

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف - المسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

فرع: علوم اقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم اقتصادية

رقم:

عنوان الموضوع

دور التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية - دراسة حالة أزمة الرهن العقاري لسنة 2008-

مذكرة مقدمة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تحت إشراف الأستاذ:
- بنابي فتيحة

من إعداد الطالبين:
- ثامر والي
- عبد القاني فاتح

أعضاء لجنة المناقشة:

| اللقب والاسم | الجامعة | الصفة |
|-------------------|---------------|--------------|
| النذير عبد الرزاق | جامعة المسيلة | رئيسا |
| بنابي فتيحة | جامعة المسيلة | مشرفا ومقررا |
| قدوري نور الدين | جامعة المسيلة | مناقشا |

السنة الجامعية: 2019/2018



شكر و تقدير:

اللهم لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك على ما يسرت لنا في هذا العمل المتواضع حتى
خرج إلى النور فسبحانك لا إله إلا أنت أستغفرك وأتوب إليك.

ثم لا يسعنا إلا أن نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة الدكتورة بنايبي فتيحة لقبوله الإشراف على هذه الرسالة
أولاً، وللتسهيلات والتوجيهات التي منحها لنا ثانياً ولجميل صبره وحسن معاملته معنا ثالثاً، كما أنه لم ييخلنا بوقته
الثمين في تتبع بنيات هذا العمل من بدايته إلى نهايته فجزاه الله عنا ألف خير.

كما يجدر أن نتقدم أيضاً بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الأجلاء الذين نهلنا من معينهم طيلة مرحلة دراسة
الماستر، إذ أضاءوا لنا الطريق وشرحوا ما غمض و التبس معناه في أذهاننا.

كما نتقدم بالشكر والعرفان إلى كل من ساعدنا ومد لنا يد العون من قريب أو بعيد.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والتقدير إلى السادة أعضاء اللجنة على قبولهم مناقشة هذه المذكرة وصرف جزء
من وقتهم الثمين لأجل قراءتها.

فإننا نسأل أن يزيدنا علماً وينفعنا بما علمنا إنه ولي ذلك والقادر عليه وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

إهداء:

إلى التي تحمل أحف كلمة نطق بها اللسان، ووضعت تحت قدميها الجناح، كانت الملاذ والمأوى سر السعادة و
النجوى، نبع الحنان، ومبعث الأمان...لكي أمي.

إلى من خطى درب الصعاب من أجلنا، صاحب القلب الكبير، تاج رأسي إلى رمز العطاء، الذي علمني أن
الحياة كفاح ونضال، فبعث في روحي الحياة، وقوة الدفاع

... لك أبي.

أسأل الله سبحانه و تعالى أن يطيل في عمرهما على الطاعة، و أن يمنحهما الصحة و العافية، و أن يجعل
عاقبتهم جنة عرضها السموات والأرض.

إلى القلوب التي أحاطتني بالجد و الرعاية، ورافقتني في دروب الحياة إخواني وأخواتي، كل الأهل والأقارب.

إلى كل من ألقى بهم، وسرت معهم على درب العلم و التعلم، إلى الأصدقاء، رمز الوفاء والعطاء، و كل طلبة
الماستر في العلوم الاقتصادية، فرع نقدي وبنكي دفعة 2018-2019.

إلى هؤلاء وأولئك، نهدى ثمرة جهدنا... ونهدى هذا العمل المتواضع

الطالبين: والي ثامر

عبد القاي فاتح

فهرس المحتويات



فهرس المحتويات

| الصفحة | المحتويات |
|--|---|
| - | تشكرات |
| - | إهداء |
| - | فهرس المحتويات |
| - | قائمة الأشكال والجداول |
| أ - د | المقدمة العامة |
| الفصل الأول: الإطار النظري للتوجهات الحديثة للسياسة النقدية | |
| 02 | تمهيد |
| 03 | المبحث الأول: مفهوم السياسة النقدية |
| 03 | المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية |
| 03 | المطلب الثاني: أهم النظريات المفسرة للسياسة النقدية |
| 07 | المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية |
| 10 | المبحث الثاني: مفاهيم حول التوجهات الحديثة للسياسة النقدية |
| 10 | المطلب الأول: تعريف التوجهات الحديثة للسياسة النقدية |
| 12 | المطلب الثاني: التسيير الكمي كأداة حديثة للسياسة النقدية |
| 13 | المطلب الثالث: معدل الفائدة السالب كأداة حديثة للسياسة النقدية |
| 16 | خلاصة الفصل |
| الفصل الثاني: الاطار النظري للأزمات المالية | |
| 18 | تمهيد |
| 19 | المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية |
| 19 | المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية |
| 19 | المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية |
| 20 | المطلب الثالث: أهم الأزمات المالية |
| 23 | المبحث الثاني: أنواع ومؤشرات الأزمات المالية و أسبابها الاقتصادية |
| 23 | المطلب الأول: أنواع الأزمات المالية |

| | |
|---|--|
| 24 | المطلب الثاني: الأسباب المؤدية إلى ظهور الأزمات المالية |
| 25 | المطلب الثالث: المؤشرات الاقتصادية للازمات المالية. |
| 27 | خلاصة الفصل |
| الفصل الثالث: دراسة حالة أزمة الرهن العقاري | |
| 29 | تمهيد |
| 30 | المبحث الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية (أزمة الوعاء العقاري) 2008 |
| 30 | المطلب الأول: الاطار العام للأزمة العالمية (2008) |
| 33 | المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية |
| 35 | المبحث الثاني: دور سياسة التسيير الكمي في معالجة أزمة الرهن العقاري (2008) |
| 35 | المطلب الأول: دور سياسة التسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية |
| 39 | المطلب الثاني: تجربة سياسة التسيير الكمي في اليابان |
| 41 | المطلب الثالث: تجربة سياسة التسيير الكمي الاتحاد الأوروبي |
| 45 | المبحث الثالث: دور معدل الفائدة السالب في معالجة أزمة الرهن العقاري |
| 45 | المطلب الأول: دور معدل الفائدة السالب في الاتحاد الأوروبي |
| 46 | المطلب الثاني: دور معدل الفائدة السالب في اليابان |
| 49 | خلاصة الفصل |
| 51 | الخاتمة العامة |
| 55 | قائمة المراجع |

قائمة الأشكال

والجداول



قائمة الأشكال والجداول

قائمة الأشكال:

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|--|-------|
| 38 | معدلات أهم المؤشرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (2007-2017) | 01 |
| 41 | تطور معدلات النمو والبطالة والتضخم في اليابان للفترة 2007-2016 | 02 |
| 44 | تطور معدلات النمو والتضخم والبطالة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2007-2016 | 03 |
| 46 | تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2014-2016) | 04 |
| 48 | تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في اليابان خلال الفترة (2007-2016) | 05 |

قائمة الجداول:

| الصفحة | عنوان الجدول | الرقم |
|--------|--|-------|
| 36 | تطور أداء أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2007-2009) | 01 |
| 40 | تطور أداء أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2010-2017). | 02 |
| 42 | تطور أداء أهم المؤشرات الاقتصادية في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2007-2016) | 03 |
| 45 | تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2014-2016) | 04 |
| 46 | تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في اليابان خلال الفترة (2014-2016) | 05 |

المقدمة العامة



المقدمة العامة:

ساهم تطور الفكر النقدي بتحديد معالم السياسة النقدية بمفاهيم وخصائص وأهداف وأدوات، واصبحت السياسة النقدية تشكل إلى جانب السياسة المالية أحد أدوات السياسة الاقتصادية، التي تملك قدرة كبيرة في التأثير على الأوضاع الاقتصادية السائدة وحتى المستقبلية، إذ عادة ما تلجأ البنوك المركزية إلى استعمال مختلف أدوات السياسة النقدية بغية تحقيق أهدافها، التي عادت ما تصنف من طرف الاقتصاديين إلى أدوات كمية تؤثر في كمية النقود، وأدوات كيفية تؤثر في نوعية الائتمان وكلفته.

ومع التطور الذي شهدته المعاملات المالية وأدوات التمويل في الأسواق المالية للدول المتقدمة، ظهرت أوضاع اقتصادية جديدة لم يسبق للبنوك المركزية التعامل معها، حيث عجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية عن معالجة الأزمات المالية التي مست أغلب اقتصاديات الدول المتقدمة، وفي مقدمتها أزمة الكساد 1929، التي انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي وخلقت حالة من الركود الاقتصادي، مما دفع بعض البنوك المركزية في الدول المتقدمة إلى استخدام تدابير وإجراءات جديدة للتعامل مع الأوضاع السائدة، ومحاولة كسر حالة الجمود التي سادت من خلال إعادة الاستقرار للقطاع المالي والنشاط الاقتصادي، عرفت هذه الإجراءات في ما بعد بالتوجهات الحديثة للسياسة النقدية، ويعد التسيير الكمي ومعدل الفائدة السالب من أهم أدواتها، ونظرا إلى أنه نادرا ما يستخدمان فأهما من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في ظروف غير طبيعية مثل الأزمات المالية.

وقد برز تطبيق البنوك المركزية لهذه الأدوات غير التقليدية خلال الأزمة المالية 2008/2007 خاصة، بعد أن فشلت في إيجاد حل لهذه الأزمة بواسطة الأدوات التقليدية.

مما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي لهذا البحث المتمثل:

1- طرح الاشكالية:

- ما هو دور التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في معالجة أزمة الرهن العقاري 2008؟

ويندرج تحت هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

✓ كيف يمكن للسياسة النقدية التأثير على اهداف السياسة الاقتصادية الكلية؟

✓ ماهي الاجراءات الحديثة للسياسة النقدية المتبعة في معالجة الأزمات المالية؟

✓ الى أي مدى كان استخدام الأدوات الحديثة للسياسة النقدية فعالا في معالجة أزمة الرهن العقاري 2008؟



2- فرضيات البحث:

كإجابة أولية عن هذه التساؤلات الفرعية نقترح الفرضيات التالية:

أ. تعمل السياسة النقدية في التأثير على اهداف السياسة الاقتصادية من خلال عدة ادوات مباشرة وادوات اخرى غير مباشرة.

ب. تعتبر سياسة التسيير الكمي ومعدل الفائدة السالب من أهم الأدوات المستخدمة في معالجة أزمة الرهن العقاري.

ج. لقد كان استخدام الأدوات الحديثة للسياسة النقدية فعالا في معالجة أزمة الرهن العقاري 2008، من خلال زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

3- أهمية البحث:

تتبع أهمية الدراسة كونها من الدراسات النظرية الحديثة التي تتناول الأدوات الحديثة التي عرفتها السياسة النقدية بعد الأزمة المالية 2008، والتي تم استخدامها بشكل كبير من طرف العديد من الدول لمحاولة الخروج من أزمة الرهن العقاري.

4- أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في تسليط الضوء على ابرز المسائل الاقتصادية المعاصرة، ألا وهي الأزمات المالية التي أصبحت تشكل هاجسا حقيقيا أمام النمو الاقتصادي للدول، حيث أننا نسعى للإحاطة بعدة جوانب خاصة بهذه الظاهرة كأسباب نشوبها وأنوعها وأهم النظريات المفسرة لها، كما يهدف هذا البحث إلى تحليل أكبر أزمة مالية شهدها العالم ألا وهي الأزمة العالمية 2008 وكذا التطرق إلى تداعياتها على بعض الدول.

تهدف ايضا عبر هذا البحث إلى تسليط الضوء على السياسة النقدية التي تم اللجوء إلى أدواتها المختلفة للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، والتطرق إلى الأدوات الحديثة التي لجأت لها غالبية البنوك المركزية في الدول المتقدمة لمعالجة الأزمة المالية 2008/2007.

5- أسباب اختيار الموضوع:

إن السبب الرئيسي الذي دفعنا إلى اختيار هذا الموضوع ليكون محلا للبحث هو رغبتنا في مواكبة البحوث الاقتصادية الراهنة التي أصبحت تولي عناية خاصة لدراسة وتحليل المشكلات الاقتصادية، وكذلك السعي إلى معرفة الأدوات التي تم استعمالها لمعالجة مثل هذه المشاكل، فتفحصنا للمشاكل التي تواجه الاقتصاد العالمي عموما والاقتصاد الدولي خاصة، مما يدفعنا إلى القول بأن الأزمات المالية وسبل معالجتها تعتبر اليوم من بين القضايا الأساسية المطروحة

للتقاش على الصعيدين العلمي والعملي، وعليه نسعى من خلال هذه الدراسة العلمية إلى تقديم إضافة ولو بسيطة للبحوث الاقتصادية التي تتناول قضية الأزمات المالية وسبل معالجتها.

6- منهج الدراسة:

قصد اختبار مدى صحة الفرضيات سابقة الذكر ومسيرة منا للتطور التحليلي لموضوع البحث اعتمدنا على منهجية نعتبرها الانسب في دراسة مثل هذا الموضوع وأكثر ملائمة له تعمل على تعامل مع عدة مع عدة مناهج بطريقة مكتملة.

تم الاستعانة في إنجاز هذا البحث بالمنهج الوصفي الذي يسمح لنا بعرض عدة عناصر أساسية على غرار توجهات حديثة لسياسة النقدية والتسلسل الزمني لأحداث الأزمات المالية ، واعتمدنا المنهج التحليلي الذي يمكننا من فهم وتوضيح التوجهات الحديثة للسياسة النقدية وفعالية أدواتها في معالجة الأزمة المالية 2008.

7- حدود الدراسة:

- الإطار المكاني للدراسة:

يقتصر الإطار المكاني للدراسة في التعرف على مدى فعالية السياسة النقدية الحديثة في معالجة الأزمة المالية 2008 (أزمة الرهن العقاري)، التي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت لباقي دول العالم خاصة الأوروبية منها.

- الاطار الزمني لدراسة:

يشمل الاطار الزمني للدراسة الفترة التي حدثت فيها أزمة الرهن العقاري 2008.

8- صعوبات الدراسة:

واجهنا خلال فترة قيما بأعداد هذه الدراسة العديد من الصعوبات أهمها:

● ندرة الدراسات التي تناولت دور التوجهات الحديثة لسياسة النقدية في معالجة الأزمات وتحديد مدى فعالية هذه التوجهات التي انتهجتها بعض الدول على غرار الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي واليابان.

● قلة توفر المراجع المتعلقة بدراسة هذا البحث.

9- الدراسات السابقة :

لقد حظيت موضوع السياسة النقدية بعدة دراسات وأبحاث من طرف مختصين في الميدان النقدي، فكل موضوع نجد فيه العلاقة بين السياسة النقدية وأحد أهدافه سواء من الأطروحات أو المداخلات في الملتقيات أو في المجالات وأهمها:

- عبد الحق قاضي، مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، دراسة حالة، أزمة الرهن العقاري، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.

- محمد الأمين وليد طالب، تحت عنوان "دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية"، حالة البنك المركزي الأوروبي BCE، و الأزمة المالية (2007/2008). أطروحة دكتوراه، 2016.

تناولت هذه الدراسة كيفية معالجة الأزمات المالية التي مر بها الاقتصاد من طرف البنوك المركزية، حيث اصبح هدف تحقيق الإستقرار المالي وما يقتضيه من معالجة الازمات المالية من الاهداف الرئيسية للبنوك المركزية، واطهرت الدراسة انتهاز البنوك المركزية لأدوات جديدة للسياسة النقدية تكون أكثر فعالية والقدرة على مجارات الازمات المالية، وذلك باستعمال مجموعة من الادوات الحديثة التي تمثلت اساسا في سياسة التيسير الكمي والتيسير النوعي.

- بناي فتيحة، تحت عنوان "السياسة النقدية، النمو الاقتصادي"، دراسة نظرية، مذكرة ماجستير، (2008-2009)، جامعة بومرداس، الجزائر.

تناولت هذه الدراسة اهم هدف تسعى الحكومات الى تحقيقه ويتمثل في النمو الاقتصادي وذلك من خلال سياستها الكلية التي من بينها السياسة النقدية، هذه الاخيرة تؤثر على النمو الاقتصادي. ومعظم الاقتصاديين يقرون بهذا التأثير، فزيادة ضخ الكتلة النقدية يساهم في تشجيع النشاط الاقتصادي وبالتالي النمو الاقتصادي إذا كانت هذه الزيادة معقولة وتتماشى مع طاقات الإنتاج الحقيقي، وخلصت الدراسة إلى أن الزيادة الكبيرة في النمو الاقتصادي قد تسبب في ضغوط تضخمية تؤثر سلبا على الادخار والاستثمار حيث أن ارتفاع معدل التضخم يخفض من قيمة الادخار، الذي يدفع بالعائلات الى التقليل من ادخاراتها وتوجيه حجم أكبر من الدخل للاستهلاك، انخفاض الادخار يؤثر سلبا على مستويات الاستثمار وبالتالي الدخل القومي مما يخفض من معدلات النمو الاقتصادي.

10- هيكل البحث:

من أجل مناقشة الموضوع والإمام بجوانبه تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول جانب نظري وجانب تطبيقي. الجانب النظري اشتمل على فصلين، تناولنا في الفصل الأول مفهوم السياسة النقدية من حيث التعريف وأهم أدواتها، ثم في الفصل الثاني تطرقنا لدراسة أهم الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها. أما الجانب التطبيقي فتناولنا فيه دراسة تطبيقية لدور التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في معالجة الأزمات وبالتحديد الأزمة المالية العالمية 2008، وذلك بتطبيق هذه الأدوات من طرف بعض الدول كمحاولة لمعالجة تداعيات الأزمة المالية العالمية.

الفصل الأول

الإطار النظري للتوجهات الحديثة

للسياسة النقدية



تمهيد:

تتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال السياسة النقدية التي يتم التخطيط لها في البنك المركزي، بهدف تحقيق جملة من الأهداف المسطرة للسياسة الاقتصادية، وذلك بتطبيق مجموعة من الأدوات النقدية سواء التقليدية أو الحديثة، التي كان بروزها ابان فترة الأزمات المالية، حيث طبقت من طرف عديد من البنوك المركزية كأسلوب حديث للسياسة النقدية أو ما يعرف بالسياسة النقدية غير التقليدية، التي استهدفت متغيرات اقتصادية كمية غير معتادة في البنوك المركزية كمعدل الفائدة السالب وسياسة التيسير الكمي .

وللتفصيل أكثر في مختلف المفاهيم المتعلقة بالتوجهات الحديثة للسياسة النقدية قسمنا هذا الفصل الى مبحثين:

- المبحث الأول: مفهوم السياسة النقدية.

- المبحث الثاني: مفهوم التوجهات الحديثة للسياسة النقدية .

المبحث الأول: مفهوم السياسة النقدية

ظهر مصطلح السياسة النقدية مع بداية القرن السابع عشر، ثم تطور مع تطور المراحل المختلفة، ولدراسة السياسة النقدية لا بد من تعريفها كمطلب أول، ثم التطرق إلى أهم النظريات المفسرة لها عبر المدارس الثلاث، الكلاسيكي والكينزي والنقدوي، أما فيما يخص الأدوات التقليدية لها فنوجزها في المطلب الثالث.

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية

قدم الاقتصاديون عدة تعريفات للسياسة النقدية جاءت في غالبيتها متقاربة، ومن هذه التعاريف نجد :

التعريف الأول: السياسة النقدية هي أحد مكونات السياسة الاقتصادية، ويقصد بها مجموعة من الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية للتحكم في عرض النقود والرقابة على الائتمان¹.

التعريف الثاني: تعريف "جورج باربونت" هي مجموعة من التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية، قصد إحداث أثر على الاقتصاد، من أجل ضمان استقرار أسعار الصرف.

التعريف الثالث: تعريف الاقتصادي جونسون "هي الأداة التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير على عرض النقد من خلال التحكم به لتحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية"².

وكتعريف عام للسياسة النقدية: هي مجموعة الإجراءات والتدابير اللازمة التي تسمح بتدخل البنك المركزي مستخدما كل آلياته النقدية، للتأثير على حجم الائتمان في إطار توسعي أو تقييدي تحقيقا لأهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

المطلب الثاني: أهم النظريات المفسرة للسياسة النقدية

حظيت النظريات النقدية باهتمام الكثير من الاقتصاديين عبر مختلف العصور وتباينت آراء المفكرين حول النقود ودورها في النشاط الاقتصادي إذ تبلورت هذه الآراء في صيغة نظريات نقدية سيتم التطرق إليها في هذه الفروع:

¹ عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014، ص 149.

² نزار كاظم الخيكاني وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية، الإطار العام و أثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 13.

1. النظرية النقدية الكمية للنقود:

يرتبط موقف الاقتصاديين الكلاسيك من السياسة النقدية بنظريتهم للنقود ووظائفها إذ جاءت هذه النظرية بأن النقود مجرد وسيط لعملية التبادل دون اعتبارها أداة للادخار أو الاكتناز فالنقود مجرد عربة لنقل القيم في الأسواق واعتبروها محايدة ولا اثر لها في الظواهر الاقتصادية الحقيقية إذ أن التحليل الكلاسيكي قائم على أساس الفصل في ما بين الظواهر الحقيقية والظواهر النقدية التي تتحدد فيها كمية النقود . ومن خلال هذه النظرية (نظرية كمية النقود) يشار إلى أن التغير في كمية النقود تتناسب طرديا والمستوى العام للأسعار وعكسيا مع قيمة النقود من ثم أمكن استنباط السياسة النقدية من التحليل الكلاسيكي لنظرية كمية النقود .

أ. صيغة المبادلات الكلية (صيغة فيشر): ظهرت الصيغة الأساسية للنظرية الكمية للنقود على يد الاقتصادي فيشر على النحو التالي:

$$M.V = P.T$$

M: كمية النقود المتداولة في فترة زمنية معينة.

V: سرعة دوران وحدة النقد في المتوسط خلال الفترة.

P: المستوى العام للأسعار.

T: حجم المعاملات في نفس الفترة.

ويؤكد أصحاب هذه النظرية على أنه ليس للنقود دور وأثر على الإنتاج وأن التأثير الوحيد للنقود يتمثل في التأثير على المستوى العام للأسعار.

أصبح قانون "ساي" للمنافذ محققا دائما، فالطلب على النقود يقابله العرض عليها، وهكذا توصلوا إلى فكرة حياد النقود، ويمكن أن نلخص مفهوم المدرسة للسياسة النقدية، بأنها محايدة ويتمثل دورها في اصدار النقود لتنفيذ المعاملات، أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب عرضها¹.

¹ بلوافي محمد، أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر 1970-2011، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص13.

ولكن فيشر لم يقتصر على إدخال سرعة دوران النقود فحسب، وإنما أدخل أيضا النقود المصرفية بحيث أصبحت المعادلة في الصورة الجديدة التالية¹:

$$M.V + M'.V' = P.T$$

حيث يرمز:

M: كمية النقود المتداولة في فترة زمنية معينة.

V: سرعة دوران وحدة النقد في المتوسط خلال الفترة.

M': النقود المصرفية.

V': سرعة دوران النقود المصرفية.

P: المستوى العام للأسعار.

T: حجم المعاملات في نفس الفترة.

ب. صيغة الأرصدة النقدية "صيغة مدرسة كمبردج": يرى "ألفريد مارشال": بأن الأعوان الاقتصاديين يميلون للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة، وذلك لمقابلة ما يقومون بشراؤه من السلع والخدمات، وهو ما أطلق عليه "مارشال" بالترفضيل النقدي، ومن هذا المنطلق ركز تحليل مدرسة كمبردج على العوامل التي تحدد طلب الأفراد على النقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة، ومن هنا تم صياغة هذه المعادلة على شكل دالة للطلب على النقود كما يلي:

$$M_d = K.P.Y$$

حيث:

K: مقلوب سرعة تداول النقود.

M_d: الطلب على النقود.

¹ عمروش شريف، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2005، ص 51.

Y : الدخل الحقيقي.

P : متوسط الأسعار.

1. السياسة النقدية في التحليل الكينزي:

يتمحور محتوى الطرح الكينزي في تحليله للنظرية النقدية أنه هناك ثلاث حوافز أو دوافع للاحتفاظ بالنقود والمتمثلة في دافع المعاملات ودافع الاحتياط، ودافع المضاربة:

أ. دافع المعاملات: يتمثل في احتفاظ الأفراد بجزء من نقودهم في شكل سائل أو أصول مرتفعة السيولة لمواجهة الحاجيات اليومية، وبالنسبة للمشروعات لمواجهة نفقات الإنتاج الجارية كالأجور.

ب. دافع الاحتياط: حيث يحتفظ بالأرصدة النقدية لمواجهة مدفوعات مستقبلية، وما يمكن أن يتوقعه الأفراد والمشروعات مستقبلا من فرص شراء، مواجهة كوارث متوقعة... الخ.

ج. دافع المضاربة: يقصد بالمضاربة شراء وبيع الأوراق المالية من أسهم وسندات في السوق المالية للحصول على عائد، أما دافع المضاربة فهو الاحتفاظ بجزء سائل نقدي للمضاربة والاستفادة من تقلبات قيمة النقود.¹

2. النظرية النقدية المعاصرة (مدرسة شيكاغو):

يتزعم هذه المدرسة الاقتصادية الأمريكي المعاصر ميلتون فريدمان، حيث نشر نظريته في مقاله المشهور عام 1956 "the quantity theory of money"، وتبنى التحليل الكلاسيكي في نظريته للطلب على النقود، لكن بأكثر شمولية وأكثر اتساع وفي نفس الوقت لم يهمل التحليل الكينزي بل أخذ بعض الجوانب، حيث تركزت هذه النظرية على فرضيات أهمها²:

أ. استقلال الكمية النقدية (عرض النقود) عن الطلب على النقود.

ب. استقرار دالة الطلب على النقود وأهميتها.

ج. رفض فكرة مصيدة السيولة عند بناء دالة الطلب النقدي.

د. عدم خضوع الأعوان الاقتصاديين للخداع النقدي.

¹ عمروش شريف، المرجع السابق، ص 53.

² بناي فتيحة، السياسة النقدية، النمو الاقتصادي، دراسة نظرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات المالية و البنوك، 2008-2009، جامعة بومرداس، الجزائر، ص 90.

ولقد اعتبر فريدمان أن الطلب على النقود جزء من نظريته أو نظرية رأس المال، التي تهتم بتكوين الميزانية أو محفظة الأصول، فميز بين حائزي الأصول النهائيين الذين تمثل النقود بالنسبة لهم شكلا من أشكال الثروة يتم حيازة الثروة فيه، وبين مؤسسات الأعمال الذين تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية مثل الآلات والمخزون.

المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية

تنفذ السلطات النقدية وتدير سياستها عن طريق التحكم في عدد من المتغيرات، أو ما تسمى بأدوات السياسة النقدية، إذ تكون على شكل مجموعتين الأولى أدوات كمية والأخرى نوعية على نحو ما يتبين لنا في هذا المطلب.

1. الأدوات غير المباشرة (الكمية):

تمثل الأدوات الكمية في مجموعة من التقنيات التي استعملها البنك المركزي للتحكم في كمية النقد والائتمان، من أهمها عمليات السوق المفتوحة، ونسب الاحتياطي، وآلية الخصم وفيما يلي توضيح لذلك¹:

أ. **عمليات السوق المفتوحة:** تتمثل عمليات هذه السوق بقيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية، السندات وأذونات الخزينة عادة في السوق المالي، لذلك يمكن القيام بهذه العمليات في البلدان التي يوجد بها دين حكومي محلي كبير نسبيا، ويتوقف مدى نجاح عمليات حصة السوق على مستوى كفاءة وتطور البنيتين النقدية والمالية.

تعتبر هذه الأداة من أكثر الأدوات فعالية في التأثير على حجم النقد وذلك بتدخل البنك المركزي بائعا، ومشتريا للأصول وبالتالي يمتص جزءا هاما من السيولة أو يطرح مبالغ إضافية، ليتحكم في حجم الأصول المالية وكذا الكتلة النقدية.

ب. **نسبة الاحتياطي القانوني:** تؤدي نسبة الاحتياطي القانوني إلى الربط المباشر بين التزامات البنك المركزي والبنوك التجارية ويمكن استخدامها كوسيلة لتعقيم السيولة الزائدة ولكنها تؤدي إلى إحداث خلل عندما يصبح الاحتياطي القانوني غير المدار كعائد بمثابة ضريبة مفروضة على الوساطة المالية، ومن ثم يمكن للاحتياطي القانوني أن يشجع عملية الوساطة المالية.

يجول القانون للسلطات النقدية صلاحية تحديد النسب الدنيا للاحتياطي عادة التي يتمثل غرضها الأساسي في التحكم وضبط العرض النقدي².

¹ واعد عبد الله عبد الرزاق باذيب، السياسة النقدية و آثارها الاقتصادي في الجمهورية اليمنية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية كلية الاقتصاد جامعة عدن، 2004، ص 25.

² محمد محمد صالح جمعة، السياسة النقدية في سورية و أثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي، اطروحة دكتوراه في الاقتصاد، قسم الاقتصاد و التخطيط جامعة دمشق، سوريا، ص 119.

ج. سعر إعادة الخصم: هو المبلغ الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصم الأوراق التجارية وأذونات الخزينة الموجودة لدى البنوك التجارية لزيادة نسبة السيولة لها.

يستخدم البنك المركزي هذه السياسة كوسيلة من وسائل الرقابة غير المباشرة وهو أقدم أسلوب مارسه البنك المركزية، إذ يستطيع البنك من خلاله التحكم في كمية النقود المتداولة، ففي حالات التضخم الكبير يقوم البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم الأمر الذي يجعل تكلفة الاقتراض منه مرتفعة فيفضل العملاء بالاحتفاظ بأوراقهم التجارية لارتفاع تكلفة الخصم، وينخفض حجم الائتمان المصرفي والنقود المرتبطة به على مستوى الاقتصاد الوطني فيقل الطلب على السلع والخدمات بشكل مستمر حتى يتحقق التوازن بين العرض والطلب هذه السياسة انكماشية في حالة التضخم، أما في حالة الكساد فيستبدلها البنك المركزي بسياسة توسعية، حيث يلجأ إلى خفض سعر إعادة الخصم فيتفرق ذلك مع إجراءات خفض سعر الخصم تقوم بها البنوك التجارية فتزداد قدرة البنوك التجارية على توليد النقود والتوسع في الائتمان، فيزداد حجم النقود المتداولة ويزداد الطلب على السلع والخدمات بشكل مستمر حتى يتحقق التوازن الاقتصادي المطلوب¹.

2. الأدوات المباشرة (نوعية):

تلجأ السلطات النقدية إلى استخدام أدوات مباشرة او نوعية تهدف الى التأثير على استخدامات المعروض النقدي كتشجيع القروض الاستثمارية والقروض الاستهلاكية، وتوجيه البنوك بمنح القروض للقطاعات التي تعرف ركودا على حساب القطاعات التي تعرف توسعا غير مرغوب فيه، حين تلجأ السلطات النقدية الى كل من تأطير الائتمان والودائع المشروطة للاستيراد والاقناع الادبي، والتي نوجزها فيما يلي²:

أ. تأطير الائتمان: يتمثل تأطير الائتمان في ضبط حجم القروض الموزعة، وهو أداة كمية مباشرة، ونجد في اصطلاح تأطير الائتمان مفهومين الأول التأطير الشامل للائتمان ويعني ترك المبادرة للمصرف في اختيار التمويلات التي يراها مناسبة له والثاني هو التأطير الانتقائي الذي يقوم بالتأثير على توجيه القروض نحو القطاعات الاقتصادية و الاستخدامات المرغوبة.

¹ صالح صالح، أدوات السياسة النقدية و المالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، مداخلة ندوة علمية في 18-19-20 أبريل 2010، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، ص 15.

² عبد القادر خليل، مرجع سابق، ص 165-167.

ب. الاقناع الأدبي: هي وسيلة يستخدمها البنك المركزي وذلك بطلبها وديا من البنوك التجارية في إطار العلاقات المهنية غير الرسمية، لتنفيذ سياسة معينة في مجال منح الائتمان، ويتوقف هذا على قوة البنك المركزي وعلاقته مع بقية البنوك التجارية.

ج. حد أدنى من السيولة: تعني السيولة قدرة البنك التجاري على مواجهة التزاماته بشكل فوري، من خلال احتفاظه بأرصدة نقدية سائلة أو أصول يمكن تحويله إلى نقد بسهولة، دون تكبد خسارة.

د. ودائع مشروطة للاستيراد: بموجب منحه الأداة، يقوم المستورد بإيداع مبلغ الاستيراد لدى البنك المركزي ونظرا لعدم رغبة المستورد في تجسيد هذا المبلغ لضمان الأموال اللازمة للاستيراد، ويؤدي هذا إلى التقليل من حجم القروض الممكن توجيهها لباقي الاقتصاد.

المبحث الثاني: مفاهيم حول التوجهات الحديثة للسياسة النقدية

منذ بداية الأزمة المالية في سنة 2008، اتخذت معظم البنوك المركزية في اقتصاديات الدول المتقدمة مجموعة من التدابير والإجراءات الحديثة والتي تنطوي في ظل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمواجهة المخاطر المتزايدة للأزمات المالية.

وفي مبحثنا هذا سنتطرق إلى مفهوم التوجهات الحديثة للسياسة النقدية وأهم أدواتها غير التقليدية.

المطلب الأول: مفهوم التوجهات الحديثة للسياسة النقدية

1- تعريف التوجهات الحديثة للسياسة النقدية

لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية الحديثة، حيث لم يتم تعريفها حتى الآن سوى من جانبين، جانب المستهدفات وجانب الأدوات المستخدمة في مثل هذه السياسات، وعليه فيمكن تعريف السياسة النقدية كالتالي:

- من جانب المستهدفات: هي مجموعة من الوسائل والإجراءات الحديثة للسياسة النقدية، فتعريف التوجهات الحديثة للسياسة النقدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي معين (نمو، تشغيل... الخ).
 - من جانب الأدوات المستخدمة: هي سياسة نقدية تستخدم في زمن الأزمات المالية، يتم من خلالها تسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية، وكل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالية وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية.
- كما يمكن تعريف التوجهات الحديثة للسياسة النقدية على أنها: عملية قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان والميزة الأساسية في هذه الوساطة هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد.

من التعريفات السابقة نستنتج أن:

بعدما كان هدف السياسة النقدية التقليدية هو استهداف معدل التضخم أصبحت التوجهات الحديثة للسياسة النقدية تركز على استهداف المتغيرات الكمية (معدل تشغيل أو مستوى إنتاج معين).

بعدما كانت أدوات السياسة النقدية بنوعيتها مباشرة وغير المباشرة أصبحت للتوجهات الحديثة للسياسة النقدية أدوات غير تقليدية (تسيير كمي، أسعار فائدة سالبة)¹.

2- أهداف التوجهات الحديثة للسياسة النقدية

وتسعى السياسة النقدية غير التقليدية لتحقيق ثلاث أهداف أولية تتمثل فيما يلي:

- ✓ **الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:** يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي عائق تج ميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين، على أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعد لضخ الأموال بكميات غير محدودة، بيد أنه في بعض الأحيان، يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الانفاق إذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية .
- ✓ **التأثير على انحدار منحنى نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين:** يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسب الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جدا، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلا، مثل الوصول إلى مستوى معين من البطالة أو التضخم.
- ✓ **ازالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جديا على بدل المخاطرة:** يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق لتمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التوسع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، ويشترى مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد في خطوة ثانية، وتمكن هذه العمليات في نفس الوقت من إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات ومن توفير تمويلا للاقتصاد بشكل مباشر، ومع ذلك ، يتعين للبنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تندمج ضمن مهامه العادية.

¹ صاري علي، مرجع سابق، ص 63.

المطلب الثاني: التيسير الكمي كأداة حديثة للسياسة النقدية

تعتبر سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة الأزمات خاصة بعد ظهور الأزمة المالية لسنة 2008، والتي كانت محفزاً لمعظم الدول لانتهاج هذا الأسلوب لحل الأزمة.

1- تعريف سياسة التيسير الكمي:

هناك العديد من التعاريف التي اعطيت لسياسة التيسير الكمي أهمها:

التعريف الأول: تعني ضخ البنوك المركزية للأموال بشكل مباشر في الاقتصاد وعبر شراء سندات الدين الحكومي وسندات الشركات المهمة للاقتصاد، حتى تخفض عليها الأعباء المالية المترتبة على جداولها الائتمانية.

التعريف الثاني: عرفت سياسة التيسير الكمي على أنها "الزيادة في القروض الصافية والتي تتم بمجموعة من الطرق الممكنة: زيادة قروض البنك المركزي، زيادة القروض المقدمة من الدول وزيادة قروض البنوك التجارية للجمهور.

التعريف الثالث: التيسير الكمي هو ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته في الحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية عن طريق إصدار فائضا من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل) وقد تم استخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين عندما تم استخدامه للتخفيف في أثر الأزمة المالية 2008 من قبل الولايات المتحدة واليابان¹.

وعليه فإن التيسير الكمي هو عملية خلق النقود من فراغ حيث يقوم البنك المركزي الأساس النقدي واستخدامه لشراء سندات حكومية من المؤسسات المالية التي يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عملية الإقراض وزيادة حجم الائتمان، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود وبصورة مضاعفة يعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي².

كتعريف شامل لسياسة التيسير الكمي "يمكن القول على أنها عبارة عن أداة غير تقليديا للسياسة النقدية حيث يقوم البنك المركزي بتخفيض القيود المفروضة على الكمية المصدرة من النقود واستخدام هذه الأخيرة في شراء الأوراق

¹ مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، العدد 11، الجزائر، 2016، ص 12.

² صاري علي، مرجع سابق، ص 64.

المالية، لتضاف إلى محفظة الأصول التي يمتلكها فيرتفع جانب الأصول في ميزانية البنك المركزي وتسجل النقود المصدرة في جانب الالتزامات.

2- أهداف سياسة التيسير الكمي

يهدف البنك المركزي من خلال هذه الأداة إلى توفير التمويلات للاقتصاد وكذا جعل شروط التمويل أكثر يسرا، وبالتالي تحفيز النشاط الاقتصادي خدمة لما يلي:¹

- تعزيز النمو الاقتصادي: وذلك من خلال إعادة تكوين مخزونات المؤسسات وارتفاع نفقاتها الاستثمارية فضلا عن انتعاشة تدريجية في السوق العقارية، وفي المقابل زيادة الاستهلاك الأسري نتيجة الزيادة المعتدلة في مداخيلها وبالتالي خفض مستوى البطالة.
- تحفيز الطلب الخارجي على الصادرات: اتباع سياسة التيسير الكمي هو معالجة الاختلال في موازين المدفوعات وتحفيز وتشجيع المنتجات المحلية على المنافسة في السوق الدولية بسبب ظهور اقتصاديات نامية منافسة لها (انخفاض سعر صرف عملاتها) ما يجعل من هذه الدول تستخدم هذه السياسة في التأثير على اتجاه حركة المبادلات التجارية.

المطلب الثالث: معدل الفائدة السالب كأداة حديثة للسياسة النقدية

تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأعوان اقتصاديين على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة يقلل من الطلب على الإقراض والعكس صحيح، وهو ما تشهده البنوك المركزية من خلال سياسة أسعار الفائدة السالبة.

¹ صاري علي، مرجع سابق، ص 73.

1. تعريف معدل الفائدة السالب:

هناك عدة تعاريف أهمها:

التعريف الأول: معدل الفائدة الاسمي هو ببساطة معدل الفائدة الذي يقوم البنك بدفعه على المودعات لديه، ومن الناحية النظرية يمثل معدل الفائدة الاسمي الذي يساوي صفراً في المائة، أو ما يطلق عليه أحياناً معدل الفائدة الصفري، أرضية معدل الفائدة الاسمي، أو الحد الأدنى الذي يمكن أن ينخفض إليه معدل الفائدة. حيث لا يتصور نظرياً أن ينخفض معدل الفائدة دون الصفر في المائة، أي أن يصبح معدل الفائدة الاسمي سالباً¹.

التعريف الثاني: توصف الفائدة بالسلبية عندما يلتزم المودع بدفع فوائد ورسوم دورية على إيداعاته في خزائن البنك وهذا مفهوم جديد على الاقتصاد التقليدي هدفه تعزيز الأسواق حسب المدرسة النقدية التقليدية، وذلك من خلال²:

- ✓ تبيد الانكماش ورفع التضخم إلى نسبة 2% بوصفها نسبة مستهدفة لأغلب الاقتصاديات.
- ✓ دفع الأفراد للاحتفاظ بالنقود بدل رؤية قيمتها تتلاشى ببطء، بسبب الرسوم.
- ✓ ردع المصارف عن إيداع النقد في البنك المركزي لتستعمل المصارف تلك الأموال لإقراض الأفراد والشركات التي تضع هذا المال في الدورة الاقتصادية.
- ✓ خفض قيمة عملة البلد المتبني لسياسة الفائدة السالبة، ما يعطي ميزة سعرية للمصدرين

سادت أسعار الفائدة الرئيسية الحقيقية المنخفضة لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي، واليابان.. الخ، فالبنك المركزي قرر خفض معدل الفائدة عندما لاحظ بطء في معدلات النمو الاقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الإنعاش الاقتصادي³.

2. أهداف معدل الفائدة السالب: يعتبر تعزيز الأسواق هو الهدف الأساسي من تطبيق سياسة معدل الفائدة السالب،

ويكون ذلك من خلال:

¹ هل يمكن أن يكون معدل الفائدة الاسمي سالباً، مقال منشور على الموقع الإلكتروني: <http://www.aleqt.com/2009/12/10>، تاريخ الاطلاع: 10/06/2019.

² سامر مظهر قنطقجي، الفائدة السلبية و انخيار الرموز، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 51، 2016، ص 16.

³ نوفل سمالي، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 44، جامعة باجي مختار، عنابة، 2015، ص 317.

- يعتبر معدل الفائدة السالب كشكل من أشكال التيسير الكمي، لأنها تتيح الحصول على قروض بأسعار فائدة منخفضة جدا.
- ردع البنوك عن إيداع النقد في البنوك المركزية، واستعماله في عمليات الإقراض للأفراد والمؤسسات لاستخدامه في الاستهلاك والاستثمار.
- زيادة إقبال قطاع الأعمال على الاقتراض لأغراض الاستثمار، بسبب انخفاض تكلفته في ظل معدلات الفائدة السالبة.
- تشجيع الإنفاق الاستهلاكي من طرف القطاع العائلي لتجنب الفائدة السالبة على مدخراته، أي تفضيل الإنفاق بدلا من الحصول على عائد سالب في حالة إيداع هذه المدخرات لدى البنوك.
- تشجيع الأفراد على زيادة استخدام البطاقات الائتمانية للاستفادة من تكلفة الاقتراض المنخفضة.
- الخروج من حالة الانكماش، ورفع معدل التضخم إلى 2%، وهو المعدل المستهدف من معظم البنوك المركزية في العالم.
- خفض قيمة العملة للبلد المطبق لسياسة الفائدة السالبة وهو ما يعطي لصادراته ميزة سعرية¹.

¹. سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 20 .

خلاصة الفصل الأول:

من خلال الدراسة لهذا الفصل تم تسليط الضوء على مفهوم السياسة النقدية التي قد عرفت مرحلة جديدة من التطور من حيث الأدوات التقليدية والغير التقليدية التي برزت بشكل كبير هذه الأخيرة بعد الأزمة المالية (2008-2007)، وهذا في ضل فشل البنوك المركزية في كبح الأزمة بواسطة أدوات التقليدية لاسيما معدل الفائدة. توصلت الدراسة الى ان البنوك المركزية في ردها على الأزمة المالية، قامت باستخدام هذه الأدوات الحديثة من اجل تسهيل عمليات الائتمان ومحاوله الحد من تأثير ركود الاقتصادي .

الفصل الثاني

الإطار النظري
للأزمات المالية



تمهيد :

تعتبر قضية التعرض للأزمات مسألة دورية في الاقتصاد الرأسمالي، تواجه كافة النظم الاقتصادية لمختلف الدول، مما أدى إلى تعدد مفاهيم الأزمة والنظريات المفسرة لها، وأصبحت تداعياتها مكلفة ومثيرة في العديد من دول العالم، ولكي تتوضح درجة تعقيد الأزمات والحاجة للنظريات المفسرة لها فإننا نستعرض في هذا الفصل إلى مختلف هذه الأزمات التي مرت عبر العالم ولذلك قسمنا هذا الفصل إلى بحثين:

- المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية.

- المبحث الثاني: أنواع ومؤشرات الأزمات المالية وأسبابها الاقتصادية.

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية

لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالباً ما سببت تدهوراً حاداً في الأسواق المالية، نظراً لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم. وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة، وما ينتج عنه من إعادة توزيع للدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية ككل.

المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية

تعتبر الأزمات المالية حوادث متكررة وعادية في ظل النظام المتبع، حيث يجب أن تكون في مركز تفكيرنا واهتماماتنا.

لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية، لكن من المفاهيم العامة لمصطلح الأزمة المالية ما يلي:

التعريف الأول: الأزمة المالية هي فترة تشهد الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول والأصول هي إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل: الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل: الأسهم وحسابات الادخار مثلاً أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية وهذه تسمى مشتقات مالية¹.

التعريف الثاني: تعرف الأزمة المالية على أنها عبارة عن اضطرابات في الأسواق المالية، ويمكن تشخيصها من خلال الانخفاض الحاد في أسعار الأصول وفشل أسواق المال في الشركات المالية والشركات غير المالية، أي أنها مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار خاصة في الأسواق المالية².

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية

رافقت الأزمات النظام الاقتصادي الرأسمالي منذ نشأته ما جعل الكثير من الاقتصاديين يطلقون على هذا النظام تسميته نظام الأزمات، وقد حاول العديد من مفكري وعلماء الاقتصاد دراسة أزمة هذا النظام لمعرفة أسبابها وتقديم تغييرات مقنعة لها.

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 317.

² هيثم يوسف محمد عويضة، الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها الإقليمية، دار وائل للنشر، 2015، ص 35.

1. التفسير الكلاسيكي:

حاول العديد من اقتصادي المدرسة الكلاسيكية تفسير ظاهرة الأزمات التي ضربت النظام الرأسمالي وأبرزهم "جان باتيستساي" "دافيد ريكاردو"، "روبرت توماس مالتوس"، "سيموندي".

كان للاقتصادي "سيموندي" رأيا مغايرا لمن سبقه من المدرسة الكلاسيكية في تغير الأزمات، حيث وجه انتقادات حادة إلى "جان باتيستساي" صاحب قانون المنافذ "العرض يخلق الطلب المساوي له" توصل "سيموندي" في تفسيره لظاهرة الأزمات الاقتصادية إلى أن التناسب بين الإنتاج والاستهلاك ضروري وإلى أن الإنتاج يتحدد بداخله، فالأزمة حسب توقع بسبب زوال هذا التوازن كما أضاف بأن النظام الرأسمالي يؤدي إلى إفلاس صغار المنتجين وإلى تدهور أوضاع العمال الأجورين، وأكد على أن التوسع في الإنتاج سيصطدم بحدود لا يمكن تجاوزها.

2. التفسير الماركسي للأزمات:

أولى "كارس ماركس" أهمية كبيرة للأزمة الاقتصادية وكانت وجهة نظره للأزمة على خلاف الكلاسيك سيكولوجية وتاريخية، وكان "ماركس" يرى بأن النظام الرأسمالي عبارة عن نظام مملوء بالمساوي وأنه مهما كانت سياسات وتصرفات الفاعلين الاقتصاديين فإنها تولد حتما للأزمات".

يرى "ماركس" أن الأزمات الاقتصادية داخل النظام الرأسمالي حتمية الحدوث ولا مفر منها وقد ركز "ماركس" أساسا على أزمات فيض الإنتاج والتي حاول تفسيرها بالرجوع إلى "نظرية القيمة"¹.

المطلب الثالث: أهم الأزمات المالية

إن الأزمات المالية تتكرر باستمرار ولعل العمل الذي قام به الاقتصادي "شار كندلبرغر" "CharlesKindleberger" الذي يعتبر أكبر الملاحظين المعاصرين للأزمات المالية خير دليل على ذلك.

قام "شارل كندلبرغر" بإحصاء ما لا يقل عن 34 أزمة كبرى من عهد الإمبراطورية الرومانية المقدسة للأمة الجرمانية إلى غاية انفجار الفقاعة اليابانية عام 1990 (أزمة 1618، أزمة 1696، أزمة 1708، أزمة 1720، أزمة 1763، أزمة 1857... الخ)، وهذا بالأخذ في عين الاعتبار الأزمات الكبرى فقط.

¹ محمد الأمين وليد طالب، دور السياسات النقدية في معالجة الأزمات المالية، حالة البنك المركزي الأوروبي BCE، و الأزمة المالية (2007/2008)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، 2016، ص ص 69-70.

إن الأزمات المالية تتشابه وعاملها المشترك المضاربة إلا أنه محل النسيان في كل مرة نظراً لأن ما يطلق الأزمة في كل مرة مختلف باختلاف موضوع المضاربة لما أنها تحفظ دوماً مع فضوليات الماضي، وسنقوم فيما يلي بمحاولة تحليل وفهم مجريات أبرز الأزمات المالية التي شهدها العالم خلال القرن العشرين.

1. أزمة 1929:

اندلعت في أكتوبر 1929 حيث سجلت بورصة وال ستريت انهيار كبير في أسعار الأسهم، حيث سجلت الانهيار المالي حداً لسنوات الازدهار المالي المصحوب بممارسات مالية مشبوهة، حيث بينت الإحصائيات بأن أسعار السندات قد تضاعفت بمعدل أربعة أضعاف سنة 1925، وعموماً يمكن أن نقول أن هذه الأزمة قد مرت بعدة مراحل أهمها:

- انطلقت الأزمة من بورصة وال ستريت بالولايات المتحدة الأمريكية يوم 24 فيفري 1929.
- عمت الأزمة خلال 1929-1930 كل من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وأمريكا الجنوبية.
- بعد فترة الازدهار التي عاشها الاقتصاد الأمريكي عامة وأسواق الأوراق المالية خاصة شهد شهر أكتوبر لعام 1929 انفجار أزمة مالية يشهد لها التاريخ بأنها أكبر أزمة مالية في تاريخ نظام الرأسمالي المالي، وقد ساهمت عدة عوامل في ظهور هذه الأزمة ولعل أبرزها ما يلي:

- انخفاض الطلب على الصادرات الأمريكية أدى إلى تكسب الإنتاج الفلاحي والصناعي.
- تزايد عدد المتدخلين في الأسواق الأوراق المالية.

- نتائج أزمة 1929:

خلفت هذه الأزمة خسائر وخيمة تمثلت فيما يلي:

- إفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد.
- وقوع تقلبات حادة في أسعار صرف العملات ما أدى إلى انهيار النظام الذهبي.
- توقيف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية.
- انخفاض كبير في معدلات فائدة.

2. أزمة 1987:

اندلعت أزمة يوم الاثنين 11 أكتوبر في بورصة وال ستريت الأمريكية، حيث تراجع مؤشر داو جونز بحوالي 508 نقطة في ذلك اليوم أي انخفض بنسبة 21.6% مقارنة بيوم الجمعة، لم يقتصر الانخفاض على السوق المالي الأمريكي فقط بل تم تسجيل في نفس اليوم انخفاض مؤشر بورصة لندن بـ 228 انخفاض مؤشر طوكيو بـ 17%¹. كانت أزمة 1987 كارثية على أكثر من صعيد حيث تجاوزت قيمة الخسائر التي خلفتها ضعف خسائر 1929 وعموما يمكن سرد أبرز نتائج هذه الأزمة فيما يلي:

- إعلان عدد كبير من المؤسسات عن إفلاسها.
- تكبد المؤسسات المدرجة داخل البورصة الأمريكية (خسائر قاربت الـ 500 مليار دولار).

3. أزمة 1988:

في روسيا ، انهار الروبل الروسي وخسر 60% من قيمته خلال أحد عشر يوما (بينها 17.13% في 27 أغسطس)، وشهدت روسيا أزمة اقتصادية ومالية مرتبطة في جزء منها بالأزمة المالية الآسيوية في 1997.

4. أزمة 1889 و 1990:

في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الإفلاسات التي حفلت بها مجموعة من مؤسسات التمويل والاقتراض نتيجة الأزمات في التسليفات العقارية من دون ضوابط، وأنشأت على أثرها الحكومة الأمريكية مؤسسة لإعادة هيكلة تلك المؤسسات متحملة خسائر تقل عن 200 مليار دولار بقليل.

5. أزمة 1997:

أزمة صندوق النقد الدولي التي ظهرت في منتصف العام 1997 وكان عنوانها الأزمة المالية الآسيوية التي كادت أن تترك تداعيات لا تحمد عقباه، وكانت شرارة تلك الأزمة التي انطلقت في تايلاندا بعد انهيار عملتها وعجزها عن سداد ديون ضخمة للخارج وامتدت شظاياها إلى أندونيسيا، وكوريا الجنوبية وماليزيا وهونكونج².

¹ محمد أمين وليد طالب، المرجع السابق، ص 27-31.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 323.

المبحث الثاني أنواع الأزمات المالية وأسبابها ومؤشراتها الاقتصادية

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك، أو إخفاق البنوك، إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة، ولها آثار أقسى على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبياً في الخمسينات والستينات بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينات، وتحدث بالتبادل مع أزمة العملة وتأخذ الأزمات المصرفية الأشكال التالية:

المطلب الأول: أنواع الأزمات المالية

1. أزمة السيولة:

حيث تبدأ الأزمات المالية في الظهور عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، ولأن البنك بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات كل المودعين إذا ما تحطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك.

2. أزمة الائتمان:

لكن عندما تتوافر الودائع لدى البنوك ورفضت تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرة المقترضين على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.

3. أزمة العملة:

تعرف بأنها الوضع الذي يؤدي إليه الهجمات من قبل المضاربين على العملة المحلية إلى استنزاف مستمر ومتواصل للاحتياطيات من العملة الأجنبية أو حدوث تخفيض حاد في قيمة العملة المحلية إذا نجحت المضاربة.¹

4. أزمات أسواق المال:

تنجم أزمة أسواق المال كنتيجة لارتفاع أسعار أصول ارتفاعها يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول وليس عن قدرة هذه الأصول على تحقيق الدخل، وتحدث أزمة أسواق

¹ السيد متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، عمان، 2010، ص 318.

المال عندما يتعاظم الاتجاه نحو بيع الأسهم فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار وتمتد آثار ذلك أسعار أسهم أخرى.¹

المطلب الثاني: أهم الأسباب العامة للأزمات المالية

على مدار سنوات طويلة، قامت دراسات متعددة برصد مجموعة من الأسباب التي تسببت في وقوع أزمات مالية كثيرة، وكانت الأزمة تقع بفعل سبب واحد مباشر أو أكثر من ييب تتجمع مع بعضها لتؤدي إلى وقوع الأزمة المالية، ومن أهم هذه الأسباب.

1. القيود غير كافية على عملية الائتمان:

إن منح القروض (ضمن قيود غير كافية وشروط لا تكفل عمليات السداد لهذه القروض) كان ضمن الأسباب التي أدت إلى بعض الأزمات المالية، وقد كان هذا الأمر واضحاً وجلياً في بعض البنوك الحكومية حيث تخضع عملية الائتمان ومنح القروض في هذه البنوك إلى سياسات وتوجيهات حكومية تحكمها الأهداف السياسية وأهداف بعض أصحاب المصالح.

2. ضعف نظام الصرف:

إن ضعف نظم الصرف في بعض الدول كان من أسباب الأزمات المالية، حيث أن ضعف هذه النظم كان يقود إلى تفاقم عمليات المضاربة، وكان يؤثر على النظم المصرفية في تلك الدول، وعدم الصمود أمام الهزات والصدمات المالية وما يتصل ويرتبط بها من جوانب على المستوى المؤسسي وعلى مستوى الاقتصاد الكلي.

3. ضعف الولاء والمسؤولية اتجاه المؤسسات:

إن بعض الأزمات المالية كان مصدرها ضعف الولاء والمسؤولية لدى كبار المسؤولين نحو مؤسساتهم، حيث كان هؤلاء المسؤولون لا يقومون بكل ما يلزم للتصدي للمخاطر المتزايدة التي تواجه مؤسساتهم، وكان الأمر أكثر سوءاً في ظل وجود بعض الفساد بالتزامن مع ضعف الولاء والمسؤولية.

4. ضعف الأطر القانونية والتشريعية الخاصة بالقطاعات المالية والمصرفية:

ظهرت بعض الأزمات المالية في بعض الدول بسبب الضعف الواضح وتدني الوضوح في كثير من الأطر القانونية والتشريعية الخاصة بالقطاعات المالية والمصرفية، وأدى إلى تدني فاعلية أنشطة السوق.

¹ يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على أزمة المالية العالمية 2008، جامعة الخليل، فلسطين، دار وائل للنشر، 2015، ص 41.

5. التوسع الضخم في عمليات الائتمان:

إن توسع البنوك بصورة كبيرة (مبالغ فيه) في منح القروض كان من الأسباب المهمة لكثير من الأزمات المالية، خصوصا عندما كان هذا التوسع يتم بصورة غير مدروسة¹.

المطلب الثالث: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

هي عبارة عن مؤشرات يتم استخدامها للتنبؤ بوقوع الأزمات المالية، وتسمى بالمؤشرات القائدة والتي يعرفها Humphrey بأنها: "تلك المؤشرات التي يعتمدها صناع سياسة السوق للتنبؤ بالأزمات المالية في أسواق العملات والأنظمة المصرفية" ويشمل الصدق الرقيبي من وضع هذه المؤشرات في فهم مصادر الأزمات المالية، وتحليل نقاط الضعف في البلد المعني.

ولقد بدأ الاهتمام بهذا النوع من المؤشرات من قبل لجنة بازل تحت رعاية بنط التسويات الدولي في 1992، حيث قدمت بعض البنوك المركزية عدد من الدراسات تهدف إلى تقييم مدى ميل المؤسسات المالية للوقوع في أزمات باستخدام مؤشرات اقتصادية كلية وأخرى نوعية، وأجمعت كل النماذج والدراسات على المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تشترك فيها الأشكال المختلفة للأزمات المالية، وتعد المؤشرات الآتي ذكرها من بين أهم المؤشرات الاقتصادية²:

1. انخفاض معدل النمو الاقتصادي الاجمالي:

يؤدي الانخفاض في معدل النمو الاقتصادي الاجمالي إلى تدهور بعض القطاعات التي تتركز فيها قروض المؤسسات المالية واستثماراتها مما يؤثر بشكل مباشر على قوتها وبالتالي زعزعة وضع المحافظ المالية لهذه المؤسسات، ويضعف مقدرة المقترضين المحليين على خدمة الديون ويساهم في رفع مخاطر الائتمان.

2. التذبذب في معدل التضخم:

تبرز العلاقة بين مؤشر التضخم وحدوث الأزمات المالية في ثلاث حالات هي:

- ✓ يؤدي التذبذب في معدل التضخم إلى التقليل من دقة تقييم مخاطر الائتمان والمخاطر السوقية مما ينتج عنه زيادة في مخاطر المحافظ المالية وتشويه للمعلومات التي تعتمد عليها المؤسسات المالية في تقييمها لمخاطر الائتمان.
- ✓ يؤثر الانخفاض السريع والكبير في معدلات التضخم سلبا على مستوى السيولة ودرجة الإعسار المالي في المؤسسات.

¹.يوسف أبو فارة: المرجع السابق، ص ص43، 44.

².قدوري نور الدين: أثر الأزمات المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2018، ص 89.

✓ يعكس ارتفاع معدل التضخم سوء إدارة الاقتصاد الكلي، ويمهد لظهور مخاطر السوق من ثم الأزمات.

3. تذبذب سعر الصرف الحقيقي:

يعد تذبذب سعر الصرف الحقيقي مخاطرة في حد ذاتها، وكلما زاد التذبذب ارتفعت مخاطر النسبة للمؤسسات المالية بحيث يتسبب في بعض المصاعب بالنسبة لها وذلك بسبب عدم التطابق في العملة بين أصول هذه المؤسسات وخصومها المالية.

4. آثار الانتقال بالعدوى:

بسبب الترابط بالنظم المالية في البلدان المختلفة من خلال التدفقات المالية وأسواق رأس المال والتجارة الخارجية فإن انتقال الأزمات عبر الحدود أصبح أمرا واردا، فعلى سبيل المثال عندما تعاني دولة ما من أزمة عملة فإن البلدان المرتبطة معها بتجارة خارجية تتراجع. تنافسيته مقارنة مع هذا البلد، ويزداد أثر العدوى كلما زادت درجة الترابط بين الاقتصاديات العالمية.

خلاصة الفصل:

تعتبر الازمات المالية بمختلف مفاهيمها ظاهرة مثيرة للقلق وهي مشكلة مالية لا ينتج عنها فقط مشاكل اقتصادية والمتمثلة في الركود الاقتصادي والبطالة بل عددا من المشاكل تتزايد ويتكاثر حجمها وتشكل تهديدا للاستقرار الاقتصادي لأي دولة معينة، إضافة إلى انتقال عدواها لتشمل دولا أخرى نامية ومتقدمة، ومن أهم هذه الأزمات التي ظهرت في عديد من الدول ذكرنا أزمة الكساد الكبير 1929، وأزمة روسيا 1988 فتليها أزمة 1989 التي مست الولايات المتحدة الأمريكية.

تتعدد الأسباب التي تؤدي إلى نشوب الأزمات المالية مع كل وضع اقتصادي لدولة ما، باختلاف أنواعها ودرجة تأثيراتها على مختلف اقتصاديات العالم، كأزمة السيولة و أزمة العملة وأزمة أسواق المال.

الفصل الثالث

دراسة حالة أزمة
الرهن العقاري



تمهيد:

عرف العالم العديد من الأزمات المالية التي كان لها آثار سلبية على مجمل الاقتصاد العالمي وهددت الاستقرار السياسي والاجتماعي للبلدان المعنية، وقد تضاعف عدد الأزمات بشكل مذهل مع نهاية ثمانينات القرن العشرين في تغيرات طبيعتها تدريجيا مع تطور الاقتصاديات وتعدد أسبابها وأثارها مما جعلها من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً للدراسة وباعتبار المفهوم النظري الركيزة الأساسية التي يبنى عليها أي موضوع.

ومن اجل إبراز المفاهيم المتعلقة بالأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري 2008)، وكيفية معالجتها من خلال تطبيق أدوات التيسير الكمي؛ سنتطرق في هذا الفصل إلى:

- المبحث الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية.
- المبحث الثاني: دور سياسة التيسير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية.
- المبحث الثالث: دور سياسة سعر الفائدة السالب في معالجة أزمة العالمية.

المبحث الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري لسنة) 2008.

بدأت الأزمة المالية العالمية في أوائل 2007 كاضطرابات مالية في سوق القروض العقارية وتضاعفت حدتها بالقطاع البنكي في الولايات المتحدة الأمريكية USA وأوروبا، ومن ثم انتشرت على مستوى العالم وتسببت في وقوع اهتزازات عنيفة في سوق التمويل بين البنوك والأسواق المالية، ثم انتقلت بعد ذلك إلى الاقتصاد الحقيقي، وعليه فإن الأزمة مست كل اقتصاديات العالمية الكبرى.

المطلب الأول: الاطار العام للأزمة العالمية (2008)

كانت كل المؤشرات والتوقعات قبيل اندلاع الأزمة المالية تشير إلى أن السوق المالي الأمريكي سيشهد تباطؤ خلال عامي (2007-2008)، لكن القليل فقط من الاقتصاديين من تنبأ بوقوع أزمة مالية شاملة.

1. نشأة الأزمة المالية 2008:

انطلقت شرارة الأزمة من داخل سوق الرهن العقاري الأمريكي الذي شهد خلال السنوات الأخيرة تطورا كبيرا لاسيما قطاع القروض العقارية.

تعود بداية نشوء الأزمة المالية العالمية إلى الفكرة أو التشريع الذي أصدره الكونغرس الأمريكي عام 1997، والذي سمح بموجه للمؤسسات المالية والبنوك بإقراض أموال (عقارية)، وذلك للأسر غير القادرة على التسديد.

انخفضت أسعار الفائدة على القروض العقارية بشكل كبير ووصلت إلى أقل من 1% بعد سنة 2000، مما أدى إلى ارتفاع الطلب على السكن في ذلك الوقت، ثم أخذت قيمة المساكن ترتفع بسرعة مما يصاحبها ارتفاع أسهم الشركات العقارية المسجلة في البورصة الأمريكية أو غيرها من دول العالم، مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى.

ومع بداية عام 2006، نشأت حالة من التشبع التمويلي العقاري ارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى 5.25%، فأصبح الأفراد المستفيدين من القروض المتدنية الجودة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة المنخفضة للقروض، وزادت معدلات حجز العقارات لمن لم يستطيعوا السداد¹.

¹ رمزي عثمان، انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016، ص30.

ظهرت ملامح الأزمة بوضوح مع بداية 2007، وذلك مع تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع، وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع، و بروز ظاهرة استيلاء المقترضين على العقارات وكثرة المنازعات بين المقترضين والبنوك فعجزت بعض البنوك على مواجهة عمليات سحب الأموال وتمويل المؤسسات والأفراد فأعلنت إفلاسها.

في مقابل هذا انخفضت أسهم شركات الاستثمار العقاري، فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية وهدد بحدوث كساد اقتصادي فأدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا بالسوق المالية الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة الأمريكية إلى القارتين أوروبا وآسيا لتتطور إلى أزمة أكبر باتت تعرف بالأزمة المالية العالمية.¹

2. تعريف أزمة الرهن العقاري 2008:

يمكن إعطاء تعريف لأزمة الرهن العقاري 2008 في كونها التوسع الهائل في منح القروض العقارية في سوق الولايات المتحدة الأمريكية مقابل سعر فائدة أعلى بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح وسارت الأمور لسنوات عديدة على هذا النحو بشكل جديد، لكن مع تراجع أسعار المنازل وتراجع النمو الاقتصادي الأمريكي هناك قروض عقارات بمئات المليارات بعجز من حصلوا عليها عن تسديدها ولكن البنوك لم تكتف بالتوسع في الإقراض، ثم ترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحب العقار الحصول على قروض جديدة منحت ارتفاع سعر العقار وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية لسعر العقار.

ويعرف الرهن العقاري أنه: عبارة عن قرض يمنح لشخص معين أو مؤسسة ما لتغطية جزء من قيمة البيت أو العقار، وعادة ما يستخدم هذا الأخير كضمان لسداد قيمة القرض الممنوح ومن حق المقرض أن يعتمد إلى اتخاذ الإجراءات القانونية التي تمكنه من الاستيلاء على الشيء المرهون سواء أكان عقار أو بيتا أو غيرها، وذلك في حال عدم قدرة المقترض على سداد القرض في الفترة الزمنية المتفق عليها، أو في حال التأخر عن سداد الأقساط المتفق عليها بعد توجيه انذارات متكررة من المقرض.²

¹ بورنان نسيم، تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية الخليجية، مذكرة ماستر مالية ونقود، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص 37.

² قدوري نور الدين، مرجع سابق، ص 130.

3. مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008:

وتتمثل مظاهر الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

- أ. قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفا من صعوبات استردادها.
- ب. نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد أو الشركات والمؤسسات المالية مما أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي.
- ج. انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد، وهذا أحدث ارتباكا وخللا في مؤشرات الهبوط والصعود.
- د. انخفاض المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات بسبب ضعف السيولة¹.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية

هناك عدة عوامل أدت إلى حدوث أزمة الرهن العقاري تتمثل فيما يلي:

1. اختلال التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية:

فقد شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية، وحدث حالة من عدم التوازن بين الأنشطة الإنتاجية المالية، وقد تمثل مظهر هذا الانحراف في حدوث تراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية الحيوية مقابل تعاضم نمو الأنشطة الخدمية والقطاعات الاقتصادية الطفيلية ذات المردود الربحي المالي الوهمي ضمن دورة إنتاجية قصيرة الأجل وليست طويلة الأجل.

و يمكن إجمال سبب التراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية إلى ما يلي:

- تطبيقات أفكار العولمة التي شجعت انتقال الصناعات الدول المتقدمة إلى الدول النامية لعوامل اقتصادية عديدة أهمها رخص الأيدي العاملة وتوفر المواد الأولية.
- سلوكيات المستثمرين الذين اتجهوا في استثمار السيولة المالية الضخمة المتجمعة لديهم في مشاريع خدمية ذات مردود إيرادي كبير².

¹ حميشي فهيمة، المرجع السابق، ص 59.

² مشتر فطيمة، دور التوريق في إحداث الأزمات المالية 'حالة الأزمة المالية العالمية'، مذكرة ماستر، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة 2016، ص 59.

2. التغير في معدلات الفائدة:

إن قروض الرهن العقاري ممنوحة بمعدل فائدة متغير ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي، وهذا يعني أن الأعباء المالية للتسديد عند الانطلاق تكون منخفضة من أجل اجتذاب المقترضين ثم تزيد بالتدرج، وعلى هذا الأساس ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية، جعل الأسر الأمريكية ضعيفة الملاءة غير قادرة على تحمل أعباء ديونها.

3. ضعف الرقابة المالية:

إن أحد الأسباب الرئيسية للأزمة هي غياب الرقابة الكافية على أعمال بنوك الاستثمار ووكالات التأمين الخاصة ناهيك عن الإهمال الجسيم الذي نسب إلى شركات التقييم المالية التي أخذت مصالحها مع المقترضين ويرجع غياب الرقابة الحكومية الكافية على القطاع المصرفي وشركات الرهن العقاري إلى إلغاء القيود المفروضة على بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية وفي أوروبا بالقرية مع نهاية الثمانيات.

4. توريق الديون:

انتقلت الأزمة إلى المؤسسات المالية بسبب ما يسمى "توريق الرهن العقاري... وهي عملية تعتمد أساساً على الاحتمالات، فهي تقوم بتحويل القروض العقاري إلى أوراق مالية ذات سيولة عالية تباع وتشترى في السوق المالية، وغالبا ما تلجأ البنوك التي تمنح هذه القروض إلى بيعها في السوق المالي"¹.

¹ عبد الحق قاضي، مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، دراسة حالة، أزمة الرهن العقاري، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014، ص 56.

المبحث الثاني: دور سياسة التسيير الكمي في معالجة أزمة الرهن العقاري.

تم استخدام أسلوب التسيير الكمي في بداية القرن الحادي والعشرين، عندما تم استخدام (QE1) بـ 1700 مليار دولار) للتخفيف من أثر الأزمة المالية من 2008-2009 من قبل الولايات المتحدة واليابان والاتحاد الأوروبي .

المطلب الأول: دور سياسة التسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

1-تطبيق سياسة تسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية في معالجة الأزمة:

بمقتضى خطة التسيير الكمي QE1 قام الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية بضخ 1.55 تريليون دولار، وبمقتضى التسيير تم ضخ 600 مليار دولار، أما التسيير الكمي QE3، الذي يتم حليا بمعدل 85 مليار دولار شهريا، منها نحو 40 مليار مشتريات جديدة للسندات، فيتوقع أن يكون قد ضخ 700 مليار دولار حتى الآن، أي أنه بمقتضى برامج التسيير الكمي الثلاثة يكون الاحتياطي الفيدرالي قد ضخ 2.85 تريليون دولار في صورة توسع نقدي، وهو قدر هائل جعل من الاحتياطي الفدرالي أحد المالكين الرئيسيين لأدوات الدين العام الأمريكي والسندات الأمريكية بشكل عام¹.

قام البنك الفدرالي الأمريكي بتطبيق الخطة الأولى من سياسة التسيير الكمي QE1، التي بدأت في شهر نوفمبر 2008 حيث ركزت على شراء سندات الرهن العقاري التي بلغت قيمتها 100 بليون دولار شهريا، ومع انتهاء QE1 سنة 2010 كان البنك يحتجز 1.25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و300 بليون دولار من السندات الحكومية و175 بليون دولار من ديون الوكالات.

في نوفمبر 2010 بدأ تطبيق الخطة الثانية من سياسة التسيير الكمي QE2 قام من خلالها بشراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية وتواصلت حتى جوان 2011.

وفي سبتمبر 2012 قرر البنك الفدرالي الأمريكي اتباع الخطة الثالثة من التسيير الكمي QE3 والتي طبقت حتى ديسمبر 2013، حيث تقرر التخفيض من السندات الحكومية المشتراة بـ 10 بليون دولار، إذ كان في هذه الفترة قد

¹ إبراهيم السقا، هل بدأت رحلة النهاية لسياسات التسيير الكمي متاحة على الموقع الإلكتروني: <http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2019/05/20>

الفصل الثالث ----- الإجراءات الميدانية للدراسة

قام بشراء 85 بليون دولار من السندات منها 45 بليون دولار سندات حكومية و40 بليون دولار سندات الرهن العقاري المسترجعة¹.

استخدم البنك الفيدرالي الأمريكي سياسة التسيير الكمي عدة مرات بعد الأزمة المالية العالمية، بدءاً بالخطة الأولى في نوفمبر 2008 إلى الخطة الأخيرة التي انتهت قبل شهرين من نهاية سنة 2014.

2- آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الاقتصاد الأمريكي

إن الأزمة التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية امتدت تأثيرها إلى مختلف أنحاء العالم، مست جميع اقتصاديات دون استثناء، فقد كشفت عدة دراسات اقتصادية عن الآثار السلبية الواسعة التي خلفتها الأزمة الحالية على الاقتصاد الأمريكي والأوروبي وكذا الدول العربية والآسيوية.

ويظهر تأثير الأزمة على أداء الاقتصاد الأمريكي من خلال المؤشرات الموجودة في الجدول التالي:²

الجدول رقم (01): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2007-2007-

(2017)

| السنة | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|------|
| النمو % | 2 | 1.1 | -2.4 | 4.19 | -0.11 | 1.49 | 2.68 | 0.37 | 1.3 | 0.93 | 1.74 |
| التضخم % | 4.6 | 5.8 | 9.3 | -0.71 | -0.23 | -0.05 | 0.34 | 2.74 | 0.78 | -0.17 | 0.46 |
| البطالة % | 2.9 | 3.8 | 0.3 | 5.1 | 4.52 | 4.3 | 4 | 3.6 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على:

- (2009، 2008، 2007): نور الدين قدوري، مرجع سابق، 17.

- (2010-2017): مؤشرات التنمية للبنك الدولي، متوفر على الموقع: <https://www.albankaldawli.org> / تاريخ الإطلاع: 2019/06/13.

¹ مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التسيير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات، تجربة كل من اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية العدد 1، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2016، ص 18.

² قدوري نور الدين، مرجع سابق، ص 17.

يوضح الجدول رقم (1) تطور معدلات النمو الاقتصادي، التضخم والبطالة للولايات المتحدة الأمريكية، ويمكن توضيح آثار الأزمة المالية العالمية على المتغيرات السابقة كما يلي:

2-1- الأثر على معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي:

خلال عامي 2007 و2008 كان معدل النمو الاقتصادي من 1.1% إلى 2% على التوالي، وفي عام 2009 ورغم تطبيق سياسة التيسير الكمي QE₁ الذي كان في نهاية 2008 انخفض معدل النمو الاقتصادي بـ 2.4% ليعود ويرتفع عام 2010 إلى 4.19%؛ هذه السنة التي عرفت إنهاء سياسة التيسير الكمي QE₁ وبالتالي يمكن القول أن هذه السياسة كانت إيجابية على معدلات النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية.

في نهاية 2010 ومع بداية تطبيق سياسة التيسير الكمي QE₂ عرف معدل النمو الاقتصادي تراجعاً إلى ما دون الصفر (-0.11) ليعود إلى الارتفاع في عامي 2011 و2012 و2013 مع تطبيق سياسة QE₃ ليقترب من مكانه في الاستقرار ضعيفاً خلال الفترة 2014-2017 والتي كانت في بدايتها نهاية تطبيق سياسة التيسير الكمي، وبشكل عام يمكن القول أن هذه السياسة كان أثرها موجبا لكن ضعيفا على معدلات النمو الاقتصادي خلال فترة تطبيقها، فبعد أن كان معدل التيسير الكمي عام 2009 في حدود -2.4 وهي بداية تطبيق السياسة سجل هذا المعدل 0.37% خلال نهاية تطبيق السياسة.

2-2- الأثر على معدل البطالة

شهد معدل البطالة خلال سنتي 2007 و2008 2.9% و8.3% على التوالي، وفي عام 2009 ومع نهاية تطبيق سياسة التيسير الكمي QE₁ انخفض معدل البطالة إلى 0.3% أما في عام 2010 والذي تزامن مع بداية تطبيق QE₂ ارتفع معدل البطالة إلى 5.1% واستمر المعدل مرتفعاً ليسجل 4.5% و4.3% في سنتي 2011 و2012 على التوالي، ولقد سجلت الفترة 2013-2017 انخفاضاً لمعدل البطالة ليصل إلى 2.8% نهاية 2017.

ويمكن القول أن هذه السياسة كانت نتائجها متذبذبة على معدلات البطالة؛ حيث أن هذه السياسة أسهمت في تخفيض معدل البطالة في بداية سنوات الأزمة ولكن أثرها كان ضعيفاً؛ غير أن أثرها كان ضعيفاً في السنوات اللاحقة، ومنه عدم فعالية هذه السياسة للمحافظة على معدلات بطالة دنيا في الاقتصاد الأمريكي.

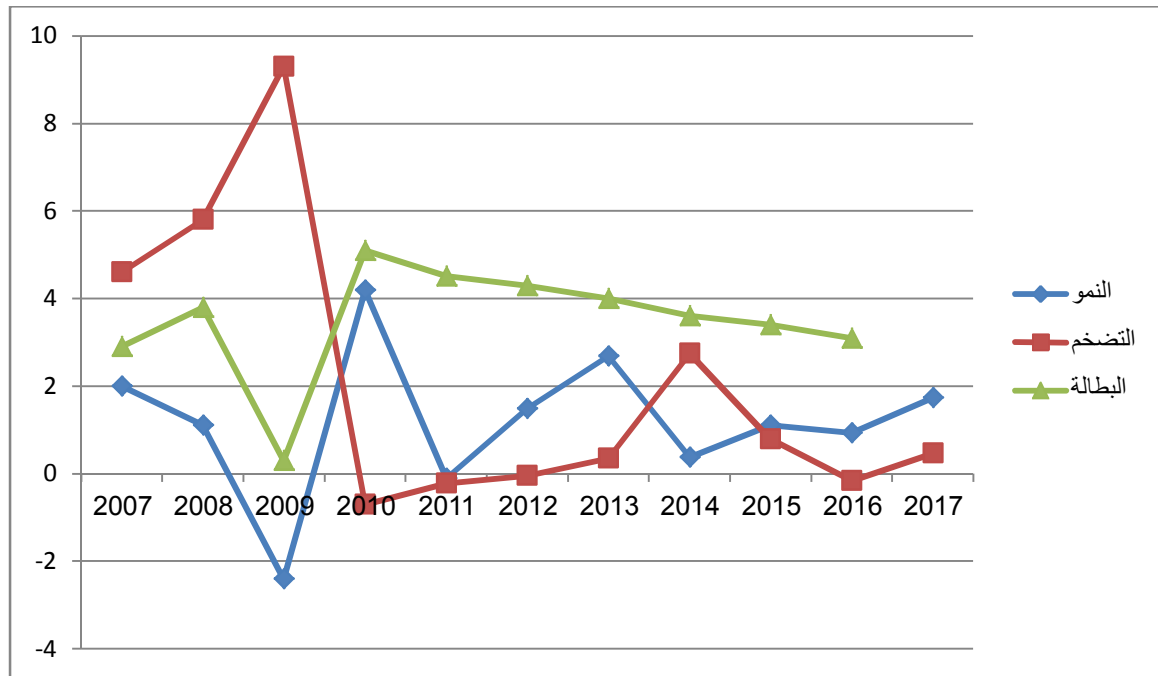
2-3- الأثر على معدل التضخم

سجلت معدلات التضخم مع بداية الازمة معدلات تضخم مرتفعة وصلت الى 9.3% في سنة 2009 ثم يسجل انخفاض في الفترة 2010-2011 وذلك تزامنا مع تطبيق ليعود المعدل للارتفاع في الفترة (2013-2015)، ثم ينخفض في سنة 2016 الى 0.17% ويسجل ارتفاعا طفيفا في 2017 يقدر ب0.46%

كان بين تطبيق هذه السياسة ومعدلات التضخم علاقة طردية في اغلب سنوات الدراسة ومنه ضعف فعالية هذه السياسة في المحافظة على الأسعار باستثناء الفترة ما بين 2010-2011.

والشكل التالي يوضح تطور كل من معدل التضخم والبطالة والنمو في الولايات المتحدة الأمريكية:

الشكل رقم (02): معدلات أهم المؤشرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (2007-2017)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على الجدول رقم (1).

المطلب الثاني: تطبيق سياسة التيسير الكمي في اليابان

1- دور سياسة التيسير الكمي في اليابان في معالجة أزمة الرهن العقاري :

قرر المسؤولون الاقتصاديين في اليابان اتباع إجراءات جديدة على غرار شراء سندات الخزينة اليابانية بمستويات يمكن حتى أن تتجاوز حجم الكتلة النقدية المتداولة حيث قرروا التخلي عن كل القيود المفروضة على عملية شراء سندات الخزينة.

يعتبر البنك المركزي الياباني أول من طبق سياسة التيسير الكمي وذلك بعد أزمة انفجار فقاعات أسعار السندات واللجوء لمعدلات الفائدة السالبة، مما جعل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية غير فعالة، بعد الوصول لهذا المستوى من معدلات الفائدة، ليلجأ البنك المركزي الياباني لسياسة بديلة سميت بسياسة التسهيل الكمي (التيسير الكمي)، وذلك بداية من مارس 2001 من خلال ضخ حوالي 5 تريليون ين ليرتفع إلى حوالي 35 تريليون ين عام 2004 ، وكان الهدف الأساسي لهذه السياسة هو رفع معدلات التضخم ودعم النمو الاقتصادي.

رد بنك اليابان على الأزمة المالية 2008 باتباع سياسة التيسير الكمي التي تتمثل في مضاعفة القيمة الشهرية لمشترياته من سندات الخزينة وفي رفع قيمة مشترياته من الأصول الخطيرة، كما قرر البنك أيضا العمل على بلوغ هذا الهدف من خلال زيادة ميزانيته بنفس الوتيرة المطبقة من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي.

في أكتوبر 2010 عاود البنك المركزي الياباني استخدام هذه السياسة من خلال شراء ما يعادل 5 تريليون من الأصول طويلة الأجل، وفي أوت 2011 تم رفع العرض النقدي من 40 تريليون ين إلى 50 تريليون ين، وفي 2013 تم ضخ حوالي 80 تريليون ين¹.

2- دور سياسة التيسير الكمي في اليابان في معالجة أزمة الرهن العقاري

لمعرفة فعالية سياسة التيسير الكمي في الاقتصاد الياباني نتطرق إلى الجدول التالي والذي يوضح تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية.

¹ محمد الأمين وليد طالب، المرجع السابق، ص 162.

الجدول رقم (02): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في اليابان خلال الفترة (2007-2016)

| السنة | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|------|
| النمو% | -1.09 | -5.41 | 4.19 | -0.11 | 1.49 | 2 | 0.37 | 1.35 | 0.93 | 1.73 |
| التضخم % | 1.38 | -1.35 | -0.71 | -0.26 | -0.05 | 0.34 | 2.76 | 0.78 | -0.11 | 0.46 |
| البطالة% | 5 | 5 | 4.52 | 4.30 | 4 | 3.59 | 3.40 | 3.09 | 2.79 | 2.44 |

المصدر: مؤشرات التنمية للبنك الدولي ، متوفر على الموقع: <https://www.albankaldawli.org> تاريخ الإطلاع: 2019/06/18.

يوضح الجدول رقم (2) تطور النمو والتضخم والبطالة في اليابان، وفي ما يلي سنوضح أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على المتغيرات السابقة:

1- الأثر على معدل النمو

سجل معدل النمو الاقتصاد في سنتي 2007 و 2008 اتجاه سالباً بـ 1.09% و 5.41% ، أما في سنة 2009 وبعد مضاعفة القيمة الشهرية لمشتريات من سندات الخزينة، ارتفع معدل النمو الى 4.19% ليعود للاتجاه السالب في سنة 2010 بـ 0.11% وتميزت الفترة 2011-2016 بمعدلات متذبذبة وذلك بعد رفع العرض النقدي الى 80 تريليون ين.

يمكن القول ان سياسة التيسير الكمي كانت ذات فعالية لتحقيق زيادة في معدل النمو الاقتصادي وذلك لتذبذب قيم المؤشر خلال فترة الدراسة.

2- الأثر على معدل التضخم

سجل معدل التضخم سنة 2007 نسبة 1.38% أما فترة 2008-2011، فقد سجلت انخفاضا للمعدل حيث انحصر بين 1.35% - 0.05% ، وذلك بعد شراء 5 تريليون من الاصول طويلة الاجل والرفع من العرض النقدي في 2011، أما الفترة 2012-2014 قد سجل أعلى معدل للتضخم طيلة فترة الدراسة 2.76% ، ثم ينخفض إلى -0.11% ، أما في سنة 2016 فقد سجل المعدل 0.46%.

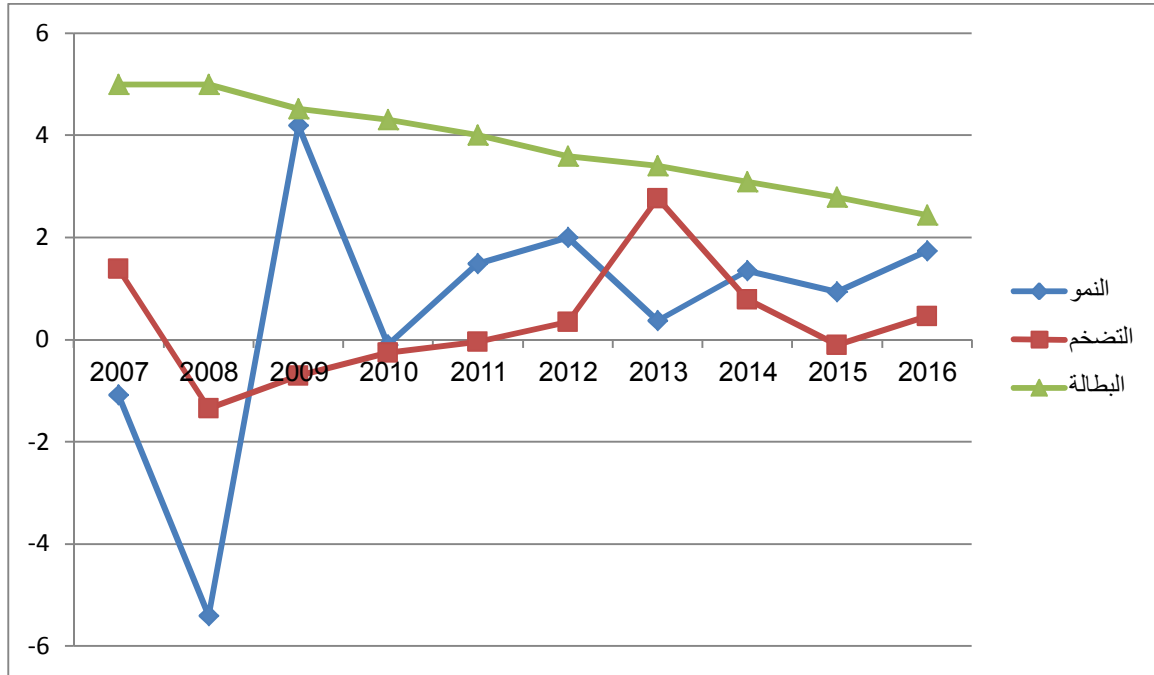
ومما سبق يمكن القول أن سياسة التيسير الكمي قد كانت فعالة في المحافظة على تدنية معدلات التضخم في اغلب سنوات الدراسة.

الاثر على معدل البطالة سجل معدل البطالة طيلة فترة الدراسة فنجد انه استقر المعدل في سنة 2007 و 2008 واستمر الانخفاض في سنة 2016 اين سجل المعدل 2.44%.

وفي الاخير يمكن القول ان سياسة التيسير الكمي المتبعة من طرف البنك المركزي الياباني قد كانت فعالة في تخفيض معدل البطالة طيلة فترة الدراسة.

والشكل التالي يوضح تطور المؤشرات السابقة في الاقتصاد الياباني:

الشكل رقم (03): تطور معدلات النمو والبطالة والتضخم في اليابان للفترة 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (2)

المطلب الثالث: تطبيق سياسة التيسير الكمي الاتحاد الأوروبي

1- تجربة سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي

إن البنوك المركزية لبلدان منطقة اليورو لا يمكنها ممارسة سياسة نقدية غير تقليدية بأي صيغة، إذ تعتمد على البنك المركزي الأوروبي لضبط السياسة النقدية في بلد، ولقد استخدم البنك المركزي الأوروبي عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (شكل من أشكال التسهيل الكمي من دون الإشارة إليه) لمدة 12 شهرا، خلال عملية توسيع الأصول التي يمكن أن تستخدمها البنوك على ضمان إضافي يمكن تقديمها إلى البنك المركزي الأوروبي في مقابل اليورو.

اتخذ البنك المركزي الأوروبي منذ 9 أوت 2007 مجموعة من الإجراءات بغية احتواء ارتفاع أسعار الفائدة التي شهدتها السوق النقدي، كما أعلن في شهر أكتوبر 2008 عن تبني سلسلة من الإجراءات الجديدة الهادفة إلى تطوير إطاره العمليتي، حيث كان توفير السيولة للبنوك مقابل ضمانات بمعدل ثابت لكل العمليات المتعلقة بإعادة التمويل داخل منطقة اليورو وبكميات غير محدودة أحد الإجراءات البارزة خلال هذه المرحلة، حيث سمح هذا الإجراء بتوفير

الفصل الثالث ----- الإجراءات الميدانية للدراسة

السيولة اللازمة سواء من حيث المعدل أو من حيث الكمية، وهو ما ساهم في استقرار القطاع البنكي، وقد تمثلت أهم عمليات البنك المركزي الأوروبي فيما يلي¹:

قام البنك المركزي الأوروبي في سعيه لمواجهة تقلبات أسعار الفائدة اليومية بالموافقة على رغبة البنوك التجارية التي أرادت استباق تكوين احتياطياتها، حيث قرر منحها كميات كبيرة نوعاً ما من السيولة في بداية مرحلة تكوين الاحتياطيات، ثم خفض كميات السيولة الممنوحة لها في نهاية المرحلة.

قام البنك المركزي الأوروبي بعد ذلك وفي نفس سياق توسيع مجال قروضه الممنوحة بتوسيع قائمة الضمانات المقبولة وتمديد الحد الأقصى لعمليات إعادة التمويل إلى 12 شهر.

اقتنى البنك المركزي الأوروبي في ظل هذا البرنامج سندات بقيمة إجمالية بلغت الـ60 مليار يورو خلال الفترة الممتدة من شهر جويلية 2009 إلى جوان 2010.

2- دور سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي لمعالجة أزمة الرهن العقاري

لمعرفة فعالية سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي نتطرق إلى الجدول التالي والذي يوضح تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية.

الجدول رقم (03): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2007-2016)

| السنة | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------|------|------|-------|------|------|-------|------|-------|------|------|
| النمو% | 3.08 | 0.48 | -4.34 | 2.23 | 1.75 | -0.39 | 0.25 | 1.75 | 2.34 | 2.04 |
| التضخم% | 4.15 | 0.92 | 1.66 | 3.30 | 2.63 | 1.31 | 0.22 | -0.05 | 0.21 | 1.46 |
| البطالة% | 8.8 | 9.5 | 9 | 10.4 | 10.8 | 10.20 | 9.38 | 8.5 | 7.6 | 6.8 |

المصدر: مؤشرات التنمية للبنك الدولي، متوفر على الموقع: <https://www.albankaldawli.org/> تاريخ الإطلاع: 2019/06/13.

يوضح الجدول رقم (03) تطور النمو والتضخم والبطالة في الاتحاد الأوروبي، وفي ما يلي سنوضح أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على المتغيرات السابقة:

¹ مطاي عبد القادر، راشدي فتحة، مرجع سابق، ص 17.

1- الأثر على معدل النمو: شهد معدل النمو خلال سنة 2007-2008 تغيرا واضحا، حيث انخفض بنسبة 2.6 % بسبب تداعيات الأزمة المالية، واصل انخفاضه حتى سنة 2009 بنسبة 4.34%، و بعد البرامج التي اتبعها البنك المركزي الأوروبي عرفت المنطقة تطورا ملحوظا سنة 2010 حيث قدر معدل النمو بـ 2.23 % ونتيجة لتوسع القروض الممنوحة ظل معدل النمو متماسكا خلال الفترة ما بين 2011-2014 بمعدل 1.75 %، ثم ارتفع الى نسبة 2.34 % في سنة 2015 ثم بـ 2.04 % سنة 2016.

كان دور برنامج التيسير الكمي هنا فعالا في الحفاظ مبدئيا على معدل النمو وإزالة اثر الأزمة المالية العالمية في هذه المنطقة.

2- الأثر على معدل التضخم: سجل معدل التضخم نسبة 4.15% في سنة 2007 ، وفي سنتي 2008 و 2009 انخفض الى نسبة 0.92% و 1.66% على التوالي وذلك بسبب قيام البنك المركزي الأوروبي بشراء سندات قدرت بـ 60 مليار دولار، حيث ظل معدل التضخم منخفضا.

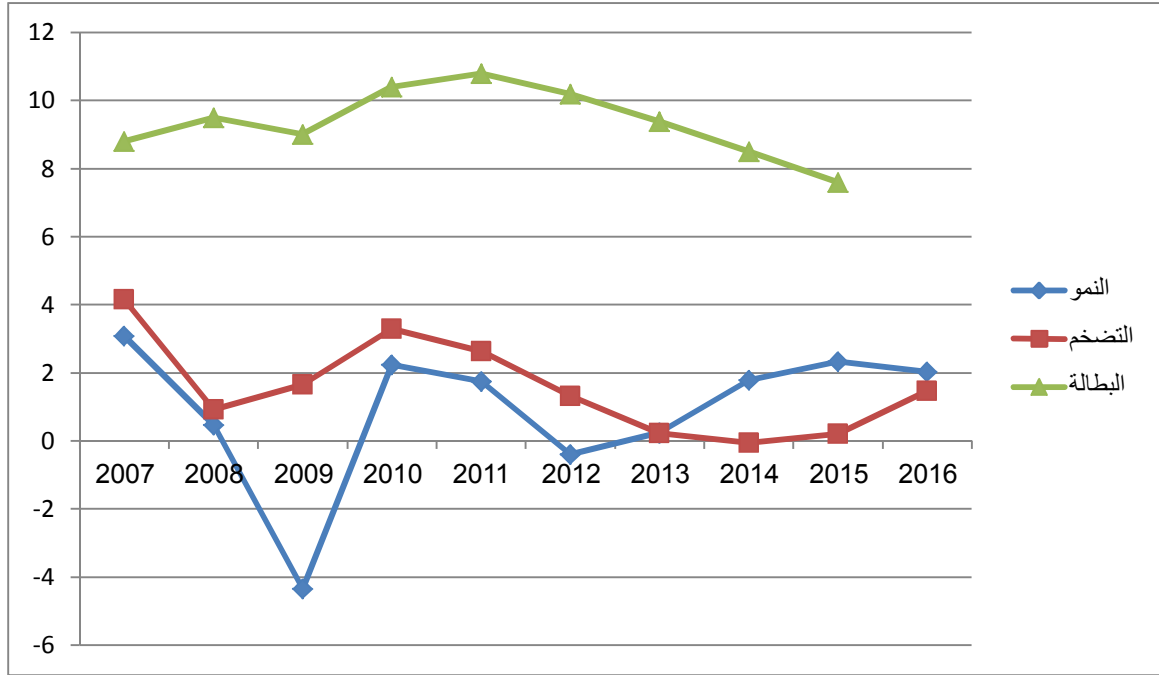
مما سبق يمكن القول ان سياسة التيسير الكمي قد كانت فعالة في المحافظة على تدني معدلات التضخم في اغلب سنوات الدراسة .

3- الأثر على معدل البطالة: سجل معدل البطالة ارتفاعا خلال فترة الدراسة (2007-2014) بلغ 10.20 % ثم انخفض في 2015 و 2016 حتى بلغ 7.6 % و 6.8 % على التوالي.

في الأخير يمكن القول أن سياسة التيسير الكمي الذي اتبعها البنك المركزي لم تكن فعالة في التأثير على معدل البطالة خلال هذه الفترة.

والشكل التالي يوضح تطور المؤشرات السابقة في الاتحاد الأوربي:

الشكل رقم (04): تطور معدلات النمو والتضخم والبطالة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على الجدول رقم (3).

المبحث الثالث: دور معدل الفائدة السالب في معالجة أزمة الرهن العقاري :

المطلب الأول: دور معدل الفائدة السالب في معالجة أزمة الرهن العقاري في الاتحاد الاوربي

من أجل دراسة الدور الذي لعبته أسعار الفائدة السالبة في معالجة أزمة الرهن العقاري؛ نتطرق إلى معطيات

الجدول التالي:

الجدول رقم (04): تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة

(2016-2014)

| السنوات | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------|-------|------|------|
| معدل النمو | 1.78 | 2.34 | 2.04 |
| معدل التضخم | -0.05 | 0.21 | 1.46 |
| القروض الممنوحة | -0.1 | -0.3 | -0.4 |

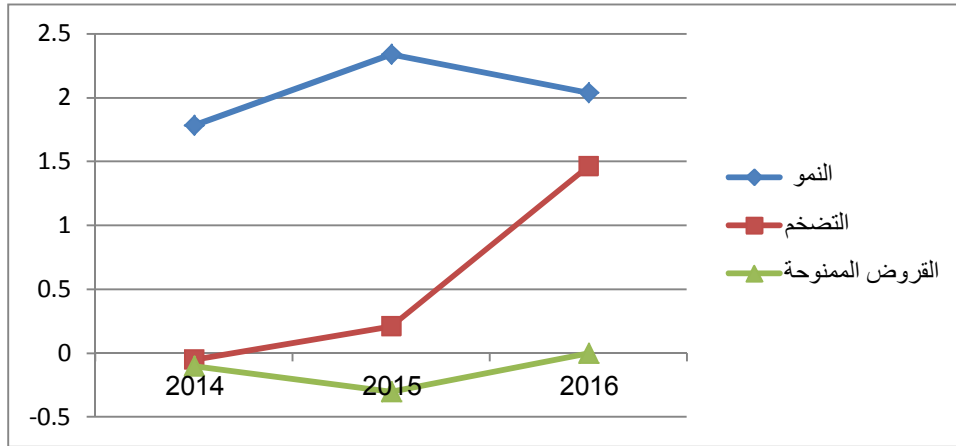
المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على:

- مطايي عبد القادر، راشدي فتيحة، مرجع سابق، ص 17.

- مؤشرات التنمية للبنك الدولي، متوفر على الموقع: <https://www.albankaldawli.org> / تاريخ الإطلاع: 2019/06/13.

في عام 2014 قام البنك المركزي الأوروبي ECB بالاستخدام معدل فائدة سالب، وذلك على ايداعات البنوك التجارية بهدف منع منطقة اليورو من السقوط في دوامة الانكماش، حيث وضع معدل فائدة سالب بقدر 0.1%- وهذا في جوان 2014، ثم قام بخفض هذا المعدل الى 0.2%- في سبتمبر 2014، وذلك بسبب الظروف الاقتصادية الصعبة لدول منطقة اليورو، حيث يريد البنك اوروبا المركزي من ذلك رفع معدل التضخم، نتيجة تراجع الأسعار بفعل المعروض السلعي المتوافق مع تراجع الطلب الاستهلاكي للظروف المذكورة سابقا، اما عام 2015 تم خفض معدل الفائدة السالب الى 0.3%- إذن الهدف هو اجبار البنوك التجارية على اقراض الزبائن بدلا من ايداعها في البنك المركزي والشكل التالي يوضح تطورات هذا المعدل ومقارنته بمعدلي التضخم والنمو:

الشكل رقم (05): تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2014-2016)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 4

المطلب الثاني: دور معدل الفائدة السالب في اليابان

اتبع البنك المركزي الياباني سياسة أسعار الفائدة السالبة من أجل التخفيف من حدة الأزمة المالية، والجدول التالي يوضح تطور هذا المؤشر:

الجدول رقم (05): تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في اليابان خلال الفترة (2007-2016)

| السنة | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|-----------------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| النمو | 1.73 | 0.93 | 1.35 | 0.37 | 2 | 1.49 | -0.11 | 4.19 | -5.41 | -1.09 |
| التضخم | 0.46 | -0.11 | 0.78 | 2.76 | 0.34 | -0.05 | -0.26 | -0.71 | -0.35 | 1.38 |
| القروض الممنوحة | 0.32 | 0.30 | 0.40 | 0.41 | 0.54 | 0.47 | 0.46 | 0.50 | 0.43 | 0.58 |

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على -

- مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، مرجع سابق، ص 18.

- مؤشرات التنمية للبنك الدولي، متوفر على الموقع: <https://www.albankaldawli.org> / تاريخ الإطلاع: 2019/06/13.

أثر معدل الفائدة السالب على معدل النمو:

سجل معدل الفائدة السالب خلال فترة الدراسة 2007-2008 على التوالي نسبة $-1.09 / -5.41\%$ ليعود في 2009 بنسبة 4.19% ليتم الارتفاع في السنوات الأخيرة (2011-2016).

مما سبق يمكن القول أن سياسة معدل الفائدة السالب لها تأثير فعال في تخفيف زيادة معدلات النمو الاقتصادي والتأثير على الأزمة المالية.

أثر معدل الفائدة السالب على معدل التضخم:

سجل معدل التضخم لسنة 2007 نسبة 1.38% أما بين الفترة (2008-2011) فقد سجل انخفاض حيث سنة 2011.

أما في 2012 الى 2015 فقد سجل تذبذب وصل الى (-0.11) ليعود في 2016 ويسجل نسبة 0.46% .

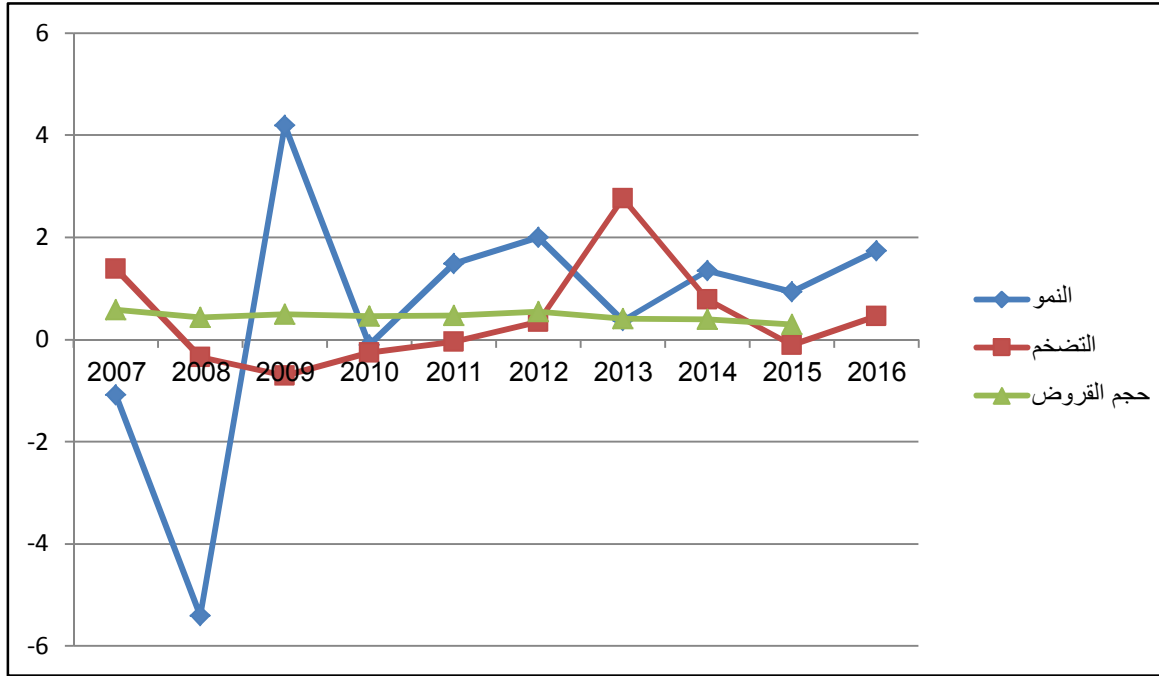
مما سبق يمكن القول أن سياسة سعر الفائدة سالب فقد كان فعال في المحافظة على تدنية معدلات التضخم.

أثر معدل الفائدة السالب على القروض الممنوحة :

سجلت معدلات القروض الممنوحة سنة 2007 نسبة 0.58% وتعتبر أعلى نسبة عرفتها القروض الممنوحة خلال الأزمة المالية ، أما في السنوات 2008-2016 فقد لاحظنا تذبذب في معدلات القروض الممنوحة حتى وصل الى نسبة 0.32% .

مما سبق يمكن القول أن سياسة معدل الفائدة السالب لها تأثير فعال في تخفيض معدلات القروض الممنوحة خلال هذه الفترة.

الشكل رقم (06): تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في اليابان خلال الفترة (2016-2007)



من إعداد الطالبان /: إعتماذ على معطيات الجدول

خلاصة الفصل:

تعد أزمة الرهن العقاري من أكثر الأزمات تأثيراً على اقتصاديات العالم بعد أزمة الكساد الكبير، حيث انطلقت من فكرة إقراض أموال عقارية من طرف المؤسسات المالية، وعلى غرار الأزمات التي سبقت تعددت أيضاً الأسباب والمظاهر التي اندرت العالم بوقوع أزمة جديدة سنة 2008.

كان تأثير أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي يظهر على وضعية البلد في ذلك الوقت، من خلال تدني معدل النمو وارتفاع نسبة البطالة بسبب تسريح بعض العمال، كذلك التغير الغير طبيعي في معدل التضخم.

كل هذه الظروف ادت بالبنك الفيدرالي الأمريكي الى معالجة هذه الظاهرة عن طريق اتباع توجهات حديثة للسياسة النقدية، والتي تمثلت في تطبيق البنك المركزي الأمريكي لسياسة التيسير الكمي على ثلاث مراحل انتقائية وذلك بتنفيذ خطط وبرامج الدعم والتنمية، وسياسة معدل الفائدة السالب للتأثير على حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية.

لعبت التوجهات الحديثة للسياسة النقدية دوراً هاماً في معالجة أزمة الرهن العقاري، حيث انتقل واقع تطبيقها الى بعض الدول المتأثرة بهذه الأزمة على غرار اليابان ودول الاتحاد الأوروبي.

الخاتمة العامة



السياسة النقدية وكأداة من ادوات السياسة الاقتصادية الكلية، تعمل على الوصول الى عدة أهداف لتحقيق الاستقرار والحفاظ على بنية الاقتصاد للبلد، واستعملت ادوات جديدة قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة تهدف الى تنشيط الاقتصاد وكبت التضخم اطلق عليها التوجهات الحديثة للسياسة النقدية وتمثلت اساسا في اداة التسيير الكمي ومعدل سعر الفائدة .

حتى وان نجحت البنوك المركزية الى حد ما في تجاوز الازمة المالية 2008/2007 فان التوجهات الحديثة للسياسة النقدية كانت استعجالية حتمتها ظروف الازمة المالية العالمية الاخيرة، والامر الاكيد ان تمتع البنوك المركزية خاصة البنك الاحتياطي الفدرالي والبنك الأوروبي ، بدرجة كبيرة من الاستقلالية عن السلطة التنفيذية حيث ساهم بشكل كبير في ظهور هذا النوع الاستثنائي من الادوات.

تعد ظاهرة الازمات المالية احد عوامل الرئيسة التي ادت الى تزايد الاهتمام بالسياسة النقدية ، فإلى جانب ما تؤديه السياسة النقدية من وظائف عديدة، اصبحت تشرف مؤخرا على الحفاظ على استقرار المالي الذي يقتضي تبني تدابير معينة لمنع ظهور الازمات المالية ومعالجتها في حالة ظهورها خاصة اذا كان سببها هو العدوى، وقد اصبحت الازمات المالية في العقود الاخيرة اكثر قوة واكثر تردد واسرع انتشارا، واكتسبت الازمات المالية هذه الخصائص نتيجة شهدها العالم من تحولات اقتصادية في العقود والاخيرة.

لقد شهد العالم خلال عام 2008 انفجار اكبر ازمة مالية منذ ازمة الكساد لعام 1929، حيث انها وبعد اندلعت في السوق للقروض العقاري خلال عام 2007 سرعان ما انتقلت بعد ذلك الى كامل النظام المالي الأمريكي ثم الى غالبية الاسواق المالية العالمية، وقد حاول الاحتياطي الأمريكي، الراعي الاول للسياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية مواجهة الازمة المالية باستعمال عدة ادوات واتخاذ عدة اجراءات، نفس الشيء بالنسبة للبنوك المركزية في باقي الدول لاسيما المتقدمة حيث لاحظنا لاتخاذها جملة من الاجراءات الهادفة الى تجاوز الازمة المالية واعادة بعث النشاط الاقتصادي، ولقد جاء رد فعل البنك المركزي الاوربي الذي يعتبر السلطة النقدية الاولى في منطقة اليورو نظر لما يتمتع به من استقلالية وسلطة في نفس سياق الاجراءات الهادفة الى تجاوز الاضطرابات المالية الناتجة عن الازمة عام 2008/2007 كما جاء رد فعل البنوك المركزية على مجريات الازمة المالية 2008 متشابهة الى حد ما فبعدها ان حاولت اللجوء في بداية الامر الى ادوات سياستها النقدية على غرار ادوة السوق المفتوحة ومعدل الفائدة سرعان ما اقتنعت بعدم جدوى مثل هذا النوع من الادوات في مواجهة الازمات المالية، مما دفعها للبحث عن

التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في كون السياسة النقدية هي الحل الوحيد والانسب للبنوك المركزية لمعالجة الازمات المالية

نتائج اختبار الفرضيات

- **الفرضية الاولى:** تعمل السياسة النقدية في التأثير على اهداف السياسة الاقتصادية من خلال عدة ادوات، حيث تتأكد صحة الفرضية وذلك من خلال دور ادواتها في تحقيق أهداف السياسات الاقتصادية، وساهمت التوجهات الحديثة للسياسة النقدية والتي كان لها الدور الفعال في معالجة الأزمات خاصة بعد ظهور ازمة الرهن العقاري لسنة 2008، حيث يعمل كل من التيسير الكمي ومعدل الفائدة السالب على الوصول الى الاهداف المرجوة لتحسين الوضعية الاقتصادية للبلد.

- **الفرضية الثانية:** تعتبر سياسة التيسير الكمي ومعدل الفائدة السالب من أهم الأدوات المستخدمة في معالجة أزمة الرهن العقاري، تتأكد صحة الفرضية من خلال كل من خلال تطبيق البنك الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الاوروي وبنك اليابان لهذه الأدوات لأجل معالجة الاختلالات التي نتجت عن تداعيات ازمة الرهن العقاري

- **الفرضية الثالثة:** لقد كان استخدم الأدوات الحديثة للسياسة النقدية فعالا في معالجة أزمة الرهن العقاري، تتأكد صحة الفرضية من خلال تأثير هذه الأدوات على الوضعية الاقتصادية للبلد الذي انتهج هذه الادوات للتأثير على المتغيرات الاقتصادية.

نتائج الدراسة:

انطلاقا من الطرح العام المقدم حول دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية من جهة والدور الذي قامت بيه التوجهات الحديثة لسياسة النقدية في الرد على الازمة المالية 2008 من جهة اخرى، نقوم بما يلي عرض اهم النتائج التي توصلنا اليها في هذه الدراسة.

✓ بينت دراسة النظرية وجود جانبين من ادوات السياسة النقدية، الجانب التقليدي الذي يشمل كل من الادوات المباشرة والادوات غير المباشرة، والجانب الحديث الذي يتمثل في سياسة التيسير الكمي ومعدل الفائدة السالب.

✓ سمحت لنا الدراسات الاحصائية بالتأكد من ان ظاهرة الأزمات المالية عكس الاعتقاد السائد ليست حديثة حيث يعود ظاهرة حديثة حيث يعود ظهور أولى الازمات المالية الى القرن ال17.

✓ أمام عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على معالجة الازمة المالية 2008 اضطرت البنوك المركزية إلى اللجوء إلى ادوات جديدة سميت بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية وقد تم تقسيمها الى أداتين هي سياسة التيسير الكمي وسياسة سعر الفائدة السالب.

الاقتراحات

انطلاقا مما تم التعرض له في هذه الدراسة وبالأخص من خلال تحليلنا لرد فعل عدة بنوك مركزية وطنية وكذلك البنك المركزي الاوربي على مجريات الأزمة المالية 2008، حاولنا تقديم مجموعة من الاقتراحات جاءت كالآتي:

✓ نرى بأنه حتى تنجح السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، ينبغي أن تعتمد البنوك المركزية في ان واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياساتها النقدية والأدوات غير التقليدية لسياساتها النقدية المتمثلة أساسا في التيسير الكمي وسياسة سعر الفائدة السالب.

✓ نرى بأن على البنوك المركزية عدم الافراط في استعمال الأدوات التقليدية، وان تسعى الى تطوير بدائل اخرى تمكنها من معالجة الحالات التي يمر بيها الاقتصاد كالتضخم والبطالة.

افاق الدراسة

نشير هنا ان موضوع الدراسة يبقى مفتوح أمام الباحثين نظرا لتنوع وتعدد المواضيع التي تتفرع عنه، والتي تطرح جوانب في الموضوع لم نتطرق لها بما فيه الكفاية.

من ضمن الدراسات التي قد تثير اهتمام الباحثين في المستقبل القريب نشير للدراسات التي يمكن ان تخصص أكثر من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على غرار أداة التيسير الكمي وأداة سعر الفائدة السالب، كما يمكن إثارة مواضيع أخرى للبحث والنقاش مثل الموضوعات التي تركز على دراسة العلاقة بين الأزمات المالية وعدد من المتغيرات الاقتصادية كالنمو والتضخم والبطالة..... الخ.

اذن وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث لجهود اضافية من قبل الباحثين كون إسهامنا بسيط لا يتمثل إلا في المرحلة أولى من البحث تليها مرحلة أخرى تكون مكملة لم نتطرق لها.

قائمة المراجع



قائمة المراجع

أولاً- الكتب:

1. الحاج حسين، التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، سبتمبر 2017.
2. السيد متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة 2010-1431.
3. السيد مشولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010.
4. عبد القادرة خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية.
5. نزار كاظم الخيكاني و حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية، الإطار العام و أثرها في السوق المالي و متغيرات الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، 2015.
6. هيثم يوسف محمد عويضة، الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها الإقليمية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2015.
7. يوسف أبو فارة: الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على أزمة المالية العالمية 2008، جامعة الخليل، فلسطين، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2015.

ثانياً- المذكرات والأطروحات:

1. بلوافي محمد، أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر 1970-2011، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.
2. بنابي فتيحة، السياسة النقدية، النمو الاقتصادي، دراسة نظرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات المالية و البنوك، 2008-2009، جامعة بومرداس، الجزائر.
3. بورنان نسيم، تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية الخليجية، مذكرة ماستر مالية و نقود، جامعة بسكرة 2013.
4. رمزي عثمان، انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016.
5. عبد الحق قاضي، مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، دراسة حالة، أزمة الرهن العقاري، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.
6. عمروش شريف، السياسة النقدية و معالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة البليدة، 2005.

7. قدوري نور الدين: أثر الأزمات المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2018.
8. محمد الأمين وليد طالب، دور السياسات النقدية في معالجة الأزمات المالية، حالة البنك المركزي الأوروبي BCE، و الأزمة المالية (2008/2007). أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، 2016.
9. محمد محمد صالح جمعة، السياسة النقدية في سورية و أثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي، أعد لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، قسم الاقتصاد و التخطيط جامعة دمشق.
10. مشتر فطيمة، دور التوريق في إحداث الأزمات المالية... حالة الأزمة المالية العالمية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد بوضياف، مسيلة 2016.
11. واعد عبد الله عبد الرزاق باذيب، السياسة النقدية و آثارها الاقتصادي في الجمهورية اليمنية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية كلية الاقتصاد جامعة عدن، 2004.

ثالثاً- المجالات والمدخلات:

1. سامر مظهر قنطقجي، الفائدة السلبية و انهيار الرموز، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 51، 2016.
2. صاري علي، السياسة النقدية غير التقليدية، الأدوات و الأهداف، المجلة الجزائرية للعملة و السياسات الاقتصادية، العدد 04، 2013.
3. صالح صالح، أدوات السياسة النقدية و المالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، مداخلة ندوة علمية في 18-19-20 أبريل 2010 جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
4. عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للإدارة والاقتصادية، العدد 02، العدد 04، جامعة كركوك، العراق، 2014.
5. مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التسيير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات، تجربة كل من اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية العدد 1، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2016.
6. مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التسيير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات، مداخلة جامعة الشلف، 2016.
7. نوفل سمالي، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 44، جامعة باجي مختار، عنابة، 2015.

رابعاً: المواقع الإلكترونية:

1. محمد إبراهيم السقا، هل بدأت رحلة النهاية لسياسات التسيير الكمي متاحة على الموقع الإلكتروني:
2. محمد ابراهيم السقا، هل يمكن أن يكون معدل الفائدة الاسمي سالبا ، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:
<http://www.aleqt.com/2009/12/10>
3. مجموعة البنك الدولي، متاحة على الموقع: <https://www.albankaldawli.org> .
<http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2019/05/20>



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
سورة بقره



ملخص:

هدفت الدراسة إلى إبراز المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية وكذلك التوجهات الحديثة للسياسة النقدية، كما هدفت أيضا إلى إلقاء الضوء على الجوانب النظرية للأزمات المالية ومؤثراتها وأسبابها مع التركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 وسبل معالجتها من خلال التوجهات الحديثة للسياسة النقدية المطبقة من طرف بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الياباني والبنك المركزي الأوروبي.

وتوصلت الدراسة في الأخير إلى أن ظاهرة الأزمات المالية أحد العوامل الرئيسية التي أدت إلى تزايد الاهتمام بالسياسة النقدية، فإلى جانب ما تؤديه السياسة النقدية من وظائف عديدة؛ أصبحت تشرف مؤخرا على الاستقرار المالي الذي يقتضي تبني تدابير مختلفة لمعالجة الأزمات المالية، ومن هنا يتجلى دور البنوك المركزية في التصدي لهذه الأزمات وذلك بتطبيق أهم أدوات السياسة النقدية، حيث كانت ردود أفعال مختلف البنوك المركزية مجابهة هذه الظواهر المتمثلة في الأزمات المالية خاصة أزمة الرهن العقاري منها، مسايرة مع التطورات التي شهدتها هذه الأخيرة (أزمة الرهن العقاري)، بالتوصل إلى أحدث الأدوات النقدية كسياسة التيسير الكمي ومعدل الفائدة السالب، اللذان كانا لهما دورا هاما في معالجة هذه الأزمة .

Summary:

The study aimed to highlight the concepts of monetary policy as well as the recent trends in monetary policy, and also to understand the theoretical aspects, indicators and causes of financial crises, focusing on the 2008 global financial crisis and ways to address them through the recent monetary policy orientations applied by the US Federal Reserve Bank, the Japanese Central Bank and the European Central Bank.

The recent study found that the phenomenon of financial crises is one of the main factors that led to increased attention to monetary policy, as well as the many functions of monetary policy, which recently supervised financial stability that required adopting different measures to deal with financial crises, thus demonstrating the role of central banks in dealing with these crises by applying the most important instruments of monetary policy, as the responses of the various central banks to these phenomena represented in financial crises, especially the crisis of real estate, in the recent developments (i.e. the real estate facilitation, which led to the recent).