

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



كلية العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

العنوان

السياسة النقدية بين الأدوات التقليدية و غير التقليدية -دراسة حالة الاحتياطي الفيدرالي الامريكي-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الأستاذ:

بودخدخ مسعود

إعداد الطالبتين:

❖ بوالنش ريمة

❖ بوسفط ميادة

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الأستاذ
رئيسا	جيجل	ببولوطة بلال
مشرفا ومقررا	جيجل	بودخدخ مسعود
مناقشا	جيجل	بوحبل عزالدين

السنة الجامعية: 2017 - 2018

شكر وعرقان

بعد شكر الله تعالى وحمده حمدا كثيرا طيبا على توفيقه لنا في إتمام هذا العمل لا يسعنا إلا أن نقدم شكرنا وامتناننا ل :

أستاذنا المشرف الأستاذ الكريم بودخد مسعود على إشرافه على هذا العمل وعلى تعليماته وتوجيهاته و صبره طيلة هذا البحث ،فجزاه الله خيرا .

الشكر الخالص لأعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة المذكرة وتحمل عناء تصحيحها

إهداء

إلى من أوصى بها الهادي وجعلت الجنة تحت قدميها إلى أمي الغالية أطال الله في عمرها

إلى من تعب لارتاح وضحى لأجلي إلى سندي في الحياة أبي الغالي حفظه الله

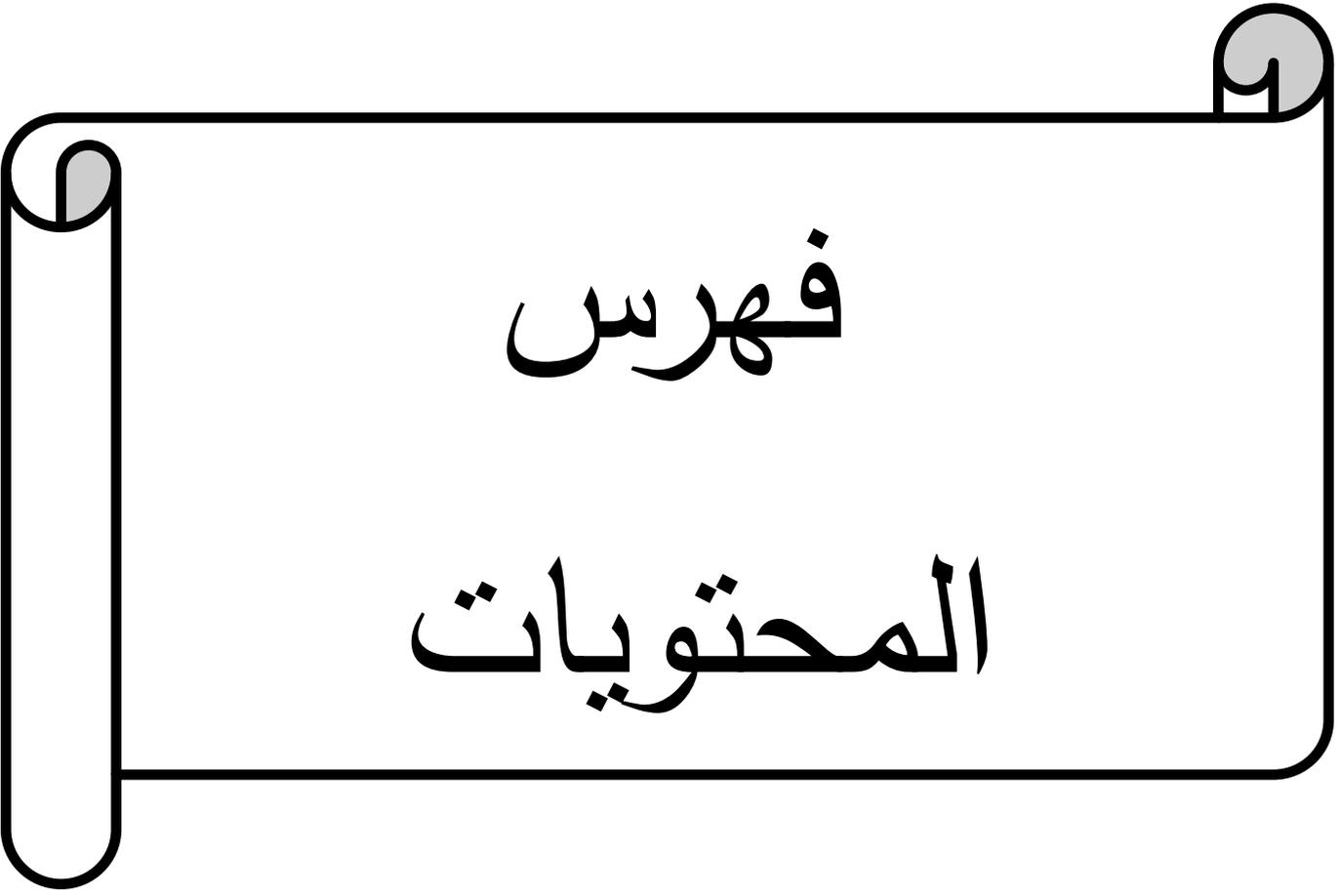
إلى أشقائي الاعزاء رضا الياس عباس لطفي حفظهم الله ورعاهم، وإلى صديقاتي

وزملائي وزميلاتي في الدراسة، وإلى كل طلبة الماستر تخصص اقتصاد دولي، وإلى الذي

ساعدني في إنجاز هذا العمل المتواضع زهير

لن تكفيها الكلمات ولن يكفي شكرها في هذه الاسطر لكن بوسعي إلا أن أسأل الله العلي العظيم ان يجازيها بالفردوس الاعلى و أن يطيل في عمرها في مرضاته ويرزقها سجدة في حرمه أمي "ماما يمونة" التي كانت سندي الوحيد في مشواري الدراسي وكان أكبر طموحها أن توصلني إلى أعلى مراتب التعليم شكرا أمي شكرا حبيبتى .

و دون أن أنسى اختاي وسيلة" و "شهرة" واخي الوحيد " محمد أمين" و أيضا الفرد الجديد في العائلي ابن أختي "سراج الدين" و والده "وليد" و إلى صديقاتي دون ذكر الأسمائهن و إلى من كان بجانبني في هذا العمل " أنور"



فهرس

المحتويات

الصفحة	الفهرس
	البسمة
	الإهداء
	شكر وتقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الأشكال و الجداول
أ-هـ	مقدمة عامة
الفصل الأول : الاطار العام للسياسة النقدية	
13	تمهيد
14	المبحث الأول : التأسيس النظري للسياسة النقدية
14	المطلب الأول : مفهوم السياسة النقدية
16	المطلب الثاني : السياسة النقدية من منظور المدارس الفكرية
20	المطلب الثالث : أسس وأهداف السياسة النقدية
25	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية
25	المطلب الأول : الأدوات المباشرة وغير المباشرة
30	المطلب الثاني : الأدوات المكملة للسياسة النقدية
31	المطلب الثالث : أنواع وقنوات انتقال السياسة النقدية
41	المبحث الثالث: البنك المركزي كواضع للسياسة النقدية
41	المطلب الأول : مفهوم البنك المركزي

44	المطلب الثاني: البنك المركزي وعرض النقود
45	المطلب الثالث : استقلالية البنك المركزي
47	الخلاصة
الفصل الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية كمفهوم جديد	
49	تمهيد
50	المبحث الأول : مدخل عام للسياسة النقدية غير التقليدية
50	المطلب الأول : مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية
51	المطلب الثاني : أسباب اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية
53	المطلب الثالث : شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية
54	المطلب الرابع : أهداف السياسة النقدية غير التقليدية
56	المبحث الثاني : أدوات السياسة النقدية غير التقليدية
56	المطلب الأول : التيسير الكمي
63	المطلب الثاني : أسعار الفائدة الصفرية
67	المطلب الثالث : التيسير الائتماني
68	المطلب الرابع : التوجيه نحو الأمام
70	المبحث الثالث : فعالية السياسة النقدية غير التقليدية وإستراتيجية الخروج منها
70	المطلب الأول : فعالية السياسة النقدية غير التقليدية
72	المطلب الثاني : تأثيرات السياسة النقدية غير التقليدية على الدول
73	المطلب الثالث : إستراتيجية الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية
75	خلاصة

الفصل الثالث: الاستجابة غير التقليدية للاحتياطي الفيدرالي في مواجهة أزمة 2008	
77	تمهيد
78	المطلب الأول : مفهوم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
79	المطلب الثاني : أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
85	المطلب الثالث : الإطار التحليلي لازمة لسنة 2008
88	المطلب الرابع: تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008
93	المبحث الثاني : نظرة عامة عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
93	المطلب الأول : نشأة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
94	المطلب الثاني : تعريف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
95	المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
97	المطلب الرابع: وظائف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
99	المبحث الثالث : استخدام الاحتياطي الفيدرالي للوسائل غير التقليدية في مواجهة الأزمة
100	المطلب الأول :استخدام أداة التيسير الكمي
104	المطلب الثاني : تنفيذ الاحتياطي الفيدرالي لسياسة التوجيه نحو الأمام
106	المطلب الثالث : تطبيق الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة الصفرية
107	المطلب الرابع : الاحتياطي الفيدرالي وأداة التيسير الائتماني
110	المطلب الخامس : إستراتيجية الاحتياطي الفيدرالي الخروج من استعمال السياسة النقدية غير التقليدية
112	خلاصة
114	خاتمة عامة
119	قائمة المراجع

	الملخص
--	--------

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	الرقم
34	مدى تأثير النقود على مستويات الدخل و الأسعار حسب النظرية الكينزية .	1
35	شكل يوضح مصيدة السيولة.	2
38	الأثار الناجمة عن تخفيض قيمة العملة .	3
59	طريقة عمل التيسير الكمي .	4
101	حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من الناتج الداخلي الخام (2000-2014).	5
103	حجم التسهيلات الكمية الموفرة من طرف الاحتياطي الفيدرالي	6
104	الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي ومراحل التيسير الكمي	7
107	معدلات الفائدة المطبقة من طرف الاحتياطي الفيدرالي	8
109	الأصول التي قام الاحتياطي الفيدرالي بشرائها في إطار نهجه للتيسير الائتماني	9

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
66	الحالات الافتراضية للبنوك في ظل سياسة معدل الفائدة الصفرية	1
102	عمليات التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي	2
106	أسعار الفائدة المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية	3

المقدمة العامة

مقدمة عامة :

في إطار تحقيق الاستقرار الاقتصادي والحفاظ عليه تعتمد مختلف الدول تدابير تتدرج تحت السياسة الاقتصادية الكلية ومن أهمها السياسة النقدية والتي بدورها تتكون من مجموعة من الأدوات ذات العلاقة بعرض النقود وتهدف أساسا إلى معالجة الاختلالات التي تصيب الاقتصاد ، وذلك حسب الظروف التي تطبق فيها ، وتطبق أدوات السياسة النقدية حسب طبيعة الوضع السائد في الاقتصاد .

لقد سمح تطور الفكر النقدي بتحديد معالم السياسة النقدية بمفاهيم وخصائص وأهداف وأدوات، وأصبحت السياسة النقدية تشكل إحدى أدوات السياسة الاقتصادية التي تملك قدرة كبيرة في التأثير على الأوضاع الاقتصادية الراهنة وحتى المستقبلية .

بعد ظهور الأزمة العالمية لسنة 2008 كان لزاما على السياسة النقدية أن تواجه هذه الأزمة ، غير أن أدوات السياسة النقدية التقليدية في فترات الركود العميق تصبح محدودة الفائدة ، حيث تنخفض أسعار الفائدة الاسمية فعليا إلى مستوى الصفر وترتبط بذلك المستوى مما قد يوقع الاقتصاد ضمن مصيدة السيولة وهذا ما يدفع بالبنوك المركزية إلى الانتقال من التدابير التقليدية إلى تدابير غير تقليدية و هذه التدابير لم تكن خيارا بل هي حتمية تفرضها ضرورة الأزمة وطوائرها .

كان على البنك الفيدرالي وكغيره من البنوك المركزية اتخاذ تدابير غير تقليدية كملاد أخير له بعد ثبوت عدم نجاعة الأدوات النقدية التقليدية في مواجهة وتقييم اختلالات الأزمة المالية ، و ذلك من خلال إتباع برامج مالية وتحفيزية من اجل زيادة المعروض النقدي وضخ السيولة في الاقتصاد ، وكذلك المحافظة على معدلات الفائدة في حدود الصفر في محاولة منه لإنعاش الاقتصاد الأمريكي و تحقيق استقرار النظام المالي ككل .

وهذا ما يضعنا أمام الإشكالية :

لماذا يتم اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية، وكيف تم استخدام هذه الأخيرة في خضم أزمة 2008 من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ؟

الأسئلة الفرعية:

- لما تم اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية ؟
- ما هي أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ؟
- ما هي الأسباب المؤدية إلى الأزمة المالية 2008 وكيف كانت تداعياتها على العالم ؟
- كيف استخدم الاحتياطي الفيدرالي مختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ؟

الفرضيات :

- تنقسم أدوات السياسة النقدية إلى أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة (كمية وكيفية) .
- تركز السياسة الغير تقليدية على توسيع تدخلات البنك المركزي كما ونوعا لتوفير السيولة ،والتأثير على استباقات السوق .
- يعد التسهيل الكمي هو الأداة الأكثر استخداما من طرف الاحتياطي الفيدرالي خلال الأزمة .
- توجد هناك إستراتيجية خروج واضحة من الادمان على السياسة النقدية غير التقليدية .

أهداف البحث :

- التعرف على أهم المفاهيم منها السياسة النقدية ومختلف أدواتها والسياسة النقدية غير التقليدية بأدواتها المختلفة .
- كيفية عمل البنك المركزي و تحكمه في المعروض النقدي .
- الكشف عن الأسباب التي أدت للجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية .
- تسليط الضوء على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و أسباب وقوعها .
- معرفة كيف يتم معالجة الأزمة من خلال استخدام الأدوات غير التقليدية .

- كيفية استخدام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الأدوات غير التقليدية للحد من الأزمة .

أهمية البحث :

تكمن أهمية البحث : في السياسة ومختلف أدواتها و الأهداف التي تبحث عن سبل لتحقيقها بالإضافة إلى الوسائل الكفيلة بذلك وكيفية تنفيذ السياسة النقدية من طرف البنك المركزي ، وكذلك السياسة النقدية غير التقليدية والشروط الواجب توفرها وأهداف تنفيذها ، وأثرها على العالم وإستراتيجية الخروج من هذه السياسة ، بالإضافة إلى استخدام أهم الأدوات غير التقليدية من قبل الاحتياطي الفيدرالي خلال الأزمة .

أسباب اختيار الموضوع :

- الموضوع يتماشى مع التخصص .
- كون السياسة النقدية جزء لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية .
- كون السياسة النقدية غير التقليدية موضوع جديد وجب معرفته .
- الأزمات المالية التي يعرفها العالم ولجوء العديد من الدول لمحاولة معالجتها عن طريق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية اوجب دراسة مدى فعالية هذه الأخيرة .

المناهج المستخدمة في البحث :

في محاولة للإجابة عن الإشكالية المطروحة واثبات أو نفي الفرضيات المتبناة سابقا اعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي حيث نقوم بوصف مختلف المفاهيم و الأدوات التي تتعلق بالسياسة النقدية و الأزمة المالية والسياسة النقدية غير التقليدية و ذلك في الفصول الثلاثة أما فيما يخص المنهج التحليلي فيكون من مختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وكيفية استخدامها من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وتلك التي تتعلق بمختلف الإحصائيات و المنحنيات كما ظهر المنهج التاريخي من خلال سرد مراحل تطور الأزمة و كذلك مفهوم السياسة النقدية عبر الزمن من خلال المدارس الاقتصادية .

صعوبات البحث:

من أهم الصعوبات التي واجهتنا أثناء قيامنا بهذه الدراسة ، نقص المراجع باللغة العربية في الموضوع خاصة فيما يتعلق بالسياسة النقدية غير التقليدية ، مما أدى بنا للجوء إلى الترجمة وما يتخللها من صعوبات في إيجاد المصطلحات الملائمة والصحيحة باللغة العربية بالإضافة إلى نقص المراجع المتعلقة بالاحتياطي الفيدرالي ، و كيفية استخدامه لمختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية خلال الأزمة قليلة جدا باللغتين الفرنسية و الانجليزية ومنعدمة باللغة العربية .

الدراسات السابقة:

من بين الدراسات السابقة فيما يتعلق بالسياسة النقدية غير التقليدية :

- دراسة بسمة حباش ، نورة محداب سنة 2015/2014 تحت عنوان أثر الازمة المالية العالمية 2008 على إستقلالية البنوك المركزية "دراسة حالة البنك الاحتياطي الفيدرالي" حيث كان إشكالية هذه الدراسة فيما تكمن آثار الحلول المتبعة من طرف البنوك المركزية للخروج من الازمة المالية على إستقلاليته؟

من اهم النتائج المتوصل إليها أن بعد إنفجار الازمة المالية العالمية 2008 اضطرت البنوك المركزية إلى انتهاج عدد من أدوات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن هذه الازمة. أيضا اكتسبت السياسة النقدية غير التقليدية التي تبنتها البنوك المركزية في أعقاب الازمة قبول واسع النطاق خاصة من انصار التحرير المالي.

- دراسة محمد الامين وليد طالب سنة 2017/2016 تحت عنوان دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية دراسة حالة "بنك الاتحاد الاوروبي 2008/2007" حيث كانت الاشكالية كيف تساهم البنوك المركزية عبر أدوات سياستها النقدية في معالجة الأزمات المالية؟ و كيف كان رد فعل البنك المركزي الاوروبي على الازمة المالية العالمية 2007-2008؟

و من النتائج المتوصل إليها أمام عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على معالجة الأزمة المالية 2007-2008 اضطرت البنوك المركزية إلى اللجوء إلى أدوات جديدة سميت بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية و تم تقسيمها إلى ثلاث أدوات وهي التيسير الكمي ، التيسير النوعي ، و التوجيهات المسبقة.

- دراسة صاري علي سنة 2013 تحت عنوان السياسة النقدية غير التقليدية : الادوات و الاهداف حيث كان إشكالية الدراسة كما يلي : فيما تكمن أهمية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ؟ و ما هي أدوات تحقيقها؟
من النتائج المتوصل إليها تستخدم السياسة النقدية غير التقليدية في أوقات الازمات ، وبعد التيسير الكمي إحدى أدواتها نظرا لاستخدامه بكثرة من طرف هذه السياسة .

الفصل الأول

الإطار العام للسياسة النقدية

تمهيد الفصل:

تعتبر السياسة النقدية إحدى الاجزاء المهمة في السياسة الاقتصادية الكلية، حيث ظهرت بظهور البنوك المركزية و تطورت من خلال مختلف النظريات التي اهتمت بدراسة النقود بإعتبار هذه الاخيرة هي محور عمل السياسة النقدية، فبدءا بالنظرية الكلاسيكية مرورا بالنظرية الكينزية ثم النظرية النقدية الحديثة ، من خلال هذا الفصل سنبحث في مفاهيم السياسة النقدية ضمن المبحث الاول ، أما في المبحث الثاني سنبحث في أدوات السياسة النقدية ، و سيتناول المبحث الثالث البنك المركزي كراسم لهذه السياسة و ساهر على تنفيذها .

المبحث الاول: التأسيس النظري للسياسة النقدية

لدراسة السياسة النقدية لابد من تعريفها و تناول مفهومها من منظور المدارس الاقتصادية ، و كذلك الأسس التي تقوم عليها و الأهداف التي تسعى لتحقيقها .

المطلب الأول : مفهوم السياسة النقدية .

سننتظر في هذا المطلب الى تعريف السياسة النقدية و موقعها من السياسة الاقتصادية.

أولاً : تعريف السياسة النقدية

نظرا للدور المتشعب الذي تلعبه النقود في الاقتصاديات المعاصرة تعددت تعريفات السياسة النقدية ، و سننتظر في هذا العنصر إلى بعض هذه التعاريف :

عرّف الاقتصادي " Bash G.L " السياسة النقدية بأنها " ما تقوم بها الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم و تركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية"¹.

كذلك من بين أهم التعاريف التي ظهرت بخصوص السياسة النقدية ما أشار إليه Einzig من أن السياسة النقدية " تشمل جميع القرارات و الاجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية ، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي " ².

و يرى "Kent" بأن السياسة النقدية هي "مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقود بهدف بلوغ هدف إقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل " ، وبنفس الاتجاه يرى " Prather" بأن السياسة

¹ صالح مفتاح ، النقود و السياسة النقدية ، دار الفجر للنشر و التوزيع ، مصر 2005 ص98.

² زكرياء الدوري ، يسرى السامرائي ، البنوك المركزية و السياسة النقدية ، دار البازوري العالمية للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2006 ص 185.

النقدية " تشمل تنظيم عرض النقود (العملة و الإئتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطة النقدية ممثلة بالبنك المركزي"¹.

من التعاريف السابقة نستخلص بأن السياسة النقدية هي :

- مجموع الاجراءات و التدابير المتعلقة بتنظيم عمليات الاصدار النقدي و الرقابة على الائتمان .

- سياسة الحكومة و البنك المركزي بالنسبة لخلق النقود .

- السياسة النقدية آلية مهمة تستخدمها الاقتصاديات المعاصرة لمراقبة كمية النقود المتداولة بالشكل الذي يمكنها من تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية .

ثانيا : موقع السياسة النقدية من السياسة الاقتصادية .

من بين أهم أهداف السياسة النقدية نجد تحقيق الاستقرار النقدي في ظل النمو الاقتصادي ، ممّا يعني أن هناك ارتباطا وثيقا بين النشاط الاقتصادي والنقدي ويظهر ذلك من خلال ارتباط المشاكل الاقتصادية من بينها البطالة، التضخم وانخفاض العمالة الوطنية بالحلول النقدية².

كما يجب علينا أن لا نتجاهل أهمية تناسق السياسة النقدية مع السياسة الاقتصادية وذلك من أجل تحقيق الاستقرار الداخلي(السياسة النقدية جزء من السياسة الاقتصادية) ، فالسياسة النقدية تستخدم إحدى أدواتها لامتناسق فائض القوة الشرائية في سوق السلع والخدمات وذلك عن طريق استقطاب هذا الفائض في شكل أوعية ادخارية، وأيضا تستطيع التأثير على سعر صرف العملة الوطنية بالقدر الذي يقلل من حدة العجز في ميزان المدفوعات، وتستخدم أيضا لحماية العملة الوطنية من التدهور ولتحقيق التوسع الاقتصادي على أساس تحويل الأنشطة الإنتاجية المختلفة حتى يقضى على الاختلال بين التيار النقدي والتيار السلعي³.

¹ نفس المرجع السابق، ص 186.

² أحمد مصطفى ، سمير محمد السيد حسن ، السياسة النقدية و البعد الدولي لليورو ، مؤسسات شباب الجامعة ، مصر ، 2000 ص 156.

³ علي سنوسي ، محاضرات في النقود و السياسة النقدية ، جامعة محمد بوضياف المسيلة ، الجزائر ، ص 128-129 .

المطلب الثاني : السياسة النقدية من منظور المدارس الاقتصادية.

من خلال المطلب سنتناول أهم النظريات النقدية التي عرفها الفكر الاقتصادي.

أولاً: السياسة النقدية عند الكلاسيك.

يقوم التحليل الكلاسيكي على الفصل التقليدي بين نظرية القيمة والنظرية النقدية ، حيث تتعلق الأولى بالأسعار النسبية في حين تتعلق الثانية بالمستوى العام للأسعار أو بقيمة النقود في حدّ نفسها ، ويستند الكلاسيك في تحليلهم هذا إلى قانون "ساي" و الذي ينص أنّ العرض يخلق الطلب المكافئ له ، بالإضافة إلى مجموعة من الفرضيات المتمثلة فيما يلي¹:

1- ثبات حجم الإنتاج السلعي عند مستوى التشغيل الكامل: إن النظرية الكلاسيكية تؤكد من خلال تحليلها العيني للواقع الاقتصادي أن النقود ليس لها تأثير على تحقيق التوازن الاقتصادي باعتبارها لا تؤدي سوى وظيفة واحدة فقط في كونها وسيط للتبادل ، لهذا فهي مجرد ستار يخفي وراءه مبادلة سلعة بسلعة أخرى لذلك فإن دور النقود محايد في التأثير . وهذا التحليل الكلاسيكي (العيني) يستند نظريا إلى قانون "ساي" المعروف بقانون المنافذ و ملخص هذا القانون أن كل عرض يخلق طلب مساوي له ، فالإنتاج يخلق معه قوة الشراء باعتبار أن مداخل عوامل الإنتاج ستعاد مرة أخرى لشراء الإنتاج ، وبتعبير نقدي فالإنتاج يخلق إنفاقا مساويا له "فالعرض الكلي مساوي دائما للطلب الكلي" ، وزيادة أحدهما على الآخر حالة مؤقتة سرعان ما تزول بحكم فعالية السوق أو جهاز الأسعار الاسمي ، وأن الاقتصاد يقوم على أساس المنافسة التامة بين المشروعات، فالقوة التلقائية تدفع إلى تشغيل الموارد الإنتاجية بصورة كاملة وبذلك يتحقق التوازن الاقتصادي في ظل مرونة الأجور والأسعار.

2- ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة : يتلخص هذا الافتراض في أن التغيرات في كمية النقود المعروضة تنعكس بنفس القدر على المستوى العام للأسعار، إذ أن انخفاض كمية النقود يؤدي إلى انخفاض مماثل بنفس القدر في المستوى العام للأسعار ، في ظل ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل التام وثبات سرعة تداول النقود.

¹.ناظم محمد ثوري الشمري ، النقود و المصارف ، مدرسة الكتب لطباعة و النشر ، جامعة الموصل ، العراق ، 1995 ص 300.

3- ثبات سرعة تداول النقود: فسرعة تداول النقود تمثل متوسط عدد المرات التي انتقلت فيها كل وحدة من وحدات النقد من يد إلى أخرى لتسوية المبادلات الاقتصادية في فترة زمنية معينة ، وقد افترض التحليل الكلاسيكي ثبات سرعة تداول النقود باعتبار أن تغييرها يرتبط بتغير عوامل أخرى منها كثافة السكان وتقدم شبكة النقل والمواصلات وتطور عادات المجتمع المصرفية وكذا مستوى تقدم النظام المصرفي ، وهذه العوامل لا تتغير عادة في الأجل القصير .

يتضح من كل هذا أن الكلاسيك ابدوا الاهتمام الكامل بالسياسة النقدية دون السياسة المالية، باعتبار أن السياسة النقدية كفيلة لوحدها بمعالجة جل الاختلالات وتحقيق الاستقرار النقدي سواء في حالة الانكماش أو التضخم .

و تقوم هذه الفرضية على معادلة رياضية تعرف بمعادلة التبادل لـ " فيشر " ، و تنص على ان كمية النقود المتداولة مضروبة في سرعة دورانها (متوسط عدد المرات التي يتم استعمال و حدة نقدية فيها خلال فترة محددة) تساوي الحجم الكلي للمبادلات مضروبا في متوسط الاسعار أي :

$$M.V = P.T$$

حيث : M : كمية النقود المتداولة

V : سرعة دوران النقود

P : متوسط الاسعار

T : الحجم الكلي للمبادلات

ونفيد هذه المعادلة أن هناك علاقة ترابطية موجبة بين كمية النقود المتداولة و المستوى العام للاسعار ، بمعنى أنه كلما ارتفع الاول زاد الثاني بنفس القدر و العكس صحيح.

ثانيا:السياسة النقدية عند كينز.

لقد أثبتت أزمة الكساد العالمي 1929-1933 عجز النظرية الكلاسيكية عن معالجة هذه الأزمة، مما أدى إلى ظهور النظرية الكينزية والتي تستند في تحليلها إلى الفرضيات والمبادئ التالية¹ :

1- تحليل المعطيات في المدى القصير .

2- الطلب هو الذي يخلق العرض .

3- المنافسة ليست كاملة لأن الطالبين والعارضين لا يصلون إلى السوق بنفس الإمكانيات وفي

نفس الظروف، كما أن المعلومات لا تنتقل بكفاية بسبب احتكارها من طرف البعض .

¹ شمولو حسينة ، أثر إستقلالية البنك المركزي على السياسة النقدية ، رسالة ماجستير بالمركز الجامعي المدية ، الجزائر 2001 ص

- 4- النقود سلعة كيفية وهي بديل للأصول المالية فقط التي سعرها معدل فائدة ، لذلك فتحليل كينز نقدي لا يفصل بين الجانبين النقدي والحقيقي .
- 5- تحليله تحليل كلي، فحسب كينز المعطيات الإجمالية هي الأهم في الاقتصاد كالاستثمار و الادخار والطلب والعرض الإجماليين.
- 6- يؤمن كينز بإمكانية حدوث بطالة واستمرارها لفترة طويلة أي التشغيل الناقص هو القاعدة العامة (عكس الكلاسيك) ، ويؤمن بضرورة تدخل الدولة لمعالجة الإختلالات التي تحدث في الاقتصاد.
- 7- وفقا لكينز لا يتمتع الأفراد بالرشادة، وبالتالي عرض العمل دالة تابعة للأجر الاسمي بالإضافة إلى ذلك فقد ركز كينز على الدخل والإنفاق و العلاقة بينهما.
- واشترط أن التوازن الاقتصادي يكون بتوازن كل من السوق السلعي والسوق النقدي ذلك أن التوازن النقدي يتم عن طريق تعادل المعروض النقدي مع المطلوب النقدي، وتوازن السوق السلعي يكون بتعادل الادخار مع الاستثمار .
- ففي حالة الكساد تقوم الدولة بإحداث عجز في الميزانية عن طريق زيادة النفقات بهدف تنشيط الطلب الكلي الفعال، وذلك بتخفيض الضرائب على الاستهلاك والأرباح و بالتالي تشجيع الأفراد على زيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، ويمكن تغطية هذا العجز في الميزانية العامة عن طريق الإصدار النقدي (الذي يتكفل به البنك المركزي) أي زيادة كمية النقود.
- حسب كينز فإن زيادة كمية النقود تحكم بصفة أساسية المستوى العام للأسعار وهذا عند مستوى التشغيل الكامل، وهنا تتحقق النظرية الكلاسيكية مع النظرية ، لكن وضعية التشغيل الكامل لا تتحقق بصفة دائمة ومن ثم فإن ما دام الاقتصاد لم يصل بعد إلى هاته الحالة فإن زيادة كمية النقود سوف تؤدي إلى زيادة في مستويات الناتج الوطني والتشغيل ، وذلك وفقا لميكانيزم معين يتمثل في أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى الانخفاض في سعر الفائدة وهذا الانخفاض يكون بمثابة حافز في تشجيع الاستثمارات ومن ثم زيادة التشغيل والناتج.
- أما في حالة التضخم فقد اقترح كينز إحداث سياسة مالية عن طريق تخفيض النفقات بغرض تخفيض الإنفاق الكلي، حيث يرى أن الاستقرار الاقتصادي يحدث عندما يتساوى الإنفاق الكلي مع الناتج الكلي أو يتساوى التغير بينهما .

من خلال هذا نجد أن كينز أعطى أهمية كبرى للسياسة المالية مقارنة مع السياسة النقدية، وهذا ما ميزه عن النظرية الكلاسيكية ، كما أن كينز يرى أن أولى الأولويات هي التشغيل¹ .

ثالثا: السياسة النقدية في النظرية النقدية الحديثة.

لقد انحصرت الفكرة الرئيسية للنظرية الاقتصادية النقدية المعاصرة الرئيسية في أن التغيرات في كمية النقود يمكن أن تعالج الاختلالات الاقتصادية، وتؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي بحجة أن التقلبات الاقتصادية في أمريكا كانت ترافقها دائما تقلبات في كمية النقود، حيث يرى فريدمان وأنصاره أن مستوى الأسعار يتحدد عند تلاقي عرض النقود والطلب عليها، كما يرى أيضا أن البحث عن العوامل المؤثرة في الطلب على النقود يتوجب دراسة وتحليل فكرة الثروة، والتي تمثل القيمة الرأسمالية لجميع مصادر الدخل، أي جميع الأصول التي بإمكانها تحقيق دخل معين أو عائد معين وتتنحصر فيما يلي²:

1. النقود فعند إيداعها في البنوك تحقق عائد (سعر الفائدة)، غير أن العائد الحقيقي لها يتمثل في سيولتها، أي فيما توفره من راحة وأمان لحائزها في شكل عائد غير نقدي .
2. السندات والأصول النقدية :والتي تدر عائد في شكل نسبة ثابتة من قيمتها الاسمية وهو سعر الفائدة السنوي المقرر عليها.
3. الأسهم أو الأصول المالية :التي يتمثل عائدها في الأرباح السنوية.
4. رأس المال المادي أو الأصول الطبيعية :التمثلة في الآلات والمعدات، ويتوقف العائد على تحديد معدلات الاهتلاك أي تقدير أثمانها.
5. رأس المال البشري :حيث لا يمكن تقديره بأسعار السوق، وبذلك فقد أدخله فريدمان عن طريق مؤشر يمثل العلاقة بين رأس المال البشري ورأسمال غير البشري.

ويمكن التعبير عن الطلب على النقود بالدالة التالية³:

¹ محمد ناظم النوري الشمري، مرجع سابق ، ص 106.

² علي سنوسي، مرجع سابق، ص ص، 127-128.

³ نفس المرجع السابق ، ص ص 127-128.

$$M = f (y, p, r_o, r_a, 1/p * dp/dt, h/k, u)$$

حيث :

- y : الدخل الدائم .
 P: المستوى العام للأسعار
 r_o : سعر الفائدة .
 ra : أرباح الاسهم .
 1/p * dp/dt : معدل التغير في الاسعار .
 u : الذوق
 h/k : نسبة رأس المال البشري إلى رأس المال المادي .

من هنا كان الطلب على النقود عند فريدمان دالة سلوكية مرتبطة بسلوك المستهلك وتفضيله بين النقود وأنواع الثروة . أما بالنسبة لعرض النقود فإنه إذا كان كينز يرى أن زيادة عرض النقود يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، فإن فريدمان يرى لسعر الفائدة ثلاث اتجاهات وهي:
 * أثر السيولة : زيادة عرض النقود تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة.
 * أثر الإنتاج : بحيث يؤدي زيادة الطلب والإنتاج إلى ارتفاع سعر الفائدة.
 * أثر التوقعات للأسعار : حيث أن توقع التضخم يؤدي إلى استمرار ارتفاع الطلب، فزيادة عرض النقود تنتهي بارتفاع سعر الفائدة لا لانخفاضها، لهذا يرى النقديون أن السلطة النقدية يجب أن لا تأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة نظرا لعدم قدرتهم في إدارتها في الاتجاه المرغوب فيه ، لذلك يجب التركيز على إدارة عرض النقود.

إلى جانب السياسة النقدية يمكن استخدام السياسة المالية للتأثير على كمية النقود وذلك من خلال وسائلها المختلفة المتمثلة في السياسة الضريبية أو القروض العامة.
المطلب الثالث : أسس وأهداف السياسة النقدية.

أولا : أسس السياسة النقدية .

تختلف أسس السياسة النقدية من دولة إلى أخرى وذلك حسب مستويات التقدم والتطور في النظم الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المختلفة ، فمثلا في الدول الرأسمالية الصناعية المتقدمة تتركز هذه السياسات بالدرجة الأولى في المحافظة على التشغيل الكامل للاقتصاد و تحقيق الاستقرار النقدي الداخلي وذلك لمواجهة التقلبات الاقتصادية المختلفة، وتنتهج هذه الدول بعض السياسات النقدية الكمية كالسوق

المفتوح أو تعديل سعر الفائدة أو تغيير نسبة الاحتياطي لدى البنوك، إلا أن السياسة النقدية لا تعد كافية، في تحقيق جميع الأهداف مما قلل من أهميتها وزاد الاعتماد على السياسة المالية وذلك لأن هناك حدود لا تتجاوزها الدولة في مجال خفض أسعار الفائدة أو زيادة عرض النقود.

كما أن أسس السياسة النقدية في الدول السائرة في طريق النمو تكمن في الأهداف الأساسية لسياساتها الاقتصادية ومنها السياسة النقدية التي تنحصر في خدمة أهداف التنمية وتوفير التمويل اللازم لها، ويقلل من دور السياسات النقدية في توفير الموارد المالية لاختلال الهيكل الإنتاجي لتلك الدول ، وخاصة عنصر العمل وتخلف النظام المصرفي وقلة تأثيره فضلا عن قلة المؤسسات المالية غير المصرفية.

ثانيا : أهداف السياسة النقدية.

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف و ذلك عبر التأثير على جملة من المتغيرات الاقتصادية كالنمو الاقتصادي و ميزان المدفوعات و مستوى الأسعار و أسعار الصرف .
قسم العديد من الاقتصاديين أهداف السياسة النقدية إلى ثلاث مجموعات أولية ، ثانوية و نهائية و سنحاول إبراز هذه الأهداف فيما يلي :

1.الاهداف الأولية : وهي عبارة عن مجموعة من المتغيرات التي يحاول البنك المركزي التحكم فيها

قصد التأثير على الاهداف الوسيطة و تتكون الاهداف الاولية من مجموعتين من المتغيرات ، مجموعة الإحتياطيات النقدية و مجموعة ظروف سوق النقد.

1-1. **مجموعة الإحتياطيات النقدية** : تشمل القاعدة النقدية كل من النقود المتداولة لدى الجمهور و الإحتياطيات المصرفية ، تتكون النقود المتداولة من الاوراق النقدية و النقود المساعدة و نقود الودائع كما تتكون الإحتياطيات المصرفية من ودائع البنوك لدى البنك المركزي و الإحتياطيات الاجبارية و الإحتياطيات الاضافية و النقود الموجودة في خزائن البنوك.

1-2. **ظروف سوق النقد** : تتكون من مجموعة من المتغيرات و هي الإحتياطيات الحرة و معدل الارصدة البنكية و أسعار الفائدة في سوق النقد ، و يمكن القول عموما بأن ظروف سوق النقد تشمل قدرة المقترضين و مدى تأثيرهم على نمو الائتمان.

2- أهداف وسيطة : هي مجموعة من المتغيرات النقدية القابلة للمراقبة من طرف السلطة النقدية و التي لها علاقة بالأهداف النهائية ، وتتمثل الأهداف الوسيطة في متغيرات نقدية كلية مثل المجمعات النقدية وسعر الفائدة وسعر الصرف، ولهذه الأهداف مجموعة من الشروط الواجب توفرها والمتمثلة فيما يلي¹:

✓ **القابلية للقياس :** يعتبر قياس الهدف بدقة وفي الوقت المناسب أمرا أساسيا للحكم على مدى فعالية السياسة النقدية ونعني بالقياس أن البيانات متاحة في الوقت المناسب ودقيقة.

✓ **القدرة على التحكم والسيطرة في الهدف الوسيط :** للتأكد من بناء الاستراتيجية بشكل جيد وجني ثمارها، يجب على البنك المركزي أن تكون لديه قدرة على التحكم في الهدف الوسيط بهدف إعادة ذلك المتغير إلى المسار المستهدف في حالة خروجه عن الطريق المرسوم له لتحقيق الهدف النهائي .

✓ **إمكانية التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي:** بمعنى مدى توافر إمكانية للتنبؤ بالأثر على الهدف النهائي حتى يقوم الهدف الوسيط بدوره بشكل جيد، حيث لا يزال النقاش قائما حول أفضلية سعر الفائدة والعرض النقدي كأهداف وسيطة مرتبطة بالأهداف النهائية.

كان هناك تباين بين النقديين و الكينزيين في تحديد الأهداف الوسيطة ، فالكينزيون ركزوا على سيولة البنوك و معدل الفائدة كهدف وسيط ، بينما ركز النقديون على كمية النقود و القاعدة النقدية كهدف وسيط ، وعموما هناك ثلاثة أهداف وسيطة هي :

1-2. مستوى معدل الفائدة : يرتبط تحديد معدلات الفائدة بنمو الكتلة النقدية ويعتبر من أب رز

محددات سلوك العائلات والمستثمرين فيما يخص الادخار والاستثمار، لذا يجب على السلطات العامة الاهتمام بتقلبات معدلات الفائدة، والإشكالية المطروحة هنا هو كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه المعدلات خاصة و أنها تتأثر بمعدلات الفائدة السائدة في الخارج في ظل اقتصاد السوق إلى جانب طلب وعرض رؤوس الأموال، بالإضافة إلى ارتباطها بالسياسة النقدية للدولة التي يجب أن تعمل على إبقاء تغيرات معدلات الفائدة ضمن هوامش غير واسعة نسبيا ، تحقق التوازن في الأسواق وتجنب وقوع ضغوط تضخمية أو انكماشية².

¹ محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رؤوس الاموال، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية مالية ومحاسبة وعلوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ، جامعة باتنة ، الجزائر ص 91.

² نفس المرجع السابق، ص 91.

2-2. **سعر صرف النقد مقابل العملات الأخرى:** يعتبر سعر صرف النقد مؤشرا هاما على الأوضاع الاقتصادية لبلد ما حيث يعد كهدف وسيط للسلطة النقدية، ويعمل انخفاض سعر الصرف على تحسين وضعية ميزان المدفوعات لكنه في المقابل يشجع الضغوط التضخمية، ففي حالة المحافظة على مستوى منخفض أكثر من العملة يشجع ذلك الضغوط التضخمية ويؤدي إلى إتباع سياسة سهلة في الآجل القصير تدفع في المقابل في الآجل الطويل إلى إضعاف القدرة الصناعية للدولة والانخفاض النسبي لمستوى معيشة الأفراد، أما في حالة الحفاظ على مستوى مرتفع أكثر، يفرض ذلك على الأعوان الاقتصاديين ضغطا انكماشيا وهو ما يؤدي إلى خروج بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم و بالتالي تنخفض مستويات النمو، لذا تعمل السلطات النقدية للحفاظ على استقرار سعر الصرف لضمان استقرار وضعية البلاد تجاه الخارج عن طريق ربط عملتها بعملات قوية قابلة للتحويل والحرص على دعم استقرار سعر صرف عملتها¹.

2-3. **العرض النقدي:** لاستخدام هذا المتغير كهدف وسيط لبلوغ الأهداف النهائية للسياسة النقدية لابد أن تكون هناك قدرة على تحديده إحصائيا أو بمعنى آخر أن يستطيع القائمون على السياسة النقدية تحديد الأصول المالية التي نسميها العملة أو النقود باعتبار أن تحديد العرض النقدي أصبح مسألة صعبة للغاية بسبب تغير سرعة تداول النقود، نتيجة لحركات رؤوس الأموال الرسمية وغير الرسمية وظهور المشتقات المالية الحديثة، لذا يبقى الإشكال المطروح حول نوع العرض النقدي الذي يمكن ضبطه بسهولة، وهل يتم اللجوء إلى العرض النقدي بالمعنى الضيق (M1) أم العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2) أم العرض النقدي (M3) خاصة في ظل وجود المشتقات المالية².

3- **الأهداف النهائية للسياسة النقدية:** تعتبر الأهداف الاولية والوسيطه في الاستراتيجية الحديثة للسياسة النقدية أدوات مساعدة لتحقيق الأهداف النهائية لهذه الاخيرة والتي تتمثل في:

3-1. **العمالة الكاملة :** يقصد بالعمالة توفر فرصة العمل لكل شخص قادر على العمل و باحث عنه، فارتفاع معدلات البطالة يؤدي إلى زيادة عرض العمل وبالتالي انخفاض الاجور الحقيقية للعاملين، لذا تسعى السياسة النقدية إلى التأثير في عرض النقود بما يؤدي إلى ارتفاع الاسعار فيسبب ذلك انخفاض الاجر الحقيقي مما يدفع أصحاب العمل إلى تشغيل المزيد من الايدي العاملة لزيادة حجم مشروعاتهم ، ويرجع

¹ بنابي فتحة ، السياسة النقدية و النمو الاقتصادي ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاديات المالىو و البنوك كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة محمد بوقرة بومرداس ، الجزائر، 2008-2009 ص ص 104-105.

² محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رؤوس الاموال، مرجع سابق، ص 91.

اهتمام الحكومات بحل مشكلة البطالة إلى ما تمثله من خطورة على المستوى الاجتماعي حيث يحس العاطلون بفشلهم و تهميشهم في المجتمع، كما أن القضاء على البطالة يعمل على تعظيم هدف النمو الاقتصادي¹.

3-2. تحقيق استقرار الأسعار:

يجمع الاقتصاديون في الوقت الحاضر على أن الهدف الرئيس ي للسياسة النقدية ينبغي أن يكون هو الحفاظ على استقرار الأسعار وعلى القدرة الشرائية للعملة المحلية، ويعني هذا أن يكون معدل التضخم منخفضاً كأن يتراوح مثلاً بين 0% و 1% سنوياً، و أن تلتزم السلطة النقدية بعدم تطبيق سياسات تمويل العجز عن طريق زيادة المعروض النقدي.

يرى كل من الكينزيين والنقديين أن التضخم المرتفع يحدث فقط عندما يكون معدل نمو العرض النقدي مرتفعاً، وحسب فريدمان فإنه لا يمكن القضاء على التضخم المستمر لمدة طويلة إلا بسياسة نقدية انكماشية بواسطة تخفيض معدلات العرض النقدي مع معرفة أسباب التوسع النقدي والوضع الاقتصادي².

3-3. تحقيق التوازن الخارجي: عن طريق تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات بحيث يكون لصالح الدولة من خلال تشجيع الصادرات و تقليل الواردات باستخدام المعروض النقدي أو سعر الفائدة أو سياسات سعر الصرف، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات يمكن للبنك المركزي معالجته من خلال قيامه برفع سعر إعادة الخصم ما يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض، وبالتالي التقليل من الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار داخل الدولة ومن ثم تشجيع الصادرات المحلية و تقليل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على تخفيض العجز في ميزان المدفوعات³.

3-4. رفع معدل النمو الاقتصادي : يعد تحقيق معدل مرتفع للنمو الاقتصادي من الأهداف طويلة الأجل في حين يعتبر استقرار الأسعار والنقد من الأهداف قصيرة الأجل ، و التوفيق بين هذين الهدفين أمر في غاية الصعوبة خصوصاً في الدول النامية التي تعاني الكثير من العقبات فيما يخص السياسات الإنتاجية و

¹ محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار و التنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية) ، دار غيداء للنشر و التوزيع الاردن 2009 ص 21.

² محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رؤوس الاموال، مرجع سابق، ص 92.

³ نفس المرجع السابق، ص 92.

التجارية وموازن المدفوعات ، لذا تسعى السياسة النقدية إلى المساهمة في رفع معدلات النمو في هذه البلدان من خلال تحقيق معدل مرتفع للمدخرات والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال التوسع الائتماني حتى يمكنها الوصول إلى معدلات النمو المطلوبة، بالإضافة إلى توجيه الائتمان المصرفي و المدخرات نحو الأهداف التنموية أو ما يسمى بالمرجع السحري¹.

يقوم البنك المركزي باستخدام مجموعة من الادوات يستطيع من خلالها التأثير على حجم الكتلة النقدية المتداولة و السياسة الاقتصادية و ذلك حسب الاوضاع الاقتصادية السائدة .

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية .

سنبحث في هذا العنصر عن الادوات المباشرة و الغير مباشرة للسياسة النقدية و هذا في المطلب الاول أما في المطلب الثاني فسنبحث في الادوات المكملة لها ، وضمن المطلب الثالث سنبحث في أنواع و قنوات انتقال هذه السياسة.

المطلب الاول : الادوات المباشرة و غير المباشرة.

سننتقل في هذا المطلب إلى الادوات المباشرة و الغير مباشرة للسياسة النقدية.

أولاً : الادوات المباشرة (الكيفية).

يقصد بالأدوات النوعية الاساليب المباشرة التي يستخدمها البنك المركزي بهدف التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية معينة ، وعادة ما تستخدم الادوات النوعية في الدول النامية بشكل أكبر مقارنة بالدول المتقدمة لغياب فعالية آلية السوق في تلك الدول ولعجز بعض القطاعات الاقتصادية فيها بشكل كامل².

1. **تأطير القروض** : تقوم السلطة النقدية بتحديد سقف معين لحجم القروض التي بالامكان منحها للزبائن من طرف البنوك التجارية و تكون ملزمة بإحترامه ، و يهدف هذا الاجراء التنظيمي لفتح المجال أمام

¹ محمد ضيف الله القطابري ، مرجع سابق ، ص ص: 22-23

² أكرم حداد، مشهور هذلول ، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري) ، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 190.

المؤسسات المالية لجذب المودعين و المقترضين ، فعند تحديد حجم الائتمان تصبح عملية خلق النقود بطيئة قد تؤدي لأن يكون القسم السوقي الذي تكونه البنوك التجارية محدودا¹.

2. **التنظيم الانتقائي للقروض** : للقيام بهذه السياسة يعمد البنك المركزي على استخدام أدوات انتقائية للسيطرة على القروض الموزعة من طرف البنوك وتمثل أدوات هذه السياسة فيما يلي²:

- ✓ تسديد خزينة الدولة لجزء من الفوائد المتعلقة ببعض أنواع التمويلات المرتبطة بالتصدير.
- ✓ إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف ، عندما يشجع البنك المركزي بعض الأنشطة فإنه يقوم بإعادة خصم الكمبيالات الخاصة بهذه القروض.
- ✓ فرض أسعار فائدة تفضيلية لإعادة الخصم بهدف التأثير على القروض الممنوحة لبعض الأنشطة التي ترغب الدولة في تشجيعها وهذا تبعا للظروف الاقتصادية السائدة انكماشية أو تضخمية.
- ✓ وضع قيود على الائتمان الاستهلاكي بهدف كبح الطلب على السلع ويستخدم هذا القيد لتقليل التضخم في الاقتصاد.

✓ اشتراط البنك المركزي الحصول على موافقة في منح القروض عندما تتجاوز القروض حدا معيناً.

3. **تنظيم معدلات الفائدة** : عند منح البنوك التجارية للقروض تحصل على فوائد و تسعى لتكون الفوائد أكبر من التكلفة التي يتحملها البنك عند تسييره للقرض ، لكي يكون استغلال البنوك مربحا عليها الاخذ بعين الاعتبار الفوائد المدينة التي تدفع من طرف الزبائن مقابل القروض التي تقدمها إليهم البنوك ، بالإضافة إلى أسعار الفوائد الدائنة و هي الفوائد التي تمنحها البنوك مقابل الودائع لاجل المودع بالإضافة إلى معدلات إعادة التمويل و التي تقرضها مؤسسات الاصدار (إعادة الخصم) و يجب ان تكون الفوائد المحصلة أكبر من الفوائد المدفوعة و يترتب على تحديد سقف معدلات الفائدة على الودائع مايلي³:

- ✓ حماية منافسين البنوك وهي المؤسسات المالية غير مصرفية حتى تتمكن من جذب المودعين .
- ✓ تنظيم هامش البنوك فتحديد سعر الفائدة من شأنه تنظيم هامش الربح الذي يحصل عليه البنك .
- ✓ تنظيم و تعديل الاقتراض ، خاصة المتعلقة ببعض المقترضين كالمؤسسات العمومية.

¹ شملول حسينة ، مرجع سابق ، ص ص 26 27.

² صالح مفتاح ، مرجع سابق ، ص ص 157 158.

³ أسامة محمد ، مبادئ النقود كلية الحقوق ، جامعة الاسكندرية ، مصر ، ص 132.

ثانيا : الادوات غير المباشرة (الكمية).

هي مجموعة من الادوات التي تهدف بشكل غير مباشر إلى التأثير على مستوى الائتمان في اقتصاد ما بهدف التأثير على تكلفة القروض ومستوى السيولة البنكية، من أجل إحداث تغيير في كمية النقود المتداولة الإجمالية¹.

1. سياسة معدل إعادة الخصم: سعر إعادة الخصم هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية و أدونات الخزينة أو لقاء ما يقدمه إليها من سلف وقروض، ويعتبر سعر إعادة الخصم من أقدم الأدوات المستخدمة من طرف البنك المركزي ففي حالة التضخم يقوم البنك المركزي برفع معدل إعادة الخصم ليحد من قدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان بهدف الحد من الأوضاع التضخمية، فارتفاع تكلفة الائتمان المتمثلة في سعر الفائدة تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل، ويقرر المستثمرون عدم الاقتراض، وقد يلجؤون إلى استثمار أموالهم في الأسواق المالية بشراء الأسهم و السندات، وبالتالي تخرج الأموال من فح السيولة ويتقلص حجم الكتلة النقدية، أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة توسعية، فإنه يقوم بتخفيض معدل إعادة الخصم حتى يسمح للبنوك بخصم ما لديها من أوراق تجارية أو الاقتراض للتوسع في منح الائتمان، فيقدم المستثمرون على البنوك التجارية للحصول على التمويل بتكلفة منخفضة عندما يكون سعر الخصم أقل بكثير من سعر الفائدة السوقي، فهناك حافز كبير للبنوك للحصول على القروض المخصصة بسعر خصم منخفض وإعادة استخدام حصيلة القروض في شراء سندات بسعر أعلى، لذلك يقوم البنك المركزي بوضع قواعد للحد من عدد المرات التي تلجأ فيها البنوك التجارية إلى البنك المركزي للحصول على القروض المخصصة².

تعد سياسة إعادة الخصم أداة غير فعالة في حالة الكساد منه في حالة التضخم حيث يؤدي الكساد إلى زعزعة ثقة رجال الأعمال في الاستثمار حتى وإن أصبح سعر الفائدة صفر إن لم يتوفر الدافع إلى الاستثمار أي الربح، لذا غدت هذه الأداة مؤشرا أمام البنوك اتجاه السلطات النقدية فيما يتعلق بسياسة الائتمان ، خاصة في ظل تدهور أهمية الكمبيالات كوسيلة لتمويل التجارة لزيادة سلطة الدولة على السوق النقدية من

¹حباية عبد الله، الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية)، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 2013، ص 299.

²بلعزوز بن علي، محاضرات في النظرات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 123.

خلال الإفراط في إصدار أدونات الخزينة مما أدى إلى إضعاف دور البنوك المركزية، بالإضافة إلى استخدام وسائل حديثة وأكثر فعالية كالسياسة السوق المفتوحة والاحتياطي الإلزامي¹.

2. **سياسة السوق المفتوحة:** تتمثل هذه الأداة في قيام البنك المركزي بشراء (طلب) أو بيع (عرض) بعض الأصول التي يملكها مثل أدونات الخزينة أو السندات الحكومية و الأوراق المالية والتجارية بهدف تحويلها إلى أصول نقدية وامتصاص السيولة أو ضخها، وبالتالي زيادة المعروض النقدي أو تقليصه بهدف التأثير في سوق النقد مباشرة ومن ثم التأثير على قدرة البنوك التجارية في التأثير بكمية وسائل الدفع حيث تحدث هذه السياسة أثرا مباشرا على كمية الاحتياطات النقدية الموجودة لدى البنوك التجارية وسعر الفائدة من خلال ما يلي²:

في حالة الركود يقوم البنك المركزي بشراء كمية من الأوراق المالية، ويدفع مقابلها نقدا للبنوك التجارية فترتفع الاحتياطات النقدية لها وبالتالي تستطيع أن تقوم بعمليات الإقراض مما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة نتيجة زيادة الطلب على الأوراق المالية، كما أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يرفع من حجم الاستثمار والدخل والعمالة. أما في حالة التضخم فإن البنك المركزي يعمل على الحد من الائتمان وامتصاص العرض النقدي الفائض، وذلك بإتباع سياسة انكماشية ويدخل هذا الأخير إلى السوق بائعا للأوراق المالية للبنوك التجارية التي تدفع ثمنها نقدا فتقل الاحتياطات النقدية لديها وتنخفض قدرتها على منح الائتمان مما يقلل في الأخير من حجم الاستثمار والدخل و العمالة، فتتخض أسعار السندات ويرتفع سعر الفائدة، وتعتبر سياسة السوق المفتوحة فعالة مقارنة بسياسة سعر الخصم نظرا لما تتمتع به من خصائص منها:

- ✓ أن عمليات السوق المفتوحة تكون بيد البنك المركزي للسيطرة على الائتمان كما أن المبادرة للدخول في السوق المفتوحة بيعا أو شراء تعود للبنك المركزي.
- ✓ يستطيع البنك المركزي القيام بعملة شراء الأوراق المالية ويتبعها بعملية البيع خلال فترة قصيرة بالإضافة إلى القيام بعملية إعادة الشراء وهذا ما يجعله يتمتع بمرونة كبيرة للتحكم في الائتمان، وبالتالي التحكم في المعروض النقدي في فترة قصيرة.

¹ نفس المرجع السابق، ص ص. 124-125.

² مفتاح صالح، مرجع سابق، ص 151.

إلا أن نجاح سياسة السوق المفتوحة يتوقف على مدى وجود أوراق مالية كافية في السوق تسمح للبنك المركزي بالتأثير على السوق في حالة البيع أو الشراء، وفي حالة الانكماش قد لا يتحقق الهدف من ذلك عندما يدخل البنك المركزي مشتريا للسندات وترتفع الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية وتزداد مقدرتها الإقراضية، ومع ذلك فإن الطلب على القروض قد لا يكون كبيرا للخروج من ظروف الانكماش بسبب حالة التشاؤم التي تسود بين رجال الأعمال، كما أن انخفاض أسعار الفائدة لا يعتبر عاملا محفزا على الاستثمار عندما تكون معدلات الأرباح منخفضة بالإضافة إلى أن تطبيق هذه الأداة يتطلب توفر أسواق مالية واسعة ومنظمة خاصة في الدول التي تسعى إلى التنمية¹.

3. سياسة تعديل نسبة الاحتياطي الإجمالي: هي إلزام أو إجبار البنوك بالاحتفاظ بنسبة معينة من التزاماتها الحاضرة على شكل رصيد دائن لدى البنك المركزي، ويمكن للبنك المركزي أن يقوم بتغيير هذه النسبة بقرار منه عند اللزوم، وفي الواقع فإن قدرة البنك المركزي على التأثير في المصارف التجارية تعتمد على حاجة هذه الأخيرة للتزود بالسيولة (إعادة التمويل) فكلما كانت حاجتها إلى إعادة التمويل كبيرة كلما زادت تبعيتها والعكس صحيح، ولهذا وجدت البنوك المركزية أنه من الضروري لإحكام سيطرتها على حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية أن تحد من استقلاليتها عن طريق خلق تسرب في احتياطاتها النقدية يسمى أو يعرف بمتطلبات الاحتياطي النقدي القانوني وتستخدم البنوك المركزية هذه الأداة بغرض تحقيق أهداف السياسة النقدية من جهة ولحماية البنوك التجارية من جهة أخرى، وذلك بوضع نسبة من الودائع كاحتياطي لديها حتى لا تتوسع بدرجة كبيرة في الائتمان مما يؤثر على حجم السيولة لديها كما يقوم البنك المركزي بتوظيف وتعديل معدل الاحتياطي الإجمالي لعلاج المشاكل الاقتصادية².

في حالة الكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض معدل الاحتياطي الإجمالي فتزداد الاحتياطات المتوفرة لدى البنوك التجارية ومن ثم تزداد إمكانياتها على منح الائتمان، أما في حالة التضخم فإنه يقوم برفع معدل الاحتياطي الإجمالي وتخفض الاحتياطات التي بحوزة البنوك التجارية مما يعني انخفاض قدرتها على منح الائتمان، ويقل حجم الائتمان ومعدل التوظيف، والطلب فتتخفض الأسعار³.

¹ نفس المرجع السابق، ص 152.

² محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رؤوس الاموال، مرجع سابق، ص ص: 99-100.

³ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص ص: 154-155.

المطلب الثاني : الادوات المكملة للسياسة النقدية .

يلجأ البنك المركزي لاستعمال أدوات أخرى في حالة فشله من تحقيق أهداف السياسة النقدية باستخدام كل من الادوات الكمية و الكيفية (المباشرة و الغير مباشرة) أو عند رغبته في زيادة فعاليتها بحيث يسعى البنك المركزي للتأثر على أداء البنوك التجارية و التي تعد جزء مهم في سياسة توجيه الائتمان من خلال تقديم المشورة و الارشاد و في غالب الاحيان تكون النصائح في شكل أدبي أو عبر تعليمات ملزمة للبنوك التجارية¹.

1. **الإقناع المعنوي (الادبي) :** يستعمل البنك المركزي هذا الاسلوب لما يلاحظ ان البنوك التجارية تسير عكس ما يرغب هو به و هذا عن طريق قيام البنك المركزي بمناشدة البنوك التجارية من أجل مساعدته على تنفيذ سياسة نقدية معينة².

يمكن استعمال البنك المركزي لهذه الاداة من خلال استدعائه لمدراء البنوك التجارية لحثهم على تغليب المصلحة العامة على المصلحة الخاصة ، فعند ملاحظة البنك المركزي بأن توسع البنوك التجارية في منح الائتمان ليس في خدمة المصالح العامة ، فإنه سيطلب منهم التخفيض من حجم الائتمان من دون اللجوء إلى تطبيق الادوات الكمية لسياسة النقدية ، و نظرا للعلاقة الجيدة التي تربط البنك المركزي و البنوك التجارية كما يعد الملجأ الاخير للاقراض تكون البنوك التجارية ملزمة بإتباع أوامره و إرشاداته.

2. **الاعلام :** تقتضي هذه الاداة قيام البنك المركزي بعرض حالة الاقتصاد للرأي العام من خلال عرض معطيات و أرقام و إحصائيات لتبرير إستعمال سياسة إئتمانية معينة دون أخرى .
لان اطلاع البنوك التجارية على الحقائق و المعطيات الخاصة بالاقتصاد الوطني يجعلهم يتبعون موقفا يتماشى مع هذه الوقائع .

3. **الودائع المشترطة مسبقا من أجل الاستيراد :** هذه الاداة تخص المستوردين حيث تجبرهم على عن ترك جزء من قيمة الصفقة التجارية للاستيراد لدى البنك المركزي لمدة و بما ان جلهم غير قادرين على تعويض تلك الاموال المجمدة فإنهم بحاجة للحصول على قروض بنكية تمكنهم من تعويض القيمة المجمدة ، و تهدف هذه الاداة الى تقليص حجم القروض التي بالامكان التصرف فيها من طرف

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سابق، ص 190.

² بنايبي فتيحة، مرجع سابق، ص 117.

الاقتصاد و بالتالي تسمح بزيادة تكاليف الاستيراد و قد يترتب عن استعمال هذه الاداة انكماش في الكتلة النقدية حتى و ان زاد حجم الودائع المسبقة للاستيراد .

4. **الرقابة على شروط البيع:** يتدخل البنك المركزي بإستعمال هذه الاداة ليجبر المستهلك على دفع جزء من مبلغ السلعة مسبقا و تحديد الاقساد و حجمها و تحديد سقف القروض الممنوحة حسب الامكانيات المتاحة للبنك ، و تستعمل هذه الاداة في الاقتصاديات الحديثة و الذي يعتمد على البيع بالتقسيط و الذي يهدف لزيادة إستهلاك الافراد للسلع المعمرة حتى و ان لم يكن لديه المبلغ فيمكنه اللجوء الى الاقتراض .

المطلب الثالث: أنواع و قنوات انتقال السياسة النقدية.

للسياسة النقدية أنواع و قنوات انتقالها في هذا العنصر سندرس هذه الانواع و القنوات.

أولاً: أنواع السياسة النقدية.

من أجل تحقيق الاهداف الاقتصادية يمكن لهذه السياسة أن تأخذ اتجاهين¹:

1. **سياسة نقدية توسعية:** تتمثل في قيام البنك المركزي بزيادة المعروض النقدي بواسطة زيادة حجم وسائل الدفع ، تشجيع الائتمان أو عن طريق تخفيض أسعار الفائدة و هذا يهدف لتحقيق زيادة في النشاط الاقتصادي و من الممكن أن تتسبب تلك الزيادة في المعروض النقدي في معدل تضخم يكون مقبول نوعاً ما.

2. **سياسة نقدية إنكماشية :** حيث تقوم السلطة النقدية بتخفيض الانفاق و الائتمان من خلال تقليل حجم وسائل الدفع و زيادة في سعر الفائدة و ذلك لتشجيع الافراد على الادخار و الحد من الاستهلاك و تطبق هذه السياسة عند معدلات تضخم مرتفعة تؤدي إلى مطالبة الافراد بزيادة في الاجور.

¹ بناي فتيحة، مرجع سابق، ص 123.

ثانيا: قنوات إنتقال السياسة النقدية

1. قناة معدل الفائدة:

سعر الفائدة من الادوات الهامة التي تستخدم للتحكم في حجم الائتمان و بالتالي حجم المعروض النقدي فمعدل الفائدة يعكس توجه الدولة و سياستها النقدية نحو توجيه الاستثمار في القطاعات المختلفة أو الحد منه و كذا دورها في مواجهة التضخم و الانكماش، كما يتأثر سعر الفائدة بسعر الخصم المحدد من طرف السلطة النقدية، كما يختلف سعر الفائدة بالنسبة للدول و ذلك راجع إلى مجموعة من العوامل كمعدلات التضخم و معدلات النمو الاقتصادي و وضع ميزان المدفوعات، كما أن أسعار الفائدة تؤثر على القرارات و المؤشرات التي تساهم في تحديد مستوى الدخل القومي أهمها¹:

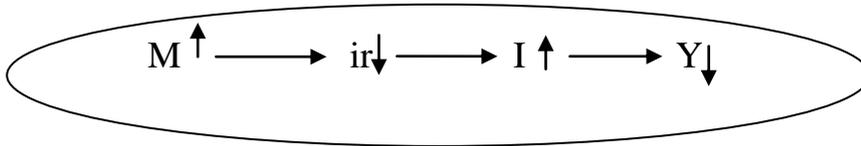
- تشجيع الافراد على الادخار .

- تشجيع الطلب على الاستثمار .

- جذب رؤوس أموال خارجية و المحافظة على رؤوس الاموال المحلية.

- الحفاظ على إستقرار صرف العملة.

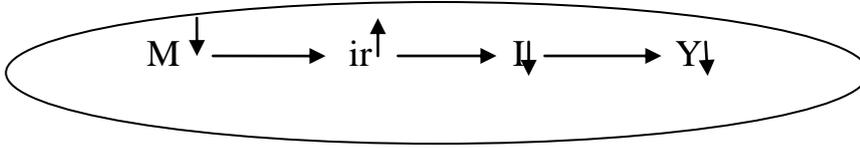
يعتبر الكلاسيك قناة سعر الفائدة قناة تقليدية، في حين يعتبرها الكينزيون أهم قناة لتمكين السياسة النقدية من بلوغ أهداف النمو الاقتصادي و التأثير على المتغيرات الاقتصادية من خلال سعر الفائدة كما يلي:



حيث عند إتباع سياسة نقدية توسعية (M) تؤدي إلى إنخفاض في سعر الفائدة الحقيقية (ir) فتتخفص تكلفة إقتراض رأس المال فيزيد الاستثمار (I) حيث عند إرتفاع هذا الاخير يؤدي الى زيادة الناتج القومي أو الدخل (Y).

2 محمد صالح جمعة ، السياسة النقدية في سوريا وأثرها في الناتج المحلي الاجمالي ، رسالة دكتوراه في الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سوريا ، 2000 ، ص ص : 195-196.

و عند إتباع سياسة إنكماشية $\downarrow M$ يرتفع سعر الفائدة الحقيقي و هذا ما يرفع من تكلفة رأس المال فتتخفف الاستثمارات و الانتاج.

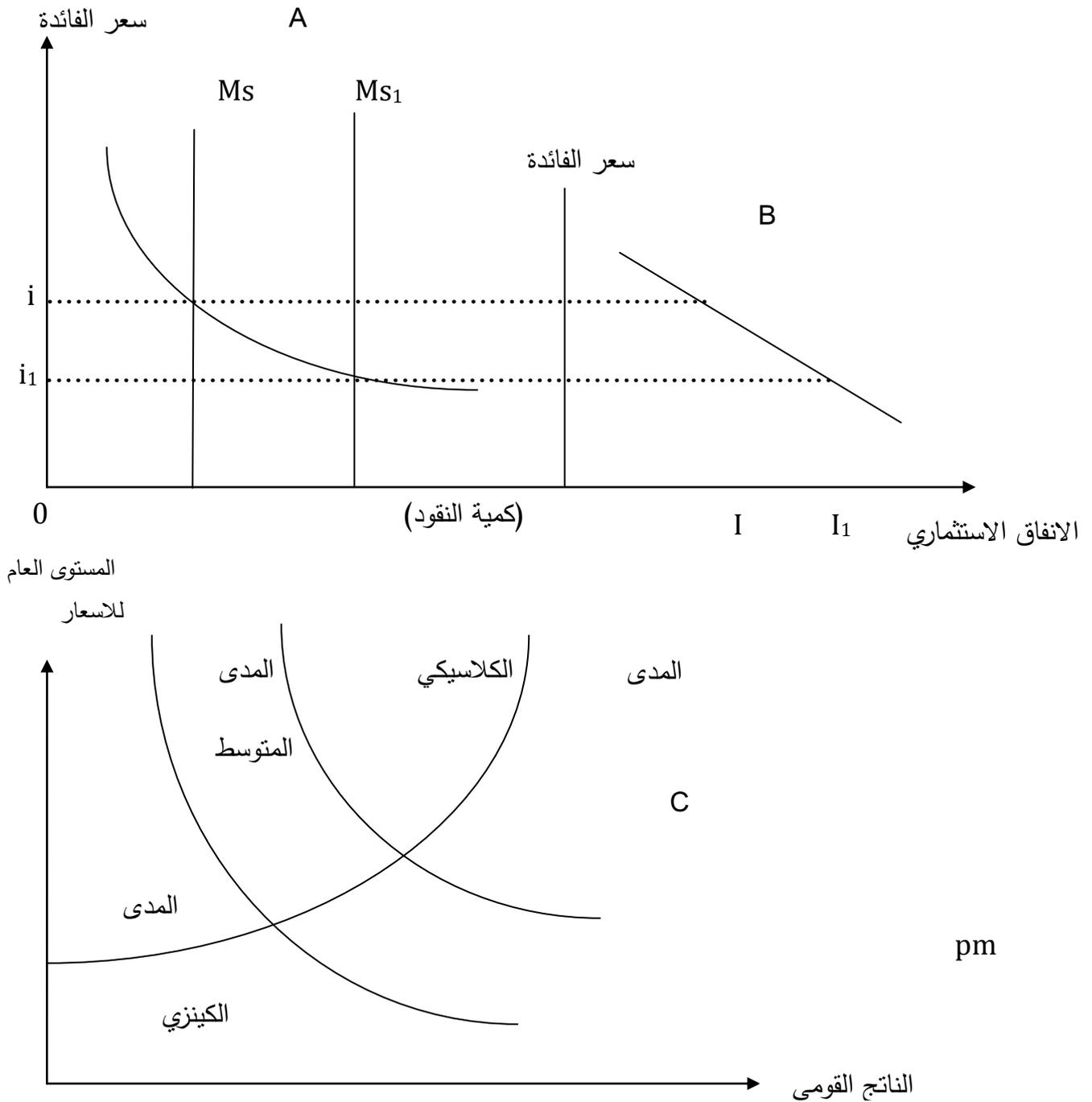


و الجزء الاكبر من النفقات الاستثمارية يقوم به قطاع الاعمال و الذي يحصل على رؤوس الاموال عن طريق الاقتراض بحيث أنه توجد علاقة عكسية بين النفقات الاستثمارية و معدل الفائدة حسب النظرية الكلاسيكية و التي تعتمد في ذلك على نظرية تكوين رأس المال حيث أن النفقات الاستثمارية تعتمد على المردودية و تكلفة التمويل ، فكلما كانت أسعار الفائدة منخفضة أدى ذلك إلى زيادة الاستثمارات و بالتالي يرتفع الدخل، أما كينز يرى أن مستوى الدخل و الاسعار تعتمد على الطلب الكلي و خاصة الطلب على الاستثمارات الخاصة و بين مدى تأثير النقود على النفاق الاستثماري وصولا إلى تأثيرها على الدخل و الأسعار و للوصول إلى ذلك قد استخدم سعر الفائدة للربط بين النقود و الانفاق الاستثماري¹.

¹ بنابي فتيحة، مرجع سابق، ص ص: 131-132.

و هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (1) : مدى تأثير النقود على مستويات الدخل و الاسعار حسب النظرية الكينزية.



المصدر: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العسى، النقود و المصارف و الاسواق المالية، دار حامد للنشر، الاردن، 2004، ص 206.

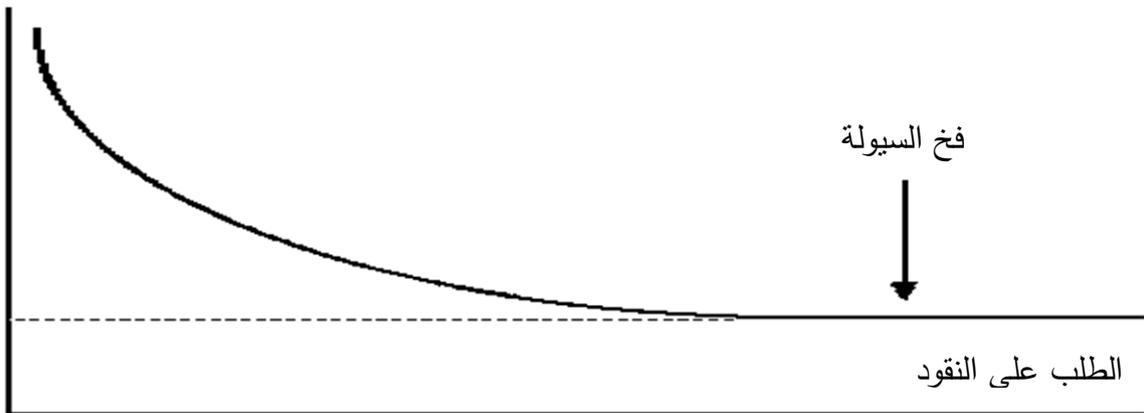
ففي حالة زيادة المعروض النقدي من طرف السلطة النقدية من Ms إلى Ms_1 فلإن التأثير يكون على الجانب النقدي و تحديدا على سعر الفائدة فينخفض من (i) إلى (i_1) فتتخفض تكلفة الاستثمارات ليرتفع هذا الاخير من (I) إلى (I_1) كما هو موضح في الشكل A و B.

من خلال الشكل (C) يؤدي إرتفاع النفقات الاستثمارية إلى إرتفاع مستوى الطلب الكلي من (AD) إلى (AD_1) و الذي يؤثر على مستوى الدخل الوطني فيرتفع من (Y) إلى (Y_1) ، الطلب الكلي في المدى المتوسط (C) فإن ارتفاع الانتاج الوطني في هذه المنطقة يرافقه ارتفاع في الاسعار أما إذا وقع الطلب على المدى الكينزي فإن ارتفاع في الطلب يقابله ارتفاع مستوى الانتاج و الدخل دون ارتفاع الاسعار، و العكس في المدى الكلاسيكي أين يكون إرتفاع الاسعار دون أي ارتفاع في الانتاج أو الدخل.

و بالرغم من أن كينز أيد وجود علاقة بين القطاع النقدي و الحقيقي إلا أنه شكك في هذه العلاقة على المطلق ، حيث يرى أنه عند وصول كمية النقود إلى حد ما فإن اي زيادة تكون بعد ذلك في فخ مصيدة السيولة و لن يكون لها تأثير ولن يكون لها تأثير على سعر الفائدة ، و بالتالي لا يكون تأثير على الانفاق الاستثماري و الدخل ، و بالتالي عند كينز تأثير النقود على الدخل و الاسعار هو تأثير غير مباشر.

الشكل رقم (2): كيف تكون مصيدة السيولة.

أسعار الفائدة



المصدر : محمد الامين بن الدين ، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي " دراسة حالة الجزائر 1990-2010" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، فرع نقود و مالية ، جامعة دالي إبراهيم ، الجزائر ، 2010/2009 ، ص 161.

مصيدة السيولة هي الحالة التي يفشل معها ضخ المزيد من السيولة في النظام البنكي من تحفيز الاقتصاد والدفع بالنمو الاقتصادي لأن تلك العملية إنما المقصود منها هو المزيد من خفض اسعار الفائدة والتي تقترب من الفائدة الصفرية حالياً .

بالطبع الذي يحدث هو انه عند اقتراب الفائدة من الصفر فان الكثير من الأفراد يدخر أمواله لعدم وضوح الرؤية المستقبلية لديه وتفضيله للسيولة على الاستثمار في السندات مثلاً او اي ادوات استثمارية اخرى ذات عائد منخفض لانهم يخشون من ان ترتفع اسعار الفائدة على المدى الطويل.

وبذلك تنخفض اسعار تلك السندات عند تغير سعر الفائدة للأعلى وكذلك الأمر في قطاع الاعمال وذلك بخفض الإنفاق الإستثماري (الإنفاق في وسائل الإنتاج) وذلك لتوقع قطاع الأعمال ان يكون الطلب منخفضاً وبذلك تزيد نسبة الادخار في البنوك ويقل الاقتراض وتتراكم السيولة في البنوك ومن هنا تتكون مصيدة السيولة- وذلك حسب الاقتصاد الكينزي .

ولقد انتقد كثير من الاقتصاديين دور سعر الفائدة في تحديد حجم الاستثمار، فقد ظن "Hansin" ان قرار الاستثمار لا يتأثر بسعر الفائدة أي ان القرار الاستثماري لا علاقة له بسعر الفائدة، كما قال "Samuelon" ان سعر الفائدة ليس له اي أثر على التكاليف قصيرة الاجل و حتى طويلة الاجل و أن القرارات الاستثمارية تتحكم بها عوامل أخرى كعامل المخاطرة إلا ان هذه الاراء أثبتت عدم جدواها بعد التغيرات الاقتصادية التي ظهرت بداية من منتصف القرن العشرين و التي أثبتت فعالية سعر الفائدة في تحديد حجم الاستثمارات حيث قامت الو.م.أ باستخدام سعر الفائدة كأداة للتأثير على مستوى الاستثمارات المطلوبة بهدف الرفع من طاقتها الانتاجية و الحد من مشكلة البطالة حيث نجحت هذه السياسة في زيادة حجم الاستثمارات و زيادة قوة الدولار¹.

كما تتأثر اسعار الفائدة بسعر الخصم المحددة من طرف السلطات النقدية حسث ان عند رفع سعر الخصم تجبر البنوك على رفع سعر الفائدة على الودائع بمختلف أنواعها و هذا يؤدي الى جذب ودائع أكبر للاستفادة من العائد المرتفع، كما أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي بانتقال المدخرات من السوق المالي إلى السوق

¹ أحمد فريد مصطفى، سهير مصطفى سيد حسن، السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة مصر، 2000، ص 140-142.

النقدي اي التحول من الاستثمار الطويل الى القصير الاجل لان عائد الاستثمار قصير الاجل أكبر من عائد الاستثمار الطويل الاجل و يرى الكلاسيك وجود علاقة طردية بين الادخار و سعر الفائدة و اعتبروا ان القطاع العائلي هو المصدر الرئيسي للادخار في الاقتصاديات الحديثة¹، و يتأثر بمجموعة من العوامل أهمها سعر الفائدة اذ عند ارتفاع هذا الاخير يدفع بالعائلة نحو الادخار بهدف تعظيم أرباحها أما عند إنخفاض سعر الفائدة ينعكس سلبا حيث تقل العوائد و هذا يؤدي بالعائلات بالتخلي عن الادخار و لهذا اثره سلبي على الاستثمارات و بالتالي الناتج الداخلي الخام.

إلى جانب تأثير قناة سعر الفائدة على الاستثمار و الادخار فبإمكانها التأثير أيضا على الانفاق الاستهلاكي على السلع المعمرة و التي تعتبر بدورها قرارات استثمارية حيث ان بإنخفاض معدل الفائدة ينخفض الادخار فيوجه الافراد جزء كبير من الدخل للاستهلاك و خاصة السلع المعمرة ، و من اهم خصائص قناة سعر الفائدة اعتمادها على سعر الفائدة الحقيقي ، فعند اتباع سياسة نقدية توسعية فمن المحتمل ارتفاع مستوى الاسعار و بالتالي زيادة الانفاق الاستثماري حيث أن السياسة النقدية تبقى فعالة حتى عند تخفيض معدل الفائدة الاسمية الى الصفر².

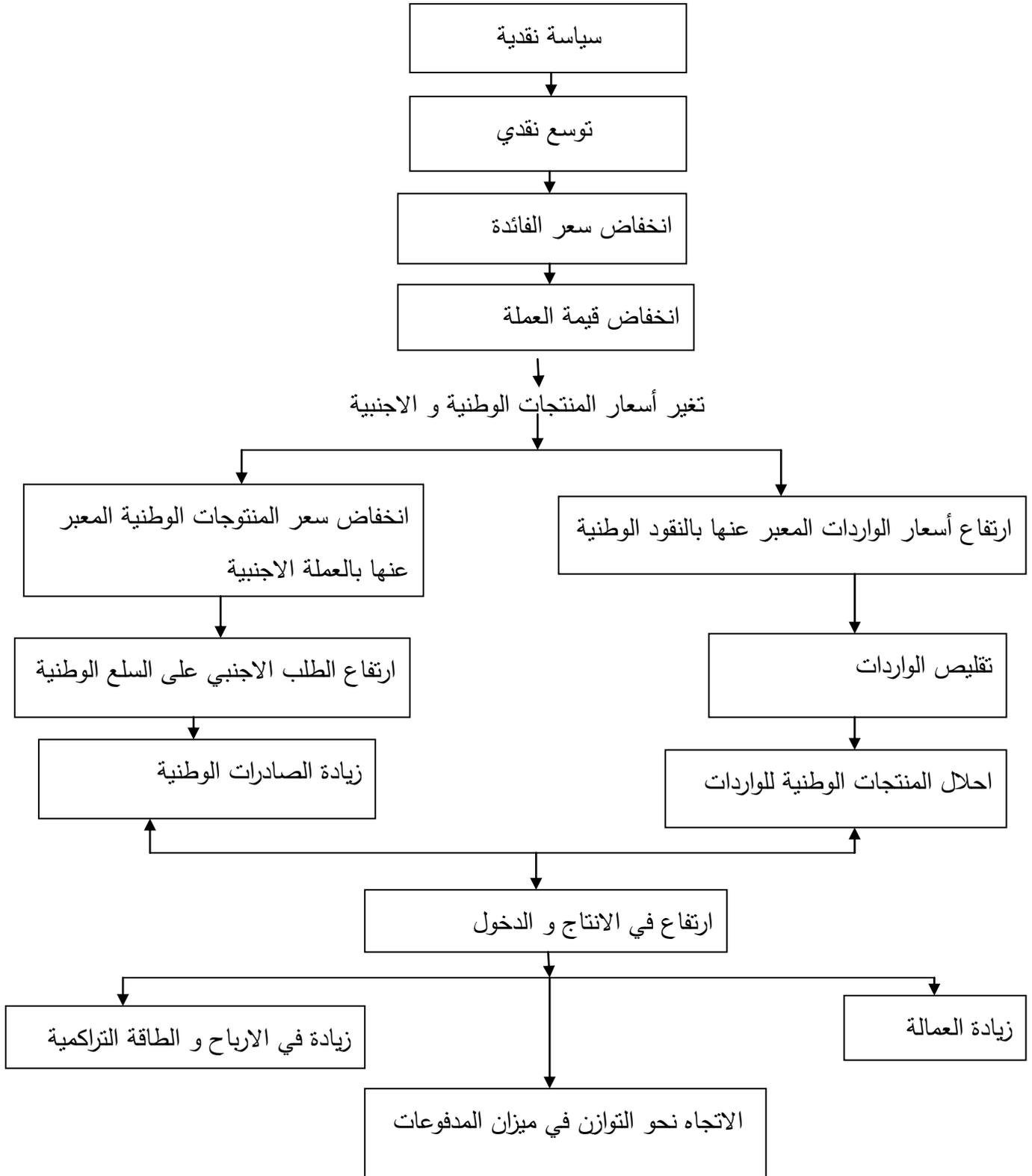
2/ قنوات الاسعار: و تنقسم الى قناة اسعار الصرف و قناة اسعار السهم و السندات.

1-2/ قناة اسعار الصرف: تعمل هذه القناة من خلال تأثيرات اسعار الفائدة ، حيث عند انخفاض معدل الفائدة كنتيجة للتوسع النقدي يؤدي لانخفاض الودائع الاجنبية لدى البلد المعني ، و هذا بدوره يخفض من قيمة العملة المحلية مقابل العملات الاجنبية ، و هذا يجعل السلع المحلية اقل سعرا من السلع الجنبية و بالتالي يزيد الطلب على السلع المحلية ، مما يؤدي الى زيادة الصادرات و من تم يزيد الناتج الكلي و عند اتباع سياسة نقدية انكماشية ينخفض المعروض النقدي فترتفع اسعار الفائدة الحقيقية المحلية مقارنة بالخارج فيؤدي هذا الى جذب رؤوس الاموال الجنبية و يرتفع الطلب على العملة المحلية فترتفع قيمة هذه الخيرة و هذا له أثر سلبي على تنافسية الصادرات فينخفض معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي و ينجر الاقتصاد الى كساد و ركود اقتصادي.

¹ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص 203.

² بناي فتحة، مرجع سابق، ص ص، 137-138.

الشكل (3): الآثار الناجمة عن تخفيض قيمة العملة.



المصدر: رحيم حسين، النقد و السياسة النقدية، دار المناهج للنشر و التوزيع، الاردن، 2002، ص 896.

2-2/ قناة اسعار الاسهم و السندات: ظهرت من خلال نظريتين اساسيتين الاولى لـ "Tobin" و الثانية لـ "Modigliani"¹ :

حاول "Tobin" توضيح الدور الذي تقوم به السياسة النقدية في اوقات الكساد من خلال نظريته التي اسماها q و هذه النظرية تقوم على ان الاستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية للاصل الرأسمالي الى تكلفة الاحلال و تسمى هذه النسبة بمعامل q حيث: $q=M/R$.

اذ أن M تمثل القيمة السوقية للاصل و R تعبر عن تكلفة الاحلال (يحل مشروع مكان مشروع اخر) كما وجد "Tobin" علاقة ارتباط بين هذا المعدل و بين النفقات الاستثمارية كما اوضح الى ان يجب ان تستثمر المؤسسات عندما يكون $q>1$.

فعندما يكون q منخفض فهذا يعني ان كلفة المشاريع منخفضة بالمقارنة مع الكلفة الاستثمارية لاستبدال المشروع، حيث فسرت نظرية "Tobin" انخفاض اسعار الاسهم عام 1933 الى 10% من اسعارها بداية 1929، ويرى النقديون ان اتباع سياسة نقدية انكماشية كما حدث في الـ 30م.أ كان السبب الرئيسي لحدوث الازمة الاقتصادية (1929) فانخفاض كمية النقود المعروضة ادى الى انخفاض الطلب على السهم و من ثم انخفاض الطلب على الاسهم و من تم انخفضت اسعاره ا و بالتالي انخفاض معدل q مما ادى بالمستثمرين الى تخفيض استثماراتهم و بالتالي انخفاض الناتج القومي.

و بهدف معالجة الكساد لجأت البنوك المركزية إلى زيادة المعروض النقدي و توسيع الائتمان فبذلك انخفضت اسعار الفائدة تقريبا الى الصفر فشجع هذا الامر المضاربين و المستثمرين على الاقتراض المفرط و هذه القروض لم توجه للاستثمار الحقيقي بل وجهت الى سوق رؤوس الاموال و كانت أسعار الاسهم منخفضة ، و ارتفعت أسعار الاسهم كنتيجة لارتفاع الطلب عليها فأدى هذا إلى ارتفاع قيمة q و بالتالي ارتفعت تكلفة المشاريع الجاهزة بسبب ارتفاع اسعار اسهمها بالمقارنة مع تكلفة مشروعات الاستبدال ، اي ان المستثمرون توجهوا نحو الاستثمار الحقيقي و بالتالي سجل ارتفاع فيه و بما ان الاستثمار من مكونات الطلب الكلي فارتفاعه نجم عنه ارتفاع الناتج القومي و من هنا تمكن "Tobin" الربط بين السياسة النقدية التوسعية و زيادة الاستثمار.

¹.بناي فتحة، مرجع سابق، ص ص، 141-142.

أما فيما يخص الاقتصادي " Modigliani " فقد بين في نظريته الدور الذي يمكن ان تؤديه السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي و ذلك عن طريق أثر زيادة الثروة على الاستهلاك حيث اوضح ان المستهلكين يحسنون استهلاكهم من خلال زيادة الانفاق و الذي يحدد بالدخل و الموارد و هذه الموارد تتكون اساسا من الاسهم العادية و ارتفاع اسعار هذه الاخيرة يزيد من ثروتهم المالية و بالتالي زيادة استهلاكهم.

حين اوضح " Modigliani " ان السياسة النقدية التوسعية من شأنها زيادة الطلب على الاسهم العادية و بالتالي ارتفاع اسعارها فتزداد ثروة أصحاب الاسهم الذين يزدون من وتيرة استهلاكهم للسلع و الخدمات و بما أن الاستهلاك من مكونات الطلب فإن زيادة هذا الاخير يؤدي الى زيادة الانتاج.

فالنظريتين السابقتين توضحان كيف تؤثر السياسة النقدية على اسعار الاسهم و السندات و بالتالي على النشاط الاقتصادي.

3/ قناة الائتمان أو القروض: تعتبر القنوات التي تكلمنا عنها سابقا قنوات تقليدية و يوجد خلافات حول طريقة عملها لكن هناك اتفاق على اهميتها فإلى جانب القنوات السابقة توجد قناة الائتمان (القروض) التي اهتم بها الكثير من الاقتصاديين.

و لقناة الائتمان أو القرض مصدران، الاول هو عدم اكتمال السوق بالنسبة للعديد من المقترضين حيث ان المؤسسات الصغيرة ليس بإمكانها اصدار أوراق تجارية و بذلك ليس لها بديل الا الاقتراض من البنوك فعند تخفيض البنك المركزي لاحتياطات البنوك يؤدي بها الى خفض من منحها للقروض، و بالتالي هذا له التأثير السلبي على استثمارات الشركات الصغيرة و المؤسسات و التي تضطر الى الغاء الكثير من المشاريع و الجدير بالذكر ان قناة الائتمان هي مماثلة لقناة سعر الفائدة و تختلف عنها الا من خلالها تركيزها على القروض و البنوك و أن المؤسسات الصغيرة هي المجبرة على مغادرة مجال الاستثمار، اما الشركات الكبرى فتتأثر بدرجة اقل لان سعر الفائدة على الاوراق التجارية لا يرتفع مثلما يرتفع سعر الفائدة على قروض البنوك¹.

¹ بنابي فتحة، مرجع سابق، ص 143.

و تؤدي السياسة النقدية التوسعية من خلال زيادة حجم القروض الممنوحة الى زيادة النفقات الاستثمارية و الاستهلاكية و بالتالي يزيد الدخل القومي¹.

المبحث الثالث: البنك المركزي كواضع للسياسة النقدية.

لنتمكن من دراسة البنك المركزي و الاليات المعتمدة من طرفه لوضع السياسة النقدية لابد ان نمر بتعريف البنك المركزي و وظائفه و الخصائص التي تميزه عن باقي البنوك الاخرى بالاضافة سياسته المتمثلة في عرض النقود.

المطلب الاول: مفهوم البنك المركزي.

سنتطرق في هذا المطلب إلى نشأة البنوك المركزية ، تعريفها، وظائفها بالاضافة الى خصائصها التي تميزها.

أولاً: نشأة البنوك المركزية.

البنوك المركزية كانت اول الامر عبارة عن بنوك تجارية و بعد تطور وظائفها شملت وظائف البنك المركزي الحديث و اول البنوك المركزية كانت بنك السويد و تلاه بنك انجلترا عام 1694م و يعتبره الباحثين اول بنك مركزي كونه اول من مارس مبادئ و وظائف البنوك المركزية حيث تم الاعتماد عليه كنموذج لنشوء المصاريف المركزية، حيث ان خلال المؤتمر الدولي المالي الذي عقد في بروكسل سنة 1920 أصدر قرار يقضي بإلزام الدول التي ليس ليها بنك مركزي ان تشرع في انجازه².

¹ صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 166.

² زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص 17.

ثانيا: تعريف البنك المركزي.

تعددت تعاريف البنك المركزي حيث عرفته فيرسميث بأنه " نظام مصرفي يحتوي على مصرف واحد له السلطة الكاملة و المطلقة في اصدار النقد" و عرفه كوك بأنه" البنك الذي يقنن الهيكل النقدي ليحقق اكبر منفعة في الاقتصاد"¹.

كما عرف البنك المركزي على انه مؤسسة لها مكانة كبيرة في السوق النقدية لانه يوجد على رأس الجهاز المصرفي و يساعد البنوك في أداء مهامها و مراقبة أنشطتها و هو لا يهدف لتحقيق الربح و انما هدفه خدمة الصالح الاقتصادي العام.²

ثالثا: خصائص البنوك المركزية.

تتميز البنوك المركزية بالخصائص التالية³:

- ✓ البنوك المركزية ذات ملكية عامة، الدولة هي التي تتولى ادارتها و تحدد اغراضها و واجباتها.
- ✓ تحتل الصدارة في الجهاز المصرفي و له سلطة الرقابة على البنوك.
- ✓ لا يهدف البنك المركزي لتحقيق ربح و انما يهدف لتحقيق النفع العام.
- ✓ له السلطة الكاملة في اصدار النقد و الائتمان في الاقتصاد الوطني.

رابعا: وظائف البنك المركزي.

تكمن وظائف البنوك المركزية فيما يلي⁴:

1/ **تقديم القروض للبنوك:** يعمل البنك المركزي على تقديم القروض لمختلف البنوك عند الضرورة و بذلك يعتبر المقرض الاخير في الاقتصاد لانه يمنح تسهيلات للبنك التي تقوم هي الاخرى بمنح قروض للافراد و المؤسسات.

¹ نفس المرجع السابق، ص 24.

² خباية عبد الله ، الاقتصاد المصرفي، مؤسسات شباب الجامعة، مصر، بدون سنة نشر، ص 140.

³ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص 26.

⁴ خباية عبد الله ، مرجع سابق، ص ص 140-141.

2/ إعادة خصم الاوراق المالية: للبنوك التجارية الحق في اعادة خصم الاوراق التجارية التي خصمتها لصالح عملائها مقابل معدل فائدة يحدده البنك المركزي.

3/ الاحتفاظ بجزء من الاحتياطات النقدية للبنوك: لأن كل البنوك لها حسابات جارية لدى البنك المركزي و بالتالي لها ودائع محفوظة لديه ، كما يجبر القانون البنكي البنوك ان تودع بالبنك المركزي احتياطات إلزامية عند مستوى محدد من مجموع مواردها و هذا يضمن للبنك مراقبة سيولة البنوك التجارية و توجيه سياستها الائتمانية.

4/ التسيير و المحافظة على احتياطات الذهب و العملات الاجنبية المختلفة: يمنح القانون للبنك المركزي امتيازات الحفاظ على احتياطات الذهب و العملات الاجنبية المختلفة و هذا يجبر البنوك على تقديم مجموع الموجودات الخارجية التي تملكها للبنك المركزي و الذي يفتح حسابا خاصا بذلك و هذا يعطي الحق للبنك المركزي القيام بصرف العملة الوطنية الى عملات أجنبية.

5/ إصدار النقود الائتمانية: ان النظام الذي قام عليه البنك المركزي هو اصدار النقود الورقية و لهذا يطلق عليه اسم الاصدار و ذلك لعدة اسباب منها:

- ✓ الرغبة في توحيد النقود المتداولة و منع تعدد العملات.
- ✓ تمكين الدولة من مراقبة الائتمان بفعالية.
- ✓ إضفاء على العملة قدر كبير من الثقة.
- ✓ الحصول على أرباح كبيرة نتيجة إصدار النقود.

6/ البنك المركزي هو الرقيب على الائتمان: البنك المركزي يحتفظ بودائع البنوك التجارية فيمثل بذلك بنك لهذه البنوك و بذلك تكون له الوسيلة التي يتحكم بها في الائتمان على البنوك التجارية، لان حجم الودائع يتوقف حجم الاحتياطي النقدي الذي تحتفظ بها.

المطلب الثاني: البنك المركزي و عرض النقود.

باعتبار ان البنك المركزي هو المصدر للنقود القانونية و مؤثرا على البنوك في خلق نقود الودائع فإنه التحكم في حجم وسائل الدفع و الائتمان سواء بالزيادة أو بالنقصان ، حيث ان التغيير في كمية المعروض النقدي له تأثير في الدخل و الاسعار و مختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي، فالبنك المركزي يقوم بوضع سياسة نقدية معينة من أجل تحقيق الاهداف الاقتصادية التي تضعها الدولة وهذه السياسة يمكن ان تأخذ إتجاهين سياسة نقدية توسعية و سياسة نقدية إنكماشية .

وحتى يتمكن البنك المركزي من عرض النقود ، فإنه يقو بتحديد ثلاث عوامل أساسية و هي متطلبات الاحتياطات القانونية الجزئية ، و ذلك من خلال تغيير نسبة الاحتياطي القانوني و الاحتياطات غير مقترضة بواسطة عمليات السوق المفتوحة و الاحتياطات المقترضة عن طريق تغيير سعر الخصم و يؤدي تغيير أحد هذه العوامل الي انتقال كمية المعروض النقدي الى اليسار في حالة الانخفاض و يمينا ، في حالة الارتفاع لان زيادة الاحتياطات غير المقترضة للبنوك التجارية تزيد من قدرتها في منح القروض و بالتالي ارتفاع المعروض النقدي بمقدار مضاعف.

و البنك المركزي ليس هو وحده من يؤثر في عرض النقود و سلوك الجمهور بالنسبة للطلب على العملة في التداول ، فالبنوك التجارية بدورها تأثر في ذلك من خلال الاحتفاظ بإحتياطات الفائضة أن عملة التداول إذ أودعت في البنوك تحولت الى احتياطات و تغيير هذه الاخير يؤدي الى تغيير عرض النقود¹.

¹بناي فتحة، مرجع سابق، ص ص 123-124.

المطلب الثالث: استقلالية البنك المركزي.

تمكن إستقلالية البنك المركزي في عدم تدخل الحكومة في عمله ، فهو مؤسسة تعمل في الاطار المؤسسي للدولة أما قراراته فيما يخص السياسة النقدية فهي مستقلة و آثار هذا الامر آراء مختلفة من طرف الاقتصاديين من بينهم دافيد ريكاردو الذي يرى أن سيطرة الحكومة على الاصدار النقدي بأيدي موظفين يتم تعيينهم من طرف مجلس النواب.

و ظهرت المطالبة بإستقلالية البنك المركزي بعد توسع وظائفه ، و لكن مع الانهيارات النقدية التي حدثت في القرن التاسع عشر جاءت أفكار تدعو لضرورة تدخل الدولة في الاقتصاد ، و دعم هذه الافكار أكثر حدوث أزمة الكساد الكبير، و لكي تواجه الحكومات نسب البطالة المتزايدة و انخفاض اسعار الاسهم في البورصات اصبحت تتدخل الحكومات في أعمال البنوك المركزية فتنازلت عن جزء من إستقلاليتها في السنوات الاخيرة بفضل التعديلات التي أدخلت على قوانينها التي قلصت دور الحكومة في وضع السياسة النقدية .

و أجريت العديد من الدراسات الاقتصادية تدرس العلاقة ما بين درجة إستقلالية البنوك المركزية و بعض المؤشرات الاقتصادية و نقدمها كما يلي¹:

1-الاستقلالية و التضخم: يرى بعض المؤيدين لاستقلالية البنوك المركزية أنه اذا كان البنك مستقل و لا يتعرض لضغوط حكومية فإن السياسة النقدية التي يتبعها تؤدي الى انخفاض معدل التضخم و تؤدي الى استقرار الاسعار.

و قد أجريت دراسة تبحث عن العلاقة بين درجة إستقلالية البنك المركزي و معدل التضخم و أثبتت النتائج أن درجة الاستقلالية المحسوبة على أساس التأثير المالي لم تؤثر في معدل التضخم، أما الاستقلالية سياسة البنك صاحبها معدل تضخم منخفض.

¹ نفس نالمرجع السابق، ص ص 126-127.

2-الاستقلالية و الناتج المحلي : هناك دراسات تخص العلاقة بين إستقلالية البنوك المركزية و الناتج المحلي منها نتائجها موجبة و اخرى سالبة و من خلال الدراسة التي قام بها الباحثان " Summer et De long" حيث إستخدما معدل الناتج المحلي الاجمالي لكل عامل خلال الفترة (1955-1990) حيث أخذت سنة 1955 كسنة أساس ظهرت نتائج تؤكد أنها إذا زادت درجة استقلالية البنك المركزي بدرجة واحدة ارتفع معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي لكل عامل ب 0.4% سنويا.

3-الاستقلالية و عجز الموازنة: هناك دراسات ضمت و إهتمت في 12 دولة صناعية و أهمها تلك التي قام بها "Parkin" و كانت النتائج أن هناك علاقة عكسية بين درجة إستقلالية البنوك المركزية و نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الاجمالي في كل من ألمانيا و سويسرا خلال فترة الدراسة (1955-1983) كانت في حدود الصفر تقريبا.

خلاصة الفصل:

بما أن السياسة النقدية هي عبارة عن إجراءات و قرارات تقوم بها السلطة النقدية فالأكيد أن لها أهداف و أدوات ، فيما يخص الاهداف فإنها تصنف إلى أهداف أولية ، أهداف وسيطية و أهداف نهائية و فيها يخص الادوات فتوجد أدوات مباشرة و غير مباشرة و أخرى مكملة .

يمثل البنك المركزي السلطة النقدية في الدولة فهو الذي يتحمل مسؤولية وضع وإدارة هذه السياسة للوصول إلى تحقيق أهدافها من خلال التحكم في العرض النقدي ، كما لاننسى انه يتمتع بإستقلالية تعطيه الحق برسم مسار هذه السياسة.

الفصل الثاني

السياسة النقدية غير

التقليدية كمفهوم جديد

تمهيد الفصل :

نتناول في هذا الفصل تعريف للسياسة النقدية غير التقليدية وذلك من جانبيين من جانب المستهدفات ومن جانب الأدوات المستخدمة فيها والشروط الواجب توفرها لاستخدام السياسة النقدية غير التقليدية لان هذه الأخيرة مرتبطة بالظروف الغير عادية أي متعلق استخدامها بالأزمات ، والأسباب التي أدت للخروج من السياسة النقدية التقليدية وكذلك مدى فعالية هذه السياسة النقدية في الحد من تداعيات الأزمة وأثرها على الدول النامية والدول المتقدمة ، و إستراتيجية الخروج منها والعودة للسياسة النقدية التقليدية بالإضافة لمختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وهذه الأدوات ممثلة في أداة التيسير الكمي والائتماني والتوجيه الى الامام وأسعار الفائدة الصفرية .

المبحث الأول: مدخل عام للسياسة النقدية غير التقليدية

نتناول في هذا المبحث تعاريف للسياسة النقدية غير التقليدية وأهداف البنوك المركزية من تنفيذها والشروط تنفيذها بالإضافة إلى أسباب اللجوء إليها .

المطلب الأول : مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

لا يوجد إجماع حول إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير التقليدية حيث تم تعريفها حتى الآن من جانبين وهما جانب المستهدفات وجانب الوسائل المستخدمة فيها وعليه يمكن تعريفها كالتالي¹:

1 - من جانب المستهدفات: تعرف بأنها مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة للتأثير في النشاط الاقتصادي ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة ومن هنا يتضح أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد .

2 - من جانب الأدوات المستخدمة فيها: هي سياسة نقدية تستخدم خلال الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعماً ائتمانياً معززاً وتسهيلات ائتمانية و تيسيرات كمية وتدخلات في العملة في سوق رأس المال وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية وكل هذا يهدف لدعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من مخلفات الأزمة المالية .

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها قيام البنك المركزي بدور الوسيط في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، والميزة في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار السندات الحكومية بلا قيود وذلك لتوفير وسيلة تحفز الاقتصاد .

ومن التعريف السابقة يمكن استنتاج ما يلي:

- بعدما كان هدف السياسة النقدية التقليدي هو استهداف معدل التضخم أصبح هدف السياسة النقدية غير التقليدية التركيز على المتغيرات الكمية مثل معدل التشغيل أو مستوى إنتاج معين .

¹ .Michael Joyece, Daoid Miles, **Quantitative easing and unconventional monetary policy**, the economic journal, November 2012. P 276.

- بعدما كانت أدوات السياسة النقدية التقليدية أدوات مباشرة وغير مباشرة، وفي إطار السياسة النقدية غير التقليدية تم استحداث أدوات جديدة تمثلت في التيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية والتيسير الائتماني بالإضافة إلى التوجه نحو الأمام..... الخ .
- التوسع الهائل في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية و محاولة التأثير على أسعار الفائدة الأخرى غير المعدلات الرسمية المعتادة على المدى القصير .
- استخدام التيسير الكمي و التيسيرات الائتمانية ومعدلات الفائدة الصفرية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافي و بدون تكاليف للأنشطة الاقتصادية.
- في فترات الضائقة المالية التي قد تتعطل فيها الوساطة المالية يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الائتمان و العمل كوسيط عن طريق اقتراض الأموال من المدخرين تم إقراضها للمستثمرين.

المطلب الثاني: أسباب اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية.

تم اللجوء إلى سياسة النقدية غير التقليدية بعد أن فشلت الأدوات التقليدية للسياسة النقدية و التي عادة ما تستعمل البنوك المركزية في سعيها لمعالجة الأزمات أداة أساسية هي تحديد معدلات الفائدة الرئيسية و معدل الفائدة التي تقرض به البنوك التجارية و يكون على المدى القصير و تؤثر التغيرات التي يتخذها البنك المركزي في معدل الفائدة الرئيسي على الاقتصاد عبر قناتين رئيسيتين ألا وهما معدل الفائدة و قناة الائتمان¹:

1- قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها:

يوجد في الأسواق المالية عدد كبير من أسعار الفائدة كل واحدة منها تتعلق بمدة معينة و بفترة معينة من المقترضين ، ويمكن التعبير عن جميع معدلات الفائدة في ما يسمى بمنحنى المعدلات حيث يحدد بالنسبة لفترة معينة من المقترضين معدل الاقتراض لمختلف الفترات تنتقل التغيرات المسجلة في معدلات الفائدة الرئيسية إلى الاقتصاد عبر منحنى المعدلات الذي يتأثر بثلاثة عوامل رئيسية و هي :

- التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة .

¹ محمد الامين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) و الأزمة المالية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم إقتصادية، جامعة بسكرة ، ص ص 155-157.

- حالة عدم اليقين التي تؤثر على الاستباقات الخاصة بالمعدلات .

- تتأثر المعدلات طويلة الأجل بالعرض والطلب على السندات بالاختلاف تاريخ استحقاقها .

ويمكن لقناة معدل الفائدة أن تتوقف عن العمل بشكل طبيعي في الحالتين :

1-1- عندما يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر حيث لا يمكن عند هذا المستوى إجراء تخفيضات لان معدل الفائدة لا يكون سالب ويكون لهذا الوضع اثر سلبي خاصة إذا كان معدل التضخم المسبق سالب حيث تفقد في هذه الحالة البنوك المركزية قدرتها على التأثير في المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيسي و يمكن أن يؤدي ذلك إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقية ما قد يساهم في اندلاع دوامة انعكاسية .

1-2 - حتى وان لم يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر لا يستطيع البنك المركزي تخفيض المعدل ويحدث هذا الوضع عندما يسقط الاقتصاد حسب صيغة الاقتصادي "كينز" في مصيدة السيولة ، يفترض في الأوضاع العادية أن يؤدي وجود فائض من السيولة داخل الاقتصاد إلى شراء سندات ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة إلا أن هذا الميكانيزم يتعطل عن العمل إذا انخفض عائد السندات أو إذا زادت خطورة ما بحوزتهم من الأصول .

يفضل المتعاملون الاقتصاديون في هذه الحالة الاحتفاظ بالنقود وكنتيجة لهذا الوضع لن يكون هناك ارتفاع في أسعار السندات ولا انخفاض في معدلات الفائدة .

2 - قناة الائتمان وأسباب تعثرها:

نظرا لعدم قدرة المتعاملين الاقتصاديين الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية فان جزء كبير منهم يعتمد بشكل رئيسي على القروض البنكية وهو ما يجعل من قناة الائتمان مهمة لانتقال السياسة النقدية ، كما تعتبر هذه القناة مكملة لقناة معدل الفائدة حيث أن هذه الأخيرة هي التي تحدد تكلفة الموارد التي تحصل عليها البنوك بالقرب من الأسواق النقدية أو بالقرب من الأسواق المالية ، فكلما ارتفعت تكلفة الموارد بالنسبة للبنوك كلما قل ميلها للإقراض واقتضت بمعدلات فائدة مرتفعة وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض .

للسياسة النقدية إذن تأثير على شروط الاقتراض وعلى حجم القروض الممنوحة في الاقتصاد ونلاحظ أن لقناة القروض البنكية (الائتمان) تأثيرا اكبر داخل منطقة اليورو مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية إذ تمثل

القروض البنكية في منطقة اليورو 75 % من التمويل الاقتصادي بينما لا تمثل سوى 10 % في الولايات المتحدة الأمريكية .

تتوقف قناة الائتمان عن العمل بشكل طبيعي لما يتوقف النظام البنكي عن العمل بشكل طبيعي ولما يكون هناك تباطؤ أو توقف في تدفق القروض نحو الاقتصاد ويحدث ذلك في الحالات التالية :

- لما تسجل البنوك خسائر تخفض من قاعدة رأس مالها ومن مقدرتها على الإقراض .

- لما تندهور الأوضاع الاقتصادية بشكل كبير ما يجعل عملية الإقراض أكثر مخاطرة ويزيد من تردد المقرضين .

- لما تزداد حالة عدم اليقين الاقتصادي التي تؤدي إلى ارتفاع منح المخاطر وتزيد من تكلفة موارد البنوك .

- لما يتوقف سوق مابين البنوك الذي يعتبر مصدر تمويل البنوك التجارية عن العمل بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعاملة .

المطلب الثالث: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية .

نظرا لان السياسة النقدية غير التقليدية يتم اللجوء إليها عند حدوث ظروف اقتصادية غير اعتيادية أي خلال الأزمات ، كما تقوم باستخدام أدوات و وسائل غير مستعملة في الاحوال العادية للاقتصاد ، لهذا يجب توفر مجموعة من الشروط لتنفيذها حتى تكون فعالة ، وهذه الشروط تتمثل في¹:

- لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك و الاضطراب التي يعاني منها السوق التي تسعى لأنقاضه ، ولا بد من تفصيل التدابير المتخذة من اجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق ، كما أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية وخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة اعتمادا على كمية الخلل في النظام المالي .

¹ .Jear Claude Trichet, **unconventional monatory policy measure، principle-conditions-raison d'etre**, international journal of central banking, january 2013, pp 237-238.

- لا بد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية للبنوك التجارية لمعالجة قضاياها خاصة المتعلقة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط لان البنوك تعد الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل وهذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات .

- ويقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على إحداث تغيير في البيئة النقدية و المالية للاقتصاد العالمي ، فمن حقها ان تكون مدافعة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل الدولي وتعديل الخلل في التوازن النقدي والمالي العالمي والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف .

- وفي حالة أوروبا لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي فضلا عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال مراقبة السياسات الاقتصادية الخاصة بالموازنة التي تنتهجها ها ته الدول كل على حدى .

المطلب الرابع : أهداف السياسات النقدية غير التقليدية.

للسياسة النقدية غير التقليدية مجموعة من الأهداف تعمل من خلالها على التأثير في الأوضاع المالية والاقتصادية وهذه الأهداف ممثلة فيما يلي¹ :

1- الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:

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 هذه الأموال مباشرة ، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لان الطلب على النقد غير مستقر في المدى القصير أما في الفترات الاستثنائية فان عدم الاستقرار على المدى القصير لا يشكل عائق طالما البنك المركزي مستعد لضخ أموال بكميات غير محدودة غير انه في بعض الأحيان يمكن لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق و هذا إذا كان الطلب على النقود غير محدود في حد ذاته .

ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة لأنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي سينفق هذه الأموال من خلال عجز ميزانيته .

¹ صاري علي ، السياسة النقدية غير التقليدية الادوات و الاهداف، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013، ص 72.

2- التأثير على منحى نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين:

يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسب الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جدا وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة من الزمن كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلا مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم والبطالة .

3 - إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جذريا على المخاطرة :

يمكن للبنك المركزي أن يحل محل البنوك في السوق لتمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التوسيع في خطوة أولى في مجموع القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها ويشترى السندات مباشرة التي تمثل قروض للاقتصاد في خطوة ثانية.

ويمكن لهذه العمليات من إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات ومن توفير تمويل للاقتصاد بشكل مباشر ويتعين على البنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة و التي لا تندرج ضمن مهامه العادية .

ويرى البعض في هذه التدابير استمرار للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى فبمجرد أن يصبح غير ممكن تخفيض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية فوسعت موازاناتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات و العائدات و بالتالي تحفيز الطلب الكلي وهي إجراءات غير معتادة تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

نتناول في هذا المبحث أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وهذه الأدوات ممثلة في التيسير الكمي والتيسير الائتماني بالإضافة إلى التوجيه المسبق وأسعار الفائدة الصفرية .

المطلب الأول: التيسير الكمي.

مع فشل السياسة النقدية التقليدية ظهرت مصطلحات جديدة من بينا التيسير الكمي والذي سوف نقوم بتقديمه وتحليله من خلال التعريف به .

أولاً: تعريف التيسير الكمي

يعد التيسير الكمي أهم أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ، حيث يمكن للبنوك المركزية أن تستعمله في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمات المالية الكبرى ، و ينبع الطابع غير التقليدي لهذه الأداة في أن لجوء البنك المركزي لاستعمالها يكون فقط حينما تصبح الأدوات التقليدية للسياسة النقدية غير فعالة .

كما يعرف أيضا التسهيل الكمي بأنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة ، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد ، ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدية المعتادة بميله أكثر لشراء أو بيع للأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند القيمة المستهدفة (معدلات فائدة صفرية)¹.

كما يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية عن طريق إصدار فائض من النقود ، وتم استخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي و العشرين عندما تم استخدام التسهيل الكمي من طرف اليابان ، كما تم استخدامه للتخفيف من الأزمة المالية 2008 من قبل الولايات المتحدة الأمريكية ، اليابان والمملكة المتحدة .

¹ محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص 157.

فوفق سياسة التسهيل الكمي فان النقود الجديدة يمكن توزيعها بين السكان وهي تستخدم أساسا لشراء الأصول من المؤسسات المالية ، و الفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق إلى القطاعات الأخرى من الاقتصاد بهدف زيادة تشجيع الطلب و الاستثمار، وعليه فان التيسير الكمي يعمل بطريقتين على قيمة العملة الأولى انه يشجع المضاربين على تخفيض قيمة العملة ، والثانية هي أن وجود مبلغ أكبر من المال في التداول يخفض أسعار الفائدة .

وعليه فان التيسير الكمي هو عملية خلق النقود من فراغ ، حيث يقوم الاحتياطي الفيدرالي مثلا بزيادة القاعدة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية واستخدامها لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية التي يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان ، وهو ما سيؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة ويعتمد ذلك على قيمة المعروض النقدي .

يتم استعمال أداة التيسير الكمي لما يكون معدل الفائدة قصير الأجل قريب من الصفر ولما تكون حالة الانكماش طويلة ، والهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة ، و يقوم ميكانيزم التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي حيث يقتني هذا الأخير أصول مختلفة ، قد تشمل أصول قليلة المخاطر كسندات الخزينة أو أصول أخرى أكثر خطرا كديون الوكالات والسندات المدعومة بأصول مثل سندات الرهن العقاري .

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 تتحصل عليها البنوك في مقابل كمية من الأوراق المالية .

كما يعرف على انه قيام البنك المركزي بتخفيف القيود على الكميات المصدرة من النقود من خلال طباعته كميات جديدة منها ، ثم استخدامها في شراء أوراق مالية مثل السندات الحكومية لتضاف المحفظة الأصول التي تمتلكها، 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 جانب الأصول والخصوم في الميزانية قد ارتفع بقيمة الأوراق المالية التي قامت هذه البنوك بشراؤها ويزيد بالتالي حجم ميزانيتها، ولذلك يطلق على التيسير الكمي تسمية " سياسات زيادة حجم ميزانية البنك المركزي " .

ثانيا : طريقة عمل التيسير الكمي

وطريقة عمل التيسير الكمي تكون وفق ما يلي :

* كمرحلة أولى عند حدوث ركود اقتصادي ، تصاب الأسواق بنقص حاد في السيولة نتيجة لاستمرار الخسائر وتحبس السيولة داخل الجهاز المصرفي فتتوقف عملية التمويل بكافة أشكالها لان البنوك ليس بإمكانها استعادة أموالها مرة أخرى في حالة استمرار الركود ، وبالتالي تبحث البنوك عن ملاذات آمنة وعن أدوات اقل خطورة وهو ما توفره السندات الحكومية ، وعندما تستشعر البنوك المركزية خطورة تداعيات انحباس السيولة عن القطاعات الاقتصادية فتعمل على تخفيض أسعار الفائدة نحو الصفر ليسهل الحصول على السيولة بتكلفة إقراض بسيطة ، وتكاد تكون معدومة في ظل أسعار فوائد صفرية وبالتالي تستطيع البنوك التجارية الحصول على أموال رخيصة .

* وتبدأ المرحلة الثانية من مراحل التيسير الكمي بامتصاص الأصول المسمومة من القطاع المصرفي وذلك بشراء الأوراق المالية المدعومة بر هون عقارية، والخطوة الأخيرة من عمل التيسير الكمي هو قيام البنك المركزي او بنك الاحتياط بشراء سندات حكومية¹.

والجدير بالذكر أن البنوك المركزية تقوم بعرض شراء سندات حكومية بمليارات الدولارات من المؤسسات المالية بصورة منتظمة ، ويمكن للبنوك المشاركة أن تباع هذه السندات وفي المقابل تجد حساباتها في البنك المركزي مقيدة مع النقد ، هذه المؤسسات المالية تستطيع أن تستخدم النقود الإضافية لتنفقها على شراء السلع والخدمات أو الأصول الأخرى ، وعليه لابد أن تزداد أسعار الأصول أيضا وهذا ما يجعل الناس يشعرون بالثراء .

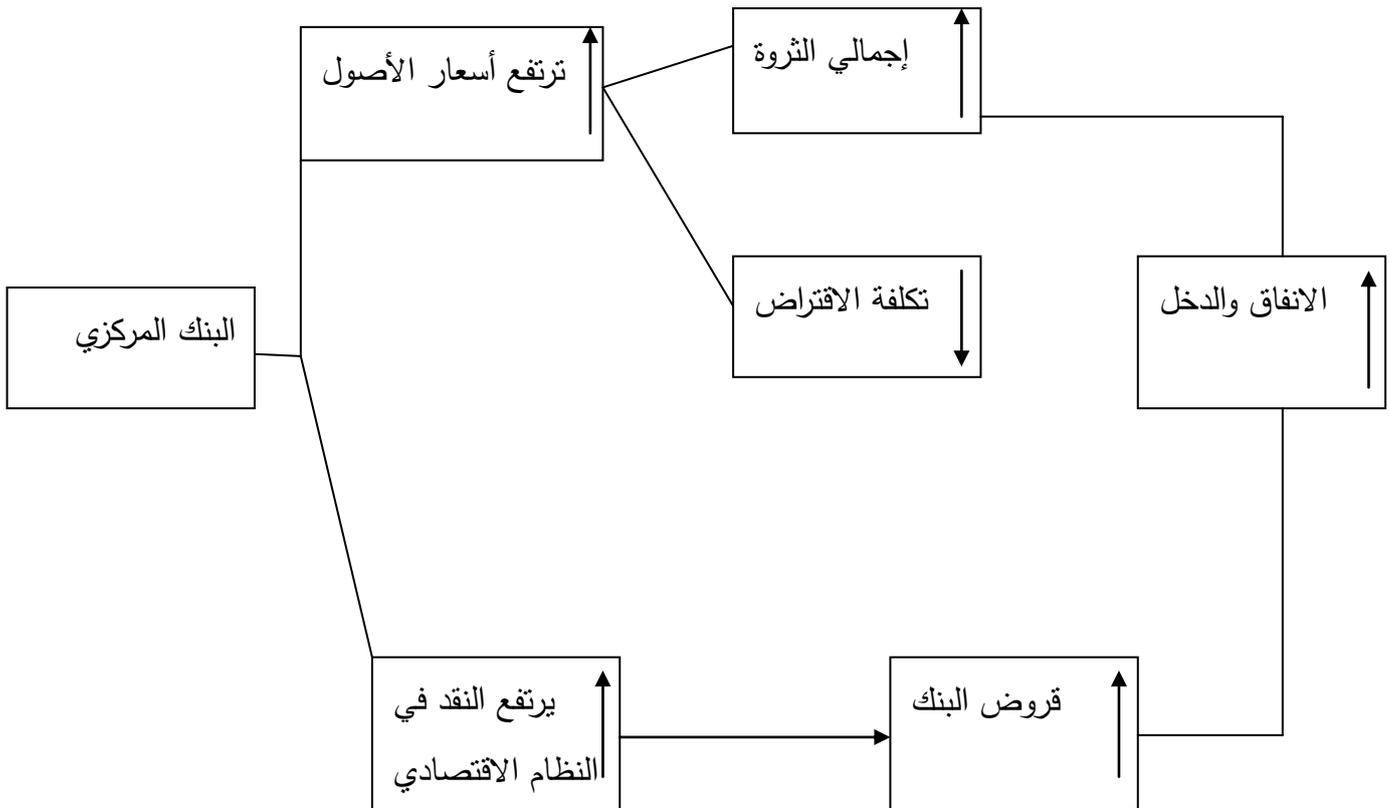
ولكن في نفس الوقت لابد أن يكون لدى البنوك الاستعداد لعرض المزيد من القروض بما ان حصيلتها من الأموال قد ازدادت ، وهذا التحسن الذي يطرأ على عمليات الائتمان بالإضافة إلى زيادة الثروات لابد أن يعمل على تشجيع العملاء والمؤسسات التجارية على زيادة الإنفاق ما يؤدي إلى انتعاش النظام الاقتصادي.

¹ عبد العظيم عثمان الاموي، التسهيل الكمي أو الخيار النووي، مقال متوفر على الرابط:

[www.forums.borsat.net/threads/587.Consulter le 21/04/2015.](http://www.forums.borsat.net/threads/587.Consulter%20le%2021/04/2015)

ويهدف التيسير الكمي إلى إنعاش عروض المال من أجل زيادة عملية الإنفاق إلا أن البنوك المركزية يمكنها أن تحدد الأوراق المالية التي يمكن شراؤها بتلك الأموال والتي تكونت لديها والشكل الموالي يوضح طريقة عمل التيسير الكمي :

الشكل رقم (4): طريقة عمل التيسير الكمي.



المصدر: جورج باكلي، سوميث ديساوي، ترجمة أحمد المغربي، علم الاقتصاد، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2013، ص185.

ثالثاً: تقييم سياسة التيسير الكمي

وفيما يلي أبرز إيجابيات وسلبيات تطبيق سياسة التيسير الكمي¹ :

1- إيجابيات التيسير الكمي :

تتمثل إيجابيات التيسير الكمي في العناصر التالية :

- ساعدت عمليات التيسير الكمي بشكل قوي مباشر على إبقاء أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة .
- تمكنت الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي من تفادي الدخول في فترة طويلة من انكماش الأسعار انخفاض معدل البطالة .
- رفع الملاءة المالية ويتمثل أهمها في رفع مستويات الثقة عند السكان ومنهم المستثمرون حيث يشعرون ان الحكومة قد تدخلت لحماية البلد اقتصاديا
- إن هدف الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي هو تحسين مستوى النمو الاقتصادي وذلك عن طريق الزيادة في عرض النقود والتي تؤدي إلى رفع السيولة لدى البنوك بنسبة كبيرة

2 - سلبيات التيسير الكمي:

- على الرغم من الجوانب الايجابية للتيسير الكمي إلا انه لا يخلو من مجموعة من العيوب التي يمكن أن تثبت عدم فعاليته وتتمثل هذه السلبيات فيما يلي :
- رغم خزائن البنوك المملوءة بالسيولة ولكن حتى الآن لم يتم تحويل هذه السيولة لا بشكل كبير ولا صحيح والتخوف القادم في الأسواق المالية لم يصب في احتمالية ارتفاع أسعار الفائدة عندما يتوقف التيسير الكمي .
- أن إيقاف التيسير الكمي سوف يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة مما يؤثر سلباً في قدرة الشركات على الاقتراض في المستقبل ويرفع من تكاليفها وبالتالي تتخفف أرباحها وكذلك أسهمها .

¹ محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية؟، متوفر على الرابط:

<http://www.alqabas.com.kw/aticleID=08012009>، consulté le 03/05/2015.

- يؤدي الاستمرار في التيسير الكمي إلى فقاعات الأصول ، وقد تحدث هذه الفقاعات في الأسهم والعقارات والسلع و السندات والائتمان .
- يؤدي التيسير الكمي إلى توجيه التدفقات المفرطة في رأس المال إلى الدول الناشئة و التي تواجه تحديات سياسية عصبية نتيجة لتقليص أسعار الفائدة .
- من الممكن أن يخلق التيسير الكمي مشاكل أخلاقية خطيرة من خلال إضعاف الحافز لدى الحكومة للاستمرار في الإصلاحات الاقتصادية اللازمة، كما أنه قد يؤدي إلى تأجيل النقشف المالي المطلوب اذا تم تخويل عجز التضخم إلى أوراق مالية والحفاظ على أسعار فائدة منخفضة للغاية يحول السوق دون فرض الانضباط.
- يعد الخروج من التيسير الكمي عملية معقدة ، فإذا حدث خروج ببطء شديد وفي وقت متأخر قد ينتج عن ذلك تضخم و فقاعات الائتمان والأصول ، وإذا تم الخروج عن طريق بيع الأصول الطويلة الأجل التي تم شراؤها أثناء التيسير الكمي ، فقد تؤدي إلى الزيادة الحادة في أسعار الفائدة إلى خلق التعافي ، ما يتكبد حامل السندات الطويلة الأجل خسائر مالية كبيرة ، وإذا كان الخروج عن طريق رفع أسعار الفائدة على الاحتياطات الفائضة ، فان خسائر الميزانية العمومية للبنك المركزي ستكون كبيرة في البداية .
- قد يصبح تكرار التيسير الكمي غير فعال بمرور الوقت نظرا لانسداد قنوات الانتقال الى النشاط الاقتصادي الحقيقي ،حيث أن قناة السندات لا تعمل عندما تكون عائدات السندات منخفضة بالفعل وقناة الائتمان لا تعمل عندما تكون السيولة وتنهار سريعا.
- إن لجوء الاحتياطي الفيدرالي إلى التوسع في الميزانية يمكن أن يقلل من ثقة الجمهور في قدراته على رسم وتنفيذ خطة للخروج من السياسات التي نتبعا في الوقت الحالي .
- عند شراء سندات بكميات غير مدروس تأثيرها في العملة ، قد يدفع بالأسعار إلى الارتفاع وتفقد العملة قيمتها الحقيقية بسبب زيادة المعروض النقدي وإحداث التضخم و بالتالي يجعل الدولار الأمريكي اقل قدرة على المنافسة مقابل العملات الأجنبية.

رابعاً: استخدام بعض البنوك المركزية لأداة التيسير الكمي

شكلت الإجراءات غير التقليدية التي اتخذها بنك اليابان بين عام 2001 و 2006 أول حالة تستعمل فيها أداة التيسير الكمي ، وتعتبر هذه الأخيرة أداة مشابهة لأداة إصدار النقود إلا أنها أكثر تطوراً منها في إجراءات تنفيذها إذ تركز على عاملين أساسيين ، وهما توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد بالإضافة إلى زيادة احتياطات القطاع البنكي ، ويعتبر العامل الأول عاملاً جوهرياً في حالة أزمات حيث تستطيع البنوك بتحقيقه تجنب الكساد في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الإقراض مجدداً .

وقد تم استخدام أداة التسهيل الكمي من قبل العديد من البنوك المركزية على غرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي كما سنرى لاحقاً ضمن الفصل الثالث ، و من طرف بنك إنجلترا المركزي الذي لا يزال يستخدمه حتى الآن ، وقد شكل برنامج شراء الأصول Asset purchase facility الذي دخل حيز التنفيذ منذ مارس 2009 وبلغت قيمته حتى نوفمبر 2012 ما مقداره 375 مليار جنيه استرليني ، وهو أكبر إجراء غير تقليدي يتبناه بنك إنجلترا .

ولقد خصت عمليات شراء الأصول بدرجة أولى سندات الخزينة البريطانية GITS المتوسطة والطويلة الأجل ، وتهدف هذه العملية إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل بغرض تحسين شروط الإقراض داخل السوق المالية ، وإلى تعويض الأصول العمومية المشتراة من مؤسسات التأمين وصناديق التقاعد بأصول خاصة يفترض أن يرتفع سعرها في المستقبل .

وبينت إحدى نشرات بنك إنجلترا بأن برنامج شراء الأصول قد حقق نتائج جد مقبولة حيث سجل PIB الحقيقي ارتفاعاً ما بين 1.5% و 2%، في حين سجل معدل التضخم ارتفاعاً تراوح بين 0.75% و 1% خلال تلك الفترة¹ .

¹ محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص 160.

المطلب الثاني: أسعار الفائدة الصفرية.

ما إن بدأت بوادر الأزمة المالية وبدأت معها مؤشرات الأسواق المالية بالانخفاض المستمر ، حتى تدخلت البنوك المركزية على مستوى العالم وعلى رأسها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض معدلات الفائدة .

أولاً: مفهوم سياسة معدل الفائدة الصفري

انخفاض معدلات الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر أصبح اليوم ظاهرة عالمية ، 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 المستثمرين 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 في ظل أسعار الفائدة الصفرية سوف يقاوم المستثمرون الرغبة في شراء السندات الحكومية أو إيداع أموالهم في البنوك ، وهو ما يؤدي إلى ازدياد تفضيل السيولة لدى الجمهور ومن تم تنشأ في الاقتصاد ما يسمى بمصيدة السيولة وتعد هذه الأخيرة نادرة الحدوث من الناحية العملية .

كان "KEYNES" عالم الاقتصاد قد ادخل فكرة مصيدة السيولة خلال الكساد العالمي الكبير من القرن الماضي وهي الحالة التي يصل فيها معدلات الفائدة إلى الصفر أو يقترب من الصفر ، على سبيل المثال في بداية عام 1933 بلغ معدل الفائدة على اذونات الخزنة الأمريكية لمدة ثلاث أشهر ما يساوي 0,05% وقد عادت مصيدة السيولة إلى السطح مرة أخرى في نهاية التسعينات في اليابان حيث انخفض معدل الفائدة تماماً إلى الصفر في النصف الثاني من التسعينات من القرن الماضي¹.

استخدمت معظم دول العالم سياسة معدلات الفائدة ، حيث تشجع معدلات الفائدة الصفرية المستهلكين على الشراء وتساعد على انتعاش أسواق الأسهم بشكل كبير وكذلك تعمل على تخفيض قيمة العملات ما يقلل من آثار العجز الداخلي لميزان المدفوعات .

كما أن سعر الفائدة الصفرية تستخدم في حالة الأزمات وذلك من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان و الكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية ، كما أن أسعار الفائدة الصفرية تساهم في التأثير على

1 محمد إبراهيم السقا، مرجع سابق.

أسعار صرف العملة في الأسواق الدولية للعملات من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى.

كما أن البنوك المركزية تقوم بتثبيت أسعار الفائدة عند المستوى الصفري ليكون منسجما مع السياسة الاقتصادية العامة الهادفة إلى تحفيز الاقتصاد على النمو من خلال سياسات التحفيز المالي ، بالإضافة إلى هذا تقوم البنوك المركزية باستهداف التضخم من خلال ضبط وتعديل أسعار الفائدة عند المستوى الصفري وذلك من أجل تحقيق مستوى الأسعار المستهدف ، كما أن وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة لرؤوس الأموال الساخنة « hot Money » ، والذي ينتج عنه مشاكل مالية و أزمات سيولة في معظم الأحيان بالأخص عند خروجها إي عندما تعكس تدفقات هاته النقود اتجاهها و تتوجه نحو الخارج.

وتشير التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية والإقليمية خلال الربع الثاني من عام 2014 إلى حدوث بعض التغيرات على أسعار الفائدة لدى بعض المصارف وثباتها دون تغيير لدى مصارف أخرى ، فقد أبقى الاحتياطي الفيدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25 % دون تغيير للعام الخامس على التوالي .

ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض (الصفري) منسجما مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية الهادفة إلى تحفيز الاقتصاد على النمو من خلال سياسات مالية ونقدية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي .

وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة خلال الربع الثاني لسنة 2013 بواقع ربع نقطة أساس ليصبح 0.5% مقارنة مع 0.75 % في الربع الأول من نفس السنة ، و في المقابل أبقّت المصارف في المركزية في كل من اليابان و المملكة المتحدة أسعار الفائدة كما هي دون أي تغييرات علما بان تلك الأسعار المتدنية وقريبة من الصفر.

ومن المعروف أن بعض المصارف المركزية في دول هذه المجموعة تقوم بإتباع سياسة استهداف التضخم حيث تم ضبط وتعديل أسعار الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف ، ويضاف إلى ذلك أن وجود

هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة وهو ما يعرف الذي ينتج عنه مشاكل مالية كثيرة في معظم الأحيان¹.

ثانيا: آلية عمل البنوك في ظل سياسة معدلات الفائدة الصفرية.

عندما تحتاج البنوك في بعض الأحيان إلى سيولة وعلى وجه السرعة، فإنها تقتض مبالغ من البنك المركزي أو من بنك تجاري آخر من خلال معدل فائدة يعرف مستقبلا ، وبما أن البنوك تبحث عن تحقيق أرباح فإنها تحمل تكلفة الإقراض على الفاعلين الاقتصاديين الذين يقتضون منها.

ومن هنا يتضح أن البنوك كوسيط مالي تحدد في كل الحالات معدل فائدة أعلى من معدل الفائدة الذي تدفعه للبنك المركزي فادا رفع البنك المركزي معدله ترفع البنوك التجارية بدورها معدلها بمستوى يحقق لها الأرباح المنشودة وإذا غير البنك المركزي معدله فانه 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 .

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 ليتوفر مثلا للأول احتياط كافي للاقتراض * من البنك المركزي ومن البنك التجاري إلى الفاعلين الاقتصاديين².

والجدول الموالي يلخص هذه الحالات :

¹ صاري علي، مرجع سابق، ص 66.

² أحمد بلغواغي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسية معدل الفائدة الصفري، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، يومي 5-6 ماي 2009، الجزائر، ص ص 16-17.

الجدول رقم (1) : الحالات الافتراضية 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 اكبر من السابقة وتختلف باختلاف العملة والمدة
البنك التجاري	الفاعلين الاقتصاديين	نسبة اكبر وبدرجات متفاوتة يحدها بناء على عوامل منها المدة، الحجم، حالة العون الاقتصادي

المصدر :أحمد بلواغي ، عبد الرزاق بلعباس :حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري ، ورقة علمية مقدمة للملتقى الدولي الثانية حول الازمة المالية الراهنة و البدائل المالية والمعرفية يومي 5-6 ماي 2009 ، الجزائر ، ص17.

وفي الأخير نقدم أمثلة عن بعض البنوك التي قامت بتطبيق سياسة سعر الفائدة الصفري ، منها البنك الفيدرالي الأمريكي حيث قام بتخفيض أسعار الفائدة بشكل سريع و متكرر منذ سبتمبر 2007 ، إذ كان سعر الفائدة آنذاك 5.25 % حيث وصل في اكتوبر 2008 إلى 1 % وبعدها انخفضت في ديسمبر 2008 إلى 0.25 %، كما طبقها أيضا البنك المركزي البريطاني حيث قام بتخفيضات متعددة لأسعار الفائدة حيث خفض سعر الفائدة من 5 % ليستقر عند 0.5 % وذلك في آخر تخفيض له ، ونفس الشيء قام به البنك المركزي الأوروبي بدوره بعدد من التخفيضات في أسعار الفائدة فمن 4.25 % في سبتمبر 2008 انخفض إلى 3.75 % في نوفمبر 2008 والى 2 % في جانفي 2009 ، ثم إلى 1.5 % في مارس 2009 وبالتالي تم تخفيض سعر الفائدة خمس مرات .

المطلب الثالث: التيسير الائتماني.

من التدابير غير التقليدية نجد أيضا تدابير التيسير الائتماني، وتميل هذه إلى التحايل على انسداد قناة الائتمان الناتجة عن ظاهرة مصيدة السيولة أو التوترات على قطاعات رئيسية معينة من الأسواق المالية ثم يعمل البنك المركزي "كوسيط الملاذ الأخير" من خلال التمويل المباشر للاقتصاد.

إن الفكرة الأساسية هي عمليات لتغيير أسهم أنواع مختلفة من الأصول التي يملكها القطاع الخاص سوف تؤدي إلى تغييرات في أسعارها النسبية و بالتالي يكون لها آثار على نشاط الاقتصاد الحقيقي على سبيل المثال إذا قام البنك المركزي بزيادة مشترياته (الدائمة) من السندات الحكومية طويلة الأجل وتحفيز الاقتصاد ويشمل التيسير الائتماني الإقراض المباشر للمشاركين في السوق في الحالات التي تتعطل فيها آلية النقل العادي في هذه الحالة ركزت هذه السياسة على خفض فروق سوق الائتمان وتحسين أداء الائتمان الخاص للأسواق بشكل عام، مثل التيسير الكمي¹.

ينطوي التيسير الائتماني عموما على زيادة حجم ميزانية البنك المركزي لكن التركيز ينصب على مزيج الأصول (تهدف إلى تغيير مزيج الأصول) وليس مستوى احتياطات البنوك (الخصوم).

وتتميز ثلاث أنواع من نشاط التيسير الائتماني:

- 1 - الدور التقليدي للبنك المركزي في توفير السيولة قصيرة الأجل
- 2- توفير السيولة مباشرة للمقترضين و المستثمرين
- 3- شراء الأوراق المالية طويلة الأجل لمحظة الاحتياطي الفيدرالي.

¹ .Clerc, Laurent, **les mesures non conventionnelles de politique monétaire**, banque de France, focus,

المطلب الرابع: سياسة التوجيه إلى الأمام.

أن استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية يتطلب المزيد من الكشف عن نوايا البنوك المركزية، وتسعى هذه الأخيرة إلى تقديم معلومات على المسار المستقبلي الأكثر احتمالا لأسعار الفائدة قصيرة الأجل من أجل تثبيت التوقعات لمنع تقلبات أسعار الفائدة طويلة الأجل، سياسة التوجيه إلى الأمام هي جزء من هذا المنطق لأنها تهتم بالاتصال المتعلق بالتطور المستقبلي لأسعار الفائدة الرئيسية، حيث تهدف البنوك المركزية ممارسة تأثير دائم على توقعات تطورات الأسعار على المدى المتوسط و الطويل.

ويشكل أكثر تحديدا تعتمد سياسة التوجه نحو الأمام على الالتزام الصريح بمستوى أقصى لسعر الفائدة بغض النظر عن هامش الخطأ المتوقع في التوقعات الاقتصادية، أي أن الإعلان عن المسار والالتزام به (الالتزام بإدارة أسعار الفائدة) ويجب تعديل مستوى الأسعار في أي وقت في حالة حدوث صدمة اقتصادية، وتشرح هذه السياسة إستراتيجية البنك المركزي لكنها قبل كل شيء تقوي مصداقيتها وبالتالي فعالية نقل السياسة النقدية.

فمن خلال هذا الوسيط تريد البنوك المركزية زيادة شفافية أعمالها وترسيخ التوقعات، من المهم الإشارة إلى أن التوجيهات الأمامية لها روابط قوية بسياسة البنك المركزي الخاصة بالمشتريات الضخمة للأوراق المالية كما نميز ثلاثة أشكال رئيسية للتوجيه الأمامي: أولا يشير التوجيه إلى الأمام "النوعي" إلى الوضعية حينما يعطي البنك المركزي مؤشرا دقيقا عن شروط وتوقيت العملية بحيث يمكن أن يؤدي ذلك إلى تغيير أسعار الفائدة الرئيسية، اعتمد هذا النوع من التوجيه إلى الأمام من قبل البنك المركزي الأوروبي عام 2013.

والنوع الثاني هو التوجيه إلى الأمام "على أساس التقويم" حيث أن البنك المركزي يحدد المسار المستقبلي المحتمل لأسعار الفائدة من حيث التوقع، وقد اعتمد بنك كندا هذا النهج في عام 2009 مشيرا إلى انه نظرا لتوقعات التضخم فانه ترك دون تغيير أسعار الفائدة حتى الربع الأول من عام 2010.

و أخيرا يمكننا أن نميز التوجيه إلى الأمام "على أساس البيانات" التي تعتمد فيها التغييرات المستقبلية في أسعار الفائدة على تطور متغيرات اقتصادية كلية محددة وقد تبنى الاحتياطي الفيدرالي مثل هذه الإستراتيجية، وان فعالية التوجيه الأمامي تعود إلى التجربة اليابانية في التسعينات حيث يعتبر krugman انه عندما يصل سعر الفائدة إلى عتبة 0% بالقيمة الاسمية، حيث يجب على البنك المركزي أن ينخرط في "مبدأ

اللامسؤولية " وفقا لهذا المبدأ يجب على البنك المركزي ان يسمح لمعدل الفائدة بالارتفاع من اجل زيادة توقعات التضخم لدى الوكلاء الخاصين .

أوصى كل من woodford and Eggertsson بان يقوم البنك المركزي بالالتزام بشكل صريح بالحفاظ على معدلات السياسة المنخفضة أو الصفرية لفترة زمنية كافية لضمان الحفاظ على بعض الشروط المحددة مسبقا للنمو ، ثم استيفاء التضخم إذا كان الالتزام يعتبر ذو مصداقية يتوقع الوكلاء الخاصون ارتفاع معدل التضخم في المستقبل ، ثم يتم تشجيعهم على زيادة إنفاقهم اليومي مما سيؤدي إلى زيادة فورية في الأسعار ، والنقطة المهمة هي أن هذا التأثير يتضخم إذا اعتبر الوكلاء أن البنك المركزي سيتترك سعر الفائدة دون تغيير إذا زاد التضخم .

يؤكد " Woodford(2013) " على انه كلما طالت مدة التزام البنك بالحفاظ على معدل سياسته ثابت لفترة طويلة كلما زاد تأثير التضخم ، وتشير المناقشة النظرية إلى أن سياسة التوجيه المسبق يمكن أن تكون فعالة في زيادة النشاط الاقتصادي إذا اعتبرت هذه السياسة ذات مصداقية من قبل الوكلاء وإذا كان البنك المركزي يحمل معلومات أكثر دقة من الوكلاء الخاصين .

كما أشار " Clarida(2012) " إلى انه في حالة خلط الوكلاء الخاصين لالتزام السلطات بسياسة تقديرية فان التوجيهات المستقبلية لن يكون لها أي تأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل في هذه الحالة يتوقع وكلاء القطاع الخاص أن تكون المعدلات القصيرة منخفضة لان النشاط الاقتصادي منخفض (مرتفع)

"Blineder Et AL (2016)" و "Zabay et bouryo (2016) " يعتبران سياسة التوجيه الى الامام تقدم عددا من المخاطر ، أولا منذ أن أصبحت إعلانات البنوك المركزية مهمة للغاية بالنسبة للأسواق المالية فان تغيرات الأسعار ستعكس ردة فعل الأسواق المالية ، على بيانات البنوك المركزية أكثر مما تعكس الحقائق المالية و الاقتصادية و النتيجة هي أن مصادر المعلومات الخاصة مخيفة مما يحرم السلطة النقدية من المعلومات غير المتحيزة من الجهات الفاعلة في السوق وهو أمر مفيد في تنفيذ سياستها لاستخدام القياس « SAMUELSON 1994 » قد لا تلتزم السلطات النقدية بتوقعات العملاء الخاصين في الأسواق بشكل مفرط في اتجاه معين ، فإنها تخاطر بفقدان المصداقية وقد تجد السلطة النقدية نفسها في مصاعب إذا تغيرت الظروف الاقتصادية بشكل غير متوقع وفي هذه الحالة يمكن للبنك المركزي إن يحافظ على توجيهه المستقبلي وهو إستراتيجية قد تكون غير مناسبة أو قد يغيرها مما يشكك في مصداقية نهجه.

وأخيرا تواجه التوجيهات الأمامية الموجهة نحو بيانات مفاضلة دقيقة بين البساطة والتعقيد فمن ناحية يمكن للبنك المركزي أن يختار نهجا مبنيا على البساطة من خلال الأخذ بعين الاعتبار عددا صغيرا من يمكن فهمه بسهولة من قبل الوكلاء الخاصين ، ثم يخاطر بضرورة إنكار نفسه إذا تغيرت الظروف أو أصبحت الإشارة الاقتصادية معقدة .

كما يمكن للبنك المركزي أن يختار النهج الذي يأخذ في الاعتبار مجموعة واسعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي ، من أجل إعطاء نفسه مجالا أكبر من حيث تفسير الإشارات المتلقاة ومع ذلك فإن هذه الإستراتيجية قد يصعب فهمها من قبل الوكلاء الخاصين مما سيؤدي إلى تفويض مصداقيتها .

المبحث الثالث : فعالية السياسة النقدية غير التقليدية وإستراتيجية الخروج منها

نتناول في هذا المبحث مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية وأثرها على الدول النامية والمتقدمة بالإضافة إلى كيفية الخروج منها.

المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية غير التقليدية.

بعدما أثبتت السياسات النقدية التقليدية محدوديتها في مواجهة الأزمات و المشاكل المالية اتجهت البنوك المركزية إلى استخدام أدوات مستحدثة أطلق عليها اسم السياسة النقدية غير التقليدية وذلك من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار وتيسير التعافي الاقتصادي ، واستخدمت البنوك المركزية عدد كبير من السياسات والممارسات غير التقليدية فوسعت موازناتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي، إذ استخدمت البنوك المركزية السياسات النقدية غير التقليدية للتأثير في النشاط الاقتصادي و ذلك لتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية مضبوطة وأثبتت السياسات النقدية غير تقليدية فعاليتها في الظروف الاستثنائية¹.

وقد قامت البنوك المركزية بعدة إجراءات للحد من تداعيات الأزمة المالية و الاقتصادية وتبنت سياسة التيسير الكمي أثبتت فعاليتها في معالجة أعراض الأزمة حيث أثبتت أحداث الأزمة المالية 2008 فإن إتباع

¹ صاري علي، مرجع سابق، ص 5.

سياسة التيسير الكمي منذ بداية الأزمة كان ضروريا للحد من تداعياتها إذا كان بالإمكان أن تكون الأمور أكثر سوءا¹.

وصرحت "كريستين لاغارد" مديرة صندوق النقد الدولي فيما يخص السياسات غير التقليدية المطبقة من قبل البنوك المركزية قائلة: "أجد أن البنوك المركزية كانت بمثابة البطل في الأزمة المالية العالمية وبالمقارنة مع السياسات النقدية التقليدية كانت السياسات الغير التي شاهدناها في السنوات الماضية اشد طموحا و أوسع نطاقا وقد ساهمت هذه الإجراءات الاستثنائية في انقاذ العالم من السقوط في الهاوية الكساد الكبير مرة أخرى"².

كما أضافت في تعبيرها عن مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية حيث وصفت ها بالشمعة التي تضيء الغرفة المظلمة كما أشارت إلى أن السياسة غير التقليدية قد ساهمت في منع انهيار النظام المالي وكذا انهيار النشاط الاقتصادي وتجسد ذلك في سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية او عمليات شراء الأصول واسعة النطاق في المملكة المتحدة ، وفي مرحلة لاحقة أدت عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل و المعاملات النقدية المباشرة التي قام بها البنك المركزي الأوروبي إلى الحد بصورة ملحوظة من المخاطر بعيدة الاحتمال لتفكك منطقة اليورو الاضطرابات المالية ساهمت السياسات غير التقليدية في دعم النشاط الاقتصادي و الاستقرار المالي على المستوى العالمي واعتبرت "كريستين لاغارد" أيضا أن السياسات النقدية غير التقليدية ظلت تحرز النجاح وان كل البلدان استفادت من هذه السياسات بدءا من القضاء على اشد مخاطر الاضطرابات المالية ثم إعطاء دفعة للنم رغم فعالية هذه السياسة النقدية إلا انه ينبغي استكمالها بمجموعة من السياسات التي أن تدفع بالاقتصاد العالمي إلى الأمام .

¹ محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص 170.

1 كريستين لاغارد، الحساب العالمي للسياسات النقدية غير التقليدية ، كلمة ألقتها السيدة كريستين لاغارد مديرة صندوق النقد الدولي ، مدينة جاكسون هول ، 23 أوت 2013.

المطلب الثاني : تأثيرات السياسة النقدية غير التقليدية على الدول .

لقد ساهمت السياسة النقدية غير التقليدية في انقاد الدول المتقدمة خاصة التي عصفت بها الأزمة من كساد كبير محتمل لولا لجوءها إلى تبني أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي خففت من العواقب الناجمة عن الانهيار وتعد أداة التيسير الكمي هي الأداة الأكثر استعمالاً من طرف البنوك المركزية وهذه الأداة تعتمد على ضخ الأموال في السوق في شكل أصول مالية و هذا له آثار جانبية على اقتصاد الدول.

وتتمثل هذه الآثار تتمثل خفض قيمة العملة والتي تؤدي إلى زيادة الصادرات ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي وبصفة عامة فإن السياسة النقدية غير التقليدية أو بالأحرى أداة التيسير الكمي قد أثرت بالإيجاب على الدول المستخدمة لها حيث تم تسجيل تحسن في أرقام البطالة وخلق فرص عمل من خلال تعزيز الائتمان الإنفاق والاستثمار داخل هذه البلدان وهو ما نجحت فيه أمريكا إذ انخفض حجم البطالة فيها إلى 5.5% والتي كانت تزيد عن 10% في أواخر 2008 كما نجحت اليابان في تحسين النمو الناتج .

ورغم النقاط الايجابية التي حققتها السياسة النقدية الحديثة في الدول المتقدمة إلا أن صناعات السياسات في الدول النامية يعربون عن مخاوفهم فزعموا أن التوسع النقدي في الاقتصادات المتقدمة قد تداعى على اقتصادياتهم مما سبب زيادة حادة في التدفقات الرأس مالية الداخلة لاسيما في أدوات الدين .

وصرح رئيس البنك المركزي الأوروبي "ماريو دراغي" و رئيسة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي "جانيت يلين" أن قراراتهما لن تأخذ بعين الاعتبار سوى الظروف الداخلية ، وبعبارة أخرى أن بلدان الأسواق النامية رغم خضوعها لتأثيرات جانبية كبيرة وصددمات ناجمة عن السياسة النقدية التي تنتهجها الاقتصادات المتقدمة أصبحت مسؤولة عن تدبير أمورها بنفسها .

فقد أدت السياسات المعمول بها في الاقتصادات المتقدمة إلى الدفع بتدفقات ضخمة ومقلبة من رأس المال إلى الأسواق النامية الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعار الصرف لديها و إلحاق الضرر بقدرتها التنافسية وهو ما عبرت عنه رئيسة البرازيل " ديلما روسوف " بتسونامي رأس المال ، فبمجرد أن أعلن الاحتياطي الفيدرالي عزمه البدء في خفض مشترياته من الأصول تدريجياً أصبح الوصول إلى رأس المال أكثر صعوبة وأعلى تكلفة بالنسبة للاقتصادات الدول النامية ، وهو التحول الذي كان مؤلماً بشكل خاص في البلدان التي يضطرها عجز الحساب الجاري الضخم لديها إلى الاعتماد على التمويل الأجنبي ، ومن هنا وجب على البنوك المركزية في الدول النامية الاستعداد لمختلف الصدمات الناجمة عن مثل هذه

السياسات والتي يمكن أن تنتقل إلى اقتصاديات الدول النامية و هذا من خلال توفير الأطر التي تمكنها من ذلك وفق ما يلي¹:

- القدرة على التلاعب بقيمة العملات ، إن تطبيق مجموعة من الإجراءات لتحفيز الطلب وإنعاش الاقتصاد لم تكن كافية للخروج من حالة الركود مما دفع بهذه الدول إلى اتخاذ سياسات تعمل على تحفيز نشاطها الاقتصادي عن طريق توسيع صادراتها بجعلها أكثر جاذبية باعتماد سياسة تخفيض أسعار الصرف أي تخفيض قيمة عملاتها مقابل العملات المنافسة وهذه السياسة التي تطبقها الدول المتقدمة تضر بمصالح الدول الأخرى التي بدورها تهدف لتنشيط اقتصادياتها و الخروج من دائرة الركود .

كما أن الدول المتقدمة منسجمة مع بعضها البعض واختيار أسعار فائدة منخفضة أو صفرية ليس له اثر سلبي عليها أما الدول النامية فأسعار الفائدة المنخفضة أو الصفرية يضر بمصالحها وعليها ربط عملاتها بسلة من العملات التي تتحدد أهميتها النسبية في ضوء أهمية شركائها التجاريين .

المطلب الثالث: إستراتيجية الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية

حسب تصريح رئيسة صندوق النقد الدولي "كريستين لاغارد" انه لا ضرورة للتعجيل بالخروج من السياسة النقدية غير التقليدية ، فلا تزال الحاجة قائمة لهذه السياسة في كافة الأرجاء المستخدمة فيها في الوقت الراهن رغم استخدامها لفترات أطول في أماكن دون الأخرى ، ففي أوروبا هناك فائدة كبيرة يمكن أن تتحقق من السياسات النقدية غير التقليدية وفي اليابان أيضا ، ومن الأرجح أن يكون الطريق طويلا إلى حد ما للخروج من هذه السياسات .

وسوف يأتي ذلك اليوم الذي تنتهي فيه هذه الفترة ذات الطابع التيسيري الاستثنائي على مستوى السياسات غير التقليدية بما يتماشى مع التعافي الاقتصادي وأثره على التضخم وعلينا التحسب لذلك اليوم خاصة وأننا لا نعلم متى يأتي وما يتم تأكيده أن مسار الخروج من هذه السياسات سوف يعتمد بل وينبغي أن يعتمد على وتيرة التعافي ،فالتعافي سوف يخفف من حدة الجوانب السلبية المحتملة لهذا الخروج ومثلما هو الحال عند الدخول في هذه السياسات فان الخروج منها سيصبحنا إلى أراضي غير مطروقة ،إلا انه يوجد

¹ صاري على، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد و المالية، ص ص 8-11.

بعض التفاؤل لان البنوك المركزية تعاملت على نحو جيد عند الدخول في هذه السياسات ولا يوجد أي مانع يعيقها من التعامل بنفس الجودة مع الخروج منها .

ومن تم يتعين على صناعات السياسات البدء في كيفية الخروج من هذه السياسات في نهاية المطاف بما في ذلك الانعكاسات على الاستقرار الاقتصادي والمالي على المستوى العالمي وليس مجرد جزء منه .

والمقصود بعبارة الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية انه يوجد العديد من الابتكارات في هذا المجال ومع ذلك فان الابتكارات التقليدية وغير التقليدية غالبا ما تأتي في حزمة واحدة ، وعلى المدى الطويل يتضح أن إستراتيجية الخروج سوف تتطوي على الإلغاء التدريجي لكل هذه السياسات ووقف العمل بها في نهاية الأمر، لكن ذلك لا يعني أن يتزامن حدوثها جميعا في نفس الوقت .

وبالفعل يبدو من الممكن تعديل بعض جوانب السياسة النقدية غير التقليدية الأكثر ميلا نحو الشكل التقليدي كالإرشادات بشأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة الأساسية أو أسعار الفائدة على مشتريات الأصول المستقبلية وذلك قبل بيع أي أصل بوقت كافي ، و هذا يعني أن الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية سيكون على الأرجح أبطأ وأطول أمدا مما كان متصورا ومتخوفا من حدوثه .

ولا مبالغة في افتراض أن هذا الخروج سيتوقف على التقدم المحرز في السياسات الأخرى وقدرة التعافي على الاستمرار ، وفي الواقع ينبغي لإستراتيجية الخروج أن تكون مرهونة بتعزيز الاقتصاد حتى يمكن للأسواق فهمها بسلاسة ، ومن الضروري أن يتم التواصل بشأن المخاطر المحيطة بالاستقرار المالي نتيجة الخروج قبل الأوان و المخاطر المحيطة بالاستقرار المالي نتيجة الخروج بعد فوات الأوان ، وحتى إذا تمت عملية الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية بحكمة فإنها قد تضع أمام البلدان الأخرى التي تطبق هذه السياسات طريقا مليئا بالعقبات¹.

¹ كريستين لاغارد، مرجع سابق ، ص ص 4-8.

خاتمة الفصل :

من خلال ما د رسناه توصلنا إلى أن السياسة النقدية غير التقليدية عبارة عن قيام البنك المركزي بدور في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة كما أن السياسة النقدية غير التقليدية تستخدم خلال الأزمات ويتم من خلالها تنفيذ دعما ائتمانيا معززا وتسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة في سوق رأس المال ،وهي تختلف مع السياسة النقدية التقليدية في أهدافها وفي الأدوات ولتنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية يتوجب مجموعة من الشروط والشرط الأول أنها تستخدم خلال الأزمات كما أنها تستخدم لتحقيق مجموعة من الأهداف كالرفع من كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد والتأثير على نسب الفائدة وإزالة عوائق السيولة ، بالإضافة إلى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تتمثل في التيسير الكمي والذي يعتبر سياسة تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي ،إضافة إلى التيسير الائتماني وهو شكل من أشكال التيسير بالإضافة إلى التوجيه المسبق وأسعار الفائدة الصفرية ،وكل هذه الأدوات أثبتت فعاليتها في الحد من تداعيات الأزمة كما أن لها أثار على الدول المتقدمة والنامية على حد سواء والخروج من السياسة النقدية غير التقليدية يعتمد على تعافي الاقتصاد ويكون الخروج بالإلغاء التدريجي لكل هذه السياسات ووقف العمل بها في نهاية المطاف .

الفصل الثالث

الاستجابة غير التقليدية

للاحتياطي الفيدرالي في

مواجهة أزمة 2008

تمهيد الفصل:

تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 من اشد الأزمات التي عصفت بدول العالم و تميزت بسرعة انتقالها ويعود سبب الأزمة إلى مجموعة من العوامل التي ساعدت على انتشارها و للحد من تداعياتها تدخل البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مستعملا في ذلك مجموعة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وهذه الأدوات ممثلة في أداة التيسير الكمي والتوجيه الى الامام و التيسير الائتماني بالإضافة إلى أسعار الفائدة الصفرية .

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

المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008**المبحث الثاني: نظرة عامة عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي****المبحث الثالث: استعمال الاحتياطي الفيدرالي للأدوات غير التقليدية في مواجهة الأزمة**

المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

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 و أداء الأنظمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ، وكانت البداية بأزمة الرهن العقاري ثم توسعت لتصبح أزمة مالية عالمية مهددة أقوى الاقتصاديات .

المطلب الأول : مفهوم الأزمة المالية

تطرق العديد من الكتاب والباحثين لمفهوم الأزمة المالية من وجهات نظر عديدة ، فقد عرّفت الأزمة المالية بأنها الانخفاض المفاجئ في سعر نوع أو أكثر من الأصول ، والأصول هي إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية ، وإما أصول مالية في شكل حقوق ملكية لرأس المال المادي أو المخزون السلعي مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً ، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية و تسمى في هاته الحالة بالمشتقات المالية ومنها العقود المستقبلية (للفظ أو العملات الأجنبية مثلاً)، فان انهارت قيمة أصول ما فجأة فان ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار مفاجئ في سوق الأسهم أو عملة دولة عملة ما أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد¹.

كما يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول و التي من ابرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبياً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة ، ما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية².

وقد ظهرت الأزمة المالية العالمية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات والتي نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة الأمريكية وفق شروط تبدو سهلة للوهلة الأولى ، ولكن بعقود كانت صيغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر ، تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط ثلاث أضعاف عن الشهر

1 علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العلمية" أسبابها و تداعياتها" و سبل علاجها، جامعة الزرقاء، الاردن، 2009، ص 7.

² نفس المرجع السابق، ص 7.

الذي لم يتم سداده ، فضلا عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة عند تغييرها من البنك فيما يسمى بالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير ، حيث شهدت السنوات 1997-2006 تساهلا ملحوظا في شروط الائتمان واتجاهها طويل المدى لارتفاع أسعار العقارات ، حيث ارتفعت أسعار العقارات (بالتحديد السكنية منها) بما يقارب 124 % خلال هاته الفترة مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة .

وكانت بداية الأزمة فعليا منذ أوائل أوت 2007 بتحطم منظومة القروض العقارية عالية المخاطر، وهي ديون ذات فائدة عالية للمستثمرين موجهة إلى الفئات و العائلات المتوسطة والفقيرة لاقتناء مساكن بفوائد متصاعدة بدأت من 3 % ثم وصلت إلى 16 % وأكثر ، لكن في ظل الاستدانة المفرطة لهذه العائلات وعدم قدرتها على التسديد انهارت كامل المنظومة بدءا بمؤسسات إعادة تمويل الديون ، إلى شركات التأمين ثم البنوك ومن بينها أكبر بنك في أمريكا ، و اندلعت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية عام 2007، حيث كانت هناك ندرة في السيولة في أسواق الائتمان و لدى الأجهزة المصرفية العالمية¹.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

يمكن تحديد العوامل الأساسية التي ساهمت في اندلاع و تطور الأزمة المالية العالمية فيما يلي²:

1- أوضاع غير مستقرة على مستوى الاقتصاد الكلي: ترجع نسبة معينة من أسباب ظهور الأزمة المالية إلى تغطية بعض النجاحات التي حققها الاقتصاد العالمي خلال السنوات الأخيرة على النقائص و الاختلالات العديدة السائدة داخل الاقتصاد العالمي وقد سميت هذه الحالة بـ "مفارقة الهدوء".

لقد أخذت عبارة مفارقة الهدوء عن الاقتصادي الأمريكي هيمان منسكي حيث طور هذا الأخير في السبعينات فكرة تقول بان أزمات المديونية تتحضر لما تكون الأوضاع على ما يرام ، ولما يستفيد المتعاملون الاقتصاديون من معدلات النمو المرتفعة و من معدلات الفائدة المنخفضة قصد الاقتراض وبمستويات أعلى من المعقول في بعض الأحيان ، لكن مع انقلاب أسعار الفائدة واتجاهها نحو الارتفاع بسبب التضيق النقدي تنتقل المديونية من مستويات مقبولة إلى مستوى غير مقبول .

¹ علي فلاح المناصير، المرجع السابق، ص 9.

² محمد الامين وليد طالب، المرجع السابق ، ص ص 188-201.

لقد تبعت مفارقة الهدوء بمفارقة أخرى وهي "مفارقة المصادقية" خلال الأزمة المالية إذ يرى أصحاب هذه المفارقة "باريو" و "شيم" بان نجاح البنوك المركزية في محاربة التضخم زاد من مصداقية هذه الأخيرة و هو ما قد يؤدي إلى وجود فائض في السيولة و التي قد تؤدي هي الأخرى إلى انخفاض عائد السندات و انخفاض عام لعلاوات المخاطرة ، والاختلالات التي أدت إلى الأزمة لم تتسلسل بطريقة خطية أو أحادية الاتجاه بل العكس من ذلك تماما حيث شوهد العديد من العوامل التي قوت بعضها البعض وهو ما جعلنا نميز بين ستة عوامل رئيسية:

1-1- الوفرة الكبيرة في السيولة الدولية: يبدو بان نقطة البداية كانت الوفرة الكبيرة في السيولة على المستوى الدولي وان أخذنا على سبيل علاقة الكتلة النقدية بالمعنى الدقيق للنواتج الداخلي الخام لستة دول (الولايات المتحدة الأمريكية ،الاتحاد النقدي الأوروبي ، المملكة المتحدة ، اليابان ،كندا ، الصين) سنلاحظ بأنها انتقلت في المتوسط من 18 إلى 20 % خلال 1980-2000 والى أزيد من 26 % ابتداء من 2002 لتصل إلى قرابة 30 % في 2007-2008 ، وساهمت عوامل داخلية وخارجية في زيادة السيولة النقدية الارتفاع السريع في احتياطات صرف الدول الناشئة و الدول المصدرة للمواد الأولية.

1-2-انخفاض كبير في نسبة الضخم وتقلباتها: لم تتعكس السيولة النقدية الدولية الكبيرة على أسعار السلع والخدمات حيث حصل عكس ذلك تماما ، حيث انخفضت نسبة التضخم على المستوى العالمي انخفاضا متواصلا حيث انتقل من حوالي 12 % إلى اقل من 5 % ما بين سنتي (2000-2007) ، كما عرفت نسبة التضخم على مستوى الاقتصاد الأمريكي انخفاضا كبيرا هي الأخرى وهي نفس الحالة التي عرفتها دول الـ OCDE ، إلا أن هذا الانخفاض يعود إلى استدراك الدول النامية لتخلفها أكثر منه بسبب مصداقية السياسات المحاربة للتضخم ، حيث قامت هذه الدول بدفع أسعار المواد المصنعة إلى الانخفاض بالرغم من أن نمو هذه الدول كان يؤثر على أسعار المواد الأولية في نفس الوقت .

1-3-انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل: أدى كل من انخفاض نسبة التضخم وتقلباتها و انخفاض علاوات المخاطرة إلى تولّد خلل آخر على مستوى الاقتصاد الكلي ألا وهو انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل ، لقد رافق انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل انخفاض حجم القروض الممنوحة في العديد من الدول بالأخص مع اتباع مجموعة من الدول لسياسات التحكم في العجز العام ، وقد حاولت الولايات المتحدة الأمريكية الحد من هذا الانخفاض عبر تشديد سياستها النقدية إلا أنها لم تفجح في ذلك ، و تميزت هذه الفترة بما يعرف بـ " لغز آلان غريسيبان" حيث بالرغم من تبنيه لسلسلة من الزيادات في معدل

فائدة الخزينة الأمريكية ، فإنها استمرت على المدى الطويل في مستويات منخفضة حيث أن انقلاب منحنى أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر احد المؤشرات الدالة على وجود تباطؤ اقتصادي.

1-4- توسع القروض في سياق غير تضخمي: من العوامل التي ساهمت في تنامي حالة عدم الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي نجد توسع عملية الإقراض في سياق غير تضخمي و يقصد بذلك عدم انعكاس الوفرة الكبيرة في السيولة على أسعار الفائدة وذلك لعدة أسباب وهي:

- عدم استغلال وسائل الإنتاج بطريقة كاملة .

- تأثير الدول الناشئة صاحبة الأجور المنخفضة على الأسعار وهذا بالرغم من ارتفاع أسعار المواد الأولية (بترو ، مواد أولية أساسية).

- معاناة الدول المتقدمة من آثار تباطؤ النمو المسجل عام 2003.

1-5 - ارتفاع في أسعار الأصول المالية: يعتبر ارتفاع أسعار الأصول المالية احد الاختلالات التي سجلت على مستوى الاقتصاد الكلي والتي لعبت دورا أساسيا في ظهور الأزمة المالية حيث بالرغم من عدم تأثير الوفرة الكبيرة في السيولة على أسعار السلع والخدمات إلا أنها أثرت على أسعار الأصول المالية.

2- اختلالات على مستوى الاقتصاد الجزئي: بالإضافة إلى الأوضاع الغير المستقرة على مستوى الاقتصاد الكلي ساهمت كذلك عدة اختلالات على مستوى الاقتصاد الجزئي في ظهور الأزمة المالية وترجع هذه الاختلالات إلى العوامل التالية :

2-1- ضرورة تحقيق العائد: اضطر الوسطاء الماليون بعد انهيار مؤشرات البورصة الأمريكية ابتداء من عام 2000 إلى البحث عن استثمارات جديدة سعيا إلى تحقيق عوائد مرتفعة و إرضاء الزبائن عادة ما يتجه المستثمرون إلى أسواق السندات عندما تكون أسواق الأسهم غير مربحة اضطرت البنوك التجارية قصد مواجهة مشروطة العائد التي قويت عبر منافسة وسطاء ماليين جدد إلى إتباع إستراتيجيتين رئيسيتين ،تقضي الأولى برفع حجم معاملاتها من خلال تليين القيود المفروضة على منح القروض بينما تقضي الثانية بتركيز البنوك على جانب الابتكار .

2-2- تليين شروط الإقراض: يتميز نشاط البنوك في مجال منح القروض بالدورية حيث ثقل القيود لما تكون الأوضاع السائدة جيدة وتتشدد في حالة انقلاب الأوضاع وتم ملاحظة هذه الظاهرة بوضوح في أزمة

القروض العقارية عالية المخاطر و يطلق عليها اسم subprimes على القروض الممنوحة لمقترضين يتميزون بخطورة عالية على عكس ذلك يطلق primes. على المقترضين أصحاب الضمانات الممتازة .

3- القيام بممارسات مالية عالية المخاطر:

وتم تمييز ثلاثة عوامل رئيسية :

3-1- تسويق كبير للقروض الخطيرة: عادة ما تقوم البنوك برفع رؤوس أموالها الخاصة عند قيامها بزيادة حجم القروض وهذا الإجراء يعتبر احد ركائز رقابة النظام البنكي غير أن هذا الميكانيزم توقف عن العمل ما جعل المؤسسات المالية تتأقلم وابتكرت أساليب التوريق جديدة تسمح عملية التوريق للبنوك بنقل مخاطر القروض بحيث أن المتعامل البنكي أو المالي الذي يتخلى عن القروض التي هو منتج لها يستطيع أن يواصل عمليا ته مع المحافظة على سلامة ارصده الخاصة، تهدف القروض العقارية عالية المخاطر إلى تمكين فئة من الزبائن من الوصول إلى التملك وهذه الفئة عاجزة عن الحصول عن قروض تقليدية نظرا لعدم قدرتها عن السداد وعادة ما يواجه طلب الحصول على قروض من قبل أفراد بدخل منخفض أو خطر قرض مرتفع أو غير معروف بالرفض وكان يتم تقليديا إقصاء هذه الفئة من سوق القروض بسبب الخطر الذي تمثله .

3-2- تطور وتعقيد الابتكارات المالية: ساهمت الابتكارات المالية وخاصة الحديثة في تنامي الممارسات عالية الخطورة ويرى بعض الاقتصاديين بان الابتكارات المالية تسمح بتخفيض تكلفة الصفقات وبمرونة اكبر للمعاملات المالية ويرى هؤلاء بان الابتكارات تساهم في كفاءة الأسواق عن طريق تحسين عملية التعرف على الأسعار والسماح بتوزيع أحسن للمخاطر،ويمكن الإشارة إلى أهم الجوانب السلبية للتعقيد الكبير على مستوى الابتكارات المالية فيما يلي:

- **الأثر السلبي على حماية المقرضين والمقترضين:** لقد كان اثر تعقيد المنتجات المالية الجديدة أثناء اندلاع أزمة القروض العقارية عالية المخاطر واضح على مستوى المستعملين النهائيين وقد نتج رفع حجم القروض الممنوحة إلى العائلات الهشة اقتصاديا لقد وجد العديد من المدخرين أنفسهم في وضعية صعبة بسبب تعقد المنتجات المالية الجديدة و هو ما دفع إلى الاقتراح على زبائنها مجموعة من الأصول المالية .

3-3- ظهور أنواع جديدة من المخاطر: لا يعد تعقيد المنتجات المالية الجديدة مجرد مشكل كفاءة فهو لا يمس سوى المستعملين النهائيين وقد ادخل هذا التعقيد نوعين جديدين من المخاطر إلا وهما خطر التشغيل وخطر النموذج، ترفع المنتجات المالية الجديدة من خطر التشغيل من خلال تأثيرها على سياسة الافتراض التي تسمح بها المنتجات حيث تسمح هذه الأخيرة بقيام مخاطرة كبيرة مع وجود أرصدة خاصة جد محدودة وتؤدي الممارسات السابقة إلى مضاعفة آثار حدوث خلل في النظام .

4 - الابتكارات المالية والتوزيع التام للمخاطر: يعتبر من العوامل الأساسية التي ساهمت في تنامي الممارسات المالية عالية المخاطر ،اذ تؤدي عملية تسويق القروض نظريا إلى رفع كفاءة النظام المالي بأكمله عن طريق توزيع أحسن للمخاطر إلا انه نلاحظ بان الطلب على الأصول الخطيرة يزداد كلما مر الوقت عن تاريخ إصدارها وعادة ما تدعم القروض الجيدة عملية التوريق من اجل الحد من المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومة إلا انه مؤخرا لوحظ مساس عملية التوريق بنسبة كبيرة من القروض العقارية عالية المخاطر .

بالإضافة إلى الأسباب السابقة الذكر هناك أسباب أخرى تتمثل فيما يلي¹:

1- ابتعاد القطاع المالي عن القطاع الحقيقي: إن جوهر الأزمات ومنها الأزمة المالية لعام 2008 هي الفجوة الكبيرة بين الناتج العلمي الإجمالي للقطاع الحقيقي والقطاع المالي و الذي من المفترض ان يكون انعكاسا لهذا الناتج أو قريب منه ، ولكن نلاحظ أن القطاع المالي ابتعد عن القطاع الحقيقي الذي يعد المصدر الأساسي للقطاع المالي وهذا ما يولد فجوة مخاطرة كبيرة فيما إذا تعثر القطاع المالي و أصابته أزمة ما .

2- التوريق: تعد عملية التوريق الديون العقارية من الأسباب الرئيسية التي أدت إلى تفاقم الأزمة وذلك من خلال تجميع الديون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية وتحويلها إلى سندات وتسويقها عن طريق السوق المالي العالمي ،مما أدى إلى الزيادة في عمليات بيع الديون الرديئة ودفع إلى انخفاض قيمة هذه السندات المغطاة بأصول عقارية داخل السوق الأمريكية إلى أكثر من 70 % من قيمتها الاسمية.

¹ لبعل فطيمة، إنعكاسات الازمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه،

تخصص إقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016/2017، ص ص 25-27.

3- انخفاض مستوى الرقابة على المؤسسات المالية و المصرفية: يعد مستوى الرقابة التي تفرضها الدولة والمتمثلة في البنك المركزي ووزارة المالية من الأسباب المهمة المؤدية إلى حدوث أزمة بالإضافة إلى عدم الالتزام بمقررات لجنة بازل 1 وبازل 2 وتطبيق معاييرها على هذه المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية.

4- المعلومات: تعد ندرة المعلومة الجيدة والدقيقة احد أسباب الأزمة لسنة 2008 فضلا عن انعدام المواءمة بين حوافز المتعاملين في السوق ، فعندما تكون المعلومات نادرة و غير موزعة بالشكل الكافي فان نتائجها تكون عدم تمثيل الأسعار للعرض والطلب داخل السوق وهذا يؤدي إلى انحراف مستويات التوقعات داخل السوق ،

5- السلوك الاقتصادي: تعد العقلانية احد السمات المهمة المميزة للسلوك الاقتصادي وعدم وجودها في سلوك الأفراد تعني تماديهم في مستوى الاستهلاك وعدم التقيد بمستوى الدخل الفردي مم يولد أعباء كبيرة على الأفراد وبصورة عامة .

6- دور صانعي السياسة الاقتصادية و المنظمين: السياسة النقدية التوسعية للغاية المطبقة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية قبل الأزمة أدت إلى تدفق أموال كبيرة في سوق العقارات وهذا سبب إرباكا كبيرا داخل السوق ، والسياسة المالية الانكماشية المتبعة من طرف الاحتياطي الفيدرالي في أعقاب الركود الاقتصادي سنة 2001 أدت لهبوط أسعار الفائدة إلى مستويات متدنية لفترة طويلة بالإضافة إلى السياسات الإشرافية والتنظيمية المستندة إلى مبدأ السوق الحر .

7- سياسة الإسكان المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية: عطت هذه السياسة الأولوية للإسكان وذلك عن طريق توفير المزيد من التمويل والتملك اللازم أولا وتقديم الحوافز الضريبية للمقرضين والمقترضين و تشير بعض الدراسات إلى أن الزيادة في ملكية المنازل التي حصلت خلال الفترة (2000-2006) يمكن أن تعزى إلى قبول دفعات مالية مقدمة صغيرة ، ومن المنافع التي يحصل عليها الشخص الذي تحصل على قرض الإسكان من الدخل الخاضع للضريبة واقتطاع ضريبة العقار المحلية من ضريبة الدخل الفيدرالية ومنذ عام 2006 بدأت الحكومة تقطع مبلغ رسم التأمين المدفوع لشركات التأمين على القروض العقارية من الدخل الخاضع للضريبة.

المطلب الثالث: الإطار التحليلي لازمة لسنة 2008.

سنبرز في هذا المطلب المحطات الزمنية للازمة وعرض تحليلي لهذه المحطات.

أولاً: التطور الزمني للازمة.

يمكن تلخيص التسلسل الزمني للأحداث البارزة التي شهدتها الأزمة المالية في النقاط التالية¹:

- في 21 جانفي 2008 انهارت مؤشرات البورصات العالمية حيث حكمت على البرنامج المقدم من طرف الرئيس الأمريكي بأنه غير كافي .
- 22 جانفي 2008 قيام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض معدل الفائدة ليصل إلى 3.5 %
- 17 فيفري 2008 قيام الحكومة البريطانية بتأميم بنك نور تام روك .
- 16 مارس 2008 إعلان بنك jp morgan chase عن استحواذ بنك bear stearns بسعر 226 مليون دولار وبمساعدة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي .
- 13 جويلية 2008 ارتفاع الضغط على fredie mac و fannie mac حيث عرفت أسهمها انخفاض حاد في البورصة مما أدى إلى تدخل السلطات الأمريكية لمساعدة fannie mac.
- 7 سبتمبر 2008 إعلان الخزينة الأمريكية عبر لسان مستشارها "هنري بولس" عن وضع كل من fredie mac و fannie mac تحت وصاية الحكومة من أجل تمكينها من هيكلة ماليتها.
- 10 سبتمبر 2008 أعلن ثالث أكبر بنك تجاري في الولايات المتحدة الأمريكية عن تكبد خسارة ب 309 مليار دولار خلال الثلث الثالث .
- 16 سبتمبر 2008 إعلان الإدارة الأمريكية والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن تأميم أكبر مؤسسة تأمين عالمية وهي AiG والتي كانت معرضة للإفلاس .
- 17 سبتمبر 2008 استمر انخفاض مؤشرات البورصات العالمية مع محاولات البنوك المركزية الرامية إلى توفير السيولة للمؤسسات المالية.

¹ محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص ص 202-209.

- 25 سبتمبر 2008 إفلاس washington mutuag أكبر صندوق ادخار في الولايات المتحدة الأمريكية.
- 29 سبتمبر 2008 انهيار مؤشر بورصة وول ستريت وخسارته ل 780 نقطة .
- 6 أكتوبر 2008 بورصة الكاك تعيش اليوم الأسود حيث سجلت انخفاض ب 9.04% ليصل إلى 3711.98 نقطة .
- انخفاض بورصة لندن ب 7.85% و ألمانيا ب 7.07%، و موسكو ب 19% و هو ما يدل على أن المصادقة على برنامج الانقاذ الأمريكي لم تقنع الأسواق المالية العالمية .
- 9 أكتوبر 2008 حصة كارثية أخرى في بورصة وال ستريت الأسود منذ انهيار 1987 ، تسجيل مؤشر الداوجونز لخسارة ب 7.33% ليصل إلى 8579.19 نقطة .
- 10 أكتوبر 2008 انهيار البورصات الآسيوية و إغلاق بورصة طوكيو مسجلة انخفاض ب 9.62%
- 13 أكتوبر 2008 إعلان ألمانيا عن برنامج بقيمة 500 مليار يورو و مساعدة مباشرة بقيمة 100 مليار يورو.
- 16 أكتوبر 2008 تسجيل أكبر انخفاض في الإنتاج الصناعي بالولايات المتحدة الأمريكية منذ ديسمبر 1974.
- 9 نوفمبر 2008 إعلان السلطات الصينية عن برنامج دعم بقيمة مليار يوان أي 470 مليار يورو .
- 2 ديسمبر 2008 اتفاق الدول الأوروبية عن برنامج إنعاش أوروبي ب 200 مليار يورو .
- 4 ديسمبر 2008 البنك المركزي الأوروبي يخفض معدل الفائدة ب 0.75% ليصبح مساوي ل 2.5%.
- 16 ديسمبر 2008 إعلان الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن تخفيض معدل فائدته ب 0.75% ليصبح يساوي ل 1%.

ثانياً: عرض تحليلي لتطورات الأزمة.

من خلال متابعتنا لأهم الأحداث التي وقعت سنة 2008 يمكننا القول بان هذه السنة قد شهدت تطورات كبيرة لازمة حيث انتقلت إلى أغلبية الدول العالمية.

إن مراجعة أهم الأحداث التي وقعت عام 2008 يجعلنا نقول بان الفترة الممتدة من شهر جانفي إلى غاية شهر أوت قد كانت متشابهة إلى حد كبير لما شهدته الفترة الأخيرة من سنة 2007 وبالتالي نستطيع أن نقسم عام 2008 إلى قسمين من شهر جاني إلى شهر أوت ومن شهر سبتمبر إلى شهر ديسمبر.

1- الفترة الأولى (جانفي - أوت 2008): أن الأحداث التي عرفتھا بداية 2008 لم تكن مختلفة على تلك التي انتهى بها عام 2007، و هو ما دفع الرئيس الأمريكي السابق "جورج بوش" يعلن في تاريخ 18 فيفري عن تبني برنامج إنعاش اقتصادي ضخم بقيمة 750 مليار دولار، وقد كان يأمل عبر هذا البرنامج إلى إعادة الثقة داخل القطاع المالي وكبح أزمة السيولة إلا أن رد فعل الأسواق المالية جاء معاكساً لذلك بدليل انهيار مؤشرات البورصات العالمية بعد الإعلان عن هذا البرنامج والذي اعتبر غير كافي وبديل هذا إلى هبوط الثقة إلى ادنى المستويات .

- من بين الأحداث المهمة الأخرى التي عرفتھا هذه المرحلة هي بروز ظاهرة استحواذ المؤسسات المالية على بعضها البعض.

- كذلك تميزت هذه المرحلة بظهور ممارسات حكومية جديدة ونقصد هنا قيام عدة حكومات بتأميم عدة مؤسسات مالية سواء كلياً أو جزئياً وتعتبر هذه الواقعة نادرة خاصة في ظل إتباع هذه الدول للنظام الرأسمالي الذي يتعارض مع مثل هذه الممارسات.

2- الفترة الثانية (سبتمبر - ديسمبر 2008): هنا يمكننا القول بان الأزمة قد دخلت النفق الأسود ابتداء من شهر سبتمبر وقد كان الحدث الأبرز الذي عرفة شهر سبتمبر هو تزايد الضغوط على كل من مؤسستي fannie mae و freddie mac حيث سجلت قيمة أسهمها انخفاض حاد ما جعل الخزينة الأمريكية تقرر وضعها تحت الوصاية من اجل تمكينها من هيكلة ماليتها وقد تجاوزت الأسواق المالية إيجاباً مع هذا القرار.

وبالرغم مما سبق أخذت الأزمة المالية مسارا أكثر خطورة بعد إعلان بنك Lehmann Brothers عن تكبد خسائر كبيرة وصلت إلى 309 مليار دولار خلال الثلاثي الثالث من نفس السنة ، ثم بعد ذلك وبعد

محاولات عديدة لانقاده من طرف الاحتياطي الفيدرالي لنيويورك ، تقرر في 15 سبتمبر وضع البنك تحت قانون الإفلاس ما زرع هلعاً كبيراً في أوساط الأسواق المالية العالمية .

يعتبر 15 سبتمبر بمثابة تاريخ تحول الأزمة المالية إلى أزمة نظامية تبع انهيار بنك Lehmann Brothers بانهيار عدد كبير من المؤسسات المالية الكبرى في الدول في عدد من الدول بالإضافة إلى حصول عمليات استحواذ بين عدد كبير من المؤسسات المالية ، ومن بين المؤسسات المالية التي تعرضت للإفلاس في هذه المرحلة أكبر مؤسسة تأمين في العالم ألا وهي AiG ، الأمر الذي دفع بالإدارة الأمريكية إلى الإعلان عن تأمين هذه المؤسسة بنسبة 80 % ، بالإضافة إلى أكبر صندوق ادخار في الولايات المتحدة الأمريكية وهو مؤسسة wachington mutual . كما قامت بريطانيا أيضاً وفي نفس الفترة بتأمين بنك Bradford and Bingley ، ونفس الشيء قامت به كل من الحكومة البلجيكية و الحكومة الفرنسية عندما قامت بتأمين شبه كلي لمؤسسة الخدمات المالية DEXIA .

لقد ساهمت كل حالات الإفلاس السابقة وعمليات الاستحواذ المختلفة وعدم نجاح سياسات السلطة المالية النقدية في زيادة تأزم الوضع ، حيث عرفت مختلف البورصات العالمية انهياراً كبيراً خلال هذه الفترة مسجلة لنسب انخفاض قياسية على غرار مؤشر CAC 40 الذي سجل انخفاضاً يوم 6 أكتوبر ب 9,4 % وهو أكبر انخفاض في تاريخه .

المطلب الرابع: تداعيات الأزمة المالية 2008.

انتقلت عدوى الأزمة المالية التي اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني من عام 2008 بسبب قروض الرهن العقاري إلى باقي دول العالم عبر عدة قنوات رئيسية منها قناة الأوراق المالية وقناة سعر الصرف و قناة التجارة الخارجية ، كما كانت انعكاسات هذه الأزمة جد سلبية على اقتصاد عدد كبير من الدول وهذا بغض النظر عن درجة تقدمها الاقتصادي .

1- انعكاسات الأزمة على الدول النامية:

أدى تفاقم الأزمة المالية بسبب تجميد عملية الإقراض وانهايار قيمة الثروات الخاصة إلى انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي حيث انه ابتداء من نهاية عام 2008 تزامت آثار الأزمة داخل الدول النامية .

أسفرت الأزمة المالية عن انهيار المبادلات التجارية في العالم وعن انخفاض أسعار السلع الأساسية التي تعد احد الميكانزمات الرئيسية التي مست من خلالها الأزمة الدول النامية ، يعد انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي بعد عام 2007 ثاني ميكانيزم تأثرت من خلاله الدول النامية ، فإلى جانب الميكانيزمين السابقين يعتبر ميكانيزم التحويلات الخارجية للعمال المغتربين ثالث الميكانيزمات التي تأثرت من خلالها الدول النامية ، حيث أن ارتفاع معدل البطالة في الدول المتقدمة وانخفاض الطلب على اليد العاملة الأجنبية الناتج عن انخفاض صادرات السلع الرئيسية في بعض الدول المتقدمة التي عادة ما تستورد اليد العاملة عرض الدول النامية إلى انخفاض التحويلات الخارجية .

أخذت تأثيرات الأزمة الاقتصادية العالمية على الدول النامية عدة أشكال ما جعل هذه الأزمة تؤثر على عدة دول بدرجات مختلفة أي حسب درجة اندماج كل دولة نامية داخل الاقتصاد العالمي وكذلك حسب الهيكل الاقتصادي الوطني لكل منها¹:

1-1- أثر الأزمة على تجارة السلع والخدمات:

تتوقف خطورة ومدة التباطؤ الاقتصادي داخل الدول النامية على خطورة ومدة الأزمة ومن جانب آخر فانه يجب الإشارة إلى أن البنية الاقتصادية الحالية للدول النامية وطريقة اندماجها داخل الاقتصاد العالمي.

و يتوقف مدى تأثر الدول النامية بانهايار التجارة العالمية بمدى طبيعة التخصص التجاري لهذه الدول وتخصص الدول النامية عموما بتصدير السلع الأولية حيث تمثل 90 % من إجمالي الصادرات تعاني الدول النامية المصدرة للسلع المصنعة من آثار الأزمة العلمية جراء انخفاض الطلب على صادراتها ،حيث يؤدي انكماش إنتاج المؤسسات الموجه للتصدير وارتفاع نسبة البطالة وتدخل هذه الأزمة الدول النامية في دورات من الانكماش في باقي أقسام اقتصادها ما من شأنه أن يعمق من الفقر .

¹ محمد الامين وليد طالب ، مرجع سابق ، ص 231.

عانت الدول النامية من انخفاض أسعار البترول والمعادن حيث سجلت أسعار هذه السلع انخفاضا كبيرا منذ بداية الانكماش العالمي ثم سجلت ارتفاع خلال مرحلة طويلة امتدت من عام 2002 إلى عام 2008 لكن ومع بداية الأزمة تحول هذا الارتفاع في ظرف وجيز إلى انخفاض حيث انخفض من جويلية 2008 إلى مارس 2009 ب 70 % ، بالنسبة للبترول 70 و 59 بالنسبة للمعدن .

1-2 - اثر الأزمة على تدفق الاستثمار الأجنبي ورؤوس الأموال الخاصة :

كانت الانعكاسات المباشرة للأزمة المالية على الدول النامية محدودة مقارنة بالدول الصاعدة كالبرازيل، الهند ، روسيا... الخ فنشاط البنوك التجارية داخل الدول النامية محصورا أساسا في تقديم الخدمات التجارية محليا ، القروض الخاصة ، المساهمات في استثمارات المحفظة وهو ما يشكل جزء صغير من تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى باتجاه الدول النامية .

يشكل الاستثمار الأجنبي المباشر مصدر رئيسي للتمويل الخاص طويل الأجل في الدول النامية حيث ارتفع تدفقها إلى الدول النامية منذ تسعينات القرن الماضي ليلعب حوالي 40 % من إجمالي التدفقات الخارجية ، وقد أثرت الأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نحو الدول النامية بسبب افتقاد المؤسسات المتعددة الجنسيات للقروض وانخفاض عائد استثمارها.

1-3 - اثر الأزمة على المساعدات العمومية للتنمية :

تفاعلت الدول الصناعية مع الأزمة من خلال إتباعها سياسة الإنعاش الاقتصادي تميزت بانخفاض كبير في أسعار الفائدة المتعددة من طرف البنوك المركزية لأصول مالية طويلة.

كما أن الدول المتقدمة مزودة بمكانزمات للحفاظ على استقرارها الهيكلي مثل التأمين على البطالة الذي خفف من أثار الركود ، ومن جانب آخر تفتقر الدول النامية الى مكانزمات الاستقرار الهيكلي الموجودة داخل الدول المتقدمة ، ففي ظل هذا الوضع يبدو جليا بان هذه الدول تكون في حاجة للجوء إلى السياسة النقدية وسياسة الميزانية إلا أنها وخلاف للدول المتقدمة فان الحكومة داخل الدول النامية تواجه عراقيل كبيرة تمنعها من تبني سياسة نقدية وسياسة ميزانية كفيلتين بالخروج من الأزمة الاقتصادية ، ويبرز هذا الوضع الأهمية البالغة التي تتمتع بها المساعدات العمومية للتنمية داخل الدول النامية لتقديم الإجابات اللازمة .

ودفعت الأزمة الدول المتقدمة إلى التخلي عن التزاماتها بشأن تقديم المساعدات المالية للدول النامية حيث لجأت الدول المتقدمة إلى إتباع سياسة النقشف ما أدى إلى انخفاض المساعدات سنة 2009 ب 30%.

1-4- اثر الأزمة على معدلات النمو و الفقر

يختلف اثر الأزمة على معدلات نمو الاقتصاد بالنسبة للدول النامية حسب طبيعة اقتصاد كل دولة ومدى اندماجها داخل الاقتصاد العالمي ، و تتميز الدول النامية بنقص فادح في الموارد المالية ما يحد من إمكانياتها لتصحيح اقتصادها في حالة تعرضها لصدمات خارجية .

وسجلت الدول النامية نمو في المصادر الداخلية المتاحة للتمويل (RIDF) الذي انتقل من 17 % من الناتج الداخلي الخام (PIB) عام 2002 إلى 25 % حوالي 2007 وتزامن هذا مع الاستقرار النسبي للاستهلاك الحقيقي للفرد داخل هذه الدول ما يدل على المجهودات الكبيرة التي بذلتها هذه الدول الرامية إلى تسخير موارد في سبيل التنمية ولم يعمر هذا الوضع طويلا وزعزعت الأوضاع لتشمل حتى معدلات النمو ، مما أدى إلى تعميق حالة الفقر داخل الدول النامية بسبب افتقار إلى مساعدات خارجية إضافية وانتقل اثر الأزمة بشكل مباشر وغير مباشر ومن الطرق المباشرة التي سلكتها تأثيرها على النمو الاقتصادي و مستويات التشغيل و الأجور والتي أثرت من خلالها على فئات كبيرة من أصحاب الدخل المنخفض كما ساهم في انخفاض تحويلات العمال المغتربين في الخارج جراء الأزمة في زيادة حدة الفقر لان التحويلات تساهم في توفير دخل للعائلات الفقيرة أو في تنويع مصادر دخلها .

1-5 - اثر الأزمة على تحويلات العمال في الخارج :

تشكل الأرصدة النقدية التي يرسلها المغتربون حلقة هامة في اقتصاد العديد من الدول النامية وشهدت الأرصدة نمو كبير وسريع خلال الفترة الممتدة من (2000- 2007) حيث بلغت التحويلات بالنسبة للدول النامية 6.7 مليار دولار عام 2000 ثم ارتفعت الى 16.6 مليار دولار عام 2007 ، والدول النامية الإفريقية ارتفعت التحويلات فيها من 2,9 مليار دولار إلى 6.4 مليار دولار سنة 2007 و نستنتج مما سبق إن إجمالي التحويلات قد تجاوز في عام 2007 إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة إلى الدول النامية.

وتأتي تحويلات العمال المغتربين اتجاه الدول النامية أساسا من الدول المتقدمة التي استفادت من ارتفاع أسعار السلع الأساسية خلال السنوات الأخيرة وقد أدت الأزمة إلى انخفاض هذه التحويلات حيث قدرها البنك

العالمي بحوالي 5 % خلال سنة 2009 ما شكل صدمة إضافية للدول النامية و لعل مازاد من خطورة هذه التحويلات لأنها تمثل مداخيل عدد كبير من الأسر كما أن مدخرات المغتربين تعتبر المصدر الرئيسي للاستثمار داخل مؤسسات صغيرة وبالتالي خلق مناصب شغل .

2- اثر الأزمة على الدول المتقدمة :

كانت الدول المتقدمة أول الدول المتضررة من الأزمة المالية وهذا نتيجة الترابط الكبير القائم بين اقتصاد الدول المتقدمة عموما وأسواقها المالية خصوصا .

ويرى العديد من الاقتصاديين بان الأزمة المالية انتقلت إلى بقية الدول المتقدمة من خلال تأثر الطلب الداخلي في هذه الدول ، وذلك بسبب سلوك الأزمة لقناتين هما قناة اثر الثروة الذي يؤثر مباشرة على الاستهلاك وقناة التمويل الذي يؤثر بصفة مباشرة على الاستثمار ، حيث سجلت قيمة ثروة العائلات الأمريكية المالية والعقارية تراجع كبير حيث انخفضت بين عام (2007-2009) بحوالي 22 % ، و يرى كل من " Bolt and Timbean (2009)" بأن تقلبات قيمة ثروة العائلات الأمريكية خلال الأزمة مشابه كثيرا لتلك التقلبات المسجلة خلال أزمة التكنولوجيا الحديثة التي انفجرت في بداية الألفية .

أدى انكماش ثروة العائلات الأمريكية إلى انخفاض قدرتها الاقتراضية ومن تم تراجعت نفقاتها الاستهلاكية كما أن انخفاض ثروة العائلات الفرنسية محدود مقارنة بنظيرتها الأمريكية ، وفسر كل من Aviat(2008) و lalard(2005) هذا الوضع على أن استهلاك العائلات الفرنسية لا يتأثر بشكل كبير جراء تغير قيمة الثروة .

كما أن الإحصائيات المتعلقة بأسعار الأسهم و السندات المسجلة في مختلف الدول المتقدمة تظهر بان اثر الثروة ساهم بشكل كبير في تراجع معدل النمو الاقتصادي لمختلف هذه الدول خلال عام 2009 وخصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا ، وضعت الأزمة العائلات و المؤسسات في مواجهة تحديين الأول ارتفاع تكلفة التمويل اللازم للقيام باستثمارات و الثاني هو تشديد شروط الإقراض حيث أصبحت أكثر تشددا لاسيما قروض السكن وقد تبع هذا الأخير ارتفاع معدل الفائدة¹ .

تأثر العديد من الدول المتقدمة بالأزمة المالية جراء انكماش مستوى التجارة العالمية حيث عرفت هذه الأخيرة تراجع كبير خلال الأزمة بسبب نقص الطلب العالمي وكانت ألمانيا اكبر المتضررين كونها من

¹ محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص ص 240-244.

الدول الأوائل المصدرة في العالم ، وبينت العديد من الإحصائيات بان الولايات المتحدة الأمريكية كانت الأكثر تأثراً بالأزمة خلال عام 2008 ، إلا أن آثار الأزمة لم تظهر بشكل واضح على معدلات النمو الاقتصادي إلا خلال سنة 2009 و هذا بسبب التراجع الكبير في مستوى النشاط الاقتصادي المسجل خلال الثلاثي الرابع من عام 2008 ، وتعتبر اليابان ، بريطانيا ، ألمانيا ، إيطاليا إلى جانب الولايات المتحدة الأمريكية الدول الأكثر تضرراً من الأزمة و يدل هذا على سرعة تنقل الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى بقية دول العالم ، وهناك إحصائيات تؤكد بان اثر الأزمة كان محدودا في عام 2008 حيث تسجل PIB منطقة اليورو انخفاض ب 1,2 نقطة أساسا في حين انخفضت سنة 2009 ب 6,2 نقطة و نفس الشيء في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تراجع PIB ب 2.6 عام 2008 ثم بلغ تراجع 5 نقاط كاملة سنة 2009.

المبحث الثاني: نظرة عامة عن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

يعتبر البنك الفيدرالي الأمريكي بما يملك من أدوات وسياسات من اكبر المؤسسات النقدية في العالم من حيث القوة و التأثير ، حيث يتم متابعة قراراته بصورة تفصيلية من قبل كل المستثمرين في العالم وأي تغيير يحصل على السياسة النقدية الخاصة به يؤثر به على أسواق العالم بأكمله.

المطلب الأول: نشأة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

أنشئ أول بنك قومي للولايات المتحدة الأمريكية في عام 1771 حيث تمّ منحه امتيازات احتكارية لمدة عشرين سنة قابلة للتجديد ، وهذا ما أدى بأصحاب المصالح إلى المعارضة و بالتالي لم يمنح التجديد عندما حان وقته.

وفي عام 1816 انشئ بنك قومي آخر أعطيت له سلطات أوسع في الإشراف والتوجيه وكان ذات صلة وثيقة بالحكومة وأهداف السياسة الاقتصادية وقام على المبادئ المتبعة في أوروبا ، لكن التقدم الاقتصادي المضطرب الذي شهدنه 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 ، وتسبب الذعر الذي حدث عام 1907 في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ضرورة مراجعة النظام المصرفي اللامركزي، و أوضحت اللجنة النقدية القومية المشكلة لدراسة الأوضاع النقدية والمصرفية بضرورة إخضاع البنوك التجارية لرقابة البنك المركزي على غرار بنك إنجلترا

وفرنسا واستنادا إلى ذلك أسس النظام الاحتياطي الفيدرالي بموجب القانون الذي صدر عام 1913 والذي اشترط قيام نظام إقليمي من بنوك الاحتياطي الفيدرالي تمثل سلطة البنك المركزي، لذا أنشئ في كل منظمة بنك احتياطي فيدرالي يقوم بوظائف البنك المركزي في منطقته ويتكون رأسماله من مساهمة البنوك التجارية الأعضاء بما يعادل 06 من رأسمال البنك التجاري واحتياطاته¹.

ورغم ذلك فإن بنوك الاحتياطي الفيدرالي تعتبر من الناحية الإدارية مؤسسات شبه حكومية تعمل للصالح العام ولا تستهدف تحقيق الأرباح ، ويقوم كل بنك من بنوك 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 التي تصدر توجيهاتها الملزمة للبنوك الاحتياطية ، و في الأخير نشير إلى أن بنوك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تقوم بجمع ودائع الخزينة الأمريكية وتدفع الالتزامات الحكومية كما أنها تقرض الخزينة مباشرة².

المطلب الثاني: تعريف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

توجد عدة تعريفات للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي نذكر منها ما يلي³:

التعريف الأول: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو البنك المركزي الأول والوحيد التابع للولايات المتحدة الأمريكية والذي تأسس في 23 ديسمبر 1913 نتيجة الاستجابة لعدة هزات اقتصادية أصابت البلاد آنذاك.

التعريف الثاني: هو البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية مقره العاصمة واشنطن حيث يعتبر هو المسؤول عن السياسة النقدية للولايات المتحدة الأمريكية واستقرار العملة وسعر صرفها وطباعة النقود والتحكم بمعدل الفائدة على القروض، كما انه المنفذ للبنوك العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية عبر إقراضها أثناء الأزمات المالية من خلال سياسة التيسير الكمي حيث يشرف على البنوك ليتأكد من عدم استعمالها لسياسة متهورة وإن جميع تعاملاتها المالية تسير في الاتجاه الصحيح.

¹ لبنى كسيس، مريم بوخاري، تقييم فعالية البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي (دراسة حالة البنك الفيدرالي)، مذكرة تخرج شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد نقدي و بنكي، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2016/2017، ص ص 72-73.

² بسمة حباش، نورة محداب، أثر الازمة المالية العالمية 2008 على إستقلالية البنوك المركزية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية دولية، جامعة جيجل، 2014/2015، ص 46.

³ لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سابق، ص 73.

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 .

ومن التعاريف السابقة يمكن استنتاج تعريف شامل للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي:

" يعتبر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في الولايات المتحدة الأمريكية الأقوى في العالم لما يتمتع به من سلطة وحرية تامة في اتخاذ القرارات وتنفيذ السياسة النقدية من أجل ضمان استقرار نقدي واقتصادي في البلد".

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

يتكون هيكل البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مما يلي¹:

1- مجلس المحافظين: تم تأسيسه من قبل الكونغرس على أنه السلاح الذي يتم استخدامه من قبل الجهاز المصرفي المركزي في البلاد، هذا المجلس يشرف على بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ويتألف من سبعة أعضاء ويتم تعيينهم من قبل رئيس الولايات المتحدة الأمريكية ويصادق عليه مجلس الشيوخ مدة العضوية في هذا المجلس 14 سنة متعددة التعيينات، العديد من الخدمات التي تقدمها البنوك الاتحادية لمؤسسات الإبداع و الحكومة تشبه الخدمات التي تقدمها البنوك ومؤسسات الادخار لعملائها من الشركات والأفراد ، يتمثل عملها في الاحتفاظ باحتياطي البنوك والاستمرار بتزويد الاحتياطات النقدية لمؤسسات الإبداع وتقديم القروض لهم . هذا بالإضافة إلى القيام بتحريك العملة والنقود داخل وخارج البلاد وجمع ومعالجة الملايين من الشبكات كل يوم وتعمل أيضا على توفير وفحص حسابات وزارة المالية وإصدار وتلخيص الأوراق الحكومية والإشراف على سلامة البنوك الأعضاء.

2- البنوك الاحتياطية الفيدرالية الإقليمية: تتوزع البنوك الإقليمية في جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكية وفي مختلف المدن الرئيسية تم تقسيمها إلى اثني عشرة بنك على اثني عشر منطقة مختلفة يطلق على كل بنك من هذه البنوك اسم المدينة التي يتواجد بها وتتمثل هذه المدن في بوسطن، نيويورك ، فيلادلفيا ، كليفلاند، ريتشموند ، أتلانتا ، شيكاغو، سانت لويس، فرانسيسكو، دالاس، كانسا سيتي، مينيا بوليس و أهم ما ميز هذه البنوك إنها ليست بنوك للدائع و تكون مهمة هذه البنوك تولي عملية المقاصة وإدارة العملة

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 73-75.

في التداول عن طريق سحب الأوراق التالفة من التداول من التداول وإصدار عملات جديدة وتقديم القروض إلى البنوك الأخرى داخل المنطقة والقيام بوظائف الإشراف والرقابة عليها واقتراح سعر الخصم.

غرس على أنه السلاح الذي يتم استخدامه من قبل الجهاز المصرفي في البلاد، يشرف هذا المجلس على بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ويتألف من سبعة أعضاء ويتم تعيينهم من قبل رئيس الولايات المتحدة الأمريكية ويصادق عليه مجلس الشيوخ، مدة العضوية في هذا المجلس 14 سنة متعددة التعيينات، العديد من الخدمات التي تقدمها شبكات البنوك الاتحادية لمؤسسات الإيداع والحكومة تشبه الخدمات التي تقدمها البنوك ومؤسسات الادخار لعملائها من الشركات والأفراد يتمثل عملها في الاحتفاظ باحتياطي البنوك والاستمرار بتزويد الاحتياطات النقدية لمؤسسات الإيداع وتقديم القروض لهم، هذا بالإضافة إلى القيام بتحريك العملة والنقود داخل وخارج الوطن، وجمع ومعالجة الملايين من الشبكات كل يوم، و تعمل أيضا على توفير وفحص حسابات وزارة المالية إصدار وتلخيص الأوراق المالية الحكومية والإشراف على سلامة البنوك الأعضاء.

3- لجنة السوق المفتوحة الاتحادية: هي المسؤولة عن وضع السياسة النقدية ويتكون هذا المجلس من سبعة أعضاء من مجلس المحافظين و رؤساء البنوك الإقليمية الاثني عشر، إن خمسة من الاثني عشر من رؤساء البنوك الإقليمية يسمح لهم بالتصويت في أي وقت وهم رئيس البنك الاحتياطي في نيويورك وأربعة آخرون يتغيرون كل عام بسبب هذا التشكيل يتحلى البنك بجانبين الخاص و العام حيث تم تأسيسه لخدمة مصالح عامة الشعب من جهة و كذلك المؤسسات المصرفية الخاصة من جهة أخرى.

4 - البنوك الأعضاء: البنك العضو هو مؤسسة خاصة تمتلك أسهم في البنك الاحتياطي الإقليمي وتحفظ جميع البنوك المستأجرة وطنيا بمخزون في احد بنوك الاحتياطي الفيدرالي الإقليمي وقد تختار البنوك من الدول أن تكون أعضاء وان تحفظ بمخزونها في مصرف الاحتياطي الفيدرالي الإقليمي وكمية الأسهم التي التي يتوجب أن يمتلكها البنك العضو تساوي 3 % من رأس مالها وفائضها ومع ذلك فان الاحتفاظ بالمخزون في بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ليس مثل امتلاك أسهم في شركة متداولة بشكل عام هذه الأسهم لا يمكن بيعها أو تداولها ، والبنوك الأعضاء لا تسيطر على البنك الاحتياطي الفيدرالي نتيجة امتلاك هذا المخزون من أرباح البنك الإقليمي الذي هو عضو فيه ، يتلقى البنك العضو توزيعات أرباح تساوي 6 % من الأسهم التي تم شراؤها أما ما يتبقى من أرباح البنك الاحتياطي الفيدرالي الإقليمي فيعطى لوزارة الخزانة بالولايات المتحدة الأمريكية ففي عام 2015 حقق الفيدرالي البنك أرباحا بلغت 100 مليار دولار

ووزع أرباحا مقدرة ب 2.5 مليار دولار أرباحا على البنوك الأعضاء فضلا عن عائدات قدرت ب 97 مليار دولار لوزارة الخزانة الأمريكية .

5 - المجالس الاستشارية: وتقدم ثلاث مجالس استشارية قانونية تتمثل في المجلس الاستشاري الاتحادي والمجلس الاستشاري للمستهلكين ، المجلس الاستشاري لمؤسسات الادخار تقدم المشورة الى المجلس بشأن المسائل ذات الاهتمام الحالي وتجتمع هذه المجلس التي ينتمي أعضائها من كل مقاطعات الاحتياطي مرتين أو أربع مرات في السنة ولدى البنوك الاحتياطية الفيدرالية لجنة استشارية للمؤسسات الاتحادي الأثني عشر الإدارية ولجان الأعمال التجارية الصغيرة و اللجان الاستشارية الزراعية وعلاوة عن ذلك يجتمع المسؤولون من جميع المصارف الاحتياطية دوريا في لجان مختلفة .

المطلب الرابع: وظائف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

يؤدي البنك الاحتياطي الفيدرالي مجموعة من الوظائف الرئيسية من اجل تحقيق المصلحة العامة وتعزيز مصلحة الاقتصاد الأمريكي ومن بين هذه الوظائف نذكر ما يلي¹:

1 - وضع السياسة النقدية: وتعتبر من أهم الوظائف التي يقوم بها الاحتياطي الفيدرالي ويشير مصطلح السياسة النقدية إلى الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي مثل مجلس الاحتياطي الاتحادي للتأثير على توافر تكلفة المال والائتمان للمساعدة على تعزيز الأهداف الاقتصادية الوطنية وهذه الأهداف تتمثل في حماية القوة الشرائية للدولار وتشجيع الظروف الداعمة للنمو الاقتصادي ، ويسهم مجلس الاحتياطي في تحقيق هذه الأهداف من خلال إجراءات السياسة النقدية التي تؤثر على توافر تكلفة المال و الائتمان وتتمثل أهداف السياسة النقدية لمجلس الاحتياطي الاتحادي في هدفين كما حددهما الكونغرس وهما تعزيز الحد الأقصى من العمالة واستقرار الأسعار ولتعزيز النمو الاقتصادي مع الحفاظ على استقرار الأسعار ويجب على مجلس الاحتياطي الاتحادي الموازنة بين تدفق الأموال و الائتمان ويتحقق هذا التوازن من خلال التأثير على مستويات احتياطات المؤسسات المالية مما يؤثر بدوره على قدرة المؤسسات على تقديم القروض شراء الاستثمارات .

¹ لبنى كسيس و مريم بخاري، مرجع سابق، ص ص 75-79.

2 - توفير العملة: يعتبر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي المسؤول عن توزيع العملة وضمان ما يكفي منها لتلبية الطلب العام حيث تطبع من طرف مكتب الولايات المتحدة الأمريكية والنقش و الطباعة في واشنطن و تكساس ، فيتم بذلك شحن العملة للبنوك وفروعها في جميع أنحاء البلد.

3 - تقديم الخدمات إلى المؤسسات القائمة بالإيداع: وكجزء من البنك المركزي في البلاد تتشارك البنوك الاحتياطية الإقليمية بنشاط في نظام الدفع الوطني لمساعدتها على العمل بأقصى قدر من الكفاءة و الأمان وعلى عكس مقدمي خدمات الدفع الخاصة التي تتقاضاها عن كثب تكاليفها ولا تتجاوزها .

ومنذ صدور قانون تحرير مؤسسات الإيداع و التحكم النقدي لعام 1980 لم تكن الخدمات المالية للبنوك الاحتياطية متاحة فقط للبنوك الأعضاء في النظام الاحتياطي الاتحادي وإنما أيضا للبنوك التجارية غير الأعضاء وجمعيات الادخار والقروض و الاتحادات الائتمانية وبنوك الادخار المتبادل .

4 - تقديم خدمات: الدفع وذلك من خلال المحافظة على ما يكفي من العملة لتلبية الطلب وتقديم خدمات تحصيل شيكات البنوك و مؤسسات الإيداع الأخرى وتوفير الخدمات المالية لحكومة الولايات المتحدة الأمريكية وبعض المؤسسات الأجنبية

5 - تقديم خدمات للخرينة الأمريكية: تقدم البنوك الاحتياطية عدد من الخدمات المصرفية و المالية لوزارة الخزينة الأمريكية بما في ذلك اثنين من الخدمات الرئيسية و هما حساب فحص الخزينة والوكيل المالي للخرينة .

6 - المدفوعات الالكترونية وتحويل الأموال: تقوم البنوك الاحتياطية وأخرى من القطاع الخاص بتوفير المعالجة الالكترونية للمدفوعات الالكترونية و يقوم البنك الفيدرالي بحوالي ثلاث أرباع المدفوعات في الولايات المتحدة الأمريكية يتم استخدام المدفوعات الالكترونية والتي هي ارحص عملية من الشيكات للإيداع المباشر من كشوف المرتبات ومدفوعات الشركات للتأمين ، يستخدم المستهلكون تحويلات لدفع أقساط التأمين و الرهون العقارية والقروض وغيرها من فواتير الخدمات .

كما توفر البنوك الاحتياطية نظام تحويل الأموال الالكتروني الذي يمكن لمؤسسات الإيداع أن تستخدمه لإجراء مدفوعات ذات قيمة كبيرة وقيمة زمنية للمشتريات بين البنوك ومبيعات الأوراق المالية و صرف أو سداد القروض وتسوية المعاملات العقارية .

7 - **الإشراف التنظيم:** وتخضع البنوك التجارية لمجموعة متنوعة من اللوائح التي تهدف إلى التأكد من إنها تخدم المودعين و المجتمعات المحلية بشكل جيد و تتبع المبادئ المصرفية السليمة .

ويتكون مجلس الاحتياطي من وكالات تنظيمية مصرفية أخرى مسؤولة عن كتابة هذه اللوائح وفحص البنوك لتحديد مدى امتثالها ، ويتولى مجلس المحافظين المسؤولية التنظيمية بمجلس الاحتياطي الاتحادي من خلال كتابة قواعد تقيد أو تسمح بأنشطة البنك و غالبا ما يعتمد المجلس هذه اللوائح كاستجابة للتشريع الاتحادي .

بالإضافة إلى اكتساب مجلس الاحتياطي الفيدرالي مسؤولية إشرافية إضافية بموجب قانون " دود فرانك " لإصلاح وول ستريت و حماية المستهلك بما في ذلك سلطة مراقبة المؤسسات الكبيرة أو المعقدة التي يمكن أن تهدد استقرار الاقتصاد الأمريكي و النظام المالي كما أنشئ التشريع لمراقبة الاستقرار المالي من خلال تحديد المخاطر الناشئة التي تواجه النظام المالي ومعالجتها عن طريق مجموعة من الوسائل المستخدمة وبالإضافة إلى ذلك ترصد البنوك الاحتياطية امتثال البنوك التجارية لقوانين حماية المستهلك المتعلقة بالائتمان وقانون الحقيقة في الاقتراض .

8- **حفظ الأوراق المالية:** ويجوز لمؤسسات الإيداع أن تطلب من بنك احتياطي أن يحتفظ بأوراق مالية إما لحفظها أو كضمان الحصول على القروض من مجلس الاحتياطي الاتحادي ويتم الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية من الحسابات وتجهيز المدفوعات .

المبحث الثالث : استخدام الاحتياطي الفيدرالي للوسائل غير التقليدية في مواجهة الازمة.

يلعب البنك الاحتياطي الأمريكي دورا نشيطا و متزايدا في أداء الاقتصاد و الأسواق المالية من خلال إستخدام العديد من الأدوات الخاصة به (أدوات السياسة النقدية)، ففي ظل تداعيات الأزمة المالية لسنة 2009 و عندما أصبحت أدوات السياسة النقدية غير فعالة، لم يكن للبنك الاحتياطي خيار سوى إتباع سياسة نقدية غير تقليدية من أجل الخروج من هذه الأزمة .

نتناول في هذا المبحث أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي استخدمها الاحتياطي الفيدرالي في مواجهة الأزمة المالية العالمية، و تتمثل هذه الأدوات في التيسير الكمي و التوجيه المسبق و أسعار الفائدة المصرفية و التيسير الائتماني.

المطلب الأول : استخدام أداة التيسير الكمي

تعد أداة التيسير الكمي الأداة الرئيسية الأكثر استخداما من قبل الاحتياطي الفيدرالي خلال أزمة 2008 ، حيث عرفت نهاية ذلك العام خروج الاحتياطي الفيدرالي عن وضعه التقليدي المتمثل في استعماله للسياسات النقدية التقليدية ، حيث قام هذا الأخير بتوفير السيولة لكامل النظام المالي حيث جدد هذا الإجراء ثلاث مرات بإتباعه مجموعة من الإجراءات تتدرج تحت مظلة التيسير الكمي .

و قام الاحتياطي الفيدرالي في نفس السياق بتقديم السيولة على المستوى الدولي أيضا من خلال خطوط ال SWAPS التي قدم من خلالها العملة الصعبة لأكبر بنوك العالم ، كما أن الاحتياطي الفيدرالي واجه في نهاية عام 2008 انكماش في PIB بحوالي 9% و كان يفترض أن يعالج هذا الانكماش بإتباع أداة خفض معدلات الفائدة إلا أن ذلك لم يكن ممكنا لأن أسعار الفائدة السائدة على الأرصد الفيدرالية كانت تتراوح ما بين 0 و 0.25% .

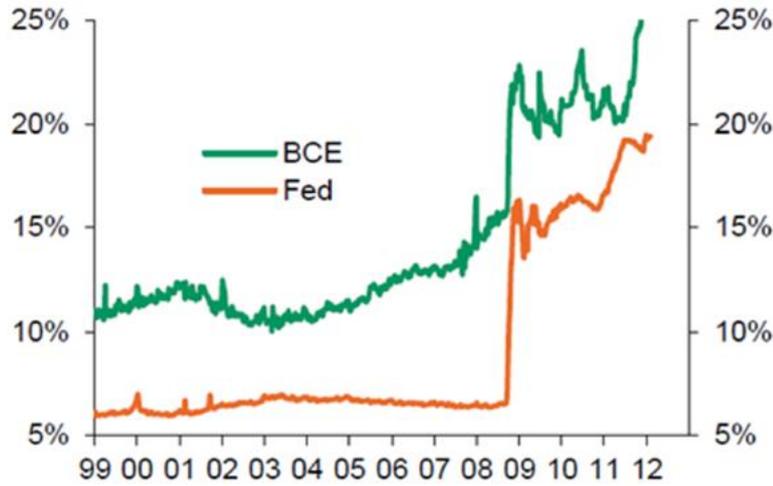
و قد حتم هذا الوضع على الاحتياطي الفيدرالي استعمال أداة التيسير الكمي حيث قام بعملية شراء واسعة للأصول بهدف التأثير و انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل في كامل السوق ، وقد سميت هذه العملية بـ "large scale asset purchase" بمعنى شراء الأصول بكميات كبيرة ، و هدفت العملية سابقة الذكر إلى تزويد البنوك بالسيولة من خلال قبول السندات العمومية في البداية ثم بضخ السيولة في مؤسستي تسيير الرهن العقاري "Fannie mae و Freddy mac" ، واندرجت هذه العملية في إطار برنامج " بولسن " الذي صرفت فيه حوالي 500 مليار دولار لتجنب انهيار النظام المالي الأمريكي .

كما بلغت مشتريات الاحتياطي الفيدرالي من سندات الخزينة الأمريكية منذ عام 2008 نحو 85 مليار دولار شهريا لتخضع ابتداء من تاريخ 1 جانفي 2014 إلى 75 مليار دولار شهريا ، كما إن لمختلف إجراءات التيسير الكمي انعكاسا مباشرا على ميزانية الاحتياطي الفيدرالي التي سجلت ارتفاعا مستمرا حيث تجاوزت قيمة ميزانية الاحتياطي الفيدرالي في أواخر 2013 قيمة 3700 مليار دولار ما يمثل 19 % من الناتج الداخلي الخام للولايات المتحدة الأمريكية وتشكل سندات الخزينة حوالي ثلثي من أصول ميزانية الاحتياطي الفيدرالي والثلث المتبقية عبارة عن ديون الرهن العقاري من 100 مليار دولار خلال عام 2008 إلى 4000 مليار دولار نهاية المرحلة الثالثة من مراحل التيسير الكمي .

وتتشكل خصوم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي من ديون المؤسسات بنسبة ثلثي و الثلث المتبقي عبارة عن الأوراق المتداولة وقد رأى عدد من المحللين الاقتصاديين الزيادة في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي عملا محفزا لظهور الفقاعات المالية وخطرا محتملا بسبب الإفراط في السيولة داخل الاقتصاد .

كما يدل توجه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ 2013 نحو تخفيض مشترياته من سندات الخزينة إلى عدم إهماله لهذه النقطة و الشكل الموالي يظهر تطور حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي من سنة 2000 وإلى غاية 2012¹.

الشكل رقم (5) : حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من الناتج الداخلي الخام (2000- 2014)



Source: Isabelle JOB, politique monétaire: nouvelles frontières nouveaux défis, ECO FOCUS, N°12/13, CREDIT AGRICOLE, 27 mars 2012, P.4

المصدر : محمد الامين وليد الطالب ، دور السياسة النقدية في معالجة الازمة المالية ،(حالة البنك المركزي الاوربي) ، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، 2007/2008 ، ص 168.

كما قام الاحتياطي الفيدرالي بمجموعة من الإجراءات والتي تندرج ضمن سياسة التيسير الكمي وهذه الإجراءات متمثلة في قيامه بشراء كميات كبيرة من سندات الخزينة بوتيرة 85 مليار دولار شهريا حتى نهاية 2013 وبوتيرة 75 مليار دولار شهريا خلال سنة 2014 كما قام بشراء أوراق الرهن العقاري وكذلك قام بالتوسع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة موجودات جديدة ففي شهر تشرين الأول من عام 2008 أعلنت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة عن برنامج بمبلغ 700 مليار دولار لشراء أوراق مالية مضمونة بعقارات و دين عام ، وفي عام 2009 وسعت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة برنامج الشراء هذا بصورة كبيرة معلنة أنها سوف تشتري 1.25 تريليون دولار من أوراق مالية مضمونة بعقارات و 200 مليار دولار من الوكالات و 300 مليار دولار من ديون الخزينة طويلة الأجل ، وفي تشرين الثاني عام 2010 أعلنت لجنة السوق المفتوحة أنها ستوسع محفظة الاحتياطي الفيدرالي بشراء 700 مليار دولار من الأوراق المالية

¹ محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص ص 157-168.

طويلة الأجل وفي سنة 2011 أدخلت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة تغييرات على برنامج مشترياتها دعي برنامج توسيع الاستحقاق والذي تم بموجبه شراء 400 مليار دولار من الأوراق المالية طويلة الأجل للخبزينة وبيع مقدار مساوي من الأوراق المالية قصيرة الأمد للخبزينة إن QE1 و QE2. قد أحدثنا اثر هام في أسعار الموجودات وكاننا فعالتان في تقديم الدعم للاقتصاد و قد أنهت QE2 ما يمكن وصفه بمشكلات ركود تضخمي وفيما يلي عمليات التسهيل الكمي التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي¹.

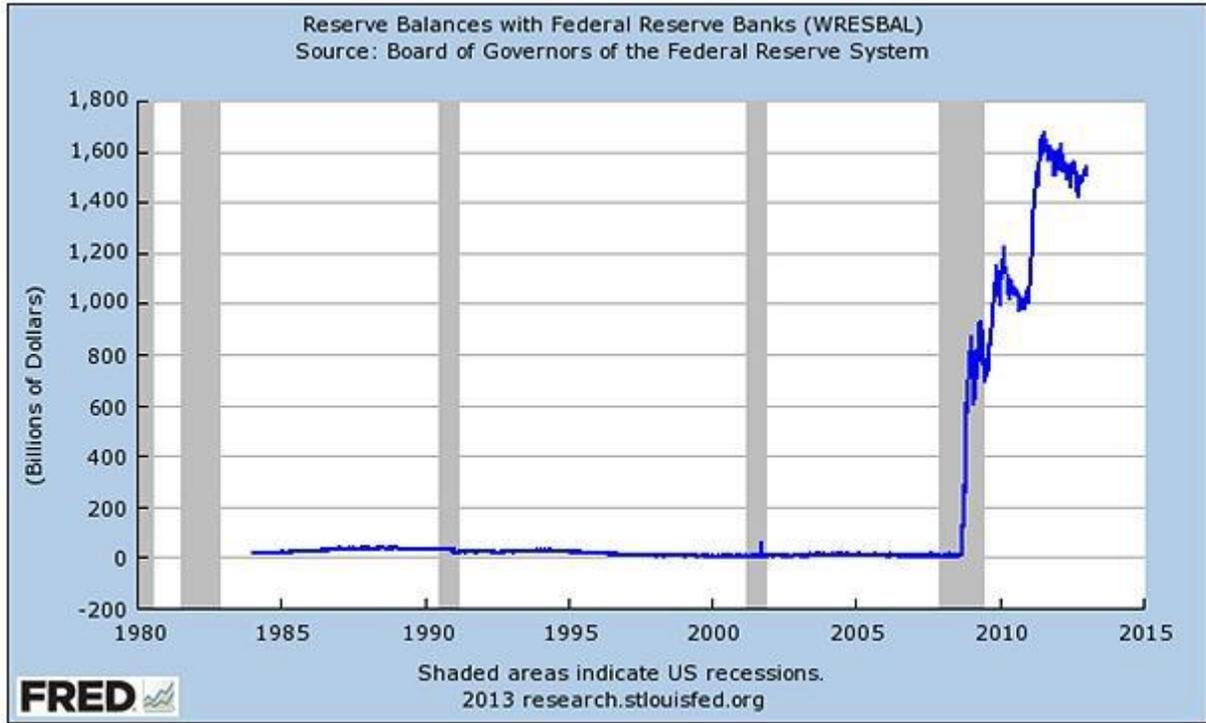
الجدول رقم (2): عمليات التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (مليار دولار)

QE3		QE2		QE1	
المبلغ	التاريخ	المبلغ	التاريخ	المبلغ	التاريخ
40 شهريا	أيلول 2012	700	تشرين الثاني 2010	750	تشرين الثاني 2009

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على بيانات الاحتياطي الاتحادي الأمريكي.

¹ صاري علي، مرجع سابق، ص 15.

الشكل رقم (6): يوضح حجم التسهيلات الكمية المتوفرة من طرف الاحتياطي الفيدرالي.



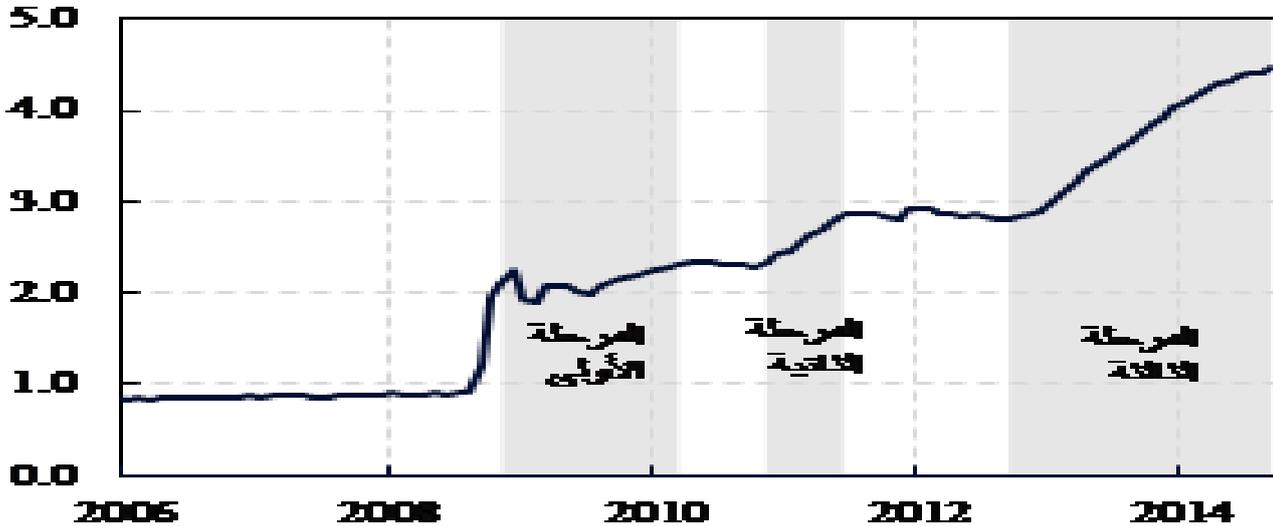
المصدر : صاري على، البنوك المركزية في الدول النامية و قدرتها على الممارسات غير التقليدية ، مجلة الاقتصاد و المالية ، ص15.

و قد نفذ بنك الاحتياطي الفيدرالي ثلاثة مراحل من التيسير الكمي منذ الأزمة المالية في عام 2008 ، فقد بدأت المرحلة الأولى من التيسير الكمي في نوفمبر 2008 واستمرت لمدة 17 شهر وخلال هذه الفترة اشترى بنك الاحتياطي الفيدرالي ديون الهيئات الحكومية "فاني ماي " و "فريدي ماك " والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل بهدف إزالة الأصول ذات الجودة المنخفضة وتشجيع الإقراض في الاقتصاد .

وفي المرحلة الثانية من برنامج التيسير الكمي والتي أعلن عنها في 2010 والتي استمرت حتى يونيو 2011 واصل البنك عملية الشراء التي بدأت في المرحلة الأولى ، أما المرحلة الأخيرة من برنامج التيسير الكمي التي تم تدشينها في سبتمبر 2012 تضمنت مشتريات شهرية مفتوحة الأجل بقيمة 850 مليار دولار أمريكي من السندات المدعومة بالرهن العقاري و السندات الحكومية طويلة الأجل، وقد تم خفض هذه المشتريات تدريجيا بداية من يناير 2014 حتى وصلت لنهايتها بعد اجتماع الاحتياطي الفيدرالي ، ونتيجة

لهذه المراحل تضاعفت الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي أربع مرات تقريبا من حوالي 1 تريلون دولار أمريكي سنة 2008 إلى ما يعادل 5،4 تريلون دولار في أكتوبر 2014¹.

الشكل الرقم (7): يوضح الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي و مراحل التيسير الكمي



المصدر: بنك قطر الوطني, إسدال الستار على برنامج التيسير الكمي في الوم.أ متوفر على الرابط:

<https://sa.investig.com/analysis/22731-2.consultir> le 10/05/2017.21:00h.

المطلب الثاني: تنفيذ الاحتياطي الفيدرالي للسياسة التوجيه إلى الأمام

بدأ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تنفيذ سياسة التوجيه نحو الأمام أو سياسة التوجيهات المستقبلية في ديسمبر 2008 ، عندما ابلغ اجتماع اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة الأسواق بالظروف التي ستنقى فيها المعدلات الرئيسية في نطاق 0 - 0.25% ، مشيراً إلى أن الظروف الاقتصادية قد تبرز مستويات منخفضة للغاية من معدل الأموال الاتحادية لبعض الوقت .

في مارس 2009 بدأ اتصال اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة بالتطور ليتغير مصطلح " بعض الوقت" إلى "الفترة الممتدة" كما تؤكد اللجنة الفيدرالية على أن المسار المستقبلي لصناديق الاحتياط الفيدرالي يعتمد على التطور المستقبلي للنشاط ، ويوفر للأسواق معلومات عن العناصر التي قد تؤدي في المستقبل إلى

¹ عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي و دوره في السياسة النقدية ، مجلة جامعة كركوك للعلوم

الادارية و الاقتصادية، العراق، المجلد 4، العدد 2، 2014، ص 128.

تغيير في السياسة النقدية ، على سبيل المثال ففي بيان صحفي صدر في نوفمبر 2009 تنص لجنة السياسة النقدية على أن الظروف الاقتصادية التي توجه موقف السياسة النقدية تتعلق بانخفاض معدل استخدام الطاقة الإنتاجية و تضخم متوسط الاتجاه و توقعات التضخم مستقرة ، ومع ذلك تظل رسالة اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة مشروطة بفترة زمنية كما هو مقترح في البيان الصحفي الصادر في أوت 2011 ، حيث توجد إشارة واضحة إلى تاريخ الحفاظ على أسعار الفائدة الرئيسية (منتصف 2013).

و تخشى اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة من أن هذا النهج من التوجيه نحو الأمام غير مفهوم بشكل جيد من قبل الأعوان الاقتصادية و كان هذا هو السبب في حدوث تغيير هام ، حيث قررت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة تكييف التزامها بالتطور المستقبلي للمعدلات عند إطلاق العتبات الدورية ، و بالتالي فقد التزمت بإبقاء معدلات الفائدة منخفضة طالما بقي معدل البطالة أعلى من 5,6 % ، ولن يتجاوز التضخم المتوقع في عام أو عامين على المدى الطويل عتبة الـ 2 % وان توقعات التضخم على المدى الطويل ستبقى راسخة بقوة.

من المهم ملاحظة أن هذا التحول في اتصالات اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة هو جزء من عملية أوسع لتوضيح السياسة النقدية وهذا منذ نوفمبر 2007 ، نشرت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة ملخصا للاستقطابات الاقتصادية يقدم معلومات مفصلة عن توقعات أعضائها يسمح الاستقطاب الاقتصاد ..SEP. للجهات الاقتصادية بالحصول على معلومات حول أهداف اللجنة على المدى الطويل فيما يتعلق بالبطالة والتضخم.

بالإضافة إلى الإستراتيجية المتبعة أصدرت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة بيانا حول الأهداف طويلة الأجل وإستراتيجية السياسة النقدية ، و سجلت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة قيمة عديدة لاستراتيجية محددة لهدف التضخم طويل الأجل 2 % .

لقد أتاح هذا للجنة الاطالة في كلمات إعلاناتها من أجل التوضيح وشرح إتجاه هذه السياسة ، حيث بلغ متوسط الاعلانات قبل الأزمة 200 كلمة بالانجليزية عام 2006 أما بعد الازمة فقد شملت 600 كلمة بالإنجليزية عام 2013 ، تحتوي بيانات اللجنة على المزيد من المناقشة حول اتجاه السياسة العامة و الظروف الأساسية التي توجه السياسة النقدية المستقبلية.

المطلب الثالث : تطبيق الاحتياطي الفيدرالي لسياسة أسعار الفائدة الصفرية.

تعد أسعار الفائدة الصفرية أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ، و تعد ثاني أداة من حيث الأهمية استخدمها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي حيث حاول إبقاء معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة تتراوح ما بين 0 و 0.25 % والى غاية منتصف عام 2015¹.

و تشير التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية خلال الربع الثاني من عام 2014 إلى حدوث بعض التغيرات في أسعار الفائدة لدى بعض المصارف وثباتها دون تغيير يذكر لدى مصارف أخرى ، فقد أبقى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على سعر الفائدة عند مستوى 0.25% دون تغيير للعام الخامس على التوالي .

ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض أو الصفرية منسجما مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الأزمة ، والهادفة إلى تحفيز الاقتصاد على النمو من خلال سياسات نقدية و مالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي ، و الجدول الموالي يوضح أسعار الفائدة المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية.

الشكل رقم (3): يمثل أسعار الفائدة المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية .

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013
سعر الفائدة في الو.م.أ	%1.1	%0.5	%0.5	%0.7	%0.4

المصدر :

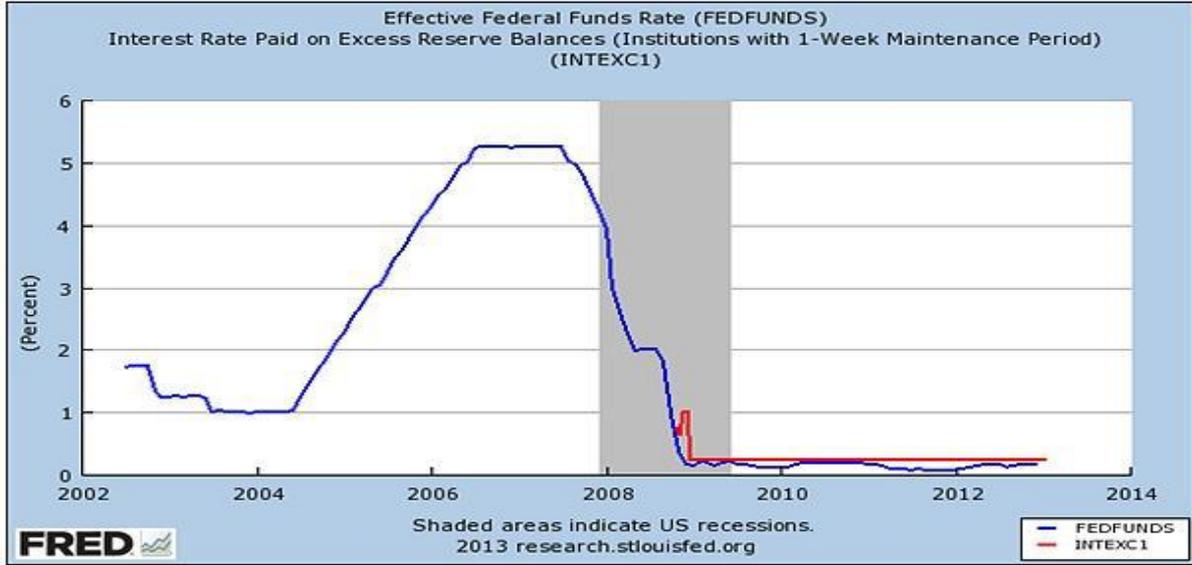
– United nations, World economic situation and prospects (Eurostat) data base, April 2004 .

ويقوم الاحتياطي الفيدرالي بإتباع سياسة استهداف التضخم من خلال ضبطه و تعديله أسعار الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف ، كما أن إتباع سياسة أسعار الفائدة الصفرية من قبل الاحتياطي الفيدرالي في تعامله مع الأزمة و تداعياتها يهدف إلى تسهيل حصول الأفراد على الائتمان لان العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية ، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على

¹ محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص 163.

الإقراض سوف يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح وهذا ما ينشده الاحتياطي الفيدرالي من خلال أسعار الفائدة الصفرية كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة¹.

الشكل رقم (8): يمثل معدلات الفائدة المطبقة من طرف الاحتياطي الفيدرالي.



المصدر: صاري علي، البنوك المركزية في الدول النامية و قدرتها على الممارسات غير التقليدية ، مجلة الاقتصاد و المالية ص15.

ومن الشكل أعلاه نستنتج أن أسعار الفائدة التي كانت مطبقة من قبل الاحتياطي الفيدرالي وذلك قبل الأزمة المالية 2008 كانت تقارب 2.5 % في سنة 2003 ثم اتجهت نحو الانخفاض لتصل الى 1 % في نهاية 2003 وحتى أواخر 2004 ثم شهدت ارتفاعا ملحوظا حيث وصلت الى 5% بداية من أواخر 2006 وبداية 2008 ومع اندلاع الأزمة المالية سنة 2008 انخفضت أسعار الفائدة بشكل سريع وبلغت حدود دنيا وصلت إلى 0.2 % وهذا كان من ضمن سياسات الاحتياطي الفيدرالي الرامية إلى معالجة الأزمة ووضع حلول تمنع تفاقم وتدهور الوضع الاقتصادي .

المطلب الرابع: الاحتياطي الفيدرالي وأداة التيسير الائتماني.

وفق سياسة التيسير الائتماني يستخدم البنك المركزي عمليات السوق المفتوحة لشراء الأوراق المالية العامة و الخاصة ذات الاماد الطويلة ، كما يطبق التيسير الائتماني على عمليات شراء الأوراق المالية الخاصة ويؤمل من عمليات الشراء هذه توسيع السيولة عند المصارف وقطاع الاعمال كما تقوم بتأمين هبوط سريع

¹.صاري علي، مرجع سابق، ص ص 10-16.

في اسعار الفائدة طويلة الاجل ، و الذي يتوقع تحققه من خلال ما يولده من تصاعد الطلب على الاصول المالية العامة و الخاصة طويلة الامد من ارتفاع في أسعارها و انطلقت السلطة النقدية من فرضية ان انفراج ازمة السيولة وارتفاع نسبة الاصول السائلة من مجموع الاصول لدى قطاع الاعمال نتيجة التيسير الائتماني يحسن من القدرات الاقتراضية لأرباب العمل ، الأمر الذي يحفزهم على توسيع نشاطهم الإنتاجي و الاستثماري و باختصار فان التيسير الائتماني يؤدي الى توسع الاساس النقدي و عرض الائتمان و الى تخفيض كلفة الاقتراض طويل الاجل ، ولكن المشكلة في التيسير الائتماني تكمن في أن توظيفه لزيادة الاساس النقدي و تحسين القدرات الإقتراضية لا يضمن بحد ذاته التصاعد الفعلي في الطلب على القروض بأمادها المختلفة¹.

يقوم الاحتياطي الفيدرالي من خلال اداة التيسير الائتماني بالتركيز على الاوراق الموجودة في اصول ميزانيته بدلا من التركيز على زيادة قاعدته النقدية إذ يقوم بشراء السندات او اسهم غير معمقة خاصة او عمومية على المؤسسات المالية او مباشرة على المؤسسات الغير مالية والذي يؤدي تلقائيا الى زيادة خصوم البنك من خلال اصدار السيولات و تهدف عمليات الشراء السابقة الى رفع الاصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الاجل و تنشيط الاقتصاد ، كما تهدف اداة التيسير الائتماني الى تخفيض علاوات المخاطرة من شأنه تحفيز الاقتصاد .

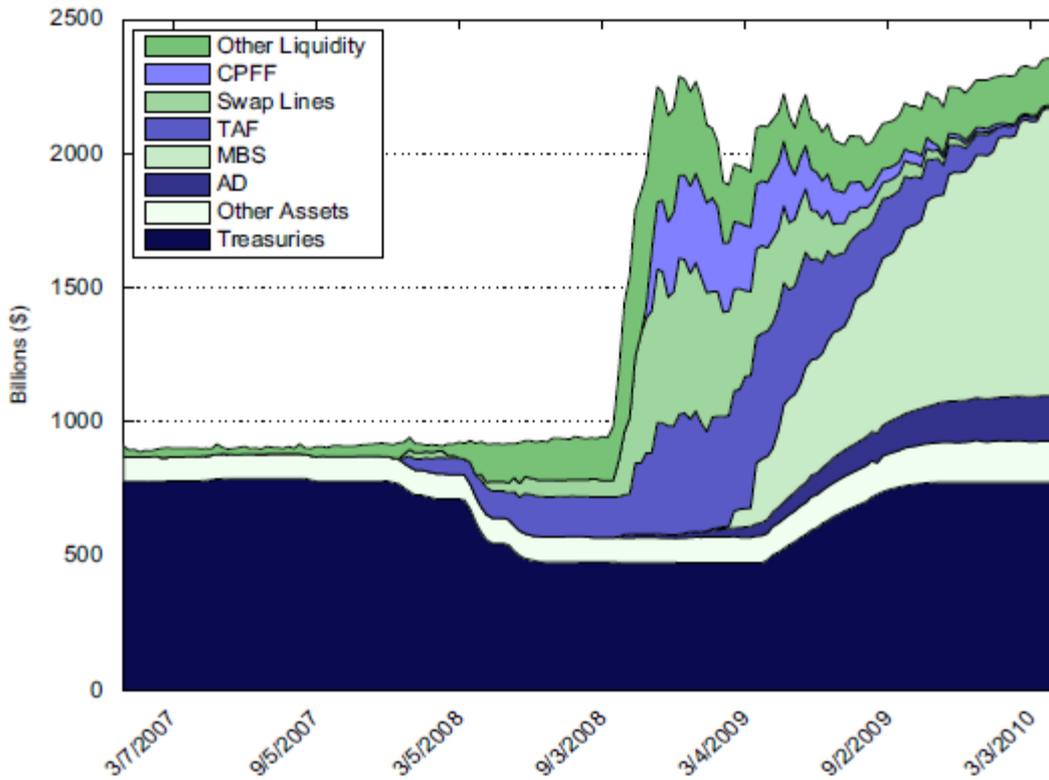
و لإداة التيسير الائتماني نقطة ايجابية تتمثل في التحكم المباشر للبنوك في عمليات ضخ السيولة حيث يتم توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة و تحد من امكانية ظهور فقاعات مضاربة من جهة اخرى وبالرغم من فعالية هذه الاداة في تنشيط الاقتصاد إلا انها تبقى صعبة التطبيق و خطيرة في نفس الوقت و تدفع بالاحتياطي الفيدرالي القيام بتيسير التمويل حيث ييسر من موقفه اتجاه علاوات المخاطر المطلوبة واتجاه التقدير الخاطئ للخسائر المتعلقة بالأوراق الممولة .

إن منهج الاحتياطي الفيدرالي في دعم أسواق الائتمان هو مفهوم يختلف عن التيسير الكمي ، رغم وجود تشابه من جانب واحد بين التيسير الائتماني و التيسير الكمي وهو ينطوي على توسيع الميزانية العامة للبنك الفيدرالي.

¹ محمد الامين وليد طالب ، مرجع سابق ، ص 159.

يركز منهج التيسير الائتماني للاحتياطي الفيدرالي على مزيج من القروض و الأوراق المالية التي يحملها و على كيفية تكوين هذه الأصول و شروط الائتمان للأسر و الشركات ، حيث قام هذا الأخير بزيادة حجم أصول ميزانيته من خلال مشترياته الهائلة من أوراق عالية المخاطر من القطاع البنكي الخاص ، وهذا في إطار نهجه للتيسير الائتماني.

الشكل رقم(9): الأصول التي قام الاحتياطي الفيدرالي بشرائها في إطار نهجه للتيسير الائتماني.



Source: Cúrdia and Woodford (2011).

يظهر من خلال الشكل السابق أنه : إبتداء من تاريخ 2008/03/09 إزدادت كمية مشتريات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من أدوات ذات خطر بسبي صادرة عن قطاع البنوك و المؤسسات المالية الخاصة ، و هذا في إطار برنامج التيسير الائتماني المتبع من طرف البنك.

Other Liquidity: أنواع أخرى من السيولة.

CPFF: تسهيلات التمويل باستخدام الأوراق التجارية.

Swap Lines: خطوط التبادل.

TAF: تسهيلات المزداد لأجل.

MBS: الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية.

AD: السندات غير المضمومة الصادرة عن مؤسسة تحت رعاية الحكومة الأمريكية.

المطلب الخامس : محاولة الاحتياطي الفيدرالي للخروج من استعمال السياسة النقدية غير التقليدية

بعد مرور عشر سنوات على حدوث الأزمة المالية العالمية ومواصلة الاحتياطي الفيدرالي استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ، وهو الأمر الذي دفع بخبراء المال و الاقتصاد إلى التساؤل عما سيكون عليه النظام المالي الأمريكي عندما تلجأ الحكومة الأمريكية لإنهاء إجراءات التيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية ، خاصة بالنظر لنقاط الضعف التي لا يزال هذا النظام يعاني منها .

وبعد انتهاء اجتماعات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في سبتمبر 2017 كان من المتوقع البدء في إجراءات تقليص التسهيل الكمي من خلال تقليص ميزانية البنك البالغة 4,5 تريليون دولار ابتداء من شهر أكتوبر 2017 ليعلن بذلك بداية النهاية للإجراءات الاستثنائية التي أُتخذت بعد ظهور الازمة العالمية عام 2008.

كان من المتوقع أن تتجه الدول الأوروبية إلى نفس المسار عام 2018 ، وسط تساؤلات عن التأثيرات المتعددة الالوجه التي سوف يخلقها الخروج من مسار التيسير الكمي بعد أن ظلت الاسواق متعايشة معه و معتمدة عليه لنحو عشر سنوات و كيفية الخروج منه بأقل الخسائر الممكنة ، و دون أن يكون له تأثير سلبي على مسار التعافي الاقتصادي الذي تشهده الولايات المتحدة و الدول الأوروبية.

ان مصطلح "التقليص الكمي" استخدم لأول مرة بالمعنى المالي في ماي 2013 من قبل رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي آنذاك "بن برنانكي" عندما أشار في بيان له أنه إذا تعافى الاقتصاد الأمريكي كما هو متوقع ستبدأ إجراءات التسهيل الكمي بالانخفاض ، وبدأت الصحافة المالية بسرعة باستخدام المصطلح ايضا و أصبحت مسألة متى سيبدأ التقليص ، و إلى أي مدى موضوعا مهما و قوي التأثير على الاسواق المالية، حيث أصبح التقليص من استخدام الأدوات النقدية غير التقليدية مسألة وقت ، و بطبيعة الحال فان التقليص سيكون تدريجيا بطبيعته ، و هذا التقليص سوف يكون بطريقتين الأولى هي الانتظار لحين استحقاق السندات الممولة في تاريخ أجالها بينما الطريقة الثانية هو بيع تلك السندات للقطاع الخاص ، و استخدام أي من

الطريقتين سوف يعتمد على حجم التقليل المستهدف بصورة دورية من قبل البنوك المركزية ، و ربما تلجأ هذه البنوك إلى استخدام كلا الطريقتين ، لكن في كل الأحوال يعتقد أن التقليل سوف يكون له تأثير على مجموعة واسعة من فئات الأصول ، وقد ساد الأسواق خلال فترة ماضية حالة عدم اليقين حول متى ستبدأ عملية تخفيض التسهيل الكمي وما هي أثارها المحتملة.

و قد ساد الأسواق خلال الفترة الماضية حالة عدم اليقين حول و متى ، أو ما إذا كانت الحكومات ستبدأ بتخفيض التسهيل الكمي ، مما أدى إلى زيادة التقلب في السوق لأن المستثمرين يحاولون التنبؤ بوقت و مقدار سحب أي دعم ، و في كل الأحوال يتوقع أن يستغرق بيع الديون الأمريكية ما يقترب من أربع سنوات و نصف السنة ، لتنتهي العملية بخفض الديون إلى مستوى 2.5 تريليون دولار و يعتبر خفض الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي أمراً سلبياً للنمو الاقتصادي ، مع تأثير سلبي طفيف على سوق الاسهم و قد يرفع ذلك أسعار الفائدة لان تكاليف إقراض الشركات سترتفع¹ .

¹ عدنان أحمد يوسف ، مقال بعنوان "بين جنة و نار الخروج من التسهيل الكمي" ، متاح على الرابط:

<http://arabic.cnn.com/business/2017/09/25/federal-reserve-quantitative-easing-oped h03:15>

le 25/09/2017

خلاصة الفصل:

الأزمة المالية العالمية 2008 أو ما تعرف بأزمة الرهن العقاري هي أزمة مست اغلب المؤسسات المالية العالمية ، وتعود أسبابها إلى التوريق وانخفاض مستوى الرقابة على المؤسسات المالية ومصداقية المعلومة بالإضافة إلى القيام بممارسات مالية عالية الخطورة و سياسة الإسكان المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية ، ومن المؤسسات المالية والنقدية التي سعت للحد من تداعيات الأزمة نجد البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وهو المسؤول عن السياسة النقدية الأمريكية يشرف على البنوك و يحافظ على الاستقرار المالي ، و ذلك من خلال تبنيه لإجراءات و أدوات تعرف بأدوات السياسة النقدية الغير تقليدية ومن أهم هذه الأدوات المستعملة أداة التيسير الكمي بالإضافة إلى الأدوات الأخرى كالتوجيه إلى الأمام ، و التيسير الائتماني وأسعار الفائدة الصفرية وكل من هذه الأدوات لا يقل أهمية عن الأخرى ، لكن مع استعمال هذه الادوات غير التقليدية كان على البنك وضع استراتيجية للخروج من هذه التدابير رغم غموض هذه الاستراتيجية .

خاتمة عامة

خاتمة عامة :

تعتبر السياسة النقدية أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية ، وتستخدمها الاقتصاديات المعاصرة للتأثير في كمية النقود المتداولة بالشكل الذي يمكنها من الأهداف الاقتصادية الكلية .

وشهدت السياسة النقدية تطورا كما تعرف اختلافا في الحكم على فعاليتها حسب المدارس الاقتصادية ، وتبنى السياسة النقدية على مجموعة من الأسس و تختلف من دولة لأخرى وذلك حسب مستويات التقدم و التطور في النظم البنكية و الاقتصادية والاجتماعية ، كما تسعى لتحقيق أهداف السياسة النقدية غير التقليدية من خلال أدواتها المتمثلة في التيسير الكمي والائتماني والتوجيه إلى الأمام وأسعار الفائدة الصفرية والتي برهنت على قدرتها في الحد من تداعيات الأزمة و التي أثرت هذه الأخيرة على الدول المتقدمة و الدول النامية على حد سواء .

ومع تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008 قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وهو المسؤول عن السياسة النقدية الأمريكية و يحافظ على الاستقرار المالي ، بتبنيه إجراءات و أدوات تعرف بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ومن أهم الأدوات المستخدمة أداة التيسير الكمي بالإضافة إلى الأدوات الأخرى كالتوجيه المسبق و التيسير الائتماني وأسعار الفائدة الصفرية وكل هذه الأدوات لا تقل أهمية عن الأخرى ، لكن الملاحظ غياب إستراتيجية خروج واضحة تحمي الاقتصاديات المستخدمة لهاته السياسة أو الاقتصاد العالمي عموما من آثار الانسحاب المرتقبة .

الإختبار الفرضيات :

من خلال الدراسة التي تناولها بحثنا يمكن التحقق من صحة أو خطأ الفرضيات المطروحة سابقا و ذلك كما يلي:

الفرضية الأولى:

- من خلال المبحث الثاني فإن الفرضية القائلة أن أدوات السياسة النقدية تنقسم إلى أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة (كمية وكيفية) قد تم إثبات صحتها ، حيث تستخدم الأدوات غير المباشرة أو الأدوات الكمية للتحكم في كمية الأموال المتداولة وحجم الائتمان المصرفي ، أما الأدوات

المباشرة أو الكيفية فتهدف إلى تخصيص الائتمان واستخدامه بين مختلف الأنشطة القطاعية و الفرعية على حسب طبيعة الأوضاع الاقتصادية السائدة .

الفرضية الثانية

- من خلال المبحث الثالث من الفصل الثالث نثبت صحة الفرضية التي نقول بان أداة التيسير الكمي الأداة الأكثر استخداما من طرف الاحتياطي الفيدرالي خلال الأزمة إذ عرفت نهاية عام 2008 خروج الاحتياطي الفيدرالي عن وضعه التقليدي المتمثل أساسا في استعماله للسياسة النقدية غير التقليدية وقام هذا الأخير بتوفير السيولة لكامل النظام المالي حيث جدد هذا الإجراء ثلاث مرات بإتباعه مجموعة من الإجراءات تتدرج تحت مظلة التيسير الكمي ، استعمل الاحتياطي الفيدرالي أداة التيسير الكمي حيث قام بعملية شراء واسعة للأصول بهدف التأثير و انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل في كامل السوق ومنه أثبتنا صحة الفرضية .

الفرضية الثالثة:

- من خلال المبحث الأول في الفصل الثاني فإن الفرضية القائلة بان السياسة النقدية غير التقليدية تركز على توسيع تدخلات البنوك المركزية كما و نوعا لتوفير السيولة والتأثير على استباقات السوق قد تم إثبات صحتها ، حيث يتم استخدام هاته السياسة خلال الأزمات و يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز و تقديم تسهيلات ائتمانية و تسهيلات كمية و تدخلات في العملة في سوق رأس المال و توفير السيولة بالعملة المحلية و الأجنبية ، وكل هذا يهدف لدعم القطاع المالي و حماية الاقتصاد الحقيقي من الآثار المختلفة لهاته الأزمات المالية.

الفرضية الرابعة:

- من خلال المبحث الثالث في الفصل الثالث فإن الفرضية التي نقول بوجود إستراتيجية خروج واضحة من الاعتماد غير الصحي على السياسة النقدية غير التقليدية قد تم إثبات خطئها ، ونقول انه لا توجد حاليا إستراتيجية خروج واضحة للقطاع البنكي و المالي من الإدمان على الأموال السهلة الناتجة عن التيسير الكمي .

نتائج الدراسة :

- توجد أربع قنوات أساسية ينتقل عبرها اثر السياسة النقدية وهي : قناة سعر الفائدة ، قناة الائتمان سعر الصرف وقناة الإعلام .
- للسياسة النقدية أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة وتهدف الأولى إلى التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية وعادة ما تستخدم هذه الأدوات في الدول النامية ، والأدوات غير المباشرة تهدف إلى التأثير على مستوى(الحجم) الائتمان في اقتصادها للتأثير على تكلفة القروض و مستوى السيولة البنكية .
- أثبتت الأزمة المالية العالمية 2008 عن عدم فعالية السياسة النقدية التقليدية ما دفع بالبنوك المركزية لاستخدام تدابير غير تقليدية لمواجهة الأزمة .
- أثرت السياسة النقدية غير التقليدية على الدول المتقدمة بشكل ايجابي حيث ساعدتها على تجاوز وضعية الازمة(أزمة 2008)، من خلال تسجيل تحسن في أرقام البطالة وخلق فرص عمل من خلال تعزيز الائتمان و الإنفاق و الاستثمار ، كما أثرت سلبا على الدول النامية من خلال الزيادة الحادة في دخول رؤوس الاموال الساخنة و ما تسببه من عدم إستقرار بالاسواق المالية لهاته الدول و إقتصاداتها عند معاودتها الخروج .
- تمارس السياسة النقدية غير التقليدية من خلال أدوات مختلفة وهي التيسير الكمي والائتماني وأسعار الفائدة الصفرية وكذلك التوجيه إلى الأمام ومع ضرورة وضع إستراتيجية للخروج منها .
- مسار الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية يعتمد على وتيرة تعافي الاقتصاد إذ أن التعافي سوف يخفف من حدة الجوانب السلبية المحتملة لهذا الخروج ، ويكون الخروج بالإلغاء التدريجي لكل هذه السياسات ووقف العمل بها .
- تعود أسباب اندلاع الأزمة إلى الخلل الموجود على مستوى النظام المالي والمصرفي العالمي غير أن السبب الرئيسي لاندلاع الأزمة هو مشكلة التوريق أي تحويل الديون العقارية إلى أوراق مالية وطرحها للتداول في الأسواق المالية.
- تم تنفيذ برنامج التيسير الكمي من طرف الاحتياطي الفيدرالي على ثلاث مراحل بدأت المرحلة الأولى في نوفمبر 2008 واستمرت لمدة 17 شهر أما المرحلة الثانية فتم الإعلان عنها في 2010 واستمرت حتى يونيو 2011 والمرحلة الثالثة تم العمل بها في سبتمبر 2012 .

- أثبتت السياسة النقدية غير التقليدية فعاليتها في معالجة الأزمة والحد من تداعياتها من خلال مختلف الأدوات المستخدمة التي اغلبها تقوم على مبدأ ضخ السيولة في الاقتصاد .

أفاق الدراسة :

بعد الانتهاء من دراستنا تبادرت إلى أذهاننا مجموعة من التساؤلات المثيرة للاهتمام والتي تستحق عناية البحث وهي :

- هل يمكن تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية دون المرور مسبقا على أدوات السياسة النقدية التقليدية؟
- هل بالإمكان إدراج أدوات جديدة ضمن السياسة النقدية غير التقليدية ، وكيف سيكون استخدامها؟
- هل بالإمكان تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في حالة الجزائر ؟

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب:

- 1- أسامة محمد ، مبادئ النقود كلية الحقوق ، جامعة الاسكندرية ، مصر .
- 2- أكرم حداد، مشهور هذلول ، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري) ، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 3- خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي (النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية)، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 2013.
- 4- رحيم حسين، النقد و السياسة النقدية، دار المناهج للنشر و التوزيع، الاردن، 2002.
- 5- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العسى، النقود و المصارف و الاسواق المالية، دار حامد للنشر، الاردن، 2004.
- 6- علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الازمة المالية العلمية" أسبابها و تداعياتها" و سبل علاجها، جامعة الزرقاء، الاردن، 2009.
- 7- أحمد مصطفى ، سمير محمد السيد حسن ، السياسة النقدية و البعد الدولي لليورو ، مؤسسات شباب الجامعة ، مصر ، 2000.
- 8- زكرياء الدوري ، يسرى السامرائي ، البنوك المركزية و السياسة النقدية ، دار اليازوري العالمية للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2006.
- 9- صالح مفتاح ، النقود و السياسة النقدية ، دار الفجر للنشر و التوزيع ، مصر 2005.
- 10- محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار و التنمية الاقتصادية (نظرية- تحليلية-قياسية) ، دار غيداء للنشر و التوزيع الاردن 2009.
- 11- أحمد فريد مصطفى، سهير مصطفى سيد حسن، السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة مصر، 2000.
- 12- خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، مؤسسات شباب الجامعة، مصر، بدون سنة نشر.
- 13- جورج باكلي، سوميث ديساوي، ترجمة أحمد المغربي ، علم الاقتصاد، الطبعة الاولى، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2013.

ب. الرسائل و الاطروحات

- 1-بنابي فتيحة ، السياسة النقدية و النمو الاقتصادي ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاديات المالىو و البنوك كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة محمد بوقرة بومرداس ، الجزائر، 2008-2009.
- 2-شملول حسينة ، أثر إستقلالية البنك المركزي على السياسة النقدية ، رسالة ماجستير بالمركز الجامعي المدية ، الجزائر 2001.
- 3-لبعل فطيمة, إنعكاسات الازمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية , أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه, تخصص إقتصاد دولي, جامعة محمد خيضر , بسكرة, 2016/2017.
- 4-لبنى كسيس, مريم بوخاري, تقييم فعالية البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي (دراسة حالة البنك الفيدرالي), مذكرة تخرج شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية, تخصص إقتصاد نقدي و بنكي, جامعة محمد الصديق بن يحي, جيجل, 2016/2017.
- 5-محمد الامين بن الدين ، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي " دراسة حالة الجزائر 1990-2010" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، فرع نقود و مالية ، جامعة دالي إبراهيم ، الجزائر ، 2009/2010
- 6-محمد الامين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية " حالة البنك المركزي الأوربي (BCE) و الأزمة المالية "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم إقتصادية،جامعة بسكرة.
- 7-محمد صالح جمعة ، السياسة النقدية في سوريا وأثرها في الناتج المحلي الاجمالي ، رسالة دكتوراه في الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سوريا ، 2000.

ت. بحوث مقالات ومجلات

- 1-أحمد بلغواغي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسية معدل الفائدة الصفري، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، يومي 5-6 ماي 2009، الجزائر.

- 2- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظرات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 3- بنك قطر الوطني، إسدال الستار على برنامج التيسير الكمي في الو.م.أ متوفر على الرابط:
<https://sa.investig.com/analysis/22731-2.consultir> le 10/05/2017.21:0
- 4- صاري علي، البنوك المركزية في الدول النامية و قدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد و المالية.
- 5- صاري علي ، السياسة النقدية غير التقليدية الادوات و الاهداف، المجلة الجزائرية للعلمة و السياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013.
- 6- عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي و دوره في السياسة النقدية ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية و الاقتصادية، العراق، المجلد 4، العدد 2، 2014.
- 7- عبد العظيم عثمان الاموي، التسهيل الكمي أو الخيار النووي، مقال متوفر على الرابط:
www.forums.borsat.net/threads/587.Consulter le 21/04/2015
- 8- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العسي، النقود و المصارف و الاسواق المالية، دار حامد للنشر، الاردن، 2004.
- 9- علي سنوسي ، محاضرات في النقود و السياسة النقدية ،جامعة محمد بوضياف المسيلة ، الجزائر .
- 10- كرستين لاغارد، الحساب العالمي للسياسات النقدية غير التقليدية ، كلمة ألقته السيدة كريستين لاغارد مديرة عام صندوق النقد الدولي ، مدينة جاكسون هول ، 23 أوت 2013.
<http://www.info.com//external/arabi/np/speeches/2013/082313a.pdf>
- 11- عدنان أحمد يوسف ،مقال بعنوان "بين جنة و نار الخروج من التسهيل الكمي" متاح على الرابط :
<http://arabic.cnn.com/business/2017/09/25/federal-reserve-quantitative-easing-oped> h03:15 le 25/09/2017
- 12- محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رؤوس الاموال، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية مالية ومحاسبة وعلوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ، جامعة باتنة ، الجزائر.
- 13- محمد إبراهيم السقا، لماذا تتجه الكويت إلى الفائدة الصفرية؟، متوفر على الرابط:
<http://www.alqabas.com.kw/articleID=08012009>، consulté le 03/05/2015.

ثانيا: مراجع باللغة الاجنبية.

1-Jear Claude Trichet, unconventional monatary policy measure, principle-conditions-raison d'etre, international journal of central banking, january 2013.

2-Michael Joyece, Daoid Miles, Quantitaive easing and uncoventional monetary police, the economic journal , Novembar 2012.

3-United nations, World economic situation and prospects (Eurostat) data base, April 2004 .

المأخص

الملخص :

ميز الأزمة المالية العالمية الأخيرة إتباع البنوك المركزية الرئيسية (الأمريكي ،الأوروبي ، اليابان ، المملكة المتحدة) لسياسات نقدية غير تقليدية واسعة النطاق لتوفير الحوافز لتنشيط الطلب ، هذه السياسات التي تتطوي على التوسع الكبير لموجودات البنك المركزي وخفض أسعار الفائدة على المدى الطويل ومنح تسهيلات ائتمانية للأسر والشركات وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة وأسواق الأوراق المالية و توفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية وسياسات نقدية بأسعار صفرية وكل ذلك لتعزيز النشاط الاقتصادي .

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالسياسة النقدية غير التقليدية وفعاليتها في تحقيق الأهداف المنشودة و تعزيز النمو الاقتصادي وكذلك أهم الأدوات المستخدمة من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الأزمة المالية 2008 .

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية ، السياسة النقدية غير التقليدية ، التيسير الكمي ، التيسير الائتماني ، أسعار الفائدة الصفرية ، التوجيه إلى الامام ، الاحتياطي الفيدرالي.

Abstract :

The recent global financial crisis has been characterized by the decision of major central bank (FED ,BCE ,BOE,BOJ) to follow unorthodox monetary policy on a large scale in order to boost demand, those policies included significant expansion of central bank assets ,cut the interest rate on the long term, provide credit facilities for families and businesses , programs of QE ,intervention in currency and stock markets ,provision of liquidity in local and

Foreign currency , and follow zero interest rate policies, all in order to boost economic activity.

the time of this study is to introduce non conventional monetary policy , and its desired goals and promote economic growth ,as well as to analyze the most important non traditional tools used by the FED during the 2008 financial crisis.

Key words: monetary policy , monetary policies of non conventional , quantitative easing , credit easing , zero interest rates , forward guidance , FED.