

مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

دور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الازمات المالية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

- تحت إشراف:

د. عزيزي محمد صالح

من إعداد الطلبة:

- عمي رانيا.

- مفواد لبنى.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الملخص:

-هدفت الدراسة إلى إبراز المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية وكذلك التوجهات الحديثة للسياسة النقدية، كما هدفت أيضا إلى إلقاء الضوء على الجوانب النظرية للازمات المالية ومؤشراتها وأسبابها والتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 وسبل معالجتها من خلال التوجهات الحديثة للسياسة النقدية المطبقة من طرف بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الياباني والبنك المركزي الأوروبي.

-وتوصلت الدراسة في الأخير إلى أن الأزمات المالية أحد العوامل الرئيسية التي أدت إلى تزايد الاهتمام بالسياسة النقدية في 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 الأدوات السياسية النقدية، حيث كانت ردود أفعال مختلف البنوك المركزية مجابهة هذه الظواهر المتمثلة في الأزمات المالية خاصة أزمة الرهن العقاري. مسايرة مع التطورات التي شهدتها هذه الأخيرة (أزمة الرهن العقاري)، بالتوصل إلى أحدث الأدوات النقدية كسياسة التسيير الكمي ومعدل الفائدة السالب، اللذان كانا لهما دورا هاما في معالجة هذه الأزمة.

Résumé :

Résumé :

L'étude visait à mettre en évidence, les concepts liés à la politique monétaire, ainsi que l'évolution, moderne, et elle visait également à se familiariser avec les aspects théoriques. Des crises financières leurs indicateurs et leurs causes avec un focus sur la crise mondiale de 2008, et le moyen de les aborder à travers les tendances modernes de la politique monétaire appliquée par la réserve fédérale américaine et la banque centrale du Japon et la banque centrale européenne.

Enfin, L'étude a conclu que le phénomène des crises financières est l'un des principaux facteurs qui ont conduit à un intérêt accru pour la politique monétaire, outre les nombreuses fonctions que remplit la politique monétaire, elle est récemment devenue la supervision de la stabilité financière, ce qui nécessite l'adoption de diverses mesures pour faire face aux crises financières et le rôle, des banques centrales dans la gestion de ces crises en appliquant les outils de politique monétaire les plus importants, la ou les réactions des différentes banques centrales face à ces phénomènes représentés dans les crises financières, récemment la crise hypothécaire, se sont alignées sur les évolutions observées par ces dernières (crise hypothécaire) en accédant aux derniers outils monétaires comme la politique de l'assouplissement quantitatif et le taux d'intérêt négatif, qui ont joué un rôle important dans la gestion de cette crise.

الإهداء

نحمد الله الذي وفقنا لهذا ولم نكن لنصل إليه لولا فضل الله علينا

أما بعد، اهدي ثمرة جهدي،

-إلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب والحنان، إلى من كان دعاءها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحني، إلى اعز ما امك في الدنيا، إلى أعظم امرأة في الوجود، إلى التي منحني الحياة وسهرت على تربيتي، إلى التي مهما قلت فلن أوفيها حقها، إليك حبيبي الغالية "أمي، أمي، أمي".

-إلى من خطى درب الصعاب من اجلنا، إلى صاحب القلب الكبير، إلى رمز العطاء إلى الذي اقتلع من أمامي بذور التراجع وعلمني أن الحياة مضي إلى الأمام وسعي للنجاح، إلى أغلى ما امك في حياتي "أبي الغالي" أدامك الله تاجا فوق راسي.

-إلى من جمعني به القدر ولاقتني به الأيام، إلى من جعل لحياتي معنى، إلى من زرع في قلبي بسمه، إلى أروع من جسد الحب بكل معانيه، فكان السند العطاء خطيبي "زائي" وكل أفراد عائلته.

-إلى من هم احن من النسيم على ذاتي واعز من أحبهم قلبي، وأكثر من عشقهم فؤادي، إلى من تقاسمت معهم حلو الحياة ومرها إخوتي الاعزاء "مريم، مروى، صفاء"

-إلى الكتاكيت "أمجد، تسنيم، رؤيا، اسيل، رسيم"

-إلى من رافقوني في مشواري الدراسي وابهجوا ايامي بابتسامتهم وذكرياتهم الجميلة "البري سارة، مروى، عريفة، اسيا، ريان".

رانيا

الإهداء

بسم الهه الرحمان الرحيم والصلاة والسلام على أشرف الرسلين سيدنا محمد وأصحابه
اجمعين الى يوم الدين.

بعد جهد كبير وتفاني في العمل، اهدي ثمرة عملي الى:

روح امي الطاهرة رحمة الله عليها، التي لطالما أحاطتني بحنانها وغمرتني بحبها، الى أغلى إنسانة في
حياتي التي كانت دائما تنير دربي بنصائحها ومنحتني القوة والعزيمة وعلمتني الصبر والاجتهاد، إلى
الغالية أمي رحمك الله وأسكنك فسيح جناته.

إلى من جرع الكأس فارغا ليستقيني قطرة حب إلى من كلت أنامله لي يقدم لي لحظة سعادة، الى من
حصد الاشواك على دربي ليمهد لي طريق العلم الى القلب الكبير أبي الغالي حفظه الله لي.

كما اهدي عملي المتواضع الى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة، الى سندي وقوتي وملاذي
بعد الله، الى من علموني علم الحياة اخوتي: هناء، عادل، عنتر، هشام،
صلاح"والكتاكيث"تسنيم، عبدالقادر، رسيال".

الى من كانوا ملاذي وملجأ لي الى من تذوقت معهم أجمل اللحظات الى من جعلهم الله اخوتي
بالله صديقاتي"رانيا، سارة، مروى، شيماء، ايمان، امينة، هناء، عريفق".

الى من يجمع بين سعادي وحزني، والى كل من أحبهم قلبي، وكل من قدم لي يد المساعدة في انجاز
هذا العمل.

لبنى

شكر و عرفان

الحمد لله على فضله واحسانه، واشكره على توفيقه وامتنانه الذي هدانا لطلب العلم فله الحمد والشكر، واصلي وأسلم على المبعوث رحمة للعالمين نبينا محمد وعلى اله وصحبه اجمعين.

أتقدم بجزيل الشكر وخالص التقدير والعرفان الى الأستاذ عزيزي محمد الصالح على قبوله الاشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وارشاداته القيمة الذي اسداها لنا طيلة مرحلة انجاز الاطروحة.

كما أتوجه بوافر الشكر والتقدير الى السادة الأساتذة والدكاترة الذين قبلوا مناقشة هذه الاطروحة فلهم منا كل التحية والاحترام والتقدير.

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
13	آلية عمل أداة سعر إعادة الخصم في حالة التضخم	الشكل رقم 1-1
14	ملخص لتأثير عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة	الشكل رقم 2-1
30	الأزمات البنكية تتسبب في إحداث أزمات صرف (نموذج فيلاسكو 1994).	الشكل رقم 1-2
31	أزمات الصرف تتسبب في بنكية (نموذج ستوكر 1994)	الشكل رقم 2-2
36	قنوات انتشار الأزمات	الشكل رقم 3-2
48	معدلات أهم المؤشرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (2007-2017)	الشكل رقم 1-3
51	تطور معدلات النمو والبطالة والتضخم في اليابان: 2007-2016	الشكل رقم 2-3
54	تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2014/2016.	الشكل رقم 3-3
56	تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في اليابان خلال الفترة (2007-2016)	الشكل رقم 4-3

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
47	تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2007-2017)	الجدول رقم 3-1
50	تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في اليابان خلال الفترة 2016/2007	الجدول رقم 3-2
52	برنامج التسيير الكمي التي قام بها البنك المركزي الأوروبي	الجدول رقم 3-3
54	تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2014-2016).	الجدول رقم 3-4
55	تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في اليابان خلال الفترة (2007-2016)	الجدول رقم 3-5
57	رصيد الموازنة العامة في الجزائر ومتوسط أسعار النفط خلال الفترة 2008-2018	الجدول رقم 3-6
58	السيولة في البنوك الجزائرية للفترة 2014-2018	الجدول رقم 3-7
58	تطور المؤشرات المالية الواقعة والمتوقعة للفترة 2014 توقعات 2019، 2020، 2021	الجدول رقم 3-8
62	قروض الدولة لدى البنك المركزي للفترة 2016-2018	الجدول رقم 3-9

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
(i)	-ملخص.
(ii)	-Résumé.
(iii)	-إهداء.
(v)	-شكر وعرهان.
(vi)	-قائمة الأشكال.
(ix)	-قائمة الجداول.
(x)	-فهرس المحتويات.
01	-المقدمة العامة.
05	-الفصل الأول: الاطار النظري للسياسة النقدية.
05	-تحميد.
06	-المبحث الاول: مفهوم السياسة النقدية.
06	-المطلب الاول: تعريف السياسة النقدية
06	-الفرع الاول: تعريف السياسة النقدية التقليدية.
06	-الفرع الثاني: اهداف السياسة النقدية التقليدية.
07	-المطلب الثاني: اهم النظريات المفسرة للسياسة النقدية التقليدية
07	-الفرع الاول: النظرية النقدية الكمية للنقود.
09	-الفرع الثاني: النظرية الكي نزقي في الطلب على النقود.
10	-الفرع الثالث: نظرية (بامول توبين) في الطلب على النقود.
11	-الفرع الرابع: النظرية النقدية المعاصرة(مدرسة شيكاغو)
11	-المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية التقليدية.

12	-الفرع الاول: الأدوات الكمية.
15	-الفرع الثاني: الأدوات النوعية.
17	-المبحث الثاني: السياسة النقدية غير تقليدية
17	-المطلب الاول: تعريف واهداف السياسة النقدية غير تقليدية.
17	-الفرع الاول:تعريف السياسة النقدية غير تقليدية.
18	-الفرع الثاني:اهداف السياسة النقدية غير تقليدية.
19	-المطلب الثاني: شروط تنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية.
20	-المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية التقليدية.
24	-خلاصة الفصل .
25	-الفصل الثاني:الاطار النظري للازمات المالية
25	-تمهيد.
26	-المبحث الاول:ماهية الازمات المالية
26	-المطلب الاول:تعريف الازمة المالية وخصائصها.
26	-الفرع الاول: تعريف الازمات المالية.
27	-الفرع الثاني: خصائص الازمات المالية.
27	-المطلب الثاني: أنواع الازمات المالية.
31	-المطلب الثالث: أسباب الازمات المالية.
34	-المبحث الثاني: مؤشرات وقنوات انتقال الازمات المالية و النظريات المفسرة لها .
34	-المطلب الأول: مؤشرات و قنوات انتقال الازمات .
34	-الفرع الأول: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية .
35	- الفرع الثاني : قنوات الأزمات المالية .
37	-المطلب الثاني: النظريات المفسرة للازمات المالية.

37	-الفرع الاول: التفسير الكلاسيكي.
37	-الفرع الثاني: تفسير كارل ماركس.
38	-الفرع الثالث: تفسير كينز وفريدمان.
39	-الفرع الرابع: التفسيرات الحديثة.
40	-المطلب الثالث: لمحة عن اهم الازمات المالية
40	-الفرع الاول: بعض أزمات القرن التاسع عشر.
41	-الفرع الثاني: أزمات القرن العشرين.
43	-الفرع الثالث: أزمات القرن الواحد والعشرين.
44	-خلاصة الفصل .
45	-الفصل الثالث: عرض تجارب بعض الدول لأدوات السياسة النقدية غير تقليدية.
45	-تمهيد.
46	-المبحث الاول: دور سياسة التسيير الكمي في معالجة ازمة الرهن العقاري.
46	-المطلب الاول: دور سياسة التسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية.
46	-الفرع الاول: تطبيق سياسة التسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية.
46	-الفرع الثاني: اثار الازمة المالية العالمية لسنة 2008 على الاقتصاد الأمريكي .
49	-المطلب الثاني: تجربة سياسة التسيير الكمي في اليابان.
49	-الفرع الاول: دور سياسة التسيير الكمي في معالجة ازمة الرهن العقاري في اليابان.
51	-المطلب الثالث: تطبيق سياسة التسيير الكمي في الاتحاد الأوروبي.
51	-الفرع الاول: أسباب تطبيقه.
53	-الفرع الثاني: نتائجه.
55	-المبحث الثاني: دور معدل الفائدة السالب في معالجة ازمة الرهن العقاري.
56	-المطلب الاول: دور معدل الفائدة السالب في معالجة ازمة الرهن العقاري في الاتحاد الأوروبي
56	-المطلب الثاني: دور معدل الفائدة السالب في اليابان.

56	-المبحث الثالث: تجربة الجزائر في تطبيق الية التسيير الكمي في الجزائر.
56	-المطلب الاول: أسباب تطبيق الية التسيير الكمي في الجزائر.
59	-المطلب الثاني: إجراءات تطبيق الية التسيير الكمي في الجزائر.
60	-المطلب الثالث: اثار تطبيق التسيير الكمي في الجزائر.
60	-الفرع الاول: الاثار الإيجابية.
61	-الفرع الثاني: الاثار السلبية.
63	-خلاصة.
64	-الخاتمة العامة.
67	-قائمة المراجع.

المقدمة

-المقدمة :

أصبحت السياسة النقدية تشكل إلى جانب السياسة المالية أحد أدوات السياسة الاقتصادية، التي تملك قدرة كبيرة في التأثير على الأوضاع الاقتصادية السائدة وحتى المستقبلية، فغالبا ما تلجأ البنوك المركزية على استعمال مختلف أدوات السياسة النقدية بغية تحقيق أهدافها، التي عادة 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 ، وفي مقدمتها أزمة الكساد 1929 ، التي انتقلت الى الاقتصاد الحقيقي وخلفت حالة من الركود الاقتصادي ، مما دفع بعض البنوك المركزية في الدول المتقدمة الى استخدام تدابير وإجراءات جديدة للتعامل مع الأوضاع السائدة ، ومحاوله كسر حالة الجمود التي سادت من خلال إعادة الاستقرار للقطاع المالي والنشاط الاقتصادي ، عرفت هذه الإجراءات فيما بعد بالتوجهات الحديثة للسياسة النقدية ، ويعد التيسير الكمي ومعدل الفائدة السالب من أهم أدواتها ، ونظرا إلى أنه نادرا ما يستخدمان فإنها من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية ، حيث تلجأ اليه البنوك المركزية في ظروف غير طبيعية مثل الأزمات المالية وقد برز تطبيق البنوك المركزية لهذه الأدوات غير التقليدية خلال الأزمة المالية 2007-2008 خاصة بعد أن فشلت في إيجاد حل لهذه الأزمة بواسطة الأدوات التقليدية.

مما سبق يمكن طرح التساؤل التالي لهذا البحث المتمثل في: ما هو دور أدوات السياسة النقدية غير تقليدية في معالجة الأزمات؟

وكيف ساهمت هذه الأدوات في معالجة أزمة الرهن العقاري؟

ويندرج تحت هذه التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف يمكن للسياسة النقدية التأثير على أهداف السياسة الاقتصادية-الكلية؟
- ما هي الإجراءات الجديدة للسياسة النقدية المتبعة في معالجة الأزمات المالية؟
- إلى أي مدى كان استخدام الأدوات الحديثة للسياسة النقدية فعالا في معالجة أزمة الرهن العقاري 2008؟

-فرضيات البحث:1

كإجابة أولية عن هذه التساؤلات الفرعية نقتح الفرضيات التالية:

-تعمل السياسة النقدية في التأثير على أهداف السياسة الاقتصادية من خلال عدة مباشرة وأدوات أخرى غير مباشرة.

- تعتبر سياسة التيسير الكمي ومعدل الفائدة السالب من أهم الأدوات المستخدمة في معالجة الأزمات المالية .
- لقد كان استخدام الأدوات الحديثة للسياسة النقدية فعالا في معالجة أزمة الرهن العقاري 2008، من خلال زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

2- 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.

3 - أهداف البحث :

يتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في تسليط الضوء على السياسة النقدية التي تم اللجوء الى أدواتها المختلفة للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، والتطرق إلى الأدوات الحديثة التي لجأت لها غالبية البنوك المركزية في الدول المتقدمة لمعالجة الأزمة المالية.

وتهدف أيضا عبر هذا البحث إلى تسليط الضوء على أبرز المسائل الاقتصادية المعاصرة إلا وهي الأزمات المالية التي أصبحت تشكل هاجسا حقيقيا أمام النمو الاقتصادي للدول.

4- أسباب اختيار الموضوع :

إن السبب الرئيسي الذي دفعنا إلى اختيار هذا الموضوع ليكون محلا للبحث هو رغبتنا في مواكبة البحوث الاقتصادية الراهنة التي أصبحت تولى مكانة خاصة لدراسة وتحليل المشكلات الاقتصادية ، فتطرقنا للمشاكل التي تواجه الاقتصاد العالمي والاقتصاد الدولي خاصة ، مما يدفعنا للقول بان الأزمات المالية وسبيل معالجتها تعتبر اليوم من بين القضايا الأساسية المطروحة للنقاش 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 من خلال السياسة النقدية غير تقليدية .

5- منهج الدراسة :

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

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

6- صعوبات الدراسة:

واجهنا خلال فترة قيامنا بإعداد هذه الدراسة العديد من الصعوبات أهمها:

- ندرة الدراسات التي تناولت دور التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في معالجتها الأزمة وتحديد مدى فعالية هذه التوجهات التي انتهجها بعض الدول على غرار الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي واليابان والجزائر.
- قلة توفر المراجع المتعلقة بدراسة هذا البحث.

7- الدراسات السابقة:

- لقد حظي موضوع السياسة النقدية بعدة دراسات وأبحاث من طرف مختصين في الميدان النقدي، فكل موضوع نجد فيه العلاقة بين السياسة النقدية وأحد أهدافها سواء في الأطروحات أو المداخلات في الملتقيات أو في المحلات وأهمها:
- بناني فتيحة تحت عنوان " الس سياسة النقدية، النمو الاقتصادي "دراسة نظرية، مذكرة ماجستير (2009/2008) جامعة بومرداس، الجزائر.

تناولت هذه الدراسة أهم هدف تسعى الحكومات إلى تحقيقه ويتمثل في النمو الاقتصادي ، وذلك من خلال سياستها الكلية التي من بينها السياسة النقدية ، هذه الأخيرة تؤثر على النمو الاقتصادي ، ومعظم الاقتصاديين يقرون بهذا التأثير ، فزيادة ضخ الكتلة النقدية ساهم في تشجيع النشاط الاقتصادي وبالتالي النمو الاقتصادي ، إذا كانت هذه الزيادة معقولة وتتماشى مع طاقات الإنتاج الحقيقي ، وخاصة الدراسة إلى أم الزيادة الكبيرة في النمو الاقتصادي قد تسبب ضغوطات تضخمية تؤثر سلبا على الادخار ، الذي يدفع بالعائلات إلى التقليل من ادخاراتها وتوجيه حجم أكبر من الدخل للاستهلاك ، لانخفاض الادخار يؤثر سلبا على مستويات الاستثمار وبالتالي الدخل القومي مما ينخفض من معدلات النمو الاقتصادي .

- محمد أمين وليد طالب ، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية ، حالة البنك المركزي الأوروبي للازمة المالية 2008/2007 ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة
- 2016/2015 ، حيث تناولت هذه الدراسة الجانب النظري للالتزامات المالية وعرض تحليلي للازمة المالية العالمية خلال

الفترة 2008/2007 واختصت في محاولة عرض ضعف أدوات السياسة النقدية التقليدية خاصة أداة معدل الفائدة في معالجة هذه الأزمة ، الأمر الذي دفع البنك المركزي الأوروبي لتبني أدوات جديدة لمعالجة الأزمة .

- دراسة جاري علي تحت عنوان السياسة النقدية غير تقليدية: الأدوات والأهداف في المجلة الجزائرية للعملة والسياسة الاقتصادية، العدد الرابع، سوق أهراس بالجزائر، وقد تناولت هذه الدراسة التعريف بالسياسات النقدية غير تقليدية وفعاليتها في تحقيق الأهداف المنشودة وتقرير النمو الاقتصادي، وكذلك أهم الأدوات غير تقليدية المستخدمة في تحقيق الأهداف المرغوبة.

- دراسة العشي وليد وصديقي احمد بعنوان تجربة التسيير الكمي في الجزائر المنشورة في مجلة اقتصاديات المال والأعمال ، العدد السادس جوان 2008 ، قدمت هذه الدراسة تشخيص للتجربة الجزائرية في مجال التمويل الغير تقليدي ، ومدى تطابقها مع سياسة التسيير الكمي التي اعتمدها الدول المتقدمة من خلال الأزمة المالية العالمية ، من خلال تحليل ظروف وآليات تطبيقه بالإضافة إلى تداعياته الاقتصادية ، وقد خلصت الدراسة إلى أن تجربة التسيير الكمي في الجزائر ساهمت في الكشف عن وجه آخر لهذه الأداة النقدية الحديثة ومقارنة بالتسيير الكمي المطبق في باقي الاقتصاديات خلال الأزمة المالية الذي ساهم بشكل أساسي في ضمان فعالية السياسة النقدية .

8- هيكل البحث:

للإجابة عن التساؤل الجوهرى للدراسة قسمنا هذه الأخيرة إلى المحاور الرئيسية التالية:

المقدمة والتي تضم البناء المنهجي للبحث، حيث تحتوي على عدة عناصر أهمها إشكالية الدراسة، وفرضياتها، أهمية وأهداف الدراسة، الدراسات السابقة.

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.

إما من الجانب التطبيقي فتناولنا فيه دراسة تطبيقية لدور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات وبالتحديد الأزمة المالية العالمية 2008، وذلك بتطبيق هذه الأدوات من طرف بعض الدول كمحاولة لمعالجة تداعيات الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى عرض تجربة الجزائر في تطبيقها لآلية التسيير الكمي.

الخاتمة والتي ضمت استعراض النتائج بسياقها النظري والتطبيقي غالى تقديم توصيات الدراسات المستقبلية.

الفصل الأول:

الإطار النظري 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 السياسية الاقتصادية وذلك بتطبيق مجموعة من الأدوات النقدية سواء التقليدية أو الحديثة، التي كان بروزها أبان 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 إلى مبحثين:

- المبحث الأول: مفهوم السياسة النقدية.

- المبحث الثاني: مفهوم التوجهات الحديثة للسياسة النقدية.

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وأهدافها

- الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية التقليدية

إن مصطلح السياسة النقدية هو مصطلح حديث نسبياً، ظهر في أدبيات الاقتصاد في القرن التاسع عشر فقط، غير أن الذين كتبوا في السياسة النقدية كانوا كثيرين، وكانت كتاباتهم تبرز بين الحين والآخر بأن الأزمات وفترات عدم الاستقرار الاقتصادي، كما شهد هذا القرن بدء الدراسة المنتظمة لمسائل السياسة النقدية على اختلافها من قبل المنظرين الاقتصاديين وكذلك من قبل المهتمين بالاقتصاد التطبيقي أو العملي .

من أهم التعاريف التي ظهرت في خصوص السياسة النقدية هو ما أشار له (Einzig) من أن السياسة النقدية (تشمل) على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي).¹

- تعرف السياسة النقدية (monetary policy) بأنها استراتيجية اقتصادية تستخدمها الحكومة في تقرير التوسع أو التقلص في عرض النقد في البلاد ويتم تطبيقها من خلال البنك المركزي إذ تلعب دوراً مهماً في السيطرة على الطلب والعرض الكلي للنقد وبالتالي السيطرة على التضخم الاقتصادي، وتتم السيطرة على السياسة النقدية في الدولة من خلال شراء أو بيع الدين الوطني، وتغيير أسعار الفائدة، بالإضافة إلى تغيير القيود الائتمانية في الدولة.

عرفت السياسة النقدية بأنها الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة أو هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين كالاستخدام الكامل تبعاً للاقتصادي (Kent) في حين عرفها (Shaw) بأنها أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير في كلفة الحصول عليه.²

أما السياسة النقدية بمفهومها الواسع: تعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد القومي هي بذلك تعني العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والائتمان وكذلك الافتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي.³

¹ - زكريا الدوري - يسرى السامرائي: البنوك المركزية والسياسات النقدية. دار ايازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن 2013 ص 185.

² - د. أكرم حدادود، مشهور هذلول، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر عمان، 2005، ص 183).

³ - د. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، 2010، ص 24.

-الفرع الثاني: أهداف السياسة النقدية:

تستهدف السياسة النقدية تحقيق جملة من الأهداف التالية:

1- استقرار سعر العمل: الهدف من مراقبة الائتمان المصرفي هو العمل على استقرار قيمة العملة الوطنية، وذلك من خلال الحد من التوسع المفرط في عرض النقد وأثره الضار على قيمة العملة الوطنية، وبنفس الوقت يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على حجم مناسب من الاحتياطات الدولية وعدم التوسع المفرط في إقراض الحكومة لتحقيق الاستقرار في قيمة العملة الوطنية.

2- استقرار مستوى الأسعار: يرى البعض أن استقرار الأسعار هو الهدف المركزي للسياسة النقدية من خلال مراقبة الائتمان المصرفي لأن التغيير في الأسعار يؤدي إلى إحداث أضرار جسيمة بفتنة الدائنين ولصالح المدنين معا يؤدي إلى توزيع سيء للثروة بين الطرفين.

3- تشجيع النمو الاقتصادي: تساهم السياسة النقدية من خلال رعايتها على حجم الائتمان وكلفته في دفع النمو الاقتصادي الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد، ويستطيع البنك المركزي إحداث تغييرات في حجم الاحتياطات الكلية للبنوك التجارية وقدرتها في خلق الائتمان والتأثير على حجم الائتمان المصرفي، فالسياسة النقدية التوسعية تستطيع الإبقاء على سعر فائدة منخفض، مما يشجع على زيادة الطلب على الائتمان والاستثمار والنمو الاقتصادي.

4- تحسين ميزان المدفوعات: تلعب السياسة النقدية دور مهما في تحسين ميزان المدفوعات، وذلك من خلال العمل على رفع سعر الفائدة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية للتحرك إلى داخل البلد وإتباع نظام صرف أجنبي مناسب يؤدي إلى تشجيع الصادرات والحد من الواردات، فتخفيض سعر الصرف يحسن الميزان التجاري إذ نجح في زيادة صادرات البلد وخفض وارداته.

المطلب الثاني: أهم النظريات المفسرة للسياسة النقدية التقليدية:

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

الفرع الأول: النظرية النقدية الكمية للنقود:

تطورت النظرية الكمية النقدية الكلاسيكية في القرن الثامن عشر وبداية القرن التاسع عشر، وهي نظرية تبحث في كيفية تحديد القيمة النقدية للدخل الكلي، ولأنها تخبرنا عن مقدار كمية النقود التي تتم حيازتها عند مستوى دخل معين سميت

نظرية الطلب على النقود، حيث قامت النظرية الكمية الكلاسيكية للنقود على الفرضيات التالية: والتي على أساسها تم بناء معادلة التبادل فيشر fisher ومعادلة الأرصدة النقدية المعروفة بمعادلة كامبردج CAMBRIDGE:

- 1- ثبات حجم المعاملات: أي أن حجم المعاملات ومستوى النشاط الاقتصادي يتم تحديده بعوامل موضوعية، وأن النقود لي لها أي تأثير في تحقيق التوازن الاقتصادي، فهي وسيط للمبادلة فقط ودورها محايد في الاقتصاد¹.
- 2- مرونة الأجور والأسعار هبوطا وصعودا .
- 3- الاقتصاد يتوازن عند مستوى التشغيل الكامل.
- 4- وجود علاقة سببية بين التغير في المستوى العام للأسعار كمتغير تابع والتغير في النقود كمتغير مستقل².
- 5- ثبات سرعة دوران النقود على الأقل في المدى القصير لأنها تحدد بعوامل بطيئة التغير ومستقلة عن كمية النقود (منها درجة كثافة السكان، تطور عادات التعاملات المصرفية وغيرها).

1-1: 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، أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب عرضها³.

ولكن فيشر لم يقتصر على إدخال سرعة دوران النقود فحسب، وإنما أدخل أيضا النقود المصرفية بحيث أصبحت المعادلة

في الصورة الجديدة التالية: $M.V+M V=P.T$

¹ - بن علي بلعزوز: محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2004 ص 10.

² - بناني فتيحة السياسة النقدية، النمو الاقتصادي، دراسة نظرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص إقتصاديات المالية والبنوك 2008-2009 جامعة بومرداس الجزائر ص76.

³ - بلواي 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 ص 13.

حيث: M : النقود المصرفية.

V : سرعة دوران النقود المصرفية

1-2- صيغة الأرصدة النقدية " صيغة مدرسة كمبردج": يرى ألفريد مارشال بأن الأعوان الاقتصاديين يميلون

للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة، وذلك لمقابلة ما يقومون بشرائه من السلع والخدمات، وهو ما أطلق عليه ¹ مارشال بالتمسك النقدي، ومن هذا المنطلق ركز تحليل مدرسة كمبردج على العوامل التي تحدد طلب الأفراد على النقود والاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة، ومن هنا تم صياغة هذه المعادلة على شكل دالة للطلب على النقود

كما يلي: $Md = K.P.Y$

حيث: k : مقلوب سرعة تداول النقود Y : الدخل الحقيقي

Md : الطلب على النقود p : متوسط الأسعار

الفرع الثاني: النظرية الكينزية في الطلب على النقود:

قام الاقتصادي البريطاني الشهير جون مانيارد كينز $keynes$ بتطوير نظرية للطلب على النقود عرفت باسم نظرية تفضيل السيولة النقدية $Liquidety\ preference\ theory$ هذه النظرية تختلف تمام عن "نظرية كمية النقود" الكلاسيكية التي تجاهلت دور سعر الفائدة كعامل محدد للطلب على النقود، ففي الوقت الذي نظر فيه الاقتصاديون الكلاسيكيون إلى النقود على أساس أنها "وسيط التبادل" فقط يطلبها الأفراد لقضاء حاجاتهم من السلع والخدمات، قام كينز بالتركيز على وظيفة النقود كمخزن للقيمة ، وبالتالي فقد رأى كينز في نظريته أن التغيرات في أسعار الفائدة في السوق المالي تؤثر تأثيرا كبيرا على طلب الأفراد على النقود².

في هذه النظرية حدد كينز ثلاثة دوافع أساسية لطلب الأفراد على النقود والمتمثلة في دافع المعاملات ودافع الاحتياط ودافع المضاربة.

1* 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.

2* دافع الاحتياط: حيث يحتفظ بالأرصدة النقدية لمواجهة مدفوعات مستقبلية وما يمكن أن يتوقعه الأفراد والمشروعات

مستقبلا من فرص شراء، مواجهة كوارث متوقعة، إلخ

¹ - عميروش الشريف، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة البليدة، الجزائر 2005 ص 51.

² - محمد سعيد السهموري اقتصاديات النقود والبنوك طبعة 1 دار الشروق الأردن 2012 ص 273، 274 تصرف .

***3 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 النقود¹.

***4 دالة الطلب الكينزيتي على النقود:**

من خلال استعراض دوافع الطلب على النقود كما أوضحها كينز يتبين لنا أن طلب الأفراد على النقود سواء كان بدافع المبادلات أو الاحتياط أو المضاربة يتوقف أساسا على عاملين: مستوى الدخل الفردي ومستوى سعر الفائدة، وأن هذه العلاقة بين الطلب على النقود وبين هذين العاملين تكون طردية بالنسبة للعامل الأول (الدخل) بينما تكون عكسية بالنسبة للعامل الثاني (الفائدة)، كما لها تأثير عامل الدخل على طلب النقود يكون أقوى بالنسبة لدوافع المبادلات والاحتياط، بينما يكون تأثير سعر الفائدة على طلب النقود أقوى بالنسبة لدافع المضاربة. بناء على ما تقدم يمكن صياغة نظرية كينز في الطلب على النقود على شكل معادلة تسمى معادلة " تفضيل السيولة النقدية " هذه المعادلة تجمع معا الدوافع الثلاثة في الطلب على النقود على النحو الآتي:

حيث: i : سعر الفائدة

Y : الدخل.

L : تشير إلى العلاقة الدالية بين طرفي المعادلة

كذلك تشير الإشارات الجبرية فوق المتغيرات في الطرف الأيمن من المعادلة إلى طبيعة العلاقة بين كل من (I) و (Y) من ناحية وبين الطلب على النقود من ناحية أخرى، حيث تشير العلامة السالبة (-) إلى العلاقة العكسية، والعلامة الموجبة (+) إلى العلاقة الطردية.

الفرع الثالث: نظرية (بامول-توبين) في الطلب على النقود:

تعتبر هذه النظرية امتداد لنظرية كينز في الطلب على النقود، وبالذات الطلب عليها بدافع المبادلات، وقد تم تطوير هذه النظرية على يد إثنين من الاقتصاديين الأمريكيين وهما james tobim- william baumol والسؤال الرئيسي الذي تحاول النظرية الإجابة عنه يتعلق أولا: بتحديد المقدار الأمثل من النقود الذي يرغب الأفراد في طلبه بهدف استخدامه لأغراض المبادلات وثانيا: تحديد العوامل التي تؤثر في هذا المقدار. يتميز نموذج الكينزيين بما يلي:

¹ - ثامر والي، عبد الغاني فاتح، دور التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، دراسة حالة أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستير أكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي 2018.2019 جامعة محمد بوضياف المسيلة ص 06.

1: توصل "baumol" إلى أن الطلب على النقود لغرض المعاملات والاحتياط يتأثر أيضا بسعر الفائدة، وليس بالدخل فقط كما افترض كينز، فإذا كان كلا من سعر الفائدة والدخل مرتفعين فإن الأفراد سيقومون بالاحتفاظ بجزء من دخلهم للمبادلات والاحتياط والجزء المتبقي يوجهونه للاستثمار.

2: يفترض الكينزيون الجدد جمود الأسعار ويبررون ذلك أن تغيير الأسعار يتطلب من المؤسسات إنفاق المال والوقت وعقد الاجتماعات، وإخطار موظفي البيع بجدول الأسعار الجديدة وغيرها من التكاليف التي تتسبب في جمود الأسعار.
3: يفترض الكينزيون الجدد الجمود الحقيقي للأجور، ويفسرون ذلك بسبب وجود عقود ضمنية مع العمال وكذا عقود العمل الرسمية.¹

4: عدم استقرار القطاع الخاص أكثر مما يعتقد كينز، نظرا لكون قرارات الاستثمار تقودها الآمال والمخاوف أكثر من الحسابات والتوقعات الرشيدة.

5: النقود التي تخلقها قروض البنوك لها تأثير أكبر على الإنفاقات الإجمالية من النقود التي تخلقها مشتريات الأوراق المالية للبنوك لأن قروض البنوك لها مضاعف ائتمان
6: ضبط التضخم يكون عن طريق سياسة الدخل.

الفرع الرابع: النظرية النقدية المعاصرة (مدرسة شيكاغو):

يتزعم هذه المدرسة الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان، حيث تشير نظريته هذه في مقالة المشهور عام 1956 "the quantity theory momey restanten" وتبنى فريدمان التحليل الكلاسيكي في نظريته للطلب على النقود، لكن بأكثر شمولية وفي نفس الوقت لم يهمل التحليل الكينزي بل أخذ ببعض جوانبه حيث تركزت هذه النظرية على فرضيات أهمها:

1* استقلال الكمية النقدية (عرض النقود) على الطلب على النقود.

2* استقرار دالة الطلب على النقود وأهميتها.

3- رفض فكرة مصيدة السيولة عند بناء دالة الطلب النقدي.

4- عدم خضوع الأعوان الاقتصاديين للخداع النقدي.

ولقد اعتبر " فريدمان " أن الطلب على النقود وجزء 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 حياة الثروة فيه، وبين مؤسسات الأعمال الذين تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية مثل الآلات والمخزون.

¹ - بناني فتيحة: مرجع سابق ص 84

ويتوقف الطلب على النقود في تحليل فريدمان على ثلاثة عوامل أساسية هي:

- 1- عامل الثروة الذي يحدد الحد الأقصى للنقود المحتفظ بها
- 2- مردودية أو عائد النقود بالنسبة لعوائد الأصول المالية الأخرى أو الحقيقية التي يمكن أن تكون شكل من أشكال الثروة.

3- أذواق وتفضيلات الحائزين على الأصول (الأفراد)

المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية التقليدية:

يقصد بأدوات السياسة النقدية التقليدية مجموعة الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي من أجل تنظيم وتوجيه الائتمان وفقا للموقف النقدي من خلال تحكمه في حجم السيولة النقدية التي تحتفظ بها البنوك التجارية، ومن ثم التحكم في قدرة البنوك على منح الائتمان وفقا لمتطلبات السياسة النقدية.

الفرع الأول: الأدوات الكمية:

تعتبر الأدوات الكمية مجموعة من الإجراءات التي تهدف بشكل غير مباشر في التأثير على تكلفة الحصول على الأموال والتأثير على مستوى السيولة من أجل إحداث تغيير في كمية النقود المتداولة ويتعلق الأمر في هذه الحالة بكل من: معدل إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة، وتغير نسبة الاحتياطي القانوني.

1-1: معدل إعادة الخصم:

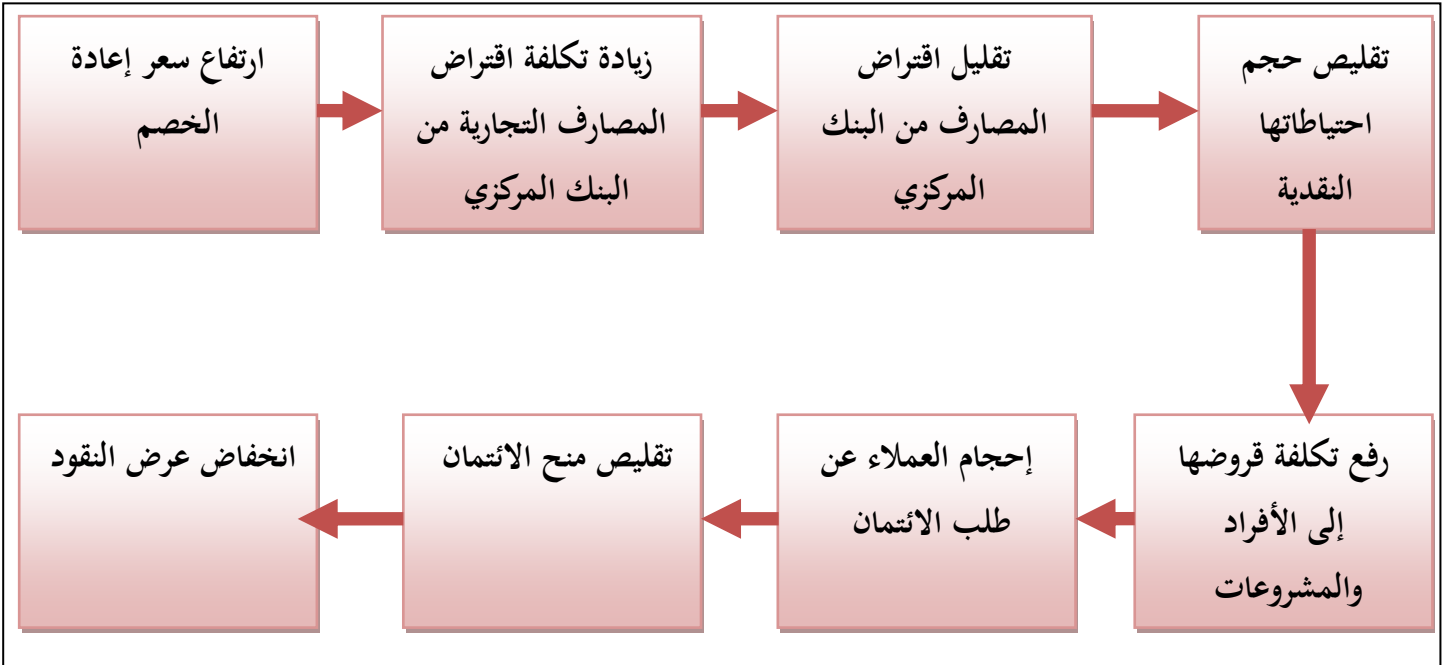
تعتبر من أقدم الأدوات التي لجأ إليها البنك المركزي في التأثير على السيولة والائتمان، فهو عبارة عن السعر الذي يفرضه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه لأوراق تجارية ومالية قصيرة الأجل أو عمليات إقراض قصيرة لأجل البنوك التجارية لمواجهة نقص السيولة أو الائتمان قصير الأجل¹.

توجد علاقة وثيقة بين سعر إعادة الخصم وأسعار الفائدة في الأسواق خاصة في الدول المتقدمة وهي علاقة موجبة حيث تتأثر أسعار الفائدة بالأسواق بكل تغيير في سعر إعادة الخصم وذلك في نفس اتجاه وعلى ذلك فإن السلطة النقدية والمتمثلة في البنك المركزي يمكنها التأثير على أسعار الفائدة ومنه على حجم الائتمان من خلال تحكمها المطلق في سعر إعادة الخصم فإذا كان هدف السلطة النقدية تخفيض عرض النقود الذي ارتفع إلى مستوى غير مرغوب نتيجة الإفراط في منح الائتمان وأخذ يهدد الاستقرار المستوى العام للأسعار فإنها تتبع سياسة نقدية انكماشية عن طريق رفع معدل إعادة الخصم مما يؤدي إلى زيادة تكلفة إقراض البنوك التجارية من البنك المركزي وتقليل اقتراض البنوك من البنك المركزي وتقليل حجم احتياطياتها النقدية فترتفع تكلفة قروضها المقدمة لعملائها ويحجم هؤلاء عن توسيع الطلب على القروض

¹ - بن علي بلعوز مرجع سابق ص 122

ويقل وبالتالي حجم الائتمان المصرفي وعرض النقد. أما إذا كان هدف السلطة النقدية هو رفع عدد عرض النقود الذي انخفض إلى مستوى غير مرغوب. فإنها ستتخذ إجراء عكسيا¹.

الشكل (01) آلية عمل أداة سعر إعادة الخصم في حالة التضخم



المصدر: زكريا الدوري ويسرى السمارائي " البنوك المركزية والسياسات النقدية دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن 2013 ص 195

يبين الشكل (1) آلية تأثير أداة سعر إعادة الخصم عن المتغيرات الاقتصادية في حالة تضخم، حيث يظهر التأثير المباشر لهذه الأداة في حجم الائتمان والذي يعتبر التكلفة من أهم محدداته وتجدر الإشارة إلى أن أثر سعر إعادة الخصم يمتد إلى أسعار الفائدة على الودائع وما يشجع الأفراد أو الاستثمار في القطاع البنكي بدلا من السوق المالي، وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع اسعار الفائدة في السوق المالي.

1-2- عمليات السوق المفتوح: وتعني عمليات السوق المفتوحة دخول البنك المركزي بائعا ومشتريا للأوراق المالية

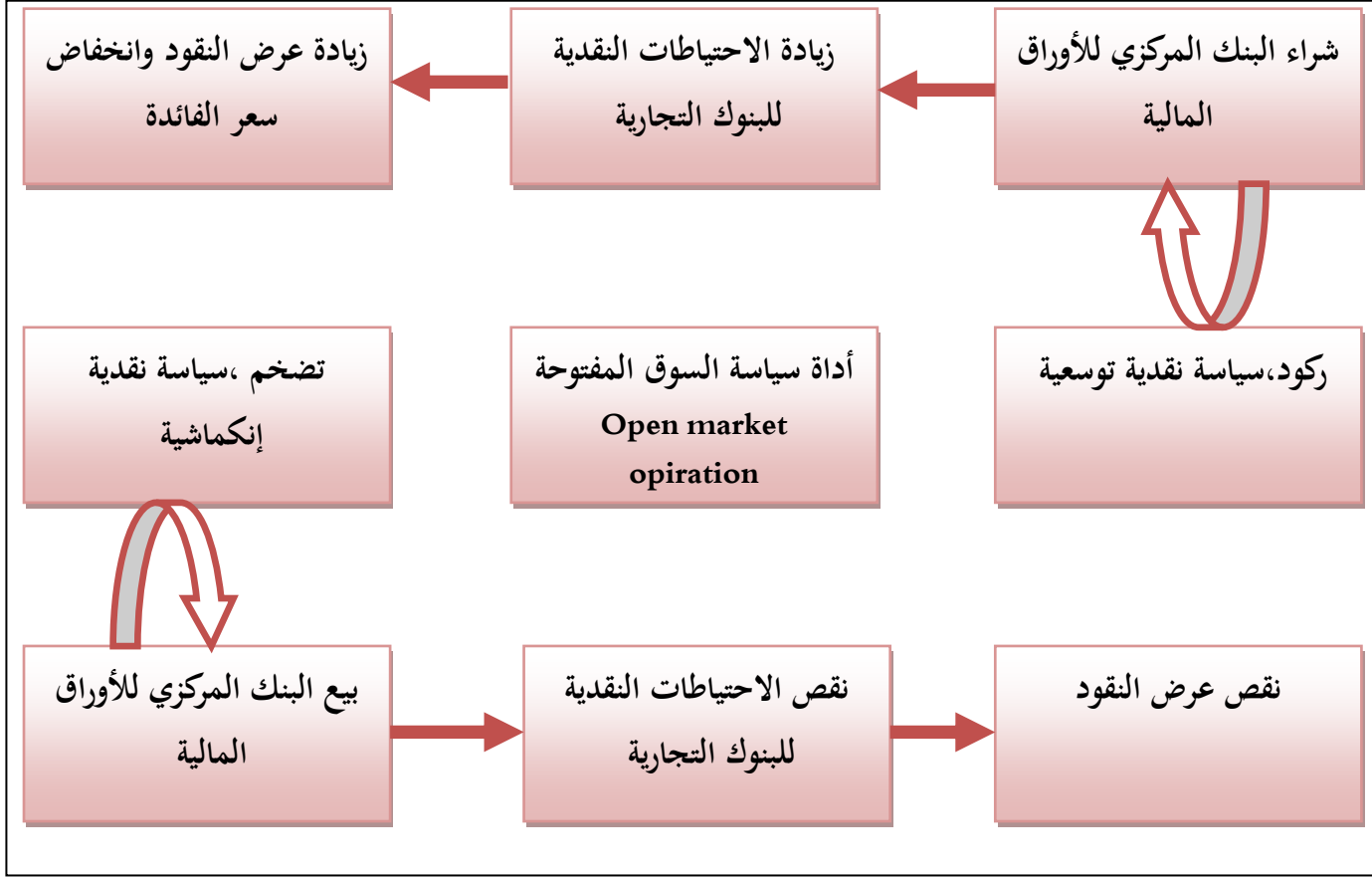
الحكومية والخاصة، بهدف زيادة أو تخفيض حجم السيولة المحلية لدى البنوك التجارية للتأثير على مقدراتها في خلق الائتمان بشكل يتناسب مع مستوى النشاط الاقتصادي.

يستخدم البنك المركزي أداة عمليات السوق المفتوحة لعلاج أو تخفيض حدة المشاكل التي يواجهها الاقتصاد، ففي حالة الركود الاقتصادي يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية وأذونات الخزينة لزيادة النقود المتداولة، زمن ثم زيادة قدرة البنوك التجارية على منح وذلك بغرض زيادة حجم الاستثمار، ومن ثم زيادة معدل التوظيف وزيادة الدخل القومي، أما في الأوقات التي يعاني فيها الاقتصاد من معدلات تضخم مرتفع فإن البنك المركزي يقوم ببيع السندات الحكومية وأذونات

¹ - هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، مرجع سابق، ص 262 .

الخزينة للبنوك التجارية والجمهور، مما يؤدي إلى خفض كمية النقود المتداولة، ومن ثم تنخفض قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي وتنخفض مستويات الأسعار.¹

شكل رقم (2) ملخص لتأثير عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة:



المصدر محمد سعيد السمهوري اقتصاديات النقود والبنوك طبعة 1، دار الشروق الأردن 2012 ص 202

1-3: التغيير في الاحتياطي القانوني:

تحتفظ البنوك التجارية بنسبة من إجمالي ودائعها إلزامياً لدى البنك المركزي وتتغير هذه النسبة تبعاً للظروف الاقتصادية السائدة في الدولة وقد استخدمت هذه الوسائل في البداية لحماية المودعين ضد أخطار البنوك في كيفية استخدامها لأموالهم، وتلجأ البنوك المركزية حالياً لاستخدام هذه الوسيلة كأداة للتحكم في قدرة البنوك التجارية على منح القروض إلى عملائها بحسب حالة النشاط الاقتصادي تحقيقاً لأهداف السياسة النقدية.²

تمارس أداة الاحتياطي القانوني تأثيراً كمياً مباشراً على مقدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان وتوسيع حجم الودائع الجديدة، فتحفيض نسبة الاحتياطي القانوني يعني زيادة إمكانات التوسع في زيادة خلق النقود أو العكس، ففي حالة

¹ - زكريا الدوري ويسرى السامرائي، مرجع سابق ص 205 - 206 .

² - جمال بن دعاس، السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة، دار الوفاء مصر ، 2001، ص 174 .

حالة التضخم يرفع البنك المركزي نسبة الاحتياطي القانوني فتقل الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية مما يجد من قدرتها على منح الائتمان، فتتخفف حجم الكتلة النقدية المتداولة، ومن ثم حجم المبادلات وبالتالي الطلب الكلي، مما يؤدي إلى انخفاض الاسعار و التقليل من حدة التضخم. اما في حالة الكساد فيخفض البنك المركزي هذه النسبة مما يزيد من قدرة البنوك التجارية على الإقراض، وبالتالي زيادة حجم المعروض النقدي المتداول لتحريك النشاط الاقتصادي.

الفرع الثاني: الأدوات النوعية:

يستعمل البنك المركزي إلى جانب أدوات السياسة النقدية الكمية التي تؤثر على حجم الائتمان أدوات نوعية تستهدف نوع الائتمان ووجهة استخدامه بقصد توجيه بعض الأنشطة الاقتصادية حسب احتياجات الاقتصاد وسيتم عرض هذه الأدوات فيما يلي:

01/ سياسة تأطير القرض:

تهدف هذه السياسة إلى تحديد نمو المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني وهو القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، وتسمى أيضا تخصيص الائتمان وتكون هذه السياسة كبيرة الفعالية إذا كان الاقتصاد اقتصادا مستدانة. يطبق البنك المركزي هذه السياسة بهدف منح الائتمان حسب القطاعات ذات الأولوية ففي أوقات التضخم يقيد الائتمان للقطاعات المسببة في ذلك، أو العكس على القطاعات الأخرى كما يمكن أن يتعلق بمعيار أجل القرض، أما في حالات التضخم الجامح تكون سياسة تأطير القروض إجبارية، فيقوم البنك المركزي بتحديد الحد الأقصى للقروض الممنوحة أو تحديد معدل نمو القروض، كما تصاحب هذه السياسة إجراءات تهدف إلى تخفيض الكتلة النقدية كالتقليل من النفقات العمومية وتشجيع الادخار وإصدار السندات.¹

02/ الاقتراض بضمان السندات مع التقيد بهامش الضمان:

يسمح للأفراد الاقتراض من البنوك بضمان السندات بشرط الالتزام بهامش الضمان، الذي يشير بأنه النسبة من قيمة السندات السوقية والتي يقبل البنك بموجبه على منح القروض على أساسها فلو اشترى مضارب سندات بقيمة 100 ألف دينار، وكان هامش الضمان هو 60% فإن المفترض يستطيع أن يقترض فقط 40 ألف دينار، فإذا أراد البنك المركزي أن يتبع سياسة انكماشية للحد من هذه القروض فإنه يلجأ إلى رفع هامش الضمان إلى 80% والعكس إذا أراد أن يتبع سياسة توسعية يلجأ إلى تقليل الهامش إلى 40% مثلا

03/ السياسة الانتقائية للقروض: يمكن تحديد سقف المبالغ المفترضة أو لعدد المفترضين أو تحديد فترة لتسديد القرض وكلها وسائل للحد من توزيع القروض في قطاعات معينة، ينتهج البنك المركزي هذه السياسة التي تجعل من قراراته تتعلق

¹ - زيوان سامية، تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 2001-2018 مذكرة مقدمة لنيل شهادة ما ستر علوم التيسير تخصص إدارة المالية 2018-2019 جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ص 47.

بقطاعات معينة يعتبرها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني، فيقوم بتوجيه القروض إليها وذلك بمنح التسهيلات لمنح القروض لهذه القطاعات، وتأخذ هذه السياسة عدة أشكال منها: إقرار معدل الخصم المفضل، إمكانية إعادة خصم الأوراق التي لا تتوفر في الشروط الضرورية، قبول إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف، منح تمديد لمدة استحقاق القروض ومعدل الفائدة.

04/ الإجراءات المباشرة: وهي من أكثر الأدوات المستخدمة في تنظيم الائتمان المصرفي التي يستخدمها البنك المركزي وأهم هذه الإجراءات.¹

- رفض البنك المركزي إعادة خصم الأوراق المالية للبنوك التجارية باعتباره الملجأ الأخير للإقراض
- إجبار البنوك على استثمار جزء من مواردها في أصول مالية سائلة وخالية من المخاطر كالاتثمار في السندات.
- التمييز بين أسعار الفائدة وفقا للقطاعات الاقتصادية، لتخفيض سعر الفائدة على القروض الزراعية والصناعية مقارنة بالقروض التجارية والعقارية.
- فرض نسبة السيولة القانونية التي يجب على البنوك التجارية الاحتفاظ كنسبة من الودائع وهي لا تقل عن 20%.
- تحديد نوع الأوراق المالية القابلة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي وكذلك الأوراق المالية التي تعتبر جزءا من الاحتياطي القانوني.

05/ التأثير أو الإقناع الأدبي:

يتمثل الإقناع الأدبي في التوجيهات والتوصيات والنصائح التي يوجهها البنك المركزي للبنوك التجارية من خلال عقد اللقاءات مع مسؤولي هذه البنوك لتوضيح هدف البنك المركزي الذي يرمي إلى تحقيقه في شؤون النقد والائتمان. وتسمى أيضا بسياسة المصارحة وقد تتمتع البنوك المركزية الزائدة والعريقة بهيبة كبيرة في النظام المصرفي لدولة ما، ما يؤهلها إلى أن تقوم بالتأثير على البنوك التجارية من خلال المقالات في الصحف والمجلات والخطب لتغيير اتجاه هذه المؤسسات وفق الخطة والاستراتيجية المسطرة من قبل البنك المركزي، ويتوقف نجاح هذا الأسلوب على مدى تفهم البنوك التجارية لسياسة البنك المركزي طوعيا، وفي حالة عدم نجاحه فإن البنك المركزي يضطر لاستخدام أسلوب الأوامر والتعليمات الملزمة.

¹ - هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان مرجع سابق ص 271-2072

المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية:

تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية من أهم الموضوعات التي اهتم بها الباحثين الاقتصاديين منذ بروزها كحدث اقتصادي على الساحة الدولية، حيث لجأت العديد من البنوك المركزية العالمية إليها كحل استعجالي لاستعادة التوازنات النقدية والمالية، ولا تزال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تطبق في الاقتصاديات العالمية خاصة المتقدمة والناشئة، نظرا لأهميتها وبعدها غير التقليدي وارتباطها بالواقع النقدي العالمي.

المطلب الأول: تعريف وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية:

في خضم الأزمة المالية العالمية 2008، واجهت العديد من البنوك المركزية قطاعا ماليا ضعيفا واصطدمت بمحدودية ما يمكنه تحقيقه باستخدام الأدوات التقليدية، مما اضطرها إلى الإدخال التدريجي لمجموعة من السياسات النقدية غير التقليدية وقد تم تصميم بعضها للتأثير على هامش أسعار الفائدة، في حين تم توجيه البعض الآخر للتأثير على السيولة وهامش الائتمان، وبفضل هذه الأدوات أصبحت البنوك المركزية وسيطة لمجموعة أكبر من الأنشطة المالية.

-الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية:

السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموع ة من الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي لإنهاء حالة اقتصادية استثنائية وتستخدم البنوك المركزية هذه الإجراءات فقط إذا فشلت أدوات السياسة النقدية التقليدية في تحقيق التأثير المطلوب. السياسة النقدية غير التقليدية هي مصطلح شامل لأدوات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي عندما تكون أدواته التقليدية قد فقدت فعاليتها في مواجهة التحديات التي يواجهها. كما يمكن تعريفها أيضا بأنها سياسة نقدية تستهدف مباشرة تكلفة وتوافر التمويل الخارجي للبنوك والأسر والمؤسسات غير المالية.

كما يستخدم مصطلح السياسة النقدية غير التقليدية لوصف مجموعة واسعة من الإجراءات الموجهة نحو أهداف البنوك المركزية المتعلقة بالاستقرار المالي والاقتصادي، أيضا تعرف بأنها قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، والميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود ولا مجازفة وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد.¹

كما يمكن تعريفها أيضا من جانبي المستهدفات والأدوات المستخدمة في مثل هذه السياسات على أنها:²

¹ - عزالدين نادية أثر التسيير الكمي على استقرار النظام المالي- دراسة قياسية- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص مالية، بنوك وتأمينات 2019-2020 جامعة فرحات عباس سطيف ص 03.

² - علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية العدد 4 جامعة الجزائر 3، الجزائر 2013 ص

- من جانب المستهدفات: السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي وتحقيق 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....).
 - من جانب الأدوات المستخدمة: السياسة النقدية غير التقليدية هي سياسة نقدية تستخدم وقت الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز وتسهيلات ائتمانية وتسعيرات كمية وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية.
- وبناء على التعاريف السابقة يمكن استنتاجا يلي:
- السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة الوسائل والتدابير غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية، تقوم بها السلطات النقدية وقت الأزمة من أجل تحقيق هدفين متلاحقين أولهما وسيط يتمثل في تنشيط السوق المالي والثاني هدف نهائي يتمثل في تحفيز الاقتصاد.
 - * بعدما كانت أدوات السياسة التقليدية أدوات مباشرة وغير مباشرة أصبحت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (تسيير كمي، أسعار فائدة صفرية)
 - * التوسع الهائل في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية ومحاولات التأثير على أسعار الفائدة الأخرى من المعدلات الرسمية المعتادة على المدى القصير.
 - * استخدام التسيير الكمي والتسيير الائتماني وأسعار الفائدة الصفرية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافي ودون تكاليف الأنشطة الاقتصادية.
 - * في فترة الضائقة المالية التي قد تعطل فيها الوساطة المالية، يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الائتمان والعمل كوسيط عن طريق اقتراض الاموال من المدخرين ثم اقتراضها للمستثمرين.
- الفرع الثاني: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية:**

تسعى السياسة النقدية غير تقليدية لتحقيق ثلاث أهداف أساسية تتمثل فيما يلي:¹

- **الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:** يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي عائق تجميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين على أمل أنهم سينفقون

¹ - على صاري، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 2، العدد 1، جامعة الشلف الجزائر 2016 ص 6-7.

مباشرة هذه الاموال، 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 مستعداً لضخ الاموال بكميات غير محدودة، بيد أنه في بعض الأحيان يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الاموال من خلال عجز الميزانية.

التأثير على انحدار منحني نسب الفائدة بما من شأنه توجيه إستباقيات المتعاملين: يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جداً وحتى مستوى الصفر لفترة طويلة، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفعفي هذه النسبة مستقبلاً، مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة. إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء سندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جدياً على منح المخاطرة:

يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق لتمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التوسيع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، ويشترى مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد في خطوة ثانية، وتمكن هذه العمليات في نفس الوقت من إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات وتوفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر، ومع ذلك يتعين على البنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تندرج ضمن مهامه العادية.

المطلب الثاني: شروط تنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية:

نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية، وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسة النقدية فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية هذه الشروط هي:¹

- لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى إنقاذها، وفي أغلب الحالات لا بد من تفضيل التدابير من أجل تجنب تعطيل الكلي للأسواق، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية، وخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة، اعتماداً على حجم الخلل في عمل النظام المالي.

¹ - على صاري، السياسة النقدية غير التقليدية للأدوات والأهداف ص 61-62.

- لا بد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأجل المتوسط ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي، لإعادة التمويل غير التقليدي فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات.
- في حالة أوروبا لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي فضلا عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدا والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحا إلى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة.
- بقدر ما يؤدي فيه مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة إلى إحداث تغيير هيكلي كبير للغاية في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، فمن حقها الدعوة إلى تعزيز الحوكمة العالمية وأن تكون متدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي والتعديل الضروري للاختلافات في التوازن العالمي والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف.

المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية التقليدية:

بعد انفجار الأزمة المالية العالمية أواخر سنة 2008، قلمت البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة والرئيسية بمجموعة من التدابير والإجراءات غير تقليدية والتي يطلق عليها مصطلح السياسات النقدية غير تقليدية أو السياسات النقدية فوق العادة MP- plus ومن بين أدواتها:

1- معدلات الفائدة الصفرية:

سادت أسعار الفائدة المنخفضة جدا لفترة طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي أو اليابان وأحيانا تكون مقترنة بتوجيهات مستقبلية على طول الفترة المتوقع أن تظل فيها المعدلات منخفضة، وإذا كان الاقتصاد يمر بمرحلة انكماشية يستطيع البنك المركزي الاستجابة من خلال تخفيض معدل الفائدة لغرض تحفيز الاقتصاد للحد من الوصول به إلى حالة الركود الاقتصادي، أي أن البنك المركزي لديه بعض الحرية للمناورة ويكون قادر على الاستجابة بمرونة لمواجهة التقلبات السعرية التي تحصل بارتفاع أو انخفاض المستوى العام للأسعار.¹

¹ - عزالدي نادية، مرجع سابق ص 25.

ويتخذ البنك المركزي قرار خفض معدلات الفائدة عندما يلاحظ بطء لمعدلات النمو الاقتصادي، من منح كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي، وترتكز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة لرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة¹. ويعتبر موضوع المعدلات الصفرية لسعر الفائدة الاسمي قصير اجل إحدى أهم المواضيع التي ركزت عليه السلطات النقدية في إدارة السياسة النقدية مع نهاية الألفية الثانية باليابان، وكذلك مع بداية الألفية الثالثة في مختلف الاقتصاديات المالية على قرار الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو حيث يعتبر موضوع محوري وأداة هامة بالنسبة للبنوك المركزية التي إهتمت بفعالية السياسة النقدية عندما تكون معدلات الفائدة الإسمية القصيرة أجل في مستويات قريبة من الصفر والأکید أن معدلات الفائدة الإسمية خلال الأزمات مرتبطة بعدة عوامل منها طبيعية درجة ومدة الصدمة التي تسببها الأزمة المالية.

للإشارة فإن سياسة استهداف المعدلات تكون معودة عندما تكون قيمتها قريبة من المستوى الصفري خاصة عندما تريد البنوك المركزية اعتماد سياسة نقدية توسعية وبالتالي لا نستطيع تخفيض معدلات الفائدة لمستويات أقل من ذلك وعلى هذا فالبنوك المركزية تكون أمام إلزامية تغير إجراءاتها وتثبت هدف آخر لتحديد حجم الاحتياطات البنكية اللازم لتحقيق أهدافها الاقتصادية في الأجل الطويل.

2- التيسير الكمي:

يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته الحد من تأثير الركود الاقتصادي عن طريق استقرار فائض من النقود فهو عبارة عن أداة للسياسة النقدية غير تقليدية تقتضي الرفع من حجم ميزانية البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية² وهذا بهدف ضمان الثقة بين البنوك التجارية والمستثمرين بأنهم لم يكونوا تحت قيد السيولة مع انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.

كما عرف بأنه سياسة غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة وتتميز عن السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية حيث تهدف إلى الحفاظ على معدلات

¹ - نوفل سمالي فضيلة بوطورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السياسية الأوروبية، مجلة كلي بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد 44 العراف 2015 ص 317.

² - Michael joyce etal quantitative easing and unconventional monetary policy an introduction the economic journal 2012 p 272.

الفائدة في السوق عند المستوى المحدد وتتم عملية التسيير الكمي في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتحول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية¹.

وعليه فإن عمليات التسيير الكمي تستهدف شراء مجموعة من الأصول المالية مختلفة المصدر، بعضها تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جدا وهذا لغرض تنقية الأسواق المالية من الأصول المسمومة خاصة منها التي ظهرت بشكل كبير خلال الأزمة المالية العالمية ورفع حجم السيولة لتحفيز البنوك التجارية على القيام بعملية الإقراض وتمويل المشاريع الإستثمارية من أجل إنعاش الاقتصاد ويمكن اللجوء إلى هذا النوع من السياسات على أساس أنها مكملتها لباقي الأدوات التقليدية التي تتركز بالضرورة على معدلات الفائدة (مستويات قريبة من الصفر) إلا أن البنوك المركزية خاصة منها البنك المركزي الأوروبي قد لجأت إلى تطبيق سياسة التسيير الكمي لضمان فعالية السياسة النقدية، وعبور تأثيرها من خلال قناة سعر الفائدة.

3- معدلات الفائدة السالبة:

هي أداة يقوم بموجبها البنك المركزي بتخفيض معدلات الفائدة الإسمية إلى قيم سالبة على أوراق مالية مستهدفة وكذلك التي تكون آجال استحقاقها معدة سابقا أو هي الحالة التي يفرض فيها البنك المركزي ضريبة على فوائض الودائع البنكية مما يترتب عليه التأثير في عمليات سوق ما بين البنوك وضمان التحكم الجيد وتخفيف ضخ المزيد من السيولة في الاقتصاد².

واعتمادا العديد من البنوك المركزية على معدلات فائدة سالبة يدل على حدة الأزمة المالية وظهور انكماش اقتصادي خاصة بمنطقة اليورو فعودة النشاط الاقتصادي إلى مستوياته السابقة ليس مرتبط بالضرورة بمعدلات الفائدة الإسمية وإنما بمعدل مردودية الاستثمارات الإنتاجية وهو ما يعرف بمعدل الفائدة الطبيعي الذي يعتبر كمؤشر واضح على حالة الاقتصاد الكلي وهذا ما يقودنا للقول أنه لاحتواء مخاطر الانكماش الاقتصادي يجب محاولة تخفيف ارتفاع معدلات الفائدة الطبيعية بدل تخفيض معدلات الفائدة الإسمية ولقد تم اعتبار معدلات الفائدة السلبية حسب العديد من الاقتصاديين على أنها رسوم على فائض الاحتياطات البنكية لدى البنك المركزي . والهدف منها تخفيف البنوك التجارية على القيام بعملية الإقراض الاقتصادي وتمويل الاقتصاد من أجل العمل على الرفع من حجم السيولة في السوق ما بين

¹ - عبد العزيز سويش عبد الحميد سيزي عبد الباري أحمد التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 4 ، العدد 2 ، العراق 2014 ص ص 124-125.

² - وليد العشي تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008 أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أحمد دراية أدرار الجزائر 2018 ص ص 133-134.

البنوك وتفادي تجميد هذه الفوائض من الاحتياطات البنكية في حساباتها لدى البنك المركزي خاصة في ظل عمليات الإصدار النقدي الضخمة التي قام بها البنك المركزي والتي عرفت تزايد ملحوظ خلال الأزمة المالية 2008. والهدف الأساسي الذي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقه من تطبيق سياسة معدلات الفائدة السالبة هو تقرير دور السياسة النقدية التوسعية وبذلك القيام بتخفيف شروط التمويل الاقتصادي والرفع من التوقعات معدلات والتضخم.

4- التيسير النوعي (الائتماني) Qualitative credit easing:

بدل مصطلح التيسير النوعي على شكل آخر من أشكال التيسير فمن الاقتصاديين من يصنف أداة التيسير النوعي على أنها أداة خاصة لأداة التيسير الكمي ويقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق المالية الموجودة في أصول ميزانية بدلا من التركيز على قاعدته النقدية إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم غير معقمة خاصة أو عمومية الامر الذي يؤدي تلقائيا إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيولة وتهدف عمليات الشراء هذه إلى رفع أسعار الأصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتخفيف الاقتصاد كما تهدف أيضا إلى تخفيض علاوة المخاطرة ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات.¹

ويرتكز التسهيل أو التيسير النوعي على المبادئ التالية:

- الهدف من الأداة هو تحسين إجمالي الظروف المالية لدعم الطلب الكلي وتحقيق معدل التضخم المستهدف.
- معدل التضخم المستهدف.
- ضرورة تطبيق التدبير بصفة شاملة ومحيدة.
- على البنك المركزي توخي الحذر من خلال الحد من المخاطر المرتبطة بالميزانية و ضمان الخروج من الاستراتيجية بالطريقة وفي الوقت المناسب.

5- حرب العملات:

تعرف هذه التقنية على أن العملة القوية تميز الاقتصاد القوي لكن العملة القوية جدا تضعف الاقتصاد ولهذا نجد في الكثير من الاقتصاديات تعمل على إضعاف عملتها المحلية بالنسبة لباقي العملات قصد خلق أفضلية تنافسية وهذا الإضعاف في العملة يكون متعمدا من طرف الدولة نفسها من خلال استعمال عدة وسائل كبيع العملة المحلية وشراء عملات أجنبية، خفض معدلات الفائدة، وأدوات السياسة النقدية غير التقليدية والتي في مقدمتها سياسة التيسير الكمي.²

¹ - زيوان سامية مرجع سابق ص ص 53-54.

² - ريان سعدي، أثر التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري دراسة استشرافية مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي تخصص اقتصاد نقدي وبنكي 2018-2019 جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ص 21.

خلاصة الفصل :

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 (2007-2008) وهذا في ظل فشل البنوك المركزية في كبح الأزمة بواسطة أدوات تقليدية لا سيما معدل الفائدة. توصلت الدراسة إلى أن البنوك المركزية في ردها على الأزمة المالية، قامت باستخدام هذه الأدوات الحديثة من أجل تسهيل عمليات الائتمان ومحاولة الحد من تأثير ركود الاقتصادي.

الفصل الثاني:

الاطار النظري للازمات المالية.

تمهيد:

تعتبر قضية التعرض للأزمات المالية 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 توضح درجة تعقيد الأزمات والحاجة للنظريات المفسرة لها فإننا نستعرض في هذا الفصل أهم الأزمات التي مرت عبر العالم ولذلك قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية.

المبحث الثاني: مؤشرات وقنوات انتقال الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبير على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالبا ما سببت تدهورا حادا في الأسواق المالية، نظرا 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 الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية ككل¹.

المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية وخصائصها

يعد موضوع الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها، وارتباطها بالاقتصاد المالي والحقيقي

-الفرع الأول: تعريف الأزمات المالية:

لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية لكن من المفاهيم العامة لمصطلح الأزمة المالية ما يلي:
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 المخزون السلعي مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلا أو إنها حقوق ملكية للأصول المالية وهذه تسمى مشتقات مالية. نظام مالي تعاني مؤسساته من فقدان قيمة أصولها أو انخفاض أسعارها وتكون الأزمة المالية إما أزمة في أسواق الأوراق المالية (البورصة) أو أزمة بنوك.

انحيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي².

'انخفاض حاد في أسعار أصول المالية' الأسهم والسندات ينجم عن عدم التفاعل والانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسات الاستثمار يؤدي إلى فوضى اقتصادية وإفلاس العديد من المصارف وشركات التأمين والوساطة والى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي³.

¹ - ثامر والي، عبد الغاني فاتح، مرجع سابق، ص 19.

² - حمادي محمد، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي للأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، جامعة سطيف 21/20 أكتوبر 2009، ص 94.

³ - عيسى بن صابر، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، الملتقى الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص 112.

- يعرف فريدريك ماشكان "frediric mishkan" الأزمة المالية فيقول "الأزمة المالية عبارة عن اضطراب في أسواق المال، والذي يكون فيه سوء الاختيار والمخاطر المعنوية سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة على هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية".

انطلاقاً مما سبق، يمكن تعريف الأزمة المالية "اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى قطاعات أخرى.

-الفرع الثاني: خصائص الأزمات المالية

وتبرز الخصائص الأساسية للأزمة المالية في النقاط التالية¹:

- الأزمة نقطة تحول أساسية، مرحلة حرجة، وأحداث متتابة ومتسارعة تصيب الكيانات المالية وتهدد وجودها.
- حالة الذعر: حيث تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من القلق والتوتر، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمواجهتها، أو صدور ردود أفعال شديدة وغير صحيحة من قبل الجهات المعنية بالأزمة.
- المفاجأة: تؤدي إلى حالة من الخوف تصل إلى حد الرعب من المجهل التي يضمها إطار الأزمة، وتصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجة عالية من الشك في الخيارات المطروحة لمعالجة الأحداث المتسارعة بسبب ازدياد التوتر والقلق علاوة على قصور المعلومات.

نقص المعلومات: حيث يؤدي التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة والمعارضة لها، إلى عدم توفر معلومات: من المتسبب بهذه الأزمة وما حجم الأزمة وما آثارها المتوقعة.

- تمثل بمواجهة الأزمة تحدياً للنظام الإداري والمالي نظراً لتهديدها مصالح النظام واستمراره في أداء وظائفه وتحقيق أهدافه وأمنه واستقراره، ويتطلب ذلك توافر درجة عالية من الكفاءة والخبرة للخروج من هذه الأزمات.
- الحاجة إلى وقت وغياب الحل الجذري السريع، فمواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة، وابتكار نظم أو أنشطة تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة عن التغيرات الفجائية، وقد تحتاج الأزمة لبضع سنوات للخروج منها وتجاوز آثارها.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

تنقسم الأزمات المالية عادة إلى ثلاثة أصناف ألا وهي: أزمة أسعار الصرف، أزمة أسواق المال والأزمة المصرفية، وهناك من يضيف أزمة المديونية والأزمة النظامية.

2-1- الأزمة المصرفية:

¹ - لبلع فطيمة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي 2015/2017، جامعة محمد خيضر، بسكرة، صص 10-11.

تعتبر الازمة المصرفية بشكل عام عن تدهور وضعية البنوك التي تعتبر ضحية فقدان الثقة المرتبطة بالسيولة أو ملاءة غير كافية.

وتعرف على انها الضائقة المالية التي من شأنها أن تؤدي إلى تآكل معظم أو كل رأسمال النظام البنكي. ومن أجل الفهم الدقيق لهذه الأزمة تميز بين مصطلحي الأزمة المصرفية *systematic banking crisis* الذي هو عبارة عن امتداد أزمة سيولة الناتجة عن الزيادة الكبيرة والمفاجأة في طلب سحب الودائع لدى بنك ما إلى بنوك أخرى، ومصطلح أزمة ندرة القروض *credit a crunch* الحالة التي ترفض فيها البنوك منح القروض رغم توفرها على الودائع خوفا من قدرتها على الوفاء بطلبات السحب.¹

والحقيقة أن ما يميز هذه الأزمة هو صعوبة تحديد فترة حدوثها شدتها واتساع رقعتها، رغم توفر البيانات والمعطيات حول الودائع وشدة استنزافها خاصة في الدول المتقدمة (في العقود الأخيرة).

2-2: أزمات العملة (أزمة أسعار الصرف):

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط تبادل ومخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمة لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانحيار تلك العملة، وعلى الرغم من قرار تعويم أو خفض سعر الصرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد التدفقات الخارجية.²

2-3: أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات):

يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة لانحيار أسعار الأصول التي تصل لأدنى مستوياتها، حيث يرافق ذلك حالات من الذعر يمتد آثارها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء كانت تنتمي لنفس القطاع أو قطاعات أخرى وهي ناتجة عن ظاهرة الفقاعة.³

¹ - بحية بوكروخ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007-2010) مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، 2010/2011، جامعة الجزائر 3 ص-ص 9-10

² - لبعيل فطيمة، مرجع سابق، ص 9.

³ - فريد كورتيل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي،

جامعة الجنان، لبنان 13-14 مارس 2009، ص 04.

تعتبر حالة انهيار فقاعات المالية وفقا لنموذج "واستن وبلانشارد" (1982) عن قيام المضاربين بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الحقيقية بهدف تحقيق مكاسب رأس مالية في وقت لاحق كما يتوقعون، وأي انحراف في سعر الأصل المالي الأولي يقاس بحجم الفقاعة التي يمكن أن تستمر في النمو محققة مكاسب رأس مالية للمضاربين أو أن تتعرض للانهيار.

2-4: أزمة المديونية:

تحدث الأزمة عند تعثر سداد المقرض أو توقف القطاع العام عن سداد التزاماته تؤدي إلى انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، وهذا راجع لمجموعة من الأسباب تشمل الملاءة المالية، أو تساهل إدارة البنوك في منح القروض دون ضمانات كافية من المقرض، أو عندما يعتقد المقرضون أنه يمكن مواجهة حالة التوقف عن السداد، وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة كما يمكن أن ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص أو دين سيادي عام).¹

2-5- الأزمة النظامية:

الأزمة النظامية هي الأزمة التي لا تقتصر على قطاع أو مظهر واحد بل تمتد إلى النظام ككل، فهذه أزمة عضوية أو أزمة بنيوية تنصف بمجموعة من الخصائص أهمها:

لا يمكن اعتبار حدث محدد كمفجر للأزمة، فهي تتولد في الأسواق المالية، وبصورة أكثر دقة تتولد المخاطر النظامية في عملية التمويل الخارجي والتي تخص الاحتياجات التمويلية للمشروع التي يتم توفيرها بواسطة مستثمرين خارج المشروع فضلا عن هذا فهي تنطوي على عنصر العدوى.

وتعرف تكلفة عالية جدا متمثلة في انخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية، ولا يمكن انهيار سوق الأسهم التي لا تؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي بأزمة نظامية، حيث أن هذا الأخير يتعدى آثارها على المتعاملين في البورصة، وتمس حتى الأفراد العاديين، كما أن أضرارها لا تقتصر على المتعاملين أو الشركات والمشروعات التي أشهرت إفلاسها بل تمتد الأضرار إلى خارج دائرة المتعاملين مع المشروعات المعنية.²

2-6- الأزمات المزدوجة:

يقال عن أزمة مالية أنها أزمة مزدوجة عند حدوث أزميتين:

أزمة بنكية وأزمة الصرف في آن واحد وتتجلى هذه الأزمات عن طريق الجمع ما بين المضاربة القوية ضد عملية وطنية وموجة من الخسائر البنكية، أما النماذج المفسرة لها فهي متعددة:

¹ - كريستيان ملدر، عين العاصفة، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 39، العدد 4 ديسمبر 2002، ص 6.

² - بحية بوكروج، مرجع سابق ص 9.

يرى "فيق ورينهارت" 1996 Reinhart et Vekh أن الأزمة المصرفية والأزمة البنكية نفس الأسباب، وقد كان برنامج التعديل الهيكلي بالنسبة للبلدان الناشئة هو السبب المشترك للأزمة، فنجاح هذه الأخير يؤدي إلى ازدهار مفرط، ويولد ضغوطات على العجز التجاري، وارتفاع المديونية الخارجية، مما يؤدي على انطلاق الهجوم المضاري ضد عملية وبهذا تكون الأزمة البنكية الناتج غير المباشر، فتشهد حركة هروب رؤوس الأموال وانهيار سوق الصرف. أما "فيلاسكو" Velasco فيرى أن الأزمة البنكية هي المتسببة في إحداث أزمة الصرف عن طريق وساطة الإصدار النقدي المحلي المفرط والتي تنتج عن اللجوء للمساعدة الاستثنائية التي يقدمها البنك المركزي للنظام البنكي بهدف تحقيق استقراره مثلما يوضحه الشكل التالي:

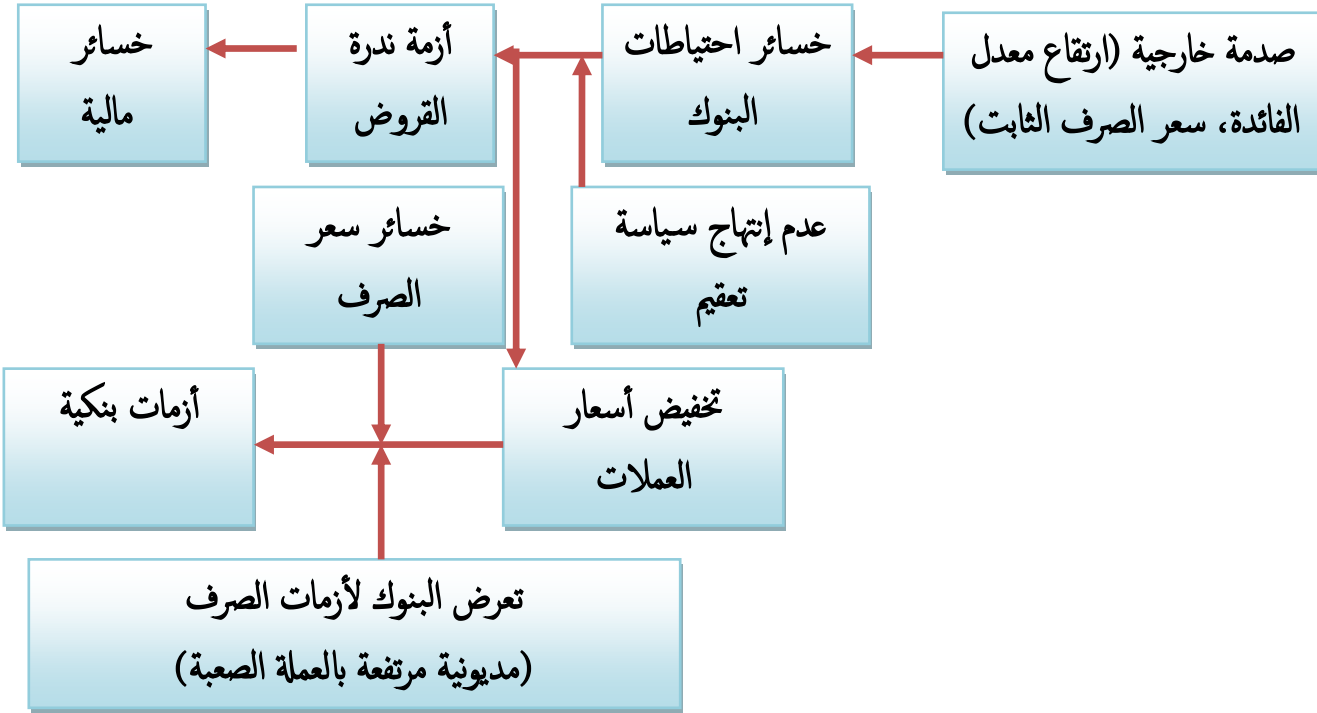
شكل رقم (03): الأزمات البنكية تتسبب في إحداث أزمات صرف (نموذج فيلاسكو 1994).



المصدر: robert boyer et autre.op.cit. pM28

وعلى عكس "فيلاسكو" يعتبر "ستوكر" 1994 أن أزمة الصرف هي التي تؤدي إلى إحداث أزمة بنكية، فلا تستطيع البنوك مقاومة خسائر الصرف الناتجة عن التخفيض التي تضاف إلى الضغوط الناتجة عن خسائر احتياطات الصرف المقدمة للبنك المركزي التي تسبب في انكماش القروض البنكية، ويمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (04) : أزمات الصرف تتسبب في بنكية (نموذج ستوكر 1994):



المصدر: robert boyer et autre.op.cit.pM28.

هذه التعريفات تدفعنا إلى القول إن الأزمة المالية مصطلح واسع يضم العملة البنكية وسوق المال إلى جانب أزمات الديون والأزمات النظامية وتعبير عن الاضطرابات واختلالا المال

المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية

تعددت الاتجاهات والآراء المفسرة لأسباب الأزمات ، فهناك من يردّها إلى أخطاء السياسات الاقتصادية الكلية ، خاصة فيما يتعلق بتوافق المتغيرات والأساسيات الكلية ، وهناك من يرجعها إلى نشاط المضاربين الكبار في الأسواق المالية ، بل ثمة من يرجعها إلى وجود مؤامرة من جانب الدول المتقدمة مستهدفة الدول حديثة التصنيع للتخلص من منافستها ، إلا أن هذه المبررات غير كافية لتفسير تفجر الأزمات ، بل هي تنتج من تضافر العديد من العوامل¹ :

1-1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

يمكن التمييز بين أهم العناصر التالية:

¹ - ناجي التوني، الأزمات المالية -سلسلة دورية تقي بقضايا التنمية في الاقطار العربية -ال عدد29ماي 2004-السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص4-8 (تصرف).

❖ **التقلبات في شروط التبادل التجاري:** عندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75 من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاض في شروط التبادل التجاري بحوالي 10 قبل حدوث الأزمة وشكل انخفاض في شروط التجارة سببا رئيسيا للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

❖ **التقلبات في أسعار الفائدة العالمية:** أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة علما لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات استثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها ويقدر ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة عالميا.

❖ **التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية:** المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشرا لحدوث العديد من الأزمات المالية، وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وبعد وقوع الأزمات المالية حدث ارتفاع حاد في أسعار الـ صرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما على المستوى المحلي، فالتقلبات في معدل التضخم تعبيرا عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية خصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة.

1-2- اضطرابات القطاع المالي:

تشير دراسة أعدها "ميشكن" 1994، أن انهيار الأوراق المالية بصورة متكررة يعد إحدى الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية.

❖ **الارتفاع في معدلات الفائدة:** أن زيادة الطلب على القروض أو انخفاض عرض النقد بسبب ارتفاع معدلات

الفائدة السوقية، والتي من شأنها التأثير على عمليات الإقراض والاستثمار مما يتسبب في حدوث الأزمات المالية.

❖ **ارتفاع عدم اليقين:** إن الارتفاع الكبير في عدم اليقين في الأسواق المالية يؤدي إلى حدوث اضطرابات مالية، حيث

أن وقوع صدمة سوق الأسهم تجعل من الصعوبة على المقترضين تجنب مخاطر القرض الرديء، ويصبح المقترضون أقل رغبة في الاقتراض، مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار والنشاطات الاقتصادية الأخرى.

- ❖ **المشاكل في قطاع البنوك :** إن تعرض البنوك للذعر البنكي سيؤدي إلى انكماش حاد في النشاطات الاقتصادية، وإلى حدوث الأزمة المالية¹.
 - ❖ **التوسع في الاقتراض المفرط:** وتقدم القروض وبالأخص لزيائن ذوي جدارة ائتمانية ضعيفة، وما يزد من حدة الأزمات في الأوضاع المالية الحكومات هو إفراط تراكم رأس المال المنتج، وهي ظاهرة مصحوبة بحركات رأس المال النقدي دولياً. وفي الواقع إن التوسع في عمليات الإقراض يؤدي إلى ظهور مشكلة عدم تلاؤم خصوم البنوك خاصة فيما يتعلق بعدم احتفاظها بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها.
 - ❖ **تحرير مالي غير وقائي:** إن التحرير المالي غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كسبية من التقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، وهذا ما حدث في العديد من الدول الناشئة، وعلى سبيل المثال فإن القيام بتحرير أسعار الفائدة قد يفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة.
 - ❖ **ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي:** تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عم المعلومات خصوصاً فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة البنك الائتمانية مما يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم غير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الائتمانية وتركيز المخاطر.
- 1-3 تشوه نظام الحوافز:**
- إن ملاك البنوك والإدارات العليا فيها لا يتأثرون مالياً من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصاً تحمل البنك مخاطر زائدة عن مقدرة نومنهاحية أخرى فقد دلت التجارب العالمية أيضاً على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للازمات المصرفية، أو في الحد من آثارها لان نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات حيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وفي طريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان.

¹ - صلاح الدين محمد أمين الإمام إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمة المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العالمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، ص7.

المبحث الثاني: مؤشرات وقنوات انتقال الأزمات المالية و النظريات المفسرة لها

المطلب الأول: مؤشرات و قنوات انتقال الأزمات

الفرع الأول : المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

هي عبارة عن مؤشرات يتم استخدامها للتنبؤ بوقوع الأزمات المالية، وتسمى بالمؤشرات القائدة والتي يعرفها humphery بأنها: تلك المؤشرات التي يعتمد عليها صناع سياسة السوق للتنبؤ بالأزمات المالية في أسواق العملات والأنظمة المصرفية ويشمل الصديق 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 نمط المستويات 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 وتعد المؤشرات الآتي ذكرها من بين أهم المؤشرات الاقتصادية¹.

1-انخفاض معدل النمو الاقتصادي الإجمالي:

يؤدي الانخفاض في معدل النمو الاقتصادي الإجمالي إلى تدهور بعض القطاعات التي تتركز فيها قروض المؤسسات المالية واستثمارها مما يؤثر 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 و حدوث الأزمات المالية في ثلاث حالات وهي:

- 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 والكثير في معدلات التضخم سلبا على مستوى السيولة ودرجة الإعسار المالي في المؤسسات.
- يعكس ارتفاع معدل التضخم سوء إدارة الاقتصاد الكلي، وتمهد لظهور مخاطر السوق من الأزمات.

¹ - قديري نور الدين، أثر الأزمات المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة أحمد بوقره، بومرداس، 2018، ص9.

3- تذبذب سعر الصرف الحقيقي:

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

4- آثار تدفق الانتقال بالعدوى:

يسبب 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 تنافسياتها مقارنة مع هذا البلد.

الفرع الثاني : قنوات الأزمات المالية

من خلال ما سبق تكون الأزمة المالية أول ما تظهر مرتكزة على أحد متغيرات النظام المالي، ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات بين مختلف الأسواق سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع وأسواق الصرف كالتالي:

القناة رقم 1: وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا على البنوك يزيد من احتمال إفلاسها، وهو ما حدث في أزمة المديونية.

القناة رقم 2: وتبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك، سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك، والشاهد على ذلك ما حدث إبان الأزمة البنكية بألمانيا سنة 1929¹.

القناة رقم 3: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرون عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

القناة رقم 4: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هدا لدى المستثمرين الأجانب خاصة، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر الصرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.²

القناة رقم 5: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

¹ - ماردي فانيل، هل يمكن التنبؤ بأزمات النظام المصرفي، مجلة التمويل والتنسيق، ديسمبر 1998 ص 82.

² - ثابت غلال، الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات، مظاهر التجديد، رسالة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2003-2004، الجزائر نص 75.

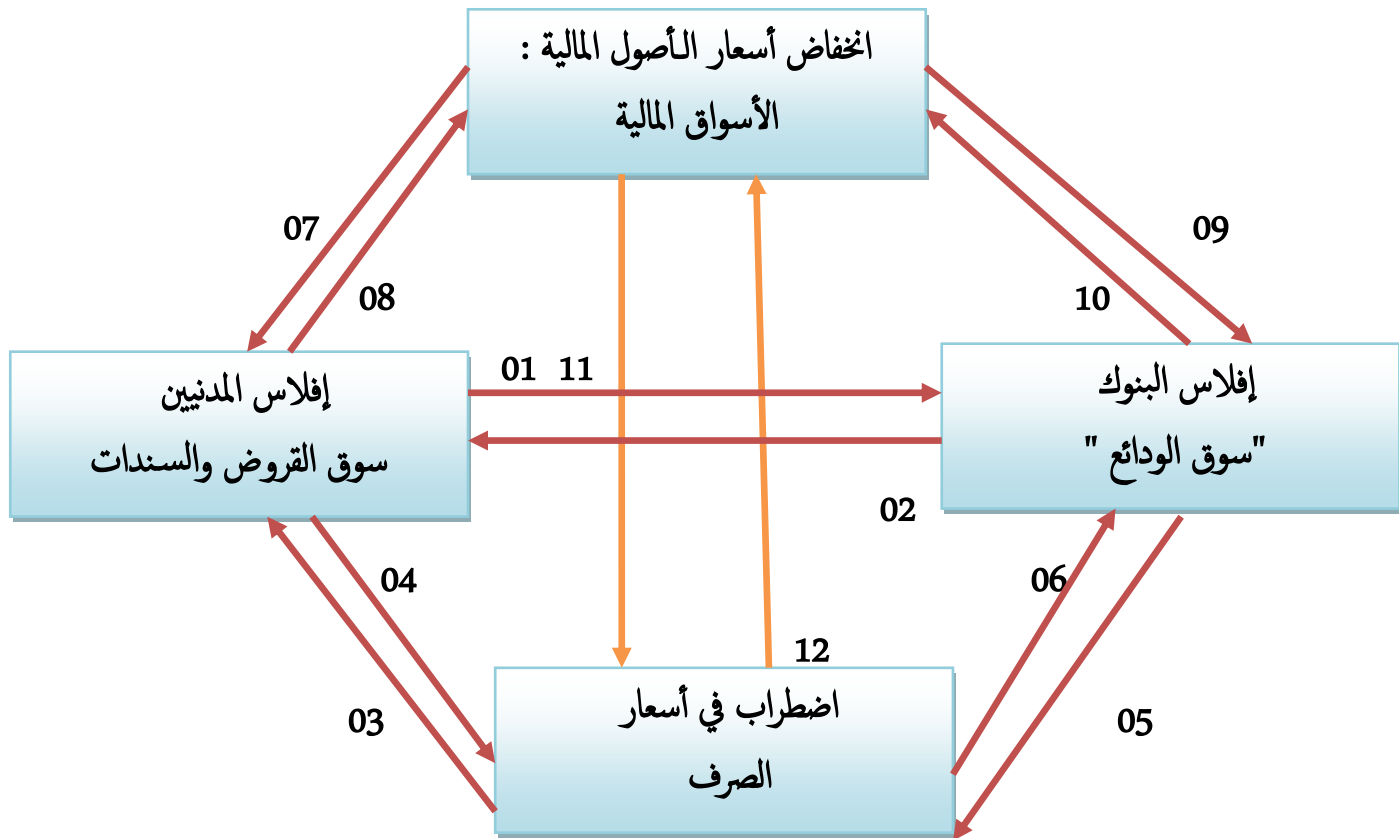
القناة رقم 6: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج، خاصة سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان اللذين يقومون بعمليات مع الخارج.

القناتين 7 و8: وتمثلان الانتقال من الأزمة من أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالية الحدوث، بالنظر إلى الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

القناتين 9 و10: تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الصرف إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين، أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك وخاصة في الدول المتقدمة، تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.

القناتين رقم 11 و12: وتصرف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلا عند تخفيض العملة، يحدث هلع لدى الأجانب ويقبلون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة

الشكل رقم (05): قنوات انتشار الأزمات



Source : d-lacoue la bartue ; « crises financiere »et leur propagation internationale ; in finance internationale :l etat actuel de la therei ;(paris : economic ;1992) p :420

نقلا عن ثابت علال، مرجع سابق، ص4.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للازمات المالية

منذ ظهور الأزمات المالية وضعت العديد من النظريات لتفسيرها بين مختلف المدارس الفكرية والمفكرين الاقتصاديين ومن أهمها ما يلي:

-الفرع الاول: التفسير الكلاسيكي

لم يتمكن "آدم سميث" و"ديفيد ريكاردو": كشف تناقضات الاقتصاد الرأس مالي العميقة وفهمها والتي تظهر في أوضح صورها بالأزمات الاقتصادية الدورية العامة فقد أكد ريكاردو: أن الإنتاج الرأس مالي يتمتع بمقدرة على التوسع لا حد لها مادامت زيادة الإنتاج تؤدي آليا إلى زيادة الاستهلاك، ولهذا فلا مكان لفيض الإنتاج العام، وبناءا على هذه النظرية لا يمكن حدوث غير توقف عفوي في تصريف بعض السلع ناشئ عن عدم تناسق جزئي في توزيع العمل الاجتماعي بين فروع الإنتاج، وإن القضاء على عدم التناسق هذا حتمي بفعل ميكانيكية المزاحمة.

ولكن "سيسمونيدي" الذي جاء بعد ريكاردو توصل إلى كشف التناقضات التي تعترض للاقتصاد الرأسمالي، وإن لم يتمكن من تقويم طبيعتها تقويميا دقيقا.

حيث وضع "سيسمونيدي" نظرية حول الأزمات الاقتصادية أضحت فيما بعد أساسا قامت عليه مجموعة من النظريات الأخرى.

فهو يرجع الأزمة إلى الاستهلاك الضعيف، أو إلى عدم إشباعه، وقد استند "سيسمونيدي" إلى بعض أفكار آدم سميث الأساسية، واستنتاج على الإنتاج أن يتوافق مع الاستهلاك، وأن الإنتاج يتحدد بالدخل ورأى أن الأزمة نتيجة لاحتلال هذا التناسب ويؤكد ان تطور الرأسمالية يؤدي إلى إفلاس المنتج الصغير، وغلى تفاقم أوضاع العمال المأجورين، وقد أكد أيضا أن توسيع الإنتاج، يصطدم بحدود لا يستطيع التغلب عليها، لان تضائل استهلاك الجماهير سيقبل من إمكان تعريف الإنتاج ويقلل من إمكان تحقيق أرباح أصحاب رأس مال¹.

-الفرع الثاني: تفسير كارل ماركس:

الأزمات المالية الاقتصادية وفقا لكارل ماركس هي أزمات إفراط في الإنتاج، نشأت في ظروف أسلوب الإنتاج الرأس مالي وهي لا تتكرر إلا في ظلّه، وتكمن أسباب الأزمة في طبيعة أسلوب الإنتاج وتحدد وفق قوانين وتناقضات مميزة له، كما أن للأزمات الاقتصادية وفق النظرة الماركسية عدة خصائص، فهي أزمات حتمية لا مفر منها، وهي اجتماعية بمقدار ما هي اقتصادية، فالأزمة هي تأكيد لفوضى واختناق الأسواق وإفلاس وبطالة كما أن الأزمات ظواهر تتكرر على نحو دوري لدرجة ما في الاقتصاد الرأس مالي وتسمى الفترة ما بين أزمة اقتصادية، وأخرى بالدورة الصناعية تتكون هذه الدورة

¹ - مصطفى عبد الله، الأزمات والدورات الاقتصادية، الموسوعة العربية، المجلد الثاني ص 12 تاريخ الاطلاع 2021/3/7، البحوث / الأزمات - دورات

من أربع مراحل هي الأزمة والكساد والانتعاش والنهوض ، وقد جرت العادة أن تبدأ الأزمة في التجارة إذ تتزايد أحجام السلع المكدسة بلا تصريف (إفراط الإنتاج) ، بالتدريج تبلغ السلع المكدسة حدا يبعث على انكماش الإنتاج وإشارة انكماش الإنتاج هي أزمة الإقراض السلبي الذي يعبر عنها إفلاس أصحاب مؤسسات تجارة بالجملة والتجزئة.¹ واستعار ماركس قانون ميل معدل الربح من جون ستوارت ميل في مناقشة لانخفاض الربح إلى الحد الأدنى لتفسير حالة الفائض في الإنتاج الذي يؤدي للأزمات ، ففي النظام الرأسمالي يستلم العامل أجورا أقل مما يبذل من جهد في العمل وأقل من قيمة السلعة التي أنتجها ، ويذهب هذا الربح لتغطية الاستثمار الأولي في الأعمال الإنتاجية ، وحينما ينظر المرء في المدى الطويل إلى النشاط الاقتصادي المشترك لجميع الأعمال الإنتاجية الناجحة فمن الواضح أن جزء قليل من المال (في شكل أجور) يذهب عادة إلى مجموعة صغيرة من الناس (العمال) الذي ينتج لهم شراء جزء من هذه السلع المنتجة وليس كل هذه السلع التي تم إنتاجها.

-الفرع الثالث: تفسير كينز وفريدمان

من أشهر ما ورد في تحليلات "كينز" للأزمة المالية سنة 1929 أن الاستثمار عملية غير مستقرة أصلا تقودها روح حيوانية ، ويقصد أن المستثمرين عادة ما يتبع بعضهم البعض حبا في المال بدون معرفة ما يجري حقا وكأنهم قطيع من المشية ، أي غير عقلانيين أو غير راشدين ، ويؤدي هذا النوع من القرارات إلى زيادة في الطلب على الأصول وبالتالي إلى ارتفاع أسعارها باتجاه قد لا يكون له علاقة بأساسيات السوق وهو ما صار يعرف بالفقاعة ، وتنفجر الفقاعة في نهاية المطاف عند انخفاض الأسعار ، وهكذا حتى تبدأ الودائع المصرفية ثم القروض وبعدها الاستثمارات بالتناقض والاستهلاك و بالانخفاض ثم الانكماش في الطلب العام ، وعندئذ تبدأ البطالة.²

وقد أقترح "كينز" لحل أزمة التدخل الحكومي بزيادة الإنفاق عن طريق السياسة المالية لأجل تنشيط الطلب العام. اما " ويلتون فريدمان " و "أنا شوارتز" فقد قدما براهين تشير إلى أن تداعي سوق الأسهم لم يكن سبب الركود العظيم سنة 1929، بل عدم استقرار النظام المؤسسي النقدي ، حيث لم يعارض ما جاء به كينز فيما يخص الفقاعة لأن التاريخ الاقتصادي يعلمنا أن استثمارات غير عقلانية تحدث بين الفينة والأخرى ، ولكن المشكلة في البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الذي ارتكب خطأ جسيما بإتباعه سياسة نقدية انكماشية خلافا للأهداف التي أسس من أجلها ن

¹ - عقون نادية، العولمة الاقتصادية، الأزمات المالية -دراسات لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة الحاج لخضر باتنة، غير منشورة، 2013/2012، ص28.

² - سناء عبد القادر مصطفى، الأزمات الاقتصادية بين نظرية وتطبيقات السياسات الاقتصادية، تاريخ الاطلاع: 2021/3/6 سناء -عبد القادر - مصطفى

وهي توفير سيولة كافية للاستقرار المالي، حيث قام بزيادة سعر الفائدة على القروض للبنوك التجارية، وهو ما كان السبب في حدوث الركود الاقتصادي لأن أسعار الفائدة المرتفعة تؤثر سلباً على الاستثمار الخاص.¹

-الفرع الرابع: التفسيرات الحديثة

في العصر الحديث ومع تكرار الأزمات ظهرت تفسيرات جديدة للأزمات المالية من أبرزها نظرية "هيمن منيسكي" والنماذج الرياضية.²

1- نظرية هيمن منيسكي:

اقترح "هيمن فيليب منيسكي" بأن شرح ما يعد الكبحية للازمات الاقتصادية هي أكثر انطباقاً على الاقتصاد المغلق، وضع نظرية مفادها أن الهشاشة المالية (عدم الاستقرار) هي سمة نموذجية لأي اقتصاد رأسمالي، وهذه الهشاشة المالية تؤدي إلى ارتفاع خطر حدوث الأزمات المالية.

يري "منيسكي" أن مستويات الهشاشة المالية تتحرك جنباً إلى جنب مع دورة الأعمال، وبعد فترة الركود تكون الكثير من الشركات قد فقدت التمويل وتختار مبدأ الحيلة والحذر والوقاية من الخسارة لأنه أكثر.

2- نماذج الأزمات المالية

تم استعمال المناهج الرياضية والقياسية لتفسير الأزمات المالية ويعد نموذج "بول كرومان" من أول النماذج التي استخدمت لتفسير أزمات العملة المتضمن إصلاح سعر صرف مستقر لفترة طويلة من الزمن، ولكن سوف تنهار فجأة في سبل من مبيعات العملة رداً على تدهور كاف من تمويل الحكومة أو ظروف اقتصادية كامنة.

وبحسب هذا النموذج فالأزمات تحدث نتيجة التفاعل الإيجابي بين قرارات المشاركين في السوق وردود فعل إيجابية والذي يعني أنه قد تكون هناك تغيرات جذرية في قيم الأصول في استجابتها للتغيرات الصغيرة في الأسس الاقتصادية ليست هي بالسيئة أو الجيدة ويقرر المضاربون أولاً يقررون مهاجمة العملة على ما يتوقع المضاربون الآخريين، حيث تدعى هذه النماذج بنماذج الجيل الثاني.

وهنالك نماذج الجيل الثالث كما تعرف بنماذج ما بين الأجيال حيث تجمع هذه النماذج ما بين الجيل الأول والجيل الثاني، كما تمتاز بنقص المعلومات في الأسواق المالية وهشاشة النظام المصرفي وتأخذ كذلك بعين الاعتبار حالة أو وضعية البنوك كعنصر مهم في تفسير الأزمة، وقد ظهر هذا الجيل بعد أزمة جنوب شرق آسيا وعجز نماذج الجيل الأول والثاني عن تفسيرها.³

¹ - وشاح عبد الرزاق، الأزمة المالية العالمية، المعهد العربي للتخطيط، سنة النشر غير موجودة، صص 5-7 بالتصرف.

² - سناء عبد القادر، مصطفى - نفس المرجع السابق، ص 30.

³ - لبل فطيمة، مرجع سابق، ص 17.

المطلب الثالث: لمحة عن أهم الأزمات المالية

لقد واجه العالم أزمات مالية حادة من الزمن في مختلف إرجائه قبل الكساد العظيم سنة 1929، وبعده سنحاول ذكر الأزمات وأبرزها فيما يلي ، لكن قبل ذلك نشير إلى ما انتهت إليه التحليلات والتفسيرات الاقتصادية لتفسير هذه الأزمات وإرجاعها لما يلي¹:

- عدم الاستقرار في سوق الإقراض الدولي وعدم استقرار الأسواق المالية.
- تغيرات غير متوقعة في البلدان مثل عدم الاستقرار السياسي، سوء الإدارة الاقتصادية، تزايد أعباء خدمة الديون مثل هذه التغيرات تتطلب إعادة تقييم أوضاعها من جانب الدائنين . كما تميزت البلدان التي واجهت هذه الأزمات بسمات مشتركة أهمها²:
- الإفراط في الاقتراض.
- سوء توجيه القروض.
- الاعتماد على الاقتراض قصير الأجل.
- عدم استقرار النظام الائتماني لها.
- التوسع النقدي الائتماني.
- هشاشة النظم المالية والنقدية.
- التسرع في تنفيذ التحرير المالي دون إعداد كافي وهيئة الأطر المختلفة المصاحبة لتنفيذه.

الفرع الأول: بعض أزمات القرن التاسع عشر

تعتبر أزمة سنة 1819 أول أزمة مالية بالولايات المتحدة الأمريكية، نتجت عن صرف الأموال في حرب 1812 وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي وقد مست القطاع البنكي.

ومنذ سنة 1925 بعد المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية انحدرت قيمة أسهمها انحدارا شديدا في بورصة لندن فأفلست بنوك عديدة وأكثر من 3300 مؤسسة ، رغم أن هذه الأزمة تركزت في بريطانيا إلا إنها تعبر الأزمة التي مست البورصة ، وقد شهدت بريطانيا سنة 1836 انهيارا آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي "أندرو جاكسون " أشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة ، وهو ما شكل ضربة قاضيه للمقاربة في سوق العقار بأمريكا وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا ، فقد تلقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا في حد ذاتها سنة 1937.

¹ - احمد فهمي، الأزمات المصرفية والمالية، دار النشر غ موجودة، بلد النشر غير موجود، 2004، ص17.

² - نفس المرجع، ص18.

وتعتبر أزمة 1866 أشهر أزمات القرن التاسع عشر وتسمى بأزمة الجمعة الأسود والتي نتج عنها إفلاس العديد من البنوك البريطانية ن كانت بدايتها بإفلاس بنك: وتوالت بعدها إفلاس العديد من البنوك متسببة بانهيار البورصة في يوم 1 مايو 1866 حيث عرف هذا اليوم بيوم الجمعة الأسود، وانتقلت عدوى هذه الأزمة لتصيب كامل أوروبا.

الفرع الثاني: أزمات القرن العشرين

أولا: أزمة الكساد الكبير:

في 1929 والتي تعد أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا، إذ هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بنسبة 13، ثم توالت الانهيارات في أسواق المال على نحو ما لبث أن امتدت آثاره بشراسة على الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي وما تبعه من انهيار في حركة المعاملات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي تمثلت مظهره في: - انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي - انخفاض الاستثمارات من جانب القطاع الإنتاجي.

-ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي ثلث قوة العمل الأمريكي في عام 1932.

النتائج المترتبة:

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.

-فقدان شرعية القروض الأساسية للنظام الكلاسيكي الحر المعروف ب " دعه يعمل " " دعه يمر " .

-قيام الاقتصاديون في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.

ثانيا: أزمة الديون العالمية:

بدأت أزمة الديون على المستوى العالمي في الخمسينات ، واتضح بشكل بارز للوجود في بداية الثمانينات ، ففي ظل القطاع المالي والمصرفي و إلغاء القيود المقرضة على حركة رؤوس الأموال شهدت البنوك التجارية والمؤسسات المالية الدولية توسعا كبيرا في الإقراض لحكومات الدول النامية ، لكن كثير من تلك الحكومات تعسر عليها تسديد فوائد وإقساط تلك الديون ، ولم تستطع الوفاء بالتزاماتها المالية التي قطعتها البنوك والمؤسسات المالية العالمية الدائنة ، حيث شكل إلان بعض هذه الدول مثل المكسيك سنة 1982 عن وقف دفع أعباء ديونها مؤشرا خطيرا لانهيار النظام المصرفي العالمي وأهم النتائج المترتبة عن هذه الأزمة :

-خضوع الدول المدينة لوصفة المؤسسات المالية الدولية على رأسها صندوق النقد الدولي تحت ما يعرف ببرنامج التعديل والإصلاح الهيكلي والتي كانت لها آثار وخيمة خاصة على الجانب الاجتماعي لهذه الدول.

- تحل حكومات الدول الدائنة عن احتواء الأزمة وإنقاذ مؤسساتها المالية من الانهيار و الإفلاس.

ثالثا: أزمة وول ستريت 1987:

بدأت هذه الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين الأسود وذلك بوجود خلل في التوازن بين العرض والطلب في كل من الأسواق الحاضرة "النقدية" وسوق العقود المستقبلية ، ونشئ الخلل نتيجة لسبيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل الذي أدى غلى بلوغ أسعار الأوراق المالية لأدنى مستوى لها ، خاصة وأن بورصات القيم المنقولة كانت تستعمل النظام الآلي لإصدار أوامر البيع والشراء ، وبعد أسبوع من ذلك أمر الرئيس " ريجان " بتشكيل لجنة لمراقبة هذا النظام ، في حالة إذا كان التغير في المؤشر " داو جونز " يفوق نقطة 50.

واهم الأسباب التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة هي:

- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية ورفع أسعار الفائدة.

- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية.

- اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكمبيوتر المبرمجة لتصدر أوامر البيع آلية بالبيع عند هبوط المؤشر إلى حد معين.

- إضافة لأسباب تتعلق بكفاءة السوق.

رابعا: أزمة المكسيك 1994 - 1995

منذ أواخر سنة 1980 حتى 1993 اتبعت المكسيك استراتيجية الإصلاح الاقتصادي الهادفة الى خفض معدل

التضخم، تقليص دور الحكومة في الاقتصاد ووضع أسس لسياسة الخصخصة.

لذلك قامت بتنفيذ كبير للدين الخارجي وتحرير التجارة وتحديد مدى معين ليتحرك فيه سعر البيزو مقابل الدولار ، وضع

العديد من الإصلاحات القائمة على الخصخصة حيث تمت خصخصة قطاع عريض من المشروعات العامة ، والبنوك

التجارية وخفضت المكسيك تعريفه الواردات من جانب واحد مع عقد اتفاقيات التجارة الحرة مع العديد من دول نصف

الكرة الغربية بما في ذلك دول " لنافتا " مع الولايات المتحدة الأمريكية وكندا ، كما فرضت قيود على الاستثمار الأجنبي

وتملك الأجانب وحررت عدد من الرئيسية تشمل الزراعة والاتصالات ، النقل والتعدين وبذلك وضع الاقتصاد المكسيكي

على أساس السوق .

خامسا: الأزمة في دول جنوب شرق آسيا: 1997

أطلق صندوق النقد الدولي قسم " المعجزة الآسيوية " عل دول جنوب شرق آسيا سنة 1993 بعد النمو الكبير الذي

عرفته بفضل ازدهار القطاع الإنتاجي والسياسة المتبعة المتمثلة في استيراد المواد الخام وتوجيهها نحو القطاع الإنتاجي ذي

الوفرة في عنصر اليد العاملة ، كما حققت نموا في الاقتصاد العيني والنقدي بلغت مشاركة هذه الدول نسبة معتبرة في

التجارة الدولية ، حيث تجاوزت قيمة صادراتها إلى إجمالي الصادرات العالمية 6,1 سنة 1995، بينما بلغ إجمالي

الواردات 6,6 سنة 1995 وتوسعت عمليات الاقتصاد النقدي وتجاوزت عمليات الاقتصاد العيني من زيادة الطلب على العملة الوطنية ، وارتفاع معدل منح القروض لرجال الأعمال بالعملة المحلية وزادت التدفقات النقدية المالية ، وعمليات الإقراض المحلي دون ضوابط و ضمانات حقيقية مما أدى غالى تزايد حجم الديون المشكوك في تحصيلها او الديون المعدومة ، وعرض شركات التمويل لأزمات مالية كما عرف ميزان المدفوعات هذه البلدان عجزا ، حيث ارتفع عجز ميزان التجاري خلال فترة 1990-1996 .¹

ونظرا لعدم كفاية الادخار، لجأت هذه البلدان إلى رؤوس الأموال الخارجية وبلغت رؤوس الأموال المستثمرة سنة 1995 وفق صندوق النقد الدولي 74 مليار دولار في الخمس بلدان الأكثر تضررا من الأزمة فيما بعد تايلاند - اندونيسيا - ماليزيا - فيليبين - كوريا، حيث مولت أغلب القروض البنكية واعتبرت هذه المديونية قصيرة أجل بالعملة الصعبة 60 بالدولار، 40 من الين الخطر الأول الذي أثقل نمو هذه الاقتصاديات.

الفرع الثالث: أزمات القرن الواحد والعشرين

نذكر من أزمات هذا القرن أزمة سنة 2000 المعروفة باسم أزمة فقاعات شركات الانترنت وتكنولوجيا المعلومات. عرف قطاع تكنولوجيا المعلومات والانترنت في الولايات المتحدة الأمريكية تطورا كبيرا قبل سنة 2000 ن الأمر الذي أدى إلى إدخال أسهم الكثير من شركات هذا القطاع في سوق الأوراق المالية بالوم أ والذي يعرف باسم مؤشر نازداك، فارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات وبصورة كبيرة، ولكن مع التخوفات والذعر الذي أصاب العالم من إمكانيات توقف أجهزة الإعلام الآلي وحصول في الأنظمة الإلكترونية مع مطلع سنة 2000 أدى إلى هبوط حاد في مؤشر " نازداك " .

ولقد ترتب عن هذه الأزمة:

- استمرار انخفاض من مؤشر "نازداك" إلى غاية سنة 2003، حيث قدرت نسبة الانخفاض بحوالي 78.
- تزامن أحداث 11 سبتمبر 2001 مع هذه الأزمة أدى إلى غلق الأسواق المالية الأمريكية بشكل مؤقت.
- انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث لم يتجاوز 60,8 سنة 2001 .²

¹ - بهية بوكروح، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مرجع سابق - ص-30.

² - لبل فطيمة، مرجع سابق، ص17.

خلاصة الفصل:

تعد الأزمات 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 وأزمة العملة وأزمة أسواق المال.

الفصل الثالث:

عرض تجارب بعض الدول لأدوات

السياسة النقدية غير تقليدية.

تمهيد:

يعتبر التيسير الكمي ومعدل الفائدة السالب من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي سبق لنا تناولها في الفصل الأول، والتي استخدمت من قبل البنوك المركزية بصفة استثنائية عندما عجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية عن العمل، وهو مصطلح حديث ظهر أول مرة في اليابان سنة 2001 حيث قامت بتبني هذه الآلية الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، الاتحاد الأوروبي، والصين ولم يقتصر استخدام هذه الآلية على البنوك المركزية الأساسية في العالم ففي أعقاب أزمة انهيار أسعار النفط منذ منتصف 2014 والتي أثرت بشكل بالغ على الدول الريعانية لجأ بعض من هذه الأخيرة إلى تنفيذ سياسة مماثلة مثل الجزائر.

قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: دور سياسة التيسير الكمي في معالجة أزمة الرهن العقاري.

المبحث الثاني: دور معدل الفائدة السالب في معالجة أزمة الرهن العقاري.

المبحث الثالث: تجربة الجزائر في تطبيق آلية التيسير الكمي.

المبحث الأول: دور سياسة التيسير الكمي في معالجة أزمة الرهن العقاري

المطلب الأول: دور سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

الفرع الأول: تطبيق سياسة تيسير كمي في الولايات المتحدة الأمريكية في معالجة الأزمة

بمقتضى خطة التيسير الكمي QE1 قام الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية بضخ 1.55 ترليون دولار، وبمقتضى التيسير تم ضخ 600 مليار دولار، أما التيسير الكمي QE3، الذي يتم حالياً بمعدل 85 مليار دولار شهرياً، منها نحو 40 مليار مشتريات جديدة للسندات، فيتوقع أن يكون قد ضخ 700 مليار دولار حتى الآن، أي أنه بمقتضى برامج التيسير الكمي الثلاثة يكون الاحتياطي الفدرالي قد ضخ 2.85 ترليون دولار في صورة توسع نقدي، وهو قدر هائل جعل من الاحتياطي الفدرالي أحد المالكين الرئيسيين لأدوات الدين العام الأمريكي والسندات الأمريكية بشكل عام.¹

قام البنك الفدرالي الأمريكي بتطبيق الخطة الأولى من سياسة التيسير الكمي QE1، التي بدأت في شهر نوفمبر 2008 حيث ركزت على شراء سندات الرهن العقاري التي بلغت قيمتها 100 بليون دولار شهرياً، ومع انتهاء QE1 سنة 2011 كان البنك يحتجز 1.25 ترليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و 300 بليون دولار من السندات الحكومية و 175 بليون دولار من ديون الوكالات.

في نوفمبر 2010 بدأ تطبيق الخطة الثانية من سياسة التيسير الكمي QE2 قام من خلالها بشراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية.

وفي نوفمبر 2012 قرر البنك الفدرالي الأمريكي إتباع الخطة الثالثة من التيسير الكمي QE3 والتي طبقت حتى ديسمبر 2013، حيث تقرر التخفيض من السندات الحكومية المشتراة ب 10 بليون دولار، إذا كان في هذه الفترة قد قام بشراء 85 بليون دولار من السندات منها 45 بليون دولار سندات حكومية و 40 بليون دولار سندات الرهن العقاري المسترجعة.

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

الفرع الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الاقتصاد الأمريكي

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

¹ - إبراهيم السقا، هل بدأت رحلة المقابلة لسياسات التيسير الكمي متاحة على الموقع: <http://www.alarabiya.net/ar/asswaq>

الجدول رقم (01) : تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة (2007-2017).

السنة	200	200	200	201	201	201	201	201	201	201
	7	8	9	0	1	2	3	4	5	6
النمو %	2	1.1	-2.4	4.19	-	1.49	2.86	0.37	1.3	0.93
					0.11					
التضخم %	4.6	5.8	9.3	-	-	-	0.34	2.74	0.7	-
				0.71	0.23	0.05			8	0.17
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 الطالبين بالاعتماد على: (2007-2008-2009).

(2017-2010) : مؤشرات التنمية للبنك الدولي، متوفر على الموقع www.albankanly.org

تاريخ الإطلاع: 2021/04/28.

يوضح الجدول رقم (01) تطور معدلات النمو الاقتصادي، التضخم، البطالة للولايات المتحدة الأمريكية ويمكن توضيح آثار الأزمة 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 التسيير الكمي QE1 الذي كان في نهاية 2008 انخفض معدل النمو الاقتصادي بـ 2.4% ليعود ويرتفع عام 2010 إلى 4.19%، وهذه السنة التي عرفت إنهاء لسياسة التسيير 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 التسيير 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 ليبقى يراوح مكاناً في الاستقرار ضعيفاً خلال الفترة 2014-2017 والتي كانت في بدايتها نهاية تطبيق سياسة التسيير الكمي، وبشكل عام يمكن القول أن هذه السياسة كان أثرها موجبا لكن ضعيفاً على معدلات النمو الاقتصادي خلال فترة تطبيقها، فبعد أن كان معدل التسيير الكمي عام 2009 في حدود -2.4 وهي بداية تطبيق السياسة سجل هذا المعدل 0.37% خلال نهاية تطبيق السياسة .

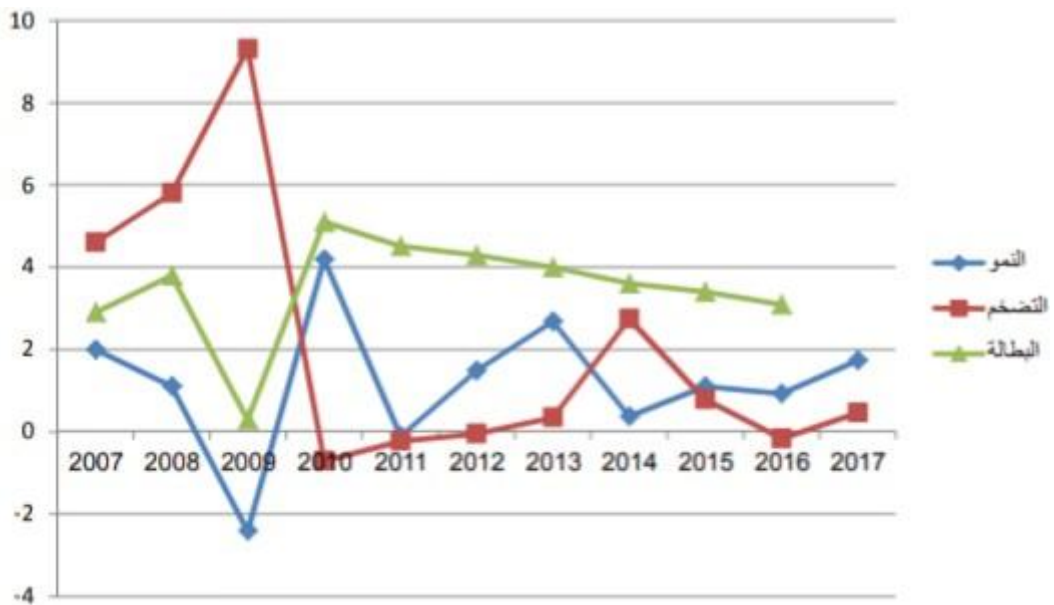
2-2 الأثر على معدل البطالة

شهد معدل البطالة خلال سنتي 2007 و2008 و2.9% 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 مرتفعا ليسجل 4.5% و4.3% في سنتي 2011 و2012 على التوالي، ولقد سجلت الفترة 2013-2017 انخفاضا لمعدل البطالة ليصل إلى 2.8% نهاية 2017. ويمكن القول إن هذه السياسة كانت نتائجها متذبذبة على معدلات البطالة حيث أن هذه السياسة أسهمت في تخفيض معدل البطالة في بداية سنوات الأزمة ولكن أثرها كان ضعيفا غير أن أثرها كان ضعيفا 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 الأزمة معدلات تضخم مرتفعة وصلت إلى 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 إلى 0.17% ويسجل ارتفاعا طفيفا في 2017 يقدر ب 0.46%. كان بين تطبيق هذه السياسة ومعدلات التضخم علاقة طردية في أغلب سنوات الدراسة ومنه ضعف فعالية هذه السياسة في المحافظة على الأسعار باستثناء الفترة ما بين 2010-2011.

الشكل رقم (06): معدلات أهم المؤشرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (2007-2017).



من إعداد الطالبين/اعتمادا على معطيات الجدول

المطلب الثاني: تجريب سياسة التيسير الكمي في اليابان

-الفرع الأول: دور سياسة التيسير الكمي في معالجة أزمة الرهن العقاري في اليابان.

قرر المسؤولون الاقتصاد في اليابان إتباع إجراءات جديدة على غرار شراء سندات الخزينة اليابانية لمستويات يمكن حتى أن تتجاوز حجم الكتلة النقدية المتداولة حيث قرر والتخلي على كل القيود المفروضة على عملية شراء سندات الخزينة. يعتبر البنك المركزي الياباني أول من طبق سياسة التيسير وذلك بعد انفجار فقاعات أسعار السندات واللجوء لمعدلات الفائدة السالبة مما جعل الأدوات النقدية غير فعالة بعد الوصول لها المستوى من معدلات الفائدة، ليلجأ البنك المركزي الياباني لسياسة بديلة سميت سياسة التيسير الكمي وذلك بعد انفجار فقاعات أسعار السندات واللجوء لمعدلات الفائدة السالبة مما جعل الأدوات النقدية غير فعالة، بعد الوصول لها 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 من عام 2004، وكان الهدف الأساسي لهذه السياسة هو رفع معدلات التضخم ودعم النمو الاقتصادي.

رد بنك اليابان على الأزمة المالية 2008 بإتباع 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 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 ثم رفع العرض النقدي من 40 تريليون ين إلى 50 تريليون ين، وفي 2013 تم ضخ حوالي 80 تريليون¹.

1 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 المؤشرات الاقتصادية الكلية.

¹ - محمد الأمين طالب وليد: دور السياسات النقدية في معالجة الازمات المالية، حالة البنك المركزي الاوروبي BCE ، والازمة المالية 2007/2008، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية، تخصص علوم اقتصادية ، جامعة بسكرة ، 2016 ص 162 .

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

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	201	201	201	2015	201
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: <http://www.albonkaldawli.org> تاريخ الاطلاع: 2021/04/29.

يوضح الجدول رقم (02) تطور النمو والتضخم والبطالة في اليابان، وفيما يلي سنوضح أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على المتغيرات السابقة.

1- الأثر على معدل النمو

سجل معدل النمو الاقتصاد في سنتي 2007-2008 اتجاه سالباً بـ 1.09% و 5.41%، إما في سنة 2009 وبعد مضاعفة القيمة الشهرية لمشتريات من سندات الخزانة، ارتفع معدل النمو إلى 4.19% ليعود الاتجاه السالب في سندات الخزانة، ارتفع معدل النمو إلى 4.19% ليعود الاتجاه السالب في سنة 2010 بـ 0.11% وتميزت الفترة 2011-2016 بمعدلات متذبذبة وذلك بعد رفع العرض النقدي إلى 80 تريليون ين. يمكن القول عن سياسة التيسير الكمي كانت ذات فعالية لتحقيق زيادة في معدل النمو الاقتصادي وذلك لتذبذب قيم المؤشر خلال فترة الدراسة.

2- الأثر على معدل التضخم

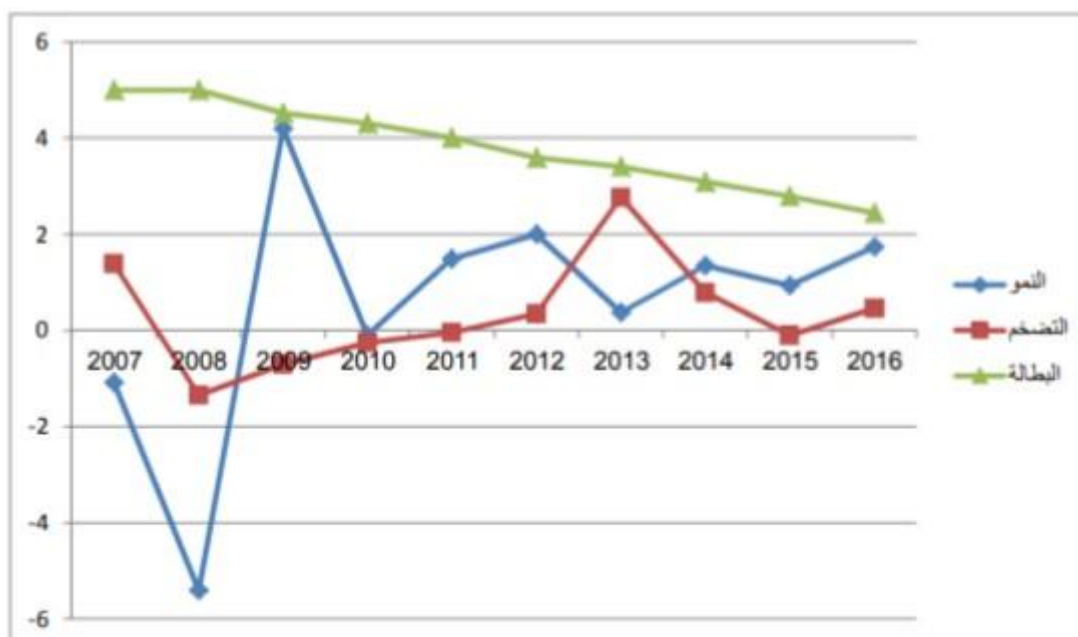
سجل معدل التضخم سنة 2007 سنة 1.38% أما فترة 2008-2011 فقد سجلت انخفاضاً المعدل حيث انخفض من 1.35% و 0.05%، وذلك بعد شراء 5 تريليون من الأصول طويلة الأجل والرفع من العرض النقدي في 2011، أما الفترة 2012-2014 قد سجل أعلى معدل للتضخم طيلة فترة الدراسة 2.76%، ثم ينخفض إلى -0.11%، أما في سنة 2016 فقد سجل المعدل 0.46%.
ومما سبق يمكن القول إن سياسة التيسير الكمي قد كانت فعالة في المحافظة على تدينه معدلات التضخم في أغلب سنوات الدراسة.

الأثر على معدل البطالة سجل معدل البطالة طيلة فترة الدراسة فنجد أنه استقر المعدل في سنة 2007 و2008 واستمر الانخفاض في سنة 2016 أن يسجل المعدل 2.44%.

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

والشكل التالي يوضح تطور المؤشرات السابقة في الاقتصاد الياباني.

الشكل رقم (07): تطور معدلات النمو والبطالة والتضخم في اليابان: 2016-2007.



من إعداد الطالبين/اعتمادا على معطيات الجدول

المطلب الثالث: تطبيق سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي.

-الفرع الأول: أسباب تطبيقه

كباقي الاقتصاديات الأخرى تأثر الاقتصاد الأوروبي بالأزمة المالية العالمية 2008 وقد حاول تجاوزها من خلال عدة إجراءات اعتبرت أكثرها غير تقليدية، آخرها كان في 22 جانفي 2015، أين انضم البنك المركزي الأوروبي BCE إلى البنوك المركزية الأخرى بإعلانه تبني سياسة التيسير الكمي أو ما يصطلح عليه في لوائح BCE ببرنامج شراء الأصول APP والذي يهدف أساسا إلى إخراج أوروبا من الركود الاقتصادي العميق، ومواجهة انخفاض التضخم (الذي سجل -0.2% في ديسمبر 2014) من خلال استهداف معدل أقل من 2% ولكن قريب منه.

1 إجراءاته

يعتمد هذا البرنامج على النظام الأوروبي للبنوك المركزية (SEBC) لتوفير المال لتمويل شراء الأوراق المالية في السوق المالية الثانوية بمعدل 60 مليار يورو شهريا من مارس 2015 إلى مارس 2016، ثم 80 مليار يورو شهريا حتى مارس

2017، هذه المشتريات موجهة أساسا للأوراق المالية الحكومية، لكن تمت زيادة حصة مشتريات الأوراق المالية الخاصة اعتبارا من مارس 2016، تهدف هذه السياسة إلى منح سيولة في الدوائر المالية بقيمة 1680 مليار يورو من مارس 2015 إلى مارس 2017، ومن المأمول أن يتم نقل أثر هذا التوسع النقدي في قطاع المالي للقطاع الغير مالي وأن يمكن من تجنب الانكماش الذي يهدد منطقة اليورو¹ من خلال تقليل شروط التمويل ودفع اليورو إلى الأسفل وقد عمد مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي تخفيض مبلغ الشراء الشهري بصفة تدريجية وعلى مراحل لتجنب إحداث أي صدمة على مستوى الأسواق، تمهيدا منه لإعلان وقف برنامج التسيير الكمي نهاية سنة 2018 حيث خفض مبلغ الشراء الشهري من 80 مليار إلى 60 مليار يورو .

ابتداء من أبريل 2017 ، ومن ثم إلى 30 مليار يورو في بداية 2018 ليصل إلى 15 مليار يورو فقط في أكتوبر لنفس السنة ، وفي 13 ديسمبر 2018 أعلن BCE عن إنهاء عمليات شراء الأصول 'على أساس تأكد التوقعات على نطاق واسع واستمرار القوة الأساسية للطلب المحلي في تعزيز الثقة في التقارب المستمر للتضخم نحو هدف البنك المركزي الأوروبي .

الجدول رقم (03): برنامج التسيير الكمي التي قام بها البنك المركزي الأوروبي.

نوع المشتريات	المبلغ	الفترة
شراء سندات القطاع العام PSPP وسندات القطاع الخاص ABSPP و CPPP3	60 مليار يورو شهريا	من مارس 2015 إلى مارس 2016
سندات الشركات CSPP إضافة إلى البرامج السابقة.	80 مليار يورو شهريا	من مارس 2016 إلى مارس 2017
شراء سندات القطاع العام PSPP والخاص CBPP3 و ABSPP و CSPP	60 مليار يورو شهريا	من أبريل 2017 إلى ديسمبر 2017
شراء سندات القطاع العام PPSPP والخاص (CBPP3 و ABSPP و CSPP)	15 مليار يورو شهريا	من أكتوبر 2018 إلى ديسمبر 2018

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقارير السنوية للبنك المركزي الأوروبي لل سنوات 2016، 2015، 2017.

من خلال الجدول نلاحظ تباين أحجام شراء الأصول من قبل البنك المركزي الأوروبي، حيث بلغت ذروتها عند 80 مليار يورو شهريا من الفترة من أبريل 2016 إلى مارس 2017، وقد أضاف برنامج شراء الأصول موجودات بقيمة

¹ -Gilberkoenig.Op.Cit.P.11.12

2.6 تريليون يورو للبنك المركزي الأوروبي، مما ساهم في خلق فوائض في الاحتياطات بقيمة 1.9 تريليون يورو، في نهاية عام 2018، شكلت الأصول المشتراة 72% من الميزانية العمومية دروة تاريخية ب 4700 مليار يورو". وقد أعلن المركز الأوروبي عن نيته في بدء تخفيض أو التحلي التدريجي عن صافي مشترياته من الأصول، وفي حين ينتظر الإفصاح عن مزيد من التفاصيل بشأن خطة التخفيض، سيواصل البنك المركزي الأوروبي إعادة استثمار الأرباح المتحققة منالسندات التي تحل تواريخ استحقاقها لمدة زمنية إضافية.

-الفرع الثاني: نتائجه

ساهم برنامج التيسير الكمي بتقليل تكلفة القروض المصرفية مما شجع افتراض الشركات الصغيرة والأسر عن منطقة اليورو، وهذا ما أعطى دفعة مهمة للنمو الاقتصادي، ويمكن إيجاز أهم آثار التيسير الكمي على الاقتصاد الأوروبي فيما يلي:

- ✓ ارتفاع معدلات النمو ولكن بوتيرة بطيئة أين تم تسجيل أعلى نسبة سنة 2017 قدرت بـ 2.5% انخفضت إلى 1.8 سنة 2018 نتيجة التطورات غير مواتية خلال العام والتي أثرت بشكل خاص على صافي الصادرات والتصنيع.
- ✓ تراجع معدل البطالة إلى 7.8% في ديسمبر 2018، وهو أدنى مستوى له منذ أكتوبر 2008، فضلا عن ضغوط تصاعدية على تكاليف الأجور.
- ✓ ارتفاع معدلات التضخم بصفة متسارعة حيث سجلت معدلات التضخم سالبة في 2015 وفي الثلاثي الأول من 2016 ولكنها أخذت في الارتفاع بعد ذلك لتصل إلى 1.7% في المتوسط سنة 2018.
- ✓ تعزيز مرونة القطاع المالي في عام 2018، حيث وصلت نسبة رأس المال الإجمالية للمؤسسات الرئيسة إلى المستوى 14.2% في نهاية العام، وانخفضت القروض المتعثرة غير عاملة (npl) بمقدار 94 مليار يورو في الأرباع الثلاثة الأولى من العام ونسبة القروض المتعثرة الإجمالية للمؤسسات الكبرى في منطقة اليورو 4.2%، مقارنة مع 5.2% في العام السابق.

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

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

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 (2014-2016).

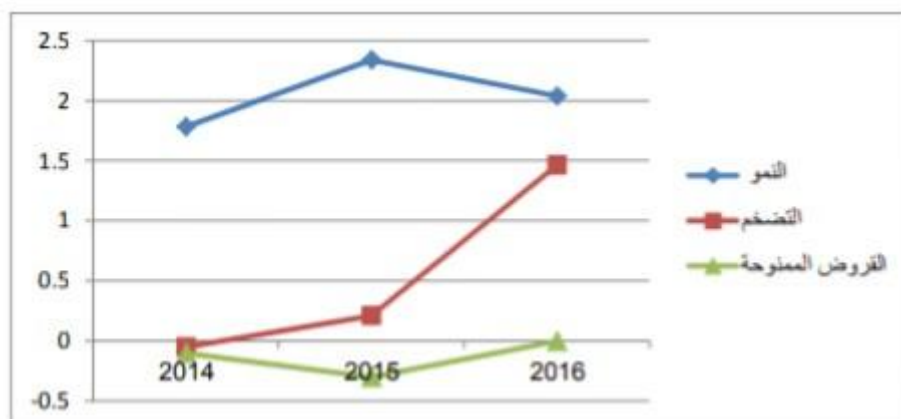
السنوات	2014	2015	2016
معدل النمو	1.78	2.34	2.04
معدل التضخم	-0.05	0.21	1.46
القروض الممنوحة	-0.1	-0.3	-0.4

المصدر: ثامر والي عبد الفاني فاتح: مرجع سبق ذكره، ص 44.

في عام 2014 قام البنك المركزي الأوروبي ECB باستخدام معدل فائدة سالب وذلك على إيداعات 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 إلى 0.2% في سبتمبر 2014، وذلك بسبب الظروف الاقتصادية الصعبة لدول منطقة اليورو، حيث يريد بنك أوروبا المركزي من ذلك رفع معدل التضخم، نتيجة تراجع الأسعار بفعل المعروض السلعي المتوافق مع تراجع الطلب الاستهلاكي للظروف المذكورة سابقا، أما عام 2015 تم خفض معدل الفائدة السالب إلى 0.3% إذن الهدف هو إجبار البنوك التجارية على إقراض الزبائن بدلا من إيداعها في البنك المركزي والشكل التالي يوضح تطورات هذا المعدل ومقارنته بمعدلي التضخم والنمو .

الشكل رقم (08) : تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة

2016/2014.



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	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	-0.35	-0.71	-0.26	-0.05	0.34	2.76	0.78	-0.11	0.46
القروض الممنوحة	0.58	0.43	0.50	0.46	0.47	0.54	0.41	0.40	0.30	0.32

المصدر: من إعداد الطالب بينا لاعتماد على: ثامروالي، عبد القاني فاتح، مرجع سابق ص 45.

مؤشرات التنمية للبنك الدولي، متوفر على الموقع <https://www.albankaldwli.org> تاريخ الاطلاع 29/4/2021

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 إن 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.

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

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

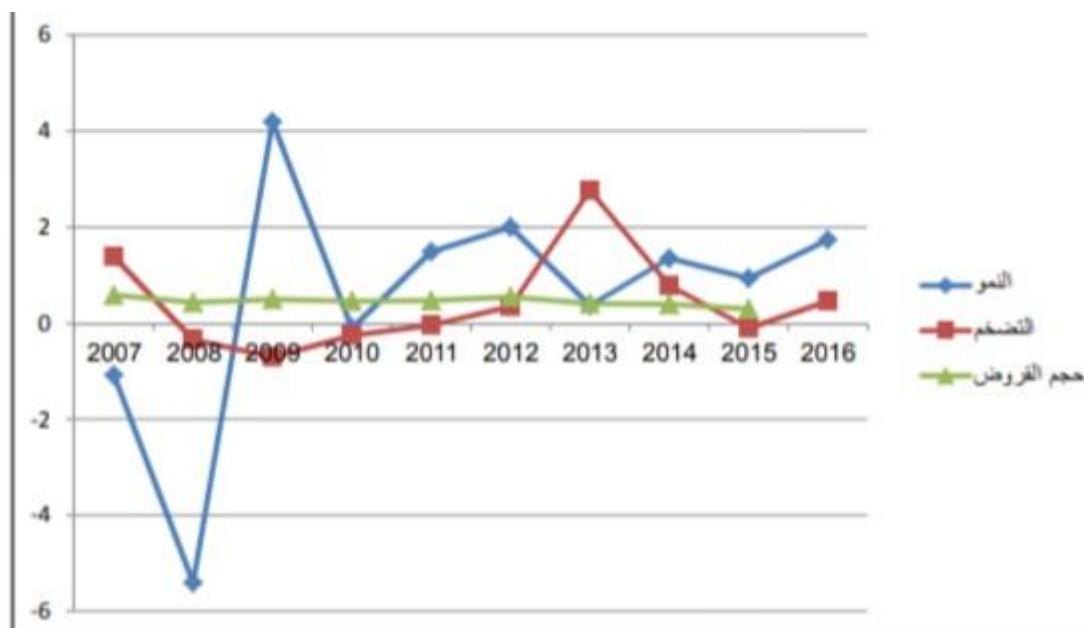
أثر معدل الفائدة السالب على القروض الممنوحة:

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 إلى نسبة 0.38%.

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

الشكل رقم (09): تطور معدلات النمو والتضخم وحجم القروض الممنوحة في اليابان خلال الفترة (2007-2016)



من إعداد الطالبين/اعتمادا على معطيات الجدول

المبحث الثالث: تجربة الجزائر في تطبيق آلية التيسير الكمي

في ظل تفاقم أزمة انهيار أسعار النفط وتزايد ضغوطاتها على الخزينة العمومية أعلنت الجزائر تبنيها لصيغة مقارنة لسياسة التيسير الكمي ضمانا لاستكمال تمويل التنمية الاقتصادية وتجاوز أزمة عجز الخزينة العامة، وسنحاول من خلال هذا المبحث عرض أسباب وإجراءات اعتماد هذه الصيغة في الجزائر والتصريح على أهم الآثار الناجمة عنها.

المطلب الأول: أسباب تطبيق آلية التيسير الكمي في الجزائر

هناك عدة أسباب أدت إلى لجوء الحكومة إلى سياسة التيسير الكمي وتتعلق جميعها بأسعار النفط وسنوضحها فيما يلي:

عجز الموازنة العامة: تعتبر سنة 2008 فاصلة في وضع الموازنة العامة في الجزائر بالنظر لما شهده الاقتصاد العالمي من تداعيات الأزمة المالية العالمية انخفاض الطلب على الطاقة لتراجع أسعار النفط، وهو ما تسبب في انخفاض الإيرادات الجبائية للدولة مع استمرار برنامج الاتفاق لها وبالتالي تحقيق عجز في الموازنة العامة سنة تلو الأخرى، ثم تمويل هذا العجز في الغالب من خلال تسبيقات من طرف البنك المركزي، في حدود 10% من إيرادات الموازنة العامة للسنة الفارطة، على أن لا تتعدى هاته التسبيقات مدة 240 يوم، ليتم استردادها¹، إضافة إلى الاقتطاع من صندوق ضبط الإيرادات

¹ - محمد هاني وميلود وكيل، "سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية، دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر"، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، ال عدد4، المجلد 3، 2018، ص262.

FRR الذي يضم فوائض الربع البترولي خلال سنوات البحبوحة المالية، والجدول التالي يوضح تطور رصيد الموازنة العامة ومتوسط أسعار النفط .

الجدول رقم (06): رصبي الموازنة العامة في الجزائر ومتوسط أسعار النفط خلال الفترة 2008-2018.

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	216	2017	2018
رصيد الميزانية مليار دينار	-1288.6	-970.9	-1392.2	-2328.2	-2128.8	-3254.1	-3068	-3266	-3236.7	-1590	-652.4
أسعار النفط دولار/برميل	98.06	62.16	80.25	112.89		109.4	46.5	49.5	40.30	54	72.7

المصدر: تمار أمين، "اختبار سببية Yamamoto-toda بين عجز الموازنة والميزان التجاري في الجزائر، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 9، 2018، ص 257، معطيات 2017 و2018 وفق وزارة المالية.

نلاحظ من خلال الجدول السابق انخفاض حاد لأسعار النفط سنة 2014 إلى 46.5 دولار للبرميل م مقارنة ب 109.4 دولار للبرميل سنة 2013 وقد استمر في التراجع إلى نهاية 2017، ما أدى إلى تراجع إيرادات الدولة بأكثر من النصف، مقابل لارتفاع في الواردات والنفقات، وبالتالي زاد من عجز الميزانية العامة حيث ارتفع العجز من 2128.8 مليار دينار سنة 2013 إلى 3068 مليار دينار سنة 2014.

قابلت الحكومة هذه الأزمة باتخاذ عدة إجراءات على رأسها خفض قيمة العملة، ترشيد النفقات إطلاق القرض السندي لدعم النمو، خفض معدل الاحتياطي الإجباري، لكن هذه الإجراءات لم تكن كافية خصوصا مع تواصل تدهور أسعار النفط.

قرب انقطاع السيولة: اقتراب الإفلاس والوقف عن الدفع (ومن ذلك عدم القدرة على تسدي أجور العمال)¹، حيث قدرت السيولة المتاحة نهاية أكتوبر 2017 ب 482.4 مليار دينار، وهذا ما يوضحها الجدول التالي:

¹ - مقري عبد الرزاق: "التمويل غير التقليدي، حقيقته خلفياته وآلته" جريدة حركة مجتمع السلم، نوفمبر 2017، متوفر على <http://hmsalgeria.net>

الجدول (07): السيولة في البنوك الجزائرية للفترة 2014-2018

الوحدة: مليار دينار جزائري						
السنوات	2014	2015	2016	سبتمبر 2017	ديسمبر 2017	2018
السيولة	2731	1833	821	512	820	1461.1

المصدر: تقرير البنك المركزي 2018

تآكل احتياطي الصرف: يمثل احتياطي الصرف مخزون وادخار البلد من العملات الأجنبية وقد انخفض إلى مستوى أقل من 100 مليار دولار في نهاية 2017 ليصل إلى 82.12 مليار دولار نهاية نوفمبر 2018 وهذا يعد نتيجة تلقائية ومحاسبية لمستويات العجز الذي يعرفه ميزان المدفوعات خلال الأربع سنوات الأخيرة، بحيث تمثل احتياطات الصرف حصيلة عمليات كل بنود عمليات ميزان المدفوعات الذي يعتمد بدوره على الحساب الجاري.¹

استنفاد موارد صندوق ضبط الإيرادات: حيث استنفدت ودائع صندوق ضبط الإيرادات بالكامل في فبراير 2017 بعد أن غطت 8800 مليار دينار من عجز الخزينة في 2014 و 2015 و 2016.²

والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول (08): تطور المؤشرات المالية الواقعة والمتوقعة للفترة 2014 توقعات 2019، 2020، 2021:

الوحدة: مليار دولار

السندات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
احتياطات الصرف	178	144	114.1	97.3	94.53	79	47.8	33.8
رصيد ميزان المدفوعات	-21.41	26-	26.3-	-	-	-	-	14-
الاحتياطات المالية	-	-	-	570	1.815	580	-	-
عجز الخزينة	-	-	19.86	16.63	10.4	10.4	8.2	6.4
اقتطاعات صندوق ضبط الإيرادات الموجهة لتمويل عجز الخزينة	29.65	18.50	17.97	نفاذ	-	-	-	-

المصدر: غنام نعيمة، التيسير الكمي كآلية لإدارة واحتواء الأزمات".

¹ - وكالة الأنباء الجزائرية، 13/11/2018، متوفر على: <http://www.ops.dz/ar/economie/62503-2019>² - وزارة الاتصال: 05/10/2017 متوفر على: <http://www.ministerecommunication.gov.dz/ar/node/4120>.

سهولة طبع النقود: إذ تعتبر الجزائر البلد الأول على الصعيد الإفريقي والعربي الذي يملك مطبعة خاصة للنقود، حيث تطورت الجزائر في مجال طبع النقود والتي بلغت 2 مليون دينار بعد أن كانت لا تتعدى 2 مليار دينار في 1962، وعليه فليس من الغريب أن تكون الجزائر أول بلد إفريقي عربي يثني سياسة التسيير الكمي كحل استعجالي لاستعادة التوازنات المالية الاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الصدمة البترولية التي بدأت بوادرها منذ صيف 2014.¹

المطلب الثاني: إجراءات تطبيق آلية التسيير الكمي في الجزائر

لقد سبقت الإشارة إلى هدف التسيير الكمي هو تحفيز الطلب الداخلي الأعوان الاقتصاديين (الحكومة العائلا بملؤسسات)، أي لا علاقة له تمويل الميزانية إلا في الشق الخاص بالإنفاق العام في الجزائر تم استخدام آلية التسيير الكمي في إطار سياسة نقدية غير تقليدية عن طريق البنك المركزي في تمويل الميزانية في الشق الخاص بالإنفاق العام، بعد أن أثبتت السياسة النقدية التقليدية عجزها عن تعويض السياسة الجبائية سواء تعلق الأمر بخفض العملة أو شراء ادخار العائلات والشركات بفوائد عالية، وقد أطلق على هذه الآلية مصطلح "التمويل غير التقليدي" والذي يعرف اقتصاديا بتسمية "التمويل بالعجز".

دخلت صيغة التمويل غير التقليدي حيز التطبيق بعد تعديل قانون النقد والعرض بموجب القانون رقم 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017، الذي يحتوي على المادة 45 مكرر التي تعدل مضمون المادة 46 والمادة 47 من الأمر 11-03 الصادر في 26 أوت 2003، تنص المادة 45 مكرر² على أن يقوم بنك الجزائر بشكل استثنائي ولمدة 5 سنوات بشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في:

-تغطية احتياجات تمويل الخزينة.

-تمويل الدين العمومي الداخلي.

-تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

تنفذ هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية والتي ينبغي أن تقضي في نهاية الفترة المذكورة أعلاه كأقصى تقدير إلى:

-توازنات خزينة الدولة.

-توازن ميزان المدفوعات.

¹ - العشي أحمد وصديقي أحمد " تجربة التسيير الكمي في الجزائر "مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميله، العدد 6، 2018، ص 260.

² - القانون رقم 17-10 المؤرخ في 10/11/2017 المتعلق بقانون النقد والقرض الجريدة الرسمية الجزائرية، ال عدد 57.

حيث حررت هذه المادة عملية إصدار النقود من القيود القانونية الصارمة التي كانت تفرضها الدولة سابقا.¹ فسمحت للبنك المركزي أن يقوم بطبع النقود لتمويل الاقتصاد بدون شروط ودون مقابل . يتولى² مراقبة ومتابعة هذا التمويل لجنة متكونة من ممثلي وزارة المالية وممثلي البنك المركزي، أسندت لها مهام تطبيق هذه الآلية في الميدان ورصد آثار تطبيقها على خزانة الدولة ومراقبة أداء هذه الوسيلة على الكتلة النقدية وعلى التضخم وسيولة البنوك وكذا سعر الصرف من أجل استعمال أحسن لهذه الآلية الحديثة بعد أن يتم إبرام الاتفاقية بين الخزانة العمومية الممثلة في المدير العام للخزانة العمومية الممثلة في المدير العام للمحاسبة فتح الحساب بالتمويل غير التقليدي وذلك بإنشاء حساب خاص بهذا الاكتتاب يبين فيه كيفية القيد المحاسبي في التسجيل ثم في التسديد بتاريخ استحقاقه.

وعلى أساس هذا الطلب يصدر المدير العام للمحاسبة عن طريق مديرية التنظيم والتنفيذ المحاسبي تعليمية من أجل إنشاء أحكام عامة وأحكام محاسبية تهدف لإتمام العملية من الجانب التقني " الفني "، وبمجرد إعلام العون المحاسبي المركزي بالاتفاقية يرسل هذا الأخير بنك الجزائر لكي يوضح مبلغ الاكتتاب المذكور في الاتفاقية يتم التأكد من دخول المبلغ عن طريق الشبكة الإعلامية الرابطة بينهما وعليه يتم تسجيل القرض من تاريخ دفع المبلغ في الحساب تحت عنوان شراء سندات الخزانة.

المطلب الثالث: آثار تطبيق التيسير الكمي في الجزائر

يمكن تقسيم آثار تطبيق " التيسير الكمي " في الجزائر آثار إيجابية تصب في فائدة الاقتصاد وأخرى سلبية عمقت من مشاكله.

الفرع الأول: الآثار الإيجابية: تتمثل فيما يلي:

الأثر الفوري والأكثر وضوحا هو الانتقال السريع من عجز السيولة في النظام المصرفي ككل إلى فائض كبير في السيولة فقد بلغت الأخيرة حوالي 1500 مليار دينار في الأشهر الأولى من عام 2018، كما أن توفير السيولة أتاح تطبيق إطار السياسة النقدية الجديد في مارس 2017 بثبتت أسعار الفائدة قصيرة الأجل بين البنوك في السوق على سعر الفائدة الرئيسي 5% ويمكن اعتبار هذا إنجازا كبيرا.³

¹ - الخشي وليد، صديقي أحمد: " تجربة التيسير الكمي في الجزائر "، مرجع سبق ذكره 262.

² - نصيرة بملولي: " التمويل غير التقليدي كآلية لتغطية عجز الميزانية "2018، متوفر على-<http://dspace.univ->

[msila.dz:8080/xmlui/handle/123456789/6462.](http://msila.dz:8080/xmlui/handle/123456789/6462)

³ - <https://www-bank-of-algeria.dz/html/docs.htm> accessible sur : « conduite de la politique monétaire » La banque d'Algérie ,

تمويل عجز الميزانية العمومية وضمان استمرار مسار التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال استكمال تنفيذ البرامج المسطرة، أين "تم رفع التجميد عن 2000 مشروع ضمن القطاعات ذات الأولوية منذ سبتمبر 2017 وإلى غاية فيفري 2019.

تغطية مستحقات مجمي "سونطراك" و"سونلغاز" ودعم الصندوق الوطني للاستثمار FNI للمشاركة في بعض المشاريع وكذا تمويل مشاريع سكنات "عدل" المتوقفة.

ساهمت هذه الآلية في إقرار عدة إصلاحات هيكلية كان قطاع المالية بحاجة إليها أهمها تعزيز قدرات التقدير والتيسير للنفقات العمومية للدولة وعصرنة مجموع الأنظمة المستخدمة في تحضير وتنفيذ الميزانية، وإعتماد طريقة تسيير المالية العمومية عن طريق تفويض الاختصاصات على مستوى الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية المقدمة للخدمة العمومية، إضافة إلى إدراج ضمن مشروع قانون المالية لسنة 2019 إطار للنفقات على المدى المتوسط الشامل 2021-2019.¹

تمويل الخزينة لسداد ديونها الكبيرة المستحقة للشركة الوطنية للمحروقات "سونطراك" أو البنوك العمومية الملتزمة بتطهير وضعية مجمع "سونلغاز" بشكل تستعيد فيه البنوك من جديد السيولة النقدية التي تستخدمها بدورها في تمويل الاستثمار الاقتصادي.

أضاه إلى عدم فرض ضرائب جديدة على المواطنين لمواجهه الإنفاق العمومي ضمان استمرارية حركة الاستثمار العمومي وبالتالي استمرارية المنتج ومناصب العمل تحصيل الشركات المحلية ديونها المستحقة لدى الإدارة مما سيمكنها بالتالي من البقاء والاستمرار في التطور.²

تجنب الدولة من الوقوع في فخ الاستدانة الخارجية وما ينجر عنها من ضغوطات مالية (ارتفاع أسعار فائدة القروض التي يمنحها FMI) واقتصادية (التبعية) والسياسية (التدخل في الشؤون السيادية).

توفير التمويل اللازم لتغطيه الأجور وفواتير الدعم للمواد الاستهلاكية والتي لها تأثير بالغ في تخفيف الآثار التضخمية على المستوى المعيشي للأفراد.

ضمان استمرارية حركة الاستثمار العمومي وبالتالي استمرارية المنتج ومناصب العمل.

الفرع الثاني: الآثار السلبية: وتمثل هذه الآثار حتى الآن فيما يلي:

¹ - وكالة الأنباء الجزائرية، 28/02/2019، متوفر على:

<http://www.aps.dz/ar/economie/67724-2-000-2017>.

² - غنام نعيمة: "تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في تمويل عجز الميزانية (حالة الجزائر)، يوم دراسي حول السياسة النقدية كآلية لمواجهة الأزمات المالية والاقتصادية يوم 13 ديسمبر 2018، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، ص 10.

ارتفاع المديونية العمومية الداخلية : أو الدين الحكومي إذ يشكل هذا الأخير عندها تلجا الحكومة إلى الافتراض من خلال إصدار سندات حكومية (سندات الخزينة) لقاء الحصول على أموال وقد نتج عن التوسع في إقراض البنك المركزي للخزينة العمومية في إطار التمويل غير التقليدي زيادة في نسب الدين العام الداخلي حيث بلغت نسبته 35% من الناتج المحلي الخام وفيما يلي حصيلة قروض الدولة لدى البنك المركزي وتطور القروض الموجهة للتمويل العمومي.

الجدول (09): قروض الدولة لدى البنك المركزي للفترة 2016-2018

الوحدة: مليار دينار

السنوات	2016	2017	2018
القروض للدولة	2682	2200	2107

المصدر: غنام نعيمة "تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في تمويل عجز الميزانية، مرجع سبق ذكره، ص12.

انخفاض قيمة العملة الوطنية: تواصلت وتيرة انهيار أسعار الدينار الجزائري في المعاملات الرسمية والموازية التي تصل على أرقام غير مسبوقه مقابل العملات الأجنبية الرئيسية ويأتي هذا الانخفاض تزامنا مع ضخ بنك الجزائر لكميات كبيرة من العملة في إطار التمويل غير التقليدي إذ أعتبر الدينار الجزائري الأضعف في القارة الإفريقية والمنطقة المغاربية على السواء.

ارتفاع معدلات التضخم: رغم أن تصريحات الحكومة تؤكد أن انخفاض معدلات التضخم يعد استخدام أسلوب التمويل غير التقليدي، غير أن هذا العديد من الاقتصاديين يشكون في المعدلات المصرح بها من طرف الحكومة حيث يعتبرها العديد تصريحات سياسية، وفي تصريح لصندوق النقد الدولي، فقد فاقد معدل التضخم 10% ويمكن أن نلمس التضخم في ارتفاع أسعار السلع الخاصة الاستهلاكية منها وضعف القدرة الشرائية للأفراد إضافة إلى أن المتتبع يلاحظ إسقاطات ذلك في التوتر والحركات الاحتجاجية التي تشنها معظم القطاعات، على غرار التربية الوطنية والصحة وغيرها للمطالبة بإعادة النظر في الأجور حيث يتوقع تسجيل ارتفاعا أكبر الاسعار في المستقبل،¹ فارتفاع الكتلة النقدية دون مقابل في السلع والخدمات على مستوى الاقتصاد يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار ومنه انخفاض القدرة الشرائية للأفراد (تراجع قيمة الدخل الحقيقي).

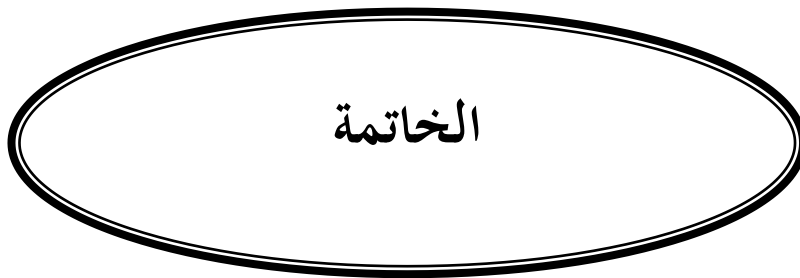
¹ - غنام نعيمة: "تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في تمويل عجز الميزانية (حالة الجزائر)، مرجع سبق ذكره، ص12.

خلاصة الفصل :

تعد أزمة الرهن العقاري من أكثر الأزمات تأثيراً على اقتصاديات العالم بعد أزمة الكساد الكبير، وكان تأثيرها على الاقتصاد الأمريكي يظهر على وضعية البلد في ذلك الوقت، من خلال تديني معدل النمو وارتفاع نسبة البطالة بسبب تسريح بعض العمال، كذلك التغيير الغير طبيعي في معدل التضخم.

كل هذه الظروف أدت بالبنك الفيد رالي الأمريكي إلى معالجة هذه الظاهرة عن طريق إتباع توجهات حديثة السياسة 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.

ولم يقتصر تطبيق هذه الآلية على الدول المتقدمة فقط، إذ تم اعتماده من قبل بعض الدول النامية كحل للخروج من تبعات أزمة انخيار أسعار النفط منذ منتصف 2014 والتي كان لها الأثر البارز على اقتصاديات هذه الدول الرجعية على رأسها الجزائر .



الخاتمة

الخاتمة :

السياسة النقدية وكأداة من أدوات السياسة الاقتصادية الكلية، تعمل على الوصول إلى عدة أهداف لتحقيق الاستقرار والحفاظ على بنية الاقتصاد للبلد، وقد اتخذت أدوات جديدة قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة تهدف إلى تنشيط الاقتصاد وكبت التضخم أطلق عليها التوجهات الحديثة للسياسة النقدية وتمثلت أساسا في أداة التسيير الكمي ومعدل سعر الفائدة.

وتعد ظاهرة الأزمات المالية أحد العوامل الرئيسية التي أدت إلى تزايد الاهتمام بالسياسة النقدية، فإلى جانب ما تؤديها السياسة النقدية من وظائف عديدة أصبحت تشرف مؤخرا على الحفاظ على الاستقرار المالي الذي يقتضي تبني تدابير معينة لمنع ظهور الأزمات المالية ومعالجتها في حالة ظهورها.

لجأت أغلبية البنوك المركزية للدول المتقدمة خلال أزمة الرهن العقاري 2008 لاتخاذ جملة من الإجراءات الهادفة لتجاوز الأزمة المالية وبعث النشاط الاقتصادي تمثلت في تطبيقها لأدوات السياسة النقدية غير تقليدية كونها هي الحل الوحيد والأنسب لمعالجة الأزمات المالية.

- اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: تعمل السياسة النقدية في التأثير على أهداف السياسة الاقتصادية من خلال أدوات، حيث تتأكد صحة الفرضيات وذلك من خلال دور أدواتها في تحقيق أهداف السياسات الاقتصادية، وساهمت التوجهات الحديثة للسياسة النقدية والتي لها الدور الفعال في معالجة الأزمات خاصة بعد ظهور أزمة الرهن العقاري سنة 2008، حيث يعمل كل من التسيير الكمي ومعدل الفائدة السالب على الوصول إلى الأهداف المرجوة لتحسين الوضعية الاقتصادية للبلد.

- الفرضية الثانية: تعتبر سياسة التسيير الكمي ومعدل الفائدة السالب من أهم الأدوات المستخدمة في معالجة أزمة الرهن العقاري تتأكد من صحة الفرضية من خلال كل من تطبيق البنك الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان لهذه الأدوات لأجل معالجة الاختلالات التي نتجت عن تداعيات أزمة الرهن العقاري.

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

-نتائج الدراسة:

انطلاقاً من الطرح العام المقدم حول دور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات المالية ، نقوم بعرض أهم النتائج التي توصلنا إليها في هذه الدراسة :

- ✓ بينت الدراسة النظرية وجود جانبيين من أدوات السياسة النقدية ، الجانب التقليدي الذي يشمل كل من الأدوات المباشرة و غير المباشرة ، و الجانب الحديث الذي يتمثل في سياسة التيسير الكمي و معدل الفائدة السالب .
- ✓ سمحت لنا الدراسات الإحصائية بالتأكد من أن ظاهرة الأزمات المالية عكس الاعتقاد السائد ليست ظاهرة حديثة حيث يعود ظهور أولى الأزمات المالية إلى القرن ال 17 .
- ✓ أمام عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على معالجة الأزمة المالية اضطرت البنوك المركزية إلى اللجوء إلى أدوات جديدة سميت بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية و قد تم تقسيمها إلى أداتين هما سياسة التيسير الكمي و سياسة سعر معدل الفائدة السالب .

التوصيات والمقترحات:

- انطلاقاً مما تم التعرض له في هذه الدراسة وبالأخص من خلال تحليلنا لرد فعل عدة بنوك مركزية وطنية وكذلك البنك المركزي الأوروبي على مجريات الأزمة المالية سنة 2008، حاولنا تقديم مجموعة من الاقتراحات جاءت كالتالي:
- نرى بأنه حتى تنجح السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، ينبغي أن تعتمد البنوك المركزية في آن واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياساتها النقدية والأدوات غير التقليدية لسياساتها النقدية المتمثلة أساساً في التيسير الكمي وسياسة سعر الفائدة السالب.
 - نرى بان على البنوك المركزية عدم الإفراط في استعمال الأدوات التقليدية، وان تسعى إلى تطوير بدائل أخرى تمكنها من معالجة الحالات التي يمر بها الاقتصاد كالتضخم والبطالة.

آفاق الدراسة:

يعتبر موضوع السياسة النقدية غير التقليدية بصفة عامة وموضوع التيسير الكمي بصفة خاصة من أحدث المواضيع في المجال النقدي والمالي ، ومع وجود نقص في الدراسات الأكاديمية من مستوى دكتوراه وما ستر ، ومن ضمن الدراسات التي قد تثير اهتمام الباحثين في المستقبل القريب نشير للدراسات التي يمكن أن تتخصص أكثر في السياسة النقدية غير التقليدية وتوجهات البنوك المركزية الحديثة في إدارتها ، التوسع أكثر في دراسة دور أدوات السياسة النقدية غير تقليدية في معالجة الأزمات كأداة التيسير الكمي وسعر الفائدة السالبة ، كما يمكن إثارة مواضيع أخرى للبحث والنقاش مثل الموضوعات التي تركز على تقييم آثار التيسير الكمي وعلاقته بالمتغيرات الاقتصادية كسعر الصرف ، التضخم

قائمة المراجع

-أولاً: الكتب.

1-باللغة العربية:

أكرم حداد - مشهور هذلول- النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر عمان 2005 .

- احمد فهيم ، الأزمات المصرفية والمالية ، دار النشر غ موجودة ، بلد النشر غير موجود ،2004

- بن علي بلعزوز: محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2004 .

- زكريا الدوري- يسرى السامرائي: البنوك المركزية و السياسات النقدية.دار الهازوري العلمية للنشر و التوزيع الأردن 2013.

- محمد سعيد السمهوري إقتصاديات النقود والبنوك طبعة 1 دار الشروق الأردن 2012 ،بتصرف .

- علي صاري،السياسة النقدية غير التقليدية للأدوات والأهداف .

- عبد العزيز سويش عبد الحميد سيزي عبد الباري أحمد التسهيل الكمي ودوره في العراق 2014 .

- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان 2010 .

- نسايمون غراي، نك تاليوت، العمليات النقدية كتيبات عن البنوك المركزية، العمليات النقدية، مركز دراسات المصارف المركزية، بنك إنجلترا لندن 2006 .

- وشاح عبد الرزاق ، الأزمة المالية العالمية ، المعهد العربي للتخطيط ، سنة النشر غير موجودة ، بالتصرف.

- جمال بن دعاس، السياسة النقدية والمالية في اطار نظام المشاركة، دار الوفاء مصر .

2-باللغة الفرنسية.

-Michael joyce etal quantitative easing and unconventional monetary policy an introduction the economic jornal 201 .

-ثانيا:المجلات

1-باللغة العربية.

- علي صاري، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية مجلة الإقتصاد والمالية، المجلد 2،

العدد 1، جامعة الشلف الجزائر 2016

- علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الإقتصادية العدد 4 جامعة الجزائر3، الجزائر 2013 .
- نوفل سمايلي فضيلة بوطبورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السياسية الأوروبية، مجلة كلي بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة العدد 44 العراف 2015 .
- كريستيان ملدر ، عين العاصفة، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد39، العدد4 ديسمبر 2002،
- ناجي التوني، الأزمات المالية -سلسلة دورية تفي بقضايا التنمية في الاقطار العربية -العدد 29 ماي 2004-السنة الثالثة ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت ،(تصرف) .
- ماردي فانيل ، هل يمكن التنبؤ بأزمات النظام المصرفي ، مجلة التمويل والتنسيق ،ديسمبر 1998 .
- محمد هاني وميلود وكيل، " سياسة التسيير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية، دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التسيير الكمي في الجزائر، " مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، العدد4، المجلد 3، 2018،
- العشي أحمد وصديقي أحمد " تجربة التسيير الكمي في الجزائر "مجلة إقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميله، العدد 6، 2018.
- القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11/10/2017 المتعلق بقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد57
- ثالثا: الأطروحات والمذكرات الأكاديمية**
- 1-باللغة العربية.**
- وليد العشي تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008 أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية جامعة أحمد دراية أدرار الجزائر 2018 .
- ريان سعدي، أثر التمويل غير التقليدي على الإقتصاد الجزائري دراسة إستشراقية مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي تخصص إقتصاد نقدي وبنكي 2018-2019 جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي
- لبعل فطيمة ، انعكاسات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية ، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ، في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاد دولي 2015/2017، جامعة محمد خيضر ، بسكرة .
- بهية بوكرواح، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007-2010) مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، 2010/2011، جامعة الجزائر .

- قديري نور الدين ، أثر الأزمات المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد على الاقتصاديات العربية ، دراسة حالة أزمة الرهن العقاري ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة أحمد بوقره ، بومرداس ، 2018 .
- ثابت غلال ، الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ، مظاهر التجديد ، رسالة ماجستير غير منشورة ، المدرسة العليا للتجارة ، 2003-2004 ، الجزائر .
- عقون نادية ، العولمة الاقتصادية ، الأزمات المالية - دراسات لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة الحاج لخضر باتنة ، غير منشورة ، 2012/2013 .
- بلوافي محمد ، أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الإقتصادي ، دراسة حالة الجزائر 1970-2011 أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية جامعة تلمسان الجزائر 2013 .
- عميروش الشريف ، السياسة النقدية ومعالجة إختلال ميزان المدفوعات ، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم السير جامعة البليدة ، الجزائر 2005 .
- ثامر والي ، عبد الغاني فاتح ، دور التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية ، دراسة حالة أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستير أكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص إقتصاد نقدي وبنكي 2018.2019 جامعة محمد بوضياف المسيلة .
- عزالدين نادية أثر التسيير الكمي على إستقرار النظام المالي - دراسة قياسية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص مالية ، بنوك وتأمينات 2019-2020 جامعة فرحات عباس سطيف .
- بناني فتيحة السياسة النقدية ، النمو الإقتصادي ، دراسة نظرية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص إقتصاديات المالية والبنوك 2008-2009 جامعة بومرداس الجزائر .
- رابعا: المؤتمرات والملتقيات العلمية.
- 1- باللغة العربية.**
- عيسى بن ناصر ، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية ، الملتقى الدولي ، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية ، جامعة سطيف ، 21/20 أكتوبر 2009 .
- حمادي محمد ، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية ، الملتقى الدولي للأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية ، جامعة سطيف 21/20 أكتوبر 2009 .
- فريد كورتيل ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية ، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ، لبنان 13-14 مارس 2009

- صلاح الدين محمد أمين الإمام إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمة المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العالمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول التحديات والآفاق المستقبلية
- غنام نعيمة: "تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في تمويل عجز الميزانية (حالة الجزائر)، يوم دراسي حول السياسة النقدية كآلية لمواجهة الأزمات المالية والاقتصادية يوم 13 ديسمبر 2018، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر.
- خامسا: مواقع الانترنت الرسمية.

1-باللغة العربية.

- مصطفى عبد الله ، الأزمات والدورات الاقتصادية، الموسوعة العربية ، المجلد الثاني ص 12 تاريخ الاطلاع 2021/3/7 ،البحوث / الأزمات - دورات اقتصادية www.arabency.com
- سناء عبد القادر مصطفى، الأزمات الاقتصادية بين نظرية وتطبيقات السياسات الاقتصادية، تاريخ الاطلاع: 2021/3/6 سناء عبد القادر - مصطفى - الأزمات الاقتصادية www.irqieconomists.net/ar/
- إبراهيم السقا، هل بدأت رحلة المقابلة لسياسات التسيير الكمي متاحة على الموقع: <http://www.alarabiya.net/ar/asswaq28p420213>
- محمد الأمين طالب وليد:
- ¹ -Gilberkoenig.Op.Cit.P.11.12
- مقري عبد الرزاق: "التمويل غير التقليدي، حقيقته خلفياته وآلاته " جريدة حركة مجتمع السلم، نوفمبر 2017، متوفر على <http://hmsalgeria.net>
- وكالة الأنباء الجزائرية، 2018/11/13، متوفر على: <http://www.ops.dz/ar/economie/62503-2019>
- وزارة الاتصال : 2017/10/05 متوفر على: <http://www.ministerecommunication.gov.dz/ar/node/4>.
- نصيرة بملولي: " التمويل غير التقليدي كآلية لتغطية عجز الميزانية " 2018، متوفر على <http://dspace.univ-msila.dz:8080/xmlui/handle/123456789/6462>.
- وكالة الأنباء الجزائرية، 2019/02/28، متوفر على: <http://www.aps.dz/ar/economie/67724-2-000-2017>.

-باللغات الأجنبية

- La banque d'algerien , « conduite de la politique monétaire » accessible sur :<https://www-bank-of-algeria.dz/html/docs.htm>.