

الرقم التسلسلي:

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
PEOPLE'S DEMOCRATIC REPUBLIC OF ALGERIA

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministry of Higher Education and Scientific Research
المركز الجامعي صالحى أحمد النعامة.



University Center SALHI Ahmed -Naama-
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
Institute Of Economic Sciences, Management and Commerce Sciences

Memory

Presented to obtain the diploma of Master

مذكرة

مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

عنوان المذكرة:

سياسية التيسير الكمي ودورها في علاج الأزمات الاقتصادية (أزمة 2008)

من طرف:

- عبيدين عبد العزيز

- دقي هـواري

مذكرة مناقشة بتاريخ: أمام لجنة المناقشة المشكلة من:

الرقم	اللقب والاسم	الرتبة	المؤسسة	الصفة
01	د.عمراني سفيان	أستاذ محاضر	م ج صالحى أحمد	رئيسا
02	أ.د.بولويز عبد الوفي	بروفيسور	م ج صالحى أحمد	مشرقا
03	د.يوب فايزة	أستاذ مساعد	م ج صالحى أحمد	مناقشا

السنة الدراسية: 2024/2023

الرقم التسلسلي:

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
PEOPLE'S DEMOCRATIC REPUBLIC OF ALGERIA

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministry of Higher Education and Scientific Research
المركز الجامعي صالحى أحمد النعامة.



University Center SALHI Ahmed -Naama-
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
Institute Of Economic Sciences, Management and Commerce Sciences

Memory

Presented to obtain the diploma of Master

مذكرة

مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي ومالي

عنوان المذكرة:

سياسية التيسير الكمي ودورها في علاج الأزمات الاقتصادية (أزمة 2008)

من طرف:

- عبيدين عبد العزيز

- دقي هـواري

مذكرة مناقشة بتاريخ: أمام لجنة المناقشة المشكلة من:

الرقم	اللقب والاسم	الصفة
01	د.عمراني سفيان	رئيسا
02	أ.د.بولويز عبد الوفي	مشرقا
03	د.يوب فايزة	مناقشا

السنة الدراسية: 2024/2023



الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل :

- إلهي لا يطيب الليل الا بشكرك ولا يطيب النهار الا بطاعتك ولا تطيب اللحظات الا بذكرك ولا تطيب الآخرة الا بعفوك... ولا تطيب الجنة الا برؤيتك الله ﷻ الى من بلغ الرسالة وادى الامانة ونصح الامة الى نبي الرحمة ونور العالمين سيدنا محمد ﷺ .
- إلى من علمني العطاء بدون انتظار الى من أحمل اسمه بكل افتخار الى من كلله الله بالهيبة والوقار ابي الغالي .
- إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي الى اغلى الحبايب الى امي الحبيبة.
- إلى سندي ودعمي في الحياة وأغلاما أملك زوجتي الكريمة.
- إلى أبنائي : ريان ، آية وأسيل حفظهم الله
- إلى كل زملائي في مشواري الدراسي
- إلى كل الأصدقاء والأحباب
- إلى كل من كانت له بصمة في انجاز هذا البحث

دقي هواري

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل :

- إلى من رفع قدرها الرحمن وجعلها مأوى وأعظم هدية للإنسان وجعل تحت أقدامها الجنانأمي أطال الله وبارك في عمرها
- إلى من اشتاق له قلبي و افتقدت وجوده أركان البيت وظل الفقد يوجعني وذكراه تؤلمنيأبي رحمه الله
- إلى كل من علمني وإلى كل أساتذتي
- إلى كل أفراد عائلتي
- إلى كل زملائي في مشواري الدراسي
- إلى كل الأصدقاء والأحباب
- إلى كل من كانت له بصمة في انجاز هذا البحث

عبيدين عبد العزيز

التشكر والعرفان

في اخر اللمسات لهذا البحث كان من الواجب علينا أن نتوجه بالحمد والشكر للمولى عز وجل الذي وفقنا لإتمام هذا العمل من غير حول منا ولا قوة

كما نتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ البروفسور المشرف "بولويز عبد الوافي"

الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته القيمة رغم انشغالاته المكثفة جعله الله ذخرا لطلبة العلم.

كما نتقدم بالشكر الجزيل والاحترام الكبير إلى أعضاء لجنة المناقشة، بتشريفهم لنا وقبول مناقشة المذكرة.

ونتقدم بالشكر الجزيل إلى كافة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية بالمركز الجامعي صالحى أحمد النعامة وإلى جميع أعضاء الطاقم الإداري الذين رافقونا طيلة المشوار الدراسي.

كما نشكر جميع من ساعدنا في انجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة أو دعاء.

"وما توفيقى إلا بالله عليه توكلت وإليه أنيب" هود الآية 88

فهرس المحتويات

أ	المقدمة.....
6	الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي ودورها في علاج الأزمات الإقتصادية
7	المبحث الأول: الأدبيات النظرية للأزمات الاقتصادية والمالية.....
7	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمات الاقتصادية والمالية.....
7	الفرع الأول: الأزمات الاقتصادية والمالية.....
7	1- تعريف الأزمة الاقتصادية.....
8	2- مفهوم الأزمة المالية.....
8	3- أنواع الأزمات المالية.....
9	الفرع الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008.....
9	1- بؤادر الأزمة المالية.....
10	2- آلية التحول إلى أزمة سيولة ثم إلى أزمة عدم القدرة على السداد.....
11	3- الاقتصاد العالمي و الأزمة المالية 2008.....
13	المطلب الثاني: الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي.....
13	الفرع الأول: السياسة النقدية غير التقليدية.....
13	1- مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.....
14	2- نشأة وتحليل تطور مفهوم السياسة نقدية غير التقليدية.....
15	3- تحديات أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....

20	.....الفرع الثاني: سياسة التيسير الكمي
20	.....1- مفهوم سياسة تيسير الكمي
21	.....2- أهداف سياسة التيسير الكمي
22	.....3- أهم مقاربات وفروقات سياسة التيسير الكمي
24	المبحث الثاني : علاج الأزمات الإقتصادية من خلال السياسة النقدية غير التقليدية
25	المطلب الأول : دور السياسة النقدية في علاج الفجوتين التضخمية والانكماشية.....
29	.....المطلب الثاني : التيسير الكمي كسياسة لمعالجة الأزمات المالية
34	.....المبحث الثالث : الدراسات السابقة
	الفصل الثاني : دراسة تحليلية لسياسة التيسير الكمي ودورها في علاج أزمة 2008
39	.....المبحث الأول : آليات مواجهة الأزمة المالية العالمية
50	.....المبحث الثاني: دور سياسة التيسير الكمي في معالجة أزمة 2008
50	.....المطلب الأول: مساهمة التيسير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008
50	.....الفرع الأول: مراحل مساهمة التيسير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008 ...
51	.....الفرع الثاني: دور التيسير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية
52	.....المطلب الثاني: دور سياسة التيسير الكمي في علاج أزمة كوفيد 19
55	.....مناقشة النتائج
59	.....خاتمة
63	.....قائمة المصادر والمراجع

مقدمة

مقدمة :

يعتبر موضوع الأزمات المالية من أهم المواضيع وأكثرها إثارة للجدل والنقاش، حيث ازدادت الأزمات الاقتصادية خاصة المالية والنقدية منها تعقيدا، وتعمقت آثارها بفعل العولمة وترابط الأسواق، ومن أجل معالجة الأزمات المالية عادة ما تستخدم البنوك المركزية أدوات السياسة النقدية التقليدية التقليدية والتي أثبتت عجزها مما حتم عليها استحداث أدوات جديدة للسياسة النقدية والتي تتماشى مع مختلف التطورات المالية والنقدية المعقدة التي تفرزها الأزمات المالية، خاصة تلك المتعلقة بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، والتي اعتبرت من أسوأ الأزمات بعد أزمة الكساد الكبير التي تعتبر الأخطر في تاريخ الاقتصاد العالمي، ومن بين الأدوات الحديثة للسياسة النقدية نجد سياسة التيسير الكمي والتي تكتسي طابعا غير تقليدي من خلال استهدافها لكمية النقود المتداولة في الاقتصاد، حيث كانت اليابان سباقة في تطبيقها منذ سنة 1999 لتتبعها الولايات المتحدة الأمريكية بعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008 و دول الاتحاد الأوروبي بعد أزمة ديون منطقة اليورو، حيث تباينت آثار هذه السياسة من اقتصاد إلى آخر .

الإشكالية :

ومن خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية :

ما هو الدور الجوهري لسياسة التيسير الكمي في معالجة الأزمات المالية ؟

الفرضيات :

- أثر التيسير الكمي في الحالة الاقتصادية العامة في الدول التي استخدم فيها .
- إن تباين حالة الاقتصاد و مؤثراته من دولة لأخرى يجعل استخدام التيسير الكمي ممكنا في بعض الإقتصاديات و غير ممكن في الإقتصاديات الأخرى.
- التيسير الكمي مكمل لأدوات السياسة النقدية و ليس بديلا عنها .

أهمية البحث :

- أهمية الدراسة من واقع معرفة أن موضوع السياسة النقدية من المواضيع التي أصبحت تلقى أهمية من قبل الباحثين خاصة في الدول النامية .
- كذلك أهمية البحث في انه يدرس أدوات حديثة جدا من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المستخدمة على نطاق ضيق في عدد محدود من الدول؛
- للسياسة النقدية غير التقليدية أثرها هام على الاقتصاد العالمي لأن الدول المذكورة هي التي تقود الاقتصاد في الوقت الحالي؛ -
- السياسة النقدية غير التقليدية 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 غير التقليدية في علاج الأزمات المالية .
- التعرف على أهم المفاهيم و النظريات و النماذج التي عرفها الفكر الاقتصادي حول السياسة النقدية غير التقليدية .
- التعرف على سياسة التيسير الكمي ودورها في علاج الأزمات الاقتصادية
- آلية عمل سياسة التيسير الكمي وكيف تؤثر في السياسة النقدية وكذلك أثارها القصيرة و البعيدة المدى في السياسة النقدية وغيرها من المتغيرات الاقتصادية.

منهجية البحث :

المنهج الاستقرائي: عن طريق استقراء الدراسات و الأبحاث و الكتب و تصفح المواقع الالكترونية التي عالجت الموضوع أو جزء منه

المنهج التحليلي الوصفي : الاستفادة من مختلف أدوات التحليل الاقتصادي، بما يكفل دراسة وتحليل كافة البيانات المالية والنقدية والاقتصاديات 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 الأمريكية، اليابان و دول منطقة اليورو).

محتويات الدراسة :

يتم تناول الموضوع على النحو الآتي :

تحتوي الدراسة على مقدمة عامة تتبعها فصلين نظريين. حيث خصص الفصل الأول الإطار النظري لسياسة التيسير ودورها في علاج الأزمات الاقتصادية أما الفصل الثاني فخصصناه لدراسة تحليلية لسياسة التيسير الكمي ودورها في علاج أزمة 2008 . تنتهي الدراسة باستخلاص أهم النتائج التي تم التوصل إليها .



الفصل الأول:

الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي

) ودورها في علاج الأزمات الاقتصادية

أزمة 2008)



تمهيد :

الأزمات الاقتصادية والمالية من أهم الموضوعات في ظل العولمة، وبدأت مع النظام الرأسمالي والدورات الاقتصادية ولقد تم تناول أسباب هذه الأزمات في الأدبيات الاقتصادية وأنواعها مثل أزمة سوق الأوراق المالية و الأزمة المصرفية وأزمة أسعار الصرف وأزمة المديونية وتم تناول الأزمة المالية العالمية كمثال على هذه الأزمات ومظاهرها المالية والاقتصادية والاجتماعية وكذلك طرق مواجهه الأزمات الاقتصادية والمالية من خلال مراحل إدارة الأزمات و أساليب حل الأزمات وكيفيه التعامل معها بالطرق التقليدية والطرق غير التقليدية وإجراءات التصدي لهذه الأزمات من خلال تشكيل فريق عمل إدارة الأزمات الاقتصادية والتخطيط الاقتصادي كمتطلب أساسي والتنبؤ الوقائي والاعتماد على المراكز البحثية وكذلك كيفيه مواجهة وتقليل آثار الأزمات الاقتصادي والمالية .

المبحث الأول: الأدبيات النظرية للأزمات الاقتصادية والمالية

وصف فريدريك أنغلز الأزمة الاقتصادية وصفاً تقليدياً إذ قال: «تتوقف التجارة، وتزدحم الأسواق، وتتراكم البضائع بكميات هائلة لا طريق لبيعها، ويختفي النقد السائل (السيولة النقدية)، كما يختفي التسليف، ثم تتوقف المصانع، وتفقد جماهير العمال وسائل عيشها، لمجرد أنها كانت قد أنتجت الكثير من هذه الوسائل، بعد هذا تتالى الإفلاسات، كما تتالى عمليات البيع القسري. ويستمر هذا الانسداد القاسي سنوات طويلة، فتتدمر القوى المنتجة والمنتجات إجمالاً، حتى الوقت الذي تمتص فيه السوق فائض البضائع المتراكمة أي حتى الوقت الذي يستعيد فيه الإنتاج والتبادل مسيرتهما بالتدرج (التميمي، 2004)

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمات الاقتصادية والمالية

أصبحت الأزمة الدورية المعاصرة ذات طبيعة مركبة، وبرز عدد من الأزمات العالمية منذ سبعينات القرن العشرين مثل: أزمة النظام النقدي الدولي، وأزمة الطاقة والخامات، وأزمة الدين الخارجي، وأزمة الغذاء وأزمة البيئة، وتشابكت هذه الأزمات الهيكلية لتؤلف الأزمة الدورية وتزيدها تعقيداً، وبات الخروج منها أصعب بكثير من ذي قبل. وتنعكس الأزمات الهيكلية بصفة خاصة في صورة بطالة هيكلية، وعجز هيكلية في الموازنات العامة، وميل إلى التضخم مع الركود

لا سبيل إلى فهم الأزمة الممتدة منذ السبعينات إلا في ضوء التغيرات الهيكلية الجارية في الاقتصاد الرأسمالي العالمي. فالظاهرة الهيكلية البارزة هي تشابك الأزمة الدورية مع الأزمات الهيكلية التي يبحث رأس المال الدولي عن مخرج منها عن طريق ترشيد الإنتاج على أساس منجزات الثورة العلمية والتقنية. ومن ثم تشابكت الظواهر ذات الطابع الدوري مع الأزمة الهيكلية الطويلة الأمد، ومع الركود في الفروع القاعدية للاقتصاد الرأسمالي. (أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، 2004)

الفرع الأول: الأزمات الاقتصادية والمالية

1 - تعريف الأزمة الاقتصادية

يُمكن تعريف الأزمة الاقتصادية بأنها حالة من الصعوبة التي تمرّ بها بلد أو مجتمع أو دول، نتيجة حالة غير اعتيادية من التطوّرات غير المتوقّعة في تشغيل النظام المالي ومكوّناته، ممّا يُؤثّر في الحالة الاقتصادية بشكل سلبي، كما تُعدّ الأزمة الاقتصادية نقطة مفصلية تُؤدّي إلى تحوّل الحالة الاقتصادية الجيدة والمستقرّة إلى حالة مُضطربة، وتحدث هذه الأزمة نتيجة خلل في التوازن

الاقتصادي ما بين الاستهلاك والإنتاج، وعلى مستوى الدول فإنّ الأزمة الاقتصادية تكون نتيجة لتداعيات سلبية في الهيكلة الاقتصادية والسياسية للدولة، ويُشار إلى أنّ مفهوم الأزمة الاقتصادية دخل لأدبيات العلوم الاجتماعية في ستينيات القرن الماضي. تنتج الأزمات الاقتصادية عن حالة عامّة من عدم الاستقرار الاقتصادي الكليّ في دولة ما، ممّا يؤدي إلى تسارع في حالة التدهور الاقتصادي يتجلّى في انخفاض الإنتاج، وإفلاس الشركات والأفراد، وارتفاع معدلات البطالة، والإضرار بعلاقات الإنتاج القائمة، وانهيار في سوق الأسهم، وأزمة صرافة للعملة، وبالتالي انخفاض مستويات المعيشة للسكان، وانخفاض الناتج القومي الإجمالي للدولة، وقد تقتصر الأزمة الاقتصادية على قطاع البنوك فقط، وقد تشمل قطاعات اقتصادية أخرى لتطال اقتصاد بلد أو منطقة بأكملها، وفي بعض الحالات تكون أزمة عالمية.

2 - مفهوم الأزمة المالية

تُعرف الأزمة المالية بأنها الحالة التي يزيد فيها طلب النقود مقارنة بعرضها، وهذا يعني أنّ السيولة المادية تتقلص بشكل ملحوظ بسبب سحب الأموال الموجودة في البنوك، ممّا يؤدي إلى بيع استثمارات أخرى بهدف تعويض النقص المادي، وممّا لا شكّ فيه أنّ العالم شهد أزمة مالية عالمية تمثّلت بمرور الأسواق والمستهلكين بأزمة اقتصادية خلال فترة معينة، مما أدّى إلى تقليل احتمالية نجاح الأعمال على اختلاف أنواعها بسبب نقصان نسبة المبيعات، وانتظار المستهلكين حتى يتحسن وضعهم الاقتصادي (إلياس بن ساسي، 2006)

3 - أنواع الأزمات المالية

يمكن تمييز ثلاثة أنواع من الأزمات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد الرأسمالي وهي: الأزمة الدورية، والأزمة الوسيطة، والأزمة الهيكلية.

أما الأزمة الدورية (أزمة فيض الإنتاج) التي تدعى أحياناً «الأزمة العامة» فتصيب تكرار الإنتاج، وتشمل كل عملية تكرار للإنتاج، أو الجوانب الرئيسة فيها: الإنتاج والتداول، الاستهلاك والتراكم. وهذا يعني أن الهزات التي تتولد عن الأزمة الدورية تكون أكثر عمقاً إذا ما ووزنت بغيرها من الأزمات (صافي، 2009).

أما الأزمة الوسيطة، فأقل اتساعاً وشمولاً، ولكنها مع ذلك تمس جوانب ومجالات كثيرة في الاقتصاد الوطني. وتحدث هذه الأزمات نتيجة لاختلالات وتناقضات جزئية في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي: فالأزمات الوسيطة لا يمكن أن تحمل طابعاً عالمياً على النحو الذي يميز الأزمات الدورية العالمية لفيض الإنتاج.

أما الأزمة الهيكلية، فتشمل في العادة مجالات معينة أو قطاعات كبيرة من الاقتصاد العالمي، منها، على سبيل المثال، أزمة الطاقة، وأزمة المواد الخام، وأزمة الغذاء، وغيرها. وإذا كانت الأزمة الهيكلية تقتصر على قطاع واحد من قطاعات الاقتصاد فإنه لا بد أن يكون قطاعاً مهماً، وأساسياً، كمصادر الطاقة، أو صناعة الحديد والصلب، أو أزمة الغذاء وما إلى ذلك. فالأزمات في الفروع الصغيرة، ولو استمرت مدة طويلة، لا يمكن أن تصبح أزمات دورية، لأنها لا تمس جميع جوانب الاقتصاد الأخرى وقطاعاتها. (موسى، 2005)

ويعتقد أغلب الاقتصاديين بضرورة التفريق بين الأزمات الدورية والوسيطية والهيكلية، مستندين في ذلك إلى عدد من المعايير، أهمها حتمية ظهورها في سياق الدورة الاقتصادية أو عدم حتمية ذلك، وكذلك عمق الأزمة وأثرها في الأطر الوطنية، ثم شمولها أو عدم شمولها كل قطاعات الاقتصاد الوطني.

إن كل أنواع الأزمات تعكس تناقضات واختلال توازن في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي، ولكن بأشكال مختلفة، ولها آثارها المختلفة في الاقتصاد العالمي. ففي الأزمات العامة الشاملة للسوق العالمية تبرز كل تناقضات الدولة والاقتصاد الرأسمالي وتفاعل فعل العاصفة داخل الدولة وخارجها، أما الأزمات الجزئية (الوسيطية) فتنتقل إلى خارج الدولة مشتتةً، منعزلةً، وحيدة الجانب.

وتشغل الأزمات الاقتصادية الهيكلية مكانة متميزة بين الأزمات الاقتصادية الملازمة للاقتصاد الرأسمالي. وقد تعرض الاقتصاد الرأسمالي إلى أزمات هيكلية خطيرة في مجال الطاقة والخامات وعانى نقصاً في إنتاج الغذاء. وكان لأزمة الطاقة في العامين 1974 - 1975 أكبر الأثر في الأزمة العالمية التي حدثت إبان هذه الحقبة والتي أعلنت قيام دورة جديدة من تراكم رأس المال. (محمود، 2009)

الفرع الثاني : الأزمة المالية العالمية 2008

الأزمة المالية العالمية 2007-2008 التي انفجرت في سبتمبر 2008، اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 م، ابتدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم ليشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام 2008 م إلى 19 بنكاً، كما توقع آنذاك المزيد من الانهيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها 8400 بنكاً.

1 - بوادرا الأزمة المالية

بدأت الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية في الظهور في عام 2008 عندما بدأت أزمة الرهن العقاري والتي تمثلت في عدم قدرة المواطنين الأمريكيين على سداد مديونيتهم للبنوك وشركات التمويل

وذلك نتيجة شراء المنازل و العقارات على آجال طويلة والاعتماد على منح قروض بمبالغ أعلى من قدرة المواطن الأمريكي على تحملها وسدادها ثم زيادة الفائدة على القروض وعدم قدرة المواطنين على تحملها، وبعدها جاء الانهيار في أسعار العقارات في الولايات المتحدة وتبعاً لها عدد من دول أوروبا. (شنتاوي، 2009)

وتورطت بنوك كثيرة في مشكلة مديونيات الرهن العقاري نتيجة تمويلها تلك القروض أو شرائها لسندات الدين المرهونة بها. وتعتمد مصارف الأعمال على المصارف الأخرى.

لإعادة تمويلها. وفي حال وقوع أزمة ترفض المصارف إقراض بعضها البعض ومن ثم تكون هذه المصارف معرضة بصورة خاصة للآزمة التي يطلق عليها تعبير "أزمة السيولة (رضوان، المشتقات المالية ودورها في \غدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، 2005)

وتأزم الوضع عندما بدأت البنوك والمؤسسات المالية تفقد الثقة في بعضها البعض ولم يعد أحد منها يصدق ما يعلنه الآخر عن وضعه المالي والمحاسبي وأصبح هناك شك بأن هناك ديون معدومة مخفية فتوقفت البنوك عن إقراض بعضها كما أصبح الاقتراض من الأسواق الثانوية في غاية الصعوبة خوفاً من مخاطر غير متوقعة.

ومن هنا بدأت أزمة الائتمان البنكية والتي تتمثل في زيادة إصدار أدوات مالية مربوطة بتلك الديون وسندات الدين المرهونة وأوراق التأمين عليها وسندات الخزنة المشتراة مقابلها وزيادة إصدارات المشتقات المالية والأدوات المالية المرتبطة بها، ولم تفلح كل المحاولات في القضاء على تلك الأزمة كضخ الأموال لزيادة السيولة، أو الشراء من قبل الحكومات لبعض المؤسسات المالية المنهارة، وكذلك محاولات تسهيل الإقراض ولو من البنوك المركزية كي تعود حركة السيولة بين البنوك (خطيب، 2008)

2 - آلية التحول إلى أزمة سيولة ثم إلى أزمة عدم القدرة على السداد

تتجلى تداعيات الأزمة المالية العالمية بالاعتماد على ثلاثة عوامل يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، وتصب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الإقتصادية الأمريكية، ويمكن تحليل هذه العوامل وفق ما يلي:

العامل الأول والأساسي هو ظهور بؤادر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية. (السيسي، 2003)

- أما العامل الثاني فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها الخسارة.

- وفيما يتعلق بالعامل الثالث فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، وهبطت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية سبع مرات بنسب عالية. وفي كل مرة يتراجع. سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة، وهذا التراجع يعني خسارة للاستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها وتحدث هذه الخسارة أيضا وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار كما هو حال غالبية أقطار مجلس التعاون الخليجي، وعلى هذا الأساس فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب استثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا (الموسوي، 2003).

3- الاقتصاد العالمي والأزمة المالية 2008

تعد الأزمة المالية العالمية التي عصفت في الاقتصاد العالمي منذ ابريل عام 2007 وتجلت بشكل واضح في عام 2008 ، من اعنف الأزمات (الاقتصادية - المالية) (أندراوس، 2005) العالمية منذ أزمة الكساد الكبير (1929-1933) ، وتأتي خطورة وشدة هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يؤثر بشكل واضح في حركة الاقتصاد العالمي . فهو الاقتصاد الأكبر في العالم بحجم يبلغ (14) تريليون دولار، وتشكل التجارة فيه أكثر من (10%) من إجمالي التجارة العالمية، هذا بالإضافة إلى أن الدولار الأمريكي يشكل ما لا يقل عن (60%) من السيولة الدولية . وبخصوص الأزمة المالية العالمية المعاصرة ، فان الدراسات الاقتصادية والمالية التي تناولت جذورها وأسبابها وتداعياتها أوضحت أن هذه الأزمة نتجت أساسا عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة وقد تفجرت الأزمة المالية في الاقتصاد الأمريكي عندما حصل عجز كبير في سيولة البنوك التجارية ومؤسسات الإقراض المالية فيما اثر ازدهار سوق

القروض العقارية واستمرار التوسع في عمليات الإقراض في أسواق العقارات طيلة السنوات السابقة، بغض النظر عن الموقف المالي للمقترض، والتساهل في المطالبة بضمانات كافية للجهة المانحة للقروض سواء كانت بنوك تجارية أم مؤسسات اقراضية. (النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي ، 2009)

وقد بدأت الأزمة عندما انخفضت أسعار العقارات بشكل حاد في النصف الأول من عام 2007، وتعرثر المقترضين وامتناعهم عن السداد، ولاسيما القروض الممنوحة في رهونات وضمانات غير كافية، مما جعل الأسواق المالية الدولية، وبخاصة الأمريكية منها، تعاني من صعوبات وتعثرات في تسديد الالتزامات المالية ومستحققاتها، بالإضافة إلى انتشار حالة اللايقين التي ساعدت في زيادة طلب سحب الودائع من قبل المودعين بسبب التخوف من حدوث أزمة سيولة. أما السبب الأخر في تفاقم الأزمة فهو طريقة بيع العقارات أو ما تسمى بطريقة التوريق التي تعتمد آلية سندات رهون عقارية بفوائد يتم بيعها في الأسواق المالية العالمية ، الأمر الذي أربك القطاع المصرفي الأمريكي والعالمي ، حيث تراجعت أقيام المحافظ الاستثمارية لدى البنوك العالمية، مثل بنك سيتي كروب، وبي ان بي باريا (BNB) الفرنسي. وبشكل عام، تعددت الاجتهادات والآراء والتفسيرات فيما يتعلق بأسباب انفجار الأزمة المالية العالمية ، وقد ركزت في الجوانب الآتية: (الشرقاوي، 2005)

أ - أخطاء السياسات الاقتصادية على مستوى الدول العظمى والكبرى والمؤسسات المالية الدولية، وتحديدأ فيما يتعلق بتوافق المتغيرات الكلية .

ب - تذبذب نشاط المضاربين الكبار في الأسواق المالية، وضعف أداء البنوك والمؤسسات المالية.

ج - اثر العولمة المالية في توفير البيئة والمستلزمات لتفجر الأزمة المالية، ذلك ان العولمة المالية هي عملية متعددة الإبعاد، ويمكن تصوير تلك الأبعاد في مظاهر عدة، منها النمو الفلكي لتدفقات الاستثمارات غير المباشرة أو استثمارات الحافظة ، والزيادة السريعة في معاملات الأوراق المالية عبر الحدود، ونمو التعامل في أسواق العملات العالمية بوتيرة أسرع كثيرا من نمو التجارة الدولية.

د - الارتباط المتزايد بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق الصاعدة، ومؤشر (نازدك) الذي هو مؤشر أسعار أسهم شركات التكنولوجيا المتقدمة في الولايات المتحدة والذي يزداد قوة مع الوقت.

هـ - تزايد التعاملات في (المشتقات)، وتكمن أهمية المشتقات وبخاصة ما يسمى بالعقود المستقبلية والخيارات في إنها تتداول طبقا لما يعرف (التعامل بالهامش) ، الذي ينتج عنه ما يسمى الرافعة المالية ، التي

تكمّن خطورتها في انه بقدر يسير من رأس المال المملوك يمكن السيطرة على أضعاف مضاعفة من رأس المال (عبد الله الطاهر، 2006)

و - إن البرامج التي ترعاها المؤسسات الدولية، بقيادة صندوق النقد الدولي تنطوي على غبن شديد في توزيع تكلفة الأزمة، ذلك أن العبء الأكبر يقع على عاتق الدول المتلقية للأموال. أما الجهات الدائنة (بنوك ومؤسسات مالية) فهي لا تساهم إلا في تحمل جزء من تكلفة الأزمة، على الرغم من دورها في نشأتها. (عبد الله الطاهر، 2006)

المطلب الثاني: ماهية سياسة التيسير الكمي

الفرع الأول: السياسة النقدية غير التقليدية

1 - مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

تعريف السياسة النقدية غير التقليدية: لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير التقليدية، حيث لم تعرف حتى الآن سوى من جانبيين جانب المستهدفات، وجانب الأدوات الوسائل المستخدمة في مثل هذه السياسات؛ وعليه يمكن تعريف السياسة النقدية من هذين الجانبين، وهما: (الحميد، 2009)

من جانب الأدوات المستخدمة: عُرفت بأنها سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز وتسهيلات ائتمانية و تيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية. (أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، 2004)

أما من جانب المستهدفات فإنها مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة، ومن هذا التعريف نجد أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد (نمو، تشغيل...).

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 ولا مجازفة، وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد .

2 - نشأة وتحليل تطور مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

اقترن مصطلح السياسة النقدية غير التقليدية بالأزمات المالية العالمية هذا ما يعني أنها سياسة استثنائية ومؤقتة تنتهي بانتهاء الأزمة، لذا سنتطرق في هذا الفرع لنشأة السياسة النقدية غير التقليدية وإلى مفهومها.

تعود نشأة السياسة النقدية غير التقليدية من خلال أداة التيسير الكمي إلى أزمة الكساد العالمي 1929-1933 حين تم تطبيقها لأول مرة سنة 1932 من قبل الرئيس الأمريكي روزفلت، أين تم اللجوء لطبع كتلة نقدية ليس لها مقابل في جانب الخصوم في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، من أجل وضعها في الاقتصاد الأمريكي كإجراء من شأنه أن يعد من أزمة الذعر التي شهدتها المصارف الأمريكية نتيجة السحب المفرط للودائع من طرف الأعوان الاقتصاديين، لتعاود تطبيقها مرة ثانية سنة 1961 يشكل "عملية تويست" (الحميد، 2009) إلا أن ما ميز عملية التيسير الكمي آنذاك أنه تم تطبيقها دون وجود الخلفية نظرية فكرية أو اقتصادية، حيث تزامنت مع بداية التحلي على النظام النقدي الصرف بالذهب بداية 1932 (إلياس بن ساسي، 2006)، والتحول نحو نظام الإصدار الخمر الذي يستوجب غطاء للكتلة النقدية وليس له حدود في الإصدار النقدي الورقي إن استخدام التيسير الكمي بعد رجوعا أو تفعيلاً لنظرية فريدمان التي كانت سائدة في الثمانينات حيث نصت أنه على الحكومة أن تتحكم في كمية النقد المتداول من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومنع التضخم المفرط أو الانكماش، وتشير هذه النظرية إلى أن هناك علاقة بين الأساس النقدي والودائع المصرفية حيث أن زيادة القاعدة النقدية يمكن أن يؤدي إلى زيادة الائتمان المقدم من البنوك إلى الشركات والأسر. (موسى، 2005)

وعليه يمكن أن يشكل فخ السيولة الأساس المفاهيمي للتيسير الكمي حيث إن تخفيض الفائدة الاسمية إلى مستوى قريب من الصفر مع انخفاض التضخم المستويات سالية يؤدي إلى عدم السيطرة على الفائدة الحقيقية مما يجعل السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. ومن الجانب العملي كانت تجربة اليابان أول تجربة عملية للسياسة النقدية غير التقليدية وكان ذلك على فترتين: الأولى بدءاً من سنة 1991 إلى 1995 عن

طريق استخدام أداة سعر الفائدة الصفرية وهي التجربة التي فتحت المجال أمام كل من الاقتصاديين الدكتور ريتشارد فيرنر أستاذ العمليات المصرفية الدولية في كلية الإدارة بجامعة ساوثهامبتون (المملكة المتحدة) الذي صاغ لأول مرة عبارة التيسير الكمي سنة 1994 وهذا خلال العروض التقديمية لمستثمري المؤسسات في طوكيو، كما اقترح أن يقوم البنك المركزي بالشراء المباشر للأصول للمتعثرة من البنوك والاقراض المباشر للشركات والحكومة وشراء سند الإذن التجاري والديون الأخرى وأدوات حقوق الملكية من الشركات والتوقف عن إصدار سندات حكومية لتمويل متطلبات اقتراض القطاع العام، وكل من Paul Krugman و Athanasios Orphanides التحليل أثر السياسة النقدية في ظل معدلات فائدة منخفضة كتمهيد لدراسة السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أعتبر كروغمان " من الأوائل الذي تطرقوا للسياسة النقدية غير التقليدية من خلال تحليله للاقتصاد الياباني الذي وقع في مصيدة السيولة في سنوات التسعينات، أين أقر بإمكانية استخدام سياسة نقدية غير تقليدية في ظل مصيدة السهولة من خلال تطبيق. (حسين، 2008)

3 - تحديات أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من التحرير المالي المتزايد، وتحرير حركة السلع والخدمات وتطور الابتكارات المالية، وظهور ممارسات مالية جديدة، إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة عن تلك التي سادت قبل تسعينات القرن الماضي، كما أن تزامن ظهور هذه الأزمات مع تبني عدد كبير من البنوك المركزية لسياسة نقدية توسعية قائمة على نظرية المصادقية قد أدى إلى عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن معالجة الأزمات المالية. (المومني، 2009)

تعد أداة معدل الفائدة أبرز الأدوات التقليدية التي تستعملها البنوك المركزية في فترات الأزمات المالية، إلا أنها واجهت فشلا ذريعا خلال الأزمة المالية العالمية 2007-2008 حيث لم تستطع غالبية البنوك المركزية استعمالها بشكل فعال كونها كانت عند حدها الأدنى، وقد أسفر الوضع السابق عن عجز البنوك المركزية على إجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة، وحتم عليها استعمال أدوات حديثة يطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

أ* أداة التيسير الكمي (Quantitative easing):

يدل مصطلح التيسير الكمي على أحد أدوات السياسة النقدية التي يطلق عليها تسمية غير التقليدية، والتي يمكن للبنوك المركزية أن تستعملها في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمات المالية الكبرى، وينبع الطابع غير التقليدي لهذه الأدوات عن عدم تمكن البنوك المركزية من استعمال أدواتها التقليدية المتمثلة أساسا في أداة معدل الفائدة التي بدورها تؤثر على معدل الخصم أو معدلات ما بين البنوك، وأداة الاحتياطي الإجباري، وأداة السوق المفتوحة التي تهدف إلى التحكم في الكتلة النقدية. (النجار ف.، 1999)

يتم استعمال أداة التيسير الكمي إذن لما يكون معدل الفائدة قصير الأجل قريب من الصفر ولما تطول حالة الانكماش، ولهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة، ويقوم ميكانيزم التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي حيث يقتني هذا الأخير أصول مختلفة قد تشمل أصول قليلة المخاطر كسندات الخزينة أو أصول أخرى أكثر خطرا كديون الوكالات (dettes d'agences) والسندات المدعومة بأصول (ABS) مثل سندات الرهن العقاري (MBS).

شكلت الإجراءات غير التقليدية التي اتخذها بنك اليابان بين عامي 2001 و 2006 أول حالة تستعمل فيها أداة التيسير الكمي، وتم بعد ذلك خلال الأزمة المالية 2008 استعمال أشكال من ، أداة التيسير الكمي من طرف عدة بنوك مركزية على غرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED)، البنك المركزي الأوروبي (BCE) بنك إنجلترا (BOE)، بنك اليابان (BOJ) مرة مختلفة أخرى. (الشواورة، 2008) يعتبر التيسير الكمي أداة مشابهة لأداة إصدار النقود (Planche a billet)، إلا أنها أكثر تطورا منها في إجراءات تنفيذها، وهي تركز على عاملين أساسيين:

✓ توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد.

✓ زيادة احتياطات القطاع البنكي.

يعتبر العامل الأول في حالة الأزمات المالية عاملا جوهريا حيث تستطيع البنوك المركزية بتحقيقه تجنب الكساد (la deflation) في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الإقراض مجددا لاحظنا خلال أزمة الرهن العقاري توقف شبه كلي للبنوك عن الإقراض بسبب افتقارها للاحتياطات من جهة وبسبب حالة التخوف العام اتجاه كل المقترضين من جهة أخرى. (الناقلي، 2009)

ب* أداة التيسير النوعي (credit easing/CE):

يدل مصطلح التيسير النوعي على شكل آخر من أشكال التيسير، فمن الاقتصاديين من يصنف أداة التيسير النوعي على أنها حالة خاصة لأداة التيسير الكمي.

يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلا عن التركيز على زيادة قاعدته النقدية، إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم خاصة أو عمومية على المؤسسات المالية أو مباشرة على المؤسسات غير المالية (ANF)، الأمر الذي يؤدي تلقائيا إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيوليات"، وتهدف عمليات الشراء السابقة إلى رفع أسعار الأصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتنشيط الاقتصاد، كما تهدف أيضا أداة التيسير النوعي إلى تخفيض علاوات المخاطر ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات. (مطر، 2006)

لأداة التيسير النوعي نقطة إيجابية أساسية تتمثل في التحكم المباشر للبنوك المركزية في عمليات صنع السيولة، حيث يتم توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة، وتحد من احتمال ظهور فقاعات مضاربة من جهة أخرى، وبالرغم من تأدية أداة التيسير النوعي لدور فعال في تنشيط الاقتصاد إلا أنها تبقى صعبة التطبيق وخطيرة في نفس الوقت. حتى وإن اشترطت البنوك المركزية ضمانات كافية فإنها في غالب الأحيان تجد بحوزتها أوراق أكثر خطورة عن تلك التي كانت بحوزتها في حالة استخدام التيسير الكمي (QE)، كما تدفع أداة التيسير النوعي البنك المركزي إلى القيام بتيسير التمويل حيث يسر من موقفه اتجاه علاوات المخاطر المطلوبة واتجاه التقدير الخاطئ للخسائر المتعلقة بالأوراق الممولة. (الداغر، 2005)

بالرغم من أن أداة التيسير النوعي ستسمح ببعث الطلب على السيولة من خلال تخفيض العلاوات المفروضة، إلا أن تطبيقها يشترط أن يكون عرض القروض غير كافيا كما هو الحال بالنسبة لأداة التيسير الكمي (QE)، إذ تكون هذه الأداة غير فعالة إذا كانت احتياجات التمويل منعدمة. تعتبر أداة التيسير الكمي فعالة فيما يتعلق بإعادة الثقة إلى البنوك التي عادة ما تكون أكبر المتضررين من الأزمات المالية، في حين تبدو فعالية أداة التيسير النوعي محدودة لما يكون هناك طلب مباشر للسيولة من طرف الشركات والمؤسسات المالية عبر إصدار أسهم أو سندات.

ج* أداة إستراتيجية توجيه استباقات المتعاملين (Forward guidance):

أمام تأزم الوضع عام 2008 في السوق المالي وفي سوق ما بين البنوك قامت غالبية البنوك المركزية بخفض معدلات فائدها الرئيسية، إلا أن هذه الأخيرة سرعان ما اقتربت من حدها الأدنى أي الصفر ومنها حتى من بلغه، حيث كان يفترض أن تصبح معدلات الفائدة سلبية في ظل الأوضاع الكارثية التي كانت سائدة لو تم تطبيق قاعدة "تايلور" التقليدية". (محمود، 2009)

تحد البنوك المركزية نفسها مجبرة على اتخاذ إجراءات غير تقليدية لتجاوز مصيدة السيولة التي وقعت فيها، حيث قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) تحت قيادة رئيسه آنذاك " Ben Bernanke " بشراء أوراق طويلة الأجل تزامنا مع بيعه لأوراق قصيرة الأجل بغية خفض معدل الفائدة طويل الأجل، وقد أطلق على هذا الإجراء عملية TWIST، وبالتوازي مع الإجراء السابق قام ال FED بتبني إجراء ال Forward guidance الذي سعى من خلاله إلى التأثير في الإستباقات داخل الأسواق. (شنتاوي، 2009)

ترى النظريات الماكرو اقتصادية المعاصرة التي ساهم في وضعها الاقتصادي " Ben Bernanke " بأن لإستباقات المتعاملين (خاصة تلك التي تتعلق بالوجهة المستقبلية للسياسة النقدية) دور رئيسي في تحديد أثر قرارات السلطة النقدية على الاقتصاد، ويرى الاقتصادي "Woodford Michael" (وودفورد، ولد في 12 يونيو 1960) بأن الطلب الكلي لا يعتمد فقط على معدلات الفائدة السائدة قصيرة الأجل وإنما يعتمد على معدلات الفائدة المستقبلية طويلة الأجل التي تعتمد على معدلات الفائدة المستقبلية قصيرة الأجل.

حتى وإن تواجدت معدلات الفائدة عند حدها الأدنى وكانت ستضل في هذا المستوى لعدة ثلاثيات أخرى فإن رد فعل المتعاملين لن يكون متماثلا أمام الإعلان عن تثبيت معدلات الفائدة عند مستوى معين، ويعود ذلك إلى الإستباقات التي قام بها العملاء بناءً على القياسات المستقبلية للسلطات النقدية، كما يكون لهذه الإستباقات أهمية أكبر في حالة مصيدة السيولة، فإذا استبق العملاء بقاء معدلات الفائدة الاسمية ثابتة خلال عدة ثلاثيات لاحقة فإنه سيكون للإستباقات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية بعد هذه المرحلة أثرا هاما على المرحلة الجارية، ويمكن للسياسة النقدية أن ترفع من درجة فعاليتها إذا أعلنت البنوك المركزية الأسواق بإجراءاتها المستقبلية (حتى تلك التي تعتم اتخاذها خلال الفترة التي تلي الاجتماع القادم محافظي البنوك المركزية)، وعليه يمكننا القول بأن أداة توجيه استباقات المتعاملين تركز على إرسال إشارات إلى الأسواق

لإعلامهم بالوجهة المحتملة التي ستسلكها معدلات الفائدة في المستقبل. (رضوان، المشتقات المالية ودورها في إغدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، 2005).

وترى نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد بأن استباق المتعاملين لارتفاع الدخل الحقيقي وارتفاع المستوى العام للأسعار في الفترة المستقبلية سيؤدي إلى تحفيزهم على رفع في الحال إنفاقهم الحقيقي، ما من شأنه أن يترجم أنيا إلى ضغوط تضخمية، فإذا كان البنك المركزي يسعى إلى تحقيق معدل معين للتضخم فإن معدلات الفائدة قصيرة الأجل سترتفع، مما سيؤدي إلى احتواء ارتفاع الإنفاق ويكبح ارتفاع الأسعار، أما إذا ضلت أسعار الفائدة الاسمية ثابتة فإن ارتفاع الإنفاق سيكون أكبر، الأمر الذي من شأنه لا سيما في حالة الانكماش أن يسمح للسلطات النقدية بتحفيز النشاط الاقتصادي. يرى الاقتصادي "Woodford" بأن أهمية أداة الـ Forward guidance تبرز من خلال العاملين التاليين العامل الأول متعلق بإمكانية عدم تشخيص العملاء لنوايا البنك المركزي، حيث يشكل الوضع السابق مشكلا حقيقيا إذا أجبر مستوى الصفر البنوك المركزية الحفاظ على سياسة نقدية أكثر تشددا من تلك التي كانت ترغب في تطبيقها، وإذا حاولت البنوك المركزية إقناع المتعاملين بأن السياسة النقدية ستكون أكثر مرونة عما تفرضه الظروف الاقتصادية، وهذا عندما لا ي يصبح مستوى الحد الأدنى (الصفر) عائقا فإذا قامت البنوك المركزية بتوضيح قراراتها ووعدت بتبني سياسة أكثر مرونة في المستقبل فإن المستوى الجد مرتفع للمعدلات الحقيقية خلال الفترة الحالية سيكون أقل ضررا على النشاط الاقتصادي في المدى القصير. (خطيب، 2008)

العامل الثاني هو أن أداة الـ Forward guidance تجبر السلطات النقدية على الالتزام بتنفيذ قراراتها الأمر الذي من شأنه أن يحسن من مصداقيته ومن صحة الإستباقيات، إذ حاولت العديد من البنوك المركزية في الدول المتقدمة منذ ثمانينات القرن الماضي تحسين مستوى شفافيته، وقد كان بنك نيوزلندا المركزي أول من انتهج طريقة تحديد هدف معين للتضخم وأول من استعمل أداة الـ Forward guidance (كان ذلك عام 1997 حيث تم الإعلان عن مستقبل معدلات الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر اللاحقة).

تبنت بعد ذلك عدة بنوك مركزية أخرى أداة الـ Forward guidance على غرار البنك المركزي السويدي (السيسي، 2003) عام 2007، البنك المركزي التشيكي 2008، البنك المركزي النرويجي عام 2009، وهذا بعد أن اقتنعت هذه الأخيرة بمختلف الدراسات التي تناولت هذه الأداة، أما فيما يخص الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) فقد تبني ضمنا هذه الأداة بين شهر أوت 2003 وشهر ديسمبر 2005، ليعاود استعمالها ضمنا عام 2008 ثم يستعملها صراحة ابتداء من شهر أوت 2011، كما أن التصريح الذي أدلى به " Ben

Bernanke بتاريخ 13 سبتمبر 2012 الذي قال فيه بأن الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) لن يرفع معدلات فائدته قبل عام 2015 يندرج ضمن هذه الإستراتيجية الهادفة إلى ترسيخ الإستباقيات. (الموسوي، 2003)

يرى الاقتصادي "Woodford" (2012) بأن التزامات البنك المركزي ستكون فعالة لأنها في ظل ظروف معينة يمكن أن تؤثر على الأسواق السوق المالي خاصة بالشكل الذي يعكس التغيرات الواقعة في الاعتقادات السائدة حول الوجة المستقبلية لمعدلات الفائدة نحو تلك المعلن عليها، حيث ستؤدي التزامات البنك المركزي لا سيما إذا كانت تتمتع بدرجة عالية من المصدقية إلى تراجع معدلات الفائدة طويلة الأجل ما سيؤدي إلى خفض تكلفة القروض وبالتالي سيتم إعادة بعث النشاط الاقتصادي بواسطة الاستثمار.

الفرع الثاني : سياسة التيسير الكمي

1 - مفهوم سياسة التيسير الكمي

هو إستراتيجية تستخدمها البنوك المركزية بهدف زيادة عرض الأموال في السوق المحلي وذلك في أوقات الأزمات والركود الاقتصادي. يكون تدخل البنوك المركزية بإصدار وطباعة أموال جديدة، هذه الأموال لا يتم تقويمها بالذهب، بمعنى أنه لا يتم الإحتفاظ بنفس مقدارها ذهب في البنك المركزي، وبذلك تكون قيمتها ثمن الورق والحبر الذي طُبعت به .

بعد طباعة وإصدار هذه الأموال الجديدة تستخدمها الدولة لشراء سندات الدين الحكومية وأصول أخرى من البنوك، وهذا الشكل يكون البنك المركزي قد ضخ أموالاً جديدة في البنوك. تقوم البنوك بعد ذلك بإقراض جزء من هذه الأموال للأفراد والمؤسسات، وينتج عن ذلك زيادة عرض الأموال في السوق المحلي وتشجيع الإنفاق والاستهلاك، وهذا يؤدي إلى تحسين الأوضاع الاقتصادية والتغلب على حالة الركود شيئاً فشيئاً.

تكون برامج التيسير الكمي أكثر فائدة عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة وقريبة من الصفر، فهذا سيشجع الأفراد والمؤسسات بالفعل على الإقتراض.

زيادة عرض الأموال في السوق وسهولة الحصول عليها بفوائد قليلة يشجع بدء مشاريع جديدة، الأمر الذي يعني خلق فرص عمل جديدة وتقليل معدلات البطالة، وهذا ما حصل بالفعل في الولايات المتحدة الأمريكية حين انخفضت معدلات البطالة من 9.9 في العام 2009 إلى 4.4 في العام 2017.

التييسير الكمي هو الملاذ الأخير لصناع السياسة النقدية اليائسين عندما تكون أسعار الفائدة قريبة من الصفر، لكن ومع ذلك الاقتصاد لا يزال متعثراً . (الشرقاوي، 2005)

2 - أهداف سياسة التيسير الكمي

أهداف التيسير الكمي متعددة الأوجه ومعقدة. التيسير الكمي، المعروف أيضاً باسم التيسير الكمي، هو أداة للسياسة النقدية تستخدمها البنوك المركزية لزيادة المعروض النقدي وتحفيز النمو الاقتصادي. الأهداف الأساسية للتيسير الكمي هي خفض أسعار الفائدة، وتعزيز الإقراض، وزيادة الإنفاق الاستهلاكي. ومع ذلك، هناك أهداف إضافية تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقها من خلال التيسير الكمي، بما في ذلك استقرار الأسواق المالية، وزيادة التضخم، والحد من الضغوط الانكماشية (عبد الله الطاهر، 2006) .

أ- خفض أسعار الفائدة: أحد الأهداف الأساسية للتيسير الكمي هو خفض أسعار الفائدة. ومن خلال شراء السندات الحكومية والأوراق المالية الأخرى، تعمل البنوك المركزية على زيادة الطلب على هذه الأصول. ومع زيادة الطلب، يرتفع سعر هذه الأصول، وتنخفض عائداتها. وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة للمقترضين، مما يسهل على الشركات والمستهلكين الحصول على الائتمان. وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الاستثمار والإنفاق، مما يمكن أن يساعد في تحفيز النمو الاقتصادي.

ب- تعزيز الإقراض: الهدف الآخر للتيسير الكمي هو تعزيز الإقراض. ومن خلال زيادة المعروض النقدي، تهدف البنوك المركزية إلى زيادة حجم الائتمان المتاح للشركات والمستهلكين. ويمكن أن يساعد ذلك في تحفيز الاستثمار والإنفاق، مما قد يؤدي إلى زيادة النشاط الاقتصادي وخلق فرص العمل (عبد الله الطاهر، 2006)

ج- زيادة الإنفاق الاستهلاكي: يمكن أن يساعد التيسير الكمي أيضاً على زيادة الإنفاق الاستهلاكي. ومن خلال خفض أسعار الفائدة وزيادة توافر الائتمان، تهدف البنوك المركزية إلى تسهيل قيام المستهلكين باقتراض الأموال للإنفاق على السلع والخدمات. وهذا يمكن أن يساعد في تعزيز الطلب على السلع والخدمات، مما قد يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.

د- استقرار الأسواق المالية: يمكن أيضاً استخدام التيسير الكمي لتحقيق الاستقرار في الأسواق المالية. خلال أوقات الأزمات الاقتصادية، قد تستخدم البنوك المركزية التيسير الكمي لضخ السيولة في النظام المالي،

مما يساعد على منع انهيار النظام المصرفي وضمان حصول الشركات والمستهلكين على الائتمان (عبد الله الطاهر، 2006)

هـ- زيادة التضخم: الهدف الآخر للتيسير الكمي هو زيادة التضخم. خلال فترات انخفاض التضخم أو الانكماش، قد تستخدم البنوك المركزية التيسير الكمي لزيادة المعروض النقدي وتحفيز الطلب، مما قد يساعد في رفع الأسعار. وقد يكون هذا مهماً للحفاظ على استقرار الأسعار وتجنب خطر الانكماش، الذي قد يضر بالاقتصاد.

و- الحد من الضغوط الانكماشية: وأخيراً، يمكن استخدام التيسير الكمي للحد من الضغوط الانكماشية. خلال فترات الانكماش الاقتصادي أو الركود، قد تنخفض الأسعار مع انخفاض الطلب على السلع والخدمات. وهذا يمكن أن يؤدي إلى حلقة مفرغة من انخفاض الطلب وانخفاض الأسعار، والتي قد يكون من الصعب كسرها. ومن خلال زيادة المعروض النقدي وتحفيز الطلب، يمكن للبنوك المركزية أن تساعد في عكس هذه الدورة ومنع الانكماش من السيطرة (عبد الله الطاهر، 2006)

وبشكل عام، فإن أهداف التيسير الكمي معقدة ومتعددة الأوجه. وفي حين أن الهدف الأساسي هو تحفيز النمو الاقتصادي، فقد تستخدم البنوك المركزية أيضاً التيسير الكمي لتحقيق الاستقرار في الأسواق المالية، وزيادة التضخم، والحد من الضغوط الانكماشية. وتظل فعالية التيسير الكمي في تحقيق هذه الأهداف موضع نقاش، حيث يزعم بعض الاقتصاديين أن التيسير الكمي من الممكن أن يكون أداة قوية لتحفيز النمو، في حين يشكك آخرون في فعاليته. وفي نهاية المطاف، فإن نجاح التيسير الكمي في تحقيق أهدافه سوف يعتمد على مجموعة متنوعة من العوامل، بما في ذلك حالة الاقتصاد، وفعالية أدوات السياسة الأخرى، والتصرفات التي تتخذها الجهات الفاعلة الأخرى في الاقتصاد العالمي.

3 - أهم مقاربات وفروقات سياسة التيسير الكمي

التيسير الكمي (QE) هو أداة السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية لتحفيز النمو الاقتصادي والحفاظ على استقرار الأسعار. ومع ذلك، فإن آثار التيسير الكمي على الاقتصاد والأسواق المالية غالباً ما تتم مناقشتها بين الاقتصاديين وصانعي السياسات. ويزعم البعض أن التيسير الكمي له آثار إيجابية، في حين يعتقد آخرون أن له عواقب سلبية. في هذا القسم، سوف نستكشف آثار التيسير الكمي على الاقتصاد والأسواق المالية ونقدم رؤى من وجهات نظر مختلفة. (عطون، 2000)

أ. زيادة عرض النقود

أحد الآثار الرئيسية للتيسير الكمي هو زيادة المعروض النقدي. تقوم البنوك المركزية بشراء السندات الحكومية أو الأصول الأخرى من البنوك، مما يزيد من احتياطيات البنوك. وهذا بدوره يسمح للبنوك بإقراض المزيد من الأموال للأفراد والشركات، مما يزيد من المعروض النقدي في الاقتصاد. يمكن أن تؤدي الزيادة في المعروض النقدي إلى ارتفاع التضخم، ولهذا السبب تستخدم البنوك المركزية في كثير من الأحيان التيسير الكمي لمكافحة الانكماش.

ب. انخفاض أسعار الفائدة

ومن الآثار الأخرى للتيسير الكمي انخفاض أسعار الفائدة. ومع قيام البنوك المركزية بزيادة الطلب على السندات الحكومية أو الأصول الأخرى، يرتفع سعر تلك الأصول، وينخفض عائدها. وهذا يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، مما يجعل الاقتراض أرخص للأفراد والشركات. يمكن أن يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى تحفيز النمو الاقتصادي من خلال تشجيع الاستثمار والاستهلاك. (النايلسي، 2009)

ج. تعزيز أسعار الأصول

يمكن أن يؤدي التيسير الكمي أيضاً إلى تعزيز أسعار الأصول، مثل الأسهم والعقارات. ومع قيام البنوك المركزية بشراء الأصول، يزداد الطلب على تلك الأصول، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. وهذا يمكن أن يخلق تأثير الثروة، حيث يشعر الأفراد بأنهم أكثر ثراءً وينفقون المزيد من المال، مما يمكن أن يحفز النمو الاقتصادي. (الكفري، 2008)

د. انخفاض قيمة العملة

أحد الآثار السلبية المحتملة للتيسير الكمي هو انخفاض قيمة العملة. ومع قيام البنوك المركزية بزيادة المعروض النقدي، يمكن أن تنخفض قيمة العملة مقارنة بالعملات الأخرى. وهذا يمكن أن يجعل الصادرات أرخص وأكثر قدرة على المنافسة، ولكنه يمكن أن يؤدي أيضاً إلى ارتفاع أسعار الواردات، مما قد يؤدي إلى زيادة التضخم. (النجار ف.، 1999)

هـ. التوزيع غير العادل للثروة

ومن الآثار السلبية المحتملة الأخرى للتيسير الكمي التوزيع غير العادل للثروة. ويمكن أن يفيد التيسير الكمي أصحاب الأصول، مثل أولئك الذين يمتلكون الأسهم أو العقارات، ولكنه يمكن أن يضر أيضاً بالمدخرين الذين يعتمدون على دخل الفوائد. وهذا يمكن أن يؤدي إلى تفاقم عدم المساواة في الدخل وخلق توترات اجتماعية وسياسية. (هندي، 2002)

وبشكل عام، فإن تأثيرات التيسير الكمي على الاقتصاد والأسواق المالية معقدة ومتعددة الأوجه. وفي حين أن التيسير الكمي يمكن أن يحفز النمو الاقتصادي ويحافظ على استقرار الأسعار، فإنه يمكن أن يكون له أيضاً عواقب سلبية، مثل انخفاض قيمة العملة والتوزيع غير العادل للثروة. ويتعين على صناع السياسات أن يدرسوا بعناية الفوائد والعيوب المحتملة للتيسير الكمي عند تنفيذ السياسة النقدية.

المبحث الثاني : علاج الأزمات الاقتصادية من خلال السياسة النقدية غير التقليدية

اقترن مصطلح السياسة النقدية غير التقليدية بالأزمات المالية العالمية هذا ما يعني أنها سياسة استثنائية ومؤقتة تنتهي بانتهاء الأزمة , و تعرف على أنها سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات من خلال تنفيذ مجموعة من الأدوات متمثلة في :دعم ائتماني معزز، تسهيلات ائتمانية، تيسيرات كمية، وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية، وكل ذلك بهدف حماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية . كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على :أنها قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عمليات الائتمان، مع سهولة (حصوله على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود وذلك بهدف تحفيز الاقتصاد .

وعليه فمن خلال التعريفات السابقة يمكن أن نستنتج بأنه أطلق على السياسة النقدية غير التقليدية لأنها اعتمدت على أدوات مستحدثة غير مسبوقة من خلال تطبيق البنوك المركزية لتدابير نقدية توسعية مكنتها من القيام بعملية الوساطة المالية وبالتالي تمويلها للاقتصاد بشكل مباشر، وهو الأمر غير الاعتيادي إذ يجب أن يكون فقط في ظروف استثنائية ولمدة محدودة. فهذه التدابير الاستثنائية تعتبر من جهة استمرار للسياسة النقدية التقليدية لكن بأدوات غير تقليدية، كما يمكن أن تكون كبديل ظرفي لها حالة فشلها في حل المشاكل الاقتصادية من جهة ثانية (عادل، 2021).

المطلب الأول: دور السياسة النقدية في علاج الفجوتين التضخمية والانكماشية

كان لتأثير السياسة النقدية على الاقتصاد ونشاطاته المختلفة من المواضيع المهمة التي يدور حولها الجدل المستمر. فبسبب الصدمات الاقتصادية التي شهدتها العالم . برزت مشاكل اقتصادية عديدة مثل الكساد وتفاقم حدة البطالة والتضخم وغيرها. مما شجع على ظهور سياسات وأفكار اقتصادية جديدة وأهمها السياسة النقدية.

وتهدف السياسات النقدية لتحقيق أهداف مختلفة بحسب وضع الدولة:

1. ففي الدول المتقدمة يكون الهدف هو تحقيق الاستقرار النقدي وخفض معدلات التضخم.
2. أما في الدول النامية فتهدف إلى تحقيق النمو الاقتصادي، والحفاظ على الاستقرار النقدي، وخفض معدلات البطالة. وإيجاد نوع من الاستقرار في سعر صرف العملات
3. تحقيق الاستقرار السعري والمالي وزيادة مستويات التشغيل ورفع معدلات النمو الاقتصادي إذاً يمكننا القول أن السياسة النقدية تعني القرارات والإجراءات التي تقوم بها الدولة عند إدارة عمليات التوسع والانكماش في حجم النقود المتداولة في السوق والتحكم في كميات المعروض منها. والهدف من ذلك هو التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية المختلفة سواء الادخار أو الاستهلاك أو القوة العاملة.... الخ.
4. تؤثر السياسة النقدية على جميع جوانب الاقتصاد وكذلك أداء المنتج والأسواق المالية. ومن خلال هذه السياسات النقدية. تؤثر الدولة على النشاط الاقتصادي. وتحافظ على استقراره والحد من تأثير التقلبات الاقتصادية مثل التضخم أو الركود أو الكساد لتحقيق الأهداف الموضوعية والمنشودة .

السياسة النقدية الانكماشية

تسعى الدولة من خلالها إلى تخفيض التضخم، برفع أسعار الفائدة وزيادة سعر الخصم. وزيادة نسبة الاحتياطي القانوني والدخول في السوق المفتوحة كبائع، وبالتالي خفض عرض النقود.

السياسة النقدية التوسعية

تقوم السلطة النقدية عند وجود حالات الركود والبطالة بتخفيض أسعار الفائدة وخفض نسبة الاحتياطي القانوني، والدخول في السوق المفتوحة كمشتري للسندات والأوراق المالية، وبالتالي زيادة كميات النقد المعروضة (رتيبة، الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية، 2021).

كيفية علاج الفجوة التضخمية

يمكن علاج الفجوة التضخمية (السياسة النقدية الانكماشية) بكبح جماح التضخم. وتخفيض الطلب الكلي، كل ذلك من خلال أدوات السياسة المالية بتطبيق إحدى البدائل التالية:

- قيام الحكومة بتخفيض مستوى الانفاق العام.
- قيام الحكومة بزيادة الضرائب.
- قيام الحكومة بالجمع بين البديلين السابقين.

الغاية من استخدام السياسة النقدية الانكماشية

إن غاية استخدام السياسة النقدية الانكماشية هو تقليل التضخم. فضلاً عن إعادة الاقتصاد إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المحتمل. كما هو موضح في المخططات السابقة حيث تم توضيح التغيرات في الطلب الكلي والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومستوى الأسعار عند قيام الحكومة بتطبيق سياسة نقدية انكماشية. تقوم بتقليل كمية النقود المتاحة في الاقتصاد. حيث يوصي صندوق الدول النامية باتخاذ إجراءات نقدية انكماشية يكون هدفها التحكم بإصدار النقود، بقصد تخفيض معدل التضخم. من خلال زيادة في تكلفة الاقتراض، وتقليل الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري. فينخفض الطلب الكلي في الاقتصاد بالإضافة لتحرير أسعار الفائدة ووضع حد للإصدار النقدي.

وينتج عن خفض كمية النقد المتداول في الاقتصاد، انخفاض في الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري. أي انخفاض الطلب الكلي وتراجع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. كما أن السياسة النقدية الانكماشية. تؤدي إلى زيادة تكاليف الاقتراض، حيث ترفع أسعار الفائدة على القروض. وانخفاض في مستوى الأسعار. مما يزيد من تكاليف الإنفاق والاستثمار.

وبالتالي، يزيد ذلك من عبء الديون على المستثمرين والشركات. وبالتالي قلة في الاستثمارات. مما يؤثر على النشاط الإقتصادي بشكل سلبي وبشكل عام، فإن سياسة النقدية الانكماشية تؤدي إلى تباطؤ النمو الإقتصادي وتراجع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. وتزيد من معدلات البطالة وتقلل من مستوى الدخل والثروة في المجتمع.

مما سبق نستنتج مايلي:

تؤثر السياسة النقدية على النشاط الإقتصادي بصورة كبيرة. فعندما ترفع الحكومة قيمة العملة الوطنية. فإن ذلك يجعل المنتجات المصدرة من البلد أكثر تكلفة في الأسواق العالمية، وهذا يؤدي إلى انخفاض المبيعات والأرباح للشركات المصدرة. وبالمثل، عندما تنخفض قيمة العملة الوطنية. فإن ذلك يجعل المنتجات المصدرة أكثر تنافسية في الأسواق العالمية، ويزيد من المبيعات والأرباح. فضلاً عن إن رفع أسعار الفائدة يمكن أن يؤدي إلى تقليل الإنفاق والاستثمار في الأعمال التجارية. مما يؤثر سلباً على النشاط الإقتصادي. وعكس ذلك فإن خفض أسعار الفائدة يحفز الإنفاق والاستثمار، ويعزز النشاط الإقتصادي.

بشكل عام، تؤثر السياسة النقدية على النشاط الإقتصادي بمختلف الجوانب. فقد تؤدي إلى تغييرات كبيرة في الأسعار والأرباح والإنفاق والاستثمار. لذلك، يجب على الحكومات والمؤسسات المالية أن يتخذوا قرارات حكيمة ومتوازنة في سياساتهم النقدية. لتحقيق الاستقرار الإقتصادي والنمو المستدام.

ويتبنى البنك المركزي أهداف وغايات معينة يسعى لتحقيقها في كل بلد ومنها رفع معدلات النمو الإقتصادي. تحقيق الاستقرار السعري والمالي. زيادة مستويات التشغيل. ولكن هذه البنوك لا يمكنها بلوغ أهدافها النهائية دون القدرة على التأثير في مستويات المعروض النقدي وأسعار الفائدة (ادريس، 2021، ص15).

السياسة النقدية وعلاج التضخم والانكماش :

يشير النقديون إلى أن الهدف الرئيسي لأي سياسة نقدية مطبقة في أي دولة في العالم هو علاج حالة التضخم التي قد يعاني منها الإقتصاد القومي أو حالة الانكماش وهي عكس الحالة الأولى وان فعالية السياسة النقدية تكمن في مدى قدرة تلك السياسة على علاج التضخم وهي الحالة الأكثر حدوثاً.

أولاً: السياسة النقدية وعلاج التضخم

حيث يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية للبنوك والأفراد وبذلك تزداد ديون البنوك التجارية قبل البنك المركزي ويقل رصيدها لدى الأخير على خلق الائتمان، ويقل خلق النقود وبالتالي يميل مستوى الأسعار في الانخفاض) معدل التضخم (فإذا في حالة الرفع من سعر الخصم يترتب على ذلك انخفاض الكمية وبالتالي تحقيق مستوى استقرار العام للأسعار بما يتناسب مع تحقيق استقرار معدل زيادة العرض، إذن هدف السياسة النقدية تجاه التضخم هو الحد من خلق أدوات نقدية ويعتقد النقديون أن الانخفاض المنتظم في معدل عرض النقود سوف يخفف من معدل التضخم .

ثانياً: السياسة النقدية وعلاج الانكماش

وهنا يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية الحكومية من البنوك والأفراد وبذلك تقل الديون للبنوك التجارية قبل البنك المركزي ويزداد رصيدها لدى الأخير وبالتالي خلق الائتمان وخلق النقود تزداد فيزداد عرض النقود وبالتالي تنتهي حالة الانكماش، ويزداد مستوى التشغيل داخل الاقتصاد القومي وبالتالي فإن هدف السياسة النقدية في حالة الانكماش هو زيادة الاتجاه نحو خفض الأدوات النقدية وخلق النقود وزيادة المعروض النقدي وبالتالي زيادة الطلب لان زيادة كمية النقود يؤدي إلى خفض القوى الانكماشية في الاقتصاد القومي ويمكن أن يؤدي ذلك إلى المحافظة على استمرار ارتفاع مستوى الناتج القومي وعدم حدوث تقلبات سعرية عنيفة (شهرزاد، 2018، صفحة 67) .

-أهم الحلول البديلة المقترحة لتجاوز الأزمة المالية :

يرى الكثير من الخبراء الاقتصاديين إلى ضرورة الذهاب إلى بدائل حقيقية لأن الحل ليس في استحداث آليات جديدة لتمويل الخزينة وإنما خلق موارد تمويل حقيقة من خلال :

-الرجوع إلى الأساسيات الاقتصادية في ضبط الاقتصاد.

-التمويل الإسلامي؛

-تطبيق سياسة جبائية فعالة من أجل تحصيل الضرائب من الشركات والمؤسسات الكبرى؛

-مكافحة التهرب الضريبي (العمل على الإصلاح ضريبي الحقيقي) ؛

-مكافحة الفساد مثل تهريب العملة بعشرات الملايين من الدولارات عبر تضخيم الفواتير؛

-عصرنة و رقمنة النظام الجبائي ومكافحة الأسواق الفوضوية والموازية واجبار أصحابها دفع الضرائب

مثل البقية؛

-الإقلاع الاقتصادي بتفعيل القطاعات الراكدة والتي هي دون سقف النمو (صناعة، زراعة، قطاع التحويل والبيetro كمياء الخدمات، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)؛
-واستحداث صندوق سيادي للاستثمار المحلي والدولي كآلية لفك الارتباط الجزئي بين ميزانية الدولة والريع النفطي؛
-استخدام الصكوك الإسلامية وتخفيض معدلات الاحتياطات الإلزامية الجرافية على مستوى البنوك، وتحصيل الكتلة النقدية المتواجدة على مستوى الأسواق الموازية (عن تبديل الأوراق النقدية) ؛
-تنويع الاقتصاد خارج قطاع المحروقات كالاهتمام بالقطاع الزراعي كون الجزائر تملك موارد طبيعية هامة؛
-إعادة النظر في النظام الجبائي واستخدام تقنية الإعفاء الضريبي المشروط. (رتيبة، الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية، 2021، صفحة 101)

المطلب الثاني : التيسير الكمي كسياسة لمعالجة الأزمات المالية

1: مصيدة السيولة :

تحدث مصيدة السيولة عندما يخزن الناس النقود لأنهم يتوقعون حدثا سلبيا مثل الإنكماش أو الطلب الكلي غير الكافي أو الحرب. وفقاً للنظرية السائدة، من بين خصائص فخ السيولة أسعار الفائدة التي تقترب من الصفر، والتغيرات في المعروض النقدي التي لا تترجم إلى تغيرات في مستوى السعر .

مصيدة السيولة أو فخ السيولة (Liquidity trap) هو وضع موصوف في اقتصاديات كينز، يحدث بعد انخفاض سعر الفائدة إلى مستوى معين، حيث يصبح تفضيل السيولة مطلقاً تقريباً بمعنى أن الجميع تقريباً يفضلون الاحتفاظ بالنقد بدلاً من الاحتفاظ بدين ينتج عنه عائد معدل فائدة منخفض للغاية (كينز، 2007)

2- التيسير الكمي الياباني :

تعد اليابان السبابة لانتهاج سياسة التيسير الكمي منذ مطلع القرن الحالي وحتى سنة 2006 بعدما شهدت تدهورا كبيرا في اقتصادها واستمر تطبيق هذه السياسة حتى بعد الأزمة المالية 2008 ، وكان لهذا الأخير الأثر البالغ على بعض المتغيرات الاقتصادية في اليابان كالتضخم وسعر الفائدة. في مرحلة من الكساد

استمرت من خريف 1991 حتى نهاية 1993 وتراجع الناتج الصناعي بمعدل % 6.1 في عام 1992 و % 4.5 في عام 1993. بين سنتي 1990 و 1991 حدث انهيار في المستوى العام للأسعار بعد انفجار فقاعة أسعار السندات ما أدى إلى حدوث ركود في الاقتصاد الياباني، ففي سنة 1995 خفضت الحكومة معدل الفائدة إلى % 5.0 وهذا بفضل السياسة النقدية غير التقليدية التي طبقها البنك المركزي الياباني منذ 1990 لكن بصورة بطيئة حيث وصل معدل الفائدة الاسمي إلى % 0.03 سنة 2000 وانخفض المعدل العام للأسعار ب % 8.2 وارتفع معدل الفائدة الاسمي إلى 0.25 ، % وفي هذا الوقت قام البنك المركزي بطرح سياسة التيسير الكمي كأداة لمواجهة هذا الارتفاع ، ما بين 1990 و 2000 انخفض معدل الفائدة الاسمي من 0.02 % إلى 0.03 % .بدأ البنك المركزي الياباني في استخدام هذا المفهوم الجديد لمواجهة حالة الركود الاقتصادي والانكماش الذي بدأ عام 2001 واستمر حتى 2006 حتى وصلت أسعار الفائدة إلى 0 % ليلجأ البنك المركزي الياباني إلى خطة اقتصادية بديلة لمواجهة الأزمة . طبق البنك المركزي الياباني سياسة التيسير الكمي أول مرة في 19 مارس 2001 وكان هدفه السياسي هو منع انخفاض الأسعار ودعم النمو حيث بدأ تطبيق سياسة التيسير الكمي بـ 5 تريليون ين ومع 2004 ارتفع إلى 30 و 35 تريليون ين كما انخفض مؤشر نيكي الياباني بنسبة 28 % بين 2002 و 2004.

وبفضل زيادة السيولة ارتفع المؤشر بحوالي 20 % مع مارس 2006 قام البنك الياباني بالخطوات التالية لتطبيق سياسة التيسير الكمي :

- قام البنك برفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين إلى 35 تريليون خلال 4 أربع سنوات (2001- 2004)
- قرر البنك الياباني شراء ما يعادل 5 تريليون ين من الأصول طويلة الأجل في أكتوبر 2010 -قرر البنك الياباني رفع المعروض النقدي من 40 تريليون ين إلى 50 تريليون في أوت 2010
- قرر البنك المركزي الياباني توسيع قيمة شراء الأصول طويلة الأجل من 5 تريليون إلى 50 تريليون ين في أكتوبر 2011

- سنة 2013 ضخ البنك المركزي الياباني 80 تريليون حيث سجل الاقتصاد نموا بلغ 1.5 % ومما سبق تميزت ميزانية البنك المركزي الياباني بالارتفاع ما بين 2011 و 2013 (بربوشي بوجمعة، 2018)

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

يعد الاقتصاد الياباني احد اكبر الاقتصادات الرأسمالية المتقدمة وقد شيدت بعض المتغيرات الاقتصادية الكمية في اليابان خلال العقود الماضية تغيرات وتذبذبات كبيرة وجاءت هذه الأحداث بسبب دورة

الانكماش التي عانت منها اليابان فضال عفا تأثرا بالأزمات العالمية، ومن أجل توضيح فعالية السياسة النقدية في اليابان في معالجة الأزمات الاقتصادية ينبغي لنا عرض مسار السياسة النقدية في اليابان عبر استعراض سريع لمخطط والإجراءات النقدية في اليابان وفق تسلسلها التاريخي وتقسيمها إلى عقود (كاظم، 2016)

اتبع بنك اليابان سياسة التيسير الكمي بنك اليابان اتبع سياسة التيسير الكمي أعقاب انفجار اقتصاد الفقاعة المالية في اليابان في عام 1990م، ضعف النشاط الاقتصادي وأسعار السلع الاستهلاكية، وحدث الانكماش في مستوى النمو الاقتصادي، ما دفع بنك اليابان إلى تخفيض سعر الفائدة إلى الصفر بحلول عام 1999م، غير أن هذه العملية لم تأتي بالنتائج المرجوة، وفي مارس 2001، ونتيجة استمرار انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية، وضعف النظام المصرفي، واحتمال تجدد الركود في أعقاب انهيار فقاعة تكنولوجيا المعلومات العالمية، دفعت البنك المركزي الياباني إطلاق 1 سياسة التيسير الكمي QEP، حيث تألفت QEP من ثلاثة عناصر رئيسية هي:

➤ عزز بنك اليابان مشترياته من السندات الحكومية، بما في ذلك السندات طويل الأجل، وبعض الأصول الأخرى، من أجل المساعدة في تحقيق الزيادات المستهدفة، ورفع أرصدة الحسابات الجارية والاحتياطيات التي تحتفظ بها المؤسسات في البنك المركزي الياباني.

➤ تم رفع هدف التضخم المستهدف إلى 2% بفعل زيادة حجم ميزانيتها العمومية وانخفاض قيمة الين.

➤ بعد التسهيل الكمي انخفضت قيمة الين مقابل الدولار وانخفض مؤشر نيكي بنسبة 28% بين عامي 2002 - 2004 وبعد هذه الفترة انخفض الدولار بنسبة 22% وبالتالي بدأ الاقتصاد المالي الياباني في تحقيق الاستقرار وخلال ذلك تعافى مؤشر نيكي بحوالي 20%.

مراحل التيسير الكمي في اليابان:

قام البنك المركزي الياباني بالخطوات التالية لتطبيق سياسة التيسير الكمي:

▪ قام البنك المركزي الياباني برفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين إلى 35 تريليون خلال 4 سنوات (2004.2001)

- - قرر البنك المركزي الياباني شراء ما يعادل 5 تريليون ين من الأصول طويلة الأجل في أكتوبر 2010.
- .قرر لبنك 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 الأجل من 5 تريليون إلى 55 تريليون ين في أكتوبر 2011.

■ سنة 2013 ضخ البنك المركزي الياباني 80 تريليون ين حيث سجل الاقتصاد نموا بلغ 5.1%. ومما سبق تميزت ميزانية البنك المركزي الياباني بالارتفاع ما بين 2011 و2013. (بن جامع منال، 2021)

3- التيسير الكمي الأمريكي :

بعد حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكي عام 2008 وما نتج عنها من أزمة مالية عالمية امتدت آثارها إلى باقي دول العالم، وجد نظام الاحتياطي الفدرالي نفسه مجبرا على استخدام إجراءات التحفيز للنهوض بالاقتصاد الأمريكي والحفاظ على معدلات أسعار الفائدة المنخفضة حيث قام بضخ ما يقارب 85.2 تريليون دولار بمقتضى برامج التيسير الكمي في مراحله الثالثة على شكل توسع نقدي وشراء كميات كبيرة من السندات الحكومية وسندات المحمية وهي سندات مدعومة بالرهن العقاري .

وقد تمثلت أهم أهداف سياسة التيسير الكمي للبنك الفدرالي الأمريكي في النقاط التالية:

• زيادة الثقة بأداء الاقتصاد الأمريكي وتحسين مؤشرات خاصة في سوق العمل ومعدلات النمو الاقتصادي .

• دعم سوق العمل ومكافحة التضحية .

• أن تشمل التغييرات خفضا أوليا في مشتريات السندات مع استمرار الخفض المتتالي حتى نهاية عام 2015 مع توقع التوقف تماما عن شراء السندات وزيادة عرض الدولار عوض الانسحاب بسرعة من سياسة التيسير الكمي. ثانيا(مراحل التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية 3 وفيما يلي مراحل التيسير الكمي الأمريكي والتي تلخصها في النقاط التالية :

✓ قبل أزمة الرهن العقاري 2018 قام الاحتياطي الفدرالي بضخ ما يقارب 700 بليون دولار من الخزينة من خلال سياسة السوق المفتوحة، أي بمعدل 100 مليون دولار أسبوعيا، وبعد الأزمة قام البنك بضخ 2 تريليون دولار من الخزينة متبوعا بشراء 100 بليون دولار من سندات الحكومة طويلة الأجل شهريا .

✓ تطبيق الخطة الأولى من سياسة التيسير الكمي QE1 بداية من نوفمبر 2008 والتي ركزت على شراء سندات الرهن العقاري بقيمة 100 بليون شهريا، ومع انتهاء QE1 سنة 2010 استحوذ الاحتياطي الفدرالي على 25.1 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري و30 بليون دولار من سندات الحكومة و175 بليون دولار من ديون الوكالات .

✓ بداية الخطة الثانية من التيسير الكمي QE2 في نوفمبر 2010 تم من خلالها شراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية وامتدت إلى غاية جوان 2011 (بن جامع منال، 2021)

3- الجزائر في ظل التمويل غير التقليدي :

عرفت السياسة النقدية في الجزائر تطورات تشريعية متعاقبة منذ الاستقلال، هذه الأخيرة تبنت سياسة التمويل غير التقليدي كحل استعجالي لاستعادة التوازنات المالية. للاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الأزمة البترولية 2014 .

● مخاطر التمويل غير التقليدي في الجزائر :

إن التمويل غير التقليدي في الجزائر هو إجراء يعني الاعتماد على التمويل من خلال طباعة أو ارق نقدية أو بما يسمى الإصدار النقدي دون تغطية وهذا ضمان ا لتغطية عجز ميزانية وتمويل الدين العام المحلي ودعم موارد صندوق الاستثمار الوطني وبالتالي من إيجابيات هذا الإجراء :

-ضمان استمرار تغطية نفقات الدولة وتجنب تعطيل برنامج التنمية الاقتصادية؛

-تسديد الدين الداخلي؛

-استمرار تمويل المشاريع والاستثمارات

-تجنب الاستدانة الخارجية وما تخلفه من تداعيات اقتصادية وسياسية؛

-تفادي ت ارجع النمو وتوقيف المسار التنموي.

ورغم عن هذه الإيجابيات إلا أن الكثير من الخبراء الاقتصاديين يرون أن هذه الصيغة من التمويل هي

قنبلة موقوتة قابلة للانفجار في أي وقت لعدم وجود اقتصاد حقيقي وهو ما سيؤدي حتما إلى:

- السقوط الحر لقيمة العملة الوطنية أمام العملات الأجنبية مما يؤدي إلى تضرر المبادلات الخارجية؛

- ارتفاع نسبة التضخم وبالتالي انخفاض القدرة الشرائية للمواطن مما يتسبب في توترات اجتماعية

خطيرة .

- ارتفاع تكاليف المشاريع المستقبلية لخلق بيئة غير مناسبة للاستثمار الخاص والأجنبي؛

- تدهور التصنيف الائتماني للدين السيادي وصعوبة الاستدانة الخارجية (أزمة اليونان). (رتيبة، 2021،

صفحة ص 100) .

المبحث الثالث : الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات التي تناولت الموضوع وإن كانت تختلف في منهج الدراسة نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

*- دراسة مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة (2016) سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهم السياسات التي تستخدمها الدول للقضاء على ظاهرة الانكماش التي تسود اقتصادياتها ألا وهي سياسة التيسير الكمي التي تعتبر أداة غير تقليدية للسياسة النقدية.

وتوصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج نذكر منها:

- من خلال متابعة مجريات الاقتصاد العالمي يظهر أن رهان الدول الكبرى على نجاح سياسة التيسير الكمي يعتمد أولاً على أسواقها المحلية وليسعى لزيادة صادراتها فقط .
- أن سياسة التيسير الكمي لا تخلو من المخاطر وأكبر خطر قد تواجهه الدول المطبقة لهذه السياسة هو خطر التضخم باعتبار عدم وجود معايير دقيقة تحدد كمية السيولة اللازمة للاقتصاد دون أن تؤثر سلباً بالتضخم.

*- دراسة مصطفى بوزيان وآخرون (2020) تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر والإصلاحات المصاحبة له -عرض حالة- " حاولت هذه الدراسة إلى متابعة التمويل غير التقليدي في الجزائر منذ بداية تطبيقه في أكتوبر 2017 :

وذلك من خلال التركيز على مفهومه والأهداف المرجوة منه، مع تحديد أهم الإصلاحات التي تم وضعها لنجاح تطبيقه. وتوصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج نذكر منها:-
- أن حقيقة تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر يؤدي بنا إلى تداعيات سلبية خاصة في غياب الرقابة الفعالة والإصلاحات العقيمة.

- أن نجاح التمويل غير التقليدي يرتبط بدرجة كبيرة بتوفر مجموعة من الشروط الهيكلية والاقتصادية التي تسمح للنقود بتمويل الاقتصاد ودخول الدائرة الاقتصادية

*-دراسة صباري علي (2013) السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف":

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالسياسات النقدية، وفعاليتها في تحقيق الأهداف المنشودة وتعزيز النمو الاقتصادي، وكذلك أهم الأدوات غير التقليدية المستخدمة في تحقيق الأهداف المرغوبة .

وتوصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج نذكر منها :

● دفع تفاقم الانكماش بالسلطات النقدية ألهم البلدان المتقدمة منذ بداية الأزمة إلى التخفيض في نسب الفائدة الرئيسية لديها، وبلغت هذه السياسة التوسعية حدودها القصوى عندما قاربت نسب الفائدة الرئيسية مستوى 0%، هو السبب الذي جعل البنوك المركزية تلجأ إلى التمويل غير التقليدي

● إن الوضع الاقتصادي في تراجع مستمر من خلال معدلات النمو المنخفضة، كما أن كل الدول تتدخل في السوق بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من أجل عدم تحسن سعر صرف عملتها.

*-دراسة لعربي فاطمة & هشير أحمد التجاني (2020) دور التمويل غير التقليدي في معالجة عجز

الخبزينة العمومية":

تهدف هذه الدراسة على معرفة دور سياسة التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الخبزينة العمومية الذي كان أثر تداعيات أزمة انخفاض أسعار النفط 2014، وهذا نظرا لاعتماد الميزانية العامة في تمويل نفقاتها على عوائد النفط الذي انهارت أسعاره إلى ما دون 50 دولار للبرميل. وتوصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج نذكر منها :

إن تبعية الاقتصاد الوطني لقطاع النفط جعل الجزائر تتأثر ماليا بأزمة انخفاض أسعار النفط لسنة 2014، تمثل ذلك في تحقيق عجز متوالي في رصيد الميزانية العامة خلال السنوات اللاحقة لهذه الأزمة.

- إن استنفاد كل الإجراءات المتاحة لسد عجز الخبزينة العمومية، أجبر الحكومة الوطنية عن البحث

عن وسائل أخرى لتمويل هذا العجز

*- بن جامع منال , فرج الله إشراف (2021) دراسة تحليلية لتأثير التمويل غير التقليدي على الإقتصاد

الجزائري :

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على تأثير التمويل غير التقليدي على متغيرات الاقتصاد الجزائري للفترة (2014-2021). حيث تبين لنا من هذه الدراسة أن تطبيق آلية التمويل غير التقليدي أدى إلى اختلاف نتائجه باختلاف طبيعة الاقتصاديات المطبقة له، حيث ساعد الولايات المتحدة الأمريكية في تجاوزها لأزمة

2008 وعرف اقتصادها نموا ملحوظا، وكذلك بالنسبة لليابان وان كان بنسب قليلة، إلا أن فنزويلا شهدت فشلا في تحقيقها للأهداف المرجوة وانهييار اقتصادها، أما بالنسبة للجزائر ومع تراجع أسعار المحروقات في الأسواق المالية، فإنها واجهت العديد من الصعوبات التمويلية وهو ما أدى إلى إتباع هذه السياسة كحل لتغطية عجز الميزانية، إلا أن المشكل في الجزائر هو مشكل هيكلية ولهذا فإن التمويل غير التقليدي يعتبر حلا مؤقتا لإقراض الخزينة العمومية لا أكثر، إذ يجب صياغة رؤية جديدة و البحث عن بدائل تمويلية حقيقة لتمويل الاقتصاد الجزائري.

*- بوخاتم أحلام , سمية بوثلجة (2016) السياسة النقدية ودورها في مواجهة الأزمات المالية :

تناولت هذه الدراسة موضوع السياسة النقدية ودورها في مواجهة الأزمات المالية مع دراسة حالة الجزائر 2008-2015 فقد شكل تكرار الأزمات المالية في العالم ظاهرة تجعل من التعامل معها ضرورة لا بد منها، وذلك يعود للآثار السلبية التي كانت تخلفها هذه الأزمات على الاقتصاد العالمي ككل، وكانت السياسة النقدية من بين الإجراءات التي تم إتباعها بغية التصدي لهذه الإختلالات. و الجزائر كغيرها من الدول طبقت سياسات نقدية من أجل تفادي الآثار السلبية للأزمات المالية، لكن نتائجها جاءت متواضعة بالنظر للمشاكل الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد الوطني.

*- دراسة العشي وليد "(تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008) جامعة العقيد احمد دراية 2018 " :

تهدف الدراسة إلى البحث حول فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في مختلف الاقتصاديات العالمية إضافة إلى محاولة إيجاد نموذج يسمح بدراسة قياسية لأثر السياسة النقدية على بعض المتغيرات الاقتصادية التي تسمح بالتعافي من الأزمة. وقد استخدم الباحث المنهج التحليلي الذي يسمح بتحميل الأوضاع المالية والنقدية العالمية خلال فترة الدراسة وإجراء عملية المفاضلة بين السياستين النقديتين التقليدية وغير التقليدية , والمنهج التجريبي عند القيام بدراسة قياسية الأثر التغيرات في السياسة النقدية غير التقليدية على حجم الائتمان , معدلات التضخم المتوقعة , حجم الاستثمار في الو. م. أ خلال 2017-2003 باستخدام طريقة شعاع الانحدار الذاتي) ومن بين النتائج التي توصل إليها الباحث في دراسته:

● يتم تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية حالة الأزمات المالية ووقوع الاقتصاد في مصيدة السيولة .

● توجد علاقة تكاملية بين الأدوات النقدية وغير تقليدية للسياسة النقدية

● الهدف الأساسي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية هو استعادة حركية الدورة الاقتصادية نحو مستوى التوازن .

وفي نهاية الدراسة قدم الباحث جملة من التوصيات أبرزها:-

● ضرورة توفير الظروف الملائمة لضمان فعالية أكبر لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ، لاسيما السياسة المالية التي يتوجب ان تكون ملائمة وتناسب مع أهداف هذه الأدوات.

● القيام بدراسات إمكانية تطبيق الأدوات النقدية غير التقليدية في الدول النامية لاسيما سياسات التوجيه المسبق.

*-دراسة لعشي وليد وصديقي أحمد (تجربة التيسير الكمي في الجزائر)، العدد السادس جوان 2018 مجلة اقتصاديات المال والأعمال :

هدفت الدراسة إلى تحقيق هدف بحثي يواكب أهم التطورات المحلية والدولية الحاصلة في المجال المالي والنقدي ، وهو التعرف على مفهوم إحدى الأدوات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في التيسير الكمي ، وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي لإبراز أهمية ودور سياسة التيسير الكمي خلال الأزمات المالية ، ولتحميل مختلف التعديلات التي مست النظريات السابقة. وقد خلص الباحث إلى عدة نتائج منها : أن برامج التيسير الكمي قد زودت مختلف البنوك المركزية العالمية بحركية وديناميكية في إدارة السياسة النقدية في ظل الظروف الصعبة السائدة خلال أزمة 2002. واعتبر أن التمويل غير التقليدي في الجزائر هو حل استعجالي فرضته الظروف والتحول الاقتصادي وعلى الحكومة الجزائرية اغتنامه لبناء نموذج اقتصادي يعتمد على التمويل الادخاري.

وفي خلاصة الدراسة قدم الباحث مجموعة من التوصيات أهمها :

● تخفيف العبء الضريبي لدعم القدرة الشرائية للمواطن الجزائري .

● يجب الاستمرار في دراسة الآثار البعيدة والقريبة لبرامج التمويل غير التقليدي في الجزائر قصد تشخيصها بدقة لإتخاذ قرار الاستمرار في اعتماده أو التوقف .



الفصل الثاني :

دراسة تحليلية لسياسة التيسير الكمي ودورها

في علاج أزمة 2008



الفصل الثاني : دراسة تحليلية لسياسة التيسير الكمي ودورها في علاج أزمة 2008

تهدف هذه الدراسة إلى قياس فعالية استخدام الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في علاج الأزمات الدولية بالاعتماد على تجربة كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ومنطقة اليورو. حيث سنسعى إلى التركيز على موضوع التيسير الكمي الذي هو أحد أدوات السياسة النقدية المستحدثة التي تستخدمها البنوك المركزية لمعالجة المشاكل الاقتصادية في بلدانها عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة .

ظهر التيسير الكمي كأداة جديدة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية يف بداية القرن الحادي والعشرين، واستخدم من طرف البنوك المركزية في اليابان أولاً ثم في الـ و م أ و المملكة المتحدة و الاتحاد الأوروبي وقد أسهمت هذه الأداة في تجاوز أزمات مالية ومصرفية خطيرة. وللتأكد من ذلك سنقوم بتحليل تأثير تطبيق هذه السياسة من جانب الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي على اقتصاديات كل منهما. (أمينة، 2020)

المبحث الأول : آليات مواجهة الأزمة المالية العالمية

إن آلية عمل سياسة التيسير الكمي كأداة حديثة من أدوات السياسة النقدية ظهرت لحل المشاكل الناتجة عن الأزمة العالمية 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية التي مفادها ضخ البنوك المركزية للأموال في الاقتصاد عن طريق شراء السندات الحكومية طويلة الأجل عالية المخاطر وزيادة القروض إما بواسطة البنك المركزي أو البنوك التجارية أو القروض العامة من أجل زيادة المعروض النقدي، بحيث توصلت الدراسة إلى أن سياسة التيسير الكمي تحتاج إلى وجود سوق مالي نشط في الدول التي تطبقها لضمان نجاحها، كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتطبيق هذه السياسة لعلاج المشاكل التي خلفتها الأزمة؛ بحيث أدت إلى تحسين وإنعاش الوضع الاقتصادي الأمريكي والخروج من حالة الركود من خلال ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي. (رمضاني مروة، 2023)

خطط وسياسات الدول المتقدمة لوقف تداعيات الأزمة (أمريكا) :

بعد أزمة الرهن العقاري 2007، انهارت الأسواق المالية وتلاشت الثقة بين البنوك والأفراد ، وزادت قوة التأثير أكثر فأكثر بعد انهيار بنك ليمان براذرز ، حيث رد البنك الاحتياطي الفيدرالي على ذلك بتخفيض سعر الفائدة الرئيسي، وبالنظر إلى حدة الأزمة المالية ومدى انتشارها ، قرر البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي استبدال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية بأدوات غير تقليدية مثل التيسير الكمي ، التي أطلقت من عام

2008 حتى 2014 من أجل تجنب الركود وتحفيز النمو الاقتصادي , هذا القرار يتضمن تطبيق ثلاث برامج يحاول من خلال كل منها تحقيق هدف محدد وهي كالتالي :

- البرنامج الأول للتيسير الكمي (QE1) : يهدف إلى تخفيض تكاليف الإقتراض وتسهيل شروط الإئتمان لشراء المنازل وبالتالي دعم سوق العقارات .
- البرنامج الثاني للتيسير الكمي (QU2) : ويهدف إلى عدم استهداف أسواق العقارات وحقن السيولة في الإقتصاد ككل .

- عملية تويست (OT1) :تهدف إلى خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل عن طريق بيع أذون الخزانة لمدة 06 سنوات إلى 30 سنة مقابل بيع نفس مبلغ أذون الخزانة أقل من 03 سنوات وتتضمن هذه العملية الشراء والبيع في وقت واحد للسندات على المدى القصير والطويل , وبالتالي يمكن وصف عملية تويست على أنها عملية معقمة .

• خطة الإنقاذ الأمريكية :

سارعت الدول الغربية وفي مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية إلى تقديم صفات علاجية للأزمة المالية، وقامت اليابان بضخ مئات المليارات في سوقها المحلي لتمكين المستثمرين والمواطن الياباني، وحرصت دول أخرى على ضمان ودائع المصارف لديها، وقامت دول منطقة اليورو (الإتحاد الاوربي) بضخ مئات المليارات في أسواقها وشرعت إلى شراء حصص المصارف والشركات الائتمانية، وقد بلغ مجموع ما تم ضخه أو قُـرر ضخه حتى 2008/10/15 أي بعد شهر من الأزمة تقريباً حوالي (3 تريليون دولار في مختلف دول العالم .

وقد أشار موقف مجلس النواب الأمريكي الأولي المتحفظ إزاء ضخ (700 مليار دولار حسب خطة الحكومة إلى أن مثل هذه العمليات قد لا تجدي في معالجة الأزمة واحتواء تداعياتها، وبرغم إقرار خطة الحكومة الأمريكية لاحقاً غير أن التساؤل ما زال قائماً حول جدوى مثل هذه الإجراءات الحكومية في التدخل بالسوق في ظل أزمة وليس وفق تحول مدروس في السياسات المالية والتجارية، حيث تتجه أنظار الأسواق المالية العالمية إليها بعد ظهور الأزمة المالية العالمية نحو خطة الإدارة الأمريكية بضخ (700 مليار دولار في النظام المصرفي بهدف إنقاذه، ومن ثم إنقاذ الاقتصاد الأمريكي برمته والعالمي أيضاً، وقد أثارت الخطة كثيراً من الجدل داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها، وأظهرت قضايا عملية غير مسبوقة، بينها علاقة الدولة بإدارة الاقتصاد في نظام رأسمالي، لدرجة إن الكثير من المحللين قالوا إن كارل ماركس مؤسس النظرية الاشتراكية ينقد النظام الرأسمالي في أمريكا، وذلك لاحتواء الخطة على تدخل الدولة ووزارة الخزانة الأمريكية

في إدارة الاقتصاد بطريقة لم تشهدها أمريكا من قبل. (الكريم، الأزمة المالية العالمية وخطة الإنقاذ الأمريكية، 2015)

الملامح الأساسية للخطة :

- بلغت قيمة الخطة (700) مليار دولار مما يجعلها أكبر تدخل للسلطات الأمريكية في الأسواق المالية منذ أزمة الركود الكبير في الثلاثينات من القرن الماضي
- قامت الحكومة الأمريكية بتوفير هذا المبلغ لتعويض المصارف والمؤسسات المالية التي تُعاني مما يُعرف ب(الديون المشكوك في تحصيلها) وهي الديون التي فشل أصحابها في إرجاعها إلى البنك ومن ثم تحمل المصارف خسارتها وتسبب في أزمة السيولة لدى المصارف .
- مقابل هذا المبلغ حصلت الحكومة على حصص كبيرة في المؤسسات المتعثرة التي اشترت منها الحكومة ديونها الهالكة، في خطوة اعتبرها البعض شبه تأمين .
- تم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل، شملت المرحلة الأولى ضخ (350) مليار دولار في المصارف، أما (350) مليار دولار الباقية فهي تطلبت تصديقاً من الكونغرس الأمريكي لصرفها، أما يملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى المبلغ الإجمالي (700) مليار دولار .
- بما أن مبلغ (700) مليار دولار يأتي من الخزينة العامة (أي في النهاية يأتي من دافعي الضرائب) أي المواطنين العاديين، فإن جزء من حصة المصارف التي تستفيد من خطة الإنقاذ تذهب إلى المواطن لأن الدولة تصبح شريكاً في رؤوس أموال هذه المؤسسات، والفكرة من وراء حصول الحكومة على أسهم في المصارف التي تستفيد من خطة الإنقاذ هي ضمان استفادة دافعي الضرائب من أي مكاسب قد تُحققها هذه المصارف في المستقبل بعد انتهاء الأزمة •. تنص الخطة على حماية المواطنين المهددين بمصادرة منازلهم، فالإحصاءات توقعت بمصادرة أكثر من مليوني منزل خلال عام 2009 بسبب فشل ملاكها في سداد أقساطهم الشهرية على القروض العقارية التي اشتروا بها منازلهم، أما تفرض الخطة على الحكومة مراجعة الشروط التي يتم على أساسها منح قروض عقارية جديدة، وذلك لتفادي السهولة التي كانت بها القروض القديمة دون التأكد من قدرة المستدين على سداد دينه، وهو ما تسبب في مشكلة الديون المتعثرة السداد في الأساس .

- منعت الخطة منح تعويضات باهظة لرؤساء مجالس إدارة الشركات والمصارف المتعثرة وغيرهم من آبار الموظفين الذين تم تسريحهم أو قدّموا استقالتهم طالما أن الخزينة العامة تملك أسهماً في هذه المؤسسات، أما

تحد الخطة من منح العلاوات والمكافئات لكبار الموظفين، وتحدد سقفاً قدره نصف مليون دولار لتعويضات المديرين الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية، أما تنص على استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لكنها لم تتحقق .

• أشرفت على تطبيق الخطة أربعة مؤسسات، بينها مؤسسة مستقلة، وللمؤسسات الأربعة هيئة مراقبة تضم رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي أي البنك المركزي الأمريكي ووزير الخزانة ورئيس لجنة السندات والبورصة التي تشرف على عمل سوق وول ستريت، أما يقوم مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس بمراقبة عمليات شراء الأصول من المصارف المتعثرة والتدقيق في حساباتها، وفق ذلك يتولى القضاء التدقيق في الإجراءات التي يتخذها وزير الخزانة في إطار الخطة .

• وأخيراً حددت الخطة مهلة قصوى لتنفيذ الخطة تنتهي في 31 ديسمبر/كانون الأول 2009 مع إمكانية تمديدها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتان اعتباراً من تاريخ إقرار الخطة، وتم تكليف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والبنوك المركزية في دول أخرى بهدف وضع خطط مماثلة. (الكريم، الأزمة المالية العالمية وخطة الانقاذ الأمريكية، 2015)

أسباب الاعتراض على الخطة :

يعتقد الكثير من الخبراء الاقتصاديين إنه من ناحية إيديولوجية لا ينبغي للحكومة أن تتدخل في مسار السوق لأن تاريخ وفكرة الاقتصاد الحر يقومان على ترك المؤسسات الخاصة تواجه عقبات أفعالها، خيراً كانت أو شراً، فتدخل الدولة المباشر في الأسواق يشبه الاقتصاد الموجه في الدول الاشتراكية، وأيضاً يُشكّل حماية سياسة الشركات لا تتفق مع فلسفة) السوق يضبط نفسه بنفسه (٢). يرى خبراء اقتصاديون إن دفع مبلغ (700 مليار دولار من الخزينة العامة أمر غير عادل، وإن الخطة تفيد الأثرياء في سوق (وول ستريت) وليس المواطنون العاديون، فلماذا يتحمل دافعوا الضرائب أي المواطنون العاديون عبئ الأخطاء التي ارتكبتها المؤسسات المالية الثرية والتي كانت أصلاً السبب في خلق هذه المشكلة عبر تصرفاتها غير المسؤولة في سياسة الإقراض المتساهلة سعياً وراء الربح والطمع.٣. يعتقد البعض إن المبلغ المذكور هو لمعالجة الأزمة على المدى القصير فقط، لكنه لن يغير الوضع ما لم تجد المصارف سبيلاً لمنع تراكم الديون الهائلة عبر شراء بوليصات تأمين لتغطية مثل هذه الديون، أما أن سياسة الإقراض المتساهلة يجب أن تتوقف وتفرض شروط جديدة للإقراض تعتمد على تقييم حقيقي لقدرة المقترض على السداد. (الكريم، الأزمة المالية العالمية وخطة الانقاذ الأمريكية، 2015)

التعديلات الجديدة على الخطة :

- رفعت الحكومة سقف ضمانها على المدخرات من 100 الف دولار إلى 250 الف دولار، ويعني ذلك إن الدولة تضمن تعويضاً على أي ودائع أو مدخرات للمودعين في المصارف التي انهارت أو تعثرت .

- منح فترات سماح ضريبي لأعمال التجارة الصغيرة بهدف تشجيعها وتنشيطها.

- تشجيع أبحاث واستخدامات الطاقة المتجددة (كتلك المستخرجة من الريح أو أمواج البحر أو الطاقة الشمسية .

- زيادة المساعدات المالية للأسر الفقيرة، ويقول مؤيدو الخطة إن إنقاذ المصارف من الانهيار لا يعني إن هذه المؤسسات فقط هي التي تستفيد، بل إن المواطن العادي أيضاً يستفيد منها لأن عدم قدرة المصارف على توفير القروض للمواطنين وللأعمال التجارية سيضر بالجميع، والمعروف إن المجتمعات الغربية تعتمد إلى درجة كبيرة على الائتمان المصرفي، أي القروض التي يحصل عليها الأفراد والشركات لتمويل غالبية مشترياتهم، سواء كانت بضائع أو منزل أو سيارة، لذا فقلّة السيولة لدى المصارف أو عدم رغبتها في التمويل يؤثر سلباً على المجتمع بشكل عام ويؤدي إلى ركود اقتصادي وارتفاع في نسبة البطالة بسبب تعثر الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم وحتى الشركات الكبيرة أيضاً. ٥. فضلاً عن الدعم المادي، قدّمت الخطة دعماً معنوياً كبيراً لإعادة الثقة للمستثمرين في أسواق المال والبورصات، مما انعكس إيجاباً على إنعاش السوق والاقتصاد مرة أخرى. ٦. في حالة عودة المؤسسات المتعثرة إلى الريح في المستقبل، سيستفيد من ذلك المواطن العادي دافع الضرائب لأنه سيحصل على حصة من تلك الأرباح بعد أن أصبح يملك أسهماً فيها عبر ملكية الدولة لها. (الكريم، الأزمة المالية العالمية وخطة الانقاذ الامريكية، 2015).

التحرك الدولي المنسق لمعالجة أزمة 2008 (دور مجموعة العشرين):

منذ اندلاع الأزمة واتخاذها منحى خطيراً شمل غالبية دول العالم بنتائج تحركت لجنة العشرين للعمل على سرعة احتواء الموقف وعدم تركه للوصول إلى الهاوية في محاولة إنقاذ سريعة.

وقد عقدت اللجنة عدة اجتماعات واتخذت قرارات مهمة في هذا الشأن وفي هذا الجزء بعض منها بما في ذلك القرارات المهمة المتخذة في الاجتماع المنعقد بلندن – انجلترا بتاريخ 2 ابريل 2009 وهي أهم ما اتخذ من قرارات من جانب هذه اللجنة.

فقد أعلن زعماء المجموعة سلسلة من الإجراءات منها الفورية ومنها الأطول أجلا لتحقيق استقرار النظام المالي وتنشيط الطلب المحلي ومساعدة الاقتصاديات الصاعدة والنامية التي أضرت بها الأزمة وتقوية الإطار التنظيمي وقالوا إنهم يعتمون عقد قمة ثانية في موعد غايته 30 ابريل من 2009 . وأكدوا باجتماعهم على المحاور الأساسية التالية: (اللطف، 2011)

- الأزمة الحالية أزمة عالمية وتحتاج إلى حل عالمي: نواجه التحديات الأعظم التي تقف أمام الاقتصاد العالمي في العصر الحديث إذ توجد أزمة تفاقمت منذ اجتماعنا الأخير وتؤثر هذه الأزمة على حياة النساء والرجال والأطفال في آل قطر ويجب على جميع الدول أن تتكاتف من اجل حلها فالأزمة العالمية تحتاج إلى حل عالمي (اللطف، 2011).
- خطة الانتعاش يجب أن تهتم بأفراد المجتمعات آفة واحتياجاتهم : نبدأ من الاعتقاد بان الرخاء الاقتصادي آل لا يتجزأ وانه يجب أن نتشارك في النمو أي يكون مستداما وان خطتنا العالمية للانتعاش يجب أن يكون في أولوياتها التأكيد على الاحتياجات والوظائف الخاصة بالعائلات التي تعمل ليس في الدول المتقدمة وحدها ولكن في الأسواق الناشئة والدول الأثر فقرا في العالم على السواء ويجب أن تعكس هذه الخطة العالمية مصالح المواطنين في الوقت الحالي والأجيال المستقبلية ونعتقد أن الأساس الوحيد الأيد لعولمة مستدامة ورخاء اقتصادي متنام للجميع هو اقتصاد عالمي مفتوح يعتمد على مبادئ السوق وتنظيم فعال ومؤسسات دولية قوية. (اللطف، 2011)
- الإجراءات المتخذة لتحقيق الانتعاش والرخاء الإنساني :
- ولذا نتعهد اليوم ببذل كل ما هو ضروري من اجل :
- استعادة الثقة والنمو الوظائف .
- إصلاح النظام المالي لاستعادة عملية الإقراض .
- تعزيز التنظيم المالي لبناء الثقة
- تمويل وإصلاح مؤسساتنا المالية الدولية من اجل التغلب على الأزمة الراهنة ومنع وقوع أزمات في المستقبل .
- تعزيز التجارة العالمية والاستثمار ومحاربة السياسات الحمائية ودعم الرخاء (اللطف، 2011)

- دعم الائتمان :

لا يمكن لهذه الإجراءات إن تكون فعالة إلا باستعادة الإقراض المحلي والتدفق المالي الدولي ونقدم دعماً شاملاً ومهما لنظمنا المصرفية لتوفير السيولة وإعادة رسملة المؤسسات المالية ومعالجة مشاكل الأصول المتعثرة بصورة حاسمة وملتزم باتخاذ الإجراءات الضرورية لاستعادة التدفق الطبيعي للائتمان من خلال النظام المالي وضمان سلامة المؤسسات المهمة من الناحية التنظيمية وتنفيذ سياساتنا بما يتماشى مع الإطار المتفق عليه في مجموعة العشرين لاستعادة الإقراض وإصلاح القطاع المالي (اللطيف، 2011)

- تقديم دعم للقطاع المالي بمبلغ تريليون دولار:

وفي مجملها ستمثل هذه الإجراءات أكبر حزمة مالية وبرنامج الدعم الأكثر شمولاً للقطاع المالي في العصر الحديث ومن شأن العمل الجماعي أن يعزز من تأثير هذا البرنامج ويجب تنفيذ إجراءات السياسات الاستثنائية التي أعلن عنها حتى الآن دون تأخير واليوم وافقنا على أثر من تريليون دولار من الموارد الإضافية للاقتصاد العالمي عن طريق مؤسساتنا المالية الدولية وتمويل التجارة (اللطيف، 2011).

- النمو العالمي سيستأنف ارتفاعه بنهاية 2010 :

قدر صندوق النقد الدولي الشهر الماضي أن النمو العالمي في معاييره الحقيقية سوف يستأنف ويرتفع إلى نحو 2 في المائة بنهاية 2010 وتحذونا ثقة في أن الإجراءات التي وافقنا عليها والتزامنا الذي لا يحيد بالعمل سويلاً لاستعادة النمو والوظائف في الوقت الذي نحافظ فيه على الاستدامة المالية طويلة الأمد من شأنه أن يسرع من العودة إلى النمو في الاتجاه المطلوب وملتزم اليوم باتخاذ الإجراءات الضرورية من أجل تأمين هذه المحصلة وندعو صندوق النقد الدولي لتقييم الإجراءات التي تم اتخاذها بصورة منتظمة والنظر في الإجراءات العالمية المطلوبة (اللطيف، 2011)

- وضع الاستراتيجيات اللازمة لاستقرار الأسعار:

نحن عاقدون العزم على ضمان استدامة مالية طويلة الأمد واستقرار في الأسعار وسوف نضع محل التنفيذ استراتيجيات خروج (اللطيف، 2011)

- إعادة بناء الثقة في النظام المالي:

مثلت الإخفاقات الكبرى في القطاع المالي وفي الإشراف والتنظيم المالي أسباباً جوهرية في الأزمة ولن يتم استعادة الثقة حتى نعيد بناء الثقة في نظامنا المالي وسوف نتخذ الإجراءات من أجل أن أقوى يتسم بقدر أكبر

من التنظيم والرقابة والاتساق عالميا من اجل القطاع المالي المستقبلي الذي سوف يدعم النمو العالمي المستدام ويخدم احتياجات المواطنين والأنشطة التجارية. (اللطيف، 2011)

● **ضرورة دعم اقتصادات الأسواق الناشئة والدول النامية:**

واجه الأسواق الناشئة والدول النامية التي كانت محركا للنمو العالمي الحالي تحديات تضاف إلى الانهيار الحالي في الاقتصاد العالمي وبت من الضروري أن تستمر رؤوس الأموال في التدفق إليها من اجل الثقة العالمية والانتعاش الاقتصادي الأمر الذي يتطلب تعزيز المؤسسات المالية الدولية خاصة صندوق النقد الدولي ومن ثم وافقنا على إتاحة 850 مليار دولار إضافي من الموارد عبر المؤسسات المالية العالمية لدعم النمو في الأسواق الناشئة والدول النامية عبر مساعدتها في تمويل الأنفاق التجاري وإعادة هيكلة رأس مال المصارف والبنية التحتية وتمويل التجارة ودعم ميزان المدفوعات وإعادة تدوير الديون والدعم الاجتماعي . وقد اتفقنا على زيادة الموارد المتاحة لصندوق النقد الدولي عبر التمويل العاجل من الأعضاء بـ 250 مليار دولار وبالتالي المساهمة في اتفاقية اقتراض جديدة أثمر مرونة وتوسعاً لتزيد إلى 500 مليار ولدراسة سوق الإقراض إذا ما اقتضت الضرورة ونحن ندعم الزيادة الأساسية في الإقراض بـ 100 مليار دولار على الأقل من قبل بنك التنمية المتعدد الأطراف التي تضم الدول منخفضة الدخل وضمان حصول تلك المصارف على رؤوس أموال مناسبة. (اللطيف، 2011)

● **تثمين إجراءات الصندوق المرنة لمنح الائتمان للدول الأعضاء:**

من الضروري استخدام الموارد بصورة فاعلة ومرنة لدعم النمو ونحن نرحب في هذا الإطار بالتقدم الذي أحرزه صندوق النقد الدولي من خلال خط الائتمان المرن الجديد وإقرضه المعدل وإطار عمل الظرفية التي ستمكن الصندوق من ضمان تعامل منشأته بفاعلية مع الأسباب المهمة لاحتياجات تمويل ميزان مدفوعات الدول خاصة تراجع تدفق رأس المال الخارجي في قطاعات المصارف والشركات ونحن ندعم قرار المكسيك بالسعي للحصول على ترتيبات خط الائتمان المرن. (اللطيف، 2011)

● **تحديث المؤسسات المالية الدولية لزيادة فاعليتها:**

لكي تقوم مؤسساتنا بالمساعدة في إدارة الأزمة ومنع الأزمات المستقبلية : يجب علينا تعزيز ارتباطها وفعاليتها وشرعيتها على المدى الطويل لذا فيإلى جانب الزيادة الملحوظة في الموارد التي تم الاتفاق عليها اليوم فنحن مصممون على إصلاح وتحديث المؤسسات المالية الدولية لضمان إمكانية مساعدتها للأعضاء والمساهمين بفاعلية في التحديات الجديدة التي يواجهونها وسوف نقوم بإصلاح عملها وأهدافها وإدارتها

لتعكس التغيرات في الاقتصاد العالمي والتحديات الجديدة للعملة ويجب أن تحظى تلك الاقتصاديات الناشئة والنامية التي تضم الدول الأكثر فقرا بصوت وتمثيل أكبر ويجب أن يكون ذلك مصحوبا بعمل لزيادة مصداقية وقابلية تلك الهيئات للمحاسبة عبر نظرة إستراتيجية واتخاذ القرار لهذا الهدف. (اللطيف، 2011)

- نحن نلتزم بتطبيق اتفاق الكوتا الخاص بصندوق النقد الدولي والإعلان عن التصريحات التي تمت الموافقة عليها في ابريل نيسان من عام 2008 وان نطالب صندوق النقد الدولي بإنهاء المراجعة التالية للحصص بحلول يناير\كانون الثاني 2011
 - إلى جانب ذلك فأنا نوافق على ضرورة ايلاء اهتمام لتدخل محافظي الصندوق في تقديم الاتجاه الاستراتيجي وزيادة قابلية الصندوق للمحاسبة
 - نلتزم بتطبيق إصلاحات المصرف الدولي التي تم الاتفاق عليها في أكتوبر / تشرين أول 2008 ونتطلع إلى الخروج بتوصيات أهم في الاجتماعات المقبلة حول التعبير وإصلاحات التمثيل في نطاق زمني متصارع لتتم الموافقة عليها في اجتماعات صيف 2010
 - نحن نوافق على ضرورة تعيين قادة ومديري المؤسسات المالية الدولية عبر عملية اختيار مفتوحة وشفافة مبنية على الكفاءة.
 - اعتمادا على المراجعات الحالية لكل من صندوق النقد الدولي والمصرف الدولي طلبنا من الرئيس العمل مع وزراء مالية مجموعة العشرين للتشاور بصورة موسوعة في عملية شاملة وتقديم تقارير عن ذلك في الاجتماع القادم مع مقترحات بمزيد من الإصلاحات لتطوير استجابة وتكيف المؤسسات المالية الدولية. (اللطيف، 2011)
- دور المؤسسات الدولية في معالجة الأزمة :

دور صندوق النقد الدولي :

كان لصندوق النقد الدولي بصفة احد الأطراف الدولية الفاعلة في الأزمات المالية دورا فعلا يتضح من متابعة تحركاته وإجراءاته المختلفة منذ تطورها واتخاذها منحى خطيرا ومؤثرا على كافة دول العالم وهو ما يمكن استقراؤه مما صرح به "جون ليبسكي" النائب الأول لمدير عام الصندوق في كلمة ألقاها أمام مؤتمر نظمته جريدة "داي زايت" في مدينة فرانكفورت الألمانية في التاسع من سبتمبر 2008 بان النشاط الاقتصادي يتوقع له أن يزداد بطئا في النصف الثاني من عام 2008 تحت وطأة التوترات المالية المطولة وأسعار السلع

المرتفعة ثم يبدأ الانتعاش في اكتساب زخم تدريجي في عام 2009 فالاقتصاد العالمي في أصعب موقف يتعرض له منذ سنوات طويلة حيث يخوض صراعا محتدما مع الأزمة المالية التي تفجرت في أغسطس 2008 فضلا على تأثير أسعار السلع المرتفعة (اللطف، 2011).

1. شكل القطاع المالي سيتغير عما كان عليه قبل الأزمة:

لا تزال المخاطر كبرى في الأسواق المالية بعد مرور أثر من عام على بدء ضغوط السيولة في الظهور على السطح وعلى هذه الخلفية يرجع أن تكون استمرار انخفاض التمويل بالديون في القطاع المالي بمثابة قيد كبير على قوة انتعاش الاقتصاد العالمي.

ومع أننا نتوقع انتعاش الاقتصاد تدريجيا فان التعافي المرتقب لن يصل إلى درجة تكفي لتجنب إعادة هيكلة جذرية في القطاع المالي وسوف يصبح شكل القطاع المالي مختلفا عما كان عليه قبل الأزمة. (اللطف، 2011)

2. التدخل الحكومي ودعم سوق الرهن العقاري:

يعد الإجراء الذي اتخذته الحكومة الأمريكية بوضع يدها على مجموعتي "فريدي ماك" للتمويل العقاري ، (المعروفتين بأتهما من المؤسسات "فاني ماي" و التي تدعمها الحكومة) وتشغلان موقعا محوريا في سوق الرهن العقاري وتدعيم سوق المساكن الأمريكية والجهاز المصرفي والاقتصاد من منظور أوسع ويعد إجراء إعادة هيكلة مثل هذه المؤسسات والتي تدعمها الحكومة ضروريا لاستعادة الانضباط السوقي وتخفيض التكاليف على المالية العامة والحد من المخاطر النظامية في المستقبل (اللطف، 2011)

3 . خيارات السياسة السليمة :

أمام الحكومات عدد من السياسات البديلة الصائبة لمعالجة كثير من المشكلات الصعبة على نحو فعال فالإجراءات التعاونية التي اتخذتها المصارف المركزية الكبرى لتخفيف الضغوط في أسواق التمويل قصير الأجل تشكل عاملا أساسيا في معالجة الأزمة المالية وهناك ضرورة ملحة لبذل المزيد من الجهود المتضافرة في هذا الصدد فقد كشفت الاضطرابات المالية عن إخفاق اطر الاستقرار المالي الوطنية في مواكبة الابتكار والعملة في الأسواق المالية مما أسفر عن انتشار التداعيات المضرّة عبر الحدود وما يستدعي تضافر الجميع بصورة أثر فعالية بان تعمل سلطات*النقابة الاحترازية على أوفق التعاون والتنسيق عبر الحدود سعيا

لرصد الضغوط المالية في وقت مبكر وإدارتها والتخلص منها علما بان الهيئات الدولية مثل منتدى الاستقرار المالي ومصرف التسويات الدولية وصندوق النقد الدولي تضطلع بدور حاسم في تخفيف التوترات القائمة بين المسألة على المستوى الوطني من ناحية أخرى وقال "انه لابد من توافر إرادة سياسية أقوى لإعطاء دفعة لجهود التنسيق والتعاون." (اللطيف، 2011)

4. التنبؤ بالأزمة :

قال مدير عام صندوق النقد الدولي أن الموقف الراهن نشأ من جراء انعدام القواعد التنظيمية أو الضابطة أو عدم كفاية القواعد التنظيمية أو الضابطة وعلينا استخلاص الدروس من هذه الأحداث وتنظيم المؤسسات والأسواق المالية على نحو أثار دقة أشارت تقديرات الصندوق في ابريل 2008 إلى أن القطاع المالي سيتكبد خسائر قيمتها تريليون دولار أمريكي . أما انه تنبأ بحدوث هبوط حاد في النشاط الاقتصادي العالمي وأضاف ولكن لم يستمع احد وتم تجاهل هذه التوقعات واعتبرونا متشائمين وجدير بالذكر أن الصندوق بعد أن تحقق ما تنبأ به فعلا رفع هذا التقدير مؤخرا ليصل إلى 3.1 تريليون دولار

ويعد الصندوق أن الأزمة الحالية استجابة نظامية والصندوق هو "أزمة نظامية" تحتاج إلى الجهة المناسبة لتنظيم استجابة عالمية بشأن مواطن الضعف الحالية في النظام المالي العالمي . (اللطيف، 2011) .

المبحث الثاني: دور سياسة التسيير الكمي في معالجة أزمة 2008

لقد كان للأزمة المالية العالمية آثار مباشرة وغير مباشرة على اقتصاديات دول العالم المختلفة وتفاوتت حدتها من بلد الى آخر، وهذا تبعا لطبيعة الروابط الموجودة بين الولايات المتحدة الأمريكية وبقية اقتصاديات العالم، فلم تنته آثار الأزمة عند الإفلاس عدد من البنوك الأمريكية بل تعداه لبقية السلسلة الإقتصادية بكاملها، فتأثر القطاع الصناعي، الزراعي، العائلي وقطاع النقل ... الخ.

المطلب الأول: مساهمة التسيير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008

لم تلبث أن تحولت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 الى أزمة اقتصادية هزت الكيان الإقتصادي العالمي، حيث عملت السلطات جاهدة للخروج منها من خلال قيامها بإعداد وتنفيذ برامج إنقاذ من أجل إعادة الإستقرار للقطاعين المالي والإقتصادي على حد سواء، فكان الحل الوحيد للخروج من الأزمة هو تطبيق آلية التسيير الكمي أو ما يطلق عليه أحيانا برنامج شراء السندات والذي يهدف الى زيادة الطلب على أنواع محددة من الإئتمان، (بلرواغي، 2014.2013) وهذا بعدما فشل الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي في محاولته لخفض معدل الفائدة الى أقل من 0.25%، وبذلك اتجهت كل الأنظار نحو خطة الإدارة الأمريكية بضخ 700 مليار دولار في النظام المصرفي بهدف إنقاذه، ومن ثم إنقاذ الإقتصاد الأمريكي والعالمي أيضا، وقد أثارت هذه الخطة كثيرا من الجدل داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها والذي ظهر من خلال الموقف الأولي لمجلس النواب الأمريكي المتحفظ إزاء ضخ 700 مليار دولار حسب الخطة الأمريكية، والذي رأى أن مثل هذه العمليات قد ال تجدي نفعاً في معالجة الأزمة واحتواء تداعياتها، على اعتبار أن مثل هذه الإجراءات الحكومية ستكون في ظل أزمة وليس وفق تحول مدروس في السياسات المالية والنقدية.

الفرع الأول: مراحل مساهمة التسيير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008

أولاً: المرحلة الأولى (نوفمبر 2008)

لعل أهم تدخل في بداية الأزمة هو الذي ارتبط بما يسمى مخطط بولسون الذي خصص 700 مليار دولار لشراء الديون الرديئة (السندات المغطاة بالرهن العقاري) وابعادها عن محافظ البنوك حتى ال تنتشر عدواها، لكن تبين وبعد مرور ثلاثة أشهر على بدأ هذا البرنامج أن ضخ 700 مليار دولار لم تكن كافية لإخراج البنوك من النفق الذي وصلت إليه، وهو ما تطلب تخصيص اعتمادات إضافية في حدود 2000 مليار دولار لتوقيف المسار النهياري للمنظومة البنكية لشراء سندات مؤسسات عقارية وسندات الخزينة الأمريكية

طويلة الأجل واستمرت هذه المرحلة نحو 17 شهرا، وهدفت العملية السابقة الى تزويد البنوك بالسيولة من خلال شراء السندات العمومية والسندات الممثلة للقروض العقارية. (هدى هذباء يونسى، 2019).

ثانيا: مرحلة الثانية (نوفمبر 2010)

أعلن الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن بدء مرحلة ثانية من تطبيق آلية التيسير الكمي في نوفمبر 2010 لمدة 7 أشهر من خلال ضخ 600 مليار دولار إضافية من سندات الخزنة الأمريكية واستخدام عوائد الإستثمار على السندات القائمة لشراء سندات جديدة،¹ وهو ما أدى الى ارتفاع قيمة المشتريات الفعلية الى 800 مليار دولار، وبداية من سبتمبر 2011 أعلن الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن حزمة مختلفة من التيسير الكمي سميت ببرنامج مد آجال المستحقاق، والتي تهدف أساسا الى شراء سندات طويلة الأجل بقيمة 400 مليار دولار وذلك باستعمال عوائد بيع سندات ذات أجل قصير بنفس القيمة.

ثالثا: المرحلة الثالثة (مارس 2012)

انطلقت حزمة جديدة من التيسير الكمي في مارس 2012 من خلال قيام الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي بشراء كميات كبيرة من السندات بوتيرة 85 مليار دولار شهريا، هذه المرحلة اختلفت عن المرحلتين السابقتين في أن البرنامج لم يكن محددًا بحد أقصى لعمليات الشراء.

يمكن الإشارة هنا الى أن هذه الخطة المتبعة تعتبر أكبر تدخل حكومي في الواليات المتحدة الأمريكية منذ الكساد الكبير، حيث ساهمت في إنقاذ الكثير من البنوك والمؤسسات المالية وتم بها وقف النهيار وإعادة جزء من الهدوء والثقة للأسواق، بالإضافة الى تحفيز الشركات على الإستثمار، انتعاش الصادرات الأمريكية بسبب انخفاض قيمة الدولار، تحقيق البنك المركزي أرباح كبيرة من عمليات بيع السندات التي اشتراها سابقا وظهور تحسن كبير في أداء الإقتصاد الأمريكي رغم بقاء معدلات التضخم في مستويات أعلى من المستويات المستهدفة. (بوعلي، 2017)

الفرع الثاني: دور التيسير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية

بدأت أزمة الديون السيادية الأوروبية في نهاية عام 2009 وبداية عام 2010، حينما تراكم الدين الحكومي في ثلاثة بلدان من منطقة اليورو هي اليونان، إيرلندا والبرتغال والتي ما لبثت أن امتدت الى دول أوروبية أخرى وأصبحت خطرا يهدد بالانتشار في إيطاليا واسبانيا، وقد تسبب الركود في اقتصاديات دول الإتحاد الأوروبي الى

اللجوء الى ضخ السيولة في الإقتصاد لتحفيزه عن طرق الاستدانة الخارجية وهو ما نتج عنه نمو العجز في الدين السيادي. (بوعلي، 2017)

1- مفهوم وخصائص الديون السيادية

يعرف الدين السيادي على أنه دين مترتب على دولة ذات سيادة ومرتبطة بماليتها المالية، مقوم بعملة غير عملتها المحلية والتي غالبا ما تكون عملة دولية، وتنشأ أزمة الديون السيادية عندما تواجه الدولة تزايدا مستمرا في مستويات ديونها بحيث تصبح هذه المستويات من الدين والفوائد غير قابلة للسداد، ما يؤدي في النهاية الى التوقف عن خدمة ديونها وإعلان عجزها وحتى إفلاسها (طاهر هارون، 2009)

من خلال التعريف السابق يمكن أن نميز خاصيتين أساسيتين للديون السيادية هي: (مراد، 2009)

_ الديون السيادية هي ديون آمنة بشكل عام، غير أن ضخامة حجمها تجعل المخاطر الكامنة المصاحبة لها على الأسواق كبيرة جدا، وهذا في حال تعرض إحدى الدول المدينة إلى أزمة سيولة تهدد قدرتها على السداد في المواعيد المحددة للديون.

2- أسباب وتطور أزمة الديون السيادية الأوروبية

تعتبر أزمة الديون السيادية الأوروبية أخطر أزمة واجهها الإتحاد الأوروبي منذ تأسيسه، هددت بانهيار وأثارت مخاوف كبيرة حول مستقبل عملته الموحدة اليورو.

المطلب الثاني: دور سياسة التيسير الكمي في علاج أزمة كوفيد 19

لم يكن الإقتصاد العالمي قد تعافى بعد من هزة أسواق المال في العام 2008 حين حلت أزمة «كورونا»، والصحافة الاقتصادية الغربية كانت تحفل في العامين الماضيين بتقارير متشائمة تُحذر من أزمة مالية وشيكة بالنظر لتراجع معدلات النمو الاقتصادي في البلدان الرأسمالية وانتفاخ النظام المالي العالمي بالمزيد من الديون. تأتي أزمة الفيروس التاجي اليوم لتعمق الصدوع القائمة فعلاً ولتنقلها إلى درجة جديد من الحدّة على المستوى الاقتصادي. (صاري، 2013) من الأهمية أن نفرّق بين تداعيات تبني الحكومة الأميركية حزمة تحفيز في ظل أزمة وباء كورونا، وبين تصرفها نفسه في أزمة عام 2008.

ففي ذلك الوقت كانت حزمة التحفيز لمعالجة أخطاء ارتكبتها الشركات والبنوك والمؤسسات المالية، بينما هذه المرة، فإن وباء كورونا مثل تهديداً خارجياً فرض نفسه على الشركات والمؤسسات الاقتصادية والمالية في أميركا والعالم كله

وكانت سياسة التيسير الكمي في مقدمة السياسات المتبعة لتوفير الأموال اللازمة لإنعاش الاقتصاد، وهي السياسة التي تشتري فيها البنوك المركزية كميات كبيرة من الأصول المالية (السندات الحكومية أو سندات الشركات) باستخدام النقود المطبوعة في محاولة لتحفيز الاقتصاد عن طريق "ضخ" النقد مباشرة في الجهاز المصرفي، وتزيد هذه المشتريات من احتياطات البنوك، مما يمكنها من تقديم المزيد من القروض، وبهذه الطريقة، يتم تحقيق أثرين في نفس الوقت، تخفيض أسعار الفائدة وزيادة الأموال في النظام المصرفي. (سفيان خوجة عاملة، 2018) ونظرياً، تؤدي هذه السياسة إلى تزايد الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري وخلق المزيد من الوظائف. ويمكن أن يتخذ التيسير الكمي عدة أشكال، اعتماداً على الأصول التي يشتريها البنك المركزي، وممن تم شراؤها، وما هي الكميات.

أقدمت البنوك المركزية الكبرى في العالم على ضخ تلال من الأموال في الشرايين الاقتصادية خلال فترة قصيرة وبأحجام غير مسبوقه تقدر بتريليونات الدولارات، ومن أبرز الأمثلة على ذلك أن ما أعلنه مجلس الاحتياط الفيدرالي "البنك المركزي الأميركي" من برامج للطوارئ في ثمانية أيام فقط (من 14 إلى 23 مارس 2020) ثم الأربعة أشهر اللاحقة، يساوي تقريباً إجمالي البرامج التي نفذها في عام الأزمة العالمية 2008 بأكمله. (علي فلاح المناصيري، 2009) بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي برنامج التيسير الكمي بشراء فوري للسندات بقيمة 80 مليار دولار، لكنه اشترى ما لا يقل عن 700 مليار دولار من الأصول بعد ذلك. وكنتيجة لهذه السياسات، نمت محفظة الأوراق المالية للاحتياطي الفيدرالي من 3.9 تريليونات دولار إلى 6.6 تريليونات دولار خلال الفترة ما بين منتصف مارس وأوائل ديسمبر من العام الماضي.



مناقشة النتائج



مناقشة النتائج :

في ظل ما تشهده أغلب الاقتصاديات المتقدمة من تعافٍ هزيل من أزمة 2008 المالية، اضطرت بنوكها المركزية إلى الانتقال من السياسة النقدية التقليدية. خفض أسعار الفائدة عبر المشتريات من السوق المفتوحة لسندات الحكومة القصيرة الأجل. إلى مجموعة من السياسات غير التقليدية. وقد ظلّ النمو هزيلا برغم أن حد الصفر الاسمي لأسعار الفائدة. والذي كان في السابق مجرد احتمال نظري. تم بلوغه وتنفيذ سياسة سعر الفائدة صفر بالفعل. ولهذا، تبنت البنوك المركزية تدابير لم يكن لها وجود من قبل حتى ضمن أدوات السياسات قبل عشر سنوات فقط. والآن تستعد لتكرار الأمر نفسه.

- وكانت قائمة التدابير غير التقليدية طويلة وممتدة. فهناك التيسير الكمي، أو المشتريات من السندات الحكومية الطويلة الأجل، بمجرد أن أصبحت أسعار الفائدة القصيرة الأجل عند مستوى الصفر. وكان ذلك مصحوبا بتيسير الائتمان، والذي اتخذ هيئة شراء البنك المركزي للأصول الخاصة أو شبه الخاصة. مثل الرهن العقاري والأوراق المالية المدعومة بالأصول، والسندات المغطاة، وسندات الشركات، وصناديق الائتمان العقارية، بل وحتى الأسهم عن طريق الصناديق المتداولة في البورصة. وكان الهدف خفض الفوارق الائتمانية الخاصة (الفارق بين العائدات على الأصول الخاصة وتلك على السندات الحكومية ذات تواريخ الاستحقاق المماثلة)، وتعزيز أسعار الأصول الخطرة الأخرى مثل الأسهم والعقارات، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

- ثم رأينا "التوجيه المسبق"، الالتزام بالإبقاء على أسعار الفائدة الرسمية عند مستوى الصفر لفترة أطول من تلك التي قد تبررها الأسس الاقتصادية، وبالتالي خفض أسعار الفائدة الأقصر أمدا إلى مستويات أدنى. على سبيل المثال، يعني الالتزام بالإبقاء على أسعار الفائدة عند مستوى الصفر لمدة ثلاث سنوات على سبيل المثال أن أسعار الفائدة على الأوراق المالية التي قد تصل تواريخ استحقاقها إلى ثلاث سنوات لا بد أن تهبط أيضا إلى الصفر، خاصة وأن أسعار الفائدة المتوسطة الأجل تقوم على التوقعات بشأن أسعار الفائدة القصيرة الأجل على مدى السنوات الثلاث التالية. ولتحديد الأسقف، استعين بتدخلات غير مُعقّمة في سوق العملة لتعزيز الصادرات من خلال إضعاف قيمة العملة.

- وقد نجحت هذه السياسات حقا في خفض أسعار الفائدة الطويلة والمتوسطة الأجل على السندات الحكومية، وسندات الرهن العقاري. كما عملت على تضيق الفوارق الائتمانية على

الأصول الخاصة، وتعزيز سوق البورصة، وإضعاف قيمة العملة، وخفض أسعار الفائدة الحقيقية من خلال زيادة توقعات التضخم. وعلى هذا فقد كانت فعالة جزئياً.

- ولكن في أغلب الاقتصاديات المتقدمة، ظل النمو (والتضخم) منخفضاً بشكل عنيد. وكانت الأسباب وراء ذلك وفيرة. فنظراً لجهود تقليص الديون المرتفعة الخاصة والعامّة، كانت السياسات النقدية غير التقليدية قادرة على منع الركود الشديد والانكماش الصريح؛ ولكنها لم تتمكن من جلب النمو القوي ورفع معدل التضخم إلى 2%.

- علاوة على ذلك، لم يكن مزيج السياسات المعمول بها هو الأمثل. ففي حين تستطيع السياسة النقدية أن تلعب دوراً مهماً في تعزيز النمو والتضخم، هناك احتياج إلى السياسات البنوية لزيادة النمو المحتمل ومنع الشركات والأسر والبنوك والحكومة من التحول إلى موتى أحياء عاجزين بشكل مزمن عن الإنفاق بسبب الديون المفرطة. وكانت السياسات المالية أيضاً ضرورية لدعم الطلب الكلي.

- من المؤسف أن الاقتصاد السياسي لأغلب الإصلاحات البنوية. وما يترتب عليها من تكاليف مقدمة وفوائد متأخرة. يستلزم ضمناً حدوثها ببطء. ومن ناحية أخرى، كانت السياسة المالية مقيدة في بعض البلدان بفعل العجز المرتفع والديون (الأمر الذي يعرض القدرة على الوصول إلى الأسواق للخطر)، وفي بلدان أخرى (منطقة اليورو، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة على سبيل المثال) بسبب ردود الفعل السلبية ضد المزيد من التحفيز المالي، وهو ما أدى إلى فرض تدابير التقشف التي تقوض النمو في الأمد القريب. لذا، سواء شئنا أو أبينا، أصبحت البنوك المركزية ولا تزال الخيار الوحيد المتاح عندما يتعلق الأمر بدعم الطلب الكلي، ورفع معدلات تشغيل العمالة، ومنع الانكماش.

- ونتيجة لهذا، أصبحت السياسات النقدية غير التقليدية ذاتها. الراسخة الآن منذ ما يقرب من عشر سنوات. تقليدية بحكم الأمر الواقع. وفي ضوء النمو الضعيف المستمر وخطر الانكماش في أغلب الاقتصاديات المتقدمة، سوف يكون لزاماً على صناعات السياسات أن يواصلوا نضالهم منفردين ضد مجموعة جديدة من السياسات النقدية "غير التقليدية غير التقليدية".

- وقد بدأ تنفيذ بعضها بالفعل. على سبيل المثال، أصبحت أسعار الفائدة السلبية ممارسة معتادة الآن في سويسرا والسويد والدنمرك ومنطقة اليورو واليابان، حيث تفرض الضرائب على الاحتياطات الفائضة التي تحتفظ بها البنوك لدى البنوك المركزية نتيجة للتيسير الكمي بفائدة سلبية. وقد تحول صناعات السياسات من العمل على كمية المال (التيسير الكمي، والتيسير الائتماني، والتدخل في سعر صرف النقد الأجنبي) إلى العمل على أسعار المال (أولاً من خلال سياسة أسعار

الفائدة صفر، ثم التوجيه المسبق، والآن من خلال سياسة أسعار الفائدة السلبية). والآن أصبحت أسعار الفائدة الاسمية سلبية ليس فقط على القروض لليلة واحدة، بل وأيضا على سندات الحكومة ذات العشر سنوات. والواقع أن ما تبلغ قيمته نحو 6 تريليون دولار أميركي من سندات الحكومة في مختلف أنحاء العالم أصبح عائدها الاسمي اليوم سلبيا.

- قد تتألف المرحلة التالية من السياسة النقدية غير التقليدية غير التقليدية . إذا سجلت مخاطر الركود والانكماش والأزمة المالية ارتفاعا حادا . من ثلاثة عناصر. فأولا، ربما تفرض البنوك المركزية ضريبة على الأموال النقدية لمنع البنوك من محاولة تجنب ضريبة سعر الفائدة السليبي على الاحتياطيات الفائضة. ومع عجز البنوك عن التحول إلى النقد (وبالتالي كسب أسعار فائدة صفر)، ربما تسلك البنوك المركزية مسارا أكثر سلبية في التعامل مع أسعار الفائدة.

- ثانيا، من الممكن أن يتطور التيسير الكمي إلى "الإسقاط بالهليوكوبتر" للأموال النقدية أو التمويل النقدي المباشر من خلال البنوك المركزية للعجز المالي الأكبر. والواقع أن الجلبة الأخيرة في السوق كانت تدور حول الفوائد المترتبة على التحويل النقدي الدائم للعجز العام والديون العامة. فضلا عن ذلك، في حين عاد التيسير الكمي بالفائدة على أصحاب الأصول المالية من خلال تعزيز أسعار الأسهم والسندات والعقارات، فقد غدى أيضا فجوة التفاوت المتزايدة الاتساع بين الناس. وإسقاط المال بالهليوكوبتر (من خلال الإعفاءات الضريبية أو التحويلات الممولة بالاستعانة بأموال نقدية مطبوعة حديثا) من شأنه أن يضع المال بشكل مباشر في أيدي الأسر فيؤدي هذا إلى تعزيز الاستهلاك في نهاية المطاف.

- وثالثا، من الممكن أن يتوسع التيسير الائتماني من قبل البنوك المركزية، أو شراء الأصول الخاصة، إلى حد كبير. ولنتأمل هنا المشتريات المباشرة من الأسهم، وسندات الشركات العالية المخاطر، وقروض البنوك المعدومة.

- إذا كانت السياسات النقدية غير التقليدية غير التقليدية تبدو مجنونة بعض الشيء، فربما يجدر بنا أن نتذكر أن الكلام نفسه قيل عن السياسات "غير التقليدية التقليدية" قبل بضع سنوات فقط. وإذا ظلت الظروف الحالية في الاقتصادات المتقدمة باقية لمدة عشر سنوات من الآن، فربما يتحول إسقاط المال بالهليوكوبتر، وتحويل الديون إلى نقد، وفرض الضريبة على الأموال النقدية، إلى التيسير الكمي، والتيسير الائتماني، والتوجيه المسبق، وأسعار الفائدة صفر، وأسعار الفائدة السلبية الجديدة. فالأوقات العصيبة تتطلب اتخاذ تدابير يائسة.



خاتمة



الخاتمة :

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 الأمريكي 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 أثار قدرا كبيرا من عدم التأكد حول درجه امان الوظائف وانخفضت بالتالي درجه 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 من استعادة النشاط بأخذ النمط المستدام فان معدلات التوظيف والنمو سترتفع و حتى يحدث ذلك لابد 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 كما لإضافة إلى فرض بعض القيود على البنوك التجارية جعلتها تقبل هذا 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 لابد 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 أدوات 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 كالتالي :
 - أ- الحفاظ على معدلات الفائدة ضمن الحدود التي يرغبها البنك المركزي المعني كما في الولايات المتحدة اليابان .

- 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 و اليابان
- 3- بينت الأبحاث النظرية والتحليلات الأولية ان للتيسير 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 نظرتهم المتشائمة للآثار بعيدة المدى له على أسعار صرف العملات وعلى معدلات التضخم ، لأنه يساهم في زيادة الكتلة النقدية 5 .
- 5- لقد أعلن المسؤولون في البنوك المركزية التي مارست التسهيل الكمي مرارا لأن 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 واضطرارها 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 ويحفز من الإنفاق والاستثمار
- 7- يظهر من خلال متابعة مجريات الاقتصاد العالمي أن رهان الدول الكبرى على نجاح سياسة أسعار الفائدة السالبة يعتمد أولا 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 الانفاق والاستثمار داخل البلد .
- 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 ، 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 التي تستخدم كل مرة و الحدود التي لا تؤثر سلبا على المتغيرات الاقتصادية . (أسانة، 2017/2018)



قائمة المصادر و المراجع



قائمة المصادر والمراجع :

- المدير التنفيذي لشركة أوليمبوس لصناعة منتجات البصريات . وودفورد ,م ولد في 12 يونيو 1960). Brevet n° المملكة المتحدة
- البورصات والهندسة المالية النجار ,ف ..(1999). الاسكندرية : - مؤسسة شباب الجامعة
- البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال الجزء الثاني مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية . الجزائر :ديوان المطبوعات الجامعية. عطون ,م .(2000). الاسواق النقدية والمالية
- الاوراق المالية وأسواق رأس المال هندي ,م .ا .(2002). الاسكندرية .- منشأة المعارف
- البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات (2003) م ض الموسوي مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية .
- بورصات الأوراق المالية السيسي ,ص .ا ..(2003). القاهرة:عالم الكتب للنشر والتوزيع
- الاستثمار بالأوراق المالية. أرشد فؤاد التميمي ,أ. ع .(2004). عمان :دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات . (2005) م م الداغر . دار الشروق للنشر والتوزيع . عمان
- العولمة المالية وإمكانات التحكم (2005) اع الشرقاوي . دار الفكر الجامعي .الاسكندرية
- السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق .أندراوس ,ع .و .(2005) . الإسكندرية :مؤسسة شباب الجامعة.
- المشتقات المالية ودورها في اغدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها رضوان ,س .ع . (2005)القاهرة :دار النشر للجامعات.
- الأسواق المالية والدولية موسى ,ر .أ ..(2005). الأردن :دار المعتز للنشر والتوزيع.
- التسيير المالي(الادارة المالية). (إلياس بن سامي ,ي .ق .(2006). عمان :دار وائل للنشر والتوزيع
- النقود والبنوك والمؤسسات المالية عبد الله الطاهر ,م .ع ..(2006). الأردن :مركز يزيد للنشر.
- ادارة الاستثمارات. مطر ,م .(2006). عمان :دار وائل للنشر والتوزيع
- النظرية العامة للتوظيف والفائدة والنقد : united kingdom .كينز ,ج .م .(2007). ويكيبيديا الموسوعة الحرة.
- الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الشواورة ,ف .م ..(2008). عمان :دار وائل للنشر والتوزيع.

- *عولمة الاقتصاد والتحول لاقتصاد السوق في الدول العربية الكفري, م. ع. (2008). دمشق: إتحاد الكتب العربية*
- *أسواق الاوراق المالية. حسين, ع. (2008). عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع*
- *العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لراس المال. خطيب, ش. ج. (2008). عمان: دار مجدلاوي للنشر والتوزيع.*
- *الأزمة المالية والفساد العالمي. الإسكندرية: منشأة المعارف. محمود, ر. (2009).*
- *الأزمة المالية العالمية الاسباب الآثار وسياسات مواجهتها. مراد, ن. (2009). الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحركة العالمية. الجزائر: جامعة فرحات عباس سطيف.*
- *الأزمة المالية العالمية حقيقتها.. أسبابها.. تداعياتها.. وسبل العلاج. علي فلاح المناصيري, و. ع. (2009). كلية الاقتصاد والعلوم الادارية, الاردن: جامعة الزرقاء الخاصة.*
- *الأزمة المالية العالمية الراهنة, أسبابها أليات انتشارها والآثار المترتبة عنها طاهر هارون, ن. ع. (2009). الصفحة 6. قسنطينة, الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الاسلامية, الجزائر: جامعة الأمير عبد القادر.*
- *الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الرأسمالية من بين أنقاض الرأسمالية النابلسي, م. ر. (2009). دمشق: دار الفكر.*
- *إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. المومني, غ. ف. (2009). عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع*
- *الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية. الحميد, ع. ا. (2009). الاسكندرية: الدار الجامعية.*
- *الأزمة المالية واصلاح النظام المالي العالمي. النجار, ا. ع. (2009). الاسكندرية: الدار الجامعية.*
- *الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي. شنتاوي, ز. س. (2009). الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.*
- *الأسواق المالية والدولية. صافي, أ. ا. (2009). عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع.*
- *الأزمات المالية العالمية الأسباب الآثار و المعالجات. اللطيف, إ. م. (2011). جامعة سانت كليمانتس العالمية العراق. قسم الاقتصاد العام, العراق: جامعة سانت كليمانتس العالمية.*
- *السياسة النقدية غير التقليدية. صاري, ع. (2013). المجلة الجزائرية للعولمة والسياسيات الاقتصادية,*

- سياسة التيسير الكمي كآلية للحد من الأزمة المالية العالمية 2008 في الوم 2, p. 39. رمضان مروة , ب.ك. (2023, 12 12). أ.
- تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأوروبية ومتوسطة دراسة حالة الجزائر. بلرواغي, ن (2014.2013). كلية الاقتصاد, بسكرة, الجزائر: جامعة محمد خيضر بسكرة.
- الأزمة المالية العالمية وخطة الانقاذ الأمريكية. الكريم, ع. ف. (2015). العراق: البنك المركزي العراقي المديرية العامة للاستثمارات قسم ادارة المخاطر.
- أثر الصدمات النقدية في الاستقرار الاقتصادي كاظم, إ. ع. (2016). كربلاء: جامعة كربلاء كلية الادارة والاقتصاد.
- السياسة النقدية ودورها في مواجهة الازمات المالية. شهرزاد, ب. (2018). كلية الاقتصاد, تيارت: جامعة ابن خلدون.
- جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية. بوعلي, ب. ش. (2017). مجلة اقتصاديات شمال افريقيا, العدد 16 الصفحة 60.
- أزمة الديون السيادية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية. سفيان خوجة عالم, م. ق. (2018). مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي. 79-85.
- أثر التمويل غير التقليدي على التضخم دراسة تجارب بعض الدول مع الاشارة إلى حالة الجزائر. بربوشي بوجمعة, ع. ع. (2018). أدرار: جامعة العقيد أحمد دراية.
- أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر. هدى هذباء يونس, م. م. (2019). جوان (30) مجلة آفاق علمية. تامنغست, المركز الجامعي أمين العقال الحاج موسى أق أجموك لتامنغست, الجزائر: المجلد 11 العدد 2 ص 21.
- دراسة تحليلية لفعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة الأزمات المالية. أمينة, د. (2020). 2(01). مجلة البديل الإقتصادي. pp. 102-119.
- فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو. نبيلة, د. (2021).
- الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية عادل, م. (2021). ورقلة, كلية العلوم الاقتصادية, الجزائر: جامعة قاصدي مرياح ورقلة.

قائمة المصادر والمراجع

- الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية. رتيبة, ع. (2021). كلية الاقتصاد, المدية: جامعة يحيى فارس.
- دراسة تحليلية لتأثير التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري. بن جامع منال, ف. ا. (2021). قالمة: جامعة 08 ماي. 1945.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور التيسير الكمي باعتباره أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والتي ظهرت بعد 2008، في مواجهة الأزمات المالية التي تتعرض لها الدول سواء كانت منفردة أو ظل تجمعات اقتصادية ونقدية؛ وعليه سيتم تسليط الضوء على التجربة الأمريكية والأوروبية في اعتماد برنامج التيسير الكمي لمواجهة الأزمات وتحقيق مؤشرات اقتصادية إيجابية .

كما تهدف إلى إبراز وتحليل دور التيسير الكمي ضمن استخدام السياسات النقدية غير التقليدية وإدارتها خاصة في حالة الوضع الحالي للاقتصاد العالمي ، حيث يتم إبراز دور السياسة النقدية غير التقليدية في حل المشاكل الاقتصادية بوسائل مبتكرة في فترة الأزمات، ثم تحليل فعالية الأدوات غير التقليدية في ذلك، خاصة مع توجه معظم دول العالم لهذه السياسة .