



## الإتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الإقتصادية دراسة تجربة التيسير الكمي و أسعار الفائدة السالبة

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية.

تخصص: مالية المؤسسة.

تحت إشرافه :

د.و عيل ميلود

من إحداد الطالبين :

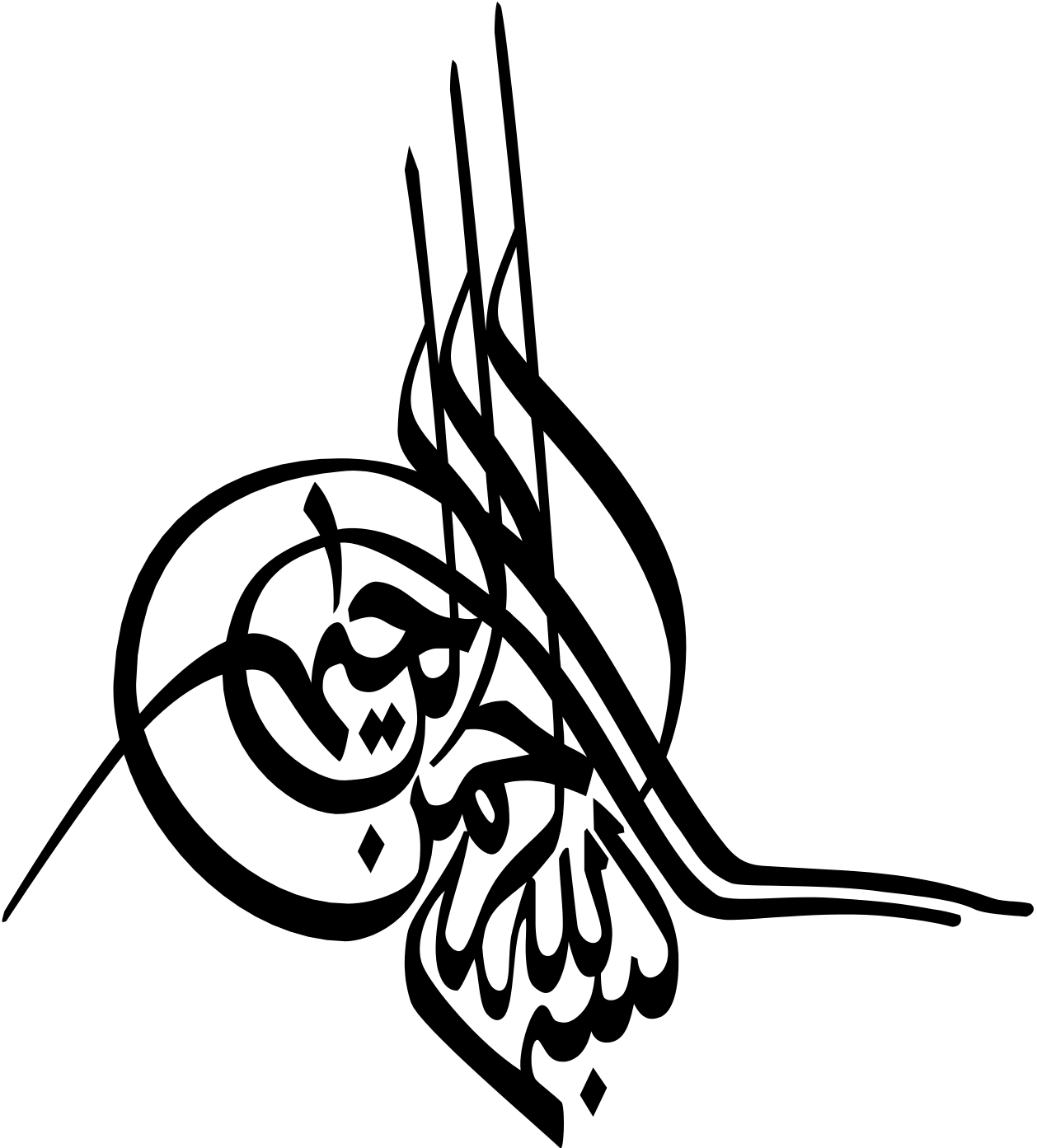
علالو عبدالصمد

بوملاح أسامة

لجنة المناقشة :

الصفة	الجامعة	الإسم و اللقب
رئيسا	البويرة	د.سفير محمد
مشرفا	البويرة	د.و عيل ميلود
مناقشا	البويرة	د.ذياب محمد

السنة الجامعية: 2018/2017





## الإتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الإقتصادية دراسة تجربة التيسير الكمي و أسعار الفائدة السالبة

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية.

تخصص: مالية المؤسسة.

تحت إشرافه :

د.و عيل ميلود

من إحداد الطالبين :

علالو عبدالصمد

بوملاح أسامة

لجنة المناقشة :

الصفة	الجامعة	الإسم و اللقب
رئيسا	البويرة	د.سفير محمد
مشرفا	البويرة	د.و عيل ميلود
مناقشا	البويرة	د.ذياب محمد

السنة الجامعية: 2018/2017

## التشكرات

نتوجه بالشكر الجزيل و الحمد الكثير إلى الله تعالى الذي

يرجع إليه الفضل في إتمام هذه المذكرة أما بعد:

نتقدم بجزيل الشكر و التقدير لأستاذنا المشرف الدكتور

وعيل ميلود على إرشاداته و توجيهاته القيمة التي سمحت لنا

بانجاز هذا العمل

و نشكر كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية

# إهداء

"بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ"

الحمد لله الذي أنار لي السبيل، و هداني إلى الصراط المستقيم، و حيب لي طلب العلم ووقفني لانجاز هذا العمل و أعطاني القوة و الصبر.

أهدي عملي هذا ، الي الشمعة التي أنارت دري و فتحت لي أبواب العلم و المعرفة ، الي أعز إنسان في الوجود و قدوتي أي ، و الي الصدر الحنون و القلب الرقيق الي أعز ما أملك في الدنيا الحبيبة الطاهرة الوفية ، و الملاك الصافي القريب لله سبحانه و تعالي ، أمي ثم أمي ثم أمي.

الي الإنسان الذي سعى جاهدا الي تربيتي و تعليمي و توجيهي و الوقوف الي جانبي بكل ما أوتي أبي الحنون الغالي الطيب الودود جزاه الله خيرا.

الي أختي الوحيدة و أخواتي أحمد عماد و فؤاد مع تمنياتي لهم بالنجاح و التوفيق في الدراسة. و الي سيف الدين و علاء الدين وهشام و حسام و بلال و إلى جميع أصدقائي و الي كل الأحباب و الأصحاب الذين رافقوني في مشواري الدراسي و الي كل الذين عرفتهم و إليكم أهدي من كل قلبي.

عبدالصمد

# إهداء

"بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ"

الحمد لله الذي أنار لي السبيل، و هداي إلى الصراط المستقيم، و حبب لي طلب العلم ووفقني لانجاز هذا العمل و أعطاني القوة و الصبر.

أهدي عملي هذا ، الي الشمعة التي أنارت دربي و فتحت لي أبواب العلم و المعرفة ، الي أعز إنسان في الوجود و قدوتي في الحياة أي، و الي الصدر الحنون و القلب الرفيق الي أعز ما أملك في الدنيا الحبيبة الطاهرة الوفية ، و الملاك الصافي القريب لله سبحانه و تعالي ، أمي ثم أمي ثم أمي.

و أهدي ثمرة جهدي إلى إخوتي علي و عبد الملك

إلى أخواتي: فوزية و سامية و فاطمة و أمينة و أزواجهم

و أبنائهم

إلى من شاركني في انجاز هذا العمل عبد الصمد

إلى أصدقائي: عبد الحكيم و حمزة و عماد الدين و رابح

و الى كل الأساتذة وزملائي و زميلاتي في المسار الدراسي

إلى كل من أحبني و أحب لي الخير

أسامة

## الفهرس

I.....	تشكرات
II.....	إهداء
IV.....	الفهرس
IV.....	قائمة الأشكال و الجداول
IIV .....	الملخص
أ-.....	مقدمة

## الفصل الأول الإطار النظري للسياسة النقدية

02 .....	تمهيد
03.....	المبحث الأول : ماهية السياسة النقدية
03.....	المطلب الأول : تعريف السياسة النقدية
04.....	المطلب الثاني : تطور السياسة النقدية
16.....	المطلب الثالث : أهمية السياسة النقدية و أسسها
17.....	المطلب الرابع : اهداف السياسة النقدية
27.....	المبحث الثاني : أدوات السياسة النقدية و آلية المفاضة بينها
27.....	المطلب الأول : الادوات التقليدية للسياسة النقدية
29.....	المطلب الثاني : تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ، و شروط تنفيذها

المطلب الثالث : الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية ..... 31

المبحث الثالث : قنوات انتقال السياسة النقدية للنشاط الاقتصادي ..... 32

المطلب الأول : قناة معدل الفائدة ..... 32

المطلب الثاني : قنوات الأسعار ..... 35

المطلب الثالث : قنوات الائتمان ..... 37

الخلاصة ..... 39

الفصل الثاني : دراسة التيسير الكمي و الفائدة السالبة ( عرض تجارب دول مختارة )

تمهيد ..... 41

المبحث الأول : الخلفية التاريخية لظهور الإتجاهات الحديثة للسياسة النقدية بعد الأزمة العالمية 2008..... 42

المطلب الأول : أسباب حدوث الأزمة العالمية 2008..... 42

المطلب الثاني : مظاهر أزمة النظام المالي العالمي و مراحلها ..... 54

المبحث الثاني : الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي ..... 58

المطلب الأول : ماهية سياسة التيسير الكمي ..... 58

المطلب الثاني : عرض بعض التجارب الدولية في مجال التيسير الكمي ..... 63

المطلب الثالث : آثار وسلبات تطبيق سياسة التيسير الكمي ..... 68

المبحث الثالث : الإطار النظري لسياسة أسعار الفائدة السالبة ..... 78

المطلب الأول : ماهية سياسة أسعار الفائدة السالبة ..... 78



المطلب الثاني: قنوات انتقال تأثير سياسة أسعار الفائدة السالبة ..... 79

المطلب الثالث: عرض بعض التجارب الدولية ..... 81

الخلاصة ..... 85

الخاتمة العامة ..... 87

قائمة المراجع ..... 92

# قائمة الأشكال و الجداول

أولا الأشكال :

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
(01/01)	التوازن النقدي وفقا لنظرية الأرصدة النقدية .	09
(02/01)	أثر عرض النقود على الدخل.	15
(03/01)	الهدف الوسيط هو التحكم في العرض النقدي.	21
(04/01)	الهدف الوحيد هو سعر الفائدة .	22
(05/01)	العلاقة بين الناتج القومي و الأسعار	34
(01/02)	تطور أسعار في الولايات المتحدة الأمريكية .	47
(02/02)	تطور المشتقات المالية .	47
(03/02)	تطور سوق المشتقات .	48
(04/02)	عجز الموازنة الأمريكي منذ 1961 حتى 2006.	51
(05/02)	العجز في الحساب الجاري الأمريكي و الميزان التجاري منذ 1970 حتى 2007.	52
(06/02)	تطور الدين العام الأمريكي(تربليون دولار) خلال الفترة 1940- 2007.	53
(07/02)	المديونية في الولايات المتحدة الأمريكية .	53
(08/02)	نسبة المديونية في الولايات المتحدة الأمريكية .	54

ثانيا :الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
50	حجم الإنفاق العسكري الأمريكي .	(01/02)
65	العمليات قصيرة الأجل لبنك اليابان المركزي (تريليون ين).	(02/02)
67	أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي في اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية على سعر الفائدة .	(03/02)
69	مشتريات البنك المركزي الأوروبي في برنامج (LTRO) عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل long trem refimring operation.	(04/02)
70	عمليات التسهيل الكمي التي قام بها بنك إنجلترا .	(05/02)
81	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الدنماركي	(06/02)
82	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي.	(07/02)
83	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي السويسري	(08/02)
83	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني	(09/02)
84	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الهنغاري	(10/02)

المخلص

## الملخص:

شكلت التطورات السريعة والهامة التي يشهدها الاقتصاد العالمي و التحولات العميقة التي تعيشها الصناعة المالية والمصرفية عوامل بالغة التأثير على السياسات الاقتصادية من جانب تحقيق نمو اقتصادي مستقر. نحاول من خلال هذه الورقة البحثية تسليط الضوء على أحد اهم السياسات التي تستخدمها الدول للقضاء على ظاهرة الانكماش التي تسود اقتصادياتها ألا هي سياسة التيسير الكمي و أداة الفائدة السالبة التي تعتبر أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية ، حيث يقوم البنك المركزي بموجبها بإصدار النقود و شراء السندات الحكومية بهدف تخفيض سعر الفائدة و زيادة السيولة في الاقتصاد و هذا بهدف التأثير على الاقتصاد الحقيقي و المالي بواسطة مجموعة من القنوات .

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي و أداة الفائدة السالبة يكون أساسا على حالة إقتصاد البلد ، علما أن اليابان كانت السبقة في تطبيقها سنة 1999 و إنتشر تطبيقها في مختلف بلدان العالم كالولايات المتحدة و دول الإتحاد الأوروبي إثر أزمة الرهن العقاري 2008 التي هزت الاقتصاد العالمي .  
**الكلمات المفتاحية:** سياسة نقدية ، أزمة ، التيسير الكمي، الفائدة السالبة .

## Abstract:

Formed a rapid and important developments in the global economy and the profound changes experienced by the financial and banking industry is highly influential on the economic policies of particular countries by achieving stable economic growth factors .

we are trying through this paper highlight one of the most important policies used by countries to Eliminate the phenomenon of deflation, which dominates their economies, that is quantitative easing policy, which is a tool unconventional monetary policy, where the central bank which issued coins and buy government bonds in order to reduce interest rate and increased liquidity in the economy, and this is the aim of influencing the real and the financial economy through a variety of channels.

The application of the quantitative easing policy and the negative interest instrument are mainly based on the state of the country's economy. Japan was the first to apply it in 1999 and its application in various countries such as the United States and the European Union following the 2008 subprime crisis that shook the world economy.

Key words: monetary policy, crisis, quantitative easing policy, negative interest rate policy.

# مقدمة عامة

تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية نظرا للدور الذي تؤديه في تحقيق أهداف المجتمع جنبا إلى جنب مع السياسات الاخرى ،وتأتي اهميتها من تأثيرها الكبير على النظام الاقتصادي،فأي اختلال في أداء النظام النقدي يلقي بظلاله على اداء النظام الاقتصادي من حيث معدلات النمو ومستوى الانتاج و التشغيل و توزيع الثروة و الدخل الحقيقي .

ومن ثم فإنه ليس من الخطأ أن يسمى النظام الاقتصادي الحديث بالنظام الاقتصادي النقدي، وهذه التسمية لم تطلق على سبيل المبالغة، لكنها تعبر عن واقع الحياة الاقتصادية، والمبادلات التي تتم بين الأطراف المتعاملة تخضع إلى أسلوب إدارة هذا النظام فإذا كان يتصف بحسن التسيير انتعشت حركة المبادلات، وساعد ذلك على التنمية الاقتصادية، أما إذا تميز بخلاف ذلك عرض النشاط الاقتصادي إلى التراجع، وقد يصاب بالكساد.

كما أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من سياسة التحرير المالي المتزايد وتحرير حركة السلع والخدمات، وتطور الابتكارات المالية، وظهور ممارسات مالية جديدة إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة عن تلك الازمات التي سادت قبل السبعينيات من القرن الماضي، كما تزامن ظهور هذه الازمات مع تبني البنوك المركزية لسياسات نقدية توسعية قائمة على نظرية المصدقية منذ أكثر من 10 سنوات ومن خلالها أثبتت الأدوات التقليدية لسياسة النقدية عن عجزها في معالجة تلك الأزمات، وقد ظهر ذلك بشكل واضح بعد السياسة النقدية التقليدية عن عجزها في معالجة تلك الأزمات، وقد ظهر ذلك بشكل واضح بعد ظهور الأزمة المالية 2007-2008، ومن أهم الأدوات التقليدية التي تستعملها البنوك المركزية في حل الأزمات اداة أسعار الفائدة ومعدل الاحتياطي الإجباري وسياسة إعادة الخصم إلا أنها واجهت فشلا ذريعا في حل هذه الأزمات .

أدى الوضع الاقتصادي السابق وعجز السياسات النقدية التقليدية بالبنوك المركزية إلى ابتكار أدوات جديدة لإدارة السياسة النقدية أطلق عليها الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية أو الاتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية، تهدف إلى تنشيط الاقتصاد وكبت التضخم في حالة الازمات ومن بين هذه الأدوات نجد سياسة التيسير الكمي و أداة أسعار الفائدة السالبة.

مشكلة البحث:





تقوم البنوك المركزية بممارسة عملها في إدارة السياسة النقدية لبلداتها من خلال أدوات متعددة، كسعر إعادة الخصم و نسبة الاحتياطي القانوني و عمليات السوق المفتوحة و غيرها و هذا لغرض التحكم في كميات الائتمان المتاحة في البلد و التأثير في النشاط الاقتصادي عموماً، و يتجسد هذا التأثير خاصة في التحكم بأسعار الفائدة. إن أسعار الفائدة في البلدان التي تعاني من الركود ، تتجه إلى الانخفاض الشديد، فنجد إن أسعار الفائدة الأساسية في اليابان كانت

## الإشكالية:

ما مدى فعالية استخدام سياسة التيسير الكمي و أداة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث

لإدارة السياسة النقدية؟



- هل يؤثر التيسير الكمي و اسعار الفائدة السالبة في الاقتصاد العامة الدول؟
- هل سياسة التيسير الكمي و سياسة اسعار الفائدة السالبة مكملتان أو بديلة لأدوات السياسة النقدية ؟

- هل استخدام التيسير الكمي و اسعار الفائدة السالبة ممكنا في جميع اقتصاديات العالم ؟

### فرضية البحث

- أثر التيسير الكمي و اسعار الفائدة السالبة في الحالة الاقتصادية العامة في الدول التي استخدم فيها ؛
- التيسير الكمي و اسعار الفائدة السالبة مكملتان لأدوات السياسة النقدية و ليس بديلا عنها ؛
- إن تباين حالة الاقتصاد و مؤثراته من دولة لأخرى يجعل استخدام التيسير الكمي و اسعار الفائدة السالبة ممكنا في بعض الاقتصاديات و غير ممكن في الاقتصاديات أخرى.

### أهمية البحث:

أهمية الدراسة من واقع معرفة أن موضوع السياسة النقدية من المواضيع التي أصبحت تلقى أهمية من قبل الباحثين خاصة في الدول النامية

- تأتي كذلك أهمية البحث في انه يدرس أدوات حديثة جدا من أدوات السياسة النقدية مستخدمة على نطاق ضيق في عدد محدد من الدول؛
- للسياسة النقدية أثرها هام على الاقتصاد العالمي لأن الدول المذكورة هي التي تقود الاقتصاد في الوقت الحالي ؛
- السياسة النقدية غدت اليوم أهم السياسات الاقتصادية بسبب الأزمات المالية و النقدية التي تعصف بالعالم الرأسمالي، فان بحث هذه الأدوات تعتبر ضرورة لكل باحث و مهتم بأمور السياسة النقدية و متغيراتها.

### أهداف البحث:

- توضيح أهمية السياسة النقدية؛
- التعرف على أهم المفاهيم و النظريات و النماذج التي عرفها الفكر الاقتصادي حول السياسة النقدية؛
- التعرف على سياسة التيسير الكمي و أداة اسعار الفائدة السالبة من حيث نشوئها و طبيعتها و مكوناتها و آلية استخدامها؛
- آلية عمل سياسة التيسير الكمي و أداة اسعار الفائدة السالبة وكيف تؤثر في السياسة النقدية و كذلك آثارها القصيرة و البعيدة المدى في السياسة النقدية وغيرها من المتغيرات الاقتصادية .

### منهجية البحث :

المنهج الاستقرائي: عن طريق استقراء الدراسات و الأبحاث و الكتب و الدورات باللغة العربية و الأجنبية السابقة و تصفح المواقع الالكترونية التي عالجت الموضوع أو جزء منه.

منهج التحليلي الوصفي : يهدف تحليل البيانات التي تحتوي على مشكل الدراسة .وفي هذا الإطار سنعتمد على بيانات بنوك المركزية للدول المدروسة.

مع الاستفادة من مختلف أدوات التحليل الاقتصادي، بما يكفل دراسة وتحليل كافة البيانات المالية والنقدية والاقتصادية المتاحة في فترة الدراسة، ودور أدوات السياسة النقدية في ذلك، بغرض الوصول إلى تحديد التوليفة المناسبة من السياسات النقدية لتحقيق الاستقرار والنمو الاقتصاديين وشروط ومقومات نجاح تنفيذها وآلية تطبيقها .

**عينة البحث :** تتألف عينة البحث من الدول الرئيسية التي استخدمت هذه الأدوات و هي : (الولايات المتحدة، اليابان، انكلترا، دول منطقة اليورو ... ) .

### محتويات الدراسة:

يتم تناول الموضوع على النحو الآتي:

تحتوي الدراسة على مقدمة عامة تتبعها فصلين نظريين. حيث خصص الفصل الأول للجانب النظري للسياسة النقدية إما الفصل الثاني فخصصناه لدراسة تجرية سياسة التيسير الكمي و أداة أسعار الفائدة السالبة في بعض الدول .  
تنتهي الدراسة باستخلاص أهم النتائج التي تم التوصل إليها، و التوصيات و آفاق الدراسة.

# الفصل الأول

## الإطار النظري للسياسة النقدية

تمهيد:

كانت السياسة النقدية مع بداية نشأتها الأولى في القرن 19م محل جدل فكري بين المدارس الاقتصادية المتعاقبة، أي أن مصطلح السياسة النقدية حديث نسبياً، إذ شهد هذا القرن بروز الدراسات المنتظمة الخاصة بالسياسة النقدية والمسائل المرتبطة بالنقود، واللافت في هاته الدراسات أنها برزت على اختلافها أثناء الأزمات النقدية وفترات عدم الاستقرار الاقتصادي الناجمة عن الدورات الاقتصادية المتتالية.

وبعيدا عن الجدل الدائر بين المدارس الفكرية حول السياسة النقدية، فإنها تكتسي أهمية بالغة باعتبارها أحد الركائز الأساسية للسياسة الاقتصادية تستهدف من خلالها تحقيق نمو اقتصادي وتحقيق الاستقرار في الأسعار والتوازن الخارجي، ناهيك عن تحقيق أقصى حد ممكن من التشغيل، هذه الأهداف جعلت السياسة النقدية ذات أهمية بالغة تعتمد عليها السلطات النقدية كوسيلة لتحقيق هاته الأهداف من تنظيم وتسيير وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد، إضافة إلى دورها في حل الأزمات خاصة النقدية منها، كما أنها تلعب دورا مهما في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد المحلي، وعليه سنتناول في هذا الفصل وذلك في المباحث الآتية:

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية وآلية المفاضلة بينها.

المبحث الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية لنشاط اقتصادي .

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.

إن مصطلح السياسة النقدية ظهر مع بداية القرن التاسع عشر، ثم تطور منذ ذلك الحين مع تطور المراحل المختلفة، انطلاقاً من المفهوم الحيادي للنقود إلى مرحلة تعظيم دور النقود و السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي **المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية.**

تتعدد تعاريف السياسة النقدية بين الاقتصاديين، إلا أنها تبقى متقاربة في مضمونها نورد منها مايلي :

**التعريف الأول:** تعرف السياسة النقدية بأنها " تلك الاجراءات التي تستخدمها الدولة للتأثير في عرض النقود، لإيجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع"<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** " السياسة النقدية هي مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة"<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** "تعبّر عن الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي، ليطمأنى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط القروض"<sup>3</sup>.

**التعريف الرابع:** تعرف السياسة النقدية بأنها " هي آليات التحكم في كمية النقود المتداولة، وهي الإجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني"<sup>4</sup>.

**التعريف الخامس:** أما الاقتصادي George Priente فيعرفها على أنها " مجموع التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الاقتصاد ، ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي ، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2004 ، ص112.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي) ، مجموعة التّيل العربيّة للنشر- القاهرة، 2003 ، ص90.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية- دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر، الطبعة الثانية، 2005، ص53.

<sup>4</sup> عوف محمود الكفراوي ، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي ، ط 02 ، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر ، 2006 ، ص145.

<sup>5</sup> عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون الجزائر، 2006 ، ط 03 ، ص53.

من خلال التعاريف السابقة يمكننا تعريف السياسة النقدية بأنها "مجموعة الأدوات والآليات والإجراءات والتدابير، التي تقوم بها السلطة النقدية في إدارة الكتلة النقدية والائتمان، بأكبر كفاءة ممكنة لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية خلال فترة معينة.

### المطلب الثاني تطور السياسة النقدية :

#### الفرع الاول : النظرية النقدية الكلاسيكية : نظرية كمية النقود و معادلة كامبريدج :

اهتمت المدرسة الكلاسيكية بتحليل العوامل المحددة لقيمة النقود و المستوى الاسعار فحاول البعض ان يوجز أسباب تقلب الأسعار في تغير عرض النقود ، بينما نظر البعض إلى ذلك الجزء من النقود التي يتداوله الأفراد بوصفه دخلا لهم ، و لقد ظهرت نظريتان في تفسير قيمة النقود ، هما نظرية كمية النقود و نظرية الدخل ، وجهت الاولى اهتمامها ناحية عرض النقود ، و اهتمت الثانية بالطلب على النقود سواء عندما اكتسبها أو إنفاقها . و يستند النموذج الكلاسيكي إلى الافتراضات التالية<sup>1</sup> :

- ان كل الأسواق ( أسواق السلع و العمل ) تسودها المنافسة الكاملة و الاقتصاد في حالة تشغيل كامل ؛
- لا يخضع أصحاب الأعمال و لا العمال للخداع النقدي بمعنى أنهم يبنون قراراتهم ، ليس على أساس المستوى المطلق للأسعار أو على أساس معدل الأجر النقدي ولكن تبنى قراراتهم على أساس الاسعار النسبية للسلع و عوامل الإنتاج و عندما يقرر العمال كمية العمل التي يعرضونها إنما يتأسس هذا القرار على الاجر الحقيقي و ليس على المستوى المطلق للأجر النقدي ؛
- المرونة الكاملة للأجور النقدية و أسعار السلع ؛
- قانون ساي للأسواق مضمونة ( العرض يخلق الطلب عليه ) ؛
- يتم النمو تلقائيا دون تدخل الدولة في الحيادية الاقتصادية (حيادية الدولة) .

#### أ \_ نظرية كمية النقود : أرفينج فيشر Irving Fisher

قامت هذه النظرية على بعض الفروض ، من أهمها:

- إن الطلب على النقود هو طلب مشتق من الطلب على السلع و الخدمات و وظيفة النقود كوسيط في التبادل ؛
- ثبات الحجم الحقيقي عند مستوى التشغيل الكامل ؛

<sup>1</sup> أحمد أبو الفتوح علي ناقة ، نظرية النقود و الأسواق المالية ( مدخل حديث لنظرية النقود و الأسواق المالية ) ، مكتبة الإشعاع الإسكندرية، مصر، 2001 ، ص ص 349-350.

- ان سرعة تداول النقود ثابتة و مستقلة من كمية النقود المتداولة و كذلك الحجم الحقيقي للمبادلات و تعتبر كعوامل مستقلة بطيئة التغيير ؛
- النظر إلى المستوى العام للأسعار كمتغير تابع و هو كنتيجة و ليس سببا للتغير في العوامل الأخرى ، و هناك علاقة طردية بين الإصدار النقدي و مستوى الأسعار ، و بهذا يفسر الكلاسيك الارتفاع في المستوى العام للأسعار ( التضخم ) .

مضمون النظرية :

تقوم نظرية كمية النقود على أساس مجموعة من الافتراضات المتعلقة بأهمية تغيرات كمية النقود بالنسبة إلى غيرها من العوامل في التأثير على مستوى الائتمان ، فيرى أنصار هذه النظرية ان كمية النقود هي العامل الفعال و المؤثر في تحديد المستوى العام للأسعار و التناسب بينهما تناسبا طرديا ، و يتخذ أنصار هذه النظرية معادلة التبادل أداة تحليلية لبيان وجهات نظرهم كما يلي :

$$MV = PT$$

M : كمية النقود المتداولة و تشمل النقود الورقية و النقود المساعدة و الودائع الجارية ؛

V : سرعة تداولها ( و هي متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها وحدة النقد من يد لأخرى ) ؛

P : المستوى العام للأسعار؛

T : حجم المبادلات .

و بالتالي فالمعادلة تحدد جميع العوامل التي تتفاعل بطريقة مباشرة في تحديد مستوى الاسعار و قد ظهرت معادلة أخرى تسمى بمعادلة التبادل الاقتصادي لفيشر أيضا ، حيث أدخل النقود المصرفية في التبادل ، فأصبحت المعادلة :

$$PT = 'V'M + MV$$

M : النقود القانونية ؛

V : سرعة تداولها ؛

'M : النقود المصرفية ؛

'V : سرعة تداولها .



و الهدف من الفصل بين  $M$  و  $M'$  حتى يتبين أهمية كل واحدة في تحقيق مستوى معين من المبادلات و رغم هذا التقديم فإن الخلاصة لا تتغير ، فكل تغيير في عنصر من العناصر النقدية له تأثير فقط على الأسعار ، و بالتالي فإن النقد محايد<sup>1</sup> .

إذن السياسة النقدية عند الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود لتنفيذ المعاملات ، أي ان حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توفرها .

و قد وجهت لهذه النظرية العديد من الانتقادات من بينها<sup>2</sup>:

- قصور فروض النظرية في الكثير من النواحي ؛
- تجاهل آثار أسعار الفائدة على المستوى العام للأسعار ؛
- لم تبين النظرية أسباب التغيرات التي تطرأ على قيمة النقود و القوى التي تحكم ذلك ؛
- افتراض ان الاسعار تتغير تبعا لتغير كمية النقود المعروضة و لا يمكن أن تتغير نتيجة عوامل أخرى ، و هذا غير صحيح ، فقد تتغير الأسعار نتيجة لأسباب غير نقدية كفشل موسم زراعي ؛
- الاهتمام بوظيفة وسيط المبادلات و إهمال الوظائف الأخرى .

رغم هذه الانتقادات فإن هذه النظرية إنما تعتبر خطوة قيمة ، فقط افلحت في جلب الانتباه حول بعض المتغيرات الكلية الهامة التي تعكس النشاط الاقتصادي ، مثل كمية المبادلات ، و كمية النقود ، كما انها مهدت لدراسة الجوانب الأخرى من الاقتصاد التي تتحكم في مسلك النقود و سرعة تداولها .

#### ب \_ نظرية الدخل و معادلة كامبريدج :

قامت إلى جانب النظرية السابقة نظرية أخرى تحاول تفسير تقلبات قيمة النقود ، حيث حاول بعض الكتاب تفسير قيمة الحدية ، و أعلنوا ان النقود لا تؤثر في الاسعار إلا عن طريق الدخول و ان العبرة بسلوك الفرد إزاء دخله . و تربط نظرية الدخل في التحليل بين فكري الدخل و المنفعة لتفسير تقلبات قيمة النقود و هي ترى ان تقلبات الاسعار تتوقف على الحركات الخاصة بالدخل النقدي و الدخل من السلع و الخدمات ، و الذي يؤثر على الاسعار هي كمية النقود التي تصل إلى الاسواق .

<sup>1</sup> أحمد أبو الفتوح علي ناقة ، مرجع سبق ذكره ، ص 357.

<sup>2</sup> إسماعيل مجد هاشم ، النقود و البنوك ، المكتب العربي الحديث، مصر، 2005 ، ص ص 129-131.

و قد مهد هذا الاتجاه العديد من النظريات : من بينها نظرية كمبريدج .

معادلة كمبريدج :

يرى ألفريد مارشال ان الأعوان الاقتصاديون يميلون للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة لمقابلة ما يقومون بشرائه من سلع و خدمات ، و هو ما أطلق عليه مارشال " التفضيل النقدي " ، و هذا التحليل يتركز على العوامل التي طلب الافراد على النقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة و صيغت المعادلة من الشكل<sup>1</sup> :

$$Md = KY$$

Md : الطلب على النقود ؛

Y : الدخل النقدي ؛

K : التفضيل النقدي للمجتمع و هو نسبة من الدخل الوطني التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في شكل نقدي سائل ، و مع فرض استخدام النقود لغرض سائل ثبات نسبة الرصيد النقدي K و بما أن سرعة دوران النقود ثابتة للفترة القصيرة ، و اعتبار أن K هو مقلوب Y ، فسيكون أي تغير في كمية النقود ذا تأثير على مستوى الأسعار أي  $P = f(M)$  و بالتالي نفس تحليل معادلة التبادل ، مما يعني حيادية السياسة النقدية فتأثير تغير النقود فقط يكون على المستوى العام للأسعار ، مما يعني عدم فعاليتها في التأثير الدخل ومعدلات الفائدة و الجانب الحقيقي للاقتصاد .

التوازن النقدي عند الكلاسيك :

انطلاقا من النظرية الكلاسيكية و فروضها ، فيمكن ذكر بعض الاعتبارات فيما يلي<sup>2</sup> :

قامت هذه النظرية أساسا على قانون ساي و فكرة التوظيف الكامل ، و اعتبار النقود متغير خارجي و معدل الفائدة متغير داخلي ( أي يتحدد بعرض و طلب الارصدة القابلة للاقتراض ) .

رؤية فيكسل للتوازن النقدي :

تعتبر نظرية فيكسل اول محاولة إيجابية للاتجاه بالنظرية النقدية إلى بحث التوازن النقدي و تحليل العلاقة بين الادخار و الاستثمار . فقد ركز فيكسل على وجود معدلين للفائدة : معدل الفائدة الطبيعي الذي يتحدد طبقا للإنتاجية الحدية لرأس المال المستخدم في الانتاج و هو العائد المحصل ، اذا كان راس المال افرض عينا ، و بين معدل الفائدة النقدي

<sup>1</sup> سهير محمد معنوق ، الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي ، الدار المصرية اللبنانية، مصر ، 1988 ، ص 33 .  
<sup>2</sup> بلعزوز بن علي ، أثر تغيير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية - حالة الجزائر - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر 3 ، 2004 ، ص ص 18، 38.

(السوقي) و الذي يتحدد بتلاقي قوى العرض و الطلب على النقود ( و هذا في حالة وجود سوق نقدية ، و في حالة غيابها يتحدد من طرف الافراد او السلطات النقدية حيث تستخدمه للموائمة بين عرض و طلب النقود ).  
و يحدث التوازن النقدي في حالة تعادل المعدلين ( و هي حالة صعبة ) ، و في حالة التعارض بين القرارات الفردية و قوى السوق قد يخلق المشكلة الاقتصادية . و هنا تحدث الفجوة بين المعدلين ، و هذه الفجوة هي التي تحدد حجم الطلب على الائتمان المصرفي ، فإذا كان معدل الفائدة على القروض أقل من معدل الفائدة الطبيعي فإن عائد رأس المال يكون أكبر من تكلفة خدمة الدين النقدي ، و من ثم يحدث توسع في المشروعات الاستثمارية التي تساعد على تعظيم ربحيه و انتاجية المشروع في الوقت الذي تقل فيه تكلفة رأس المال. و العكس اذا كان معدل الفائدة النقدي أكبر من معدل الفائدة الطبيعي فان المشروع سوف يعاني من اختلال في هيكله المالي لتزايد عبء الدين و انخفاض معدلات ارباحه ، و سيتعرض مركزه المالي للانحيار ، نظرا لضعف سيولة المشروع و عدم استطاعته الوفاء بالتزاماته النقدية العاجلة و سيؤدي ذلك الى الانكماش و الركود الاقتصادي .

بالتالي فإن تحقيق التوازن النقدي يكون بتعادل معدل الفائدة النقدي مع معدل الفائدة الطبيعي ، و اذا لم يتعادلا تكون إزاء حالة من الاختلال النقدي يتغير تبعاً لها حجم الائتمان المصرفي ، و ما يولده من حركات تراكمية و تدافعية ما تلبث ان تظهر في الاقتصاد إما صعوداً نحو الانتعاش أو هبوطاً نحو الركود ، و تؤدي الحركات التراكمية عبر الزمن الى استعادة التوازن النقدي المفقود<sup>1</sup> .

و حسب ميردال\* فإنه في حالة تعادل معدل الفائدة السوقي و معدل الفائدة الطبيعي فان هذا يعني تعادل الادخار و الاستثمار و استقرار الاسعار .

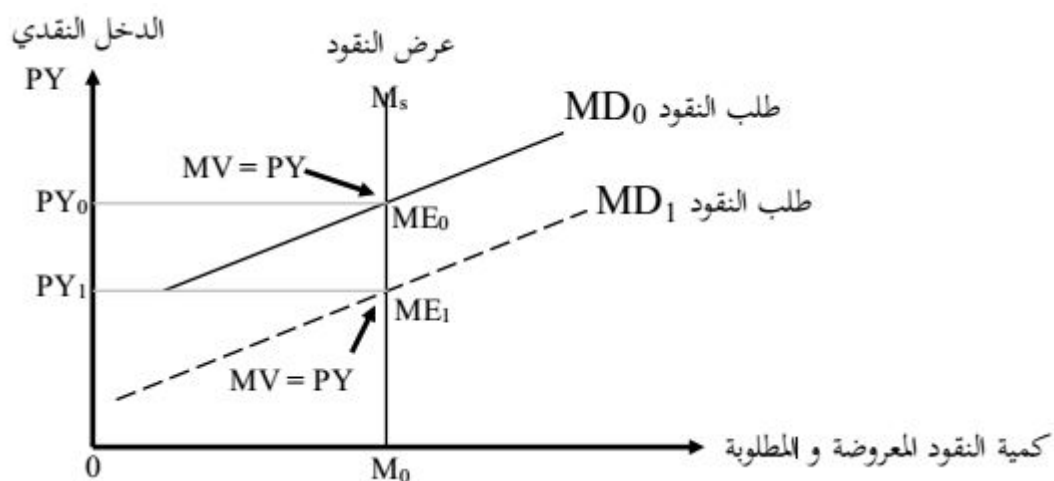
التوازن النقدي عند فيشر و ألفريد مارشال :

بالنسبة لفيشر فإن معادلة التبادل  $MV = PT$  ، باعتبار الاقتصاد دوماً في حالة توازن ، يمكن اعتبار هذه المعادلة في مضمونها معادلة توازن نقدي ، و قد اهتمت بعرض النقود ، و عليه يسعى الفكر الكلاسيكي سوقياً ذاتياً . و عند هذه المعادلات يتحقق التوازن الامثل للموارد بين الانتاج و الاستهلاك . و لكن من أهم الانتقادات لهذه النظرية ان افضل وسيلة لتحقيق التوازن النقدي بمفهوم المعادلة الكمية هو ترك الحرية للبنوك التجارية لخلق النقود بناء على طلب القطاع الخاص الذي هو الاجدر على طلب النقود يوافق احتياجاته بالضبط .

<sup>1</sup> رمزي زكي ، الإقتصاد السياسي للبطالة، تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة ، سلسلة عالم المعارف العدد 226 ، 1997 ، ص ص 368-369.  
\* يعد ميردال أول من أدخل مصطلح التوازن النقدي 1939 في كتابه التوازن النقدي.

بالنسبة لمعادلة مارشال " معادلة الأرصدة النقدية " فهي تحدد وضع التوازن النقدي بما تعكسه من تساوي جانب الطلب مع جانب العرض ، فعند التوازن يجب ان يساوي عرض النقود المحدد خارجيا كمية النقود المطلوبة ، والشكل التالي يوضح التوازن النقدي وفقا لنظرية الارصدة النقدية .

الشكل رقم (01/01) : التوازن النقدي وفقا لنظرية الارصدة النقدية



المصدر : عبد الحميد الغزالي ، اقتصاديات النقود و البنوك ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1987، ص، 235

و تبين النقطة  $ME_0$  نقطة التوازن النقدي وفقا لنظرية الارصدة النقدية ، و في حالة حدوث تغير في نسبة التفضيل النقدي  $K$  ، فإن تغيرات جذرية تحدث في كل مستوى الدخل و مستوى الاسعار رغم ثبات الكمية المعروضة من النقود ، فيكون على السلطات النقدية الاستجابة للتغيرات في التفضيل النقدي بتغيير عرض النقود للمحافظة على مستوى الدخل النقدي المرغوب .

الفرع الثاني : النظرية الكينزية ، الفروض ، عرض و طلب النقد و نظرية سعر الفائدة :

عرضنا فيما سبق إجمالية لمكونات النظرية النقدية التقليدية ، و بينا أن هذا التحليل يدعم مبدأ "حيادية النقود " . و ان التوازن الاقتصادي العام إنما يتحدد بتفاعل القوى الداخلة في اطار النموذج العيني ذلك ان العرض يخلق الطلب المساوي له عند اي مستوى من العمالة ، نظرا لأن كل ادخار يتحول حتما الى استثمار بفعل تلقائية حركات سعر الفائدة.

لكن ظهر عجز هذه الفلسفة الاقتصادية بأحداث الكساد العظيم سنة 1929 ، و استلزمت هذه الاحداث ثورة حقيقية في الفكر الاقتصادي ، تغير فيه حقل الدراسة و أدوات التحليل المستخدمة ، و هو ما حدث في نطاق النظرية الكينزية ، حيث بحث كينز أثر النقود على مختلف اوجه النشاط الاقتصادي ، بدلا من اقتصار مجال النظرية في تفسير قيمة النقود ( العوامل التي تحكم تغير المستوى العام للأسعار ) ، و التي هي حسب كينز مجرد انعكاس لظاهرة أخرى أكثر اهمية و هي مستوى العمالة و الدخل الوطني ، و بالتالي مستوى الطلب الفعال ، و الذي هو " جزء من الطلب الكلي المتوقع الذي يحقق للمنظمين أكبر ربح ممكن<sup>1</sup> " ، و يكتسب الطلب الكلي الفعال صفة المتغير الاساسي المستقل الذي تحدد مستويات التشغيل و الإنتاج و الدخل بوصفها متغيرات تابعة ، سبب توقف هذا الطلب على ثلاث متغيرات مستقلة أساسية ، هي الميل للاستهلاك و الكفاية الحدية لرأس المال و سعر الفائدة ، و بذلك جعل كينز من الطلب الفعال اداة هامة و أساسية من أدوات التحليل الاقتصادي.

#### الفرضيات الاساسية :

يبني كينز نظريته على الفرضيات التالية :

- رفض قانون سامي للأسواق ، و ما ينجم عنه من رفض سيادة التوازن الدائم و المستمر عند مستوى العمالة الكاملة و رفض تعادل الادخار و الاستثمار باستمرار ؛
- تعتبر النقود سلعة كبقية السلع تطلب لذاتها ؛
- عرض النقود متغير خارجي تحدده السلطات النقدية؛
- تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لمعالجة الاختلالات ؛
- عدم الايمان بالتشغيل التام ، فالاقتصاد يمكن ان يعرف حالة أقل او أكثر من التشغيل الكامل ؛
- يتوقف الادخار و الاستثمار و ليس على معدل الفائدة؛
- يرى ان من الصعب الفصل بين الجانب النقدي و الجانب العيني في الاقتصاد؛
- يعتبر تحليل كينز تحليلا كليا .

<sup>1</sup> إسماعيل مجد هاشم ، مرجع سبق ذكره ، ص 148.

الطلب على النقود ( تفضيل السيولة ):

أدخل كينز ثلاث دوافع للطلب على النقود ، بغرض المعاملات ، الاحتياط و المضاربة حيث يتعلق الطلب بغرض المعاملات و الاحتياط بالدخل ، و تعتمد المضاربة على معدل الفائدة و هو في علاقة عكسية<sup>1</sup> .

عرض النقود:

يعتبر كينز عرض النقود كمتغير مستقل يتحدد خارج النموذج  $M_s = M_0$  . و يرى كينز أن عرض النقود في أي وقت من الاوقات ثابت و يتحدد بواسطة البنك المركزي و يحدده حسب حاجة النشاط الاقتصادي<sup>2</sup> .

نظرية سعر الفائدة :

على النقيض من نظرة التقليديين للفائدة كثمن للادخار ، نظر كينز الى الفائدة كثمن للنقود ، اي كثمن للتنازل عن السيولة ( و ليس كما يرى التقليديون كثمن لتأجيل الاستهلاك ) ، و يترتب على ذلك ان الفائدة شأنها كأى ثمن آخر تتحدد بعرض و طلب النقود<sup>3</sup> .

و يمكن للبنك المركزي التحكم في سعر الفائدة عن طريق التحكم في كمية النقود المعروضة ، و بالتالي التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ، فزيادة عرض النقود تؤدي الى انخفاض سعر الفائدة و هذا ما يؤدي إلى زيادة الاستثمار عن طريق المضاعف يؤدي إلى زيادة الاستهلاك و يزداد الدخل و العمالة ، و يحدث العكس إذا عرض النقد .

الفرع الثالث : الطلب الفعال و علاقته بالتوازن النقدي عند كينز :

تعتبر فكرة الطلب الفعال أحد أهم الاضافات التي أسهم بها كينز في النظرية الاقتصادية فقد نقل بها كينز الفكر الاقتصادي من اقتصاد جانب العرض الى اقتصاد جانب الطلب و اعتبر كينز ان التوازن الاقتصادي ربما يحدث دون الوصول الى مستوى التشغيل الكامل و ان نقطة التوازن تتحدد بتلاقي العرض الكلي مع الطلب الكلي . و يقرر كينز أن الطلب الكلي الفعال ( يتكون من الطلب الاستثماري و الطلب الاستهلاكي ) يزداد مع زيادة مستوى التشغيل وينخفض

<sup>1</sup> Michelle de Mourgues, **La monnaie, Système financier et théorie monétaire**, Economica, Paris, 9 Ed, 1993, P 363.

<sup>2</sup> محمد جمدي إبراهيم المسلماتي ، التوازن النقدي في اقتصاديات الدول التي تمر بمرحلة النمو : دراسة تطبيقية مقارنة بين الاقتصاد المصري واقتصاديات بعض الدول ، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد ، قسم الاقتصاد كلية التجارة ، جامعة عين الشمس ، القاهرة، 2003، ص 39.

<sup>3</sup> إسماعيل محمد هاشم ، مرجع سبق ذكره ، ص 163.

مع انخفاضه ، و يبحث تحليل كينز أثر النقود على المجتمعات الكلية اي يبحث أثر تغير عرض النقد - اي اثر السياسة النقدية - على المتغيرات الاقتصادية .

فتبين انه عند زيادة عرض النقود من طرف السلطات النقدية يؤدي الى انخفاض اسعار الفائدة فيؤثر على الاستثمار نحو الزيادة ، مما يؤثر على الطلب الفعال ، فيؤدي الى نقل الدخل التوازني الى قيمة اعلى و ذلك بسبب المضاعف ( و العكس في حالة انخفاض عرض النقود).

لكن رغم هذا التقدم الذي احرزه كينز إلا انه قد ظهرت أزمات جديدة أصابت الاقتصاد الأمريكي و ما كان لها من آثار سلبية على الانتاج و النمو ، و أصبح معها واضحا قصور الأفكار الكينزية ، و ظهرت نتيجة لذلك مجموعة من الاقتصاديين حاولوا تطوير التحليل الكينزي على أيدي كل من "هيكس" و "هانس" ، و خرجوا بنماذج جديدة يطلق عليها " نماذج النمو الكينزي"<sup>1</sup> .

و يمكن تلخيص النظرة الحديثة في الطلب الفعال على انها النقطة التي يتحقق عندها التوازن النقدي ، حيث أنها النقطة التي يتعادل عندها الادخار مع الاستثمار ، و هو شرط التوازن النقدي عند كينز ، فيتحقق التوازن النقدي في نقطة الطلب الفعال لانه لا يوجد عندها اي دافع لدى رجال الاعمال لزيادة خططهم الاستثمارية ، و عند هذه النقطة يتعادل معدل الكفاية الحدية للاستثمار مع معدل الفائدة النقدي ، و ان التعادل بين الادخار و الاستثمار يحدث من خلال التغيرات في الدخل من خلال التغيرات في الدخل من تأثير مضاعف الاستثمار ، و هو عكس فكر الكلاسيك في ان تعادل الادخار و الاستثمار يحدث بواسطة معدل الفائدة<sup>2</sup> .

و يرى الكينزيون الجدد صحة فكرة كينز انه عند استقرار الطلب الفعال عند مستوى أقل من التشغيل الكامل يتم زيادة الاستثمار لزيادة الطلب الكلي ، لكن الاختلاف في الرؤية هنا أن زيادة الطلب الكلي تتم من خلال تخفيض معدل الفائدة النقدي بواسطة السلطة النقدية ، و من ثم يزداد الاستثمار الخاص نتيجة زيادة توقعات الارباح اي ان النظرة الحديثة ترى انه ليس الأساسي هو زيادة الاستثمار الحكومي ، كما جرى عليه الجانب التطبيقي للفكر الكينزي ، بل الأساس هو نقل حالة الاستثمار الخاص كما ذكر كينز من خلال دور السياسة النقدية في السيطرة على المتغيرات الاقتصادية و على التضخم<sup>3</sup> .

<sup>1</sup> سهير محمد معتوق، مرجع سبق ذكره ، ص 174.

<sup>2</sup> محمد جمدي إبراهيم المسلماتي ، مرجع سبق ذكره، ص45.

<sup>3</sup> المرجع نفسه ، ص ص 45-46.

و بالتالي يصبح الدور الرئيسي للسياسة النقدية هو التأثير على الطلب الفعال من خلال آلية معدل الفائدة ، و تتوفر فعالية السياسة النقدية من خلال شكل كل من منحى تفضيل السيولة و منحى الكفاية لرأس المال ، فمرونة منحى تفضيل السيولة بالنسبة لمعدل الفائدة حساسة للتغير في عرض النقود. فتكون السياسة النقدية فعالة في حالة اذا كان التغير في معدل الفائدة أكبر من التغير في كمية النقد ، و تكون السياسة غير فعالة اذا كان التغير في معدل الفائدة اقل من التغير في عرض النقد ، اما بالنسبة لمنحى الكفاية الحدية لرأس المال فتكون السياسة النقدية فعالة كلما كانت حساسية الاستثمار بالنسبة الى سعر الفائدة ذات مرونة أكبر ، بمعنى ان اي تغيير في معدل الفائدة بنسبة معينة يؤدي الى زيادة في الاستثمار ، و تكون السياسة النقدية غير فعالة في الحالة العكسية .

و بالتالي فإن شروط التوازن في السوق النقدي هو التعادل بين التفضيل النقدي و شرط التوازن في الأسواق السلعية هو التعادل بين الادخار و الاستثمار ، و على ذلك فإن المستوى التوازني للدخل النقدي يتحدد عندما يتوافر شرطان هما<sup>1</sup> :

— التعادل بين التفضيل النقدي و كمية النقود المتداولة ؛

— التعادل بين الادخار و الاستثمار.

و نظرا فإن تصحيح الاختلال في السوق النقدي يحدث بسرعة فإن التعادل بين التفضيل النقدي و كمية النقود المتداولة يمثل شرط التوازن في الأجل القصير .

و نظرا لان تصحيح الاختلال في الاسواق السلعية يتطلب وقتا حتى يتم مضاعف الاستثمار مفعوله فإن التعادل بين الادخار و الاستثمار يمثل شرط التوازن في الاجل الطويل .

#### الفرع الرابع: النظرية النقدية المعاصرة :

يتزعم هذه المدرسة الاقتصادي الأمريكي Friedman Milton، حيث تبني التحليل الكلاسيكي في نظرية الطلب على النقود لكن بأكثر شمولية و أكثر اتساع و في نفس الوقت لم يهمل التحليل الكينزي و أخذ ببعض جوانبه .

و قبل دراسة محتوى النظرية لا بد من الإشارة إلى أهم الفرضيات التي تركز عليها و هي<sup>2</sup> :

1. استقلالية الكمية النقدية ( عرض النقود) عن طلب على النقود ؛

2. استقرار دالة الطلب على النقود؛

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص47.

<sup>2</sup> عقيل جاسم عبد الله، مفاهيم و نظم اقتصادية، دار وائل للنشر ، للأردن، 2006، ص163.



3. رفض فكرة مصيدة السيولة عند بناء دالة الطلب النقد ؛
4. يتوقف الطلب على النقود على نفس الاعتبارات التي تحكم ظاهرة الطلب على السلع و الخدمات، إلى جانب سرعة التداول النقدي  $V$  عند الكلاسيك ؛
5. عدم خضوع الأعوان الاقتصاديين للخداع النقدي.
- آخر هي نظرية رأس المال، فمن بين حائزي الأصول النهائية الذين تمثل النقود بنسبة لهم شكلا من أشكال الثروة وبين مؤسسات الأعمال الذين تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية مثل الآلات و المخزون .
- ولقد افترض أن الأفراد يرغبون بكمية حقيقية من الأرصدة، و ليس بكمية اسمية و بالتالي تكتب دالة الطلب على النقود عند **Friedman** بالصيغة التالية<sup>1</sup> :

$$M_d/p = f(y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi_e - r_m, m - r_m, v)$$

حيث  $p/M_d$  الطلب على النقود بأرصدة حقيقية :

$y_p$  الدخل الدائم

$\pi_e$  معدل التضخم المتوقع

$R_m$  العوائد المتوقعة من النقود

$m$  الثروة البشرية

$R_b$  العوائد المتوقعة من السندات

$V$  أذواق و تفضيلات الأفراد

$R_e$  العوائد المتوقعة من الأسهم

و بتحليل أعمق يرى فريدمان أن الطلب على أرصدة حقيقية من النقود يتأثر إيجابا بثروة الأفراد و التي عبر عنها بالدخل الدائم، و يقصد به الدخل المتوقع الحصول عليه على المدى الطويل حيث يكون أقل تقلب من الدخل الجاري عند الكلاسيك، و هذا يعني أن الطلب على النقود لن يتقلب بشكل واضح في الدورات الاقتصادية المختلفة<sup>2</sup>.

ولقد أوضح النقديون أن التغير في المعروض النقدي له آثار واسعة النطاق على الطلب الكلي و من ثم الناتج الوطني و الأسعار و هذه الآثار تختلف في المدى القصير عنها في المدى الطويل، حيث يمس عرض النقود في المدى الطويل أثره بصفة خاصة على المستوى العام للأسعار فقط كما في الحالة الكلاسيكية، غير أنه في المدى القصير تمارس النقود أثرا

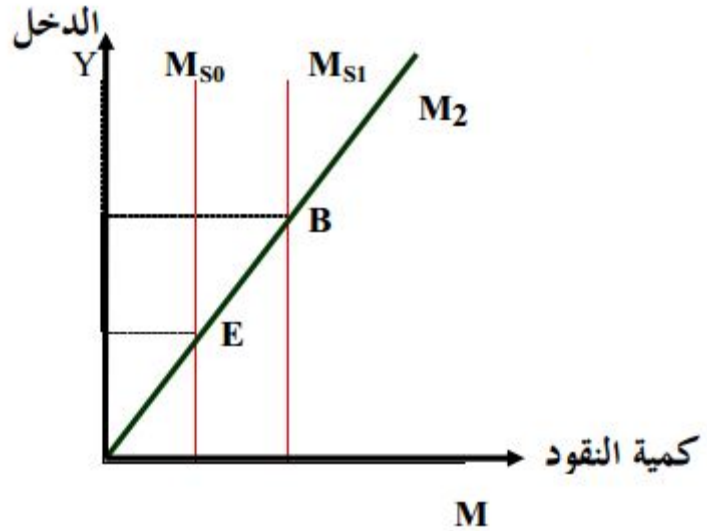
<sup>1</sup> عوض اسماعيل الدليمي، النقود و البنوك ، دار الحكمة للطباعة و النشر، الموصل، 1990، ص267.

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص267.

مباشراً و هاماً على الإنفاق الكلي ومن ثم على الدخل الوطني<sup>1</sup>.

ويمكن توضيح أثر عرض النقود على مستوى الدخل من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (02/01) : اثر عرض النقود على الدخل.



Source: Robert j Garden and others. MACRO économique 2° Gaétan moun éditeur, canada.P 456.

حيث يمثل المنحنى  $MS$  عرض النقود الذي يقرره البنك المركزي، ويمثل المنحنى  $MY$  الطلب على النقود و هو يتناسب طردياً مع الدخل حسب نظرية فريدمان، و بالتالي يمثل النقطة  $E$  التوازن في سوق النقد حيث فيها يتساوى عرض النقد  $MS$  مع الطلب  $MY$  عند مستوى الدخل النقدي  $Y_0$ ، فإذا ارتفع عرض النقود من  $MS$  إلى  $MS1$  فإن كمية النقود في التداول سوف تكون أكبر مما يرغب المجتمع بالاحتفاظ به، و هذا يعني أن النقود يجب أن تنفق و بالتالي إما يرتفع الناتج الحقيقي أو ترتفع الأسعار و في كلتا الحالتين يرتفع الدخل النقدي، فإذا كان الاقتصاد في حالة استخدام كامل للموارد كما افترضه النظرية الكلاسيكية في العرض النقدي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عباس كاظم حاسم الدعيمي، أثر السياسة النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008، ص 15.

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص 17.

## المطلب الثالث : أهمية السياسة النقدية و أسسها :

تكتسي السياسة النقدية أهمية بالغة باعتبارها أحد الركائز الأساسية للسياسة الاقتصادية، تستهدف من خلالها تحقيق نمو اقتصادي وتحقيق الاستقرار في الأسعار والتوازن الخارجي، ناهيك عن تحقيق أقصى حد ممكن من التشغيل، هذه الأهداف جعلت السياسة النقدية ذات أهمية بالغة تعتمد عليها السلطات النقدية كوسيلة لتحقيق هاته الأهداف من تنظيم وتسيير وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد، إضافة إلى دورها في حل الأزمات خاصة النقدية منها، كما أنها تلعب دورا مهما في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد المحلي، من خلال ضبط تسارع القوى التضخمية واستقرار قيمة النقد المحلي مقابل العملات الأجنبية<sup>1</sup>، وهو ما يجعلها أداة ذات فعالية كبيرة في امتصاص الصدمات النقدية سواء الداخلية منها أو الخارجية، كما أنها ذات أهمية بالغة في مكافحة التقلبات الدورية.

تتنوع الأسس التي ترتكز عليها السياسة النقدية من أسس سياسية وعلمية وأسس إحصائية، هاته الركائز هي التي تعطي السياسة النقدية القدرة على تحقيق الأهداف المسطرة، وتختلف هاته الأسس باختلاف التطور الاقتصادي لكل بلد حسب الزمان والمكان والظروف التي تطبق فيها، وهي كالاتي<sup>2</sup>:

1. أسس سياسية: تتميز السياسة النقدية بأنها عملية إدارية بحتة لا تثير أي رد فعل مباشر من الشركاء الاجتماعيين والاقتصاديين، كما أنها تُجَنَّبُ الحكومة متاهات النقاش مع المعارضين السياسيين، كما أن معظم أدواتها لا تكون لها ردات فعل شعبية مناهضة لأنها لا تثير حساسية الفرد بشكل مباشر.

2. أسس علمية: تتعلق بالتطور الفكري للمدارس الاقتصادية المتعاقبة ومدى الإعتماد على السياسة النقدية في النظريات الاقتصادية، بحيث ينادي الكلاسيك باستخدام السياسة النقدية فقط، ليأتي كينز بعدها وينادي بالسياسة المالية دون سواها، في حين أخذ الكينزيون الجدد والنقديين بالسياستين معا حسب الظروف الضرورة والظروف الاقتصادية، لتعود بعدها الأولوية للسياسة النقدية على يد النقديين، إلا أنهم يحصرونها في تدخل الدولة بتسيير الكتلة النقدية دون أسعار الفائدة أو مراقبة الائتمان، لأن تقييد الائتمان ينعكس سلبا وسريعا على الاقتصاد، في حين يجب ان يكون تخفيض كمية النقود تدريجيا بهدف محاربة التضخم على المدى الطويل، لتظهر بعدها مدرسة التوقعات الرشيد التي ترى بأن الفرد قادر على بناء توقعات مستقبلية تتكيف مع الأهداف المعلنة للسياسة النقدية.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي مرجع سبق ذكره، ط 03، ص 53.

<sup>2</sup> خليل عبد القادر، مبادئ الإقتصاد النقدي و المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، 2012، ص ص 151 - 152.

3. أسس إحصائية: وجود دراسات ميدانية حاولت أن تربط PIB مع M2 كمؤشر لاتجاه السياسة النقدية، وتوصلت لوجود علاقة طردية أحيانا وعكسية أحيانا أخرى وهي علاقة غير تناسبية بين M2 و PIB بفارق 6 أشهر، أي أنه عند تغير M2 فإن PIB يستجيب لهذا التغير في حدود 6 أشهر.

**المطلب الرابع : أهداف السياسة النقدية :**

**الفرع الأول: الأهداف الأولية للسياسة النقدية :**

مجمعات الاحتياطات النقدية:

تعرف القاعدة النقدية على انها الأصول التي يمكن استخدامها في المعاملات، و تكون من مزاوية استخداماتها من العملة في التداول و الاحتياطي النقدي لدى البنوك المركزية و فيما يخص المجمع الاحتياطي الأكثر فعالية و سهولة فبقي الجدال قائما حوله نظرا لأن هذه الفاعلية تتعلق بالتجربة و ليس بالتنظير فقط ، و كذا يبدي تحكم السلطات النقدية في المجاميع ، ( النقود المتداولة- الودائع- الاحتياطات المصرفية)<sup>1</sup>.

ظروف سوق النقد:

تكون هذه المجموعة من الاحتياطات الحرة، معدل الأرصدة ، و أسعار الفائدة الأخرى التي يمارس عليها البنك المركزي رقابة قوية، و نعني بظروف السوق النقد عموما قدرة المفترضين و موافقهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان و مدى ارتفاع أو انخفاض من أسعار الفائدة و شروط الإقراض الأخرى<sup>2</sup>.

فيما يخص الاحتياطات الحرة فإنها تمثل الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي اقترض منها هذه البنوك من البنك المركزي، و تسمى ضايفي الاقتراض.

و قد استعملت ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدلات الفائدة على أذونات الخزانة و الأوراق التجارية، معدل الفائدة الذي تفرضه البنوك على العملاء ، و معدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

**الفرع الثاني: الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية:** الأهداف الوسيطة هي المتغيرات النقدية القابلة للمراقبة بواسطة السلطات والمرتبطة بشكل ثابت ومقدر بالأهداف النهائية مثل : مقدار النمو السنوي للكتلة النقدية .

<sup>1</sup> صالح مفتاح، النقود و السياسة النقدية ، دار الفجر للنشر و التوزيع، مصر، 2005، ص124 .

<sup>2</sup> مرجع سابق، ص124 .

معدل الفائدة كهدف وسيط<sup>1</sup> :

يتعلق تحديد معدلات الفائدة بنمو الكتلة النقدية، كما يعتبر من أهم محددات سلوك العائلات و المستثمرين فيما يخص الادخار و الاستثمار، لذا يجب على السلطات العامة الاهتمام بتقلبات معدلات الفائدة، و المشكل المطروح هنا هو كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه المعدلات خاصة و أنه يتأثر بمعدلات الفائدة السائدة في الخارج في ظل اقتصاد السوق، إلى جانب عرض و طلب رؤوس الأموال و كذا ارتباطه بالسياسة النقدية للدولة، هذه الأخير التي يجب عليها أن تعمل على إبقاء تغير معدلات الفائدة ضمن هوامش غير واسعة نسبيا، تحقق التوازن في الأسواق و تتفادى وقوع ضغوط تضخمية أو كساد.

و يوجد العديد من معدلات الفائدة في الاقتصاديات المتطورة وأبرزها هي<sup>2</sup> :

- **المعدلات الرئيسية :** هي المعدلات التي يقرض بها البنك المركزي البنوك التجارية، كما يستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك ؛
- **معدلات السوق النقدية :** وهي المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل القابلة للتداول ( سندات خزينة قابلة للتداول، شهادات إيداع، أوراق خزينة ... إلخ ) ؛
- **معدلات التوظيف:** في الأجل القصير كالحسابات على الدفاتر ؛
- **المعدلات المدينة:** وهي المطبقة على القروض الممنوحة .

وتتأثر هذه المعدلات كلها بمعدل الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي على قروض النقد المركزية .

معدل صرف النقد مقابل العملات الأخرى :

يعتبر سعر الصرف النقدي مؤثر هام على الأوضاع الاقتصادية للبلد، حيث يكون كهدف للسلطة النقدية، و يعمل انخفاض سعر الصرف على تحسين وضعية ميزان المدفوعات لكنه في المقابل يشجع الضغوط التضخمية، أما في حالة ارتفاع سعر الصرف فهذا يفرض ضغطا انكماشيا، مما يؤدي إلى خروج بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم و بالتالي انخفاض في مستويات النمو<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> الشيخ أحمد ولد الشباني، مرجع سابق ، 2012 ، ص 21 .

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية مرجع سبق ذكره ، ص 64 .

<sup>3</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص، 127، 128.

لذلك تعمل السلطات النقدية على استقرار سعر الصرف لضمان استقرار وضعية البلاد اتجاه الخارج، عن طريق ربط عملاتها بعملات قوية قابلة للتحويل، وحرص على استقرار سعر الصرف لعملتها، لكن رغم ذلك فإن موجات المضاربة الشديدة على العملات لصعب السيطرة و التحكم في هذا الهدف.

### المجمعات النقدية

هي عبارة عن مؤشرات لكمية النقود المتداولة و التي تعكس قدرة الأعوان الماليين المقدمين على الإنفاق . و بالنسبة للنقديين فإن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى قريب من معدل نمو الإنتاج يعتبر الهدف الرئيسي للسياسة النقدية و ذلك لعدة مزايا أهمها:

- تفادي حدوث عدم استقرار من جانب عرض النقود ؛
- التقليل من الاضطرابات الناجمة عن مصادر غير العرض النقدي ؛
- ضمان الثبات النسبي لمستوى الأسعار على المدى الطويل و يرتبط عدد المجعات النقدية لطبيعة الاقتصاد وكذا درجة تطور الصناعة المصرفية و المنتجات المالية، و تعبر هذه المجعات كمصدر معلومات عن وتيرة نمو مختلف السيولات .

و تكون المجعات النقدية عموما  $M1, M2, M3, L$  حيث<sup>1</sup>:

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

**M1 : M2** + الودائع للفترة القصيرة+ الودائع الادخارية +حسابات ودائع سوق النقد +أسهم صناديق سوق النقود التعاونية.

**M2 : M3** + الودائع طويلة الأجل+اتفاقيات إعادة الشراء +احتياطات ومقياس و يشمل:

**M3** +أذونات الخزينة قصيرة الأجل+الأوراق التجارية+سندات التوفير+القبولات البنكية . و المشكل الذي يبقى مطروحا هو عن أي المجتعات النقدية التي يمكن ضبطها بسهولة و بدون غموض أو تعقيد، لكن الملاحظ أن المجتمع النقدي الموسع هو **M3** الذي أصبح يجذب البنوك المركزية في كلا الدول المتقدمة و النامية .

معايير اختيار الأهداف الوسيطة: تبين الاستراتيجية أن السلطات النقدية تستخدم الأهداف الأولية والأهداف الوسيطة لتحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية، وهذا بعد اختيار أدوات السياسة النقدية .

<sup>1</sup> غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود و البنوك، دار وائل للنشر، الأردن، 2002، ص79 .

بحيث يجب على البنك المركزي اختيار الهدف الأولي ( العامل ) الذي يمكن أن يسيطر عليه ويراقبه مثل القاعدة النقدية، ثم يتم استخدامه لتحديد الأدوات النقدية للتأثير عليها باتجاه الهدف الوسيط مثل معدل نمو العرض النقدي، وتتم التعديلات اللازمة لتأخذ مجراها للتأثير على الأهداف النهائية مثل تحقيق معدل نمو عال للاقتصاد أو استقرار الأسعار ويتم ذلك كما يلي:

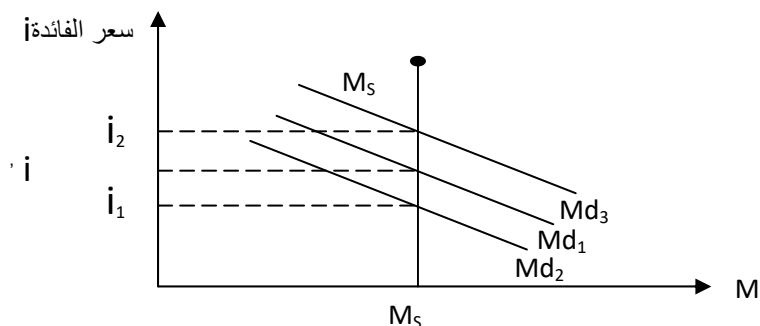
#### أولاً : اختيار الأهداف

لفرض أن السلطات النقدية قد اختارت معدل نمو العرض النقدي  $M_1$  بمقدار 3% لتحقيق الهدف النهائي المتمثل في نمو الناتج الوطني بمقدار 4%، كما يمكن للبنك المركزي أن يستخدم هدف وسيط آخر هو تخفيض سعر الفائدة على أذون الخزانة إلى 7% لتحقيق نفس الهدف النهائي، ولكن في الواقع لا يمكن استخدام هدفين وسيطين لتحقيق هدف نهائي واحد ولذلك على البنك المركزي اختيار هدف وسيط واحد<sup>1</sup>.

وهناك حالتان لاختيار الهدف الوسيط :

أ- نفرض أن الهدف الوسيط المختار من قبل السلطات النقدية هو التحكم في العرض النقدي دون الاهتمام بهدف سعر الفائدة كما في:

الشكل رقم (01/ 03) الهدف الوسيط هو التحكم في العرض



المصدر: صالح مفتاح مرجع سبق ذكره ، ص 120

<sup>1</sup> صالح مفتاح ، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة (1990-2000)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سنة 2002/2003، ص 120.

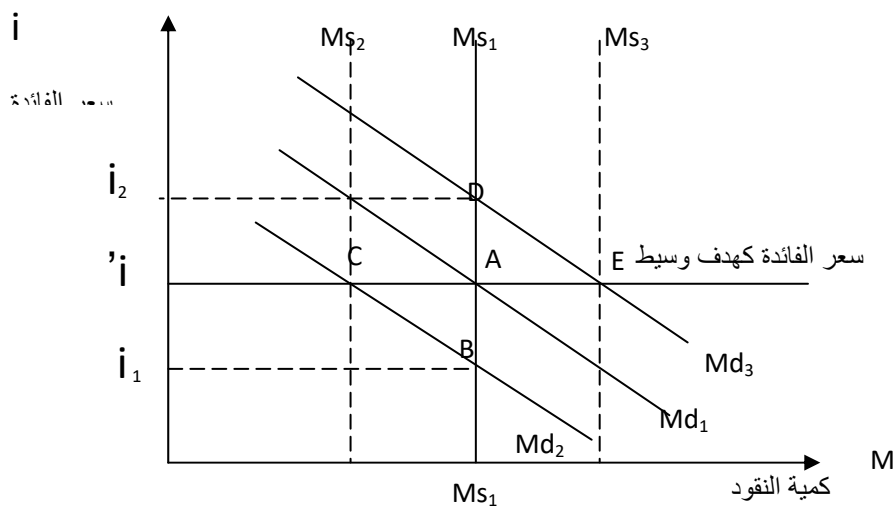
نفترض أن السلطات النقدية توقعت أن يكون منحنى الطلب على النقود هو  $Md_1$  ولكن منحنى الطلب على النقود في الواقع سيكون مداه في التغير بين  $Md_2$  و  $Md_3$  وهكذا تبعا لانخفاض أو ارتفاع الإنتاج الكلي أو التغيرات في المستوى العام للأسعار كما أن الطلب على النقود قد ينتقل بطريقة غير متوقعة نتيجة لتغير في تفضيلات الأفراد بين حيازة النقود وحيازة السندات.

عندما يكون الهدف الوسيط هو معدل نمو النقود  $M_1$  بمقدار 3% يكون منحنى العرض النقدي عند  $MS$ ، فإن البنك المركزي سيتوقع أن يكون سعر الفائدة هو  $i_1$  ولكن نتيجة تقلب الطلب على النقود بين  $Md_2$  وبين  $Md_3$  فإن سعر الفائدة أيضا يتقلب بين  $i_1, i_2$  وبالتالي تكون النتيجة هي :  
إن استخدام العرض النقدي كوسيط سيجعل سعر الفائدة متقلبا .

ب- عندما يستخدم سعر الفائدة : كهدف وسيط عند  $i_1$ ، ولكن البنك المركزي يتوقع أن يكون الطلب على النقود عند  $Md_1$  .

ولكنه يتقلب بين  $Md_2$  و  $Md_3$  نتيجة التغيرات غير المتوقعة في الإنتاج الكلي ومستوى الأسعار أوفي تفضيلات الأفراد في حيازة النقود أو السندات كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (04/01): الهدف الوسيط هو سعر الفائدة



المصدر: صالح مفتاح مرجع سبق ذكره ، ص 121.



لفترض أن الطلب على النقود قد انخفض إلى  $Md_1$ ، فإن سعر الفائدة سينخفض إلى  $i'$  ولكن البنك المركزي يحاول منع هذا الانخفاض عن طريق بيع السندات، فيزيد عرض السندات ويخفض سعرها السوقي، ومن ثم يرتفع سعر الفائدة مرة أخرى إلى  $i'$  ويقوم البنك المركزي بعمليات السوق المفتوحة حيث يبيع السندات حتى ينخفض العرض النقدي من  $Ms_1$  و  $Ms_2$  حيث تتقاطع المنحنيات  $Ms_2$  مع  $Md_2$  في النقطة C وبالتالي تعود إلى النقطة  $i'$  مرة أخرى. ومن ناحية أخرى إذا كان منحنى الطلب على النقود هو  $Md_3$  الذي يتقاطع مع  $Ms_1$  في نقطة التوازن D فإن سعر الفائدة التوازني يصبح  $i_2$  وبما أن سعر الفائدة هو الهدف الوسيط، فإن البنك المركزي يتدخل للتحكم فيه ومنعه من الارتفاع ويقوم بعمليات شراء في السوق المفتوحة حتى يرتفع العرض النقدي من  $Ms_1$  إلى  $Ms_3$  والذي يتقاطع مع  $Md_3$  في النقطة E، ومن ثم يعود سعر الفائدة إلى مستوى سعر الفائدة كهدف وسيط  $i'$  فالبنك يحافظ على سعر الفائدة كهدف وسيط ولكنه في نفس الوقت يسمح للعرض النقدي بالتذبذب والنتيجة هي :

« إذا كان الهدف الوسيط هو سعر الفائدة فإنه سيجعل العرض النقدي متذبذباً » .

إن تبني أهداف نقدية باستخدام العروض النقدية على نطاق واسع كان في سنوات السبعينات التي زاد فيها التضخم، وكان المفهوم دائماً بان نجاح وضع أهداف وسيطة نقدية يتوقف على استقرار الطلب على النقود، أو على الأقل إمكانية التنبؤ به، وبدأ هذا الأسلوب يتهاوى في سنوات الثمانينيات عندما خرجت معادلات الطلب على النقود عن المسار المتوقع وربما كان السبب هو سرعة التجديدات أو الابتكارات المالية<sup>1</sup>.

ثانياً : معايير الأهداف الوسيطة<sup>2</sup> :

تؤخذ عند اختيار الأهداف الوسيطة ثلاثة معايير لها علاقة بالهدف الأولي ولها آثار على الهدف النهائي وتجعله يفي بالعرض أكثر من غيره وهي: قابلية الهدف الوسيط للقياس القدرة على التحكم فيه من قبل البنك المركزي، وقابلية التنبؤ بآثاره على الهدف النهائي .

أ- القابلية للقياس : لكي تكون الحسابات دقيقة يجب أن يخضع الهدف الوسيط للقياس الدقيق لأنه يعتبر الإشارة التي تبين حقيقة اتجاه سير السياسة النقدية نحو تحقيق الهدف النهائي أو خارج إطار اتجاهها المحدد لها، وإتاحة البيانات

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 120-122.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص 122-123.

يختلف من متغير لأخر فبيانات سعر الفائدة متاحة، أما البيانات عن الناتج الوطني تتاح بعد فترة قد تصل إلى ما بعد السنة كما هو الحال في بعض البلدان النامية مثل الجزائر وربع السنة في أمريكا مع تأخير شهر، ومن جهة أخرى فإن بيانات الناتج الوطني أقل دقة من بيانات القاعدة النقدية والعرض النقدي أو من بيانات سعر الفائدة، ومن ثم فإن الاعتماد على سعر الفائدة أو العرض النقدي لتكون أهداف وسيطة بدلا من الاعتماد على أهداف أخرى من الناتج الوطني، لأن الأولى تقدم إشارات دقيقة وواضحة عن اتجاهات سياسة البنك المركزي .

يبدو أن أسعار الفائدة قابلة للقياس أكثر من العرض النقدي والقاعدة النقدية لأنها ليست فقط متاحة بسرعة ولكنها تتمتع بدرجة كبيرة من الدقة، ولا تراجع إلا قليلا أما العرض النقدي والقاعدة النقدية فإنهما يخضعان للمراجعة، وبالتالي تصبح أسعار الفائدة المعيار الأكثر فائدة كأهداف وسيطة ولكن سعر الفائدة هو سعر الفائدة الاسمي الذي يعتبر مقياس لا يكشف عن التكلفة الحقيقية للاقتراض وهو سعر الفائدة المعدل بالتضخم المتوقع، إلا أن قياس سعر الفائدة الحقيقي يكون صعبا لأنه لا توجد طريقة لقياس التضخم المتوقع، وهذا فإن قياس كل من سعر الفائدة والعرض النقدي والقاعدة النقدية له صعوبات، والاختيار بينهما أيضا يصبح صعبا كهدف وسيط .

#### ب- القدرة على التحكم في الهدف الوسيط :

للتأكد من بناء الاستراتيجية بشكل جيد وجني ثمارها يجب على البنك المركزي أن يكون لديه القدرة على التحكم في الهدف الوسيط، ولا تعني القدرة على السيطرة هي معرفة خروج المتغير المستخدم كهدف وسيط على الاتجاه الصحيح، وإنما يجب أن يكون لديه أيضا القدرة على إعادة المتغير المستخدم إلى الطريق المرسوم-له لتحقيق الهدف النهائي، ويمكن للبنك أن يسيطر على القاعدة النقدية وسعر الفائدة، ولكن قد تفوق سيطرة البنك على سعر الفائدة أكثر من العرض النقدي ولكن البنك المركزي لا يستطيع كما رأينا أن يحدد سعر الفائدة الحقيقي لأنه لا يمكنه السيطرة على توقعات التضخم ولهذا فلا يمكنه أن يجزم بأفضلية التحكم في سعر الفائدة أو القاعدة النقدية كهدف وسيط.

#### ج- إمكانية التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي :

بالإضافة إلى المعيارين سابقين الذكر ينبغي أن يكون التنبؤ بأثر الهدف الوسيط المختار على الهدف النهائي ممكنا أو ينبغي أن نمتلك القدرة على توقع ذلك الأثر على الهدف النهائي ولا يزال النقاش قائما حول أفضلية سعر الفائدة والعرض النقدي كأهداف وسيطة مرتبطة بالأهداف النهائية مثل العمالة، مستوى الأسعار، الناتج الكلي، إلا أن

التجارب العملية تتجه إلى تفضيل التنبؤ بأثر العرض النقدي على الأهداف النهائية على أثر سعر الفائدة مما يؤيد أكثر استخدام القاعدة النقدية كهدف وسيط .

### الفرع الثالث: الأهداف النهائية للسياسة النقدية :

تعتبر الأهداف الأولية و الوسطية في الإستراتيجية الحديثة للسياسة النقدية أدوات مساعدة لتحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية و تعرف هذه الأهداف اختصاراً بالمرجع السحري لكالدور، و المتمثلة في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، العمالة الكاملة تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات .  
تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار:

يجمع الاقتصاديون في الوقت الحاضر على أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية ينبغي أن يكون هو الحفاظ على استقرار الأسعار و على القدرة الشرائية للعملة المحلية، و يعني هذا أن التضخم ينبغي أن يظل منخفضاً كأن يتراوح مثلاً بين 1% و 4% سنوياً و أن تلتزم الحكومة بعدم تطبيق سياسات تمويل العجز عن طريق زيادة المعروض النقدي، حيث أنه في حالة عدم التأكد من تقلبات أسعار السلع و الخدمات هذا يؤثر سلباً على الاستقرار و الاقتصادي، و بالتالي يصعب التخطيط لسياسة النقدية<sup>1</sup>.

### العمالة الكاملة:

يعتبر هذا الهدف مهما لسببين، السبب الأول يتمثل في أن معدل البطالة المرتفع بسبب مشاكل اجتماعية، فتصبح العائلات تواجه مشاكل مالية حقيقية، و السبب الثاني يتمثل في أن معدل بطالة مرتفع يضيع للاقتصاد عناصر إنتاج تتمثل في اليد العاملة غير المستغلة، و التي مورد اقتصادي هام<sup>2</sup>.  
و لمحاربة البطالة و تحقيق هدف التشغيل الكامل يجب أن تمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الاقتصاد لزيادة الاستثمار و بالتالي زيادة العمالة، إلى جانب تنشيط الطلب الفعال.

### تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي:

يؤدي النمو الاقتصادي الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، حيث يتوقف على عدة عوامل معظمها ليست في متناول سياسة الاقتصاد الكلي، و يمكن للسياسة النقدية التأثير على عامل مهم من هذه العوامل و تتمثل في الاستثمار

<sup>1</sup> ميغاد غددير، السياسة المالية و النقدية ، منشورات الهيئة العامة السورية، 2010، ص35 .

<sup>2</sup> الشيخ أحمد ولد شباني، مرجع سابق، ص22 .

و ذلك عن طريق العمل على تحقيق سعر فائدة حقيقي منخفض إلى حد ما، طبعاً دون أن يكون هذا سبباً في إحداث تضخم وإلا كانت النتيجة عكسية.

و يرتبط هذا الهدف بالأهداف النهائية الأخرى للسياسة النقدية، خاصة هدف التشغيل الكامل، حيث أن النمو الاقتصادي يكون سبباً في امتصاص الفائض من عمالة إلى جانب أن استقرار الأسعار و تحسن ميزان المدفوعات عاملان أساسيان لنمو الاقتصاد.

#### تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات بأنه بيان إحصائي يلخص بطريقة منهجية المعاملات الاقتصادية للاقتصاد ما مع بقية العالم في فترة محددة. يكون هذا الميزان في صالح البلد عندما تكون إيراداته أكبر من نفقاته للعالم الخارجي وتسعى كل الدول إلى جعل هذا الميزان لصالحها بهدف المحافظة على مخزونها الذهبي واحتياطياتها من العملة الصعبة<sup>1</sup>. ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات، يمكن للسياسة النقدية علاج هذا العجز عن طريق قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم، الذي يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض التي ينجم عنها تقليل حدة الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار داخل الدولة مما يشجع الصادرات المحلية و يقلل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة داخلياً يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على معالجة العجز في ميزان المدفوعات.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 22 .

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية وآلية المفاضلة بينها.

تتدخل السلطة النقدية عن طريق السياسة النقدية بزيادة أو تخفيض حجم المعروض النقدي عن طريق مختلف أدواتها التقليدية (المباشرة وغير المباشرة) وغير التقليدية، بغرض الوصول إلى الأهداف النهائية

**المطلب الأول: الأدوات التقليدية.**

بدأ استخدامها من قبل البنوك المركزية قديماً، وهي تضم الأدوات المباشرة، والأدوات غير المباشرة، التي انفصلها

على النحو الآتي:

أولاً: الأدوات غير المباشرة.

تستخدم السلطة النقدية الأدوات غير المباشرة بهدف التأثير في حجم الائتمان بغض النظر عن استعمالاته، وهاته الأدوات تمكن السلطة النقدية من مراقبة تطور الوضعية النقدية في الاقتصاد بطريقة غير مباشرة، وهي تستهدف من خلال هاته الأدوات التأثير على البنوك لاستخدام احتياطياتها النقدية في الإقراض والتوسع في حجم الائتمان الكلي، وهاته الأدوات هي<sup>1</sup>:

1. عمليات السوق المفتوحة: يقصد بها تدخل البنك المركزي في السوق النقدية ببيع أو شراء الأوراق المالية والتجارية والسندات الحكومية بهدف التأثير على الائتمان من خلال ضخ أو سحب السيولة النقدية حسب الحاجة وحسب الظروف الاقتصادية السائدة.

2. نسبة الإحتياطي الإجباري: يمثل الإحتياطي الإجباري نسبة من الودائع لدى البنوك التجارية، تقوم بإيداعها لدى البنك المركزي بصفة إجبارية وتكون عليها فائدة، ويقوم البنك من خلال هاته الأداة بالتأثير في حجم الائتمان من خلال رفع أو خفض نسبة الإحتياطي حسب نوع السياسة النقدية، توسعية كانت أو انكماشية حسبما تمليه الظروف الاقتصادية.

3. سعر إعادة الخصم: هو معدل يطبقه البنك المركزي على السندات قصيرة الأجل، التي تأتي بها البنوك التجارية لإعادة خصمها عند حاجتها للسيولة، وبذلك يستخدم البنك المركزي هاته الأداة باعتباره الملجأ الأخير للإقراض وعليه يؤثر في حجم الائتمان من خلال رفع أو خفض معدل إعادة الخصم حسب نوع السياسة النقدية<sup>2</sup>، توسعية كانت أو انكماشية حسبما تمليه الظروف الاقتصادية، وتلجأ إليه البنوك التجارية بصفة خاصة عند الأزمات النقدية والمالية.

<sup>1</sup> صالح مفتاح ، النقود والسياسة النقدية ( المفهوم، الأهداف والأدوات) ، دار الفجر للنشر والتوزيع ،مصر، 2005 ، ص 150.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش ، الاقتصاد النقدي والبنكي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 2012 ، ص ص152، 154.

ما يميز هاته الأدوات أنها غير فعالة في حالة الركود الاقتصادي، وفعالة في حالة الراج فقط، كما أن السلطات النقدية تستطيع من خلالها توفير السيولة المالية للبنوك التجارية، من أجل دعت قدرتها على الاقتراض، إلا أنها لا تستطيع أن تجبر الأعوان الاقتصاديين على الاقتراض من البنوك، وبالتالي يبقى إستعمالها ذا فعالية محدودة، إلا في حالة الراج الاقتصادي، من أجل التأثير على أسعار الفائدة، أو استهداف التضخم فقط.

### ثانيا: الأدوات المباشرة.

إذا كانت الأدوات غير المباشرة تستهدف التأثير في حجم الائتمان فان الادوات المباشرة تستهدف التأثير في نوع الائتمان، إضافة إلى تقييد حرية البنوك التجارية في ممارسة بعض أنشطتها المالية، وغالبا ما تستخدم الأدوات المباشرة للتأثير على قطاعات دون أخرى في الاقتصاد، والأدوات المباشرة للسياسة النقدية هي كالتالي:

1. الإقناع الأدبي: هي تعليمات يرسلها البنك المركزي إلى البنوك التجارية وهي غير ملزمة، تتضمن هاته التعليمات محاولة إقناع البنوك التجارية بضرورة رفع أو تخفيض حجم الائتمان حسب اتجاه السياسة النقدية المطبقة، لقطاعات معينة في الاقتصاد دون أخرى، ويترك المجال للبنوك التجارية لتحديد مجالات الإقراض المناسبة لها<sup>1</sup>، ويعود مدى التزام البنوك التجارية بماته التعليمات إلى قوة علاقتها مع البنك المركزي ومدى حاجتها إليه وترددتها عليه في توفير السيولة باعتباره الملجأ الأخير للإقراض.

2. الحد الأقصى لسعر الفائدة على الودائع: يفرض البنك المركزي حد أقصى لسعر الفائدة على الودائع بهدف تخفيض السيولة الناتجة عن الودائع، لارتفاع عوائدها، وبالتالي زيادة قدرتها على منح الائتمان، ولذلك يتدخل البنك المركزي بتسقيف سعر الفائدة على الودائع بهدف التحكم في حجم السيولة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان<sup>2</sup>.

3. تأطير الائتمان يتدخل البنك المركزي بتعليمات وأوامر ملزمة بتسقيف الائتمان الممنوح، وحجمه ونسبته واتجاهه خلال السنة المالية، وفق رزنامة تضعها البنوك التجارية، ويمكن تمديده ستة أشهر أخرى شريطة أن لا يتعدى حجم القروض ما تم تحديده مسبقا من قبل البنك المركزي، وهذه الأداة تهدف إلى ضبط حجم القروض الموزعة خاصة الاستهلاكية منها،

<sup>1</sup> مجيد ضياء موسوي ، اقتصاديات النقود والبنوك ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية 2001 ، ص.ص 270-271.

<sup>2</sup> احمد محمد صالح الجلال ، دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية دراسة حالة الجمهورية اليمنية 1990-2003 ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الجزائر 2006 ، ص.64.

بتقييدها أو رفعها حسب مرحلة الدورة الاقتصادية، ويضاف إليها نسبة هامش الضمان على الائتمان الموجه للمضاربة في الاسواق المالية.

4. عمليات مصرفية أخرى: تجتم البنوك التجارية في بعض الأحيان عن تقديم القروض لقطاع أساسي معين في الاقتصاد لأسباب معينة، وبذلك يتدخل البنك المركزي لسد هذا الفراغ، وبذلك يقوم البنك المركزي بمنافسة البنوك التجارية بصورة دائمة أو مؤقتة مما يحدث آثار مرغوبة في السياسة النقدية<sup>1</sup>، إلا أن هاته الأداة غالباً ما تكون لها آثاراً سلبية كثيرة، وهاته الأداة لا يلجأ إليها البنك المركزي إلا في حالات نادرة جداً.

**المطلب الثاني : السياسة النقدية غير التقليدية: تعريفها و شروط تنفيذها<sup>2</sup> :**

**تعريف السياسة النقدية غير تقليدية :** لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير تقليدية، حيث لم يتم تعريفها حتى الان سوى من جانبين ، جانب المستهدفات و جانب الأدوات (الوسائل) المستخدمة في مثل هذه السياسات . و عليه فيمكن تعريف السياسة النقدية من جانبين هما :

من جانب المستهدفات بأنها: مجموعة من الوسائل و الاجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي ( لتحقيق أهداف إقتصادية محددة ) خلال فترة زمنية معينة . و من هذا التعريف , نجد أن تعريف السياسة النقدية غير تقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي ( نمو . تشغيل .... )

أما من جانب الأدوات المستخدمة فإنها : سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعما ائتمانيا معززا وتسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة وفي الاسواق المالية وتوفير السيولة بالعملات المحلية و الأجنبية كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي و حماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية . كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها : قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة والمميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود و لا مجازفة و ذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد . و منه فمن التعريفات السابقة يمكن استنتاج أن :

<sup>1</sup> خليل عبد القادر، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 167.

<sup>2</sup> صاري علي، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013، ص ص 59، 62.

- ✓ هدف السياسة النقدية غير تقليدية هو استهداف معدل التضخم ( استقرار الأسعار ) أصبح هدف السياسة النقدية غير تقليدية التركيز على استهداف المتغيرات الكمية ( معدل تشغيل او مستوى إنتاج معين و محدد ) ؛
- ✓ التوسع الهائل في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية و محاولات التأثير على اسعار الفائدة الاخرى من المعدلات الرسمية المعتادة على المدى القصير ؛
- ✓ استخدام التيسير الكمي و التيسيرات الائتمانية الفائدة الصفرية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافي و بدون تكاليف للأنشطة الاقتصادية ؛
- ✓ في فترة الضائقة المالية التي قد تتعطل فيها الوساطة المالية ، يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الائتمان ، و العمل كوسيط عن طريق اقتراض الأموال من المدخرين ثم إقراضها للمستثمرين .

#### شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية :

نظرا للظروف الاقتصادية غير عادية ( حالة الأزمات ) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية و كذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسات النقدية فإنه يجب ان تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية هذه الشروط هي :

- لا بد ان تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك و الاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى لإنقاذها و في أغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق و الواقع ان البنك المركزي يجب ان لا يتردد في توسيع او تقليص نطاق أدواته غير المعيارية \_ و بخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة \_ اعتمادا على حجم الخلل في عمل النظام المالي ؛
- لا بد أن تكون التدابير المصحوبة برسائل قوية الى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل و اصلاح الموازنات في الأمد المتوسط ؛
- في حالة أوروبا لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي فضلا عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية و خاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدة و الواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحا الى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة ؛



— بقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنوي في البيئة النقدية و المالية للاقتصاد العالمي، و التعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي ، و المساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف .

### المطلب الثالث : الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية<sup>1</sup> :

#### التيسير الكمي :

يعرف بأنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة . حيث يشتري البنك المركزي الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد . و تتميز هذه السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية بأنها تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف .

#### أسعار الفائدة الصفرية :

من المعروف ان بعض المصارف المركزية تقوم بإتباع سياسة استهداف التضخم حيث يتم ضبط و تعديل أسعار الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف يضاف الى ذلك أن وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة و هو ما يعرف باسم *hote money* الذي ينتج عنه مشاكل مالية كثيرة في معظم الأحيان .

#### حرب العملات :

ترى المحللة المالية *برندا كيلبي* ان حرب العملات تشير الى قيام دولة بالتدخل لإضعاف عملتها عمدا وهذا يتم من خلال عدة وسائل مثل بيع العملة المحلية و شراء عملات أجنبية و خفض الفائدة و سياسات كمية بهدف دعم الصادرات و قطاع العمل .

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 62،71.

## المبحث الثالث : قنوات انتقال السياسة النقدية

تنتقل السياسة النقدية إلى الاقتصاد عبر عدة قنوات بهدف التأثير فيه و توجيه مساره إلى هدف المراد الوصول إليه، في هذا المبحث في أهم هذه القنوات التي تتمثل في قناة سعر الفائدة، قنوات الأسعار و الائتمان.

## المطلب الأول : قناة معدل الفائدة :

يعتبر سعر الفائدة من الأدوات الهامة التي تستخدم في التحكم في حجم الائتمان و بالتالي في حجم العرض النقدي، فتحديد معدل الفائدة يعكس توجه السياسة النقدية للدولة إلى تشجيع الاستثمار في مختلف القطاعات أو الحد منه، و كذا دورها في مواجهة مشكلة التضخم و الانكماش، و يتأثر سعر الفائدة بسعر الخصم المحدد من طرف السلطة النقدية، كما يحدد سعر الفائدة بشكل يزيد عن المعدل السنوي للرقم الأعلى للأسعار بنسبة 2-3%، حيث يتفاوت سعر الفائدة بين مختلف الدول و ذلك يرجع إلى اختلاف معدلات التضخم، معدلات النمو الاقتصادي المتوقعة و وضع ميزان المدفوعات<sup>1</sup>.

و تؤثر أسعار الفائدة على مختلف القرارات و المؤشرات الاقتصادية التي تساهم في تحديد مستوى الدخل القومي أهمها:

- تشجيع الجمهور على الادخار و إيداع أموالهم في البنوك ؛
  - تشجيع الاستثمار وزيادة الطلب عليه؛
  - المحافظة على رؤوس الأموال المحلية ومنع هروبها نحو الخارج، و جذب رؤوس الأموال الخارجية؛
  - المحافظة على استقرار سعر صرف العملة؛
  - التأثير على حجم الكتلة النقدية من خلال توسيع أو تقليص الائتمان المحلي.
- و يرى الكلاسيك أن قناة سعر الفائدة هي قناة تقليدية، أما الكينزيون فيعتبرونها أهم قناة تمكن السياسة النقدية من بلوغ هدف النمو الاقتصادي.

و التأثير على المتغيرات الاقتصادية من خلال سعر الفائدة يكون كما يلي :

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

<sup>1</sup> رحيب حسين، النقد و السياسة النقدية، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن، 2002، ص144.

حيث  $M$  تمثل سياسة نقدية توسعية التي تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة  $ir$  و بالتالي انخفاض تكلفة اقتراض رأس المال وزيادة الاستثمار  $I$ ، هذا الأخير الذي يعتبر أحد مكونات الطلب الكلي، حيث أن ارتفاعه يؤدي إلى زيادة الناتج القومي  $Y$

و عند اتباع سياسة نقدية انكماشية  $M \downarrow$  هذا يؤدي إلى رفع سعر الفائدة الاسمي والحقيقي، مما يرفع من تكلفة رأس المال، وبالتالي انخفاض نفقات الاستثمار وانخفاض الإنتاج.

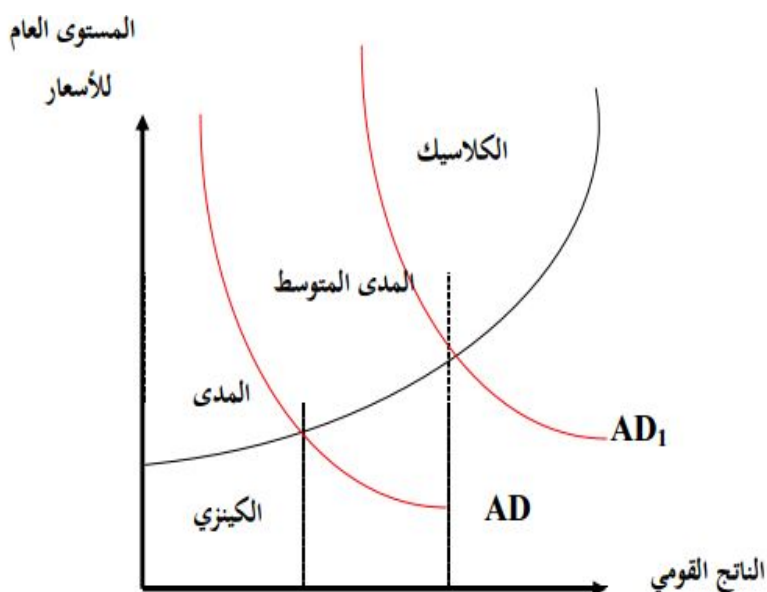
$$M \downarrow \rightarrow ir \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

و الجزء الأكبر من الإنفاق الاستثماري يقوم به القطاع الإنتاج (قطاع الأعمال) الذي يحصل على رأس المال عن طريق الاقتراض، و كما أشرنا سابقا فإنه توجد علاقة عكسية بين الإنفاق الاستثماري و معدل الفائدة، وذلك حسب النظرية الكلاسيكية التي تستند في ذلك عن نظرية تكوين رأس المال، حيث أن الإنفاق الاستثماري يعتمد على مردودية الاستثمار من جهة و على تكلفة تمويله من جهة أخرى، فكلما كانت أسعار الفائدة منخفضة أدى ذلك إلى زيادة الاستثمارات و بالتالي ارتفاع الدخل القومي<sup>1</sup>.

أما كينز فيرى أن مستوى الدخل و الأسعار يعتمد على مستوى الطلب الكلي، و خاصة الطلب الاستثماري الخاص، و بين تأثير النقود على الإنفاق الاستثماري، ففي حالة زيادة عرض النقود من طرف السلطات النقدية، فإن التأثير الأولي يكون على الجانب النقدي بانخفاض سعر الفائدة، هذا ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاستثمار فيرفع الإنفاق الاستثماري .

<sup>1</sup> رحيم حسين، مرجع سابق، ص 146-147 .

الشكل رقم (05/01) العلاقة بين الناتج القومي والأسعار



المصدر : رحيم حسين، مرجع سابق، ص146

من الملاحظ أن ارتفاع الإنفاق الاستثماري يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي من  $AD$  إلى  $AD1$  ( من الشكل الذي يؤثر على الناتج الوطني فترتفع من  $Y$  إلى  $Y1$  إذا وقع الطلب الكلي في المدى المتوسط فإن ارتفاع الإنتاج في هذه المنطقة يرافقه ارتفاع مستوى الأسعار، أما إذا وقع الطلب الكلي في المدى الكينزي فإن ارتفاع الطلب يؤدي إلى ارتفاع مستوى الإنتاج و الدخل الحقيقي دون أي ارتفاع عن الأسعار ،و العكس في المدى الكلاسيكي أين يرتفع المستوى العام للأسعار دون أي ارتفاع في الإنتاج أو الدخل الحقيقي<sup>1</sup> .

و بالرغم من تأييد كينز لوجود علاقة بين القطاع النقدي و الحقيقي إلا أنه شكك في هذه العلاقة كما، حيث يرى أنه عند وصول كمية النقود إلى حد معين، فإن أي زيادة بعد ذلك ستقع في فخ السيولة و لن يكون لها أي تأثير على سعر الفائدة، و بالتالي لا يكون هناك تأثير على الإنفاق الاستثماري و لا على الدخل القومي.

كما أن هناك علاقة طردية بين الادخار و سعر الفائدة، حيث أنه في حالة ارتفاع معدل الفائدة هذا يدفع العائلات إلى الادخار و تأجيل استهلاكها للمستقبل بهدف الاستفادة من فرصة هذا الارتفاع و تعظيم عائداتها، أما في حالة انخفاض أسعار الفائدة فإن ذلك ينعكس سلبي على المدخرات، حيث ينخفض عوائدها و هذا ما يؤدي بالعائلات

<sup>1</sup> رحيم حسين، مرجع سابق، ص146 .

إلى الأحجام عن الادخار، وهو ما يؤثر بالسلب على الاستثمار وبالتالي على الناتج الداخلي الخام . إلى جانب التأثير على الاستثمار و الادخار، فإن قناة سعر الفائدة يمكن أن تؤثر من خلال الإنفاق الاستهلاكي على السلع المعمرة ( السكن، السيارات...)، حيث أن انخفاض معدل الفائدة سيخفض من الادخار، وبالتالي توجه العائلات معظم دخلها إلى الاستهلاك و خاصة إلى استهلاك السلع المعمرة.

### المطلب الثاني : قنوات الأسعار :

من بين قنوات انتقال السياسة النقدية نجد قنوات أسعار الصرف و قنوات أسعار الأسهم و السندات.

#### قناة أسعار الصرف:

لقد أدى توسع التجارة الدولية و مشاكل أسعار الصرف إلى زيادة اهتمام الاقتصاديين بتأثير السياسة النقدية على صافي الصادرات و الناتج الكلي من خلال أسعار الصرف في معدل سعر الصرف للنفود الوطنية ينخفض عند إتباع سياسة نقدية توسعية، و هذا ما يشجع الصادرات، و تعمل هذه القناة من خلال تأثيرات أسعار الفائدة، حيث أن انخفاض هذه الأخيرة نتيجة للتوسع النقدي تؤدي إلى انخفاض حجم الودائع الأجنبية في البلد المعني، مما يخفض من قيمة العملة المحلية ( $E \downarrow$ ) في مقابل العملات الأجنبية، هذا ما يجعل السلع المحلية أرخص من السلع الأجنبية، وبالتالي زيادة الطلب على السلع المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع الصادرات ( $X \uparrow$ ) و من ثم زيادة الناتج الكلي ( $Y$ ).

$$M \uparrow \rightarrow ir \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

و عند إتباع سياسة نقدية انكماشية ينخفض العرض النقدي فترتفع أسعار الفائدة الحقيقية المحلية مقارنة بالخارج، وهو ما يؤدي إلى جلب رؤوس الأموال الأجنبية ورفع الطلب على العملة المحلية، فتتجه هذه الأخيرة إلى الارتفاع أكثر، وذلك ما يؤثر سلبا على الصادرات وبالتالي ينخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، و ينتهي الاقتصاد إلى حالة كساد وركود اقتصادي<sup>1</sup>.

#### قناة أسعار الأسهم و السندات:

ظهرت هذه القناة من خلال نظريتين هامتين الأولى لـ **Tobin.j** و الثانية لـ **Modigliani**. حيث حاول الاقتصادي **Tobin** توضيح الدور الذي تؤديه السياسة النقدية في أوقات الكساد من خلال نظريته المعروفة

<sup>1</sup> محمود حميدات ،مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص122.

بنظرية **q**، و هي نظرية حركية في الاستثمار، و فكرتها الأساسية هي أن الاستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية للأصل الرأسمالي إلى تكلفة الإحلال، و تسمى النسبة بمعامل **q** حيث:

$$q = M/R$$

مع **M** تمثل القيمة السوقية للأصل المالي و **R** يمثل تكلفة الإحلال (إحلال مشروع مكان مشروع آخر) .  
و أوجد **Tobin** علاقة ارتباط بين هذا المعدل و بين الإنفاق الاستثماري، كما أثار إلى أن بحسب أن تستثمر عندما يكون  $q < 1$ <sup>1</sup> .

فعندما يكون المعدل **q** منخفضا فذلك يعني أن تكلفة المشاريع منخفضة مقارنة مع الكلفة الاستثمارية لاستبدال المشروع و تحديث الآلات ، و بالتالي فإن نظرية **Tobin** فسرت انخفاض معدل الاستثمار إلى أدنى مستوياته في أزمة الكساد الكبير **1929**، كما أعطت تفسيراً لانخفاض أسعار الأسهم عام **1933** إلى ما يعادل **10 %** من أسعارها في بداية **1929** ، و كما يرى النقديون فإن إتباع سياسة نقدية انكماشية كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية، كان سببا رئيسيا في حدوث أزمة **1929**، فانخفاض كمية النقود (**M** ↓) أدى إلى انخفاض الطلب على الأسهم و من تم انخفاض أسعارها (**Pe** ↓) و بالتالي انخفاض معدل **q**، مما دفع بالمستثمرين إلى تخفيض حجم استثمارهم (**I** ↓) و بالتالي انخفاض الناتج القومي . (**Y** ↓)

$$M \downarrow \rightarrow Pe \downarrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

و يهدف معالجة الكساد و تنشيط الاقتصاد لجأت البنوك المركزية إلى زيادة عرض النقود و توسيع الائتمان، فانخفض أسعار الفائدة إلى ما يقارب **0** و هذا ما شجع المضاربين و المستثمرين على الافتراض المفرط، حيث لم توجه هذه القروض إلى الاستثمار الحقيقي بل و جهت إلى سوق رؤوس الأموال، أين كانت أسعار الأسهم منخفضة و سبب زيادة الطلب على الأسهم ارتفعت أسعارها، مما أدى ارتفاع قمة **q** ، و بالتالي ارتفاع كلفة المشروعات و شراء الآلات و إنشاء مشروعات جديدة، أي أن المستثمرين توجهوا نحو الاستثمار الحقيقي و بالتالي ارتفع حجم الاستثمار (**I**) ، و بما أن الاستثمار هو أحد مكونات الطلب الكلي فقد أدى ارتفاعه إلى ارتفاع الناتج القومي .

$$M \uparrow \rightarrow Pe \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

و من هنا استطاع **Tobin** إلى بسط بين السياسة النقدية التوسعية و بين زيادة الاستثمار، أما فيما يخص الاقتصادي

<sup>1</sup> سامي الخليل، نظرية الاقتصاد الكلي، دار الكتب، الكويت ، 1994، ص138.

**Modigliani**، فقد أوضح في نظريته الدور الذي يمكن أن تؤديه السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من خلال تأثير زيادة الثروة على الاستهلاك، حيث أوضح أن المستهلكين يحاولون تحسين مستواهم الاستهلاكي عبر الز من من خلال زيادة الإنفاق الذي يحدد بالدخل الحالي و الموارد المحصل عليها مدى الحياة، هذه الموارد التي تتكون أساسا من الأسهم العادية، حيث عند ارتفاع أسعارها تزيد ثروتهم المالية و بالتالي يزيد استهلاكهم و من جهته أوضح **Modigliani** أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم العادية و بالتالي ارتفاع أسعارها ( $\uparrow Pe$ )، فتزيد بذلك ثروات الأفراد أصحاب هذه الأسهم الذين يرفعون من استهلاكهم من سلع و الخدمات، و بما أن الاستهلاك هو أحد مكونات الطلب الكلي، فإن زيادة الاستهلاك يؤدي إلى زيادة الإنتاج<sup>1</sup>.

$$M \uparrow \rightarrow Pe \uparrow \rightarrow c \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

فما بين النظريتين توضحان كيف يمكن لسياسة النقدية عن طريق التأثير على أسعار الأصول (الأسهم والسندات) في التأثير على النشاط الاقتصادي.

### المطلب الثالث: قنوات الائتمان :

تعتبر القنوات التي تطرقنا إليها قنوات تقليدية، و يوجد عدة خلافات حول كيفية عملها لكن هناك إتفاق عام على أهميتها، إضافة إلى هذه القنوات توجد قناة أثارت اهتمام الكثير من الاقتصاديين هي قناة الائتمان (القرض) ، و لقناة الائتمان مصدران، المصدر الأول هو عدم اكتمال السوق للعديد من المقترضين حيث أن المؤسسات الصغيرة التي لا يستطيع إصدار أوراق تجارية ليس لها بديل إلا الاقتراض من البنوك، فهي في حالة الانكماش تجبر البنوك على تخفيض قروضها و أوراقها المالية، و يصبح المقروضون غير قادرين على إحلال الاقتراض غير مصرفي كما هو مقترض في فكرة القناة النقدية و بالتالي ينخفض الاستثمار، أما الشركات الكبرى فإنها تتأثر بدرجة أقل لأن سعر الفائدة على الورقة التجارية لا يرتفع مثل سعر الفائدة على قروض البنوك.

و في حالة إتباع سياسة نقدية توسعية من طرف السلطة النقدية تؤدي إلى زيادة ودائع البنوك، مما يشجعها على الإقراض أكثر، و من جهة أخرى تؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري و الاستهلاك و بالتالي زيادة الدخل القومي.

سياسة نقدية توسعية ← زيادة الودائع ← زيادة قروض البنك ← زيادة الاستثمار ← زيادة الناتج المحلي أما المصدر الثاني لقناة الائتمان يركز على أثر السياسة النقدية على القدرة الائتمانية للمقترضين المحتملين، حيث

<sup>1</sup> محمود حميدات، مرجع سابق، ص124.

أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تدهور ميزانيات الشركات وزيادة تكلفة الدين المتمثل في التغير في معدل الفائدة، و تؤثر السياسة النقدية على ميزانية المشاريع لعدة طرق<sup>1</sup>.

الطريقة الأولى تتمثل في أن تطبيق سياسة نقدية توسعية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، مما يرفع القيمة السوقية للمشاريع و من ثم زيادة الإنفاق الاستثماري الذي يرفع الطلب الكلي، و بالتالي زيادة الناتج الكلي بسبب انخفاض المخاطرة.

أما الطريقة الثانية فتمثل في التدفقات النقدية، و هي الفرق بين العوائد النقدية و التكاليف النقدية، فسياسة نقدية توسعية تؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة الاسمية، هذا يحسن وضع ميزانية المشروع من خلال زيادة التدفقات النقدية و السيولة، مما يزرع ثقة أكثر لدى المقترضين في استرجاع أموالهم و يشجعهم على زيادة الإقراض، و من ثم زيادة الاستثمار و زيادة الدخل القومي .

و هناك طريقة أخرى لتأثير السياسة النقدية على ميزانية المشاريع تتمثل في المستوى العام للأسعار، ذلك أن مدفوعات الدين في الدول المتقدمة تكون منبثة تعاقديا لقيمتها الاسمية، و بالتالي فارتفاع غير متوقع لمستوى العام للأسعار سبب التوسع النقدي يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للديون على المشروع، بشرط عدم انخفاض القيمة الحقيقية للمشروع نفسه، مما يزيد من الاستثمار و الناتج الكلي.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 144.



## الخلاصة:

إن السياسة النقدية هي عبارة عن إجراءات وقرارات تقوم بها السلطة النقدية فالأكيد أن لها أهداف وأدوات ففي ما يخص الأهداف فإنها تصنف إلى أهداف أولية تتمثل في مجوعات و إحتياطات نقديو وظروف سوق النقد ، أهداف وسيطية تتمثل في معدل الفائدة، سعر الصرف و المجوعات النقدية و أهداف النهائية أهمها استقرار الأسعار ، محاربة البطالة، تحسين ميزان المدفوعات و تحقيق معدلات نمو مرتفعة .

و فيما يخص الأدوات فتوجد أدوات كمية وأخرى نوعية أما الكمية فهي سعر إعادة الخصم، الاحتياطي القانوني و عمليات السوق المفتوحة. و أما النوعية فمنها سياسة تأطير القرض الودائع الخاصة، الافناع الأديبي، معدلات الفائدة و سعر الصرف .

ويمثل البنك المركزي السلطة النقدية في الدولة فهو الذي يتحمل مسؤولية وضع و إدارة السياسة النقدية للوصول إلى تحقيق أهدافها من خلال التحكم في العرض النقدي و لا يتسنى له ذلك إلا إذا تمتع باستقلالية تعطيه الحق في الإدارة الموضوعية التي تكون على أسس اقتصادية بحتة .

## الفصل الثاني

دراسة التفسير الكمي و الفائدة السالبة ( عرض تجارب دول مختارة )

## تمهيد :

تزداد المشكلات الاقتصادية تعقيدا و يتعمق أثرها في الدول و المجتمعات و ذلك تزامنا مع تطور الاقتصاد العالمي و تزايد و انتشار مظاهر العولمة و ترابط الأسواق و اشتداد المنافسة بين الدول والمؤسسات و لا سيما الشركات المتعددة الجنسية معها.

إن اثر تلك المشكلات يظهر أولا في القطاع المالي و النقدي إذ تقع على عاتق البنوك المركزية مهمة إدارة السياسة النقدية بأساليب متجددة و مبتكرة، و ذلك في ضوء عجز الأساليب التقليدية عن مجابهة مشكلات متجددة بعوامل متغيرة . و في هذا السياق ظهر التيسير الكمي و سياسة أسعار الفائدة السالبة في بداية القرن الحادي والعشرين كأداة جديدة استخدمتها البنوك المركزية في اليابان أولا ثم في الولايات المتحدة و المملكة المتحدة و الاتحاد الأوروبي . و قد أسهمت هذه الأدوات في تجاوز أزمات مالية و مصرفية خطيرة . وعليه سنتناول في هذا المباحث الآتية:

**المبحث الأول:** الخلفية التاريخية لظهور الإتجاهات الحديثة للسياسة النقدية بعد الأزمة العالمية 2008.

**المبحث الثاني:** الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي.

**المبحث الثالث:** الإطار النظري لسياسة أسعار الفائدة السالبة.

المبحث الأول: الخلفية التاريخية لظهور الإتجاهات الحديثة للسياسة النقدية بعد الأزمة العالمية 2008.

شهد العالم في نهاية السنة أزمة مالية احتلت جانبا مهما من صفحات الجرائد وسائل الإعلام والندوات الاقتصادية والملتقيات العلمية نظرا لتداعياتها واختلاف الآراء حولها، حيث وقف العالم مدهوشا أمامها.

المطلب الأول: : أسباب حدوث الأزمة العالمية 2008:

الفرع الأول: الخلفية النظرية:

الأزمة المالية: هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء المساكن والعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاد أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تفلح مئات المليارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية انفجرت في سبتمبر 2008، ولم يخف الكثير من المسؤولين خشيتهم من أن تطيح بنظم اقتصادية عالمية وأن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم.

قصة الأزمة : لمعرفة بداية الأزمة نتطرق إلى الصورة المحيطة بالقروض العقارية.

يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار يسكن فيه ويتدبر أمر معيشته فيه، و السياسة المتاحة أمامه تكمنه من شراء العقار تقسيطاً .وتكون الإجراءات المتبعة عادة هي<sup>1</sup> :

- الحصول على قرض بفائدة ؛
- ثم شراء عقار بأموال القرض.
- لكن شروط عقد القرض عادة ما تنص على أن:
- أسعار الفائدة متغيرة أي ليست ثابتة ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي؛
- إذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة؛
- كما أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد الفوائد، مما يعني أن المدفوعات لا تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاثة سنوات.
- فبفرض ارتفاع أسعار العقارات، فإن الخيارات المتاحة تكون كالتالي:

<sup>1</sup> سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، 2008، ص 28.

- إما أن يبيع مالك العقار عقاره لتحقيق أرباح مجزية؛
- أو أن يحاول الحصول على قرض مقابل رهن جزء من العقار الذي ارتفعت قيمته.
- والنتيجة :توافر السيولة التي عادة ما توجه نحو الإنفاق كما يلي:
- التوسع في الإنفاق في مختلف المجالات؛
- الحصول على قرض لشراء أصول جديدة مثلا شراء سيارة بالتقسيط.
- ويتلخص سلوك الأفراد المدينين بالآتي:
- الحصول على قرض بفائدة، مما يعني التزام المقترض بسداد قسط للبنك المقرض. شراء أصل كعقار مثلا؛
- يقوم المدين في غالب الأحيان (بيع) تسييل أو توريق (الأصل الذي يملكه أو يرهنه للحصول على مزيد من السيولة ؛
- وعند رهن الأصل يكون الفرد قد حصل على قرض جديد مقابل رهنه للأصل الذي قدمه، مما يعني التزامه بسداد قسط إضافي للبنك المقرض؛
- ثم يتوجه لمزيد من الإنفاق كشراء أصل آخر كسيارة مثلا.
- فإذا افترضنا أن البنك المركزي رفع سعر الفائدة، فبحسب شروط عقد القرض، فإن البنك المقرض يرفع القسط المترتب على المقترض، مما يؤدي إلى زيادة الالتزام بزيادة الأقساط المسددة .ويتكرر رفع سعر الفائدة من البنك المقرض على المقترض كلما تكرر رفع سعر الفائدة من البنك المركزي مما يؤدي لزيادة الالتزام بزيادة الأقساط المسددة مرة تلو الأخرى.
- فإذا افترضنا أن أساس القسط المسدد هو 700 دولار وبعد الزيادات أصبح 1200 دولار، فإن المقترض قد يتأخر بسداد أقساطه لانخفاض تدفقاته النقدية مما يعني احتمال توقفه عن السداد .مما يترتب على ذلك زيادة الفوائد بسبب التأخير فينتقل من الإعسار إلى العجز ثم الإفلاس.
- أما سلوك المؤسسات المالية فيكون على التوازي مع سلوك الفرد المقترض ويتلخص بالآتي:
- يبيع البنك القرض كسندات للمستثمرين ليضعف إيراداته، حيث يستفيد من فوائد القرض التي يسددها المقترض، وبعد بيعه السندات يحقق دخلا إضافيا بالعمولات والرسوم؛
- يستفيد المستثمرون من فوائد السندات التي اشتروها؛

- يرهن المستثمرون سنداتهم؛
  - ولإضافة مزيد من الطمأنينة يقومون بالتأمين عليها لدى شركات تأمين ضمانةً لديهم؛
  - ثم سرعان ما يقوم المستثمرون برهن سنداتهم ليحصلوا على قرض جديد وسيولة جديدة؛
  - بالعودة إلى النتيجة المحتملة لسلوك الأفراد، وهي إفلاسهم واضطرابهم لبيع عقاراتهم دعماً للسندات، فإن زيادة عرض العقارات المعدة للبيع غالباً ما يؤدي لانخفاض أسواقها واحتمال دخولها مرحلة الكساد؛
  - إثر ذلك تفقد السندات قيمتها.
- وبصفة مختصرة فإن من أفضل من نجحوا مؤخراً في تقديم صورة مبسطة يقدر الإنسان العادي على فهمها، الباحث الفرنسي طوماس غينولي.
- وفق غينولي فإن ما يلخص الأزمة هو مفعول الدومينو<sup>1</sup>، فكيف ذلك.
- تخيل أنّ هناك صفيين من الدومينو تمّ وضعهما إلى جانب بعضهما البعض، وهناك صفّ آخر من الدومينو تمّ وضعه خلفهما: الصفان الأماميان يقعان، وكردّ فعل تتابعي يسقط البقية.
- في الولايات المتحدة شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001-2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري المرتفع المخاطر بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لمؤسسات القرض، حيث تقوم مؤسسات الإقراض بتمويل أصول وعقارات يكون واضحاً من الأول أن الزبائن ليسوا قادرين على الوفاء بالتزاماتهم المالية.
- ينبغي على هؤلاء خلال السنتين الأوليين دفع فوائد تلك القروض، وفي السنة الثالثة يقومون بدفع الدين وفوائده.

ولكن هناك حالياً الكثير من هؤلاء الذين لا يقدرّون على الدفع (حيث بلغ حجم القروض المتعثرة 100 مليار دولار)، وهو ما يعني أنّ قيمة تلك القروض قد ضعفت، وهذا هو أول دومينو في الصفيين الأولين.

في الولايات المتحدة أيضاً، هناك مؤسسات إقراض توافق على ديون تمنح بموجبها أموالاً لأناس يملكون عقاراً

<sup>1</sup> <https://www.paldf.net/forum/showthread.php?t=310538> 31/05/2018

يتم استخدامه ككفالة أو ضمانة للقرض.

ولكن منذ شهور بدأ الطلب على العقارات في التضائل إلى أن وصل إلى حدّ التجمّد حيث ليس هناك طلب أصلا على شراء العقارات.

وأدى ذلك بطبيعة الحال إلى هبوط أسعار العقارات، وهو ما يدفع مؤسسات الإقراض إلى طلب السيولة والتعويض من أولئك الأشخاص الذين لا يملكون بالضرورة مالا.

ولذلك تبدأ تلك المؤسسات في المعاناة من أجل الحفاظ على قيمة تلك القروض والديون، وهو ما يضعف من قيمتها في السوق والتعاملات المالية، وهذا هو الدومينو الثاني.

هذه المؤسسات المالية، قامت بتحويل تلك القروض إلى "أصول" أي أنّها حولتها إلى منتج جديد يمكن بيعه وشراؤه في البورصة، أي مثل أن تكون تدين لشخص بالمال ويقوم هذا الشخص ببيع دينك لشخص آخر.

ونظرا لكون "الأرباح الموعودة" من هذه العملية كانت مرتفعة، فقد أقدمت صناديق الاستثمار على شراء هذه "الأصول" في البورصة.

ولكن مع بدء هذه الأصول في فقدان قيمتها، أرادت صناديق الاستثمار التخلص منها ببيعها.

ولكن المشكل أنّه ليس هناك من مشتريين باستثناء راغبين في الشراء بأسعار متدنية، وهذا هو الدومينو الثالث. ولتجنب مشاكل انعدام السيولة، تقوم صناديق الاستثمار هذه ببيع أصول أخرى تملكها في البورصة ولا علاقة لها بهذه القروض، وبفعل ذلك، ولاسيما التسرع، تهبط قيمة هذه الأصول، ولكن زيادة على ذلك، فإنّ البنوك التي اشترت منها هذه الصناديق تلك الأصول تخسر الكثير من الأموال، وهذا هو الدومينو الرابع.

هذه البنوك التي فقدت الكثير من الأموال وتعاني من نقص السيولة، ستحاول الحصول على الأموال بواسطة الاقتراض من بنوك أخرى، وهو أمر يومي في الأسواق ويعرف بالسوق بين البنوك، ولكن ولأنّ كلّ بنك يجهل حقيقة وعمق المشكل المالي الذي يعاني منه البنك الآخر، فإنّه يرفض بالتالي إقراضه، وذلك يعني تزايد عدد البنوك التي تعاني من مشاكل سيولة حتى لو كان وضعها جيدا وغير مشمولة بالأزمة : وهذا هو الدومينو الخامس.

وبطبيعة الحال إذا كان هناك عدد كبير من البنوك تعاني من مشاكل السيولة فإنّ النشاط المالي ككلّ يتأثر، ولذلك فإنّ البنوك المركزية (الأمريكية والأوروبية) تقرض تلك البنوك أموالا، والهدف هو الحفاظ على توازن على المدى المتوسط وهذا هو الدومينو السادس.

والعاملون في البورصة يحتاجون دائما إلى سيولة تحت أيديهم حتى لا يكونوا مضطرين إلى بيع أصول كل مرة يطلب فيها أحد مستثمريهم مالا يستحقه عليهم، ولأنّ الكثير من أصول البورصة والأسهم تنخفض، فإنهم يبيعونها سواء للحصول على السيولة أو بفعل الذعر من الوضع الذي تمر به السوق، ويؤدي ذلك إلى مزيد من الهبوط في قيمة تلك الأصول وهذا هو الدومينو السابع.

وهذا ما يفسر لماذا تهبط قيمة الأصول والأسهم ولماذا تعاني البنوك من السيولة.

### الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية

إن الأزمة المالية المعاصرة هي أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل - إلى حد كبير - عما يحدث في الاقتصاد العيني، ويمكن تحديد تلك الأسباب كما يلي:

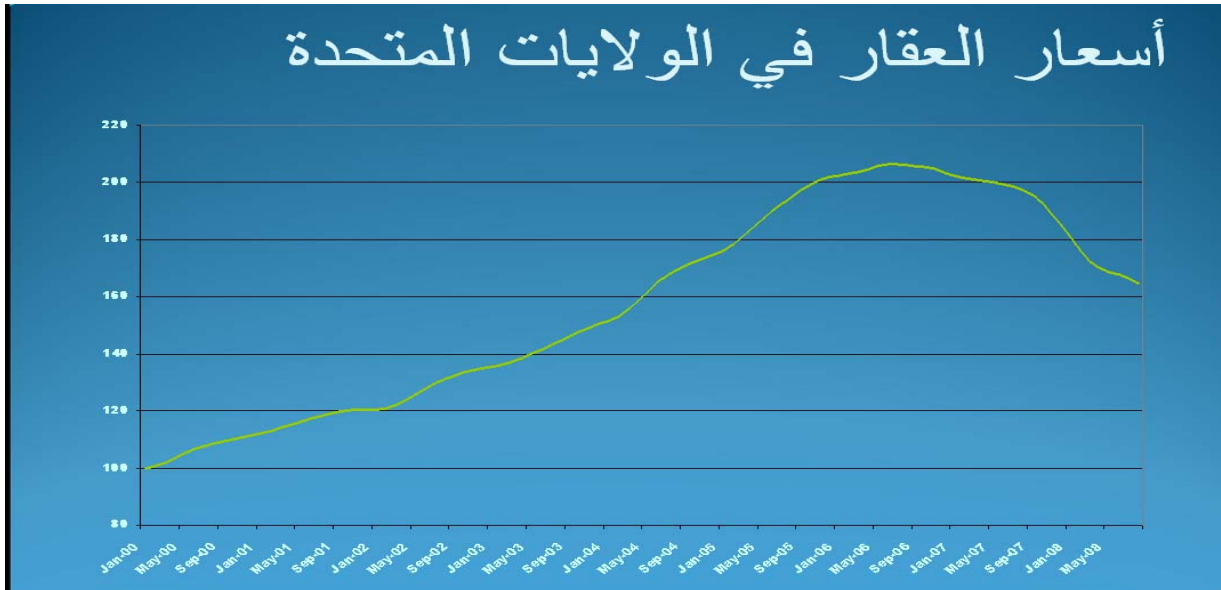
#### أسباب مباشرة<sup>1</sup>:

1. أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003م مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع .
2. الرهون العقارية الأقل جودة subprime ، وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار، ونتيجة لسهولة الحصول على قرض، الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض .

<sup>1</sup> <http://www.alaswaq.net/views/2008/10/12/18895.html> 31/05/2018



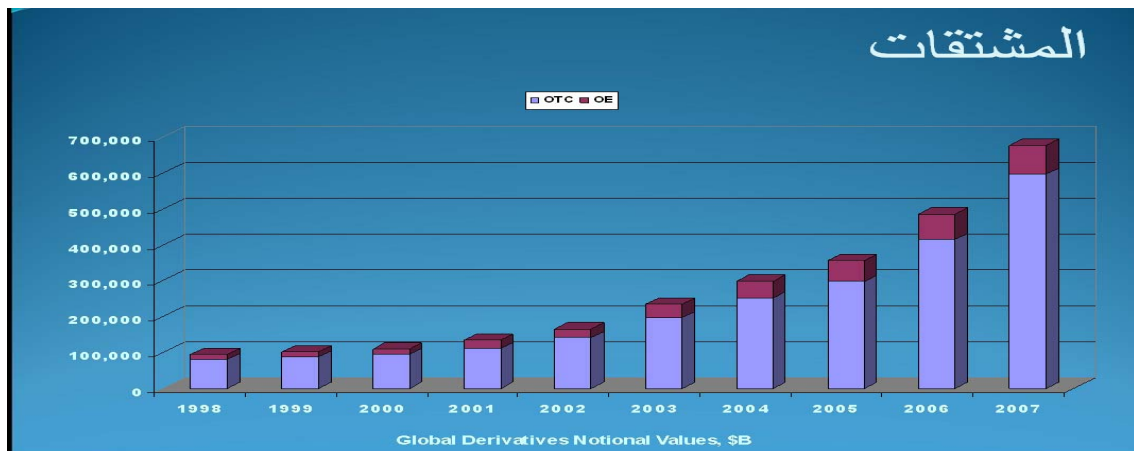
الشكل رقم (01/02): تطور أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: سامي بن ابراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، المنتدى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، جامعة الشلف، 25-26 نوفمبر 2005 .

1. الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية Securitization، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة حيث تم اختراع جديد اسمه المشتقات المالية وهو اختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد، وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد .

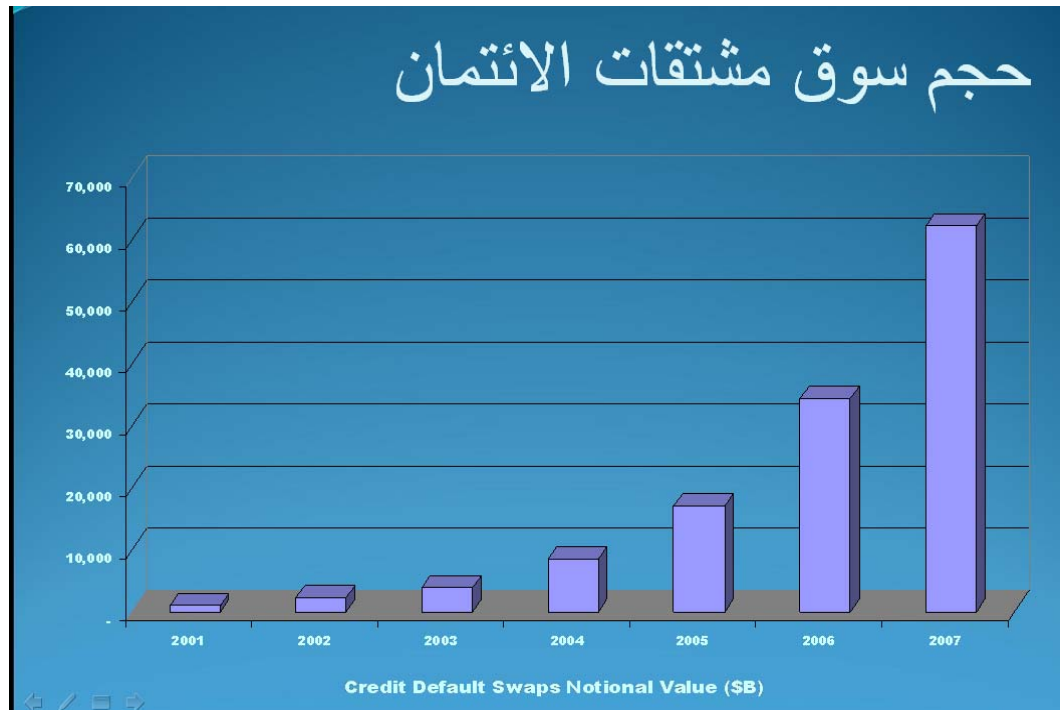
الشكل رقم (02/ 02): تطور المشتقات المالية



المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره.

2. البنوك لم تكثف بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه (المحفظة من الرهونات العقارية) لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، وهكذا فإن العقار يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وهكذا أدى التركيز في الإقراض في قطاع واحد إلى زيادة المخاطر.

الشكل رقم (03/02): تطور سوق المشتقات



المصدر: سامي بن ابراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره .

3. نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية.

4. ترابط الاقتصاديات: فقد كانت دورات الزيادة والهبوط في أسعار العقار مقصورة في السابق على الدول التي تمر بها من قبل، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع .
5. وذلك ما جعل اختيار القطاع العقاري الأمريكي وأزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم وتقود إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الإقراض وركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول فاسدة من البنوك، كما تضمنته خطة الإنقاذ الأمريكية على سبيل المثال ورفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات، كما ورد في خطة الإنقاذ الأمريكية بحيث تضمن ودائع الأفراد من 100 ألف إلى 250 ألف دولار لمنع أي خوف على الودائع البنكية.
6. وحيث إنه تم توزيع الاقتراض الأمريكي على العالم عبر محافظ سندات الديون لدى البنوك الكبرى ومؤسسات التمويل، فإن ذلك ربما يخفف من أثر صدمة أزمة القطاع المالي على الاقتصاد العالمي.
7. أزمة الثقة: لقد تكاثفت الأسباب السابقة على تهديد أحد أهم عناصر هذا القطاع وهو الثقة، فبالرغم من أن العناصر السابقة كافية لإحداث الأزمة، فإن الأمر يصبح خطيرا إذا فُقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي والذي يقوم على ثقة الأفراد ، ويزداد تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول.

### أسباب غير مباشرة :

1. لعل من أهم الأسباب غير المباشرة للأزمة هي النفقات العسكرية على الإرهاب في العراق وأفغانستان، فالولايات المتحدة تنفق كل ثلاثة دقائق مليون دولار لرحبها<sup>1</sup> على العراق . مما يعني نزيف للسيولة العالمية، وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي . وذلك بإصدارها سندات خزينة، وهذه السندات سمعة علمية كبيرة مصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي وهو اقتصاد يعتمد على الإنتاج والعلم واستخدام التكنولوجيا، لذلك يستثمر بها معظم بلاد العالم بلا استثناء.

<sup>1</sup> سامر مظهر قنطججي، مرجع سبق ذكره، ص 61.

الجدول رقم (02/01) حجم الإنفاق العسكري الأمريكي

السنة	الحرب على العراق ألف دولار في الدقيقة	الحرب على الإرهاب ألف دولار في الدقيقة	ميزانية الدفاع الأمريكية
2003	93	54	438
2004	111	74	448
2005	164	100	507
2006	188	116	536
2007	245	166	611
2008	371	195	-

المصدر: سامر مظهر قنطججي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

## 2. اهتزاز الاقتصاد الأمريكي :

الأزمة المالية العالمية تقوم على محورين لا يمكن بحال من الأحوال فصل أحدهما على الآخر فمن حيث طبيعتها هي أزمة مزدوجة مالية نقدية، ومن حيث مصدرها فإنها تعود لاهتزاز الاقتصاد الأمريكي وعيوب النظام الرأسمالي. أما المحور الأول فإن الأزمة تقوم في جانب مهم منها على فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي وعملته، والمحور الثاني القول فيه لأصحاب الاختصاص والمتابع للتطورات المسارعة للأزمة والأسباب الكامنة وراءها يكتشف أن الاقتصاد الأمريكي هو السبب وراء الكارثة. وقد صرح وزير المالية الألماني بير شتاينبروك بأن: "الولايات المتحدة تتحمل مسؤولية الأزمة المالية العالمية الراهنة بسبب الحملة الأنغلو ساكسونية التي تهدف لتحقيق أرباح كبيرة، ومكافآت هائلة للمصرفيين وكبار مديري الشركات، والأزمة ستخلف أثارا عميقة وستحدث تحولات في النظام المالي العالمي".

وعند النظر إلى الأسباب غير المباشرة التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية الحالية والتي تتعلق بوضعية الاقتصاد

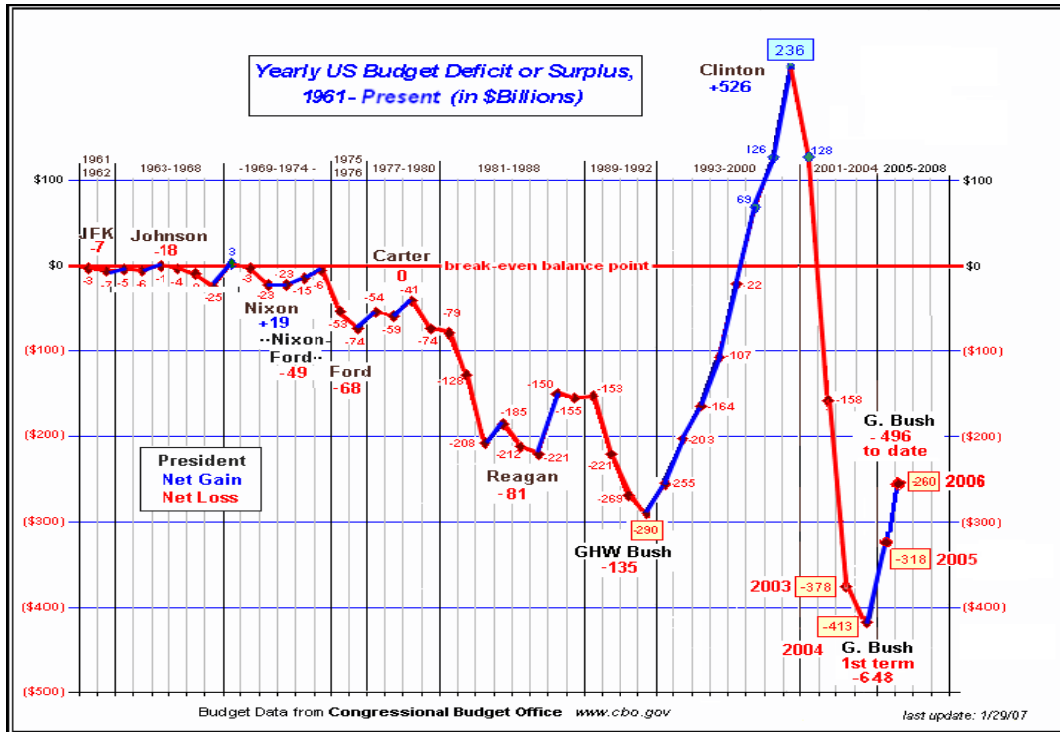
الأمريكي نجد :

أ- عجز الميزانية:

أدت السياسات غير المتماسكة لبوش إلى تعميق العجز في الميزانية الأمريكية والمتمثلة في:

- الخفض الكبير في الضرائب؛
- الإنفاق الكبير على الأمن الداخلي؛
- الإنفاق الكبير على الحرب ضد الإرهاب؛
- تمويل الحرب في كل من العراق وأفغانستان؛

الشكل رقم (02/04): عجز الموازنة الأمريكي منذ 1961 حتى 2006.

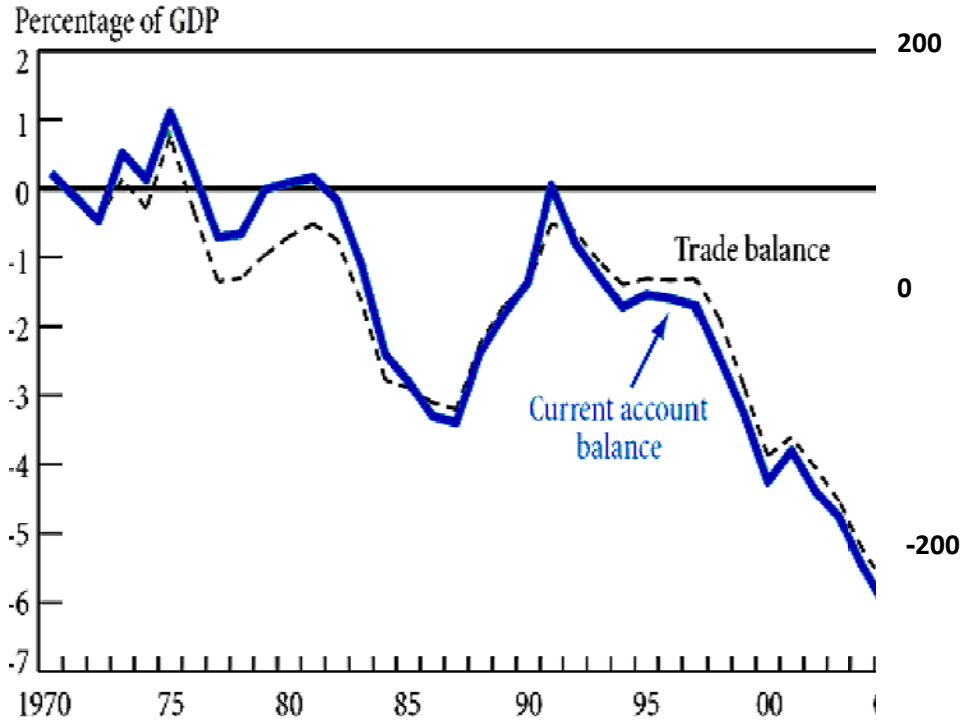


Sources: Congressional Budget Office; Office of Management and Budget.

ب- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي:

- تدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي بسبب:
- القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية Hi-tec-products؛
- ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي، بصفة خاصة من السلع المستوردة؛
- ارتفاع أسعار النفط.

الشكل رقم ( 02/05 ): العجز في الحساب الجاري الأمريكي والميزان التجاري منذ 1970 حتى 2007.



Source: FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK "The Number ،Changing Nature of the U.S. Balance of Payments" Volume 14 4 June 2008.

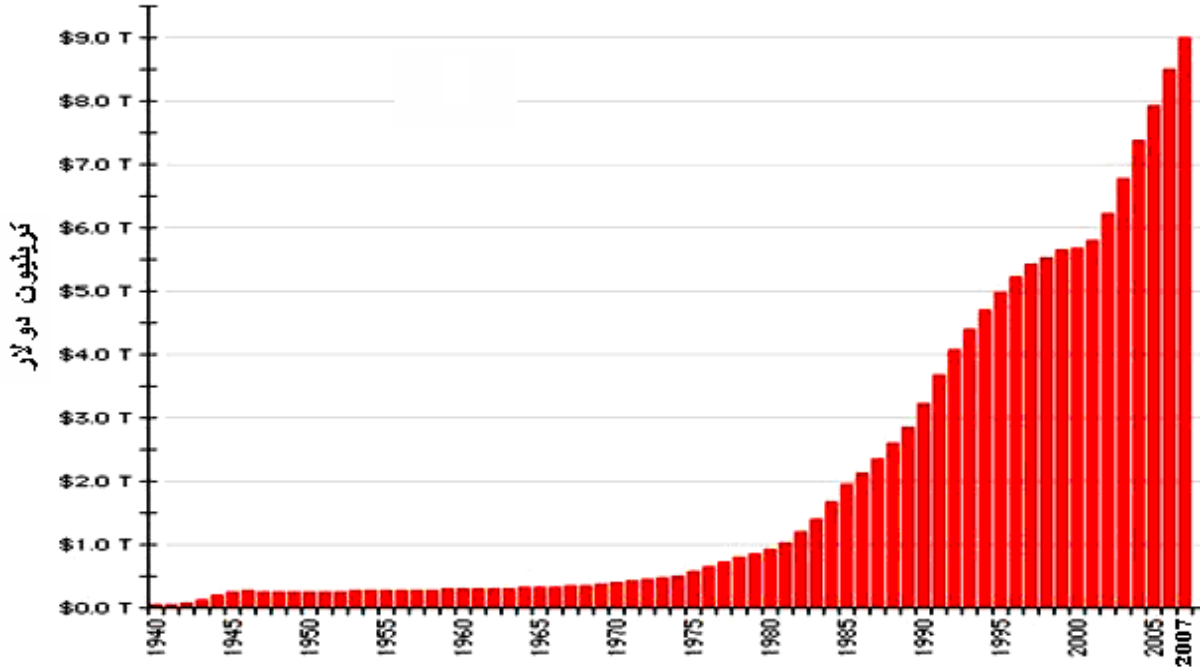
[http://www.newyorkfed.org/research/current\\_issues/ci14-4.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci14-4.pdf)

المشكلة الآن هي أن عجز ميزان المدفوعات يسير جنباً إلى جنب مع دين محلي ضخماً، حيث تتردد البنوك المركزية في استخدام احتياطاتها بشراء أذون خزانة أمريكية. ناهيك على أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الولايات المتحدة بدأت تنخفض بشكل واضح بعد أحداث 11 من سبتمبر.

ج- تصاعد حجم الدين الأمريكي: تضاعف حجم الدين الأمريكي مرة ونصف خلال الفترة (2002-2007)، فقد بلغ في ديسمبر 2007 حوالي 2,9 تريليون دولار، أو ما يمثل حوالي 70% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد وصل إلى حوالي 72,5%، من الناتج المحلي الإجمالي خلال 30 سبتمبر من 2008، وهو بهذا الشكل يتجاوز مستوى الحد المقبول دولياً.

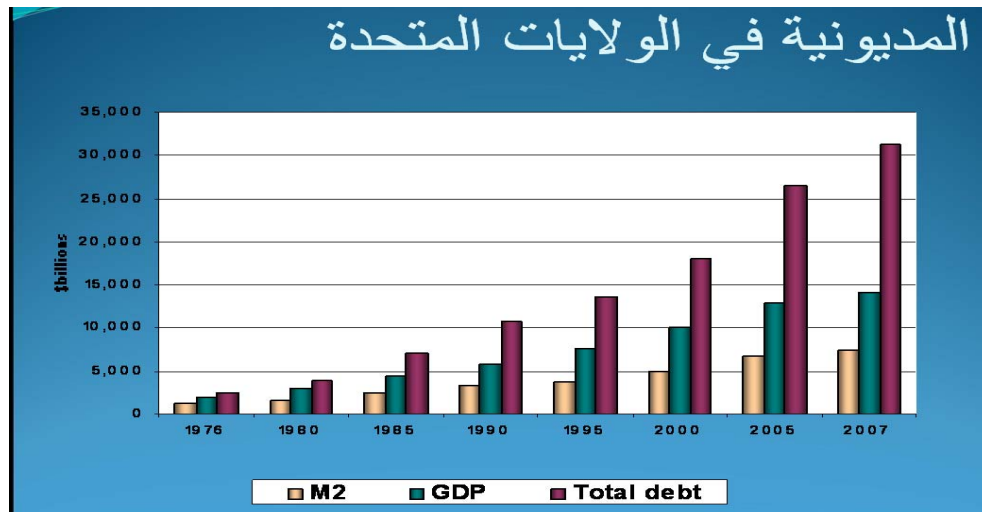
ولو تم عرضه بياناً لتبين أن الدين العام الأمريكي في تصاعد مستمر بشكل رهيب جداً منذ سنة 1975، على الشكل التالي:

الشكل رقم (02/06): تطور الدين العام الأمريكي (تربليون دولار) خلال الفترة (1940-2007).



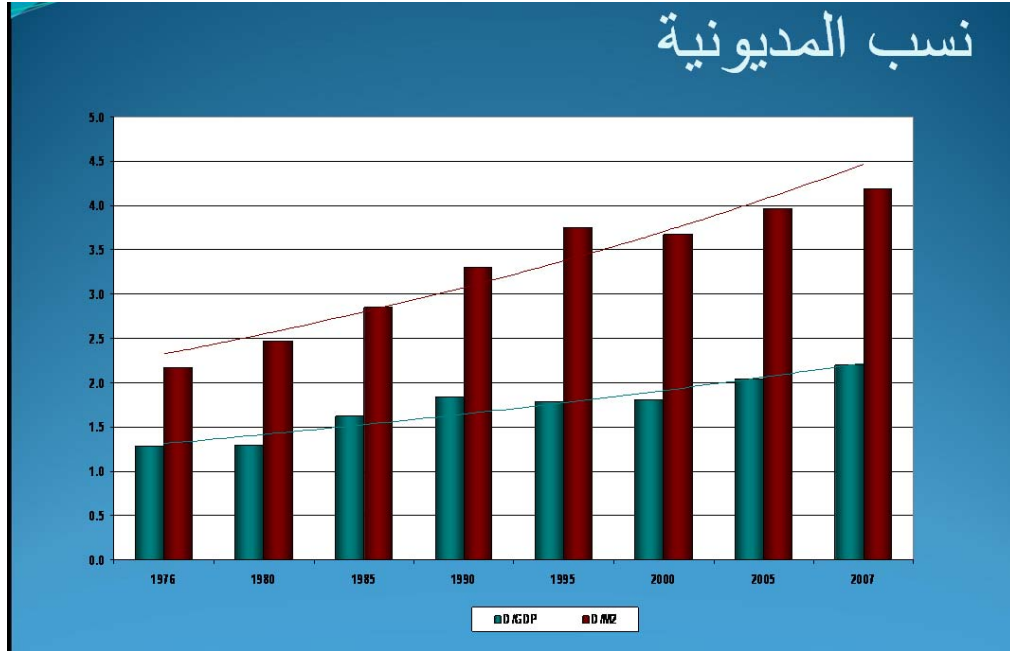
المصدر: محمد السقا "الدولار الضعيف: إلى أين"، نقلاً عن: U.S National debt Clock

الشكل رقم (02/07): المديونية في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: سامي بن ابراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره.

الشكل رقم (02/08): نسب المديونية في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: سامي بن ابراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره.

#### د- الاستهلاك الكثيف:

لا يمكننا هنا إغفال كون الأمريكيون يستوردون سلعاً للاستهلاك المحلي أكثر بكثير مما يصدرون، حيث تشهد الولايات المتحدة تراجعاً كبيراً في قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الحاجات الاستهلاكية.

المطلب الثاني: مظاهر أزمة النظام المالي العالمي ومراحلها:

الفرع الأول: مظاهر أزمة النظام المالي العالمي<sup>1</sup>:

لقد بدأت معالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور وأصابت أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر والرعب، كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير في وضع الخطط للإنقاذ، كما أحدثت للحكومات الخوف على عروشهم وبدءوا ينادون العلماء والخبراء لبيان كيف المخرج؟

ومن مظاهر هذه الأزمة على سبيل المثال ما يلي:

— الهرولة في سحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة؛

<sup>1</sup> حسين حسين شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، المكتب التعاوني للدعوة وتوعية الجاليات بالربوة، الرياض، 2008،



- قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفًا على صعوبة استردادها؛
- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة نواحي الحياة مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم ؛
- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وهذا أحدث ارتباكًا وخلال في مؤشرات الهبوط والصعود ؛
- انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدًا وضمانات مغلظة ؛
- انخفاض المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة؛
- ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية وأصبح كل موظف وعامل مهدد بالفصل ؛
- ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات ؛
- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

### الفرع الثاني: المراحل الكبرى في الأزمة المالية<sup>1</sup> :

- فيفري 2007: عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الولايات المتحدة ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة؛
- أوت 2007: البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة، والبنوك المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة؛
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة بنوك كبرى تعلن انخفاضًا كبيرًا في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري؛

<sup>1</sup> <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm>

- 22 جانفي 2008: الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50%، وهو إجراء ذو حجم استثنائي. ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 2% بين جانفي ونهاية أفريل؛
- 17 فيفري 2008: الحكومة البريطانية تؤمم بنك "نورذرن روك"؛
- 11 مارس 2008: تضافر جهود البنوك المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليفات؛
- 16 مارس 2008: "جي بي مورغان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي؛
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار؛
- 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش"؛
- عشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق البنوك المركزية على فتح مجالات التسليف. إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية؛
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها؛
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي، وتكتف البنوك المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية؛
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "أتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس؛

- السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها غير القابلة للبيع؛
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة؛
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك؛ الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية؛
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية؛
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس. وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد وبنغلبي"؛
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ. وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها؛
- أعلن بنك "سي تي غروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية؛
- الأول من أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

## المبحث الثاني: الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي:

تعتبر سياسة التيسير الكمي أسلوب حديث لإدارة الأزمات رغم أن ظهوره سبق تطبيقه في الدول بسنوات إلا أن الأزمة المالية لسنة 2008 حفزت معظم دول على إنتاجها كأسلوب لحل الأزمة .

## المطلب الأول : ماهية سياسة التيسير الكمي:

1- تعريف سياسة التيسير الكمي :

نظرا لأن سياسة التيسير الكمي من المواضيع الحديثة إرتأينا أخذ أكبر قدر من التعاريف من وجهات نظر مختلفة :

- تعني سياسة التيسير الكمي ضخ البنوك المركزية للأموال بشكل مباشر في الإقتصاد عبر شراء سندات الدين الحكومية و سندات الشركات المهمة للاقتصاد ،حتى تخفف عليها الأعباء المالية المترتبة على جداولها الائتمانية، و بالتالي تتمكن الشركات من الاستثمار و النمو و تتمكن الدول من الانفاق في القطاعات الاقتصادية ،وعادة ما يقوم البنك المركزي الذي يشتري السندات لاحقا ببيع السندات التي اشتراها بعد حدوث التحسن الاقتصادي ، و ربما يحقق أرباحا حينما تعود دورة الاقتصاد لانتعاش اقتصادي ، مثل ما هو الحال بالنسبة لبنك الاحتياط الفدرالي الذي حقق أرباحا ضخمة من مبيعات السندات التي اشتراها إبان الأزمة المالية من البنوك و الشركات المتعثرة.

- عرفت سياسة التيسير الكمي على أنها: الزيادة في الفروض الصافية و التي تتم بمجموعة من الطرق الممكنة: زيادة قروض البنك المركزي: زيادة القروض المقدمة من الدولة (القروض العامة) و زيادة قروض البنوك التجارية للجمهور<sup>1</sup>.

كما عرفت على أنها أداة من أدوات السياسة النقدية الحديثة حيث يقوم البنك المركزي بشراء السندات لزيادة المعروض النقدي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Dimitri O Lenderyov and Victor O Lenderyov, To the problem turbulence in quantitative easing transmission channel and transactions net work channels at quantitative easing policy implementation by central banc, www.arxiv.org, 2013, p3.

<sup>2</sup> Stephen D. Williamson and Scace Collateral, the term premium and quantitative easing, Federal Reserve Banc of ST. Louis, 2014, p2.

كما عرفت على أنها السياسة التي تجعل من سعر الفائدة الصافي مساوي أو قريب من الصفر<sup>1</sup> .

كما عرفت على أنها عملية توسيع القاعدة النقدية من خلال شراء السندات الحكومية و زيادة حجم الائتمان<sup>2</sup> .

كما عرفت بأنها هي عبارة عن أداة من الأدوات الحديثة للسياسة النقدية و التي تطبق من طرف البنوك المركزية في ظروف إقتصادية خاصة كالأزمات المالية و الإقتصادية عن طريق زيادة المعروض النقدي .

كما عرفت بأنها هي عملية شراء السندات الحكومية طويلة الأجل من قبل البنك المركزي بهدف ضخ المزيد من الكتلة النقدية في الاقتصاد.

هي سياسة نقدية يطبقها البنك المركزي بشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية بما فيها البنوك التجارية مما يدعم عملية الإقراض و زيادة الإئتمان ما يؤدي إلى خلق النقود<sup>3</sup> .

هي عبارة عن أداة من أدوات السياسة النقدية تطبق من قبل البنوك المركزية بشراء السندات الحكومية بهدف تخفيض معدل الفائدة<sup>4</sup> .

و تعريف شامل لسياسة التيسير الكمي :يمكن القول على أنها عبارة عن أداة غير تقليدية للسياسة النقدية حيث يقوم البنك المركزي بتخفيض القيود المفروضة على الكميات المصدرة من النقود و استخدام هذه الأخيرة في شراء أوراق مالية (السندات الحكومية) لتضاف إلى محفظة الأصول التي يمتلكها فيرتفع جانب الأصول في ميزانية البنك المركزي و تسجل النقود المصدرة في جانب الإلتزامات .

2- نشأة و تطور سياسة التيسير الكمي :

الدراسات الأولى للأدوات السياسية النقدية كانت قبل جون ميلر 1930 و التي وضعت الأساس لوجود سياسة التيسير الكمي .

<sup>1</sup> Fumio Hayashi and Junko Koela, Aregime switshing SVAR analysis of quantitative easing,Hitotsubashi university Japan,2013,p6.

<sup>2</sup> Quantitative easing explained, Economic Information news letter,2011,p11.

<sup>3</sup> Chris Brghzman,Whats up ?quantitative easing and inflation ,Research Affiliates Advisor perspectives,2015, p1.

<sup>4</sup> Lance Vought, the effect of quantitative easing on long term interest rate, Eastern Michigan university honor college.2011,p1.

طبقت سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان و هذا بعد حالة الإنكماش التي عرفها الإقتصاد الياباني سنة 1930، حيث أن السياسات النقدية التقليدية و المتفق عليها عموما تركز على أسعار الفائدة قصيرة الأجل و التي تطبق عن طريق سياسة السوق المفتوحة عن طريق شراء و بيع السندات الحكومية أو عن طريق الإحتياطي لدى البنك المركزي ففي الحالات العادية تعتبر هذه الأدوات ناجحة ،بينما في حالة عدم نجاحها في حل الأزمات لا بد من البحث عن سياسات جديدة تعتبر أكثر نجاعة و منها سياسة التيسير الكمي التي تعتمد على سعر فائدة صفري ،فالبنك المركزي الياباني طبق هذه السياسة عن طريق بيع السندات الحكومية للقطاع المالي بما فيها القطاع المصرفي و زيادة نسبة الإحتياطي و بالتالي الرفع من القروض المقدمة للإقتصاد الحقيقي مما يزيد السيولة بهدف تخفيف حدة الإنكماش<sup>1</sup>، ففي سنة 1990 خفض البنك المركزي الياباني سعر الفائدة إلى 7 بالمئة في بداية السنة إلى 0 بالمئة مع نهاية السنة<sup>2</sup>، و مع أزمة 2008 أعلن البنك الفدرالي الأمريكي تبنيه لسياسة التيسير الكمي كأداة لمعالجة الأزمة ،فبعدها بدأت معظم الدول في تطبيق سياسة التيسير الكمي لا يزال الإتحاد الأوروبي يحاول التطبيق منذ 2008 و هذا نظرا لما لإتحاد الأوروبي من خصوصية و هي التعامل مع جميع أعضاء الحكومات المختلفة ناهيك عن تركيز البنك الأوروبي على إبقاء التضخم تحت السيطرة<sup>3</sup>.

### 3- أليات و محددات تطبيق سياسة التيسير الكمي من طرف البنك المركزي :

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يتطلب مجموعة من المعايير لا بد من الإلتزام بها و إلا تحولت هذه السياسة إلى من أداة لحل الأزمة إلى أداة لا بد من التحوط منها باعتبارها سبب من أسباب الأزمة و أكبر حطر تواجهه الدول المطبقة لهذه السياسة ففي أوقات الكساد تعمل البنوك المركزية على خفض معدلات الفائدة و عندما تصل إلى 0 بالمئة يفقد البنك المركزي فرصته في تشجيع الإئتمان و بالتالي يطبق سياسة التيسير الكمي كبديل عن أدوات السياسة النقدية التقليدية ،فيقوم البنك المركزي بشراء السندات طويلة الأجل و تخفيض معدلات الفائدة على

<sup>1</sup> Micheal Joyce and others, Quantitative easing and unconventional monetary policy—an introduction–,The economic journal, Black well publishing,USA,2012,p27

<sup>2</sup> Loch Rayan Collins and others, Strategic quantitative easing: stimulating investment to rebalance the economy, new economic foundation,UK,2013,p10

<sup>3</sup> Amanda A.Schaible, Quantitative easing s effect on shadow banking,Scholarship@cuc.claremont.edu,2014, p10

إحتياطات البنوك التجارية التي يحتفظ بها مما يؤدي إلى تقليل إقبال البنوك على الإحتفاظ بفائض السيولة لدى البنك المركزي و بالتالي زيادة حجم الإئتمان ما يساعد على الإستثمار في القطاعات الإقتصادية الحقيقية<sup>1</sup>.

و عليه يمر تطبيق سياسة التيسير الكمي بمرحلتين أساسيتين<sup>2</sup> :

- شراء البنك المركزي من البنوك التجارية و باقي المؤسسات المالية السندات الحكومية مما يرفع من أسعارها بسبب زيادة الطلب عليها و بالتالي تنخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل؛

- إصدار أدوات دين قصيرة الأجل و توسيع القاعدة النقدية في الإقتصاد عن طريق الإصدار النقدي.

#### 4- قنوات تأثير سياسة التيسير الكمي في الاقتصاد :

إن الهدف الأساسي من تطبيق سياسة التيسير الكمي هو نقل تأثير هذه السياسة إلى الاقتصاد الحقيقي للقضاء على الأزمة أو التخفيف من حدتها عن طريق مجموعة من القنوات نوجزها فيما يلي:

#### قناة توازن المحافظ المالية :

حيث تقوم على فرض أن الأدوات المالية ليست بديلة لبعضها البعض بشكل مطلق في محافظ المستثمرين ، و بالتالي فإن التغيرات في صافي العرض المتاح من هذه الأدوات للمستثمرين يؤثر على معدل العائد الذي تحققه وكذلك على تلك الأدوات المالية البديلة لها.

قيام البنك المركزي بشراء السندات الطويلة الأجل تؤدي إلى تقليل معدلات العائد عليها نتيجة للانخفاض العرض و بالتالي ارتفاع أسعارها الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى شراء سندات مشابهة في الخصائص من حيث المخاطرة و مدة الاستحقاق و هو ما يخفض من معدل العائد على الأصول الأخرى أيضا مما يزيد من حجم الإقراض

قناة الندرة :

إن الزيادة في شراء الأصول طويلة الأجل والمتمثلة أساسا في السندات الحكومية يؤدي إلى ارتفاع أسعار

<sup>1</sup> Dimitri O.Ledenyov and Victir O.Ledenyov,opcit,p :3,16

<sup>2</sup> Katla Asgeirsdottir , Quantitative easing –economic and financial effects and unconventional monetary policy–, masters thesis,M. sc economics and business administration, Copenhagen business school,2014, p9.

في مقابل انخفاض أسعار الأصول الأخرى و ثبات العائد يؤثر على عرض السندات و هذا ما يسهم في الاتجاه نحو الاستثمار في الأصول قصيرة الأجل و الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي خاصة ،تعتبر هذه القناة جزء من قناة المحفظة إلا أنها تضم الأصول طويلة الأجل فقط.

#### قناة التحذير:

تشير هذه القناة إلى ضرورة تغطية الإقتصاد الحقيقي مستقبلا لكمية النقود المطبوعة في الإقتصاد الحالي أي أنه على سياسة التيسير الكمي أن تكون فاعلة في الإقتصاد مستقبلا بحيث تؤثر بشكل إيجابي و بالشكل المطلوب ، أي يجب على سياسة التيسير الكمي أن تنخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل حاليا. في حالة أن سياسة البنوك المركزية أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل فعليه زيادة الأصول طويلة الأجل المشتراة و هذا ما يدفع أسعار الفائدة إلى الإنخفاض و على هذه السياسة أن تكون فعالة على المدى البعيد ما يؤثر على الإقتصاد الحقيقي مستقبلا و هكذا يكون البنك المركزي قد قام بدوره بفعالية .

#### قناة السيولة:

من خلال قيام البنك المركزي بتوفير السيولة للبنوك مقابل الأصول طويلة الأجل ما يسهم في إقبالهم على زيادة تقديم القروض للمستثمرين من أفراد و شركات.

#### قناة التضخم:

فضخ السيولة من قبل البنك المركزي يؤدي إلى زيادة التضخم المتوقع في المستقبل و هذا ما يحفز المستثمرين على الإستثمار في الوقت الحالي.

#### قناة علاوة الأمان:

زيادة الطلب على علاوة الأمان المدفوعة على الأصول طويلة الأجل في السوق بخفض الطلب على هذه الأصول و هذا ما يخفف من الأصول طويلة الأجل المكونة لمحفظة المستثمرين ،و بتطبيق سياسة التيسير الكمي تنخفض عرض علاوة الأمان بسبب انخفاض عرض الأصول طويلة الأجل و بالتالي توجه للمستثمرين نحو الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي باعتباره أكثر أمانا.



قناة علاوة الخطر المدفوعة مسبقا:

يقوم البنك المركزي بخفض علاوة الخطر المدفوعة مسبقا على السندات طويلة الأجل و بالتالي ينخفض الطلب على السندات طويلة الأجل و زيادة الطلب على السندات قصيرة الأجل مما ينخفض في سعر الفائدة طويلة الأجل.

قناة خطر عدم السداد:

تعمل سياسة التيسير الكمي على خفض خطر عدم السداد من قبل المستثمرين من خلال تخفيض عرض علاوة و خطر عدم السداد المطلوبة من طرف المستثمرين مم يخفض في العائد على الأصول المعنية .

**المطلب الثالث : عرض بعض التجارب الدولية :**

تعتبر اليابان أول دولة قامت بتطبيق سياسة التيسير الكمي حيث ظهرت هذه الأخيرة على اقتصادها إلا ان الأزمة المالية 2008 جعلت بقية الدول تلجأ لسياسة التيسير الكمي.

1- التجربة اليابانية :

بين سنتي 1990,1991 حيث انهيار في المستوى العام للأسعار بعد انفجار فقاعة أسعار السندات ما أدى الى حدوث ركود في الاقتصاد الياباني ،ففي سنة 1995 خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة الى 0.5 بالمئة وهذا بفضل السياسة النقدية غير التقليدية التي طبقها البنك المركزي الياباني 1990 لكن بصورة بطيئة ، حيث وصل معدل الفائدة الاسمي سنة 1999 الى 0.03 بالمئة سنة 2000 ارتفع المعدل العام للأسعار ب2.8 بالمئة ،وارتفع معدل الفائدة الاسمي الى 0.25 بالمئة وهذا الوقت قام البنك المركزي الياباني بطرح سياسة التيسير الكمي كأداة لمواجهة هذا الارتفاع ،ما بين 1990 و 2000 انخفض معدل الفائدة الاسمي من 0.02 بالمئة و0.03 بالمئة الى 0 بالمئة.

بدأ البنك المركزي الياباني في استخدام هذا المفهوم الجديد لمواجهة الركود الاقتصادي والانكماش الذي بدأ منذ عام 2001 و استمر حتى بعد 2006 حتى وصلت أسعار الفائدة إلى 0 بالمئة ليلجأ البنك المركزي الياباني إلى خطة اقتصادية بديلة لمواجهة الأزمة.

طبق البنك المركزي الياباني سياسة التيسير الكمي لأول مرة في 19 مارس 2001 و كان هدفه الأساسي هو منع انخفاض الأسعار ودعم النمو الاقتصادي ،حيث بدأ تطبيق سياسة التيسير الكمي بضخ 5 تريليون ين ،ومع

2004 ارتفع إلى ما بين 30 و 35 تريليون ين، كما انخفض مؤشر نيكي الياباني بنسبة 28 بالمئة بين 2002 و2004، و بفضل زيادة السيولة في الاقتصاد ارتفع المؤشر بحوالي 20 بالمئة مع مارس 2006، قام البنك المركزي الياباني بالخطوات التالية لتطبيق سياسة التيسير الكمي :

- قام البنك المركزي الياباني برفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين خلال 4 سنوات (2001-2004) ؛
- قرر البنك المركزي الياباني شراء ما يعادل 5 تريليون ين من الأصول طويلة الأجل في أكتوبر 2010؛
- قرر البنك المركزي الياباني رفع المعروض النقدي من 40 تريليون ين إلى 50 تريليون ين في أوت 2011؛
- قرر البنك المركزي الياباني توسيع قيمة شراء الأصول طويلة لأجل من 5 تريليون ين إلى 55 تريليون ين في أكتوبر 2011؛

- سنة 2013 ضخ البنك المركزي الياباني 80 تريليون ين حيث سجل الاقتصاد، نمو بلغ 1.5 بالمئة .  
وبما سبق تميزت ميزانية البنك المركزي الياباني بالارتفاع ما بين 2011 و 2013 <sup>1</sup>.

لقد كانت سياسة البنك المركزي على عدة ركائز :

- المحافظة على عرض جيد من السيولة باستخدام أرصدة الحساب الجاري لدى البنك ؛
- المحافظة على عرض جيد من السيولة بهدف زيادة مؤشر أسعار المستهلك الأساسية ؛
- زيادة المشتريات الحالية من سندات الحكومة اليابانية طويلة الأمد عندما تكون هناك حاجة للسيولة .
- إن للتيسير الكمي ثلاثة تأثيرات على الأسواق المالية:
- أنه قد يحافظ على معدلات فائدة منخفضة على المدى البعيد ؛
- إن وفرة السيولة سيجعل المستثمرين في سوق النقد مطمئنين حول استمرار توفر النقود المستمر ؛
- إن عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي سوف تغير عرض الموجودات التي يحتفظ بها الجمهور ،  
و ما قد يقود إلى التغيرات في أسعار الموجودات .

<sup>1</sup> مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات- تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، الوادي، الجزائر، ديسمبر 20، ص ص 17- 18 .

الجدول رقم ( 02/02 ): العمليات قصيرة الأجل لبنك اليابان المركزي (تريليون ين)

ت	العمليات	السنوات	2000	2001	2002	2003	2004
1	صافي الأرصدة القائمة للعمليات قصيرة الأجل .		47,5	56,8	56,7	48	58
2	احتياطات الأموال قصيرة الأجل .		50,7	57,1	58,4	48	59,1
3	مشتريات الأموال المالية للحكومة اليابانية مع اتفاقية إعادة الشراء JGS.		43,2	11,5	3,7	3,3	2,8
4	مشتريات الحوالة الفورية		4	20,7	28	23,8	36,1
5	شراء الأوراق التجارية مع اتفاقيات إعادة الشراء cp		3,6	3,6	3,8	3,8	3,7
6	المشتريات الفورية من حوالات الخزينة TBs و أوراق مالية FBs		-	21,4	22,8	18	17,5
7	المشتريات الفورية من الأوراق المالية المضمونة بالموجودات Abs		-	-	-	0,1	0,1
8	تسديد الأموال قصيرة الأمد.		3,2	0,3	1,7	-	1,1

المصدر : الموقع الرسمي للبنك المركزي الياباني. www.BOJ.org

تمثل غالبية العمليات التي تتم في إطار التيسير الكمي (مكونات عملية التيسير الكمي في اليابان)

أما في عام 2011 فقد كانت عمليات التيسير الكمي قد بلغت مجملها حوالي خمسين ترليون ، و في 2012 وصلت إلى ثمانون ترليون .

لقد ترتب على التيسير الكمي في اليابان عدة استنتاجات منها :

- لا يمكن اعتبار الزيادة في الأساس التقدي عملية سهلة؛
- إن النظام المصرفي عامل أساسي في نجاح العملية ؛
- إن استخدام التيسير الكمي يؤدي إلى تقليل السندات طويلة الأمد مما ينتج عند تحسين تمويل القطاع الخاص متوسط و طويل الأمد ؛
- لم تتضح بعد كيفية وضع توقعات دقيقة للتضخم الناشئ تحديدا عن هذه العملية ؛
- إذا نظرنا إلى التيسير الكمي على أنه سياسة دائمة فإن له أثر توسعي من خلال تسهيل القيود المالية ، و بالتالي تعزيز الطلب المتراكم خلال فترة الكساد<sup>1</sup>.

## 2- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية<sup>2</sup> :

قام البنك المركزي الفدرالي بمضاعفة ميزانيته بعد ثلاثة أشهر الأولى من أزمة 2008 ، فقبل الأزمة قام البنك الفدرالي بضخ حوالي 700 بليون دولار من الخزينة من خلال السوق المفتوحة أي بمعدل 100 مليون دولار أسبوعيا ، أما بعد الأزمة قام البنك الفدرالي بضخ 2 تريليون دولار من الخزينة متبوعا بشراء 10 بليون دولار من السندات الحكومية طويلة الأجل شهريا .

قام البنك الفدرالي بتطبيق الخطة الأولى من سياسة التيسير الكمي QE1 التي بدأت في نوفمبر 2008 حيث ركزت على شراء سندات الرهن العقاري التي بلغت قيمتها 100 بليون دولار شهريا ، و مع إنتهاء QE1 سنة 2010 كان البنك الفيدرالي يحتجز 1,25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و 300 بليون دولار من السندات الحكومية و 175 بليون دولار من ديون الوكالات.

و في نوفمبر 2010 بدأ تطبيق الخطة الثانية من سياسة التيسير الكمي QE2 قام خلالها البنك الفيدرالي بشراء 85 بليون دولار نت السندات الحكومية و تواصلت حتى جوان 2011.

<sup>1</sup> بشرى عبد البارئ أحمد ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 127 - 128.

<sup>2</sup> مطاي عبد القادر مرجع سبق ذكره ، ص ص 18 - 19.

و في سبتمبر 2012 قرر البنك الفيدرالي إتباع الخطة الثالثة من سياسة التيسير الكمي QE3 و التي طبقت حتى ديسمبر 2013، حيث تقرر التخفيض من السندات الحكومية المشتراة ب 10 بليون دولار فمن سبتمبر 2012 إلى ديسمبر 2013 قام البنك الفيدرالي بشراء 85 بليون دولار من السندات منها :45 بليون دولار سندات حكومية و 40 بليون دولار سندات الرهن العقاري المسترجعة.

كما أن المجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي استخدم سياسة التيسير الكمي عدة مرات بعد الأزمة المالية العالمية، بدءا بالخطة الأولى في نوفمبر 2008، وإنتهاء بالأخيرة التي إنتهت قبل شهرين من نهاية عام 2014. وذلك بضخ نحو 4,4 ترليون دولار قبل إعلان المجلس نهاية 2014 وقف الخطة ،ليبدأ التمهيد للعكس باتجاه السياسة التوسعية برفع سعر الفائدة .

بدأ البنك الفيدرالي الأمريكي حاليا تطبيق سياسة التراجع عن تطبيق سياسة التيسير الكمي من خلال الطرق

التالية:

- حث المقرضين على تقليص حجم القروض المطلوبة .
  - تسوية القروض عن طريق الخصم؛
  - الرفع من سعر الفائدة على الودائع لتشجيع المستثمرين على إيداع أموالهم لدى البنوك؛
  - الرفع من نسبة الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي ؛
  - استرجاع قيمة السندات عن طريق بيعها من خلال عمليات السوق المفتوحة.
- أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي في اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية على سعر الفائدة<sup>1</sup>:

الجدول التالي يبين أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي في اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية على سعر الفائدة:  
الجدول رقم ( 02/03): أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي في اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية على سعر الفائدة :

البلد	الفترة	قبل	أثناء	بعد	الفرق
الو.م.أ	QE1 سبتمبر 2008	3,9	3,3	2,7	-1,1

<sup>1</sup> نفس المرجع ، ص 19.

الو.م.أ	QE2 نوفمبر 2010	2,8	2,9	3,5	0,7
الو.م.أ	حتى سبتمبر 2012	3,2	2,4	2,0	1,2-
الو.م.أ	QE3 سبتمبر 2012	1,8	1,6	1,7	1,0-
اليابان	أفريل 2013	0,6	0,8	0,7	1,0-

SOURCE :Daniel Gros and others,opcit,p15

نلاحظ من خلال الجدول في الولايات المتحدة الأمريكية انخفاض معدل الفائدة إلى 1,1 بالمئة بعد تطبيق QE1 لكن لم يستمر هذا الانخفاض بعد تطبيق QE2 و سجل ارتفاع خلال الفترة ما بين نوفمبر 2010 و جوان 2011 بسبب قرارات البنك الفدرالي بالتطبيق التدريجي لسياسة التيسير الكمي خوفا منه من التضخم بسبب القاعدة النقدية التي دعم بها الاقتصاد خلال الفترة الماضية، وهذا ما ظهر في الفترة ما بين جوان 2011 حتى سبتمبر 2012 حيث سجل معدل الفائدة انخفاضا قدر ب 1,2 بالمئة و بعد تطبيق QE3 نلاحظ انخفاض في سعر الفائدة قدر ب 1,1 بالمئة و هو يعتبر أقل نسبة انخفضت إليها سعر الفائدة بسبب قرار البنك الفدرالي تخفيض السندات المشتراة خلال هذه الفترة.

نلاحظ أسعار الفائدة في اليابان خلال فترة أفريل 2013 حقق ارتفاعا قدر ب 0,1 بالمئة بسبب النمو الاقتصادي الذي عرفته اليابان خلال هذه الفترة.

### 3-التيسير الكمي في الإتحاد الأوروبي<sup>1</sup>:

إن البنوك المركزية لبلدان منطقة اليورو لا يمكنها ممارسة التيسير الكمي بأي صيغة إذ أنها تعتمد على البنك المركزي الأوروبي (ECB) عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل لمدة 12 شهر (وهذا شكل من التيسير الكمي بدون الإشارة إليه بهذا الاسم) خلال عملية توسيع الموجودات التي يمكن أن تنسخ دمها البنوك على أنها ضمان إضافي يمكن أن يتم تقديمها إلى البنك المركزي (ECB) في مقابل اليورو . و فيما يلي جدول بأنشطة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي التي يدعوها (عمليات إعادة التمويل طويلة الأمد LTRO)

<sup>1</sup> بشرى عبد البارئ أحمد ، مرجع سبق ذكره ص ص 128-130.

جدول رقم ( 02/04 ): مشتريات البنك المركزي الأوروبي في برنامج (LTRO) عمليات إعادة التمويل طويلة الأمد (long term refinancing operations).

التاريخ	المقدار (مليار يورو).
2011/12/22	489.19
2012/03/1	529.53
2012/11/1	6.15
2012/11/29	7.37
2012/12/20	14.96
2013/01/16	10.46
المجموع	1057.66

المصدر: الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي [www.ECB.org](http://www.ECB.org)

#### 4-التيسير الكمي في المملكة المتحدة<sup>1</sup> :

خلال برنامج التيسير الكمي، اشترى بنك إنجلترا أوراقا مالية مضمونة القيمة من المؤسسات المالية مع كمية أقل من الديون ذات النوعية الممتازة نسبيا أصدرتها الشركات الخاصة إذ يمكن للبنوك و شركات التأمين و صناديق التقاعد استخدام الأموال التي قد تلقتها من أجل الإقراض أو حتى لشراء مزيد من السندات التي كانت قد باعتها من البنك و يمكن أيضا لبنك إنجلترا إن يستخدم التيسير الكمي لإقراض أموال جديدة للبنوك الخاصة أو شراء المجودات من البنوك في مقابل العملة المصدرة إلكترونيا عبر عمليات التيسير الكمي .

إن ممارسة بنك إنجلترا للتيسير الكمي جاءت كرد على فعل الهبوط الحاد في الطلب الناشئ عن قيام مؤسسات الأعمال و المستهلكين بتقليل نفقاتهم، وكذلك لغرض معالجة النقص في كميات النقود في الاقتصاد البريطاني الهدف و النهائي لبنك إنجلترا هو الحفاظ على نسبة تضخم بمقدار 2 بالمئة و التي رفعها بنك إنجلترا كشعار للمرحلة .

و فيمايلي جدول يبين عمليات التيسير الكمي التي قام بها بنك إنجلترا.

<sup>1</sup> المرجع نفسه ، ص 131.

جدول رقم ( 02/05 ) :عمليات التيسير الكمي التي قام بها بنك إنجلترا:

نوع الموجودات المشتراة	المبلغ مليار باون استرليني	التاريخ	
Gilts أي (حوالات خزينة	150	سبتمبر / 2009	1
انجلترا ) + كمية محدودة من	75	جويلية / 2010	2
الاوراق المالية ذات النوعية	50	ديسمبر 1 / 2010	3
العالية التي يصدرها القطاع	50	فيفري / 2012	4
الخاص	50	جويلية / 2012	5
	375	المجموع	

المصدر: الموقع الرسمي لبنك إنجلترا [WWW.Bank of England](http://WWW.Bank of England)

5-التيسير الكمي في الجزائر<sup>1</sup> :

بعد إنتهاء برنامج التعديل الهيكلي في الجزائر، بشقيه الإستقرار والتثبيت الهيكلي، دخلت الجزائر في سياسة الإنعاش الإقتصادي، الممولة كلياً من ريع القطاع المزدهر، تستهدف إنعاش الاقتصاد، عن طريق سياسة مالية توسعية، كينزية في خلفيتها الفكرية، يتم تنفيذها من خلال الموازنة السنوية، والتي ما فتئت تحقق عجزاً مالياً سنة تلو أخرى، يتم تمويله في الغالب من خلال تسبيقات من طرف البنك المركزي، في حدود الـ 10% من إيرادات السنة الفارطة في الموازنة العامة، على أن لا تتعدى هاته التسبيقات مدة 240 يوم، ليتم استردادها، كما يمكن الترخيص لبنك الجزائر أن يمنح بصفة استثنائية تسبيقاً للخزينة العمومية، على أن توجه للتيسير النشط للمديونية الخارجية، هاته العملية لا يمكن بأي حال من الأحوال إعتبارها من عمليات التيسير الكمي .

إلا أننا إذا أردنا تحليل واقع إمكانية استعمال آلية التيسير الكمي في الجزائر، من أجل تحقيق إنعاش اقتصادي، من خلال سياسة نقدية مؤازرة، فإننا نكون أمام عدة إعتبارات تتطلبها آلية التيسير الكمي، حتى تكون فعالة في تحقيق الأهداف المطلوبة منها، هاته الاعتبارات نذكرها على النحو الآتي :

<sup>1</sup> نجد هاني ، السياسات الاقتصادية الكلية و دورها في مكافحة المرض الهولندي و تحقيق الإستقرار الإقتصادي - حالة الجزائر 2000/2015- أطروحة مقدمة للصحول على الدكتوراه في العلوم الإقتصادية ، تخصص نقود و مالية ، جامعة يحي فارس بالمدينة 2018 ، ص ص 118 -120.



1. أن عمق السوق التمويلي بشقيه (سوق الأوراق المالية، والبنوك)، يجب أن يكون كبيرا كفاية، ليتم تفعيل آلية التيسير الكمي، كما أنه يجب أن تكون المؤسسات تمويل نفسها من البنوك التجارية بالدرجة الأولى، و من سوق الأوراق المالية عن طريق السندات، وهذا ما لا ينطبق على المشاريع الإقتصادية في الجزائر، إذ أن ضعف سوق الأوراق المالية وعدم ثقة الجمهور في البنوك الجهاز المصرفي برمته، ينسف فكرة تطبيق هاته الآلية من أساسها، كما أن البنوك التجارية ذات التركيز المصرفي العالي والتي تمويل المشاريع في الجزائر هي بنوك عمومية، معظم أموالها متأتية من توطين مصرفي للمجمعات الاقتصادية الكبرى (سونلغاز، وسوناطراك...) الخ ، ناهيك عن أن الاقتصاد بحاجة إلى إصلاحات هيكلية جذرية، حتى يكون قادرا على تفادي الآثار الجانبية للتيسير الكمي ؛

2. من المسلم به اقتصاديا أنه كلما كان هناك مزيد الأموال في النظام الاقتصادي، كلما كان سعر الفائدة ستكون أقل، ما يحفز المشاريع الاقتصادية (خاصة المتوسطة والصغيرة منها) على الاقتراض، إلا أنه في الجزائر، قناة سعر الفائدة لا تؤثر في الأعوان الاقتصاديين في تعديل قراراتهم الاستثمارية، من جهة أخرى فإن معدلات الفائدة على الودائع لا تحرك المدخرين على الإدخار في الجهاز المصرفي\*، بالإضافة الى أن كل المعاملات المالية بين المشاريع الاقتصادية تتم خارج الجهاز المصرفي برمته، ما يجعل الإقتصاد في حالة مصيدة سيولة لا نهائية، في حالة إستثنائية تخص الاقتصاد الجزائري فقط، وعليه فإن آلية التيسير الكمي تكون بلا جدوى في هاته الحالة؛

3. عدم فتح رؤوس الأموال للمؤسسات والشركات الاقتصادية، وإنغلاقها على نفسها من ناحية التمويل، يؤدي إلى عدم تطبيق هاته الآلية، بالإضافة الى أن فترة اتخاذ قرار التمويل من البنوك التجارية طويلة جدا، هذا من جهة، من جهة أخرى فإن عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في الجزائر، تؤدي إلى إفقاد كل سياسة مالية أو نقدية فعاليتها، على إعتبار أنه إقتصاد ريعي، يشكل الاستيراد فيه حصة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي، وهنا فإن إمكانية تطبيق آلية التيسير الكمي تكون عديمة الفعالية، لأن الجهاز الإنتاجي غير قادر على زيادة الإنتاج أو تخفيضه ؛

4. أن ما يميز هاته الأداة، هو أنها تكون ذات فعالية في حالة الانكماش الاقتصادي فقط، بهدف تعزيز النمو الاقتصادي، بشرط أن يكون معدل التضخم دون الـ 2%، على إعتبار أن الكتلة النقدية المطروحة ليس لها

مقابلات لدى البنوك المركزية، وبالتالي فهي تشكل تضخم، كما أن التيسير الكمي يشترط أن تكون الكتلة النقدية موجهة للأعوان الاقتصاديين، من أجل تحفيز الاستثمار والاستهلاك، ولا تذهب في شكل أرباح لمسيرى البنوك التجارية، والمؤسسات المالية الكبيرة التي تجب على الحكومة إنقاذها باعتبارها محركا للإقتصاد ( فاني ماي، فريدي مايك... الأمريكية على سبيل المثال)، ناهيك عن مراعاة الشركاء التجاريين، ومدى استعمالهم لهاته الأداة، ووضعية الإقتصاد لديهم، حتى لا يتم الدخول في حرب عملات، أو سياسات حمائية تدميرية، على إعتبار أن عملية التيسير الكمي ما هي إلا خفض لقيمة العملة، يستدعي خفض مماثل من قبل الشركاء التجاريين لعمالهم، حتى لا يَسْرِقَ منهم النمو الإقتصاد نتيجة هاته العملية ؛

5. بالنسبة إلى عملية تخفيض قيمة العملة\*، فإن السلطات تستهدف من ورائها تمويل الموازنة العامة عند تحويل مداخيل القطاع المزدهر إلى الدينار الجزائري، وليس تخفيض الصادرات على إعتبار أن الجهاز الإنتاجي غير مرن، بل العكس تكون هنا قد حفزت قطاع الاستيراد والذي بدوره يؤدي إلى تضخم مستورد، من جهة أخرى فإن تخفيض قيمة الدينار المتتالية وإن كانت تكسب الإقتصاد الجزائري ميزة تنافسية (من الناحية النظرية)، فإن عملية التيسير الكمي ما هي إلا الوجه الآخر لعملية تخفيض قيمة الدولار أو اليورو، وهما الشركاء التجاريين، وبالتالي فإن تخفيض قيمة الدينار، يتبعه تيسير كمي أمريكي وأوروبي يؤدي إلى إلغاء المكتسبات المرغوبة من هاته العملية .

من هذا التحليل يمكننا القول أن آلية التيسير الكمي، وإن كانت لها آثار اقتصادية مرغوبة، يمكنها أن تكون سياسة نقدية مؤازرة لسياسة الإنعاش الإقتصادي في الجزائر، يمكن من خلالها تحقيق إنعاش اقتصادي، إلا أنه لا يمكن تطبيقها على أرض الواقع، للأسباب السابقة الذكر .

**المطلب الثاني : آثار و سلبيات تطبيق سياسة التيسير الكمي :**

**الفرع الاول: العلاقة بين التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة والإصدار النقدي<sup>1</sup> :**

**العلاقة بين التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة والمقارنة بينهما :**

ان التيسير الكمي يعد قريبا من عمليات لسوق المفتوحة في جانب منه ، اذ أن عملية دخول البنك المركزي الى السوق المالية لشراء الاوراق المالية المتنوعة منها ، هو جوهر عمليات السوق المفتوحة و كما رأينا فان التيسير

<sup>1</sup> بشرى عبد البارئ أحمد ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية و الإقتصادية ، جامعة تكريت ، المجلد 2، العدد 4، 2014، ص ص 131-133.

الكمي يتضمن إجراء مماثلاً رغم انه جرى في بعض الاحيان التركيز على أوراق المالية محددة كالأوراق المالية المضمونة برهان عقاري ، لانها هي التي سببت ازمة السيولة للبنوك الحائرة لها . و هكذا فإن العمليتين تتشابهان من حيث آلية الدخول الى الاسواق المالية ، و كذلك من حيث الأثر المستهدف و من حيث كيفية إحدائه .

### العلاقة بين التيسير الكمي والإصدار النقدي والمقارنة بينهما :

لقد أطلقت بعض وسائل الإعلان و البنوك المركزية و المحللون الماليون على التيسير الكمي مصطلح ( طباعة النقود ) . و مع ذلك ، اعلنت البنوك المركزية أن إستخدام الاموال التي تمت طباعتها حديثا مختلفة في التيسير الكمي . حيث يتم إستخدام الاموال التي تمت طباعتها حديثا لشراء السندات الحكومية أو الموجودات مالية أخرى ، في حين ان مصطلح (طباعة النقود) عادة ما يعني ان يتم إستخدام النقود المصدرة حديثا لتمويل مباشر للعجز المالي الحكومي او سداد الديون الحكومية ( و التي تعرف أيضا باسم تسييل الدين الحكومي ) .

و يحظر على البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة مثل ( المملكة المتحدة، و الولايات المتحدة الأمريكية، و اليابان، و الاتحاد الأوروبي) ، بقانون شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة من الحكومة، و يجب بدلا من ذلك شراؤها من السوق الثانوية. و هذه العملية ذات خطوتين، حيث تباع الحكومة سندات لهيئات القطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي، و قد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح ( تنقيد الديون). و السمة الفارقة بين التيسير الكمي و تنقيد الديون هي انه مع التيسير الكمي، يطبع البنك المركزي النقود لتنشيط الإقتصاد و ليس لتمويل الإنفاق الحكومي، الفرق كبير بين الممارستين. و لقد أعلن البنك المركزي أن لديه النية لعكس التيسير الكمي عندما يتعافى الإقتصاد ( عن طريق بيع سندات حكومية و غيرها من الموجودات المالية مرة أخرى في السوق) . و الطريقة الفعالة لتحديد ما إذا كان البنك المركزي قد قام بتنقيد الديون هي مقارنة أدائه النسبي بأهدافه المعلنة. فقد علمت العديد من البنوك المركزية على الوصول الى التضخم المستهدف. فمن المحتمل ان يقوم البنك المركزي بتنقيد الديون إذا استمر في شراء السندات الحكومية عندما يكون التضخم فوق المعدل المستهدف، و لدى الحكومة مشاكل مع التمويل بالإقراض.

و قد أشار بن برناركي في عام 2002 الى الحكومة الولايات لديها تقنية تسمى المطبعة. او ما يعادها الكترونيا اليوم، بحيث إذا وصلت معدلات النمو عند الصفر، و كان هناك تهديد بالانكماش الاقتصادي. و قال، مع ذلك، فإن الحكومة لن تطبع نقود و توزعها ( طوعا أو كرها) لكنها بدلا من ذلك سوف تركز جهودها مع

مجالات معينة ( على سبيل المثال، شراء سندات دين وكالة اتحادية فيدرالية و اوراق مالية مدعومة برهن عقاري) و هذا هو جوهر عملية التيسير الكمي.

و أظهر هذا الخطاب ان برناكي كان على استعداد بالفعل لمنع الانكماش الاقتصادي و التعامل مع مشكلة معدلات الفائدة الصفرية و الالتزام بطباعة النقود او ما يعادلها إلكترونياً. و ادى هذا الخطاب الى ان يطلق النقاد على برناكي "هليكوبتر بن". و قد أشارت بنوك مركزية أخرى و خبراء اقتصاد الى طبع النقود في حين مناقشة السياسة النقدية خلال التيسير الكمي.

و قال ريتشارد ديليو فيشر، رئيس بنك الاحتياطي الاتحادي ( الفدرالي ) في دالاس ان الولايات المتحدة الأمريكية تقوم بتنقيح الديون من خلال التيسير الكمي، مشيراً الى 600 مليار دولار أمريكي إضافية تم إنشاؤها للجولة الثانية من التيسير الكمي ( EQ2)، و ان البنك المركزي للأمة سوف يقوم بتنقيح الدين الاتحاد الفيدرالي. و وفقاً لما قاله الخبير الاقتصادي روبرت ماكنيير، الرئيس السابق للبنك الاحتياطي الاتحادي ( الفدرالي) في دالاس، لا بأس من طباعة النقود خلال فترة الركود الاقتصادي، و يختلف التيسير الكمي عن السياسة النقدية التقليدية في حجمها.

### الفرع الثاني : اثر التيسير الكمي في بعض المتغيرات الاقتصادية<sup>1</sup>:

#### أ - اثر التيسير الكمي في التضخم:

يسبب التيسير الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه اذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتيسير و يتم انشاء اموال أكثر من اللازم. و من ناحية أخرى، يمكن أن يفشل إذا كانت البنوك لا تزال مترددة في منح القروض الى الشركات الصغيرة و الاسر من اجل تحفيز الطلب. و يمكن للتيسير الكمي ان يخفف بفعالية عملية تخفيض المديونية كما يخفف العائدات. و لكن في سياق الاقتصاد العالمي، قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الاحتفاظ بالموجودات في الاقتصاديات الأخرى.

من المعلوم في الأدبيات الاقتصادية إن الزيادة في المعروض النقدي لعا تأثير تضخمي ( كما يتضح من الزيادة في معدل التضخم ). وهناك ثغرة زمنية بين النمو النقدي و التضخم، و يمكن بناء الضغوط التضخمية المرتبطة بالنمو النقدي من التيسير الكمي قبل ان يعمل البنك المركزي على مواجهتها. و يتم تخفيف المخاطر التضخمية اذا كان

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 133-135.

اقتصاد النظام قد فاق نمو وتيرة زيادة المعروض من التيسير . و اذا كان الانتاج في اقتصاد ما يزداد بسبب زيادة المعروض النقدي فانه قد تزداد ايضا قيمة وحدة العملة ، حتى و لو كان هناك مزيدا من العملات المتاحة . وخلال اوقات ارتفاع الناتج الاقتصادي ، لدى البنك المركزي دائما خيار استعادة الاحتياطي مرة اخرى الى اعلى المستويات . من خلال رفع معدلات الفائدة او وسائل اخرى .

و من ناحية اخرى ، فعندما يكون الطلب على النقود غير مرن للغاية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة ، او معدلات الفائدة القريبة من الصفر ( الاعراض التي تتضمن فح السيولة ) ، فانه يمكن تنفيذ التيسير الكمي من اجل مواصلة تعزيز المعروض النقدي .

ان زيادة المعروض النقدي قد يؤدي الى خفض قيمة سعر الصرف لعملة البلد مقابل العملات الاخرى . و اضافة لذلك فان الاثار المتوقعة للتيسير الكمي في زيادة التضخم قد تؤدي الى تقليل معدلات العائد الحقيقية . ان بعض المراقبين يعتقدون ان مشتريات البنك المركزي من الموجودات المالية ( في نطاق عملية التيسير الكمي ) سيؤدي الى تنشيط و توسيع عميات الاقراض التي ستقوم بها البنوك التجارية و هذا يحفز الاستهلاك و /او الاستثمار ، لا سيما اذا كان الاقتصاد يتعافى ( لاسباب اخرى ) غير التيسير الكمي ، ان هذا سيؤدي بالنتيجة الى التضخم .

#### ب - أثر التيسير الكمي في سعر الفائدة :

في العادة ، ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية برفع او خفض معدل الفائدة المستهدف من اجل التحكم بأسعار الفائدة بين البنوك . و عموما، يحقق البنك المركزي خفض معدل الفائدة المستهدف في الأساس من خلال عمليات السوق المفتوحة ، حيث يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع السندات الحكومية قصيرة الأجل من البنوك و المؤسسات المالية الأخرى . و عندما يقوم البنك المركزي بصرف او تحصيل هذه السندات، فإنه يضح أو يسحب الأموال في الإقتصاد و هذا ما يؤثر على أسعار السندات الحكومية قصيرة الأجل و عوائدها . و هذا بدوره يؤثر على معدلات الفائدة بين البنوك .

إذا كان معدل الفائدة الإسمية عند صفر او قريب منه للغاية ، فلا يمكن للبنك المركزي ان يجعله أقل من ذلك . و يمكن أن تحدث هذه الحالة، الذي يسمى فح السيولة، على سبيل المثال ، خلال الانكماش الاقتصادي أو عندما يكون التضخم منخفض جدا . وفي هذه الحالة ، فإن البنك المركزي قد يستخلم التيسير الكمي لشراء كمية

محددة من السندات أو الموجودات الأخرى من المؤسسات المالية بصرف النظر عن معدل الفائدة . و الهدف من هذه السياسة هو زيادة المعروض النقدي بدلا من خفض معدل الفائدة الذي لا يمكن ان ينخفض أكثر من ذلك . و غالبا ما يعتبر ذلك " السبيل الوحيد الباقي " لتنشيط الاقتصاد .

و يمكن تنفيذ التيسير الكمي ، و السياسة النقدية بشكل عام فقط، إذا سيطر البنك المركزي على العملة المستخدمة .

### ج - أثر التيسير الكمي في عرض النقد :

من المعروف ان عرض النقد يتألف من النقد في التداول و الحسابات الجارية و حسابات التوفير لدى الجهاز المصرفي و فقرات أخرى .... و نظرا لأن التيسير الكمي يصب أساسا في الموجود النقدي للجهاز المصرفي فإن أثره مباشر على عرض النقد و إن عرض النقد يزداد فور إطلاق خطط التيسير الكمي و تنفيذها .

### د- أثر التيسير الكمي في أسعار الصرف :

و تنفع ميزة التيسير الكمي هذه بطريقة مباشرة المصدرين المقيمين في البلد الذي ينفذ التيسير الكمي و أيضا المدينين الذين لهم ديون صادرة بهذه العملة، حيث أنه عندما تنخفض قيمة العملة تنخفض الديون . و مع ذلك ، فإنها تضر بطريقة مباشرة الدائنين و حائزي العملة حيث تنخفض القيمة الحقيقية لرصيدهم ، كما أن تخفيض قيمة العملة يضر بطريقة مباشرة المستوردين حيث أن تكاليف البضائع المستوردة تتضخم بانخفاض قيمة العملة . و يمكن للبنوك أن تستخلم هذه الاموال الجديدة للاستثمار في الأسواق الناشئة و الاقتصاديات القائمة على السلع الأساسية و السلع نفسها و فرص غير محلية بدلا من إقراض الشركات المحلية التي تواجه صعوبة في الحصول على القروض .

إن زيادة مؤثرات التضخم التي هي أحد أهداف التيسير الكمي و أحد نتائجه ستعكس على أسعار صرف العملات التي هي النتيجة الطبيعية للتضخم .

### الفرع الثالث : الجوانب السلبية في التيسير الكمي :

❖ عند شراء سندات بكميات غير مدروس تأثيرها في العملة قد يدفع أسعار السلع إلى الارتفاع و تفقد العملة قيمتها الحقيقية بسبب زيادة المعروض النقدي و احداث التضخم ؛

- ❖ إقرار التيسير الكمي في دولة مثل الولايات المتحدة الأمريكية ذات التأثير القوي في الاقتصاد العالمي فالتأثير سوف يكون في أسعار الغذاء و النفط و الذهب بشكل مباشر و بالتالي على كل القطاعات الاقتصادية للدولة ؛
- ❖ إن التيسير الكمي يضعف قيمة الدولار و بالتالي ترتفع أسعار النفط و الذهب و الغذاء و التي تتم معظم التعاملات المالية به و هو ما يضيف عبئا على الاقتصاد الذي لا يكون قد تعافى من الأزمة الخانقة بشكل كامل ؛
- ❖ إن المبالغة في الاعتماد على التيسير الكمي قد يؤثر على الثقة في الاقتصاد مما قد يقود إلى نتائج عكسية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> المرجع نفسه ، ص ص 135 - 136.

## المبحث الثالث : الإطار النظري لسياسة أسعار الفائدة السالبة

تعتبر ظاهرة معدلات الفائدة السلبية على الودائع المصرفية ظاهرة جديدة في عالم الاقتصاد. الهدف الرئيسي منها هو جعل البنوك تقرض قطاعات الاقتصاد الحقيقي، وأن تسمح للناس العاديين بالإنفاق من أجل زيادة الطلب مع المحافظة على نظرة تجاه الودائع المصرفية بأنها غير رابحة فالأموال يجب أن توضع في العمل.

## المطلب الأول : ماهية سياسة أسعار الفائدة السالبة

من المعروف ومنذ القدم أن من يقترضون الأموال من الأفراد والشركات يقومون بسداد دينهم عند حلول أجل السداد، بالإضافة إلى دفع نسبة فائدة متفق عليها مسبقاً، وعندما تقوم بإيداع أموالك إلى بنك ما سيقوم البنك بمنحك فائدة سنوية على إيداعك، هذا من الناحية النظرية أي أن أدنى مستوى فائدة يمكن أن يصل إليه هو الصفر في المئة، كذلك من المفترض أنه عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير عن طريق هذه الألية، غير أن التطبيق العملي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى ما دون الصفر<sup>1</sup>، لكن هذا المعدل يتم التعامل به ما بين البنوك التجارية مع البنوك المركزية، بحيث أن البنوك تقترض أموالاً لا تقوم بدفع فائدة للمؤسسة المقرضة وإنما هي ستحصل على فائدة! هذا الأمر يبدو غريباً نوعاً ما، في المقابل ستضطر البنوك التي تقوم بإيداع أموالها سواء لدى البنوك التجارية الأخرى أو لدى البنك المركزي بدفع نسبة فائدة على إيداعاتها، في حين أنه لا يتم تطبيق هذه الفائدة السلبية في التعاملات التي تتم بين الأفراد مع البنوك التجارية، بل الأفراد المودعون سيحصلون على عائد من البنك، لأنه من الناحية العملية لو طبق معدل الفائدة السالب على الأفراد فلن يقوم أي فرد بدفع فائدة على إيداعاته لأنه سيستغني نهائياً على إيداع أمواله لدى البنك وهذا الأمر ليس في صالح البنوك التجارية لأنها تتعامل برؤوس أموال ضخمة ناتجة عن إيداعات الأفراد<sup>2</sup>.

إن البنوك المركزية تهدف من خلال تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة إلى الوصول إلى جملة من الأهداف أهمها<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> عبد الله ربيعان، الفائدة السالبة مستحيلة نظرياً ومطبقة فعلياً، جريدة الحياة، متاحة على الموقع

<http://www.alhayat.com/Opinion/Abdullah-ibn-Rbeaan/9575157> تاريخ الاطلاع (04-02-2018).

<sup>2</sup> محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السلبية مرة أخرى، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، متاحة على الموقع،

[http://www.aleqt.com/2015/03/20/article\\_941661.html](http://www.aleqt.com/2015/03/20/article_941661.html) تاريخ الاطلاع (04-02-2018).

<sup>3</sup> موسى مهدي، الفائدة السالبة تقلل الادخار وتندرج بحرب عملات، متاحة على الموقع،

<https://www.alaraby.co.uk/economy/2016/1/31> تاريخ الاطلاع (04-02-2018).



- إن الهدف من هذه سياسة أسعار الفائدة السالبة هو عدم السماح للبنوك التجارية إبقاء الأموال في حسابات البنك المركزي وتحفيزهم على تقديم المزيد من القروض للاقتصاد ؛
- إن الهدف من هذه سياسة أسعار الفائدة السالبة هو إنعاش الاقتصاد عبر زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء انكماش الأسعار وربما رفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للاقتصاد، كما أن أسعار الفائدة السالبة تقوم بتخفيض من قيمة العملة وهو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية ؛
- تهدف البنوك المركزية من خلال تطبيق هذه سياسة أسعار الفائدة السالبة إلى تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية، كما يمكن لهذه السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة، وتخفيض ضغوط ارتفاع أسعار الصرف .
- تهدف البنوك المركزية من خلال تطبيق هذه سياسة أسعار الفائدة السالبة إلى دعم القوة الشرائية عبر دفع المواطنين للإنفاق أكثر، لأنهم سيحصلون على قروض رخيصة من البنوك التجارية وبنسبة فائدة أقل، هذا من جهة الحصول على الأموال، أما من جهة من يملكون الأموال فإنهم سيضطرون للإنفاق ما دام الادخار لا يجلب لهم منافع مادية أو أن قيمتها ستتناقص ما دامت الفائدة سالبة .

### المطلب الثاني : قنوات انتقال تأثير سياسة أسعار الفائدة السالبة

هناك عدة قنوات لنقل آثار سياسة أسعار الفائدة السالبة من خلال إعادة توازن المحافظ الاستثمارية، والاقراض المصرفي وعن طريق آلية أسعار الصرف وغيرها.

#### قناة توازن المحافظ الاستثمارية

تقوم هذه الأداة على فرض أن الأدوات المالية ليست بديلة لبعضها البعض بشكل مطلق في محافظ المستثمرين، وبالتالي فإن التغيرات في صافي العرض المتاح من هذه الأدوات للمستثمرين يؤثر على معدل العائد الذي تحققه وكذلك على تلك الأدوات المالية البديلة لها.

ويبدو إلى حد الآن أن منهج توازن المحافظ الاستثمارية يعمل بشكل طبيعي في ظل تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة، وقد تراجعت أنشطة التداول في أسواق رأس المال، وإن كان من غير الواضح إذا ما كانت هذه الآثار

راجعة لأسعار الفائدة السالبة في ذاتها أم للفائض السيولة الكبير المصاحب لسياسة التيسير الكمي الذي يخفض الطلب على التداول، وغالبا ما كان اسعار الفائدة بالجملة الخالية من المخاطر تشجع المستثمرين على التحول مكن السندات الحكومية قليلة العائد إلى الأصول الأكثر خطرا كأسهم الملكية أو سندات الشركات أو العقارات، وإضافة إلى ذلك أدى انخفاض اسعار الفائدة السالبة إلى تخفيض تكلفة الأموال التي يحصل عليها المقترضون مثل الشركات الكبرى التي يمكنها التحويل مباشرة في أسواق السندات التجارية وسندات الشركات<sup>1</sup>.

#### قناة الإقراض المصرفي :

اختلف تأثير أسعار الفائدة السالبة على الإقراض البنكي بالاختلاف البنوك، نتيجة اختلاف نماذج التمويل وممارسات الإقراض، فقد تراجعت أسعار الفائدة السالبة على القروض البنكية نتيجة ثبات أسعار الفائدة على ودائع التجزئة عند مستوى الصفر أو فوقه، وبالتالي فإن البنوك التي تعتمد بدرجة كبيرة على ودائع العملاء للتمويل تكون أقل قدرة على تخفيض أسعار الفائدة على القروض، وفي معظم الحالات انخفضت أسعار الفائدة على القروض منذ البدء في تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة ، كما انخفضت أيضا أسعار الفائدة في النظم البنكية التي لديها نسبة أعلى من القروض بأسعار فائدة متغيرة أو في حال استحقاق أقصر للقروض أو مستويات أعلى من المنافسة بين البنوك، ولهذا يبدو انخفاض أسعار الفائدة على قروض الشركات أكبر مقارنة بأسعار التجزئة مما يرجع جزئيا لزيادة هيمنة القروض المخصصة لسوق المعاملات بين البنوك<sup>2</sup>.

#### قناة سعر الصرف

تباينت آثار أسعار الفائدة السالبة في البنوك المركزية على أسعار الصرف، فقد أدى منهج إعادة التوازن في المحافظ الاستثمارية في بعض الحالات إلى خروج تدفقات رأسمالية عبر الحدود وانخفاض أسعار الصرف، وكان لإجراءات البنوك المركزية في بعض الحالات أثر مفيد من حيث تخفيض التدفقات الرأسمالية الداخلة (في الدنمارك مثلا) وفي حالات أخرى ساهمت عوامل أخرى في التأثير على أسعار الصرف.

<sup>1</sup> هوزية مينيلز، سالمون غراي و كيلبي أيكولد، "الرؤية الأوسع؛ الآثار الإيجابية لأسعار الفائدة الاسمية السالبة" ، صندوق النقد الدولي، المنتدى، متاحة على الموقع : <https://blog-montada.imf.org/?p=4162> تاريخ الاطلاع (2018-02-04).

<sup>2</sup> نفس المرجع، <https://blog-montada.imf.org/?p=4162>، تاريخ الاطلاع (2018-02-04).

قناة السيولة:

إن قيام البنوك المركزية بفرض أسعار فائدة سالبة على احتياطات البنوك التجارية ؛ يدفع البنوك التجارية على الاحتفاظ بأموال سائلة لديهم وهذا الإجراء في المقابل يدفع البنوك التجارية إلى زيادة عملية إقراض الأفراد والشركات.

قناة التضخم :

إن عملية ضخ السيولة من قبل البنوك المركزية يؤدي إلى زيادة التضخم المتوقع في المستقبل، وهذا ما يحفز المستثمرين على الاستثمار في الوقت الحالي.

**المطلب الثالث : عرض بعض التجارب الدولية**

تعتبر الحكومة السويسرية أول من طبقت سياسة أسعار الفائدة السالبة على اقتصاداتها في أوائل السبعينيات حيث ظهرت آثار هذه الأخيرة على اقتصاداتها، كما اتبعت حذوها مجموعة من الدول الأخرى نحاول إيجازها في التالي:

1- تجربة السويد والدنمارك

بين عامي 2009 و 2010 استخدمت السويد أسعار فائدة سالبة بمعدل -1.1% لمنع تدفق ما يعرف بـ meney Hot وهي رؤوس الأموال التي تتدفق من دولة لأخرى للحصول على مكاسب سريعة من تغير أسعار الفائدة، وهذا النوع من الاموال يؤدي إلى عدم استقرار السوق، وقد حذت الدنمارك حذو السويد باتخاذها نفس الخطوة في عام 2012 حين عانت من تدفق رؤوس الأموال الباحثة عن الفوائد السريعة .

**الجدول رقم ( 02/06 ) : تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الدنماركي**

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	السياسة التكميلية
البنك الوطني الدنماركي <b>Danemarks National Bank</b>	جوان 2012	-0.20	إن الهدف من هذا
	سبتمبر 2014	-0.05	الإجراء هو تجميد عملية
	جانفي 2015	-0.20	إصدار سندات جديدة
	فيفري 2015	-0.75	

**Source:** Harriet Jackson, **the international experience with negative policy rate**, Canadian economic analysis department, bank of Canada, Canada 2015, p 03 .

## 2- تجربة البنك المركزي الأوروبي

في عام 2014 قام البنك المركزي الأوروبي **ECB** بالاستخدام معدل فائدة سالب، وذلك فقط على إيداعات البنوك التجارية بهدف منع منطقة اليورو من السقوط في دوامة الانكماش، حيث وضع معدل فائدة سالب يقدر بـ -0.1% وهذا في جوان 2014، ثم قام بخفض هذا المعدل إلى -0.2% في سبتمبر 2014، وذلك بسبب الظروف الاقتصادية الصعبة لدول منطقة اليورو، حيث يريد بنك أوروبا المركزي من ذلك رفع معدل التضخم، نتيجة تراجع الأسعار بفعل المعروض السلعي المتوافق مع تراجع الطلب الاستهلاكي للظروف المذكورة آنفا. إذن الهدف هو إجبار البنوك على إقراض الزبائن بدلا من إيداعها في البنك المركزي والجدول الموالي يوضح تطورت هذا المعدل <sup>1</sup>.

الجدول رقم ( 02/07 ): تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي.

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	السياسة التكميلية المعلن عنها
البنك المركزي الأوروبي <b>European Central Bank (ECB)</b>	جوان 2014	-0.1	إضعاف قيمة الأورو بالنسبة لعملات العالم الأخرى، بالإضافة إلى إجبار البنوك غير الراغبة في مد خطوط ائتمان في الاقتصاد الأوروبي على القيام بذلك حتى تتجنب أن تدفع فائدة على الأموال التي لا تقرضها.
	سبتمبر 2014	-0.2	
	ديسمبر 2015	-0.3	
	مارس 2016	-0.4	

Canadian **policy rate**, **Source:** Harriet Jackson, **the international experience with negative economic analysis department, bank of Canada, Canada 2015, p 03**

<sup>1</sup> Carlos Arteta, Ayhan Kose, **Negative Interest Rate Policies Sources and Implications**, World Bank Group, Development Prospects Group, August 2016, p10.

## 3- التجربة السويسرية

كانت الحكومة السويسرية أول من تبنت سياسة أسعار الفائدة السالبة وذلك في أوائل السبعينيات من القرن المنصرم، من أجل تخفيض قيمة الفرنك السويسري الذي أصبح ملاذاً آمناً لجأ إليه الكثير من المستثمرين بسبب التضخم المرتفع في شتى أنحاء العالم، كما تبنت الحكومة السويسرية من جديد هذه السياسة في بداية عام 2015 بتخفيض معدل الفوائد على الاحتياطات البنكية من 0.5% إلى -0.25% في ديسمبر 2014 ثم إلى -0.75% في جانفي 2015، والجدول الموالي يوضح هذه التطورات<sup>1</sup>.

الجدول رقم (02/08): تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي السويسري.

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	السياسة التكميلية
البنك الوطني السويسري Swiss National Bank	ديسمبر 2014	-0.25	تخفيف الطلب الكبير على الفرنك السويسري
	جانفي 2015	-0.75	

**Source:** Harriet Jackson, **the international experience with negative policy rate**, Canadian economic analysis department, bank of Canada, Canada 2015, p 03.

## 4- التجربة اليابانية :

إن أحدث استخدام لمعدلات الفائدة السالبة كان في شهر جانفي 2016 عندما فاجأ بنك اليابان الأسواق العالمية عبر اعتماده لأسعار الفائدة سالبة للمرة الأولى في تاريخه، حيث أعلن أنه سيطبق فائدة سالبة بمعدل 0.1% على الاحتياطات التي تودعها المؤسسات لديه (بنك المركزي الياباني) حيث كان سعي اليابان من هذا الإجراء لمواجهة الأوضاع الاقتصادية المتدهورة.

الجدول رقم (02/09): تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني.

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	الهدف من هذا الإجراء
بنك اليابان Of Bank	جانفي 2016	-0.1	استقرار أسعار الصرف وتثبيت توقعات التضخم

<sup>1</sup> Harriet Jackson, **the international experience with negative policy rate**, Canadian economic analysis department, bank of Canada, Canada 2015, p 03.

			<b>Japon</b>
--	--	--	--------------

**Source:** Carlos Arteta, Ayhan Kose, **Negative Interest Rate Policies Sources and Implications**, World bank group, Development Prospects Group, August 2016, p10.

#### 5-التجربة الهنغارية

في خرجة غير مسبوقه أعلن بنك هنغرايا في ماس 2016 عن تبني أسعار الفائدة السالبة للمرة الاولى في تاريخه بمعدل -0.05% وهذا من أجل معالجة الأوضاع المتدهورة في البلد .

الجدول رقم ( 02/10): تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الهنغاري

الهدف من هذا الإجراء	المعدل	التاريخ	البنك المركزي
استقرار أسعار الصرف، ومواجهة الضغوطات الخارجية للتدفقات النقدية	-0.05	مارس 2016	بنك هنغرايا Central Bank of Hungary

**Source:** Carlos Arteta, Ayhan Kose, **Negative Interest Rate Policies Sources and Implications**, World bank group, Development Prospects Group, August 2016, p10.

## الخلاصة

منذ فترة الركود العظيم ، قامت بعض البنوك المركزية بوضع إجراءات مثل التيسير الكمي (QE) وأسعار الفائدة السلبية التي تبدو غير تقليدية من حيث توافق الآراء في السياسة النقدية قبل الأزمة. يتوقع بعض الاقتصاديين وصانعي السياسات أن تؤثر هذه الإجراءات على المعروض النقدي ، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. قد تؤثر بعض أنواع التيسير الكمي على العرض النقدي ، ولكن لا ينبغي أن يُنظر إليه على أنه حافز للبنوك التجارية لزيادة الإقراض. عندما يتعلق الأمر بمعدلات السياسة السلبية ، فإن التأثير على إقراض البنوك قد يكون في الواقع معاكسًا للنمو المتوقع. هذه التناقضات ناتجة عن بعض المعتقدات غير الدقيقة حول خلق المال. تقدم بعض التعديلات نظرة أكثر واقعية للنتائج المحتملة للسياسات النقدية غير التقليدية وقد تسهم في تحسين تنفيذ السياسة النقدية عند الحد الأدنى من الصفر.

الخبائمه العامه



لقد استطاعت خطط التيسير الكمي اضافة الى برامج التحفيز الاخرى تحسين اوضاع اسواق الائتمان بصور جوهرية وأخذت معدلات النمو ترتفع على النحو الواضح حتى خرج الاقتصاد الامريكي بالفعل من حالة الكساد غير ان الاوضاع الاقتصادية الكلية حاليا يحيط بها عديد من المخاطر بصفة خاصة تلك المرتبطة بضغط سوق العمل واستمرار ارتفاع معدلات البطالة على نحو غير مسبوق منذ الكساد العالمي الكبير نتيجة ضعف معدلات النمو وقد ارتفع معدل البطالة الى تقييد دخول القطاع العائلي ومن ثم اثار قدرا كبيرا من عدم تأكد حول درجة امان الوظائف وانخفضت بالتالي درجة الثقة في الاوضاع الاقتصادية الكلية، ولا شك ان البطالة تعد من اكبر التحديات التي تواجه الاقتصاد العالمي كما ان خفض معدلات البطالة يتطلب المزيد من الوقت قبل ان تعود الى مستوياتها في الاجل الطويل لكن ما ان يبدأ الاقتصاد يقوي وتؤمن الشركات بان استعادة النشاط تأخذ النمط المستدام فان معدلات التوظيف والنمو سترتفع و حتى يحدث ذلك لا بد للاحتياطي الفيدرالي من التحرك على نحو فعال.

كما تعبر ظاهرة معدلات الفائدة السالبة ظاهرة جديدة في عالم الاقتصاد الهدف الرئيسي منها هو جعل البنوك تقرض قطاعات الاقتصاد الحقيقي وأن تساهم في زيادة الإنفاق، كما يبدو أن هذه السياسة ساهمت إلى حد الآن في إحداث تحسن في الأوضاع النقدية المحلية دون وجود آثار جانبية كبيرة على أرباح البنوك التجارية أو أنظمة الدفع وهذا راجع إلى انخفاض نسبة معدلات الفائدة المفروضة على البنوك بالإضافة إلى فرض بعض القيود على البنوك التجارية جعلتها تقبل بهذا الإجراء هذا من ناحية تطبيق هذه السياسة بين البنك المركزي والبنوك التجارية، أما تطبيق هذه السياسة بين الأفراد مع البنوك التجارية فيظل أمر غير منطقي نهائيا حتى ولو كان هذا الأمر لا بد منه لتجنب الاقتصاد الوطني لدولة ما أمن الدخول في دورة كساد اقتصادي أو انكماش اقتصادي وتوقف النمو لأن الأفراد في هذه الحالة سيستغنون نهائيا عن وضع هذه الإيداعات لدى البنوك وهذا الأمر ليس في صالح البنوك لأنها تتعامل برؤوس أموال ضخمة ناتجة عن إيداعات الأفراد .

نتائج الدراسة:

- 1-** إن ممارسة التيسير الكمي قد زودت البنوك المركزية بأدوات إضافية لإدارة السياسة النقدية في ضوء قصور الأدوات الأخرى في تحقيق أهداف السياسة النقدية التي تستهدفها هذه البنوك.
- 2-** إن الأهداف المباشرة للتيسير الكمي كانت :
- أ- الحفاظ على معدلات الفائدة ضمن الحدود التي يرغبها البنك المركزي المعني كما في الولايات المتحدة واليابان.
- ب- الحفاظ على معدلات التضخم المستهدف كما في المملكة المتحدة.
- ت- المحافظة على معدلات سيولة مناسبة لدى الجهاز المصرفي كما في الولايات المتحدة.
- ث- تحسين أسعار الموجودات المالية في الأسواق المالية كما في الولايات المتحدة والإتحاد الأوروبي واليابان.
- 3-** بينت الأبحاث النظرية والتحليلات الأولية ان التيسير الكمي تأثيرات مباشرة وغير مباشرة في التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف و أسعار الموجودات المالية ، إلا أن أبعاد ومدد هذه الآثار لم تشخص بدقة. ولا زالت الأبحاث تجري على قدم وساق لتعميم فهم آثار التسهيل الكمي ونتائجه.
- 4-** رغم المزايا المباشرة و الفورية للتيسير الكمي فإن كثيرا من الاقتصاديين والمحللين يعارضون التوسع في استخدامه أو تكرار استخدامه بسبب نظرهم المشائمة للآثار بعيدة المدى له على أسعار صرف العملات وعلى معدلات التضخم ، لأنه يساهم في زيادة الكتلة النقدية.
- 5-** لقد أعلن المسئولون في البنوك المركزية التي مارست التسهيل الكمي مرارا بأن هذا الإجراء مؤقت ومرهون بزوال الأسباب التي بررت اللجوء إليه ، إلا أن توالي الأزمات المالية وعدم الوصول إلى حلول جذرية لها ، قد يجعل من عملية استخدامه (سياقا) مستمرا لهذه البنوك لاتستطيع التخلي عنه بسبب افتقارها (على الأقل المستقبل المنظور) إلى أدوات بديلة واضطرابها لاستخدامه تحت وطأة الظروف الاقتصادية الصعبة.
- 6-** إن الهدف الرئيسي من تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة هو إبعاد البنوك التجارية عن إيداع أموالها في حسابات البنك المركزي لتستعمل أموالها في إقراض الشركات والأفراد حيث أن خفض نسبة الفائدة تحت الصفر

سيجعل من الإقراض أسهل من طرف البنوك التجارية ويزيد من الطلب على القروض ويجفز من الإنفاق والاستثمار

7- يظهر من خلال متابعة مجريات الاقتصاد العالمي أن رهان الدول الكبرى على نجاح سياسة أسعار الفائدة السالبة يعتمد أولاً على قدرة البنوك التجارية في الاستثمار وتقديم قروض ميسرة إلى الاقتصاد ويبقى كذلك رهان نجاحها في تحسن أرقام البطالة وخلق فرص عمل من خلال تعزيز الإنفاق والاستثمار داخل البلد.

8- هناك عدة قنوات تنتقل من خلالها آثار سياسة أسعار الفائدة السالبة إلى الاقتصاد من خلال إعادة توازن المحافظ الاستثمارية والإقراض المصرفي وعن طريق آلية أسعار الصرف وغيرها من القنوات .

9- إن فحوى تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة يتم على أساس العلاقة بين البنوك التجارية مع البنك المركزي ولا وجود لتطبيق هذه السياسة بين الأفراد مع بقية البنوك .

10- لفكرة الأساسية من معدل الفائدة السالب إذن هي التشجيع على إنفاق الأموال بدلا من ادخراها كما أن هذه السياسة سوف يترتب عليها مزيد من الاقتراض ومن ثم دفع مستويات الطلب الكلي ومستويات التوظيف بالتبعية إذا كان الأمر كذلك فإن معدل الفائدة الاسمي السالب يمكن أن يكون من السياسات النقدية التي يمكن استخدامها في أوقات الكساد .

#### ثانيا : التوصيات

- حث الدول النامية على دراسة و تطبيق أدوات السياسة النقدية الغير تقليدية .
- الإهتمام أكثر بأدوات السياسة النقدية الغير تقليدية لأنها تعتبر الملاذ الأخير لصناع السياسات في حالة اليأس من الإنتعاش الإقتصادي
- الإستمرار بدراسة الآثار القريبة والبعيدة المدى للتيسير الكمي و أسعار الفائدة السالبة ، بغية التوصل إلى تشخيصها بدقة والاعتماد على تلك النتائج لاتخاذ القرار بشأن مايلي :
- أ-الاستمرار في اعتماده أم لا.
- ب- المقادير المثلى من التيسير الكمي ومعدلات الفائدة السالبة التي تستخدم كل مرة وبالحدود التي لا تؤثر سلبا على المتغيرات الاقتصادية.

- إن التيسير الكمي هو شكل من أشكال الإصدار النقدي للبنوك المركزية وضوابطها ومحدداتها , ولاسيما مع تطور وسائل الدفع الإلكترونية و قيامها بكثير من الوظائف الأساسية للنقود.
- إن نشوء التيسير الكمي قد جاء لغرض مجابهة بعض الأزمات المالية وبما أن بذرة هذه الأزمات قد نبتت في بيئة الجهاز البنكي فإن من الضروري دراسة السبل الكفيلة بتحسين وضعية هذا الجهاز وتطوير إجراءات السلامة والشفافية فيه ووضع الضوابط اللازمة لمنع الممارسات الضارة في النشاط المصرفي. وتنسيق السياسات المصرفية وضوابطها على مستوى دولي، لان الأزمات تصيب الجميع وعليهم مجابهة تحدياتها معا.

### آفاق الدراسة :

يبقى هذا الموضوع يثير عدة تساؤلات ، لذا نقترح دراسة الإشكاليات التالية في البحوث المقبلة:

- دراسة أدوات السياسة نقدية غير تقليدية جديدة.
- كيف أثرت أدوات السياسة نقدية غير تقليدية على اقتصاديات الدول النامية بعد تطبيقها .

أولا : باللغة العربية

الكتب :

- 01- أحمد أبو الفتوح علي ناقة ، نظرية النقود و الأسواق المالية ( مدخل حديث لنظرية النقود و الأسواق المالية ) ، مكتبة الإشعاع الإسكندرية، 2001 .
- 02- إسماعيل مُجد هاشم ، النقود و البنوك ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2005 .
- 03- الطاهر لطرش ، الإقتصاد النقدي والبنكي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 2012 .
- 04- بلعزوز بن علي ، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2004 .
- 05- حسين حسين شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، المكتب التعاوني للدعوة وتوعية الجاليات بالربوة، الرياض، 2008
- 06- خليل عبد القادر ، مبادئ الإقتصاد النقدي و المصرفي ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون الجزائر 2012 .
- 07- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، 2008 .
- 08- سامي الخليل ، نظرية الاقتصاد الكلي ، دار الكتب، الكويت ، 1994 .
- 09- سهير مُجد معتوق ، الإتجاهات الحديثة في التحليل النقدي ، الدار المصرية اللبنانية ، 1988 .
- 10- صالح مفتاح، النقود و السياسة النقدية، دار الفجر للنشر و التوزيع، مصر، 2005 .
- 11- عبد الحميد الغزالي ، إقتصاديات النقود و البنوك ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1987 .
- 12- عبد المجيد قدي ، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر 2006 - ط 03 .
- 13- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون الجزائر، ط 03 ، 2006 .
- 14- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر، الطبعة الثانية ، 2005 .
- 15- عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 .
- 16- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي) ، مجموعة التّيل العربيّة للنشر- القاهرة، 2003
- 17- عقيل جاسم عبد الله، مفاهيم و نظم اقتصادية، دار وائل للنشر ، للأردن، 2006 .

- 18- عوض اسماعيل الدليمي، النقود و البنوك ، دار الحكمة للطباعة و النشر، الموصل، 1990.
- 19- عوف محمود الكفراوي ، السياسة المالية والنقدية في ظل الإقتصاد الإسلامي ، ط 02 ، مركز الإسكندرية للكتاب، 2006 .
- 20- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات ، النقود و البنوك، دار وائل للنشر، الأردن، 2002 .
- 21- محمود حميدات ، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 1، الجزائر، 1996، حيم حسين، النقد و السياسة النقدية، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن، 2002.
- 22- مجيد ضياء موسوي ، إقتصاديات النقود و البنوك ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية 2001.
- 23- مفتاح ، النقود والسياسة النقدية ( المفهوم، الأهداف والأدوات )، دار الفجر للنشر والتوزيع ، ط 01 ، القاهرة 2005 .
- 24- ميغاد غدير غدير، السياسة المالية و النقدية ، منشورات الهيئة العامة السورية، 2010 .

#### الأطروحات و المذكرات:

- 25- أحمد مجد صالح الجلال ، دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية دراسة حالة الجمهورية اليمنية 1990-2003 ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الجزائر 2006 .
- 26- بلعوز بن علي ، أثر تغيير سعر الفائدة على إقتصاديات الدول النامية - حالة الجزائر - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولية في العلوم الإقتصادية ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3 ، 2004 .
- 27- صالح مفتاح ، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة (90-2000) أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سنة 2003/2002 .
- 28- عباس كاظم حاسم الدعي، أثر السياسة النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الكوفة، 2008.
- 29- مجدي إبراهيم المسلماتي ، التوازن النقدي في إقتصاديات الدول التي تمر بمرحلة النمو : دراسة تطبيقية مقارنة بين الإقتصاد المصري وإقتصاديات بعض الدول ، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الإقتصاد ، قسم الاقتصاد كلية التجارة ، جامعة عين الشمس ، القاهرة، 2003 .
- 30- مجدي هاني ، السياسات الاقتصادية الكلية و دورها في مكافحة المرض الهولندي و تحقيق الاستقرار الاقتصادي حالة الجزائر 2000/2015- أطروحة مقدمة للحصول على الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية ، جامعة يحي فارس بالمدينة 2018 .

#### المجلات و الملتقيات:

- 31- بشرى عبد البراء أحمد ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، جامعة تكريت ، المجلد 2، العدد 4 2014
- 32- رمزي زكي ، الاقتصاد السياسي للبطالة ، تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة ، سلسلة عالم المعارف العدد 226 ، 1997 ،

- 33- سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005.
- 34- صاري علي ، المجلة الجزائرية للعملة و السياسات الاقتصادية ، العدد 4 ، 2013.
- 35- مطاي عبد القادر، راشد فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات، تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، الوادي، الجزائر، ديسمبر .  
ثانيا : الكتب باللغة الأجنبية.
- 36- Amanda A.Schaible, **Quantitative easing s effect on shadow banking**,Scholarship@cuc.clarement.edu,2014.
- 37-Chris Brghtman,**Whats up ?quantitative easing and inflation** ,Research Affiliates Advisor perspectives,2015.
- 38- Carlos Arteta, Ayhan Kose, **Negative Interest Rate Policies Sources and Implications**, World Bank Group, Development Prospects Group, August 2016.
- 39- Dimitri O Lenderyov and Victor O Lenderyov,**To the problem turbulence in quantitative easing transmission channel and transactions net work channels at quantitative easing policy implementation by central banc**,www.arxiv.org,2013.
- 40- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK "The Changing Nature of the U.S. Balance of Payments" Volume 14، Number 4 June 2008.
- 41- Harriet Jackson, **the international experience with negative policy rate**, **Canadian economic analysis department**, bank of Canada, Canada 2015.
- 42-Fumio Hayashi and Junko Koela, **Aregime switshing SVAR analysis of quantitative easing**,Hitotsubashi university ,Japan,2013.
- 43-Lance Vought, **the effect of quantitative easing on long term interest rate**, Eastern Michigan university honor college.2011.

- 44-Loch Rayan Collins and others, **Strategic quantitative easing: stimulating investment to rebalance the economy**, new economic foundation ,UK,2013.
- 45-Micheal Joyce and others, **Quantitative easing and unconventional monetary policy—an introduction**-,The economic journal, Black well publishing,USA,2012
- 46-Michelle de Mourgues, La monnaie, **Système financier et théorie monétaire Economica**, Paris, 9 Ed, 1993.
- 47-Robert j Garden and others. **MACRO économique 2<sup>e</sup>** Gaétan moun éditeur, canada.
- 48-Stephen D. Williamson and Scace Collateral, **the term premium and quantitative easing**,Federal Reserve Banc of ST.Louis,2014.
- 49-Quantitative easing explained, Economic Information news letter,2011.

## المواقع الإلكترونية:

- 50-عبد الله ربيعان، الفائدة السالبة مستحيلة نظريا ومطبقة فعليا، جردة الحياة، متاحة على الموقع، <http://www.alhayat.com/Opinion/Abdullah-ibn-Rbeaan/9575157> تاريخ الاطلاع (04-2018-02).
- 51- محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السلبية مرة أخرى، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، متاحة على الموقع، [http://www.aleqt.com/2015/03/20/article\\_941661.html](http://www.aleqt.com/2015/03/20/article_941661.html) تاريخ الاطلاع (04-2018-02).
- 52-موسى مهدي، الفائدة السالبة تقلل الادخار وتندّر بحرب عملات، متاحة على الموقع، <https://www.alaraby.co.uk/economy/2016/1/31> تاريخ الاطلاع (04-2018-02).
- 53-هوزية مينبالز، سامون غراي و كيلبي أيكولد، الرؤية الأوسع؛ الآثار الإيجابية لأسعار الفائدة الاسمية السالبة، صندوق النقد الدولي، المنتدى، متاحة على الموقع : <https://blog-montada.imf.org/?p=4162> تاريخ الاطلاع (04-2018-02).
- <https://www.paldf.net/forum/showthread.php?t=310538> 31/05/2018
- <http://www.alaswaq.net/views/2008/10/12/18895.html> 31/05/2018
- Congressional Budget Office; Office of Management and Budget.
- [http://www.newyorkfed.org/research/current\\_issues/ci14-4.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci14-4.pdf)



[-http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm](http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm)