة

الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من أكثر الازمات تأثيرا على الاقتصاديات الدولية والتي انتشرت إثر تمادي البنوك الأمريكية في منح رهونات عقارية، هذه الأخيرة أحدثت شللا كبيرا في العديد من قطاعات الاقتصاد العالمي خاصة القطاع المالي وكانت سببا في إحداث ركود اقتصادي كبير إزاء هذا الوضع بادرت البنوك المركزية الكبرى إلى اتخاذ مجموعة من الاجراءات غير التقليدية للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية خاصة بعد فشل الأدوات التقليدية في إنعاش الاقتصاد العالمي، تمثل الإجراء الأول في ضخ السيولة في الأسواق المالية عن طريق شراء أوراق مالية مدعومة برهون عقارية إضافة إلى تطبيق آلية سعر الفائدة الصفري وسعر الفائدة السالب على الودائع.

إن تبني البنوك المركزية وفي مقدمتها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي للسياسة النقدية غير التقليدية كان أمرا مطلوباً لمواجهة الضغوط الانكماشية التي تراكمت وبشكل كبير في مرحلة ما بعد 2008 ولكن على الرغم من فعالية السياسة النقدية غير التقليدية على الساحة العالمية في دعم النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي، إلا أنه ينبغي استكمالها بمجموعة أكبر من السياسات التي يمكن أن تدفع الاقتصاد العالمي إلى الأمام.

✓ اختبار الفرضيات:

من خلال الدراسة التي تناولها البحث، يمكن التحقق من صحة أو خطأ الفرضيات المطروحة سابقا وذلك كما يلي:

الفرضية الأولى:

استطاعت السياسة النقدية التقليدية الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي للدول.

يعد الاستقرار الاقتصادي من أهم ما تسعى السياسة النقدية إلى تحقيقه بفضل أدواتها المختلفة، وذلك من خلال التأثير في حجم العرض النقدي والائتمان بإحداث تغييرات عليه بما يتلاءم والظروف الاقتصادية السائدة، كما تعمل على معالجة الاختلالات التي تصيب الاقتصاد ومنع حدوث أزمات يصعب التحكم في آثارها، ولكن بالرغم من الآليات المتبعة من طرف البنوك المركزية إلا أن السياسة النقدية التقليدية لم تستطع لوحدها الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي ودليل ذلك أزمة 2008، ومنه نفي الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية:

فشلت البنوك المركزية في إعادة التوازن لاقتصادياتها بعد أزمة 2008.

قادت الأزمة المالية التي بدأت في المركز الرئيسي للنظام الرأسمالي إلى أزمة ركود عالمي شملت مختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية للدول، هذا ما دفع بالبنوك المركزية الى ضرورة التحرك في سبيل مواجهة تداعياتها وإعادة التوازن لاقتصادياتها من خلال تبني مجموعة من الاجراءات التي ساهمت نوعا ما في إخراج الدول من وضعها المتأزم، ومنه نفي الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة:

نجحت السياسة النقدية غير التقليدية التي تبناها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في إخراجها من الأزمة. تمكنت السياسة النقدية غير التقليدية التي تبناها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من استعادة نوع من التوازن الاقتصادي لا سيما الفترة التي تلت الأزمة مباشرة، حيث كان لها آثار إيجابية في التخفيف من الانعكاسات السلبية التي خلفتها أزمة الرهن العقاري، والتي كان لها دور كبير في منع وقوع كارثة أسوأ ومنه إثبات صحة الفرضية الثالثة.

✓ نتائج الدراسة:

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى جملة من النتائج التطبيقية والنظرية نبرزها فيما يلي:

أ- النتائج النظرية:

تتمثل أهم النتائج المتعلقة بالجانب النظري في:

- تحتل السياسة النقدية الصدارة في هيكل السياسات الاقتصادية الكلية، وبذلك كانت الأداة الرئيسية التي تمكن الدولة من إدارة النشاط الاقتصادي.
- يبرز الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية من خلال التحكم في المعروض النقدي الذي يؤثر على أسعار الفائدة وبالتالي الاستثمار فالإنتاج كما أنها وسيلة هامة لتخطي فترات الانكماش.
- إن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 هي أزمة ليست جديدة بالنسبة للنظام الرأسمالي لكنها تعد الأوسع والأقوى من بين الأزمات التي عرفها، خاصة بعد عجز النظام الاقتصادي العالمي على احتواءها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال.
- في ظل التداعيات والآثار المتلاحقة لأزمة الرهن العقاري التي ضربت قلب النظام العالمي والأمريكي خاصة اقترح عدد من الحلول التي كانت ولا تزال محل أخذ ورد من قبل الاقتصاديين وغيرهم.
- السياسة النقدية غير التقليدية إجراء حديث لجأت إليه البنوك المركزية في محاولة للتخفيف من حدة الأزمة المالية العالمية.

- سياسة التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية الأكثر استخداما من طرف البنوك المركزية والتي تتمثل في ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية والهدف من ذلك هو زيادة السيولة.

- إن سياستي معدل الفائدة الصفري والسالب هما آخر ما لدى السلطات النقدية من وسائل في سبيل الحد من آثار الأزمة.

ب- النتائج التطبيقية:

سمحت الدراسة التطبيقية لهذا الموضوع بالتوصل إلى جملة من النتائج هي:

- الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي نظام يحظى بسلطة كبيرة تسمح له بالتأثير على كل اقتصاديات العالم.
- اضطر بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الى تبني سياسات نقدية غير تقليدية من أجل التقليل من الآثار السلبية التي خلفتها أزمة 2008.

- اتبع بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي السياسات النقدية غير التقليدية بشكل تدريجي في محاولة منه لجعل الاقتصاد الأمريكي يتماشى مع هاته الاجراءات.

- لقيت السياسات النقدية غير التقليدية التي انتهجتها مختلف البنوك المركزية خلال الأزمة قبولا واسعا.
- كان للسياسات النقدية غير التقليدية التي اتخذها بنك الاحتياطي الفيدرالي سمة مميزة حيث ساهمت وبشكل كبير في التأثير على المتغيرات الاقتصادية للاقتصاد الأمريكي.

✓ الاقتراحات:

من النتائج التي توصلنا إليها في هذه الدراسة يمكن أن نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية:

- يجب وضع سياسة نقدية محكمة ومرنة قادرة على تكييف القطاع المالي والمصرفي بما يخدم أهداف و توجهات صانعي القرارات السياسية والاقتصادية.

- ضرورة زيادة التنسيق بين البنوك المركزية حتى يصبح بوسعها أن تساهم بشكل كبير في قيام السياسة النقدية بوظائفها على أكمل وجه.

- إن تعرض النظام المالي والنقدي الدولي لأزمات مالية وفشل الخطط المالية والاقتصادية لاحتوائها يؤكد ضرورة إجراء إصلاحات عميقة على النظام المالي العالمي وإعادة النظر في سياساته.

- قد يكون جزء كبير من تفسير عدم قدرة السياسة النقدية غير التقليدية في احداث انتعاش في الاقتصاد العالمي هو عدم تطابقها مع اتجاهات وأهداف السياسات المالية، فلكي يكون التحفيز النقدي فعالا يجب أن يكون مصحوبا بالتحفيز المالي.
- يجب على الدول المواصلة في تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية إذا ترافقت مع اصلاحات هيكلية ومعدل تضخم منخفض.

✓ آفاق الدراسة:

- أهمية الموضوع يستدعي الإلمام بمختلف جوانبه، وإدراكا منا صعوبة تحقيق هذا الهدف فإننا نعلم أن هناك جوانب لم نتعرض إليها ولم نعطيها حقا لأسباب لا يسعنا المجال لذكرها، هذه النقاط يمكن أن تكون انطلاقة لبحوث جديدة في هذا المجال نذكر منها:
- سبل تفعيل السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات.
 - دراسة دور البنوك المركزية خلال وبعد الأزمة المالية العالمية.
 - دراسة فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في الدول النامية.
 - دراسة حول ضرورة التنسيق بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية.
 - دراسة مكانة السياسة النقدية غير التقليدية في ظل تحولات النظام المالي.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

- 1- إبراهيم متولي حسن مغربي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي، دار الفكر الجامعية الإسكندرية 2011.
- 2- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة القاهرة 1998.
- 3- أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى عمان، 2002.
- 4- أحمد شعبان، محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
- 5- اسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982.
- 6- أكرم حداد، النقود والمصارف، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008.
- 7- أكرم حداد، مشهور مذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، عمان 2005.
- 8- باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة عبد اللطيف منصور وآخرون، دار المريخ للنشر السعودية، 1987.
- 9- بسام حجار، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الثانية، لبنان 2009.
- 10- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2004.
- 11- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر المملكة العربية السعودية، 2004.
- 12- جمال بن دعاس، السياسة النقدية في ظل النظامين الإسلامي والوضعي: دراسة مقارنة، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر 2007.
- 13- جيمس جورايتي، ريجارد أستروب، الاقتصاد الكلي: الاختيار العام والخاص، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن وآخرون دار المريخ السعودية، 1988.
- 14- جورج باكلي، سوميث ديساي، ترجمة أحمد المغربي، علم الإقتصاد، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر 2013.

قائمة المراجع

- 15- حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ، دار الكندي للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، الأردن 2003.
- 16- خالد الوزني، أحمد الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر عمان، 2003.
- 17- خليل سامي، النظريات والسياسات النقدية والمالية، شركة كاظمة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الكويت، 1982.
- 18- رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر 2003.
- 19- رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2006.
- 20- زكريا الدوري، يسرى السامراني، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن، 2006.
- 21- زينب عوض الله، أسامة الغولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت لبنان، 2003.
- 22- سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي: المفاهيم والنظريات الأساسية، مطابع الأهرام الجزء الثاني الكويت، 1994.
- 23- السعيد بريش، الاقتصاد الكلي: نظريات و نماذج و تمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2007.
- 24- سهام محمد السويدي، استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية الدار الجامعية، الطبعة الأولى الإسكندرية 2010.
- 25- سهير محمود معنوه، النظريات والسياسات النقدية، الدار المصرفية اللبنانية للطباعة والنشر والتوزيع، 1989.
- 26- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف، الأدوات، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى القاهرة، مصر 2005.
- 27- ضياء مجيد الموساوي، الاقتصاد النقدي: المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية مؤسسة شباب الجامعة، مصر. ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف مديرية الكتب للطباعة والنشر، العراق، 1995.
- 28- عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي: دراسة للمبادئ الحاكمة لاقتصاديات النقود والبنوك والائتمان، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004.

قائمة المراجع

- 29- عبد الفتاح عبد المجيد، أصول علم الاقتصاد: التحليل الاقتصادي الكلي، النسر الذهبي للطباعة الطبعة الثانية مصر، 1997.
- 30- عبد الله خبابة، الاقتصاد المصرفي: البنوك الالكترونية، البنوك التجارية، السياسة النقدية مؤسسة شباب الجامعة مصر 2008.
- 31- عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2003.
- 32- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية الكلية، مكتبة زهراء الشرق، مصر 1998.
- 33- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسي، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 34- عبد النعيم مبارك وآخرون، اقتصاديات النقود والبنوك وأسواق المال، الدار الجامعية القاهرة 2004.
- 35- عبد النعيم محمد مبارك، محمود يونس، اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية الدار الجامعية للطباعة والنشر مصر، 1996.
- 36- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 37- عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة-تقدير اقتصاد إسلامي-، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى الأردن، 2011.
- 38- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر الأردن 2002.
- 39- فريد بخراز يعدل، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
- 40- محمد سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى جامعة منتوري، قسنطينة الجزائر 2003.
- 41- محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2008.
- 42- مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات: دورها أسبابها تداعياتها وأفاقها مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013.
- 43- نبيل حشاد، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية بيروت 1994.
- 44- هاشم فؤاد، اقتصاديات النقود والتوازن النقدي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1974.

- 45- هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب دمشق، 2010.
- 46- هيل عجمي، جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، الجزائر 2009.
- 47- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى بيروت لبنان، 2000.
- 48- يوسف كمال محمد، السياسة النقدية والصيرفة الإسلامية، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع مصر، 1996.
- ب- الرسائل و الأطروحات الجامعية
- 1- إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود و بنوك، جامعة الجزائر الجزائر، 2011.
- 2- توفيق محب خلة، البنوك المركزية في إفريقيا، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، مصر، 1990.
- 3- حمزة دبار، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013.
- 4- ريمة ذهبي، الاستقرار المالي النظامي-بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر 2013.
- 5- سليم موساوي، فعالية السياسة النقدية في الاقتصاديات الانتقالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر الجزائر، 2007.
- 6- سناء بوزيان، سعيدة قريوة، أثر النقود الإلكترونية على إدارة البنك المركزي للسياسة النقدية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية الجزائر، 2014.
- 7- الشريف عمروش، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود ومالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سعد دحلب الجزائر، 2005.
- 8- فاطمة الزهراء ديش، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011.

- 9- فتيحة بناني، السياسة النقدية والنمو الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس الجزائر 2009.
- 10- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية -دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية_خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح بورقلة الجزائر، 2012.
- 11- محمد أمين بن الدين، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر 1990-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، فرع النقود والمالية، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2009.
- 12- مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر 2012.
- 13- مسعود درواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر 1990-2004 أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
- 14- مسعود دواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: حالة الجزائر 1990-2004، أطروحة دكتوراه تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- ج- المداخلات و الملتقيات
- 1- أحمد بلواغي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، الجزائر يومي 5،6 ماي 2009.
- 2- حمادو بن نعمون، أزمة الرهن العقاري -أسبابها وتداعياتها-، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الاسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية بقسنطينة، الجزائر يومي 5 ، 6 ماي 2009.
- 3- خالد عيجولي، فعالية تخفيض الأسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والمؤسسة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف أيام 20،21 أكتوبر 2009.

- 4- علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية: حقيقتها، أسبابها تداعياتها وسبل العلاج، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن يومي 10، 11 نوفمبر 2009.
- 5- محمد حامدي، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر يومي 20، 21 أكتوبر 2009.
- 6- نادية العقون، صبرينة كردودي، النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، يومي 5، 6 ماي 2009.
- 7- يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة الأردن، يومي 10 11 نوفمبر 2009.

د- البحوث والتقارير

- 1- أحمد عامر، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية بالجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 48، الجزائر، 2010.
- 2- أوثمار ايسينج، السياسة النقدية لنظام اليورو، مجلة التنمية والتمويل، المجلد 36، العدد 1، مارس 1999.
- 3- حسين علي العمر، قنوات تأثير السياسة النقدية: حالة الكويت، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الانسانية والاجتماعية المجلد 3 العدد 12، أكتوبر 2009.
- 4- عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والأربعون، ربيع 2009 القاهرة.
- 5- علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية العدد 4، الجزائر، 2013.
- 6- قويدرمعيزري، فعالية السياسة النقدية وآثارها في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية مجلة الاقتصاد الجديد العدد 2، جانفي 2014.
- 7- نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 02، دمشق، 2010.

هـ - المواقع الالكترونية

- 1- 7 مؤشرات تكشف طبيعة الاقتصاد الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.life.gov>.
- 2- إبراهيم محمد علي، السياسة النقدية غير التقليدية، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.project-syndicat.org/commentary/new-range-of-unconventional-monetary-policies-by-nouriel-roubini-2016-04/> arabic.
- 3- ابراهيم محمد علي، هل نفذت ذخيرة البنوك المركزية حقا، مقال متوفر على الرابط:
<https://www.project-syndicate.org/commentary/commentary/monetizing-fiscal-deficits-benign-by-adair-tumer-2016-03/arabic>.
- 4- الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مؤسسة بنفود عالمي، مقال متوفر على الرابط:
www.uljayeer.net/engclopedia/economy.
- 5- الاحتياطي الفيدرالي يبقى على معدلات الفائدة، شبكة أسواق المال. مقال متوفر على الرابط:
<http://arabic.euroneus.com.2016/03/mochange-in-fed-interest-rete-half-point-rise-expected-by-years-s-end>.
- 6- بن برنانكي، رئيس الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة الأمريكية سابقا، بيان صحفي متوفر على الرابط:
<http://www.federalreserve.gov/medicentrer/files/FOMCpersconf2012/12/12.pdf>.
- 7- البنك الفيدرالي الأمريكي يرفع أسعار الفائدة، شبكة أسواق المال، مقال متوفر على الرابط:
www.bbc.com/arabic/business/2015/12/15/
- 8- تفاعل الأسواق المالية مع نهاية التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.alarabiya.net/ar/aswap/2014/10/21/>
- 9- تقرير بعنوان: مشروع خطة انقراض القطاع المصرفي الأمريكي، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/ACC512A-9B53-4470/8A44-B8774BODF91.html>.
- 10- التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<http://marketsworld.com/news>.
- 11- جانيت يلين خلال شهادتها في الكونغرس، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.elaph.com/web/economics/2014/1/86581.htme>.
- 12- جانيت يلين، الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يتجه لرفع أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:
www.fxcc.ire/blog.

- 13- دانيال غروس، أسطورة العقد الضائع في اليابان، مقال متوفر على الرابط:
<https://www.project.syndicate.org/commentary/the-japan-myth> Version :arabic=tru.
- 14- سياسة التيسير الكمي، شبكة أسواق المال، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.marketnetwork.net/global-markets/waht-is-quantitative-easing-htme>.
سياسة التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<http://iraq56.blogspot.com/2011/08blogpost.9084.htm>.
- 15- سياسة سعر الفائدة السلبي NIRP، مقال متوفر على الرابط:
Read more :<http://www.investopedia.com/terms/m/negative/interest-rete-policy-nirp.asp.xzz3xts5oywo>.
- 16- شرح مبسط للتيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<http://gulf.argaam.com/article/articledelail290463>.
- 17- شركة أف أكس سي سي FXCC، دور الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في الفوركس، مقال متوفر على الرابط:
www.fxcc.ae/blog.
- 18- العالم عندما يرفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة، مقال متوفر على الرابط:
http://www.project_syndicate.org/commentary/when_the-fed-raises-interest-retes-by-martin-feldkircher-et-al-2015/
- 19- عثمان عبد العظيم، حقيقة التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<https://forums.borsat.net/threads/587>.
- 20- عدلي قندح، بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وأسباب عدم رفع أسعار الفائدة: مقال متوفر على الرابط:
www.alria.com/article-m/738629htme.20/9/2015.
- 21- غولدن بوي، معنى التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<https://forums.borsat-net/threads>.
- 22- فيتور كونستانسيو، اختلاف وضع البنك المركزي الأوروبي عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مقال متوفر على الرابط:
<http://www.fderleseve.org>.
- 23- كريستين لاغارد، الحساب العالمي للسياسة النقدية غير التقليدية، مقال متوفر على الرابط:
http://www.inf.org/external/arabic/np/speeches/2013/082313_a.pdf.

- 24- مارتين فلدستيان، آلية عمل التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<https://www.project-syndicate.org/commentary/quantative-easing-limited-effects-in-europ-by-martin-feldstein-2016-01?version=arabic&banier=true>.
- 25- محسن عدل، سياسة التيسير الكمي مغامرة خطيرة أم وصفة ناجحة، مقال متوفر على الرابط:
<http://onaeg.com/?p=1089220>.
- 26- محمد ابراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار "التيسير الكمي 2"، مقال متوفر على الرابط:
<https://alphabetargaam.com/article/detail/21853>.
- 27- محمد ابراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية؟، مقال متوفر على الرابط:
<https://www.alqabas.com.kw/aticleID=46279&date=08012009>.
- 28- محمد ابراهيم السقا، ماذا في العالم؟ ، مقال متوفر على الرابط:
<https://www.alqabas.com.kw/articleID=462798&date=08012009>.
- 29- محمد ابراهيم السقا، ماذا يحدث في العالم، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.alarabiya.net/vieus/2011/08/12/161942htm/>
- 30- محمد ابراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، مقال متوفر على الرابط:
<https://www.alarabiya.net/ar/oswap/2015/03/20ntml>.
- 31- مستقبل التيسير الكمي، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.marketsnetwourk.net/globalmarkets/what-is-quantitative-easing.htm>.
- 32- معدل البطالة في أمريكا ينخفض لأدنى مستوى منذ 8 سنوات، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.federalreserve.gov/otherfb.htm>.
- 33- نتائج سياسات التخفيف الكمي قبل قرار الفيدرالي، مقال متوفر على الرابط:
www.icn.com/ar/general/articles/mars/2014-10-28/
- 34- نوربيل روبيني، فقايق في الحساء، مقال متوفر على الرابط:
<https://www.project-syndicate.org/commentary/nourie-roubini-on-the-ugly-policy-tradeoff-facing-advaneed-countary-central-bankers?version=arabic&barrier=true>.
- 35- الولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر أسعار المستهلكين الشهري، مقال متوفر على الرابط:
<http://www.bls.gov/cpi>.
- 36- <http://www.federalreserve.gov>.
- 37- <http://www.rasgharib.net/showthread.php>.
- 38- <http://www.arb-ency.com>.

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية

- 1- Daniee Szpiro, **Economie Monétaire Et Financière**, Groupe De Bock 2009
Bibliothèque National, Paris, 2009.
- 2- Jean-Claude Trichet, **Un convetional monetary policy measures : principes-conditions-raison d’etre**, international journal of central banking, january 2013.
- 3- Klein Laure, **Lacrise Des Subprimes**, Origines De L’exces De Risque Et Mécanismes De Propagation, Revue Banque, Paris,2008.
- 4- Marion William et gérard duthie, **politiques économies**, ellipses, paris, France 2000.
- 5- Mark Gertler and Peter Karadi, **a model of uncoventional monetary policy**, ny university, april 2010.
- 6- Micheal Joyce, David Miles, **Quantitative earing and unconventional monetary policy**, the economic journal, november 2012.
- 7- readmoeat[http://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative easing - japan - success – by – hroichi – hamada – 2015](http://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative_easing_japan_success_by_hroichi_hamada_2015) .
- 8- barry jenkins. Whats is quantitative easing or qe as it’s commonly hrnom? Jon : [www.mavnets_world.com/article/about-finance/what isquantitative – easing-or-qe-as-its-commonly knows.ntml](http://www.mavnets_world.com/article/about-finance/what_isquantitative_easing-or-qe-as-its-commonly_knows.ntml).
- 9- Bob Adelman, **the federal reserve kids page**, voir le site : <http://www.thenewamerican.com/economy/commentary/item/4015-the-federel-reserve-kids-page>
- 10- mark koba, **the fédéral réserve : CNBC explants**, voire le site : [http://www.cnbc.com/id/43752521/ com](http://www.cnbc.com/id/43752521/com).
- 11- 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>.

الملخص:

تعد السياسة النقدية واحدة من السياسات الاقتصادية العامة، حيث ظهرت بظهور البنوك المركزية ولعبت دورا بارزا من خلال تأثيرها في المؤشرات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي، كما اعتبرت المسؤولة على تحقيق الاستقرار النقدي، فعندما تتوفر الظروف الملائمة للسياسة النقدية تتدخل بإجراءاتها وأدواتها ومنهجيتها لتكييف عرض النقود مع مستوى النشاط الاقتصادي ويظهر دورها جليا وقت الأزمات. وبالحديث عن الأزمات فإن عمق الأزمة المالية لسنة 2008 وضخامة الخسائر التي تسببت فيها تطلب تدخل مباشر للبنوك المركزية لإعادة النظر والتصور لكيفية عودة النشاط للاقتصاد العالمي خاصة مع ثبات عدم جدوى الأساليب التقليدية للسياسة النقدية والتي عجزت عن تقييم هذه الاختلالات حيث وصل الأمر بالبنوك المركزية إلى اتخاذ قرارات استثنائية لم يكن لأحد التكهن بها والتي اتخذت عدة أشكال منها سياسة التيسير الكمي ومعدل الفائدة الصفري والسالب. ولقد حققت هذه الإجراءات نجاحا نسبيا في وقف انهيار الأنظمة المالية في تلك الدول التي تبنت هذه السياسات.

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

Summary:

The monetary policy is one of the general economic policies, which featured the emergence of central banks and has played a prominent role through its impact on economic indicators at the macro level, is also considered responsible for monetary stability, when the conditions for monetary policy interfere with its procedures, tools and methodology to adjust the money supply with available level of economic activity and its role clearly shows a time of crisis

Speaking of crises, the depth of the financial crisis of 2008 and the magnitude of the losses caused by, ask the direct intervention of central banks to re-examine the perception of how the resurgence of the global economy, especially with the stability of the futility of traditional methods of monetary policy, which has failed to assess these imbalances where it came central banks to for adopting exceptional decisions did not one to predict which of several forms including quantitative easing policy has taken an interest rate of zero and negative

We have these procedures relatively successful in stopping the collapse of the financial systems in those countries that have adopted such policies

Key words: monetary policy, economic stability, financial crisis, monetary policy is traditional, the US Federal Reserve