

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة حسينة بن بوعلي - الشف -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الملتقى الدولي حول:

فعالية السياسة النقدية في الدول النامية  
- تجارب الماضي وتحديات المستقبل -

يومي: 17 ، 18 نوفمبر 2015

عنوان المداخلة:

البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية

الأستاذ: صاري علي: أستاذ محاضر قسم ب- بجامعة سوق أهراس - كلية العلوم الاقتصادية-.

البريد الإلكتروني: [sariali83@yahoo.com](mailto:sariali83@yahoo.com)

الهاتف: 06 63 03 81 37

## الملخص

أثارت الأزمة المالية العالمية أسئلة جوهرية حول صلاحيات البنوك المركزية، فقد ركزت أغلب البنوك المركزية -على مدى العقود القليلة الماضية- على استقرار الأسعار بوصفه هدفها الوحيد؛ وكان هذا التركيز سبباً في سيادة فكرة "استهداف التضخم" باعتباره الإطار المفضل للسياسة النقدية، الأمر الذي أدى إلى استقلال عمل البنوك المركزية. وبعد انفجار الأزمة المالية اضطرت البنوك المركزية إلى الابتعاد على نحو متزايد عن استهداف التضخم، والتوجه إلى تنفيذ عدد لا يُحصى من السياسات والممارسات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار وتيسير التعافي الاقتصادي. هذه التدابير هي استمراراً للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى، فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى من الصفر، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية، فوسعت موازناتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي؛ وهي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية التي تستخدمها البنوك المركزية للتأثير في النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، السياسة النقدية غير التقليدية، التيسير الكمي، قيمة العملات، الفائدة الصفر.

## Abstract:

The global financial crisis has raised fundamental questions about the powers of central banks, the most central banks have focused -ally over a few decades- on price stability as its goal only; this was the focus reason for the rule of the idea of "inflation targeting" as the preferred framework for monetary policy, which has led to the independence of the work of central banks. After the explosion of the financial crisis, central banks have been forced to move away increasingly targeting inflation, and head to the implementation of a myriad of monetary policy and non-traditional practices in order to mitigate the consequences of the collapse and facilitate economic recovery. These measures are a continuation of the usual policy but by other means, once that it is no longer possible to reduce nominal interest rates to the lowest levels of zero, central banks are using other tools to determine the monetary policy stance, so he turned to the use of tools is a traditional, expanded criteria for public budgets and pumped liquidity the impact on revenue and revenue structure and thus stimulate aggregate demand; a set of methods and procedures unusual in the traditional monetary policy used by central banks to influence economic activity to achieve specific economic targets, during a certain period of time.

**Keywords:** monetary policy, monetary policy of non-traditional, quantitative easing, the value of currencies, interest rates to zero.

## المقدمة:

بعد انفجار الأزمة المالية اضطرت البنوك المركزية إلى الابتعاد على نحو متزايد عن استهداف التضخم، وتنفيذ عدد لا يحصى من السياسات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار وتيسير التعافي الاقتصادي، ومع سعي الاقتصادات المتقدمة الحثيث من أجل تجنب الانهيار المالي، والإفلات من الركود، وخفض مستويات البطالة، واستعادة النمو، تطلب من البنوك المركزية معالجة العديد من اختلالات التوازن والمتزامنة أحياناً، كل هذه المهام أدت إلى البحث عن إعادة تعريف جذرية لأهداف البنوك المركزية وإلقاء علامات من الشك على مدى أهمية الحفاظ على استقلالها؛ حيث كان أداء البنوك المركزية خلال الأزمة سبباً في التساؤل حول ما إذا كان استهداف التضخم إطاراً فعالاً في ظل الصدمات المتكررة وما إذا كان من الممكن استمرار هذا الهدف على مدى الدورات الاقتصادية المتعاقبة؛ وعلى أية حال فإن السياسة التي تفرد هدفها وحيداً خلال الأزمة فإنها بالتأكيد لن تستطيع التغلب على تحديات تأتي غير متوقعة.

فقد تبنت أغلب بنوك المركزية للاقتصادات المتقدمة بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية في إطار سياساتها النقدية استهداف متغيرات اقتصادية كمية غير معتادة في السياسات النقدية من قبل؛ وأعطيت لها تعبيرات اقتصادية المختلفة -مثل سياسة سعر الفائدة صفر (ZIRP)، والتيسير الكمي (QE)، والتيسير الائتماني (CE)، والتوجيه المسبق (FG)، وسعر الفائدة السلبي على الودائع (NDR)، والتدخل غير المحدود في الصرف الأجنبي (U-FX Int)؛ هذه المستهدفات هي التصرفات أو الأدوات الخاصة بالسياسات النقدية غير التقليدية المعتمدة من طرف البنوك المركزية المتقدمة بعدة الأزمة المالية. في انتظار ردود أفعال البنوك المركزية في الدول النامية والمتخلفة ومدى قدرتها على تحمل الصدمات الناتجة عن مثل هذه التصرفات.

**الاشكالية:** تتمحور اشكالية هذا البحث حول مدى إمكانية البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على مواكبة الممارسات غير التقليدية للبنوك المركزية في الدول المتقدمة؟.

## أولاً: البنك المركزي وإعداد السياسة النقدية .

من المفيد التفريق بين النظرية النقدية والسياسة النقدية، فالنظرية النقدية تهتم بتفسير أثر كمية النقود وتغيرها على متغيرات النشاط الاقتصادي مثل حجم العمالة، الإنتاج الكلي، المستوى العام للأسعار، أما السياسة النقدية فهي كما يلي:

**1- مفهوم السياسة النقدية:** يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المكلفة بتسيير شؤون النقد والائتمان، وتكون إما بإحداث تغييرات في كمية النقود أو في كمية وسائل الدفع بما يتلاءم والظروف الاقتصادية المحيطة<sup>1</sup>.

وتعرف السياسة النقدية بأنها: "مجموعة من القواعد والوسائل والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة"<sup>2</sup>، ومن هذا التعريف، نجد أن السياسة النقدية تنطوي على استخدام عرض النقود لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، كما يمكن أن تستهدف السلطة النقدية تحقيق نوع معتدل من التضخم؛ أي وجود ارتفاع طفيف في الأسعار (Re-flation)، أو نوع معتدل من الانكماش؛ وهو نوع من الانكماش ظهر سنة 1930 وكان مصحوباً بالكساد، ويُعرف بـ (Disinflation)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - عقيل جاسم، النقود والبنوك، منهج نقدي ومصرفي، مكتبة الحامد للنشر، عمان 1999، ص 207.

<sup>2</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على المستوى القومي، تحليل كلي، مجموعة النيل العربية، القاهرة 2003، ص 90.

<sup>3</sup> - رشاد العصار، رياض الحلي، النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2000، ص 151.

من هذا نستنتج أن أي تعريف للسياسة النقدية يجب أن يلخص أهم العناصر المكونة لها، والتي تتمثل في مجموعة الإجراءات المتبعة، والأدوات المستخدمة حسب هدف السياسة الاقتصادية، ووجود سلطة مشرفة على هذه السياسة، ووضوح الهدف الذي ترغب في الوصول إليه.

**2- مكانة السياسة النقدية ضمن السياسة الاقتصادية:** إذا كانت أهم أهداف السياسة النقدية هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل النمو المتوازن، فهذا يعني أن هناك ارتباط وثيق بين النشاط الاقتصادي والنقدي، ويظهر ذلك من خلال ارتباط المشاكل الاقتصادية ( البطالة، التضخم، تدهور العملة ) بالحلول النقدية.

كما يجب التأكيد على أهمية تناسق السياسة النقدية مع السياسة الاقتصادية من أجل تحقيق الاستقرار الداخلي، فالسياسة النقدية تستخدم إحدى أدواتها لامتصاص فائض القوة الشرائية في سوق السلع والخدمات وذلك عن طريق استقطاب الفائض في شكل أوعية ادخارية، والتأثير على سعر صرف العملة الوطنية بالقدر الذي يقلل من حدة العجز في ميزان المدفوعات، كما تستخدم أيضا لحماية العملة الوطنية من التدهور، كل ذلك من أجل التقليل من حدة الاختلال بين الجانب النقدي والجانب الحقيقي.

**3- أهداف السياسة النقدية:** إن الهدف الرئيس من السياسة النقدية لأغلب البنوك المركزية هو تحقيق استقرار الأسعار من خلال المحافظة على قيمة العملة الوطنية داخليا وخارجيا؛ ويعني ذلك على صعيد الاقتصاد المحلي إبقاء التضخم منخفضاً ومستقراً؛ أما على الصعيد الخارجي، فيعني استهداف استقرار سعر الصرف<sup>4</sup>.

ويعتمد الاقتصاديون على تقسيم أهداف السياسة النقدية عادة إلى مجموعتين من الأهداف، أهداف نهائية وأهداف وسيطة:

**1-3- الأهداف النهائية:** إن الهدف العام للسياسة النقدية مثل السياسة الاقتصادية وهو تحقيق نمو حقيقي دون تضخم مع توازن في ميزان المدفوعات الخارجية ومع توزيع أمثل لموارد المجتمع؛ ونجد هذه الأهداف في البلاد العربية نتيجة استقرار التشريعات والتي تدور حول العناصر التالية<sup>5</sup>:

— تحقيق الاستقرار النقدي لمحاربة التضخم؛

— ضمان قابلية صرف العملة والحفاظ على قيمتها الخارجية؛

— دعم السياسة الاقتصادية للدولة بم يحقق التوازن الداخلي والخارجي.

أما هذه الأهداف في الدول الصناعية فتقتصر على هدف واحد يتمثل في استقرار الأسعار أي استهداف التضخم.

**2-3- الأهداف الوسيطة:** تعبر هذه الأهداف عن تلك التغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية، ويشترط في الأهداف الوسيطة أن تستجيب لما يلي:

— وجود علاقة بينها وبين الأهداف النهائية؛

— إمكانية مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات (أدوات السياسة النقدية)؛

<sup>4</sup> - سايمون غراي، نك تالبوت، العمليات النقدية، كتيبات عن البنوك المركزية، العمليات النقدية ، مركز دراسات المصارف المركزية، بنك انكلترا، لندن 2006، ص 1.

<sup>5</sup> - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2006. ص 54.

## ثالثاً: الأزمة المالية وانتهاج السياسة النقدية غير التقليدية.

مثل اتخاذ البنوك المركزية الرئيسية في العالم لتدابير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية سمة مميزة للأزمة المالية العالمية الأخيرة 2007-2009، فقد تم القيام بجمعاً ائتمانياً معززا للنظام المصرفي، وتيسيرات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية. وهذا على سبيل المثال لا الحصر من التدابير المتخذة. ويرى البعض في هذه التدابير استمراراً للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى غير تقليدية، فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى أقل من الصفر، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية، فوسعت موازنتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي.

**1- تعريف السياسة النقدية غير التقليدية:** لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير

التقليدية، حيث لم يتم تعريفها حتى الآن سوى من جانبين؛ جانب المستهدفات وجانب الأدوات (الوسائل) المستخدمة في مثل هذه السياسات. وعليه فيمكن تعريف السياسة النقدية من هذين الجانبين وهما:

**1-1- من جانب المستهدفات بأنها:** مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها

السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة، ومن هذا التعريف، نجد أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد (نمو، تشغيل...).

**1-2- أما من جانب الأدوات المستخدمة فإنها<sup>6</sup>:** سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعماً ائتمانياً

معززا، وتسهيلات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي، وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية.

**كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها<sup>7</sup>:** 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.

**ومنه فمن التعريفات السابقة يمكن استنتاج أن:**

✓ بعدما كان هدف السياسة النقدية التقليدية هو استهداف معدل التضخم (استقرار الأسعار) أصبح هدف السياسة النقدية غير التقليدية التركيز على استهداف المتغيرات الكمية (معدل تشغيل أو مستوى إنتاج معين ومحدد).

✓ بعدما كانت أدوات السياسة النقدية التقليدية أدوات مباشرة وغير مباشرة أصبحت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أدوات غير تقليدية (تيسير كمي، حرب عملات، أسعار فائدة صفرية... الخ)؛

✓ التوسع الهائل في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية ومحاولات التأثير على أسعار الفائدة الأخرى من المعدلات الرسمية المعتادة على المدى القصير.

<sup>6</sup> -MICHAEL Joyce, David Miles, **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy**, The Economic Journal, November 2012, P 276.

<sup>7</sup> -Mark Gertler and Peter Karadi, **Model of Unconventional Monetary Policy**, NY University, April 2010, p2.

✓ استخدام التيسير الكمي والتيسيرات الائتمانية والفائدة الصفرية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافٍ وبدون تكاليف للأنشطة الاقتصادية.

✓ في فترة الضائقة المالية التي قد تتعطل فيها الوساطة المالية، يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الائتمان، والعمل كوسيط عن طريق اقتراض الأموال من المدخرين ثم إقراضها للمستثمرين.

**2- 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<sup>8</sup>:

**1-2- 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 تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية - وبخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة اعتماداً على حجم الخلل في النظام المالي.

**2-2- لا بد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تُعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري"، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات.**

**3-2- في حالة أوروبا، لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي، فضلاً عن الدول الأعضاء، على تعزيز الإدارة الاقتصادية،** من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدة، والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحاً إلى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة.

**4-2- ويقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنيوي في البيئة** النقدية والمالية للاقتصاد العالمي؛ فمن حقها أن تكون مدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي؛ والتعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي؛ والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف.

**3- تعدد أهداف البنوك المركزية بعد الأزمة:** برغم إمكانية تقديم الحجج لتبرير الانحرافات الأخيرة عن السياسة المتبعة، فإن الواقع هو أن أهداف البنوك المركزية في الدول المتقدمة في عالم ما بعد الأزمة لم تعد تقتصر على استقرار الأسعار ، أو استهداف التضخم، بل انتقل إلى أهداف اقتصادية كمية، وفي الولايات المتحدة مثلاً: تبنى بنك الاحتياطي الفدرالي في الأساس هدف التوظيف الكمي، في الوقت الذي تم فيه إخضاع أهداف الناتج المحلي الإجمالي الإسمي وغير ذلك من الأهداف المتغيرة للمناقشة في دول أخرى بما في ذلك البنك المركزي الأوروبي الأكثر تحفظاً.

والواقع أن هذا التحول نحو الأهداف السياسية المتعددة يقلل حتماً من استقلال البنك المركزي. غير أن بعض المحللين يرو أن هذا يرجع إلى حقيقة مفادها أن ملاحقة نمو الناتج المحلي الإجمالي، وخلق فرص العمل، وتحقيق الاستقرار المالي تتطلب بوضوح اتخاذ قرارات سياسية، وهي قرارات يجب ألا تتخذ من قبل مسؤولين غير منتخبين بالبنوك المركزية وحدهم. لأن مثل سياسة التيسير الكمي الحالية (زيادة المعروض من النقود من خلال شراء الأوراق المالية الحكومية) تؤدي إلى تأثيرات قوية، وسلبية عادة، على الدخل، من

<sup>8</sup> -JEAN-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'être**, International Journal of Central Banking, January 2013, pp 237-238.

خلال دفع أسعار الفائدة نحو الصفر ، وهي نتائج لا يمكن ولا يجب تحميلها الى طرف معين، خاصة وأن معارضة استقلالية البنوك المركزية يؤكد أن عملية صنع القرار في البنوك المركزية، في ظل العواقب المرتبطة بالتخصيص والتوزيع المالي والمرتبة على تدخلات السياسة النقدية الحالية، لا بد أن تكون خاضعة للسيطرة السياسية.

والسبب الحقيقي وراء نظام متعدد الأهداف للسياسة النقدية ، خلق نوع من الضعف في استقلالية البنوك المركزية على نحو متزايد، لتمكين السياسيين من تسيير الازمة والتحكم في سيرورة الاقتصاد على نحو يضمن لهم الدعم المنشود؛ وأن الحجتين الرئيسيتين الداعمتين لهم في ذلك هما<sup>9</sup>:

✓ تتلخص الحجة الأولى في أن غياب هذا الاستقلال يجعل الساسة قادرين على استغلال التأثيرات الإيجابية قصيرة الأجل المرتبة على السياسة النقدية في زمن الانتخابات، بصرف النظر عن عواقبها التضخمية الطويلة الأجل ، فصناع السياسات لا بد أن يتقبلوا حقيقة مفادها أن استقلال البنوك المركزية سوف يستمر في التدهور والضعف، وأنهم لا بد أن يستعدوا لمواجهة العواقب

✓ والحجة الثانية هي أن البنوك المركزية تتمتع بميزة نسبية واضحة في التعامل مع القضايا النقدية، وهي بالتالي موضع ثقة في سعيها إلى تحقيق أهدافها بشكل مستقل ، ولكن هذه الميزة لا تمتد إلى مجالات سياسية أخرى. وأن الأزمة قادت السلطات النقدية حول العالم للتساؤل عما إذا كان يجب عليها تحديد أهداف جديدة للسياسات النقدية واستخدام أدوات نقدية غير تقليدية وعن وجود سياسة نقدية وطنية ومستقلة وعن التحديات التي تواجه البنوك المركزية لتبقى مستقلة وبعيدة عن التجاذبات السياسية.

**4- الخلط بين السبب والنتيجة<sup>10</sup>:** الواقع أن أصل الخطأ يكمن في خلطهم بين السبب والنتيجة؛ فالسبب وراء تبنى البنوك المركزية بشكل متزايد لممارسات غير التقليدية هو أن التعافي في مرحلة ما بعد 2008 كان هزياً إلى حد غير عادي، وكانت مثل هذه الممارسات مطلوبة لمواجهة الضغوط الانكماشية الناجمة عن الحاجة إلى عملية تقليص الديون المؤلمة في أعقاب تراكمات ضخمة من الديون العامة والخاصة؛ ففي أغلب الاقتصادات المتقدمة على سبيل المثال، لا تزال هناك فجوة بالغة الضخامة في الناتج، مع انخفاض الناتج والطلب إلى مستويات أدنى كثيراً من المستويات الممكنة؛ وبالتالي فإن قوة التسعير لدى الشركات باتت محدودة ؛ وهناك أيضاً تباطؤ كبير في أسواق العمل؛ ذلك أن عدداً كبيراً للغاية من العاطلين عن العمل يطاردون عدداً ضئيلاً جداً من فرص العمل المتاحة، في حين تضغط التجارة والعملة -جنباً إلى جنب مع الإبداعات التكنولوجية الموفرة للعمالة- على وظائف العمال ودخولهم بشكل متزايد، وهو ما يفرض المزيد من الضغوط على الطلب. وعلاوة على ذلك، لا يزال الركود غالباً على أسواق العقارات حيث تحول الرواج إلى كساد (في الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وإسبانيا، وأيرلندا، وأيسلندا، ودي). وفي أسواق أخرى، تفرض الفقاعات -على سبيل المثال في الصين، وهونغ كونغ، وسنغافورة، وكندا، وسويسرا، وفرنسا، والسويد، والنرويج، وأستراليا، ونيوزيلندا- خطراً جديداً، حيث يؤدي انفجارها إلى تدهور أسعار المساكن.

كما أن أسواق السلع الأساسية أصبحت أيضاً مصدراً للضغوط الانكماشية ؛ فقد تسببت ثورة طاقة الغاز الصخري في إضعاف أسعار النفط والغاز، في حين تسبب التباطؤ في الصين في تقويض الطلب على مجموعة واسعة من السلع الأساسية، بما في ذلك خام الحديد، والنحاس، وغير ذلك من المعادن الصناعية، التي أصبح المعروض منها في زيادة بعد سنوات من تسبب أسعارها المرتفعة في تخفيض الاستثمار في قدرات صناعية جديدة.

<sup>9</sup> - ماريو بليكر ، البنوك المركزية وفكرة الاستقلال، متاح على: 18/8/2015http://www.aljazeera.net/news/ebusiness

<sup>10</sup> - نوريل روبيني، عجز السياسات النقدية غير التقليدية، متاح على: 18/8/2015http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/



وعليه فإن السياسات النقدية غير التقليدية، في غياب السياسات المالية المناسبة لمعالجة نقص الطلب الكلي، سوف تظل من السمات الأساسية التي تميز مشهد الاقتصاد الكلي في اعقاب الأزمة المالية، نتيجة اتساع فجوة التفاوت، بسبب إعادة توزيع الدخل من الشرائح الأكثر إنفاقاً إلى الشرائح الأكثر ادخاراً، سبباً في تفاقم العجز في الطلب. وكذلك كانت حال التعديل غير المتكافئ بين الاقتصادات الدائنة المفرطة في الادخار والتي لا تواجه ضغوطاً من السوق قد تحملها على زيادة الإنفاق، والأسواق المدينة المفرطة في الإنفاق والتي تواجه ضغوطاً من السوق وكانت مضطرة إلى زيادة الادخار.

**5- لماذا تقوم البنوك المركزية بتنفيذ إجراءات غير تقليدية؟** يمكن التمييز بين ثلاث فئات كبرى من الإجراءات غير التقليدية التي من المحتمل استعمالها في تركيبات مختلفة، وهي كالآتي<sup>11</sup>:

**أ- الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد (التيسير الكمي):** 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 مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية، فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعداً لضخ الأموال 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 الأموال من خلال عجز الميزانية.

**ب- التأثير على انحدار منحني نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين:** حيث يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جداً وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلاً، مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة .

**ج- إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جدياً على منح المخاطرة (التيسير الاقتراضي):** كما 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 (سندات خاصة) في خطوة ثانية.

وتمكن هذه العمليات في الآن نفسه من إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات ومن توفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر. ومع ذلك، يتعين على البنك المركزي تحمّل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تندرج ضمن مهامه العادية.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فاعلية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات بالأساس عبر السوق والتي يقع فيها تسديد القروض الممنوحة للأسر على نطاق واسع. وفي المقابل، حين توفر الوساطة المصرفية الجزء الأعظم من التمويل يتم بالأحرى استعمال إجراءات التيسير الكمي أو تلك التي تؤثر على منحني نسب الفائدة المتعامل بها.

وفي جانب آخر، مثل تواصل السياسات النقدية الملائمة لاسيما في البلدان المصنعة، المصدر الرئيسي لصمود الاقتصاد العالمي، وبالفعل فإن البنوك المركزية لم تواصل الإبقاء على نسب الفوائد الرئيسية في مستويات منخفضة تاريخياً فحسب، بل قامت

<sup>11</sup> البنك المركزي التونسي، التقرير السنوي 2012، ص ص 14، 15.



أيضا بتفعيل إجراءات تيسير كمي وخاصة عبر شراء أصول بشكل غير محدودة في بعض الحالات وذلك بهدف ضح مزيد من السيولة في الاقتصاد وجعل شروط التمويل أكثر يسرا وبالتالي تحفيز النشاط الاقتصادي.

-تعزيز النمو الاقتصادي وذلك بفضل إعادة تكوين مخزونات المؤسسات وارتفاع نفقاتها الاستثمارية فضلا عن انتعاشة تدريجية في السوق العقارية، وفي المقابل زيادة الاستهلاك الأسري نتيجة الزيادة المعتدلة في مداخيلها وبالتالي خفض مستوى البطالة.

-تحفيز الطلب الخارجي على صادراتها نتيجة اختلال موازين مدفوعاتها، وضعف منتجاتها على المنافسة في السوق الدولية بسبب ظهور اقتصاديات نامية منافسة لها (انخفاض سعر صرف عملاتها)، ما يجعل من هذه الدول تستخدم الأساليب غير التقليدية في التأثير على اتجاه حركة المبادلات التجارية.

#### رابعا: التحديات الجديدة التي تواجه البنوك المركزية في الدول النامية.

كان التشابه ملحوظاً إلى حد كبير بين بيان رئيس البنك المركزي الأوروبي ماريو دراغي بعد اجتماع لمجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي وبين أول شهادة أمام الكونغرس تدلي بها رئيسة مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي) الأميركي جانيت يلين. فقد أكد الاثنان أن قرارهما السياسية لن تأخذ بعين الاعتبار سوى الظروف المحلية<sup>12</sup>.

وبعبارة أخرى، فإن بلدان الأسواق الناشئة، رغم خضوعها لتأثيرات جانبية كبيرة وصدمات ناجمة عن السياسات النقدية التي تنتهجها الاقتصادات المتقدمة، أصبحت مسؤولة عن تدبير أمورها بنفسها؛ فقد أدت السياسات المعمول بها في الاقتصادات المتقدمة إلى الدفع بتدفقات ضخمة ومتقلبة من رأس المال إلى الأسواق الناشئة الكبرى، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعار الصرف لديها وإلحاق الضرر بقدرتها التنافسية -وهي الظاهرة التي أشارت إليها رئيسة البرازيل ديلما روسوف في وقت لاحق بوصفها "تسونامي رأس المال". فمجرد ما إن أعلن الاحتياطي الاتحادي اعتزامه البدء في خفض مشترياته من الأصول تدريجياً، أصبح الوصول إلى رأس المال أكثر صعوبة وأعلى تكلفة بالنسبة للاقتصادات الناشئة -وهو التحول الذي كان مؤملاً بشكل خاص في البلدان التي يضطرها عجز الحساب الجاري الضخم لديها إلى الاعتماد على التمويل الأجنبي.

ومن هنا وجب على البنوك المركزية في الدول النامية الاستعداد لمختلف الصدمات الناتجة عن مثل هذه السياسات والتي يمكن أن تنتقل إلى الاقتصادات الناشئة؛ وذلك من خلال توفير الأطر والامكانيات التي تمكنها من مواكبة هذه السياسات ومواجهة تحدياتها وهذا بما يلي:

**1- القدرة على التلاعب بقيمة العملات:** إن تطبيق مجموعة من الإجراءات ( توفير السيولة، وتخفيض أسعار الفائدة إلى أدنى مستوياته) لتحفيز الطلب وإنعاش الاقتصاد لم تكن كافية للخروج من حالة الركود، ما دفع بهذه الدول إلى اتخاذ سياسات أخرى مكاملة تعمل على تحفيز نشاطها الاقتصادي عن طريق التوسع في صادراتها بجعلها أكثر جاذبية سعرياً للآخرين باعتماد سياسة تخفيض أسعار الصرف، أي تخفيض قيمة عملاتها مقابل العملات المنافسة بشكل مباشر أو غير مباشر. لكن مثل هذه السياسة التي تطبقها دولة معينة تضر بمصالح الدول الأخرى التي بدورها تريد تنشيط اقتصاداتها والخروج من دائرة الركود والكساد بتشجيع الطلب الداخلي وكذلك الخارجي المتمثل بالصادرات، ومن هنا ظهر التسابق بينها في اعتماد سياسة التخفيض التنافسي لأسعار صرف عملاتها.

<sup>12</sup> - خوسيه أنطونيو، الاقتصادات الناشئة مسؤولة عن نفسها، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness> 25/8/2015

أ- إذا كانت الدول المتقدمة منسجمة مع نفسها باختيار أسعار فائدة منخفضة فالدول النامية ليست مجبرة على هذا الاختيار الذي يضر بمصالحها وعليها ربط عملاتها بسلة من العملات لتحديد أهميتها النسبية في ضوء أهمية شركائها التجاريين؛

ب- تخفيض قيمة عملة بلد ما يجعل صادراته أكثر تنافسية لأنها تصبح أقل كلفة بالنسبة للمستوردين الأجانب وبالتالي تحفز وتنشط اقتصاده بعيدا عن الركود؛

ج- تخفيض قيمة عملة بلد ما يجعل وارداته من الخارج أكثر كلفة وعليه يكون هناك تحول نحو شراء السلع المحلية الأمر الذي بدوره يخلق طلبا إضافيا يشجع الاستثمار ويحفز الاقتصاد، ويتعزز هذا التأثير إذا ما اتبعت الدولة سياسة توفير السيولة وتسهيل الائتمان وتخفيض سعر الفائدة كما اشرنا سابقا؛

د- تخفيض قيمة عملة بلد ما يساعد على تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية إلى الداخل مستفيدة من كلف الانتاج المنخفضة بحكم ضعف قيمة العملة المحلية؛

هـ- ورغم أن الدول النامية غير معنية بحرب العملات لأنها متلقية للصدمات فقط ( كما هي العادة ) إلا أنه من المفيد الإشارة هنا أنه لا يمكن تصور نجاح سياسة تخفيض أسعار الصرف في هذه الدول لتحقيق آثار ايجابية على موازينها التجارية وذلك لانخفاض مرونة كل من صادراتها و وارداتها بسبب تخلف واختلال هيكلها الإنتاجي؛

الجدول رقم (01): اسعار صرف بعض العملات مقابل الدولار

2014	2013	2012	2011	2010	2009	
1,572	1,564	1,585	1,604	1,546	1,564	الجنيه الاسترليني
0,0098	0,010	0,013	0,013	0,011	0,011	الين الياباني
1,329	1,328	1,286	1,391	1,327	1,393	اليورو

المصدر: United Nations, World Économic Situation and Prospects(Eurostat) data base, April 2014.

وبنك الجزائر، النشرة الاحصائية الثلاثية، جوان 2015؛

2- توفير التسهيلات الكمية والائتمانية: يعتبر التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم في أوقات الأزمات، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة الحالية، حيث يشهد العالم حاليا سباقا محموما نحو التسهيل النقدي في المراكز الرئيسة في العالم، حيث أعلن البنك المركزي الأوروبي بدء برنامج لشراء سندات الدول المدينة في أوروبا دون حد أقصى، بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي، هذا لا يعني أن البنك المركزي الأوروبي سيباشر بعملية تيسير كمي، وإنما هي عملية تهدف إلى شراء السندات بكميات غير محددة وذلك لرفع فرص إنقاذ الدول التي تعاني أزمة ديون سيادية. في الأسبوع ذاته أعلن الاحتياطي الفيدرالي إطلاق موجة جديدة من التيسير الكمي<sup>13</sup>.

فلقد أصبح من الواضح اليوم أن أي دولة في العالم لا تقدم على التسهيل النقدي سوف تجد عملتها تميل نحو الارتفاع بالنسبة للدولار والعملات الأخرى، وهو ما يؤثر على تنافسيتها، الأمر الذي سوف يضع ضغوطا على الدول بأن ترد على مثل هذه السياسات لحماية عملاتها، وهو ما يمكن أن يجبر دول العالم على الدخول في سلسلة غير منضبطة من تخفيض العملات

<sup>13</sup> - REUTERS Yuriko Nakao, GLOBAL CURRENCY WAR, october 2010,P3

والتخفيض المضاد، ويمكن أن تنتقل هذه الموجة العالمية من سياسات التيسير الكمي من دولة إلى أخرى على نفس سياق التسابق في تخفيض قيمة العملات الذي حدث في فترة ما بين الحربين العالميتين، ومما لا شك فيه أن التحرك الذي قام به الاحتياطي الفيدرالي وردود الفعل من الكثير من البنوك المركزية في العالم تمثل جميعها إشارات لاحتمالات قيام حرب عملات بين المراكز التجارية الرئيسة في العالم<sup>14</sup>.

**1- تعريف التيسير الكمي:** التيسير الكمي أو التسهيل الكمي وبالإنجليزية Quantitative Easing أو (QE): هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد. ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدية المعتادة بأكثر شراء أو بيع للأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند القيمة المستهدفة (معدلات فائدة صفرية)<sup>15</sup>.

**كما يعتبر التيسير الكمي** ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار فائضا من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل)، وقد تم استخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين، عندما تم استخدام التسهيل الكمي (QE1 بـ 1700 مليار دولار) للتخفيف من أثر الأزمة المالية من 2008-2009 من قبل الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة<sup>16</sup>.

فوفق سياسة التيسير الكمي ومن الناحية النظرية فإن النقود الجديدة يمكن توزيعها بين السكان، وهي تستخدم أساسا لشراء الأصول من المؤسسات المالية، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تندفق إلى قطاعات أخرى من الاقتصاد، بهدف زيادة تشجيع الطلب والاستثمار<sup>17</sup>.

وعليه فإن التيسير الكمي يعمل بطريقتين على قيمة العملة<sup>18</sup>: الأولى أنه يشجع المضاربين على تخفيض قيمة العملة. والثاني أن وجود أكبر مبلغ من المال في التداول يخفض أسعار الفائدة، هذين الطريقتين (تخفيض قيمة العملة، وتخفيض أسعار الفائدة) يمكن من خللهما للشركات المحلية اقتراض المال في البلاد وتقديمه (استثماره أو توظيفه) في بلد آخر حيث سعر الفائدة أعلى، وتحقيق ربح من خلال الفرق في أسعار الفائدة، كما أنه من الناحية الفنية، فهي تبيع العملة الوطنية في السوق الدولية، مما يقلل من قيمتها (حرب عملات بطريقة ذكية).

وعليه فإن التيسير الكمي (QE) هو عملية خلق النقود من فراغ، حيث سيقوم الاحتياطي الفيدرالي بزيادة الأساس النقدي (Monetary Base) في الولايات المتحدة، واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية، التي يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة، يعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي<sup>19</sup>.

**3- التخفيضات المتدنية -الصفيرية- لمعدلات الفائدة :** أجريت عدة دراسات لبيان أسباب تغير سعر صرف العملات الأجنبية ومن هذه الدراسات بيان أثر تغير نسبة الفائدة على أسعار صرف العملات الأجنبية، حيث أن المنطق يوحي بأن المستثمرين

<sup>14</sup> - Ronald McKinnon, and Zhao Liu, **Modern Currency Wars**, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series437, October 2013, P8 .

<sup>15</sup> - موسوعة ويكيبيديا، بتصرف، متاح على: <http://www.ar.wikipedia.org> 05/02/2014

<sup>16</sup> - URI DADUSH and Vera eldelman. **CURRENCY WARS**.carnegie endowment 2011.P13

<sup>17</sup> - DANIEL Gro (Director CEPS, Brussels, Belgium), **Currency Wars?**, Intereconomics6- 2010, P339.

<sup>18</sup> - RONALD McKinnon, and Zhao Liu, **op cit** , p4.

<sup>19</sup> - ANUCHA Magavi, **Quantitative Easing-A Blessing or a Curse?** CRISIL Young Thought Leader 2012, P3.

يتوجهون لبيع العملة ذات الفائدة القليلة وشراء العملة ذات الفائدة المرتفعة، مما يؤثر سلباً على سعر الأول وإيجاباً على الثانية وبالتالي يؤثر على أسعار صرف هذه العملات<sup>20</sup>.

وتشير التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية والإقليمية خلال الربع الثاني من العام الحالي (2014م) إلى حدوث بعض التغيرات على أسعار الفائدة لدى بعض المصارف وثباتاً دون تغير يذكر لدى مصارف أخرى، فقد أبقى الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25% دون تغير للعام الخامس على التوالي<sup>21</sup>؛ ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض (الصفري) منسجماً مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة، الهادفة إلى حفز الاقتصاد على النمو من خلال سياسات نقدية ومالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي، وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة خلال الربع الثاني من سنة 2013 بواقع ربع نقطة أساس ليصبح 0.5% مقارنة مع 0.75% في الربع الأول من نفس السنة.

في المقابل أبقت المصارف المركزية في كل من اليابان، والمملكة المتحدة، وسويسرا أسعار الفائدة كما هي دون أية تغيرات، علماً بأن تلك الأسعار متدنية أصلاً وقريبة من الصفر<sup>22</sup>.

الجدول رقم (02): أسعار الفائدة المطبقة في مجموعة من الدول المتقدمة.

2013	2012	2011	2010	2009	سعر الفائدة قصير الأجل
0.4	0.7	0.5	0.5	1.1	الولايات المتحدة
0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	اليابان
0.2	0.6	1.4	0.8	1.2	منطقة اليورو
0.3	0.8	0.9	0.7	1.2	المملكة المتحدة *
1.2	1.2	1.2	0.8	0.7	كندا *
					سعر الفائدة طويل الأجل (1)
2.3	1.8	2.8	3.2	3.3	الولايات المتحدة
0.7	0.8	1.1	1.1	1.3	اليابان
3.0	3.9	4.4	3.6	3.7	منطقة اليورو
2.4	1.9	3.1	3.6	3.6	المملكة المتحدة *
2.1	1.9	2.8	3.3	3.2	كندا *

المصدر: United Nations, World Economic Situation and Prospects (Eurostat) data base, April 2014.

ومن المعروف أن بعض المصارف المركزية في دول هذه المجموعة تقوم بإتباع سياسة استهداف التضخم، حيث يتم ضبط وتعديل أسعار الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف، يضاف إلى ذلك أن وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول، يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة وهو ما يعرف باسم (hot money) الذي ينتج عنه مشاكل مالية كثيرة في معظم الأحيان.

<sup>20</sup> - عبد العزيز فريد صايمة، نحو نموذج رياضي لقياس أثر نسبة الفائدة والتذبذب الضمني مجتمعين في استطلاع أسعار العملات العالمية الرئيسية، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية 2009، ص 4.

<sup>21</sup> - دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، نشرة الأسواق العالمية، سلطة النقد الفلسطينية، العدد السادس، الربع الثاني، تموز 2013، ص 4.

<sup>22</sup> - محمود عبد العزيز الأحمد، حرب العملات تطل برأسها مجدداً، القبس الاقتصادي، يناير 2013، العدد 14245.

وتتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض سوف يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح، وعليه ( فإن منحى الطلب على الائتمان يتخذ شكل منحى الطلب العادي حيث ينحدر من أعلى لأسفل وإلى جهة اليمين) <sup>23</sup>. وهو ما تنشده البنوك المركزية من خلال أسعار الفائدة الصفرية. كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة في الأسواق الدولية للعملة من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى <sup>24</sup>؛ ويمكن النظر إلى أثر سعر الفائدة على أسعار الصرف من خلال:

✓ سعر الفائدة على الإقراض: في ظل ثبات عرض النقود، فإن الطلب على النقود يعتمد على مستوى الدخل الحقيقي وسعر الفائدة، إذ يمارس سعر الفائدة تأثيراً كبيراً على سعر الصرف، فارتفاع سعر الفائدة على القروض مقارنة بأسعار الفائدة الأجنبية يؤدي إلى زيادة الاقتراض من البنوك الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع قيمتها، مما يؤثر سلباً على الصادرات ووضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات مما يؤدي إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي إلى انخفاض الاستثمار <sup>25</sup>. ولهذا يتم اتباع سياسة معدل الفائدة الصفرية في حالة الكساد (الأزمات) من أجل تجنب مثل هذه الحالات.

✓ العلاقة بين عرض النقد وسعر صرف العملة المحلية: إن سعر الصرف يعتمد على نسبة (Ratio) فزيادة العرض النقدي (التيسير الكمي) يؤدي إلى تغيير مستوى الأسعار المحلية، وانخفاض سعر صرف العملة المحلية ويؤدي إلى زيادة الصادرات وبالتالي زيادة نمو الناتج المحلي وبالتالي إلى زيادة الاستثمار <sup>26</sup>.

✓ العلاقة بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف: ففي اقتصاد مفتوح، وفي ظل ثبات سعر الصرف فإن عرض النقود هو متغير تابع يتأثر بالتغيرات التي تحصل في ميزان المدفوعات (إذ أن وجود فائض في ميزان المدفوعات يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى زيادة قيمتها الخارجية)، أما في حالة ( وجود عجز في ميزان المدفوعات فإنه يؤدي إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية) وبالتالي يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية <sup>27</sup>.

✓ أما خلال تأثيره (سعر الفائدة الصفرية) على الحساب الجاري وذلك بسبب التغير في الدخل الحقيقي ومستوى الأسعار أو كلاهما، فإن تخفيض سعر الفائدة المحلي يشجع على الاقتراض لإقامة مشاريع استثمارية جديدة، وإن التوسع في الإنفاق تنتج عنه زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وفي الدخل، بافتراض وجود موارد متاحة للتوسع في الانتاج داخل الاقتصاد <sup>28</sup>.  
جدير بالذكر أن البنوك المركزية في أمريكا وأوروبا لم تشرع في استخدام الأدوات غير التقليدية إلا بعد وصول أسعار الفائدة لمستويات متدنية وفقدانها القدرة على تنشيط الاقتصاد وكان على البنوك المركزية إيجاد أدوات بديلة.

<sup>23</sup> - محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المصارف، الاسكندرية 1997، ص 100.

<sup>24</sup> - William J. Baumol and Alan S. Blinder, **Economics-principales and Policy**, seventh édition, Harcourt Brace collage Publisher, 1998, P:822.

<sup>25</sup> - الصادق علي توفيق وآخرون، السياسات النقدية في الدول العربية، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة 1996، ص 61.

<sup>26</sup> باري سيجل، ترجمة طه عبد الله منصور وعبد الفتاح عبد الرحمن، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، الرياض 1988، ص 680.

<sup>27</sup> سمير فخري نعمة، أهمية أسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الأزمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بغداد، 2002، ص 9.

<sup>28</sup> Thomas A. pugel and peter H. Lindert, **International Economics**, Mc Graw-Hill companies, 2000, P 494.

## الخاتمة:

على الرغم من وجود أدوات عديدة لدى البنك المركزي، إلا أن التحكم في سعر الفائدة بات هو الأكثر استخداماً لتأثير في النشاط الاقتصادي، لكن هذه الأداة التقليدية باتت أقل تأثيراً في خضم الأزمة المالية العالمية بعد أن انخفضت أسعار الفائدة عالمياً لمستويات متدنية وبالتالي فقدت هذه الأداة قدرتها على تنشيط الاقتصاد وكان على البنوك المركزية إيجاد أدوات جديدة والتي جاء على رأسها سياسة التيسير الكمي (Quantitative Easing)، والتسهيلات الائتمانية الخاصة (Special Credit Facilities) والتيسير الائتماني (Credit Easing).

فقد نجحت الإدارة الأمريكية من خلال الاستخدام الكثيف للسياسة المالية والنقدية في إخراج الاقتصاد الأمريكي من حالة الكساد، لتبدأ بعد ذلك مهمة استعادة النشاط الاقتصادي لمستوياته قبل الأزمة، خاصة في سوق العمل الأمريكي، التي ثبت بعد ذلك أنها مهمة شاقة جداً اقتضت اللعب بأدوات السياسة النقدية حتى حدودها القصوى، فطوال السنوات الماضية استنفد الاحتياطي الفيدرالي كل السبل تقريباً لمحاولة رفع مستويات النشاط الاقتصادي إلى مستويات ما قبل الأزمة، غير أنه من الواضح أن هذه المهمة حتى الآن يبدو أنها صعبة للغاية على الأقل في الأجل المتوسط، ومع ذلك ما زال الاحتياطي الفيدرالي عند رؤيته الأولية بأنه بدون التطبيق المكثف لسياسات النقود السهلة، فإن النمو الاقتصادي الأمريكي لن يكون قوياً في المستقبل.

لكن بالمقابل لا أحد يستطيع أن ينكر التحديات التي تواجهها السياسة النقدية في الاقتصادات الناشئة التي تتميز بأن لديها الكثير من المشاكل الخاصة بها التي يتعين عليها أن تعالجها في الوقت الحالي ما زالت كبيرة ومعقدة، فالمستهدفات الأساسية للسياسة النقدية لهذه الاقتصادات، التي تتمثل في استقرار الأسعار، وفي ذات الوقت السيطرة على التضخم ضمن نطاق مستهدفات محددة، لا تتحقق حالياً في معظمها، فالأوضاع الاقتصادية في هذه الدول لا يسير على نحو مرض بالنسبة لصانعي السياسة النقدية التي تتطلب نوعاً من الاستقلالية في اتخاذ القرارات وتحديد الأهداف؛ إضافة إلى أن هذه البلدان كانت ضحية للسياسات النقدية غير التقليدية التي انتهجتها الاقتصادات المتقدمة، والتي أدت إلى زيادة تقلب تدفقات رأس المال على مدى العقود الثلاثة الماضية. وامتد التأثيرات الجانبية المترتبة عن هذه السياسات النقدية المتبعة في الاقتصادات المتقدمة إلى ما هو أبعد من الصدمات المالية. فالاقتصادات الناشئة تعاني أيضاً من التأثيرات المترتبة على اختلال التوازن الخارجي لدى البلدان المتقدمة، وخاصة فوائض الحساب الجاري المتضخمة.

## النتائج المستخلصة:

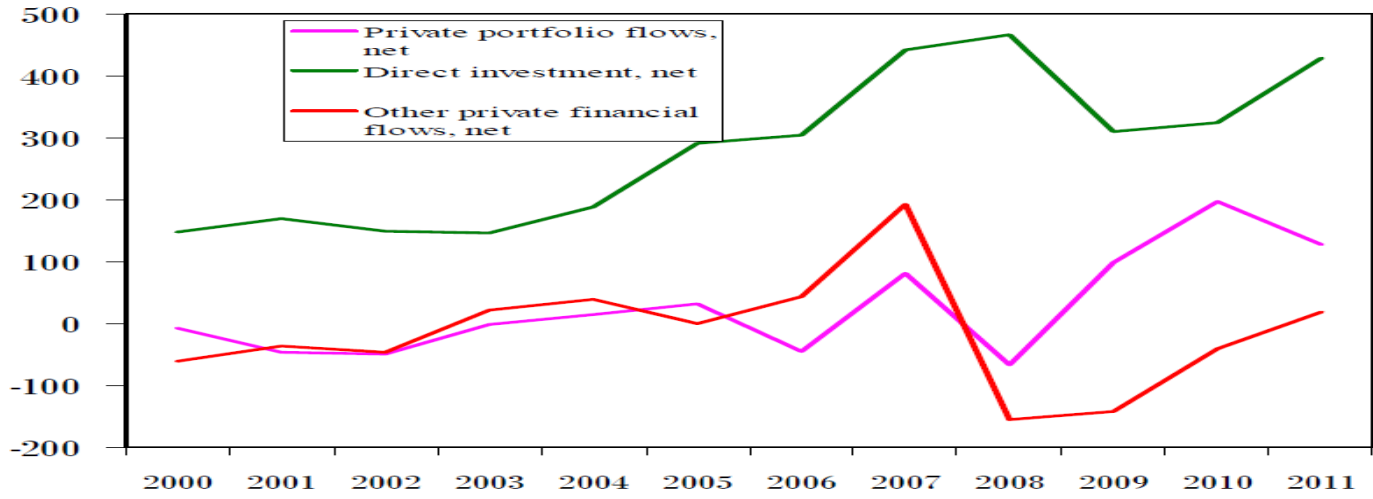
- 1- إن السياسات النقدية فيما بعد الأزمات الاقتصادية تجاوزت الدور التقليدي بالسعي نحو الاستقرار النقدي من خلال أسعار الفائدة ومواجهة التضخم إلى تحقيق هدف أشمل وهو الاستقرار المالي والمصرفي بشكل عام وذلك من خلال السياسات الجديدة التي بدأت البنوك المركزية باتباعها خلال الأزمة؛
- 2- إن استخدام أدوات غير تقليدية أمر مفيد فقط في الظروف الاستثنائية، ولا يوجد مبرراً لاستخدام أدوات غير تقليدية خلال الأوقات العادية، وأن البنوك المركزية ينبغي أن تهدف إلى إعادة السوق لحالته الطبيعية، للقضاء على الحاجة إلى استخدام أدوات غير تقليدية؛



- 3- دفع تفاقم الانكماش بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة منذ بداية الأزمة، إلى إجراءات تحفيز نقدي تسمى - بالسياسات غير التقليدية - من شأنها أن تقوم محل السياسة التقليدية، وتعتمد البنوك المركزية إلى مثل هذه الإجراءات في حالة لم تعد قنوات انتقال السياسة النقدية التقليدية فعالة لدعم النشاط الحقيقي؛
- 4- تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، عندما يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى (أقل من الصفر)، لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية، فوسعت موازناتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي؛ وهي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي (لتحقيق أهداف اقتصادية محددة)، خلال فترة زمنية معينة".
- 5- إن مهمة البنوك المركزية صعبة بما فيه الكفاية، وبالتالي فإن إضافة أهداف رقمية وعتبات ومعايير جديدة سيجعل مهمتها أصعب حتى من ذي قبل، خاصة في الاقتصاديات الناشئة التي تفتقر إلى الأدوات والامكانيات لممارسة مثل هذه السياسات؛
- 6- الاقتصادات الناشئة لديها مشاكل كثيرة يتعين عليها معالجتها، ولا أحد ينكر أن هذه البلدان كانت ضحية سياسات نقدية للاقتصادات المتقدمة، أدت لزيادة تقلب تدفقات رأس المال على مدى العقود الثلاثة الماضية" ولأن الدولار الأمريكي واليورو هما العملتان الرئيسيتان للاحتياطيات الدولية، فإن الآثار الجانبية لابد أن توضع في الحسبان.
- 6- إن عجز السياسات النقدية غير التقليدية عن منع الانكماش الصريح يعكس جزئياً حقيقة مفادها أن مثل هذه السياسات تسعى إلى إضعاف العملة، وبالتالي تحسين صافي الصادرات وزيادة التضخم، لكن هذا بمثابة لعبة محصلتها صفر لا تفضي إلا إلى تصدير الانكماش والركود إلى اقتصادات أخرى هي في أصعب حال؛
- 7- كانت سياسة التيسير الكمي، وتنوعاتها في أماكن أخرى سبباً في توسع الميزانيات العمومية للبنوك المركزية الكبرى بشكل كبير (من خمسة إلى ستة تريليونات دولار أمريكي قبل الأزمة إلى ما يقرب من عشرين تريليون دولار الآن)، الأمر الذي أدى إلى إدمان الأسواق المالية على المال السهل، وقد أدى هذا بدوره إلى سعي عالمي في البحث عن العائد، فضلاً عن تضخم أسعار الأصول بشكل مصطنع، وسوء توزيع وتخصيص رأس المال.
- 8- على الاقتصاديات الناشئة والنامية الاستعداد والتحوط لمختلف سيناريوهات الصدمات التي يمكن أن تنتج عن السياسات النقدية غير التقليدية في البلدان المتقدمة، بتسخير مختلف الوسائل والامكانيات الممكنة بما في ذلك حيز استقلالية اتخاذ القرارات النقدية وتنفيذها بعيداً عن الميولات السياسية والتوجهات الأيديولوجية.

#### الملحق (1): حجم التدفقات المالية إلى الاقتصاديات النامية





المصدر: الأمم المتحدة، حالة وافاق اقتصاد العالم خلال عامي 2012-2013، ص 11.

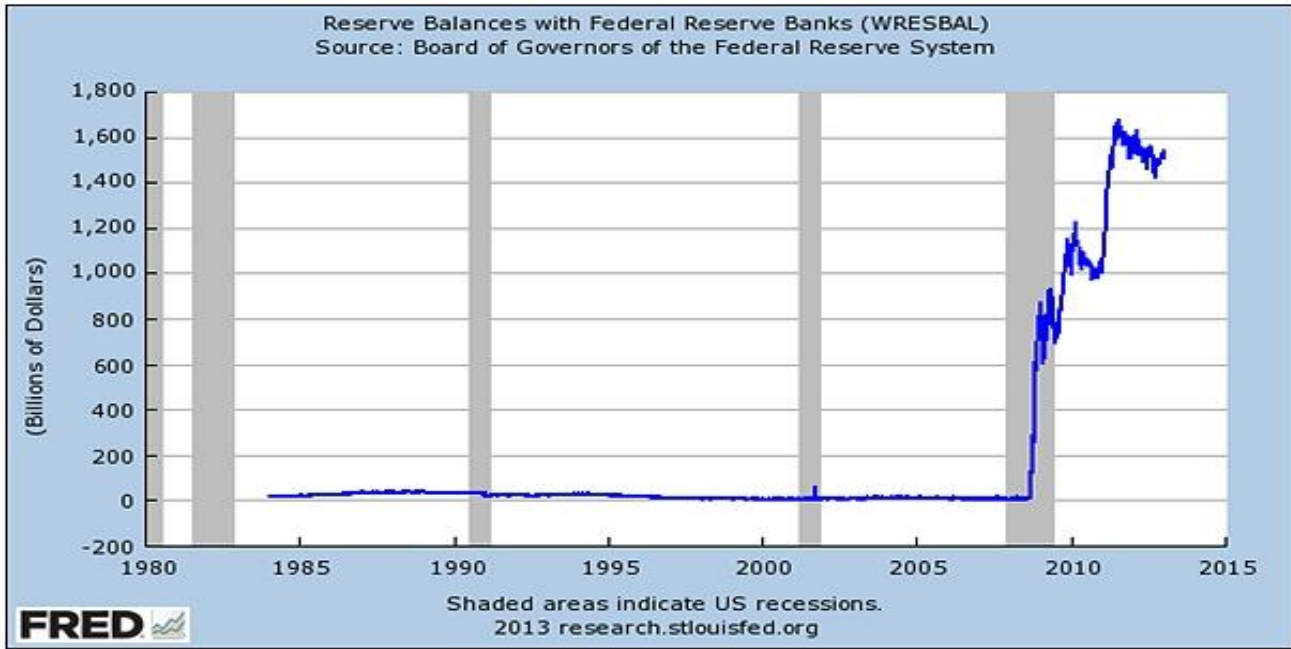
الملحق رقم (2): استمرار السياسة النقدية التيسيرية بعدد من الاقتصادات المتقدمة

حجم موازنات البنوك المركزية في بعض الدول المتقدمة كنسبة من الناتج في الفترة 2008-2013



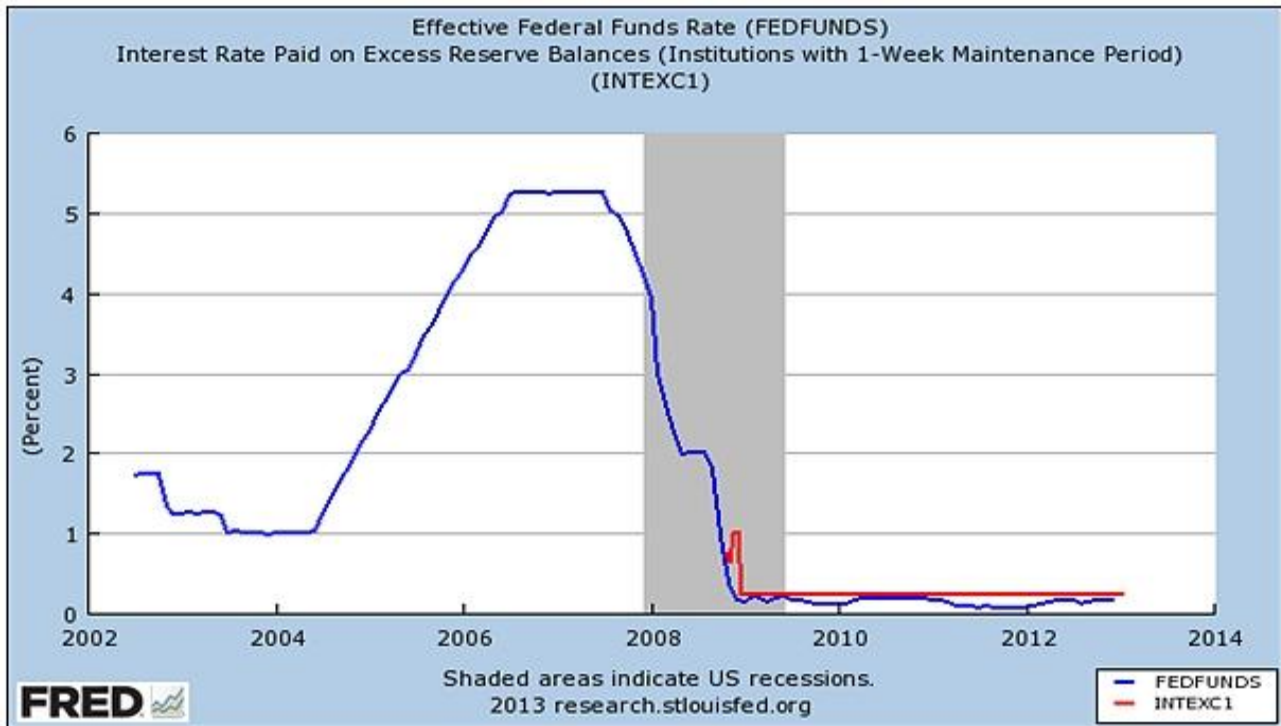
المصدر: صندوق النقد العربي، تقرير أفاق الاقتصاد العربي، افريل 2015، ص 8.

الملحق رقم (3): حجم التسهيلات الكمية الموفرة من طرف الاحتياطي الفدرالي



**Source :** Amy Hennessy, **Nontraditional Monetary Policy: Paying Interest on Reserves**,  
<https://www.frbatlanta.org/education/publications/extra-credit/2013/spring/primer-on-nontraditional-monetary-policy-tools-paying-interest-on-reserves.aspx>.

الملحق رقم (4): معدلات الفائدة المطبقة من طرف الاحتياطي الفدرالي



**Source :** Amy Hennessy, **Nontraditional Monetary Policy: Paying Interest on Reserves**,  
<https://www.frbatlanta.org/education/publications/extra-credit/2013/spring/primer-on-nontraditional-monetary-policy-tools-paying-interest-on-reserves.aspx>.

قائمة المراجع:

1. عقيل جاسم، النقود والبنوك، منهج نقدي ومصرفي، مكتبة الحامد للنشر، عمان 1999، ص 207.
2. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على المستوى القومي، تحليل كلي، مجموعة النيل العربية، القاهرة 2003، ص 90.
3. رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2000، ص 151.
4. سامون غراي، نك تالبوت، العمليات النقدية، كتيبات عن البنوك المركزية، العمليات النقدية، مركز دراسات المصارف المركزية، بنك انكلترا، لندن 2006، ص 1.
5. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2006، ص 54.
6. ماريو بليكير، البنوك المركزية وفكرة الاستقلال، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2015/8/18/> 18/8/2015
7. نوريل روييني، عجز السياسات النقدية غير التقليدية، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2015/8/18/> 18/8/2015
8. البنك المركزي التونسي، التقرير السنوي 2012، ص ص 14، 15.
9. خوسيه أنطونيو، الاقتصادات الناشئة مسؤولة عن نفسها، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2015/8/25/> 25/8/2015
10. موسوعة ويكيبيديا، بتصرف، متاح على: <http://www.ar.wikipedia.org> 05/02/2014
11. عبد العزيز فريد صايمة، نحو نموذج رياضي لقياس أثر نسبة الفائدة والتذبذب الضمني مجتمعين في استطلاع أسعار العملات العالمية الرئيسية، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية 2009، ص 4.
12. دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، نشرة الأسواق العالمية، سلطة النقد الفلسطينية، العدد السادس، الربع الثاني، تموز 2013، ص 4.
13. محمود عبد العزيز الأحمد، حرب العملات تطل برأسها مجدداً، القيس الاقتصادي، يناير 2013، العدد 14245.
14. محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المصارف، الاسكندرية 1997، ص 100.
15. الصادق علي توفيق وآخرون، السياسات النقدية في الدول العربية، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة 1996، ص 61.
16. باري سيجل، ترجمة طه عبد الله منصور وعبد الفتاح عبد الرحمن، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، الرياض 1988، ص 680.
17. سمير فخري نعمة، أهمية أسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الأزمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، 2002، ص 9.
18. Thomas A. pugel and peter H. Lindert, **International Economics**, Mc Graw-Hill companies, 2000, P 494.
19. MICHAEL Joyce, David Miles, **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy**, The Economic Journal, November 2012, P 276.
20. Mark Gertler and Peter Karadi, **Model of Unconventional Monetary Policy**, NY University, April 2010, p2.
21. JEAN-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'être**, International Journal of Central Banking, January 2013, pp 237-238.
22. REUTERS Yuriko Nakao, **GLOBAL CURRENCY WAR**, october 2010, P3
23. Ronald McKinnon, and Zhao Liu, **Modern Currency Wars**, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series 437, October 2013, P8.
24. URI DADUSH and Vera eldelman. **CURRENCY WARS**. carnegie endowment 2011. P13
25. DANIEL Gro (Director CEPS, Brussels, Belgium), **Currency Wars?**, Intereconomics 6- 2010, P339.
26. RONALD McKinnon, and Zhao Liu, **op cit**, p4.
27. ANUCHA Magavi, **Quantitative Easing-A Blessing or a Curse?** CRISIL Young Thought Leader 2012, P3.
28. William J. Baumol and Alan S. Blinder, **Economics-principales and Policy**, seventh édition, Harcourt Brace collage Publisher, 1998, P:822.