



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع :/2019

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

دور التسيير الكمي في الاستقرار المالي الولايات المتحدة الأمريكية نموذجا

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د.)
تخصص "إدارة مالية"

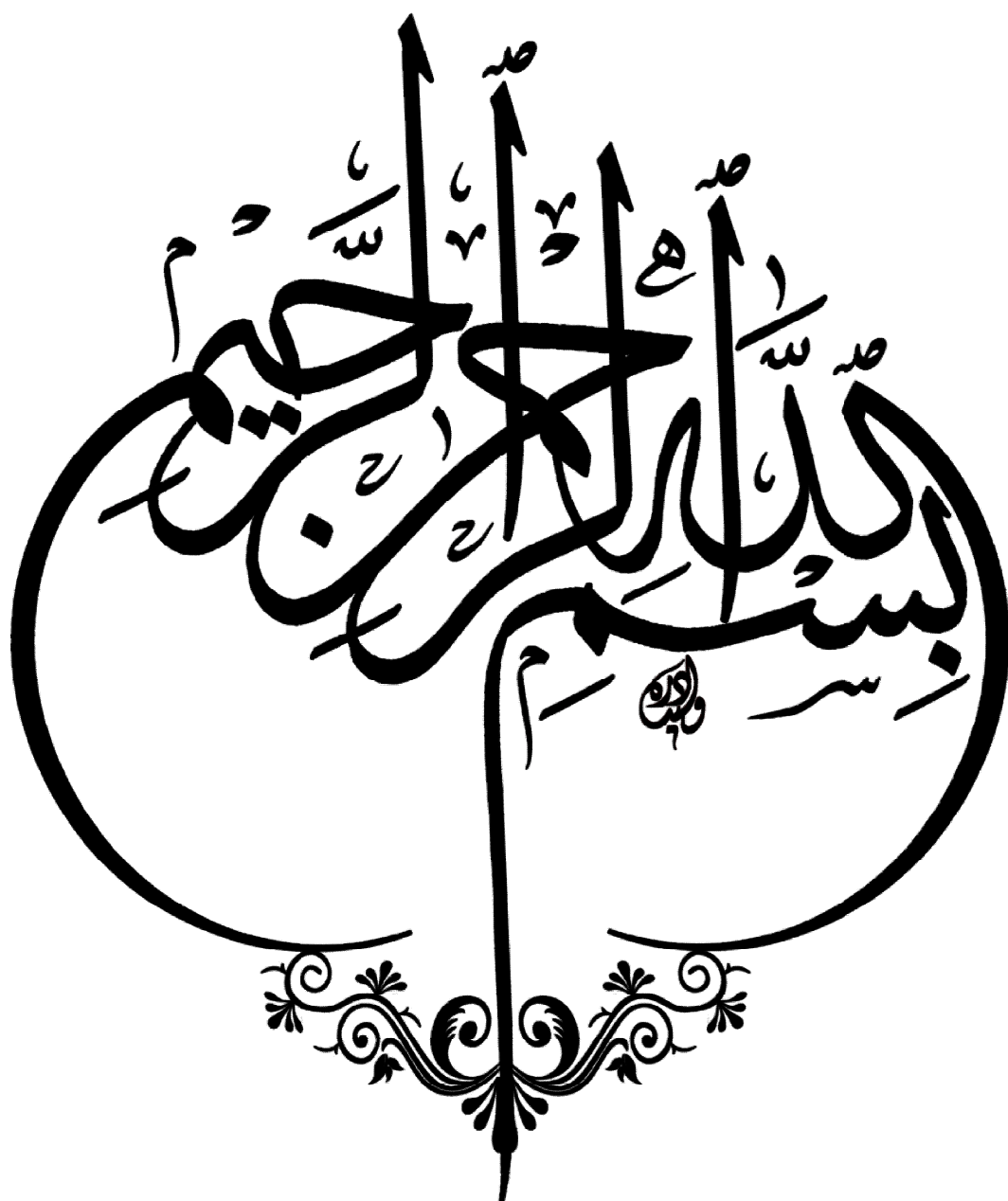
إشراف الأستاذ:
داودي حمزة

إعداد الطالبتان:
- قاجوج شفيعة
- متران نورة

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	رملي حمزة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	داودي حمزة
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	بن جدو سامي

السنة الجامعية 2018/2019



شكر وعرفان

نشكر الله تعالى ونحمده على إتمام هذا العمل ونسأله أن

يتقبله قبولاً حسناً الشكر و يشجعنا ونغيرنا به

ويشرفنا أن نتقدم بالشكر الجزيل والثناء الخالص

إلى الأستاذ الفاضل "داودي حمزة" الذي تفضل

بالإشراف على هذه المذكرة بوافر التوجيهات

القيمة والانتقادات الهادفة لإخراج هذا العمل في صورته النهائية.

الإهداء

قاله عز وجله بعد بسم الله الرحمن الرحيم
"وقضى ربّي ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا إما يبلغن عندك الحبر أحدهما أو
كلاهما فلا تقله لهما أف ولا تنهرهما وقله لهما قولاً نجوماً وإخضع لهما جناح الذل من
الرحمة وقله ربّي أرحمهما جميعاً ربّي صغيراً"
صدق الله العظيم

يفترقني إن اهدي هذا العمل المتواضع إلى أكثر الناس فضلاً في حياتي إلى أعلى ما أملك في
الدنيا أمي الغالية "يمينه"
إلى رمز الحب والعطاء إلى ذلك الرجل العظيم أبي اليبس أطال الله في عمره "بشّير"
إلى من ساندتني في إتمام هذا العمل المتواضع "نورة"
إلى من تشاركوني حلو الحياة ومرها لا تحلو الحياة إلا بوجودهم إخوتي وأخواتي "فالح،
حمزة، إبراهيم، عيسى"، "فهيمه، سعيدة، بدرية، هديل"
إلى جدتي الغالية "عنايه"
إلى براعم البيت "مهدي، جنة، منذر، صلاح الدين، نهاد"
إلى صديقاتي وزميلاتي أخص بالذكر "لنان، صابرينة، يمينه، نسيمه، رحمة"
إلى من ساهم في إنجاز هذا الجهد المتواضع من قريب أو بعيد وفقهم الله وسدد خطاهم

تنفيذه

الإهداء

الحمد لله الذي ترضى ولله الحمد إذ رزيت ولله الحمد بعد الرضى والصلاة والسلام على من أرسله بالحق بشيرا وعلى آله وصحبه التابعين إلى يوم الدين وبعد: ينشر فني أن أهدي هذا العمل المتواضع إلى أكثر الناس فضلا في حياتي إلى أعلى ما أملك في الدنيا التي تعبت لأجلها حتى أرتاح وسهرت لأنام إلى أظلم أم أشرق في حياتي من نور وجهها الوضاء أسأله الله أن يطيل في عمرها ويمدّها بالصحة والعافية ويجعل عافيتها جنة أمي الغالية والحببة "رويلة"

إلى رمز الحب والعطاء إلى الذي تعب كثيرا من أجله راحتي إلى الذي أفنى حياته من أجل تعليمي إلى ذلك الرجل العظيم إلى أبي الصيب "عثمان" أطال الله عمره. إلى من قسموني ظلو الحياة ورها إلى أخواتي سمراء، زينة إلى من مجانوا سندا لي في الحياة إخوتي أحمد، فارس، ونور البيت عمار. إلى منجته البيت أريج، رائد، براء، وابنني العزيز أنوس. إلى صديقتي تنفيضة التي أقدر مساعدتها والتي كان لها الفضل في إنجاز هذا العمل.

إلى رفيقات دربي منى، نور الهدى، يمينه، جميلة، إلهام، ليندة، رحمة، نسيم، ريان، نسرين، رحاب، هند، حسينة، صابرينه.

إلى كل الأهل والأقارب إلى الذين تشاورت معهم في درب العلم.

إلى كل طلبة الدفعة ماستر 2018-2019م

إلى كل من وسعاهم ذاكرتني ولم تسعهم مذكرتني
إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع.

ملخص:

ميز الأزمة العالمية الأخيرة إتباع البنوك المركزية للدول المتقدمة، وعلى رأسها البنوك الثلاثة، البنك الأمريكي، البنك الأوروبي، والبنك الياباني، لأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي، حيث تم استخدام هذه السياسة على نطاق واسع من أجل تنشيط الطلب وتشجيع النشاط الاقتصادي، وتهدف هذه السياسة إلى التوسع الكبير لموجودات البنوك المركزية وتخفيض أسعار الفائدة على المدى الطويل، ورفع مستويات التضخم إلى المستوى المطلوب، إضافة إلى منح تسهيلات ائتمانية وتوفير السيولة بالعملات الأجنبية والمحلية، بهدف تحفيز الاقتصاد القومي، وتحقيق الاستقرار المالي، الذي اكتسب أهمية كبيرة في النظام المصرفي، حيث أنه يعد الركيزة الأساسية للتنمية المستدامة للدول، ذلك أنه يساهم بشكل كبير في رفع قدرة النظام المصرفي على تأدية وظائفه ومهامه التي تتمثل في تقديم مختلف الخدمات المصرفية، مثل توفير السيولة وتقديم الائتمان المالي وغيرها من المهام التي تجعل النظام المالي قادراً على مواجهة واستيعاب الصدمات الداخلية والخارجية.

يتمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في التعرف على دور التيسير الكمي في تحقيق الاستقرار المالي للبنوك المركزية، ويتجلى ذلك في الاهتمام المتزايد للسياسة النقدية غير التقليدية في ظل الأزمة المالية 2008، والتي أثبتت متانة سياسة التيسير الكمي، ومعرفة مختلف البنوك المركزية التي طبقت هذه السياسة للخروج من الأزمة المالية.

ABSTRACT:

The recent global crisis was characterized by the central banks of the developed countries, led by the three banks - the American Bank, the European Bank and the Bank of Japan - for a non-traditional monetary policy instrument of quantitative easing policy, which was widely used to stimulate demand and encourage activity. This policy aims to significantly expand the assets of the central bank, reduce long-term interest rates, raise inflation and levels to the required level, provide credit facilities and domestic currencies to stimulate the economy. Financial stability, which has gained great importance in the financial system, as it is the fundamental pillar of the sustainable development of countries, it contributes to raising the financial system stability to perform its functions and functions in providing various banking services, such as providing liquidity, providing financial credit and other functions that make the financial system able to cope and absorb internal and external shocks.

The main objective of this study is to identify the role of quantitative easing in the financial stability of central banks, this is reflected in the increasing interest in unconventional monetary policy in light of the financial crisis of 2008, which proved that the policy of quantitative easing and the knowledge of the most central banks that applied this policy to get out of the crisis finance.

فهرس المحتويات:

الصفحة	المحتوى
	شكر وتقدير
	إهداء
	الملخصات
I	فهرس المحتويات
IV	قائمة المختصرات
V	فهرس الجداول والأشكال
	المقدمة
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للتيسير الكمي
1	تمهيد الفصل الأول
2	المبحث الأول: عموميات حول التيسير الكمي
2	المطلب الأول: مفهوم ونشأة التيسير الكمي
8	المطلب الثاني: كيفية عمل التيسير الكمي وأهدافه
10	المطلب الثالث: علاقة التيسير الكمي بالأدوات الأخرى
12	المطلب الرابع: إيجابيات وعيوب التيسير الكمي
14	المبحث الثاني: آليات و أدوات وقنوات التيسير الكمي وأثاره
14	المطلب الأول: آليات وأدوات التيسير الكمي
16	المطلب الثاني: قنوات التيسير الكمي
21	المطلب الثالث: أثار التيسير الكمي
24	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي

26	تمهيد الفصل الثاني:
27	المبحث الأول: أساسيات حول الاستقرار المالي
27	المطلب الأول: مفهوم وخصائص الاستقرار المالي
29	المطلب الثاني: أهداف وأهمية الاستقرار المالي
32	المطلب الثالث: عناصر ومحددات الاستقرار المالي
35	المطلب الرابع: إجراءات وآليات الاستقرار المالي
40	المبحث الثاني: رهانات وأسباب عدم الاستقرار المالي وتحليل سلامته وتحدياته
40	المطلب الأول: أسباب عدم الاستقرار المالي والمقارنة بين أسس الاستقرار المالي وعدم الاستقرار المالي
43	المطلب الثاني: التحديات التي تواجه الاستقرار المالي والجهود المبذولة لمواجهتها
46	المطلب الثالث: رهانات الاستقرار المالي
48	المطلب الرابع: تحليل سلامة الاستقرار المالي
53	خاتمة الفصل الثاني
الفصل الثالث: أثر التيسير الكمي على الاستقرار المالي وتجربة الولايات المتحدة الأمريكية	
56	تمهيد الفصل الثالث
57	المبحث الأول: أثر التيسير الكمي على الاستقرار المالي
57	المطلب الأول: أثر التيسير الكمي على اسعار الفائدة
59	المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي على التضخم

62	المطلب الثالث: اثر التيسير الكمي على البطالة
64	المطلب الرابع: الاثار المالية
64	المبحث الثاني: تجربة الولايات المتحدة الامريكية
64	المطلب الأول: مفهوم البنك الفدرالي الأمريكي
65	المطلب الثاني: نشأة البنك الفدرالي الأمريكي
66	المطلب الثالث: تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية
69	خاتمة الفصل الثالث
70	خاتمة عامة
71	قائمة المراجع

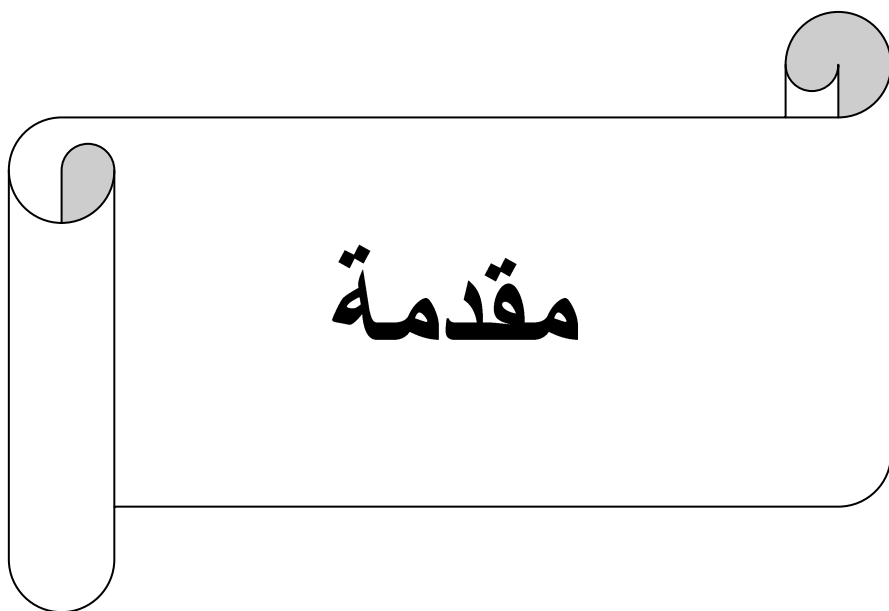
قائمة المختصرات:

المختصر	الشرح
QE	التيسير الكمي
QE1	الجولة الأولى من التيسير الكمي
QE2	الجولة الثانية من التيسير الكمي
QE3	الجولة الثالثة من التيسير الكمي
ABS	سندات مدعومة بأصول
FOMC	اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة
MBS	أوراق مالية مضمونة
MEP	برنامج توسيع الاستحقاق
OMT	برامج شراء السندات السيادية
ESM	صندوق آلية استقرار المالي الأوروبي
FED	البنك الفيدرالي الاحتياطي
BOJ	بنك اليابان
LSAPs	مشتريات الأصول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	مشتريات البنك اليابان خلال فترة 2000-200'200	1
2	أسعار الفائدة في ظل التيسير الكمي للولايات المتحدة الأمريكية	7
3	عمليات التيسير الكمي التي قام بها بنك اليابان	8
4	المقارنة بيت أسس الاستقرار المالي وأسس عدم الاستقرار المالي	42
5	مؤشرات السلامة المالية للاستقرار المالي	50
6	مؤشرات الحيلة الكلية	52
7	أسعار الفائدة المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية	59
8	تطور معدلات التضخم في أمريكا خلال الفترة 2001-2012	61

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الأشكال	الصفحة
1	تغيرات الكتلة النقدية والقاعدة النقدية في منطقة اليورو وخلال الأزمة المالية 2008	19
2	العلاقة بين الاستقرار المالي والاستقرار النقدي	33
3	آلية العمل لتحقيق الاستقرار المالي	38
4	رهانات الاستقرار المالي	48
5	تطور مستويات أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية	57
6	أسعار الفائدة على الرهونات الأولية والثانوية	58
7	تطور التضخم خلال فترة تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية	60
8	تطور البطالة خلال تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية	63
9	تغيرات المشتريات التي تم إجراؤها على الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي	67



مقدمة

عرف العالم في مطلع عام 2008 أزمة مالية عصفت بكثير من اقتصاديات العالم، بل تكاد لم تسلم أي دولة في العالم من التأثير بها، نتيجة الارتباط الكبير الذي أصبح يميز عالم اليوم، وأصبح الاستقرار الاقتصادي المبني على الاستقرار المالي هاجسا يورق الساسة والاقتصاديين في كل الدول، فلا يمكن أن يتعافى الاقتصاد دون أن يشهد القطاع المالي والمصرفي حدود مقبولة من الاستقرار، وقد كانت الجهود المبذولة من طرف مختلف السلطات تصب في هذا المجال، ازدهار اقتصادي مبني على استقرار مالي ولعل من بين الأساليب والأدوات التي تم اللجوء إليها ما يعرف بالتيشير الكمي الذي يندرج ضمن السياسات المالية غير التقليدية، وذلك بعد أن عجزت الكثير من أدوات السياسة المالية والنقدية عن تحقيق التعافي المنشود من تلك الأزمة والمضي نحو انتعاش اقتصادي في دورة جديدة، فتساقطت الدول عن طريق بنوكها المركزية إلى استخدام التيسير الكمي فكانت اليابان هي السبّاقة في هذا المجال، تبتعتها الولايات المتحدة الأمريكية في أضخم عمليات تجاوزت تريليونات الدولارات قام به البنك الفدرالي الأمريكي، كما لم تتوانى كل من المملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي على طرح برامجها من التيسير الكمي، ثم تبتعتها العديد من الدول المتقدمة و النامية على حد سواء، ولأن التيسير الكمي لا يزال قيد التجريب أو على الأقل غير مؤكد النتائج كان لزاما البحث في هذا الموضوع لمعرفة هذه السياسة غير التقليدية وانعكاساتها على الاستقرار المالي وعناصره وهو ما سنحاول في هذا البحث التطرق إليه من خلال طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

- ما مدى تأثير التيسير الكمي على تحقيق الاستقرار المالي؟

وللإجابة على الإشكالية المطروحة، ارتأينا طرح أسئلة فرعية قد تقودنا إلى الإجابة المنشودة فكانت الأسئلة التالية:

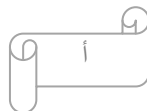
- ما مدى تأثير التيسير الكمي على سعر الفائدة؟
- ما مدى تأثير التيسير الكمي على التضخم؟
- ما مدى تأثير التيسير الكمي على البطالة؟

❖ فرضيات الدراسة:

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية المطروحة كان لزاما وضع الفرضية الرئيسية والفرضيات التالية:

- الفرضية الرئيسية:
- اثر التيسير الكمي على الاستقرار المالي الى حد بعيد، وقد تجلّى ذلك من خلال العديد من المتغيرات المستخدمة لقياس هذا التأثير.

- الفرضيات الفرعية:



مقدمة

- **الفرضية الأولى:** يؤثر التيسير الكمي كسياسة غير تقليدية على اسعار الفائدة وذلك من خلال عمله على تخفيضها الى ادنى مستوياتها.
- **الفرضية الثانية:** يتجلى تأثير التيسير الكمي كسياسة غير تقليدية على التضخم من خلال ضخ كميات هائلة من الاموال لرفع هذا الاخير الى المستوى المطلوب 2%.
- **الفرضية الثالثة:** يؤثر التيسير الكمي كسياسة غير تقليدية على البطالة من خلال ضخ الاموال التي تساعد على تنشيط الاقتصاد الوطني وتوفير مناصب الشغل الذي يؤدي بدوره الى تخفيض البطالة.

❖ مبررات اختيار الدراسة:

— وقع اختيارنا لهذا البحث إلى الأسباب التالية:

- محاولة إضافة مرجع جديد ومهم لدفعة التخصص.
- اختيارنا هذا الموضوع من أجل ديناميكية الموضوع وصفته بالتجدد والاستحداث.
- اختيارنا هذا الموضوع من أجل تقديم عدة توصيات في هذا المجال من أجل الوضوح أكثر وإعطاء عدة أفكار حسب نظرتنا له.
- أسباب ذاتية ورغبة منا في الشروع في البحث عن هذا الموضوع.

❖ أهداف الدراسة:

— يهدف هذا البحث لدراسة ما يلي:

- التعرف على مدى قدرة التيسير الكمي على التأثير على الاستقرار المالي محليا ودوليا.
- التعرف على مدى تأثير التيسير الكمي على اهم المتغيرات.
- معرفة مدى قدرة مختلف الدول على تطبيق التيسير الكمي .
- معرفة مدى قدرة الدول على تحقيق الاستقرار المالي من خلال اتباع سياسة التيسير الكمي.

❖ أهمية البحث:

هذا البحث يعتمد على الدور الذي يلعبه التيسير الكمي من أجل تحقيق الاستقرار المالي، وهذا بملاحظة واكتشاف المخاطر والعوائق التي تواجهها.

❖ منهج الدراسة:

المنهج وصفي تحليلي نجد الوصف عند استعراض طبيعة الاستقرار المالي وأهمية التيسير الكمي ودوره في تحقيق الاستقرار المالي.

❖ حدود البحث:

الحدود الزمنية: 2008-2014

الحدود المكانية: اخترنا البنك المركزي الأمريكي حيث قمنا بجمع التقارير المالية لهذا البنك خلال الفترة.

❖ الدراسات السابقة:

1-نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة ،فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية

2-أطروحة دكتوراه ALBULESCU TIBERIU C (2009) الموسومة بـ : **La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**

- طور المؤشر إجمالي للاستقرار المالي لرومانيا ،ويتكون المؤشر من 20 مؤشرات يتعلق بالتطوير المالي ،السلامة المالية ،والمناخ الاقتصادي المحلي والدولي ،وقد كانت معظم المؤشرات المختارة تتعلق بالنظام البنكي وذلك ليمنة هذا الأخير على باقي مكونات النظام المالي الروماني.
 - وقد أشار هذا البحث إلى تعقد مفهوم الاستقرار المالي وتعدد العوامل التي تتأثر فيه ،واستنتج الباحث أن النظام المالي غير مستعد في الوقت الحالي من حيث الاستقرار للانضمام إلى الاتحاد الأوروبي.
 - 3- ذهبي ريمة، الاستقرار المالي النظامي بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2012-2013م.
 - جاءت هذه الدراسة لبناء مؤشر تجميعي للاستقرار النظامي المالي الجزائري ،باستعمال قاعدة بيانية للفترة الممتدة ما بين 2003-2011م ،من خلال تجميع خمسة عشر متغير تتدرج تحت أربع مؤشرات جزئية .
 - وقد توصلت الباحثة الى أن نتائج المؤشر عكست تطور الاستقرار المالي النظام المالي في الجزائر.
- هيكل الدراسة:**

لمعالجة الموضوع والإحاطة بكل جوانبه، جاء البحث متضمنا مقدمة عامة ،وثلاثة فصول، خاتمة عامة ،وذلك على النحو التالي:

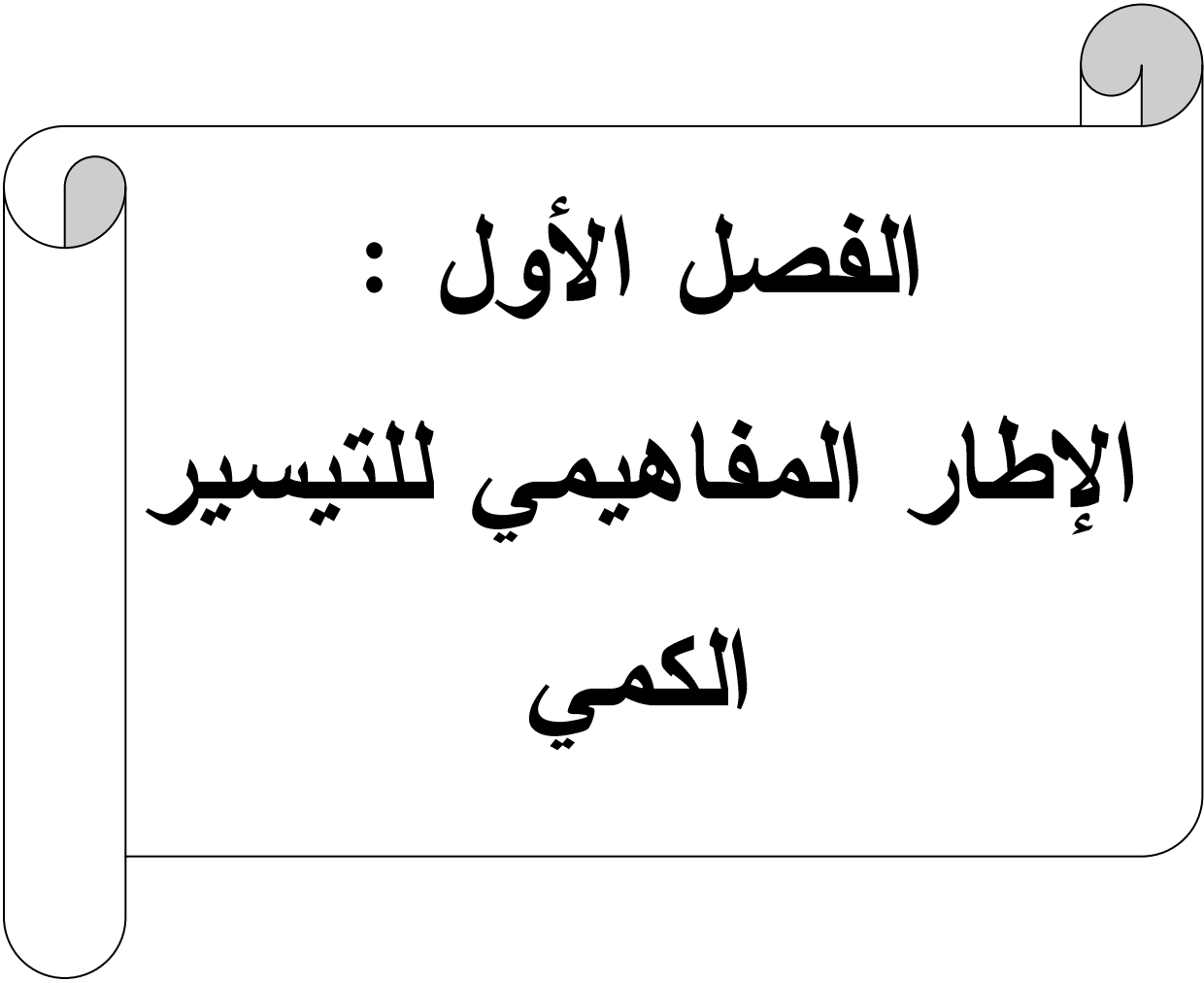
الفصل الأول :تحت عنوان الإطار المفاهيمي وهو مقسم إلى مبحثين ، المبحث الأول :عموميات حول التيسير الكمي ،والمبحث الثاني :آليات وأثار التيسير الكمي.

في حين تم التطرق في الفصل الثاني ،الذي كان تحت عنوان الإطار المفاهيمي الاستقرار المالي ،المقسم كذلك إلى مبحثين ، المبحث الأول: أساسيات الاستقرار المالي ، والمبحث الثاني :رهانات وأسباب عدم الاستقرار المالي وتحليل سلامته.

-بينما خصص الفصل الثالث لدراسة اثر التيسير الكمي على الاستقرار المالي وتجربة التيسير الكمي في الولايات الأمريكية المقسم إلى مبحثين، المبحث الأول: اثر التيسير الكمي على الاستقرار المالي، والمبحث الثاني تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية.

صعوبات الدراسة: ————— قلة المراجع خاصة باللغة العربية

- من بين الصعوبات التي واجهتنا :
- حداثة الموضوع



الفصل الأول :

الإطار المفاهيمي للتيسير الكمي

تمهيد:

يعد التيسير الكمي أحد أدوات السياسة النقدية الحديثة التي تستخدمها بعض البنوك المركزية لمعالجة بعض المشكلات الاقتصادية في بلدانها، وهو أداة مكملّة لأدوات السياسة النقدية، وصممت لمعالجة التي عجزت تلك الأدوات عن حلها.

كانت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ودول الاتحاد الأوروبي منخفضة جدا منذ نهاية السبعينات، وهذا ما حدا من فعالية الأدوات التقليدية، مما جعل البنوك المركزية تستخدم التيسير الكمي للوصول إلى الأهداف التي تريدها.

- يقوم التيسير الكمي على أساس قيام البنك المركزي استخدام النقود المصدرة من قبله لشراء الأوراق المالية التي تعثرت أسعارها ولاسيما طويلة الأمد، لتحقيق عدة أهداف منها: رفع أسعار الأوراق المالية بسبب زيادة سيولة المصارف التجارية التي تحوز تلك السندات، وبالتالي معالجة أزمات السيولة التي عصفت لتلك المصاريف وقادت إلى الأزمات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي والانكماش في الاقتصاد في اليابان. لقد عالجت هذه الأداة كثيرا من المشكلات التي عانتها اقتصاديات هذه الدول منذ بداية الألفية الثالثة.

إلا أن الدراسات التي حاولت تتبع آثار التسهيل الكمي في المتغيرات الاقتصادية لم تثبت بعد النتائج نهائية تؤكد عن أثره في التضخم وفي أسعار الفائدة وفي أسعار الموجودات المالية و أيعار الصرف وأسعار الفائدة على المدى الطويل ولازلت الآراء بشأن ذلك في طور التكهنات.

المبحث الأول: عموميات حول التيسير الكمي

تستخدم سياسة التيسير الكمي في أوقات الأزمات، لأنه يعد من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل أزمة 2008م، والسياسة التيسير الكمي بصفة عامة تستهدف سر النقود (معدل الفائدة) من خلال استخدام أدوات تؤدي إلى رفع أو تخفيض معدلات الفائدة، حسب مقتضيات النشاط الاقتصادي، وعندما يتغير معدل الفائدة ارتفاعاً أو انخفاضاً ينتقل أثر ذلك إلى النشاط الاقتصادي (الطلب الكلي) من خلال ما يسمى بـ "قناة معدل الفائدة" التي تتولى نقل تأثير (خفض أو رفع) معدل الفائدة إلى الطلب الكلي، ومن ثم معدلات النمو والتوظيف والبطالة، أو قد تستهدف كمية النقود المتداولة.

المطلب الأول: مفهوم ونشأة التيسير الكمي:

رغم أن التيسير الكمي عبارة حديثة نسبياً، إلا أنه يشيع استخدامها بكثرة

1- مفهوم التيسير الكمي:

لا يوجد تعريف شامل وموحد لسياسة التيسير الكمي، وقد اختلفت مفاهيم التيسير الكمي وعليه تم وضع عدة تعاريف لها نوجزها فيما يلي.

تعريف 01:

التيسير الكمي أو التسهيل الكمي (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 الأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند القيمة المستهدفة (المعدلات الفائدة الصفرية).

تعريف 02:

كما يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته الحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار فائض من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل)، وقد استخدم هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين، عندما استخدم التيسير الكمي (QE1 بـ 1700 مليار دولار) للتخفيف من أثار الأزمة المالية من 2008-2009 من قبل الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة.¹

ومن الناحية النظرية ووفق هذا الأسلوب فإن النقود الجديدة يمكن توزيعها بين السكان، وهي تستخدم أساساً لشراء الأصول من المؤسسات المالية، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق إلى قطاعات أخرى من الاقتصاد، وزيادة الشرائية والاستثمار.²

¹U. dadushaned v. eldelman، currencywar، carnegieendowmeet، 2011، p13.

تعريف 03:

أو هو عملية خلق النقود من فراغ، حيث سيقوم الاحتياطي الفدرالي بزيادة الأساس النقدي 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.¹

وعليه، فإن التيسير الكمي يعمل بطريقتين على قيمة العملة²: الأولى أنه يشجع المضاربين على تخفيض قيمة العملة، والثاني أن وجود أكبر مبلغ من المال في التداول يخفض أسعار الفائدة، هاتان الطريقتان (تخفيض قيمة العملة، وتخفيض أسعار الفائدة) يمكن من خلالها 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 تباع العملة الوطنية في السوق الدولية، مما يقلل من قيمتها (حرب عملات بطريقة ذكية).

-من التعاريف السابقة نستخلص أن التيسير الكمي عبارة عن أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية، والحفاظ على حجم السيولة في الاقتصاد.

2-نشأة وتطور سياسة التيسير الكمي:

-الدراسات الأولى للأدوات السياسية النقدية كانت من قبل جون ميلر كينز سنة 1930م، والتي وضعت الأساس لوجود سياسة التيسير الكمي.

طبقت سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان، وهذا بعد حالة الانكماش التي عرفها الاقتصاد الياباني سنة 1990، حيث أن السياسات النقدية التقليدية والمتق عليها عموماً تركز على أسعار الفائدة قصيرة الأجل والتي تطبق عن طريق سياسة السوق المفتوحة عن طريق شراء وبيع السندات الحكومية، أو عن طريق الاحتياطي لدى البنك المركزي ففي الحالات العادية تعتبر هذه الأدوات ناجحة، بينما في حالة عدم نجاحها في حل الأزمات لابد من البحث عن سياسات جديدة تعتبر أكثر نجاعة، ومنها سياسة التيسير الكمي التي تعتمد على سعر الفائدة الصفري، فالبنك المركزي الياباني طبق هذه السياسة عن طريق بيع السندات الحكومية للقطاع المالي بما فيها القطاع المصرفي وزيادة نسبة الاحتياطي وبالتالي الرفع من القروض المقدمة للاقتصاد الحقيقي مما يزيد من السيولة بهدف تخفيف حدة الانكماش، ففي سنة 1990 خفض البنك المركزي الياباني سعر الفائدة من 7% في بداية السنة إلى 0% مع نهاية نفس السنة، ومع أزمة 2008، أعلن البنك الفيدرالي الأمريكي تبنيه لسياسة التيسير الكمي كأداة لمعالجة الأزمة، فبعدما

¹A. magavi، quantitative easing-Ablessing or a curse ?crisilyoungthought leader ،2012، p3.

²R. mcknnon، and z. liu، modern currencywars، the united states versus japan،adbiworkingpaperseries، october2013، p437.

بدأت معظم الدول في تطبيق سياسة التيسير الكمي لا يزال الاتحاد الأوروبي يحاول التطبيق منذ 2008، وقد ركز البنك المركزي الأوروبي على إبقاء التضخم.

2-1- التسهيل الكمي في اليابان:

منذ نهاية التسعينات وبداية الألفية الثالثة استخدم بنك اليابان (BOJ) سياسة نقدية توسعية لتقليل سعر الفائدة الحقيقية إلى صفر، وحتى مع قروض خالية من الفائدة فإن معدلات الإقراض من قبل الأفراد والمنشآت بقيت متدنية، واستمر الاقتصاد الياباني بمواجهة المشاكل.

- استخدم البنك المركزي الياباني المصطلح "التيسير الكمي" للمرة الأولى في منشورات BOJ، وقد أدعى BOJ أن البنك المركزي اعتمد سياسة بهذا الاسم في 19 مارس 2001 ومع ذلك، فإن إعلان السياسة النقدية الرسمي لبنك اليابان لهذا التاريخ لم يستخدم هذا المصطلح (أو أي عبارة تحتوي على كلمة كمي) في أي من البيان الأصلي الياباني أو ترجمته باللغة الإنجليزية، وفي الواقع، فقد أدعى BOJ لسنوات، بما في ذلك أواخر شهر فبراير عام 2001، إن التيسير الكمي ليس فعالاً، ورفض استخدامه من أجل السياسة النقدية، وشددت خطابات قيادة BOJ في عام 2001 بشكل تدريجي، وبأثر رجعي، على الوضع الرسمي لإحق لبنك اليابان بأن السياسة التي اعتمدها BOJ في 19 مارس 2001 كانت في الواقع التيسير الكمي، وأصبحت هذه وجهة النظر الرسمية المقررة، ولم يكن استخدام بنك اليابان هو أصل مصطلح "التيسير الكمي" قد كان ناقدو بنك اليابان وسياسته النقدية يستخدمون هذا المصطلح منذ منتصف التسعينات.

- لقد كان BOJ يستخدم التيسير الكمي دون جدوى لمحاربة الانكماش الاقتصادي المحلي في بداية الألفية الثالثة، وقد حافظ بنك اليابان على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عند صفر أو ما يقارب منه منذ عام 1999، وبالتيسير الكمي، أغرق المصارف التجارية بالسيولة الفائضة لتشجيع الإقراض الخاص، وترك لها كميات كبيرة من الاحتياطات الفائضة، وبالتالي ليس هناك خطر من حدوث نقص في السيولة، وحقق BOJ ذلك بشراء سندات حكومية أكثر من اللازم لضبط معدل الفائدة عند الصفر، واشترى أيضاً أوراقاً مالية بضمان الموجودات وأسهم، ومد أجال عمليات شراء السند الأدنى التجاري¹.

- وقد نسب سجل مكتوب لعبارة ومفهوم "التيسير الكمي" لعالم الاقتصاد الدكتور "ريتشارد فرينر"، أستاذ العمليات المصرفية الدولية في كلية الإدارة بجامعة ساوثهامبتون (بالمملكة المتحدة)، وصاغ هذا التعبير في عام 1994 خلال العروض التقديمية لمستثمري المؤسسات في طوكيو، بل أيضاً، من بين أمور أخرى، كان في عنوان مقال تم نشره في 2 أيلول 1995، في صحيفة نيهونكيزايشينبون (نيكي)، وفقاً لكتابه، أنه استخدم هذا المصطلح من أجل اقتراح شكل جديد للسياسة النقدية من قبل البنك المركزي الذي لا يعتمد على تخفيض معدل الفائدة، ولا على وصف السياسة النقدية لتوسيع المعروض النقدي (على سبيل المثال، من خلال طباعة النقود، أو توسيع مجموع النقود المتداولة مضاف إليها الاحتياطات النقدية لدى

¹ R. mcknnon، and z. liu نفس المرجع السابق، ص 438.

البنك المركزي، أو توسيع احتياطات البنك أو زيادة السيولة المحلية الخاصة (M2) التي أدعى فيرنر أيضا أن جميعها غير فعالة)، وبدا من ذلك، قال فيرنر، أنه كان من الضروري والكافي لتحقيق الانتعاش الاقتصادي دعم "توليد الائتمان" من خلال عدد من التدابير، كما أنه اقترح أن يقوم البنك المركزي بالشراء المباشر للموجودات المتعثرة من المصارف، والإقراض المباشر للشركات والحكومة، وشراء السندات الأجنبية التجارية، والديون الأخرى، وأدوات حقوق الملكية من الشركات، والتوقف عن إصدار سندات حكومية لتمويل متطلبات اقتراض القطاع العام، بدلا من اقتراض الحكومة مباشرة من المصارف.

لقد كانت سياسة بنك اليابان تعتمد على ثلاث ركائز وهي:¹

1- المحافظة على عرض جيد من السيولة باستخدام أرصدة الحساب الجاري لدى البنك.

2- المحافظة على عرض جيد للسيولة بهدف زيادة مؤشر أسعار المستهلك الأساسية.

3- زيادة المشتريات الحالية من سندات الحكومة اليابانية طويلة الأمد عندما تكون هناك حاجة للسيولة.

وكذلك للتسيير الكمي ثلاث تأثيرات على الأسواق المالية:

1- أنه يحافظ على معدلات فائدة منخفضة على المدى البعيد.

2- ان وفرة السيولة سيجعل المستثمرين في سوق النقد مطمئنين حول استمرار توفر النقود المستمر.

3- ان عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي سوف تغير عرض الموجودات التي يحتفظ بها الجمهور، وما قد يقود إلى تغيرات في أسعار الموجودات.²

جدول رقم 1: يوضح مشتريات البنك الياباني خلال الفترة 2000-2004.

الترقيم	السنوات/العمليات	2000	2001	2002	2003	2004
1	صافي الارصدة القائمة للعمليات قصيرة الأمد.	47,5	56,8	56,7	48	58
2	احتياطات الأموال قصيرة الأمد.	50,7	57,1	58,4	48	59,1
3	مشتريات الأوراق المالية للحكومة اليابانية مع اتفاقيات إعادة	43,2	11,5	3,8	3,3	2,8

¹ K. takish, and D. small, topics in macroeconomics, B. E journal in macroeconomic, september 2004, vol6, p1-2.

² M. eiji, A. minshima, k. taniguchi, japans open market operation under the Qepolicybank of japan working papers series, April 2005, No5, p3.

					شراء JGS.	
36,1	23,8	28	20,7	4	مشتريات الحوالات الفورية.	4
2,7	2,8	3,8	3,6	3,6	شراء الأوراق التجارية مع اتفاقيات إعادة شراء CP.	5
17,5	18	22,8	21,4	–	المشتريات الفورية من حوالات الخزينة TBs وأوراق مالية FBs .	6
0,1	0,1	–	–	–	المشتريات الفورية من الأوراق المالية المضمنة بالموجودات Abs.	7

المصدر: إعداد الباحثين اعتمادا على البيانات المنشورة لبنك اليابان.

لقد ترتب على التسيير الكمي في اليابان عدة استنتاجات منها :

1- لا يمكن اعتبار الزيادة في الأساس في النقدي عملية سهلة.

2- إن النظام المصرفي عامل أساسي في نجاح العملية.

3- إن استخدام التسيير الكمي يؤدي إلى تقليل عوائد السندات طويلة الامد مما ينتج عند تحسين تمويل القطاع الخاص متوسط وطويل الامد.

4- لم تتضح بعد كيفية وضع توقعات دقيقة للتضخم الناشئ تحديدا عن هذه العملية.

5- اذا نظرنا إلى التسيير الكمي على انه سياسة دائمة فان له أثر توسعي من خلال تيسير القيود المالية، وبالتالي تعزيز الطلب المتراكم خلال فترة الكساد.¹

أثر سياسة التسيير الكمي على سعر الفائدة كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان:

¹Maghi: 2009, conventional and unconventional monetary policy keynotes at the ICMB, geneva, (www. ECB. . int. org).

جدول رقم 2: يمثل أسعار الفائدة في ظل التيسير الكمي للولايات المتحدة واليابان

البنك	الفترة	قبل	أثناء	بعد	الفرق
الولايات المتحدة الأمريكية	QE1 نوفمبر 2008	3 ، 9	3 ، 3	2 ، 7	1 ، -1
الولايات المتحدة الأمريكية	QE2 نوفمبر 2010	2 ، 8	2 ، 9	3 ، 5	7 ، 0
الولايات المتحدة الأمريكية	حتى سبتمبر 2011	3 ، 2	2 ، 4	2 ، 0	2 ، -1
الولايات المتحدة الأمريكية	QE3 سبتمبر 2012	1 ، 8	1 ، 6	1 ، 7	1 ، -0
اليابان	أبريل 2013	0 ، 6	0 ، 8	0 ، 7	1 ، -0

نلاحظ من خلال الجدول في الولايات الأمريكية انخفاض معدل الفائدة إلى 1,1% بعد تطبيق QE1 لكن لم يستمر هذا الانخفاض بعد تطبيق QE2 وسجل ارتفاع خلال الفترة ما بين نوفمبر 2010 وجوان 2011 بسبب قرار البنك الفدرالي بالتطبيق التدريجي لسياسة التيسير الكمي تحوطا منه من التضخم بسبب القاعدة النقدية التي دعم بها الاقتصاد خلال الفترة الماضية، وهذا ما ظهر في الفترة ما بين جوان 2011 حتى سبتمبر 2012 حيث سجل معدل الفائدة انخفاضا قدر ب 1,2% وبعد تطبيق QE3 نلاحظ انخفاض في سعر الفائدة قدر ب 0,1% وهو يعتبر أقل نسبة انخفضت إليها سعر الفائدة بسبب قرار البنك الفدرالي تخفيض السنوات المشتريات خلال هذه الفترة.

نلاحظ أن سعر الفائدة في اليابان خلال الفترة أبريل 2013 حقق ارتفاعا قدر ب 0,1% بسبب النمو الاقتصادي الذي عرفته اليابان خلال هذه الفترة.

2-2- التيسير الكمي في المملكة المتحدة QANTITATIVE EASING IN UNITED KINGDOM¹:

خلال برنامج التيسير الكمي، اشترى بنك إنجلترا BANK AND ENGLAND أوراقا مالية مضمونة القيمة من المؤسسات المالية مع كمية أقل من الديون ذات النوعية الممتازة نسبيا أصدرتها الشركات

¹www.bank of england.co.Uk/monetarypolicy/ documents/pdf/qe-panphletpdf ،20:33، 2019-3-5.

الخاصة، إذا يمكن للمصارف وشركات التأمين وصناديق التقاعد استخدام الأموال التي قد تلقتها من أجل الاقتراض أو حتى لشراء مزيد من السندات -التي كانت قد باعها- من البنك، ويمكن أيضا لبنك إنجلترا أن يستخدم التيسير الكمي لإقراض أموال جديدة للمصارف الخاصة أو شراء الموجودات المصارف في مقابل العملة المصدرة إلكترونيا عبر عمليات التيسير الكمي.

إن ممارسة بنك إنجلترا للتيسير الكمي جاءت كرد فعل للهبوط الحاد في الطلب الناشئ عن قيام مؤسسات الأعمال والمستهلكين بتقليل نفقاتهم، وكذلك لغرض معالجة النقص في كميات النقود في الاقتصاد البريطاني والهدف النهائي لبنك إنجلترا هو الحفاظ على نسبة تضخم بمقدار 2% والتي رفعها بنك إنجلترا كشعار للمرحلة.

جدول رقم 3: يمثل عمليات التيسير الكمي التي قام بها بنك إنجلترا:

الترقيم	التاريخ	المبلغ (مليار باون إسترليني)	نوع الموجودات المشتراة
1	سبتمبر 2009	150	GILts أي (حوالات خزينة إنجلترا) +كمية محدودة من الأوراق المالية ذات النوعية العالية التي يصدرها القطاع الخاص.
2	أكتوبر 2010	75	
3	ديسمبر 2010	50	
4	فبراير 2012	50	
5	جولية 2012	50	
	المجموع	375	

المصدر: الموقع الرسمي لبنك إنجلترا. www.bankofengland.co.uk/monetary/qepanphlet.pdf

المطلب الثاني: كيفية عمل التيسير الكمي وأهدافه

إن التيسير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية تحتاج إلى طريقة عمل تتبعها.

1- كيفية عمل التيسير الكمي:¹

تتمثل المشكلة الأساسية التي تواجهها البنوك المركزية التي تلجأ إلى هذه السياسة، هو أنه في أوقات الكساد تعمل البنوك المركزية على خفض معدلات الفائدة حتى تبلغ مستويات متدنية للغاية ربما إلى الصفر، وعندما نصل إلى معدل فائدة صفري، نكون قد وصلنا إلى ما يسمى "بأرضية معدل الفائدة الاسمي" حيث لا يمكن تجاوز هذا الحد إلى أسفل، ومن ثم يفقد البنك المركزي فرصة استخدام جميع أدواته المتاحة لخفض معدلات الفائدة بصورة أكبر لتشجيع عمليات الائتمان في الاقتصاد، حيث تصاب

¹ رمزي محمود، التيسير الكمي، دار التعليم الجامعي -الاسكندرية، 2019، ص52.

أدوات السياسة النقدية التقليدية بالشلل، حينها يصبح التيسير الكمي خياراً أكثر جاذبية للبنك المركزي على الرغم من المخاطر الناتجة عنه.

- وبما أن مستهدفات السياسة النقدية للاحتياطي الفدرالي الأمريكي هي الحفاظ على معدل الفائدة بين 0% و ¼ %، ومن ثم ليس هناك مجال كبير أمام الاحتياطي الفيدرالي لتخفيض معدل الفائدة المستهدف، لذا أصبح اللجوء إلى "التيسير الكمي".

وعندما تصل معدلات الفائدة إلى حدها الصفري، فإن خيارات السياسة المتاحة أمام صانع السياسة النقدية مع بلوغ معدلات الفائدة المستهدفة إلى مستويات قريبة من الصفر لتحفيز الاقتصاد، تصبح محدودة جداً، ومن هذه الخيارات شراء السندات ذات الآجال الطويلة لتعديل هيكل معدلات الفائدة أو "التيسير الكمي" وتخفيض معدلات الفائدة على الاحتياطات الزائدة التي تحتفظ بها البنوك لدى الاحتياطي الفدرالي. الأمر الذي يؤدي إلى تقليل إقبال البنوك على الاحتفاظ بفوائض السيولة لديها، لدى الاحتياطي الفدرالي، الأمر الذي ينشط أسواق الائتمان الخاص، أو رفع معدلات التضخم المستهدف، وذلك بهدف تعديل التوقعات التضخمية للجمهور، وهو قد يساعد على استعادة مستويات الأسعار المتوقعة بواسطة الجمهور، عندما يقومون بعقد عقود في الأجل الطويل، مثل عقود الديون قبل أن يحدث الانكماش السعري.¹

2- أهداف التيسير الكمي²

استخدمت أداة التيسير الكمي من طرف البنوك المركزية من أجل تحقيق مجموعة من الأهداف المنشودة، نقوم بإيجازها فيما يلي:

1- تستخدم البنوك المركزية عادة سعر الفائدة القياسي لتحفيز الاقتصاد ومواجهة التضخم المنخفض، من خلال تخفيض أسعار الفائدة التي تستخدمها البنوك لإعادة تمويلها، والتي تقابل ما يمكن اعتباره سعر أموال البنك المركزي كما تشجع البنوك المركزية أسعار الفائدة المنخفضة للأسواق والشركات والمستهلكين، هذا يساعد على زيادة الطلب على الائتمان، والذي بدوره يعزز الاستثمار والاستهلاك.

2- التقليل من مخاطر أسعار السندات: حيث تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في سعر الفائدة وذلك خلال طول مدة السند ولهذا فمن أهم الاعتبارات لبرامج التيسير الكمي و التقليل من هذه المخاطر على السندات خاصة منها السندات السيادية التي تؤثر إيجابياً على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، هذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق السيولة مناسبة في السوق.

3- تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية: يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقرضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقرضين من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن تبني سياسة التيسير الكمي يعمل على تحييد هذا الأثر وفق ما يوفره كخطة انقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على

¹ رمزي محمود نفس المرجع السابق، ص 53-55.

² Quantitative Easing in 5 key questions, 24-06-2015 European central bank (ECB) [https://: group.bnpparibas](https://group.bnpparibas), 20: 56, 3 Mars 2019.

أصولها من الانهيار، واستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد من انتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة المالية وترايط الأسواق المالية العالمية. ومن الناحية النظرية يهدف التيسير الكمي إلى تحفيز أسعار السلع والخدمات من خلال توسيع العرض النقدي، من خلال ما يسميه الاقتصاديون "النظرية الكمية للنقود"، والهدف هو مواجهة معدلات التضخم الراكدة وتجنب الانكماش، كما يهدف التيسير الكمي إلى حفاظ معدلات التضخم المستهدف للحكومة والمقدر بـ 2%.

المطلب الثالث: علاقة التيسير الكمي بالأدوات الأخرى

العلاقة بين التيسير الكمي والإصدار النقدي والمقارنة بينهما: ¹

لقد أطلقت بعض وسائل الإعلام والبنوك المركزية والمحللون الماليون على التيسير الكمي مصطلح "طباعة النقود"، وأنها صيغة جديدة للإصدار النقدي، ومع ذلك أعلنت المصارف المركزية إن استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً مختلفة عن التيسير الكمي، حيث يتم استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً لشراء السندات الحكومية أو موجودات مالية أخرى، في حين أن مصطلح "طباعة النقود" عادة ما يعني أن يتم استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً في تمويل مباشر للعجز المالي الحكومي أو لسداد الديون الحكومية.

- ويحظر على المصارف المركزية في معظم الدول المتقدمة (مثل: الولايات المتحدة الأمريكية، واليابان، والاتحاد الأوروبي والمملكة المتحدة)، بقانون شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة من الحكومة، ويجب شرائها من السوق الثانوية، وبموجب هذه العملية يتم ذلك بخطوتين، حيث تتبع الحكومة سندات لهيئات القطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي، وقد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح "تتقيد الديون".

والسمة الفارقة بين التيسير الكمي وتتقيد الديون، هي أنه مع التيسير الكمي يقوم البنك المركزي بطباعة النقود لتحفيز النشاط الاقتصادي، وليس لتمويل الإنفاق الحكومي، والفرق كبير بين الممارستين.

- ولقد أعلن العديد من البنوك المركزية عن نيتها في إعادة بيع السندات الحكومية ومختلف الموجودات المالية في السوق عندما يتعافى الاقتصاد العالمي، وبالتالي عكس عملية التيسير الكمي، والطريقة الفعالة الوحيدة لتحديد ما إذا كان البنك المركزي قد قام بتتقيد الديون هي مقارنة أدائه النسبي بأهدافه المعلنة، حيث عملت العديد من المصارف المركزية على الوصول إلى التضخم المستهدف، لهذا فمن المحتمل أن يقوم البنك المركزي بتتقيد الديون إذا استمر في شراء السندات الحكومية عندما يكون التضخم فوق المعدل المستهدف، ولدى الحكومة مشاكل مع التمويل بالإقراض.

¹ عبد العزيز شويش، بشرى بد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4،

وقد أشار بن برنانكي (رئيس الاحتياطي الأمريكي) في عام 2002 إلى أن حكومة الولايات المتحدة لديها تقنية تسمى المطبعة، أو ما يعادلها الكترونيا اليوم، بحيث اذا وصلت معدلات النمو عند صفر، وكان هناك تهديد بالانكماش الاقتصادي، فعلى الحكومة أن تتصرف دائما لضمان منع هذا الانكماش الاقتصادي، وقال مع ذلك، فإن الحكومة لن تطبع نقود وتوزيعها (طوعا أو كرها)، لكنها بدلا من ذلك سوف تركز جهودها على مجالات معينة (على سبيل المثال: شراء سندات دين وكالة اتحادية فيدرالية وأوراق مالية مدعومة برهن عقاري)، وهذا هو عملية التيسير الكمي.

وأظهر هذا الخطاب أن برنانكي كان على استعداد بالفعل لمنع الانكماش الاقتصادي والتعامل مع مشكلة الفائدة الصفرية والالتزام بطباعة النقود أو ما يعادلها الكترونيا، وأدى هذا الخطاب إلى أن يطلق النقاد على برنانكي لقب "هليكوبتر بن"، وقد أشارت بنوك مركزية أخرى وخبراء اقتصاد إلى طبع النقود في حين مناقشة السياسة النقدية خلال التيسير الكمي.

وقال ريتشارد دلبيو فيشر (رئيس بنك الاحتياطي الاتحادي) في دالاس: ان الولايات المتحدة الأمريكية تقوم بتقييد الديون من خلال التيسير الكمي، مشيرا إلى 600 مليار دولار أمريكي إضافية تم إنشائها للجولة الثانية من التسهيل الكمي (QE2)، وأن البنك المركزي للأمة سوف يقوم بتقييد الدين الاتحادي الفدرالي.

- ووفقا لما قاله الخبير الاقتصادي "روبرت ماكثير" (الرئيس السابق للبنك الاحتياطي الاتحادي الفدرالي في دالاس، لأبأس من طباعة النقود خلال فترة الركود الاقتصادي.

عمليات التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة:¹

يعتبر التيسير الكمي مجرد امتداد لعمليات السوق المفتوحة .

و تختلف عمليات التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة في بعض النقاط أهمها:

1- القيمة المالية لبرامج التيسير الكمي أكبر بكثير من القيمة المالية لعمليات السوق التي تكون خلال مدة زمنية قصيرة لا تتعدى شهور قليلة أو حتى أسبوع بينما الأولى تمتد لسنوات.

2- يتم الاعتماد على عمليات السوق المفتوحة في الحالة الطبيعية للاقتصاد هدفها التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عموما بقيم قصيرة جدا. بينما سياسة التيسير الكمي يتم اللجوء إليها في حالة الأزمات المالية عندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل بقيم قريبة للصفر أو صفرية (مصدية السيولة)، وذا حتى يتم تحفيز الطلب الكلي والنشاط الاقتصادي.

3- يقوم البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء سندات الخزينة قصيرة الأجل، بينما من خلال برامج التيسير الكمي تقوم بشراء الأوراق طويلة الأجل مستهدفة ودرجة مخاطرها الائتمانية مرتفعة، كالأوراق المالية المضمونة برهن العقاري، سندات الخزينة وغيرها، ويتم ذلك لمدة عدة سنوات.

¹ عبد العزيز شويش، بشرى بد الباري أحمد، نفس المرجع السابق ، ص 132-133

- 4- بما أن أسعار الفائدة على المدى الطويل تميل إلى أن تكون أعلى من المعدلات قصيرة الأجل، فإن التيسير الكمي يمكن أن تدفع بالمعدلات الطويلة الأجل إلى مستويات أقل حتى عندما تكون المعدلات القصيرة الأجل قريبة من الصفر، وهو ما عززت عنه عمليات السوق المفتوحة.
- 5- إن كان الهدف النهائي لكلتا السياستين يبقى نفسه، وهو تحفيز النمو الاقتصادي فإن الهدف الوسيط يختلف حيث عند القيام بعمليات السوق المفتوحة يكون الهدف الوسيط هو أسعار الفائدة بينما في سياسة التيسير الكمي يكون الكتلة النقدية.

المطلب الرابع: إيجابيات وعيوب التيسير الكمي

هناك العديد من العيوب والمزايا للتيسير الكمي تم تلخيصها من خلال العناصر التالية:

1- إيجابيات التيسير الكمي¹:

إن التيسير الكمي كسياسة غير تقليدية له من الإيجابيات ما يجعله بديلاً لأدوات السياسة المالية والنقدية التقليدية، وقد تم اللجوء إليه من طرف عديد الدول لما يصاحب استخدامه من آثار إيجابية على الأسواق المالية والنقدية وعلى الاقتصاد ككل والتي قد نلخصها فيما يلي:

1-1- تخفيض أسعار الفائدة:

هو أنه يزيد من القاعدة النقدية (ME) أي أن التأثير الرئيسي للتيسير الكمي يتجلى في تزويد النظام النقدي بالمزيد من النقود، وعادة ما يرتبط العرض النقدي المرتفع بانخفاض أسعار الفائدة، وهذا راجع إلى أن المزيد من المال يبدأ بالتدفق إلى النظام المالي، ومن ثم يبقى على المقرضين التنافس مع بعضهم البعض لإقراض تلك الأموال الزائدة إلى مختلف الفعاليات في الاقتصاد من شركات وأسر وغيرها، وفي ظل عملية المنافسة هذه، فإن أسعار الفائدة ستسحب حتماً إلى مستويات منخفضة، ما يعني أن استعمال سياسة التيسير الكمي يمكنه من تحقيق الهدف الآخر للسياسة النقدية المتعلقة بتخفيض أسعار الفائدة تلقائياً.

1-2- تخفيض معدلات البطالة:

عادة ما تعقب الأزمات الاقتصادية بطالة ملحمة، فعلى سبيل المثال نتج عن الكساد العظيم لعام 1929 والذي يعد أحد أسوأ الفترات في التاريخ الاقتصادي، أن أكثر من 40% من الناس أصبحوا عاطلين عن العمل خلال وقت قصير، وامتدت البطالة لسنوات عديدة قبل أن يعود الاقتصاد إلى طبيعته، وقد كانت سياسة التيسير الكمي التي تلت أزمة 2008 المشابهة لأزمة الكساد العظيم مفيدة للغاية للاقتصاد لأنها قامت بحماية وظائف الأفراد ومنعت انتشار البطالة بشكل كبير.

¹ Advantages of quantitative easing, [https:// www. managanentstudygud. com](https://www.managanentstudygud.com), 23: 48, 4- 3- 2019.

1-3-زيادة الإقراض والاقتراض:

وذلك من خلال الزيادة في الأموال من خلال شراء البنك المركزي للأصول على نطاق واسع، ينبغي تشجيع البنوك على تقديم المزيد من القروض، كما أنه من المرجح أن يتعامل المستهلكون والشركات مع ديون جديدة ندما تكون أسعار الفائدة منخفضة.

1-4-زيادة الإنفاق:

سيزيد المستهلكون من إنفاقهم بسبب مل من الإقراض والاقتراض الجدد للذات يولدان المزيد من الأموال، ومع انخفاض أسعار الفائدة فإن ترك الأموال في المدخرات ليس بتلك الجاذبية.

1-5-النمو الوظيفي:

عندما يكون لدى الشركات القدرة على الوصول إلى المزيد من رأس المال من خلال القروض، ويكون بمقدورها أن تباع أكثر بسبب زيادة الإنفاق الاستهلاكي يتم تشجيعها على توسيع وتوظيف الموظفين.

2-عيوب التيسير الكمي:

إن التيسير الكمي كسياسة غير تقليدية مثله مثل أدوات السياسة المالية والنقدية التقليدية لا يخلو من بعض العيوب التي قد تصاحب استخدامه ومنها ما يلي:

2-1-التضخم:¹

زيادة العرض النقدي الناتجة عن التيسير الكمي بشكل طبيعي يخلق التضخم، ستزداد المنافسة على المنتجات بسبب ازدياد الأموال المتداولة ولكن لا يوجد زيادة في المعروض من السلع، ارتفاع الطلب يؤدي إلى ارتفاع الأسعار. إذا لم تتم إدارتها بشكل صحيح يمكن أن ترتفع معدلات التضخم بسرعة مما يؤدي إلى التضخم المفرط.

2-2_المزيد من الديون:

حيث أنه من الممكن أن تؤدي زيادة فوائد اقتراض الشركات والمستهلكين إلى الاقتراض أكثر مما يستطيعون تحمله، الأمر الذي قد يكون له عواقب سلبية على الاقتصاد.

2-3 إقراض قسري:

في التيسير الكمي تهدف البنوك التجارية إلى استخدام الأموال التي تحصل عليها من البنك المركزي لتقديم المزيد من القروض، كون لا يوجد شيء في العملية يتطلب منهم القيام بذلك، على سبيل المثال عندما تم تطبيق التيسير الكمي في البداية في الولايات المتحدة بعد الأزمة المالية لعام 2008، حيث احتفظت العديد من البنوك بثروتها الجديدة بدلا من نشرها.

- يؤدي التيسير الكمي إلى انخفاض العملة بسبب المخاوف من التضخم في المستقبل.

- تؤدي سياسة التيسير الكمي إلى انخفاض أسعار الفائدة على المدى القصير، ومع ذلك، فإنه على المدى الطويل يؤدي إلى التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة مما يسبب في عكس الاستقرار المالي.¹

¹Problems of quantitative easing . 14- 12-2017. <http://www.Economicshlp.Org> 21:27. Mars 2019.

-سياسة التيسير الكمي تؤدي إلى تشكيل فقاعة الأصول في السوق، مرة أخرى يصبح السوق مدمنا على الكميات المتزايدة من الحوافز النقدية التي يتم تلقيها على أساس يومي، وبمجرد توقف هذا الحافز، يبدأ الناس في سحب أموالهم من الأسواق مما يسبب في انهيار الأسعار.

المبحث الثاني: آليات وأدوات وقنوات التيسير الكمي والآثار المترتبة عنه

يمثل التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية يستخدمها البنك المركزي لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، وتمثل في الحقيقة آخر أسلحة البنك المركزي بعد أن دفع بأسعار الفائدة نحو الصفر، ومنها للوقوع في مصيدة السيولة، وذلك لقدرته على مواجهة المخاطر المتزايدة للأزمات المالية المتعاقبة، ومن خلال هذا المنطلق سنحاول التعرف على أدوات وآليات سياسة التيسير الكمي، إضافة إلى مختلف الآثار والقنوات هذه الأداة.

المطلب الأول: آليات وأدوات التيسير الكمي

1-آلية التيسير الكمي:

عند شراء البنك المركزي لأصول مالية مضمونة فإنه يدفع سعرها، وبالتالي يقلل من العائد، أي المستثمرين عندما يشترون تلك الأصول، وهذا يشجع المستثمرين على شراء أصول أخرى ذات عائدات أعلى، مثل سندات الشركات والأسهم، وكلما تم شراء المزيد من هذه الأصول، ارتفعت أسعارها، مما يؤدي إلى خفض تكاليف الاقتراض للشركات، مما يسهل عليها جمع الأموال التي تمكنها بعد ذلك من الاستمرار في أعمالها وتشجيعها على إنفاق واستثمار المزيد.

فالتيسير الكمي يحفز الاقتصاد على النحو التالي:

1- يتم إنشاء أموال جديدة واستخدامها لشراء الأصول المالية للمؤسسات.

2- تحصل هذه المؤسسات على دفعة جديدة من النقد يمكنها استخدامها للاستثمار والإنفاق.

3- تتدفق الأموال الإضافية من جميع هذه الشركات في الاقتصاد مما يزيد من المعروض النقدي عموماً.

4- ترتفع أسعار الأصول المالية تحت الطلب الجديد وتهبط عوائد الأصول (سعر الفائدة المدفوع للمستثمرين).

5- تبدأ المؤسسات في شراء الأصول من المؤسسات الأخرى، الأمر الذي يزيد من الأسعار ويخفض العوائد المدفوعة.

6- عند دفع مال أقل في الفائدة يصبح لدى تلك المؤسسات الآن المزيد من المال للإنفاق، والإقراض والاستثمار.

¹Disadvantages of quantitative easing-[https:// www. Managementstudygud. com](https://www.Managementstudygud.com) ,22 00، 3Mars 2019.

وبمجرد انتعاش التضخم، يمكن للبنك المركزي أما الاحتفاظ بالأوراق المالية حتى الاستحقاق، وبالتالي امتصاص الكتلة النقدية التي تم إنشاؤها مسبقا عندما تسدد الجهة المصدرة التزاماتها في تاريخ الاستحقاق، أو يمكن أن تختار السيولة الفورية أكثر من خلال بيع الأوراق المالية للمستثمرين.

2- أدوات التسيير الكمي:

وتنقسم إلى قسمين هما:

2-1- برنامج شراء الأصول "السندات السيادية"¹: تم الإعلان عنه يوم 10 ماي 2010 بعد سلسلة أحداث هامة بدأت من اليونان التي أثرت بشدة من جراء حدوث أزمة السيولة من جراء انهيار بنك ليمان برا ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر من سنة 2008 (انفجار الأزمة المالية العالمية) وأدى ذلك إلى ارتفاع العائد على السندات السيادية الأوروبية وبالتبعية على سندات اليونان الحكومية، هذا بجانب ضعف الارتباط بين العائد والسندات الأوروبية ومثيلتها اليونانية بعد أن كانت هذه الأخيرة تتبعها لعقود، أي أصبحت السندات اليونانية تسير في اتجاه منفصل عن مثيلتها الأوروبية، وهذا تدخل من قبل البنك المركزي في الأسواق لاحتواء وتهدة المخاوف في الأسواق والهدف الأساسي منه خفض تكلفة الاقتراض (العائد على السندات السيادية).

2-2- برنامج شراء السندات السيادية: "التعاملات النقدية المباشرة" (OMT): و حقوق الشراء مباشرة من السوق الثانوية وبدون قيود ويطلق عليه "التعاملات النقدية المباشرة" وهو عبارة عن برنامج لشراء السندات السيادية من دول منطقة اليورو في السوق الثانوية بهدف خفض تكلفة الاقتراض أو معدل العائد على السندات السيادية في السوق الثانوية، ويستهدف OMT ذات أجل (استحقاق) من سنة واحدة إلى ثلاث سنوات، وكذا السنوات طويلة الأجل التي بقي من عمرها ثلاث سنوات فأقل، في حين أقر البنك المركزي بعمليات شراء غير محدودة للسندات، كما أن البنك المركزي الأوروبي و الوحيد صاحب القرار النهائي فيما يتعلق بإدارة البرنامج وقيمة الشراء، وتبعية السندات لدولة ما، والحق في إلغاء عملية الشراء، ووقف أو تعليق البرنامج كليا.

- حتى يتم تفعيل البرنامج يجب على الدولة التي تحتاج إلى ذلك البرنامج أن تتقدم بشكل رسمي بطلب المساعدة من "صندوق الاستقرار المالي الأوروبي (EFSF)، صندوق آلية الاستقرار المالي أوروبي (ESM)" وبعد أن تحصل على الموافقة يقوم البنك الأوروبي بتفعيل البرنامج وشراء سندات تلك الدولة، ويشترط أن تخضع الدولة للإصلاحات مالية جادة (خفض الدين العام وعجز الميزانية) وأن تلتزم بتلك الإصلاحات وفي حالة التقاعس يحق للبنك إيقاف البرنامج على الفور.

¹Choukairy .w et naffi .i. la stratégie d'assouplissement quantitative des banques central face a la crise: cas de la BCE ET la SED intrnational journal of innovation and studies, vol 2 ,N 3, 2013, p217.

ويمكن حصر أهم إجراءات البرنامج فيما يلي:¹

- تتم العمليات على مستوى السوق الثانوية، حيث يفرض البنك المركزي التدخل من خلال السوق الأولية، وذلك على عكس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، وبنك إنجلترا، فهو يرفض القيام بوظيفة الملاذ الأخير للإقراض.

- عمليات شراء السندات السيادية تتم تعقيمها كلية، وبالتالي لا تؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية. تخفيض الشروط على الضمانات المطلوبة للاستفادة من التسهيلات، فقد تم إلغاء التصنيف الائتماني الأدنى المطلوب على السندات السيادية الأوروبية.

- الشفافية: جميع أرصدة العمليات النقدية على السندات وقيمتها يتم نشرها أسبوعياً، أما المدة المتوسطة لأرصدة السندات وفق كل دولة يتم نشرها شهرياً.

المطلب الثاني: قنوات التسيير الكمي :

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

1- قناة السيولة:

وتشمل استراتيجية شراء الأوراق المالية طويلة الأجل والدفع عن طريق زيادة احتياطي الأرصدة، (الأرصدة الاحتياطية هي الأصول الأكثر سيولة من الأوراق المالية طويلة الأجل)، وبالتالي فإن البورصة تزيد من السيولة في أيدي المستثمرين وبالتالي يقلل من سعر الفائدة على معظم السندات السائدة.

ومن المهم التأكيد على أن هذه القناة تتطوي على زيادة في عوائد الخزينة، ويعتقد عموماً أن سندات الخزينة تحمل علاوة على سعر السيولة، ويمكن توقع حدوث في السيولة للحد من مثل هذا القسط من السيولة وزيادة الغلة، وهكذا فإن هذه القناة تتوقع أن :

أسهم البورصة في زيادة العوائد على الأصول الأكثر سيولة، مثل خزائن السندات بالنسبة إلى أصول أخرى أقل سيولة.²

2- قناة سعر الأصول:³

حسب هذه القناة فإن السياسة النقدية التوسعية تزيد من ارتفاع أسعار الأصول، نتيجة ارتفاع قيمة رأس المال وقيمة السندات، وهذا التأثير يتم من خلال عدة قنوات من بينها :قناة السيولة، و تعديل المحفظة، وقناة المدة. . .

¹Banque centrale européenne , communiqué de presse, caractéristiques techniques des opérations monétaires sur titres, 6september2012, p1-3.

²A. krishnamurthy·anneettevissing-jorgensen· the effects of quantitative easing on interest rates: channels and implication for policy· northwestern university· p238.

³Kouané désiré kanga ‘essais sur l’impact dmsuresdeplqmnétique nom conventionelle dans lazon euro ‘opcit· p40.

- فمن خلال قناة السيولة يقوم البنك المركزي على أساس برامج التيسير الكمي بعملية الإصدار النقدي عن طريق نقود ورقية أو إلكترونية، مثل ما قام به البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال فترة الأزمة المالية العالمية 2008، هذا من أجل ضمان السيولة للأزمة في الأسواق، ويجب للإنجاح تأثير على أسعار الأصول وجود إحلال غير كامل بين النقود والأصول طويلة الأجل، لتفادي ظاهرة الاكتناز النقدي، كما أنه يمكن تسميتها بقناة القروض، بما أنها تسمح بتسهيل عملية تمويل الأعوان الاقتصاديين عن طريق تحسين قيمة جانب الأصول لديهم مما يسمح لديهم بتقديم ضمانات جيدة للبنوك مقابل إقراضهم.

- تساهم عملية شراء الأصول من طرف البنك المركزي في تقليل من حجم المخزون لتلك الأصول الذي يملكه المستثمرون والوسطاء الماليون مما يؤثر على أسعارها حتى الأجل المتوسط والطويل بفعل الندرة، وبالتالي تقليل من المخاطر وتعديل هيكل محفظة المستثمرين وهذا ما يسمى بقناة تعديل المحفظة.

3- قناة التحذير:

تشير هذه القناة على ضرورة تغطية الاقتصاد الحقيقي مستقبلا لكمية النقود المطبوعة في الاقتصاد الحالي أي أنه على سياسة التيسير الكمي أن تكون فاعلة في الاقتصاد مستقبلا بحيث تؤثر بشكل إيجابي وبالشكل المطلوب، أي يجب على سياسة التيسير الكمي أن تخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل حاليا. ففي حالة أن سياسة البنوك المركزية أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل فعليه زيادة الأصول طويلة الأجل المشتريات وهذا ما يدفع أسعار الفائدة إلى الانخفاض وعلى هذه السياسة أن تكون فعالة على المدى البعيد ما يؤثر على الاقتصاد الحقيقي مستقبلا وهكذا يكون البنك المركزي قد قام بدوره بفعالية.

4- قناة سعر الصرف:

يمكن أن تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على أسعار صرف العملات، حيث كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة عندما تم تطبيقها، ونخص بالذكر بعملية التيسير الكمي التي أطلقها البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في لجنة السوق المفتوحة لدعم الاقتصاد الأمريكي خلال سنة 2008 كانت نتيجتها عملية ضخمة لبيع السندات وحركة كبيرة لرؤوس الأموال شهدتها مختلف دول العالم، مما سبب تدفق هائل للدولارات رغبة في الاستفادة من معدلات النمو الكبيرة وسرعة دوران رأس المال خاصة في الاقتصاديات الناشئة (حوالي 150 مليار دولار كل شهر)، مما ساهم في بيع عملاتها مقابل الدولار وزيادة الطلب عليها في السوق الصرف وبالتالي ارتفاع مقابل الدولار، هذا ما وضع صادرات الدول الناشئة في وضع تنافسي ضعيف لأنه من الناحية النظرية انخفاض قيمة العملة المحلية يؤثر إيجابا على تنافسية صادرات الدولة بالمقابل هناك ارتفاع في أسعار السلع المستوردة مما يعزز توقعات التضخم.¹

¹Michel .d «les effets des politiques de quantitative easingsule taux de change:les enseignement de l'exprience américaine» revue d'économie financière 4_2012، N108، P243-250.

والأكيد أنه هناك تنافسية كبيرة فيما بين اقتصاديات الدول خاصة الناشئة منها في تطبيق معدلات فائدة سالبة قصد العمل على تخفيض عملاتها مقابل الدولار، وتعزيز تنافسية صادراتها ولو على حساب الشركاء التجاريين، وهذا ما يعرف بحرب العملات حيث هددت السلطات الأمريكية في عهد الرئيس "دونالد ترامب" بفرض ضرائب جمركية قد تصل إلى 40% على السلع الصينية جراء التخفيض المعتمد والمستمر لليوان الصيني.¹

- ما يمكن قوله أن فعالية هذه القناة مرتبط بشكل أساسي بتطور معدلات النمو الاقتصادي العالمي، والتي كانت جد منخفضة خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة، فانخفاض أسعار البترول بداية من صيف 2014 ساهم في تخفيض أسعار السلع والخدمات وبالتالي أدى الى خلق التوقعات ايجابية للتضخم مما أجل تعافي بعض اقتصاديات العالمية من انكماشها.

5- قناة الندرة:

إن الزيادة في شراء الأصول طويلة الأجل والمتمثلة أساسا في السندات الحكومية يؤدي إلى ارتفاع أسعارها في مقابل انخفاض أسعار الأصول الأخرى وثبات العائد يؤثر على عرض السندات، وهذا ما يسهم في الاتجاه نحو الاستثمار في الأصول قصيرة الأجل والاستثمار في الاقتصاد الحقيقي خاصة، تعتبر هذه القناة جزء من قناة المحفظة إلا أنها الأصول طويلة الأجل فقط.

6- قناة النقود :

من الناحية النظرية للنقود تعتبر سياسة التسيير الكمي على أنه صدمة في المعروض النقدي، وقناة عبوره يمكن تحليلها عن طريق مبدأ المضاعف النقدي.²

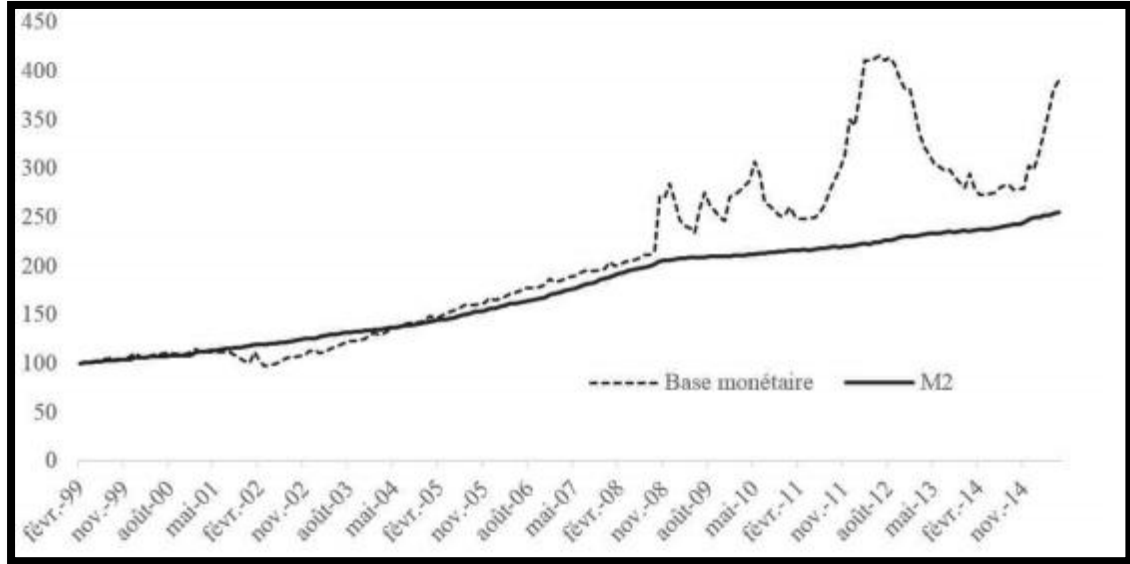
- فحسب هذا المبدأ فكل تغير في القاعدة النقدية سينتج حجم الكتلة النقدية، فطريقة عمل المضاعف النقدي ستلتزم استقراره في الزمن وسرعة دوران النقود، لكن هذه الفرضية "استقراره المضاعف النقدي غير متوفرة دائما لأنه في بعض الحالات يكون التغير في القاعدة النقدية أكبر من التغير في الكتلة النقدية ($M0 > M1$) مثلما حدث في العديد من الاقتصاديات العالمية خلال الأزمة المالية العالمية 2008، على غرار منطقة اليورو كما يوضحه المنحنى، وعلى هذا نقول أن ميكانيك المضاعف النقدي لا يمكن أن يفسر آثار سياسة التسيير الكمي في بعض الاقتصاديات.³

¹ Glenn d. Rude bush, 'the fds xtstrategy for monetarypolicy', 2010, P2-3.

² Bowdler C etA. Radia, 'unconventionalmonetarypolicy: the assessment', "oxfordreview of economicpolic", 2012, P623-621.

³ Bridge j, et r thomas, 'the impact of QE on the UK economy –some sup-portivemonetaristarithmetic', working, 2012, paper443.

شكل رقم 1: يوضح تغيرات الكتلة النقدية والقاعدة النقدية في منطقة اليورو خلال الأزمة المالية 2008.



المصدر: Kouamé Désiré Kanga, Essais sur l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro, université d'Orléans, la France, 2017, p 39.

الملاحظ أن جميع السيولة النقدية التي تم ضخها بفعل سياسة التسيير الكمي تحولت إلى تراكمات في الاحتياطات البنكية بالرغم من تخفيض معدل الاحتياط الإجمالي، من جهة أخرى هناك العديد من المؤسسات غير المالية قامت باللجوء إلى السوق المالي من أجل ضمان احتياجاتها المالية عن طريق إصدار سندات وأسهم دون اللجوء إلى التمويل البنكي بالإقراض، هذا أيضا ما ساهم في تراكم الاحتياطات لدى البنوك التجارية، هذا ما دفع بالسلطات النقدية إلى تطبيق معدلات فائدة سالبة على الودائع من أجل تحرير الاحتياطات البنكية.

7- قناة سعر الفائدة:¹

قناة الإرسال الرئيسية للسياسة النقدية في عرض المال هي قناة سعر الفائدة التوسعية (أو انكماشية) السياسة النقدية تنخفض (أو زيادات) السعر الفائدة الحقيقي والتي تنخفض (أو ترفع) من تكلفة رأس المال، وهذا يؤدي إلى ارتفاع (أو انخفاض) للإنفاق الاستثماري والاستهلاك، مما يؤدي إلى ارتفاع (أو انخفاض) في الطلب الكلي وزيادة (أو انخفاض) في الناتج.

¹ Bowdler C et A. Radia "unconventional monetary policy: the assessment", "oxford review of economic policy", 2012, P623-621.

- ومن بين المتغيرات الاقتصاد الملي الأخرى المتأثرة بقناة سعر الفائدة هي: الدخل من خلال صافي الفائدة والمدفوعات، والثروة من خلال أرباح أو خسائر رأسمال.

8- قناة الائتمان:

تنص هذه القناة عل أن السياسة النقدية تؤثر على مبلغ الائتمان التجاري، والتي تؤثر بدورها على الاقتصاد الحقيقي.

9- قناة المخاطرة:

تعرف بأنها أثر للتغيرات في السياسة النقدية، وهذا بدوره يؤثر على المخاطرة من المحافظ وسعر الأصول، ويشير المؤلفون إلى أن قناة المخاطرة (المجازفة) قد تعمل على نحو مماثل للقناة الائتمان، لان كليهما يعتبران مسرعين للسياسة النقدية، وعلى سبيل المثال فان انخفاض أسعار الفائدة يزيد من قيمة الأصول والإيرادات والأرباح الإضافية، وهذا قد يقلل من إدراك المخاطر وهذا يشجع الاستثمار.

10- قناة توازن المحافظ المالية:

حيث تقوم على فرض أن الأدوات المالية ليست بديلة لبعضها البعض بشكل مطلق في محافظ المستثمرين، وبالتالي فان التغيرات في صافي العرض المتاح من هذه الأموال للمستثمرين يؤثر على معدل العائد الذي تحققه وكذلك على تلك الأدوات المالية البديلة لها، فقيام البنك المركزي بشراء السندات طويلة الأجل تؤدي إلى تقليل معدلات العائد عليها نتيجة لانخفاض العرض وبالتالي ارتفاع أسعارها، الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى شراء سندات مشابهة في الخصائص من حيث المخاطرة ومدة الاستحقاق وهو ما يخفض من معدل العائد على الأصول الأخرى أيضا مما يزيد من حجم الإقراض.¹

11- قناة التوقعات:

تتركز قناة التوقعات على إمكانية جعل الأعوان الاقتصاديين يتجاوبون مع الإجراءات المستقبلية التي ستقوم بها البنوك المركزية، وتبين كيف تساهم برامج التيسير الكمي في الحفاظ على الثقة المصرفية خلال الأزمة المالية، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار قنوات الإشارة والثقة التي تؤكد بدورها للمستثمرين والمستهلكين أن البنك المركزي قام بتعديل إجراءاته وراجع نظريته الاقتصادية المستقبلية، وقد قام بصياغة سياسة نقدية تتماشى مع طموحاتهم حتى يتم استعادة الثقة في مختلف الأسواق، فالمخرج الوحيد من المصيدة السيولة هو التحكم في توقعات الأعوان الاقتصاديين.

قناة التضخم:

¹Glenn d. Rude bush، the fds xtstrategy for monetarypolicy، 2010 ،P2-3.

بقدر ما تكون التسهيلات الكمية توسعية، فإنها تزيد من توقعات التضخم، ويمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الفائدة، إضافة إلى أن التيسير قد يزيد من المخاطر المحيطة بالتضخم في بيئة يكون فيها المستثمرون غير متأكدين منها.

قد تؤدي إجراءات السياسة إلى زيادة آثار التضخم، وعدم اليقين بشأن التضخم، بمعنى أنه يكافح احتمال حدوث دوامة انكماشية، وسوف يؤدي ذلك إلى ارتفاع عدم اليقين في أسعار الفائدة.

التيسير الكمي يزيد السعر الثابت على مقايضات التضخم وكذلك التضخم.

التيسير الكمي قد يزيد أو ينقص عدم اليقين في أسعار الفائدة، كما تم قياسها بواسطة التقلب الضمني الفرق بين تبادل التضخم والتبادل:

تبادل التضخم (قسمة صفرية) هو أداة لتحوط من ضد ارتفاع التضخم.

التبادل هو التعاقد بين دافع ذي معدل ثابت ودوافع معدل عائم يحدد تبادل للنقد لمرة واحدة عند استحقاق العقد التقلب الضمني هو التقلب المتوقع في أسعار الفائدة على النحو الضمني من أسعار السوق.

المطلب الثالث: آثار التيسير الكمي:

يترتب عن استعمال سياسة التيسير الكمي عدة آثار نذكرها فيما يلي:

1-زيادة الطلب على الاصول المالية:

تواجه أسواق السندات في جميع أنحاء العالم وخاصة الأسواق في الولايات المتحدة وأوروبا تأثيرا الأكثر مباشرة لسياسات التيسير الكمي التي أطلقتها الحكومات في جميع أنحاء العالم، هذا لأن التيسير الكمي يشير إلى شراء السندات الحكومية بالأموال التي تم إنشاؤها حديثا من البنوك المركزية، وبالتالي فإن البنوك تعمل في الواقع خلق أموال جديدة وضخها في النظام، لذل كمن المتوقع أن يرتفع الطلب على السندات التي تمتص هذه الأموال المنشأة حديثا، ولهذا السبب يتم استخدام أموال التيسير الكمي لشراء السندات الحكومية فقط، مما يضمن عدم تحقيق أي أطراف خاصة لأية أرباح نتيجة لسياسة الحكومة هذه، وبالتالي يقال أن حكومة الولايات لديها وقت أسهل لتمويل احتياجاتها من الديون البالغة 2مليار دولار في اليوم، وذلك بفضل التيسير الكمي.

2-أثر التيسير الكمي على عرض النقد:

من المعروف أن عرض النقد يتألف من النقد في التداول والحسابات الجارية وحسابات التوفير لدى الجهاز المصرفي وقرات أخرى، ونظرا لأن التيسير الكمي يصب أساسا في الموجود النقدي للجهاز المصرفي فإن أثره مباشر على عرض النقد وأن عرض النقد يزداد فور إطلاق خطط التيسير الكمي وتنفيذها.

3-أثر التيسير الكمي على التضخم:

- ومن المعلوم في الأدبيات الاقتصادية أن الزيادة في المعروض النقدي لها تأثير تضخمي (كما يتضح من الزيادة في المعدل السنوي للتضخم)، وهناك ثغرة زمنية بين النمو النقدي والتضخم، ويمكن بناء

الضغوط التضخمية المرتبطة بالنمو النقدي من التيسير الكمي قبل أن يعمل البنك المركزي على مواجهتها، ويتم تخفيف المخاطر التضخمية إذا كان اقتصاد النظام قد فاق نمو وتيرة زيادة المعروض النقدي من التيسير، وإذا كان الإنتاج في الاقتصاد ما يزداد بسبب زيادة المعروض النقدي، فإنه قد تزداد أيضا قيمة وحدة العملة، حتى ولو كان هناك مزايدا من العملات المتاحة، وخلال أوقات ارتفاع الناتج الاقتصادي، لدى البنك المركزي دائما خيار استعادة الاحتياطي مرة أخرى إلى أعلى المستويات من خلال رفع معدلات الفائدة أو وسائل أخرى.

ومن ناحية أخرى، فعندما يكون الطلب على النقود غير مرن للغاية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة، أو بمعدلات الفائدة القريبة من صفر (الأعراض التي تتضمن فخ السيولة)، فإنه يمكن تنفيذ التيسير الكمي من أجل مواصلة تعزيز المعروض النقدي.

- إن زيادة المعروض النقدي قد يؤدي إلى خفض قيمة سعر الصرف لعملة البلد مقابل العملات الأخرى، وإضافة لذلك فإن الآثار المتوقعة للتيسير الكمي في زيادة التضخم قد تؤدي إلى تقليل معدلات العائد الحقيقية.

- إن بعض المراقبين يعتقدون أن مشتريات البنك المركزي من الموجودات المالية (في نطاق عملية التيسير الكمي) سيؤدي إلى تنشيط وتوسيع عمليات الإقراض التي ستقوم بها المصارف التجارية وهذا ما يحفز الاستهلاك و/أو الاستثمار، لاسيما إذا كان الاقتصاد يتعافى (لأسباب أخرى) غير التيسير الكمي، أن هذا سيؤدي بالنتيجة إلى التضخم.¹

- يسبب التيسير الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتيسير ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم، ومن ناحية أخرى، يمكن أن يفشل إذا كانت المصارف لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب، ويمكن للتيسير الكمي أن يخفف بفعالية عملية تخفيف المديونية كما يخفف العائدات، ولكن في سياق الاقتصاد العالمي، قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الاحتفاظ بالموجودات في الاقتصاديات الأخرى.

4- أثر التيسير الكمي على سعر الفائدة:

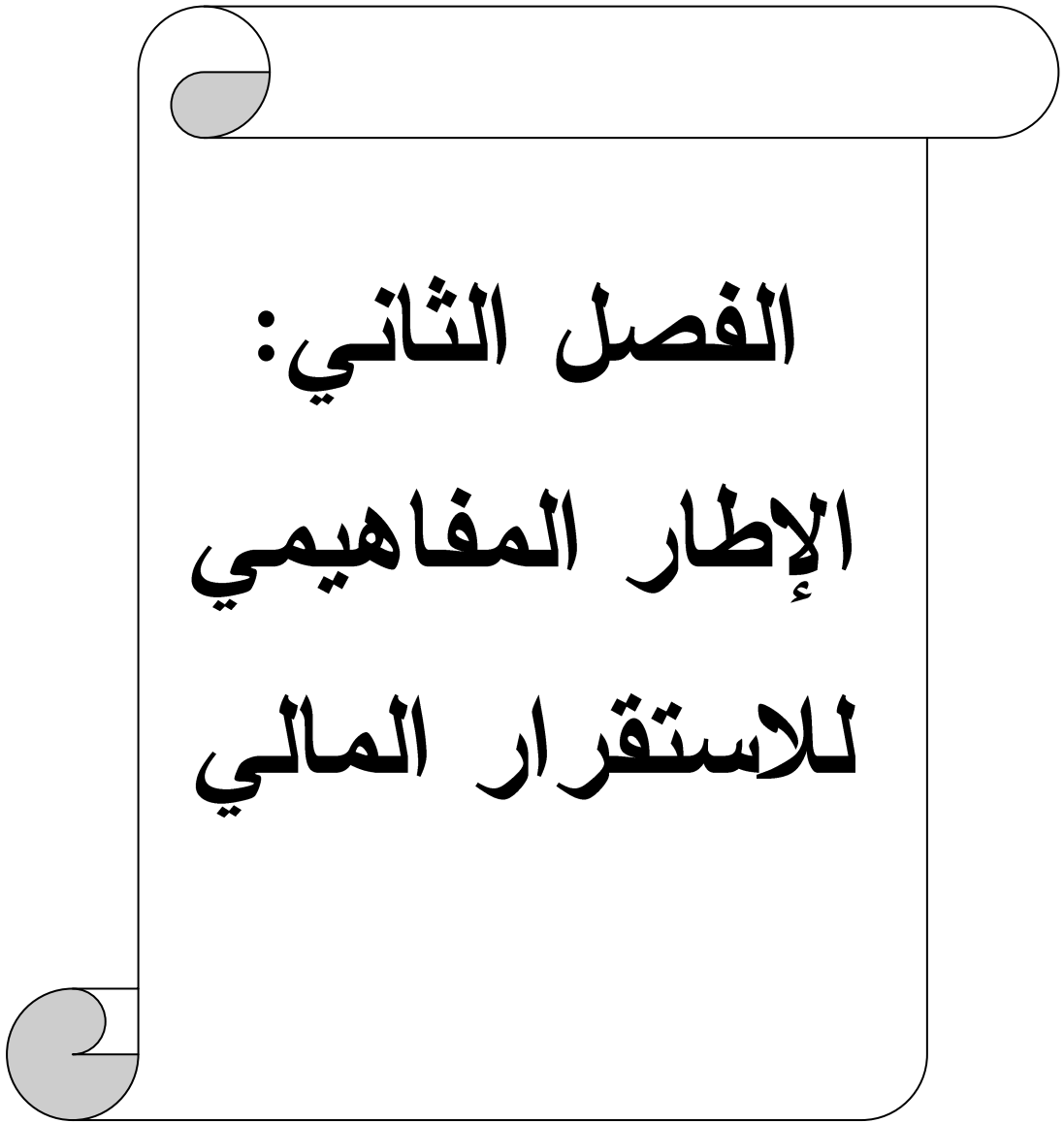
في العادة، ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية برفع أو خفض معدل الفائدة المستهدف من أجل التحكم بأسعار الفائدة بين البنوك، وعموما، يحقق البنك المركزي معدل الفائدة المستهدف في الأساس من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع السندات الحكومية قصيرة الأجل وعوائدها، وهذا بدوره يؤثر على معدلات الفائدة بين البنوك.

¹Kenneth.g,june 2011 ،quantitative easing trigger inflation، www.federalreservebank of New york ،21-03_2019، 01:09.

- إذا كان معدل الفائدة الاسمية عند صفر أو قريب منه للغاية، فلا يمكن للبنك المركزي أن يجعله أقل من ذلك الذي يسمى فخ السيولة، على سبيل المثال خلال الانكماش الاقتصادي أو عندما يكون التضخم منخفض جداً، وفي هذه الحالة فإن البنك المركزي قد يستخدم التسيير الكمي لشراء كمية محددة من السندات أو الموجودات الأخرى من المؤسسات المالية بصرف النظر عن معدل الفائدة، والهدف من هذه السياسة هو زيادة المعروض النقدي بدلاً من خفض معدل الفائدة الذي لا يمكن أن ينخفض أكثر من ذلك، وغالباً ما يعتبر ذلك "السبيل الوحيد الباقي" لتنشيط الاقتصاد.

خلاصة الفصل:

استطاعت سياسة التيسير الكمي، إضافة إلى برامج التحفيز الأخرى تحسين أوضاع أسواق الائتمان بصورة جوهرية، وأخذت معدلات النمو ترتفع على نحو واضح، حتى خرج الاقتصاد أمريكي بالفعل من حالة الكساد، غير أن الأوضاع الاقتصادية الكلية حالياً يحيط بها عديد من المخاطر، بصفة خاصة تلك المرتبطة بضغط سوق العمل، واستمرار ارتفاع معدلات البطالة على نحو غير مسبوق منذ الكساد العالمي الكبير، نتيجة ضعف معدلات النمو، وقد أذا ارتفاع معدلات البطالة إلى تقييد دخول القطاع العائلي، ومن ثم أثار قدراً كبيراً من عدم التأكد حول درجة أمان الوظائف، وانخفضت بالتالي الثقة في استعادة النشاط تأخذ النمط المستدام، فان معدلات التوظيف والنمو سترتفع، وحتى يحدث ذلك لابد للاحتياطي الفدرالي من الأوضاع الاقتصادية الكلية، ولا شك أن البطالة تعد من أكبر التحديات التي تواجه الاقتصاد الأمريكي، كما أن خفض معدلات البطالة سيتطلب المزيد من الوقت قبل أن تعود إلى مستوياتها في الأجل الطويل، لكن ما إن يبدأ الاقتصاد يقوى وتؤمن الشركات بأن التحرك على نحو فعال.

A decorative scroll frame with a light gray background and a black outline. The frame has rounded corners and a small gray tab on the left side.

الفصل الثاني:

الإطار المفاهيمي

للاستقرار المالي

تمهيد:

تزايد الاهتمام بالاستقرار المالي في أواخر السبعينات من القرن العشرين عقب الأزمة المالية التي لحقت بدول جنوب شرق آسيا وكانت تداعياتها وخيمة على اقتصاديات هذه الدول. فاستقرار المالي من شأنه أن يعمل على إعداد القطاع المالي لا ستعاب وامتصاص الإضرابات المالية، والحيلولة دون وقوعها، ومنع انتقال تداعياتها إلى مكونات القطاع المالي.

-ووفقا للدراسات التي تناولت الاستقرار المالي والقضايا المتعلقة به فإنه أصبح الاهتمام بالأسئلة المتعلقة بكيفية الحفاظ على الاستقرار المالي واضحا خاصة في العقود الأخيرة والتي نالت اهتماما لأكاديميين وصانعي السياسات في كل أنحاء العالم، ولسبب وراء تزايد القلق بشأن القضايا الاستقرار المالي مصدرها العواقب الوخيمة الناجمة عن الأزمات المالية التي حصلت مؤخرا في شرق آسيا في أواخر عام 1990 والأزمة المالية العالمية في 2007-2008م وأخيرا الأزمة المالية في منطقة اليورو والمتعلقة بالديون السيادية.

ويجد المتتبع للأزمة المالية العالمية والتي عصفت بالمصارف التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية أنها ولدت الأزمة المالية العالمية نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض وللاقتراض، إذ بدأت الأزمة بالرهن العقاري الأقل جودة حيث كانت لها تداعيات كارثية على الاقتصاد العالمي بشقيه الحقيقي والنقدي وخاصة على الاستقرار المالي للمصارف.

-كما يجد المتتبع للتاريخ الأكاديمي أن هناك مدرستان معروفتان في الأدبيات المالية تناولت مفهوم الاستقرار المالي، حيث يفضل ممثلو المدرسة الأولى تناول مفهوم عدم الاستقرار، في حين يفضل ممثلو المدرسة الثانية تناول مفهوم الاستقرار المالي، حيث تجد المدرسة الأولى أن عدم الاستقرار المالي يكون مرتبطا بالادخار والاستثمار، وهو يمثل الانحرافات التي تحدث عن الخطة الادخار بسبب عدم الكفاءة في أداء الإدارة المالية لتوظيف النظام المالي أو بسبب حالات عدم استقرار النظام في مواجهة الصدمات المحتملة، في حين تجد المدرسة الثانية أن مفهوم الاستقرار المالي يمثل قدرة النظام المالي في تحقيق الاستقرار الماليين خلال تجنب الاختلالات في النظام بحيث يكون النظام المالي قادرا على مقاومة الصدمات بدون أن تكون هناك أثار تراكمية من شأنها أن تحول دون تخصيص المدخرات للفرص الاستثمارية وعمليات الدفع والتسوية في الاقتصاد.

المبحث الأول: أساسيات حول الاستقرار المالي

يعد الاستقرار المالي من بين أهم الأهداف التي يحرص أي بنك على تحقيقها، لكونه يمثل الركيزة الأساسية للنظام المصرفي، وذلك لمدى مساهمته في رفع النظام المالي بالقيام بمختلف مهامه من تسهيلات ائتمانية وتوفير السيولة وغيرها من المهام الأخرى، ومن خلال هذا المنطلق سوف نحاول التعرف على مفهوم الاستقرار المالي وخصائصه إضافة إلى أهمية وأهداف الاستقرار وكذا عناصره والمحددات.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الاستقرار المالي:

تعددت الجهات الدولية والإقليمية التي تعنى بتحقيق الاستقرار المالي، وهو ما ترتب عليه عدم وجود اتفاق على تعريف واحد له، حيث تضمنت الأدبيات الاقتصادية مفاهيم متعددة للاستقرار المالي.

1- مفهوم الاستقرار المالي:

هناك طرق عديدة لتحديد مفهوم الاستقرار المالي، فمنها ما يعتمد على مؤشرات الاستقرار المالي بغياب عدم الاستقرار المالي، حيث يرى بعض الكتاب أن تعريف الاستقرار المالي سيكون أسهل من خلال تحديد عوامل عدم الاستقرار المالي (يطلق على هذا التعريف بالتعريف السلبي).

-تركز المجموعة الأولى من التعاريف بشكل مباشر على مؤشرات الظاهرة، حيث يرى الاقتصادي "FOOT" (2003) بأن هناك علاقة بين الاستقرار المالي واستقرار بعض جوانب الاقتصاد الكلي، فهو يرى أن الاستقرار المالي سيتحقق إذا كان هناك استقرار نقدي، معدل بطالة مقارب للمعدل الطبيعي، ثقة في الأسواق والمؤسسات المالية الرئيسية، استقرار في أسعار الأصول المالية والحقيقية.

- تجنب البنك المركزي النرويجي إعطاء تعريف واضح للاستقرار المالي لكنه ركز على الشروط اللازمة لتحقيق ذلك، ولعل من أبرز الشروط التي ذكرها نجد ضرورة استقرار النظام البنكي واستقرار نظام المدفوعات، كما ترى أيضا هذه المؤسسة بأن استقرار الاقتصاد العالمي شرط من شروط تحقيق الاستقرار المالي.

- بينما تركز مجموعة الثانية من التعاريف على تقديم تعريف مباشر للاستقرار المالي، فمن بين هذه التعاريف ما هو بسيط لتعريف البنك المركزي النمساوي، ومنها ما هو معقد كتعريف الاقتصاديين "PATAT" (2000) و"SCHINASI" (2005)¹

- يرى البنك المركزي النمساوي بأن الاستقرار المالي هو الحالة التي تتمكن فيها الأسواق المالية من أداء دورها في توفير الموارد حتى وإن كانت هناك صدمات داخل النظام.

¹Claudiutiberualbulexu، la stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UE، thèse de doctorat، faculté de sciences économiques، université de Poitiers، 2009، p 90.

- حيث يعرف محافظ البنك المركزي السعودي الاستقرار المالي بأنه الحالة التي يكون فيها النظام المالي قادر على جمع الموارد المالية وتوزيعها بطريقة فعالة، كما يكون هذا النظام قادراً على مقاومة الصدمات دون أن يؤدي إلى إلحاق الضرر بالاقتصاد الحقيقي.
- بينما يرى الاقتصادي "PATAT" (2000) بأن الاستقرار المالي لا يتوقف فقط على المخاطر البنكية كما أنه حتى ولو كان هناك توزيع جيد للموارد فإن هذا غير كاف للوصول إلى آلة الاستقرار المالي.
- يتيح الاستقرار المالي حسب "PATAT" لما يكون هناك عمل مستمر للقطاع المالي يمكن من توزيع أمثل للموارد ويكون قادر في نفس الوقت على مواجهة الصدمات المحتملة وبشكل دائم¹.
- أما "SCHINASI" (2004)، فيجزم بأن استقرار نظام مالي عندما يكون له القدرة على تيسير أداء الاقتصاد، وتشتت الاختلالات المالية التي تنشأ من التطور الطبيعي أو تلك الناتجة عن أحداث سلبية كبيرة غير متوقعة.²
- هناك أيضاً فريق من الاقتصاديين من يفضل تعريف الاستقرار المالي على أنه غياب عدم الاستقرار المالي، حيث قام كل من "ALLEN" و "WOOD" (2006) في بادئ الأمر بإعطاء تعريف لحالة عدم الاستقرار المالي وعرفها على أنها كل خروج من المخطط الأمثل (إنذار - استثمار) لأي اقتصاد بسبب تشوه النظام المالي.
- وبعد ذلك قاما بتعريف الاستقرار المالي على أنه تلك الحالة التي ستعيد أن تسجل فيها ظاهرة من ظواهر عدم الاستقرار المالي.
- ويرى "MISHKIN" (1992) بأن عدم الاستقرار المالي يحدث عندما تسبب صدمات النظام المالي إلى وقف تدفق المعلومات وهذا ما يؤدي إلى عدم بلوغ النظام المالي لهدفه المتمثل في التخصيص والتوجيه الأمثل للمدخرات نحو الاستثمار.
- ووفقاً لفكرة MISHKIN، أن ارتباط الأزمات المالية بالانكماش الاقتصادي يعود إلى صفات مؤسسات الوساطة المالية، في الواقع تتبع أهمية البنوك من خلال حصولها على المعلومات بشكل تفضيلي، والتي تتحصل عليها من أجل التعامل الاقتصادي يضمن هذا الاتجاه، يمكننا النظام المصرفي الحد من المخاطر انتقائية، غير أنه عندما تكون الظروف غير مواتية فإن أثر هذه المهمة الرئيسية يصبح سلبياً، وغالباً ما يتعرض النظام المالي لسلسلة من حالات الذعر المصرفي وتضييق منح الائتمان، مما يسبب بتشوه وظيفتي الاستثمار والاستهلاك، مما يؤدي إلى أزمة اقتصادية³

¹ Patat j-p, la stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales, dan" bulletin de la banque de France," banque de France, N84.

² JSchinasigarry"definingfinancialstability", "IMfworkingpaper,wp/04 /187/ 2004.P08.

³ Abouch.m.saidiabdessamed and firanozakaria»financialstability :definition,theoreticalfoundation and rols of the central banks » international research journal of finance and economics,2012, p78.

- من خلال ما سبق وأي ما كان التعريف فإن الاستقرار المالي يرتبط بالنظام المالي ومكوناته والأنشطة المرتبطة به، وعلى رأس ما يولي له الأهمية والعناية، أسواق المال والبنوك التجارية، ومن أهم الجهات المسؤولة عن تحقيق ذلك البنوك المركزية من خلال السياسات النقدية والمالية التي تنتجها.

2- خصائص الاستقرار المالي:

للاستقرار المالي عدة مميزات من بينها ما يلي:¹

- 1- يجب أن يكون الاستقرار المالي قابلاً للملاحظة من قبل صناع القرار، أو أولئك المسؤولين عن تحقيق وحفظ هذا الاستقرار، لمساعدتهم لمعرفة مدى نجاحهم في هذا.
- 2- يجب أن يكون الاستقرار المالي خاضعاً للرقابة ويتأثر بقرارات السلطات العامة وإن كان العكس فلا يوجد مبرر لكي يكون الاستقرار المالي هدفاً لهذه السياسات.
- 3- الاستقرار المالي يجب أن يكون له تعريف سياسي واضح.
- 4- إن تعريف الاستقرار المالي مرتبط بالرفاهية العامة، بصيغة أخرى، الاستقرار المالي هو عبارة عن سلعة عامة.

المطلب الثاني: أهداف وأهمية الاستقرار المالي

غيرت الأزمة المالية الأخيرة الفهم المتداول حول وظيفة الرقابة المصرفية والرقابة الكلية، وذلك من خلال التأكيد على أهمية الاستقرار المالي.

1- أهداف الاستقرار المالي:

تتمثل أهداف الاستقرار المالي فيما يلي:²

- 1- الوصول إلى القطاع المالي فعال يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي المرتفع والمستدام، وتتناسب مؤشرات الأداء به مع المؤشرات الاقتصادية الكلية، وتعمل فيه الأسواق المالية بكفاءة مع الالتزام بالقواعد الاحترازية لتعاملات المؤسسات المالية بها، وتحقيق من خلاله الرقابة الفعالة على المؤسسات المالية، ويتمتع ببنية تحتية ذات كفاءة عالية تحظى بثقة المتعاملين.
- 2- تشجيع اعتماد سياسات وقائية وأخرى علاجية في الوقت المناسب لتفادي عدم الاستقرار المالي، مع تعزيز القدرة على استعادة الاستقرار في حالة فشل التدابير الوقائية والعلاجية في الحد من إمكانية انتقال آثار الصدمات من القطاع المالي للقطاع الحقيقي والعكس.

¹Balhadaï.a and fadel.a, « reveal financial stability hidden face oil countries –evidence from algeria », second conference "finance, bank and development: issues and means of enhancing financial stability", tunis graduates school of business, 2012, p6.

²borio. C.and mathias.d" «towards an operational framework for financial stability":fuzzy"measurement and its consequences " ,no284,june 2009, p42.

3- تمكين صانعي السياسات ومنتخذي القرارات المالية من الوقوف على مواطن الضعف المحتملة في وقت مبكر قبل حدوث انفجار فقاعة سعرية يترتب عليها تصحيح جبري للأسعار القائمة للأصول بشقيها العيني والمالي، أو قد يترتب على دورة الأعمال حدوث تصحيحات ذاتية من شأنها أن تسفر عن انخفاضات مفاجئة وكبيرة في الأسعار، يترتب عليها حدوث مشاكل داخل المؤسسات المالية، أو حالات توقف في البنية التحتية المالية.

2- أهمية الاستقرار المالي :

يعتبر الاستقرار المالي أحد أهم الأركان الأساسية في تهيئة البيئة الملائمة لتشجيع الاستثمار المحلي والخارجي وبالتالي تحريك النشاط الاقتصادي، وتكمن إدراك أهمية للاستقرار المالي من خلال النظر إلى الآثار الكبيرة المتعددة عن الأطراف الناجمة عن الأزمات التي تفرزها على القطاع المالي والاقتصادي ككل، وتتمثل في:

1- إن الإضرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي، فقد أشار تقرير الاقتصاد العالمي الذي صدر مطلع عام 2008، وحمل عنوان "المخاطر العالمية 2008"، إن النظم المالية المضطربة، وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في منتصف وأواخر العام 2007، تمثل تحديا كبيرا يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي، لهذا فقد طلب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر، وأكد التقرير على أن التركيز المتزايد على الأسواق المالية المضطربة والتوترات السياسية المتفاقمة في عام 2008م قد يدفعان الحكومات والشركات إلى تجاهل المخاطر الأقل حدوثا مثل التغيرات المناخية، وهذا من شأنه أن يزيد في صعوبة التعامل مستقبلا مع هذه القضايا الحرجة بعيدة المدى.¹

2- إن غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، ففي ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري التي انطلقت شرارتها من أمريكا وامتدت إلى غيرها، أعاد الصندوق النقد الدولي النظر في توقعه أنه بشأن النمو الاقتصادي لهذا العالم وللعام المقبل، ففي مراجعته التي أصدرها في أبريل من هذا العام، ذكر الصندوق أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت فترة بقائها كلما قلت معدلات النمو الاقتصادي، وبسبب استمرار أزمة الرهن العقاري وتداعياتها يتوقع الصندوق أن ينمو الاقتصاد العالمي بمعدل 3.7% بمعدل 4.9% (تقديرات 2008)، وفي عام 2009م سينمو الاقتصاد العالمي بمعدل 3.8%، وتعد هذه التقديرات الأكثر تفاؤلا حيث أن هناك تقديرات أخرى تشير إلى احتمال نمو الاقتصاد العالمي لهذا العالم المقبل بنسب تتراوح بين 2.5% و3%.²

¹www. weforum. org/ en /index. htm، 19 :21، 25/01/2019

أما بالنسبة للتقرير فيمكن الحصول عليه عن طريق الرابط التالي: . www. weforum. org/pdf/globalrisk/report 2008. pdf.

²، أحمد شفيق الشاذلي على الموقع: صندوق النقد العربي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه

:www. inf. irg/external/arabic.

3- نتائج الإضرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية وأزمة مصارف اليابان في نهاية الثمانيات ومطلع التسعينات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عام 2001م و2002م، والتي أدت إلى تعثر بيت إخلاص للتمويل الإسلامي وعشرة (10) مصارف تقليدية من بينها ثمانية (8) مملوكة للدولة وخسارة إجمالية قدرت ب 30.5% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، ثم أزمة الرهن العقاري التي يعيش الاقتصاد العالمي تبعثها وأثرها والتي قد تصل تكاليفها إلى واحد (1) تريليون دولار، إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدى فيه دورة حدوثها الواحدة تلوى الأخرى أكثر من عشر سنوات كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية "كيندلبرجر"¹، وغيره مثل الاقتصادي الأمريكي الشهير "هيمن مينسكي" (HYMAN MINSKY) الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته وغير مستقر، ومعرض للأزمات المالية.

4- إن عدم الاستقرار المالي انعكس سلباً على النمو الاقتصادي الأمر الذي أدى إلى حدوث انكماش في الاقتصاد وبالتالي ذلك يرفع من معدلات البطالة، حيث وصلت معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 6.1% في سبتمبر 2008 وهو المعدل الأعلى في خمس سنوات، حيث قام أصحاب العمل بالاستغناء عن ما يقارب (605000) وظيفة منذ بداية عام 2008، أما في الاقتصاد الأوروبي فقد ارتفعت معدلات البطالة أيضاً على سبيل المثال في الاقتصاد البريطاني وحسب (مكتب الإحصاءات القومية) ارتفع مستوى البطالة إلى (904900) بزيادة حوالي (32500) حالة وذلك في أغسطس 2008، كما عانت اسبانيا بدورها من ارتفاع معدلات البطالة أيضاً حيث وصلت إلى 9.9%، فقد ازدادت حالات البطالة في الاقتصاد الإسباني بنحو (425) ألف حالة عام 2008 عن كل تلك الظواهر الخاصة بالأزمة انتقلت بدورها إلى الدول الأوروبية الأخرى مثل بلجيكا، والنمسا، وألمانيا، وغيرها من الدول الأخرى².

- نتيجة لما سبق ذكره من آثار الاضطرابات المالية، فقد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على مستوى عالمي.

¹Kindelberger. c. p(1996) 'manias panics, and crashes: a history of financial crises', johnwiley and sons, inc. p6.

²مشتاق محمود السبعاني وآخرون، الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الإسلامي "دراسة تحليلية لعينة من المصارف الإسلامية في ضوء المؤشرات العالمية للأزمة المالية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كركوك-العراق، المجلد 2، العدد 2، سنة 2012، ص 82.

المطلب الثالث: عناصر ومحددات الاستقرار المالي

1- عناصر الاستقرار المالي:

حسب ميشال فوت كون النظام المالي في حالة استقرار اذا توفرت العناصر التالية¹:

- الاستقرار النقدي.
- الثقة في عمليات الوظائف الأساسية للمؤسسات والأسواق المالية.
- عدم وجود تغيرات في أسعار الأصول الحقيقية والمالية، والتي من شأنها أن تؤثر في للاستقرار.

1-1-الاستقرار النقدي:

ويعرف الاستقرار النقدي على أنه الاستقرار في قيمة النقود ويعبر عن ذلك بالاستقرار في قيمة التضخم، وهذا لا يعني مستوى التضخم منعدم أو نسبية صفر لأن ذلك قد يوقع في الانكماش، والمقصود هنا هو الثبات النسبي لمستويات الأسعار أي بتغيرات هادئة وقابلة للتوقع دون مفاجئات، ويعتبر الاستقرار الأسعار من أهم أهداف السياسة النقدية، حيث يؤدي عدم الاستقرار النقدي سواء في شكل (تضخم أو انكماش) إلى أضرار بالغة على الاقتصاد الوطني.

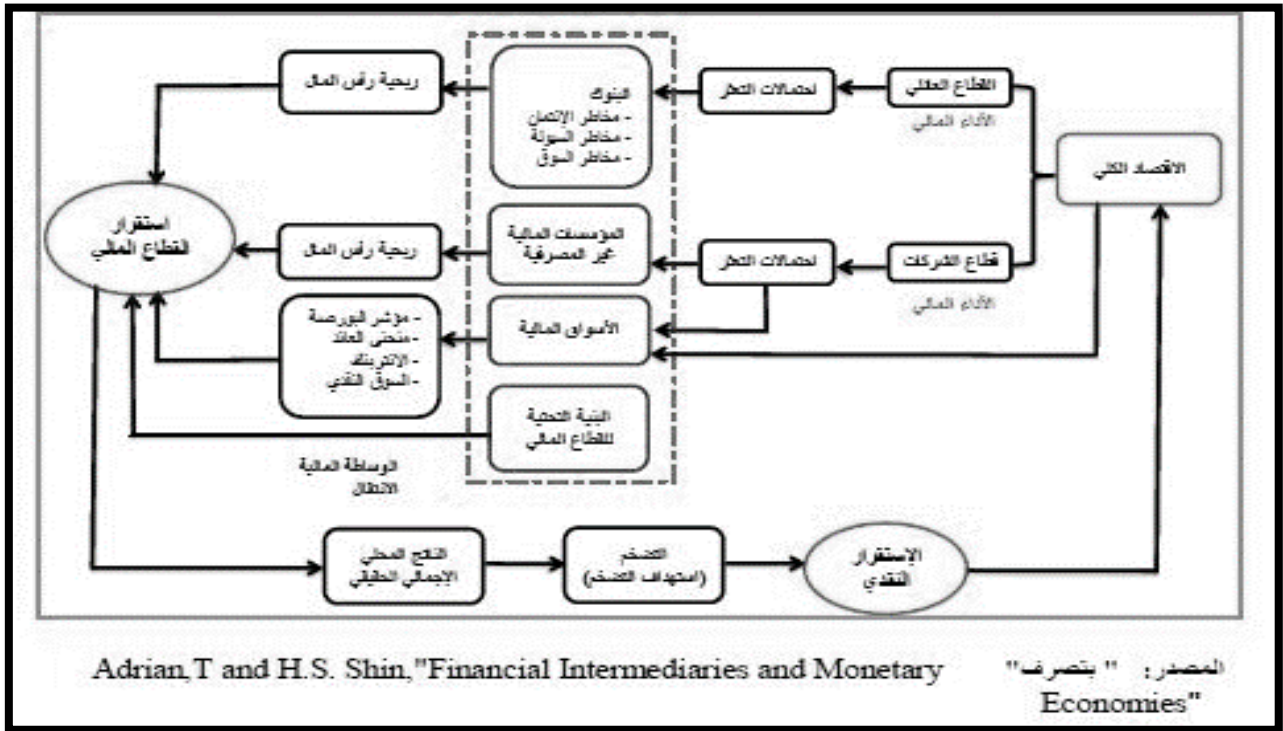
ويمكن للاستقرار في مستويات الأسعار أن يساهم في الاستقرار المالي، بحيث يمنع التشوهات في الأسواق المالية ويقلل من عدم اليقين المرتبط بتقلبات الأسعار.

فاستقرار الأسعار يسهل تحديد التغيرات النسبية في الأسعار، مما يسمح للمستهلكين والشركات باتخاذ القرارات الاستهلاكية والاستثمار على أساس متين، ما يمكن من التخفيض الفعال للموارد كما أن الاستقرار في الأسعار يطمئن المستثمرين بشأن التضخم، مما يخفض من علاوات مخاطر التضخم وبالتالي يحفز على الاستثمار، بالإضافة إلى ذلك، فإن الاستقرار في الأسعار يخفض من احتمال تحويل الأفراد والشركات لمواردهم من توظيفات منتجة إلى نشاطات أخرى بحثا عن الحماية من التضخم.

كما هو واضح فإن الاستقرار المالي والاستقرار النقدي مرتبطين ببعضهما البعض، فالاستقرار في مجال واحد يسهل الوصول إلى الاستقرار في المجال الآخر، ويمكن تلخيص العلاقة بين الاستقرار النقدي وللاستقرار المالي من خلال الشكل التالي:

¹Footoot.M•whatisfinancialstability and how dowegetit ?• the roy bridge menorial lecture financial services autoriteapril 2003• available on: <http://www.modovisione.com/news/uks-financial-servicesauthority-the-search-for-financialstability>

شكل رقم 02: يمثّل العلاقة بين الاستقرار المالي و الاستقرار النقدي



1-2-ثقة المؤسسات والأسواق:

تعتبر الثقة ذات أهمية كبيرة في النظام المالي سواء بين المؤسسات المالية وعمالها أو بين المؤسسات المالية نفسها.

1-2-1-الثقة بين المؤسسات المالية وعمالها:¹

مما لا شك فيه أن الثقة العامة في المؤسسات المالية وفي السلطات التي تعمل على تنظيم المؤسسات المالية أمراً مهماً جداً للاستقرار المالي، ذلك لأن كل إضراب مالي عادة ما يرتبط بأزمة ثقة، وتنشأ أزمة الثقة في المؤسسات المالية لسببين: الأول يتعلق بانعدام الوضوح والشفافية بينهما وبين المتعاملين معها، والثاني نتيجة وجود شك في قدرة المؤسسات المالية على أداء وظائفها والوفاء بالتزاماتها، فالثقة في المؤسسات المالية من شأنها أن تشجع العملاء على تحمل المزيد من المخاطر وبالتالي إنجاز مستويات أعلى من الاستثمار وهذا أمر مفيد للنمو، وقد عبر كينيث إرور الحائز على جائزة نوبل عن هذا المعنى منذ أربعين عاماً حين قال: «نستطيع أن نقول بقدر معقول من اليقين إن الكثير من التخلف الاقتصادي في العالم راجع إلى الافتقار إلى الثقة المتبادلة».

¹ borio, C.and mathias.d" «towards an operational framework for financial stability»:fuzzy"measurement and its consequences " ,no284,june 2009, p42.

والواقع أن الكثير من البحوث الاقتصادية أثبتت وجود علاقة قوية بين مستوى الثقة في اقتصاد ما ومجمل أداء ذلك الاقتصاد، فبدون الثقة المتبادلة يصبح النشاط الاقتصادي فريسة لقيود شديدة.

1-2-2-الثقة بين المؤسسات المالية :

هناك ترابط كبير بين البنوك حيث أن جزء كبير من عملياتها هي فيما بينها، فالسوق بين بنكية توفر الائتمان قصير الأجل بين البنوك، وتضمن استمرارية عمل القطاع المصرفي ومن ثم النظام المالي ككل، فقدان الثقة من البنوك يدفعها إلى عدم تقديم الائتمان فيما بينها، ويؤدي إلى تعطيل هذه السوق ويهدد النظام المالي ككل.

1-3-استقرار أسعار الأصول :

تؤثر التقلبات في أسعار الأصول المالية على القطاع المالي ومن ثم الاقتصاد الحقيقي عبر أربع قنوات متمثلة فيما يلي :

1-تغير في ثروة الأسر وبالتالي الاستهلاك بفعل أثر الثروة.

2-تغير أسعار الأسهم، حيث يؤثر على القيمة السوقية للأصول قطاع الشركات نسبة إلى تكلفة الفرصة البديلة.

3-التأثير في ميزانيات الشركات مما يؤثر على حجم إنفاقها.

4-التأثير على تدفقات رؤوس الأموال دخولا وخروجا.

في الواقع إن تسعير الأصول المالية في السوق المالي يعتمد على قانون العرض والطلب، والذي بدوره يخضع لمجموعة من العوامل تؤثر على القرارات الفاعلين في السوق المالي على غرار المعلومات المتاحة، والتدفقات المالية المستقبلية الناتجة عن هذه الأصول والتي بدورها تعتمد على أداء المؤسسة وسياساتها في توزيع الأرباح إذا تعلق الأمر بالأسهم، وبالرغم من أن السوق المالي الكفاء يساعد على نشر المعلومات فإن التقليد قد يؤدي إلى تحكم الفاعلين الأقل إعلاما في السوق، مما يؤدي إلى تسعير الأصول المالية و نشوء الفقاعات و يمكن القول بوجود فقاعة سعرية إذا تجاوزت أسعار الأصول المالية بشكل كبير القيمة الأساسية المقدرة لهذه الأصول، ولكن ليس من السهل تحديد وجود فقاعة سرية، فإذا أمكن ذلك كان من الممكن تفادي انفجارها وانفجار الفقاعة المالية يعني انهيار أسعار الأصول المالية، مما يؤثر على الاستقرار المالي والاقتصادي من خلال القنوات .

2-محددات الاستقرار المالي:

يمكن تصنيف محددات الاستقرار المالي إلى ثلاث مجموعات وهي:¹

¹Amao.L,"stabilité financière et supervision bancaire au sein de la cedeao"،agence monétaire de l'Afrique de l'Ouest ،"novembre.2009p3-4.

2-1- الشروط الكلية الاقتصادية :

إن المحافظة على الاستقرار المالي تتطلب تعزيز سياسات الاقتصاد الكلي والسياسات الهيكلية الملائمة، حيث تتأثر مؤسسات الائتمان بالتغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية الكلية التي تنشط بها.

2-2- الجهاز الداخلي لتيسير المخاطر في المؤسسات المالية والأسواق:

من أجل الحفاظ على الاستقرار النظام المالي لابد من توفير، الإطار المؤسساتي والتنظيم الملائم لتأطير كل من مستويات، طبيعة وإدارة المخاطر في المؤسسات التي يتكون منها.

2-3- فعالية جهاز التنظيم والرقابي للمؤسسات المالية ولنظم الدفع:

إن فعالية وكفاءة الإطار المؤسساتي وقدرة النظام على التكيف مع الابتكارات والتغيرات في البيئة المالية، تعتبر أيضا من الشروط اللازمة للحفاظ على الاستقرار المالي.

المطلب الرابع: إجراءات وآليات الاستقرار المالي

من أجل تحقيق الاستقرار المالي لابد من وجود مجموعة من الإجراءات والآليات المتبعة لضمان استمراريته.

1- إجراءات التي تساهم على الاستقرار المالي في الحفاظ:

الإجراءات التي تساهم في الحفاظ على الاستقرار المالي، وهناك إجراءات أخرى لا تشير ضمنا إلى الاستقرار المالي ولكنها تساهم في الحفاظ عليه، وتساهم كل الإجراءات المتبناة لضمان الاقتصاد الكلي في ضمان لسيير الحسن النظام المالي والعكس.

- يميز الاقتصاديين " ALLEN " و " WOOD " (2006) بين مجموعتين من الإجراءات :

الإجراءات الوقائية والتي تستعمل في تصحيح اختلالات النظام قبل أن تتحول إلى ظاهرة عدم استقرار مالي، والإجراءات التصحيحية التي يجب أن تستعمل في حالة فشل الإجراءات الوقائية ودخول النظام المالي في مرحلة عدم استقرار¹.

1-1- الإجراءات الوقائية:²

ينظر إلى هذه الإجراءات على أنها جزء من الهيكل المالي تقوم بتدليل خطر عدم الاستقرار المالي وهذا بغض النظر عما إذا كانت هذه الإجراءات تشير إلى مشاكل المؤسسات المالية أولا تشير إليها.

¹ Allen wetwood G, defining and achieving financial stability, journa of financial stability, vol2, issue 2, 2006, p152-172.

² Claudiu tiberiu albu, la stabilité du secteur financier en dan la perspective de son adhésion aluen, these de doctorat, faculté de science économiques, université de poitiers, 2009, P93-94.

1-1-1 القوانين:

تبين القوانين على سبيل المثال الإجراءات الواجب إتباعها في حالة معينة، كما تشجع القوانين على اتباع تصرف حذر قد يؤدي في بعض الأحيان إلى كبح الاستثمارات، وعليه يجب أن يؤخذ الاستقرار المالي بعين الاعتبار في مرحلة وضع القوانين.

1-1-2 الوكالات الرسمية وتشريعاتها:

أنشئت في عدة دول وكالات عديدة كلفت برقابة الاستقرار المالي، وتتمتع هذه الوكالات باستقلالها عن البنك المركزي ويكمن دورها الرئيسي في تنظيم نشاط المؤسسات المالية (مثل: صندوق النقد الدولي الذي يؤدي دورا رقابيا على القطاع المالي العالمي).

1-1-3 نشر المعلومات العمومية:

تكن هذه الوسيلة في إصدار مجالات وتقارير شهرية تظهر الأوضاع الاقتصادية الكلية وكذلك الاحتياطات المتخذة من طرف الحكومة والبنك المركزي، وتهدف هذه المعلومات المقدمة إلى تبرير التوجه المتبع في مجال السياسة الضريبية والسياسة النقدية، كما تهدف أيضا إلى تقديم مختلف التقديرات المتعلقة بالمخاطر الرئيسية المحيطة بالاستقرار المالي ومن ثم محاولة التأثير على تصرفات القطاع الخاص وتسليط الضوء على بعض الأخطار.

1-1-4 اتفاقيات السوق :

تهدف هذه الاتفاقيات إلى تجنب حالات سوء التفاهم، كما يمكن تغييرها حسب الأوضاع والتشريعات السائدة، وتفترض هذه الاتفاقيات احترام القواعد والتصرفات الصحيحة المطورة من طرف كل الفاعلين في السوق.

1-2-1 الإجراءات التصحيحية :

عادة ما تظهر حالة عدم الاستقرار المالي أو تهديد بالظهور إذا فشلت الإجراءات الوقائية في أداء دورها، وتخصص إجراءات التدخل المتعلق بالمؤسسات المالية دور المقرض الأخير وهنا يجب أن نميز بين دعم السيولة، ودعم الملائمة.

1-2-1 دعم السيولة:¹

يتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالة عدم نظام IT (إعلام آلي وتكنولوجيا) لبنك ما بشكل صحيح، حيث تقود العمليات الكلاسيكية للمقرض الأخير إلى ضخ السيولة في البنوك التجارية، ولكن ما نلاحظه هو أن الدول التي تتبع نظام (CURRENCY BOORD) تسجل صعوبات في القيام بدور المقرض الأخير.

¹غازي شينا زي، "الحفاظ على الاستقرار المالي"، صندوق النقد الدولي، سلسلة قضايا اقتصادية، العدد 36، صندوق النقد الدولي 2005، ص 13-15.

1-2-2 دعم الملاءة :

يكون المشكل أكثر خطورة وتهديدا إذا فقدت إحدى المؤسسات مالية كانت أو غير مالية ملاءتها، ويجب على الحكومة في هذه الحالة أن تقرر إذا ما كان من الضروري أن تمنح هذه المؤسسة مساعدة فورية، وتقوم الحكومة بمساعدة هذه المؤسسات من أجل تجنب تشوه النشاط الاقتصادي وحماية الدائنين والقضاء على خطر العدوى، كما تخلف هذه المساعدات تراكم الديون لدى المؤسسات المستفيدة منها كما تحمل أيضا المال العمومي مخاطر كبيرة.

- بالإضافة إلى الإجراءات السابق ذكرهما أي مجموعة الإجراءات الوقائية ومجموعة الإجراءات التصحيحية هناك مجموعة ثالثة تضم الإجراءات التالية:

✓ إجراءات إدارة الأزمات :

يتم اتخاذها في حالة ما إذا فشلت الإجراءات المتخذة عند اندلاع الأزمة المالية، وتتوقف إجراءات إدارة الأزمات على تحليل متوازن للوضع وعلى تحديد الموارد المالية المتاحة للأزمة للخروج من الأزمة، كما عادة ما تخص الإجراءات المتخذة عدة مؤسسات سواء من نفس الدولة أو من دول مختلفة.

✓ تشخيص التكلفة الاقتصادية والاجتماعية للأزمة.

يجب القيام بتحليل أثر الأزمة وتشخيص فئات الأعوان الاقتصاديين المعنيين بالاستفادة من المساعدة حتى يتم الخروج من الأزمة.

✓ تشخيص العوامل المؤدية إلى ظهور الأزمات وتقليل أثرها في المستقبل.

كما سبق الإشارة إليه في السابق فإن عوامل ظهور الأزمة عديدة وتتطور باستمرار، ما يحتم ضرورة إعادة النظر في الإجراءات الوقائية لاسيما في التشريعات وعمل بعض المؤسسات.

تعد إجراءات المجموعة أولى أي الإجراءات الوقائية أهم الإجراءات وأكثرها فعالية، فهي تركز بشكل أساسي على نشاط تنظيم ومراقبة النظام المالي وعلى الإطار المؤسساتي للرقابة (دور البنوك المركزية وباقي سلطات التنظيم والرقابة).

في محاولتها لتشخيص العوامل التي تضمن الاستقرار المالي أشار كل من "DONATH" و "cimas" (2008) إلى الشروط التي يجب أن تتفد لبلوغ نظام مالي مستقر وليس إلى الإجراءات التي يجب اتخاذها، وقد جاءت كالاتي¹:

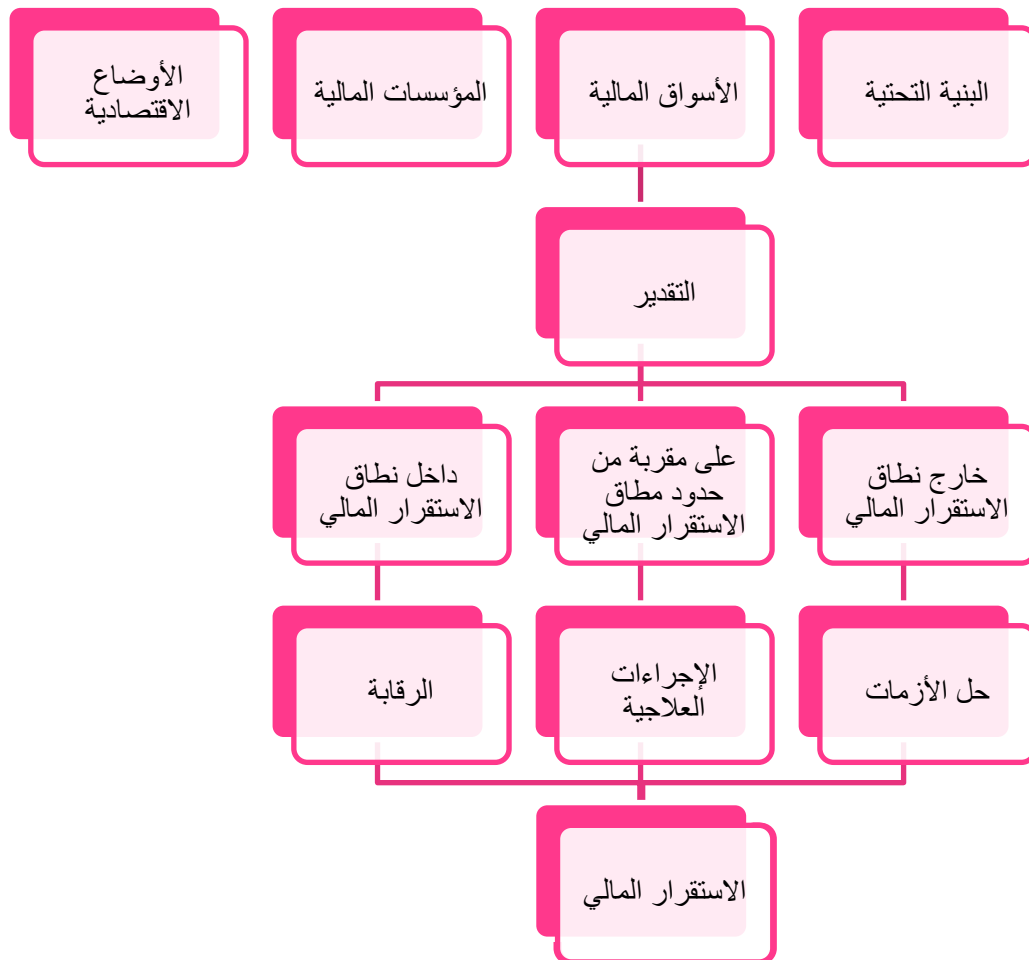
- أوضاع اقتصادية كلية محفزة للسياسات الهادفة إلى تحقيق النمو الاقتصادي واستقرار الأسعار.
- أوضاع هيكلية مناسبة مدعومة بنظام ضريبي يشجع المبادرة وبأسواق مالية تنافسية وفعالة.
- بنية تحتية من الأسواق المالية تسمح بإظهار حقوق ووجبات كل أطراف الصفقات المالية.

2- آلية العمل لتحقيق الاستقرار المالي :

¹Domath. I. and cimas L. M. determinants of financial stability, dan " Romania economic journal" ASE, bucarest, No 29, 2008, p27-44.

تبدأ عملية تحقيق الاستقرار المالي داخل الإطار العام له بإجراء رصد وتحليل شامل ومستمر للمخاطر ومواطن الضعف المحتملة في النظام المالي، سواء تلك المرتبطة بالمكونات الرئيسية للقطاع كالمؤسسات والأسواق المالية، أو المخاطر المتعلقة بالبنية التحتية كنظم الدفع والتسوية والمقاصة، أو المخاطر الاقتصادية الكلية، المحلية والخارجية، ذات الصلة بالقطاع المالي.

الشكل رقم 3: يمثل آلية العمل لتحقيق الاستقرار المالي



المصدر: بتصرف: جاري شينازي، الحفاظ على الاستقرار المالي "صندوق النقد الدولي"، سلسلة قضايا اقتصادية، العدد 36، سنة 2005، ص 13.

وفي ضوء التقدير الواضح والدقيق لهذه المخاطر يتم اعتماد الإجراءات المناسبة على صعيد السياسات والتي يتم تحديدها حسب ما يلي:¹

– إذا كان النظام ضمن حدود الاستقرار ويرجع بقاءه كذلك في المستقبل المنظور، فإن السياسة الوقائية في الأساس هي السياسة الملائمة له بغية مواصلة الاستقرار من خلال الاعتماد على الانضباط وفق

¹ جاري شينازي، نفس المرجع السابق، ص 13-14.

شروط السوق وأعمال الإشراف والرقابة الرسمية، وتتمثل الأدوات الوقائية الرئيسية في النظام المالي السليم، في تلك التي تسهم في عدم تراكم الاختلالات التي يمكن أن تؤدي إلى وقوع أزمة، وترتبط بتعزيز درجة الانضباط في الأسواق، ومراجعة عمليات التنظيم والإشراف والرقابة و الاتصال الرسمية، وقد يتطلب الأمر إجراء تعديلات في أسلوب تقدير مواطن الضعف والأدوات والسياسات التي من شأنها التأثير على النظام المالي.

- في حالة كون النظام المالي على مقربة من مطاق الاستقرار، وحدثت تطورات تشير إلى اتجاه النظام لتجاوز حدود هذا النطاق، أو حدوث تغيرات خارج حدود هذا النطاق، أو حدوث تغيرات خارج حدود النظام المالي يحتمل تأثير سلبي على النظام، فإنه يتعين اتخاذ إجراءات علاجية لحماية استقرار النظام، و قد تتمثل هذه التطورات، على سبيل المثال، في سرعة نمو الائتمان المقترنة بتضخم كبير في أسعار الأصول، وحدث انخفاض في رسملة الجهاز المصرفي، أو حدوث تغيير غير متوقع في البيئة المحلية أو الخارجية.

- وتمثل مرحلة تنفيذ الإجراءات العلاجية أصعب مرحلة من مراحل تحقيق للاستقرار المالي حيث أنه في الحالة التي يقترب فيها النظام المالي من حدود نطاق الاستقرار ولم تظهر بعد مواطن الضعف في القطاع، فإنه يصعب تقييم المخاطر المحتملة، وبالتالي تزداد صعوبة في تحديد الأدوات العلاجية الملائمة لمواجهة هذه المخاطر، وقد يلجأ صناع السياسات إلى التأثير في التطورات التي تحدث في هذه المرحلة أو تصحيحها من خلال ممارسة الضغط المعنوي، وتكثيف عمليات الرقابة والإشراف وقد يتعين قيامهم بتعزيز شبكات الأمان للحيلولة دون حدوث موجات من السحب الجماعي من البنوك، أو إجراء التصحيحات للسياسات الاقتصادية الكلية.

- عند تحقق حالة عدم الاستقرار، سواء نتيجة الأزمات مالية خارجية أو لأسباب داخلية تتعلق بانتهاء أحد المكونات الرئيسية، أو عجز البنية التحتية عن القيام بتنفيذ المعاملات، أو عندما يعجز القطاع المالي، سواء بصورة كلية أو جزئية، عن القيام بوظائفه على نحو الأمثل، وبما يتطلب تدخل السلطات المعنية بإدارة الالتزامات، والتعجيل بتنفيذ سياساتها المعنية بهذا الخصوص، سيكون من الملائم عندئذ اعتماد سياسات أقوى بهدف استعادة الاستقرار وحل الأزمة، كما يتعين تكثيف إجراءات الرقابة والإشراف، واعتماد المزيد من المبادرات الطوعية لاستعادة قدرات النظام وتعزيز الثقة، وقد تلجأ بعض السلطات في حالة الأزمة إلى اتخاذ تدابير يصعب تحديدها مسبقاً، ولا يمكن الإفصاح عنها أحياناً لأسباب استراتيجية، فعلى سبيل المثال، فقد يحبز صناع السياسات، عند حدوث الأزمات، الإبقاء على حالة من "الغموض البناء" أي أنهم لن يقدموا تأكيدات سابقة بشأن إمكانية التساهل في سداد القروض، أو تفعيل شبكات الأمان المالي، أو ضخ السيولة في المؤسسات أو في النظام المالي على النطاق الأوسع، وذلك لكي لا تشجع المشاركين في الأسواق على الخوض في المخاطر.

المبحث الثاني: أسباب عدم الاستقرار المالي وتحديات الاستقرار المالي والجهود المبذولة لمواجهتها

إن التداخل بين الصدمات التي تحدث في النظام المالي مع تدفق المعلومات يؤدي إلى حالة عدم الاستقرار مما يؤدي إلى عدم قدرة النظام المالي على تأدية عمله في توجيه الأموال إلى الجهات التي لديها فرص الاستثمار الإنتاجي، وفي الجهة المقابلة فإن الاستقرار المالي يمثل الحالة التي يتم فيها إبقاء الثقة في النظام المالي للمصرف والمحافظة عليه، وبالتالي فإن عدم الاستقرار المالي يمكن أن يؤدي إلى تغيرات غير متوقعة، ويمثل الاستقرار المالي قدرة المصرف على مواجهة أي إضرابات، ومن هذا المنطلق سوف نحاول التطرق إلى أسباب الاستقرار المالي، والمقارنة بين أسس الاستقرار المالي وعدم الاستقرار المالي، إضافة إلى رهانات وتحليل سلامة الاستقرار المالي.

المطلب الأول: أسباب عدم الاستقرار المالي والمقارنة بين أسس الاستقرار وعدم الاستقرار

1- أسباب عدم الاستقرار المالي:¹

عدم الاستقرار المالي يمكن أن يؤدي إلى مشكلات كبيرة في الاقتصاد دولة ما، يتعرض النظام المالي لعدم الاستقرار لسببين:

1-1- مشكلات التكوين:

إن الأنواع الثلاثة لعدم الاستقرار المالي هي حالات الذعر المالي، حالات الانهيار في سوق الأوراق المالية، و حالات عدم استقرار مستوى الأسعار، كلها تتضمن مشكلات تكوين، وذلك أن سلوكيات الأفراد منفصلة في مثل هذه الحالات، وتكون لها انعكاسات كلية.

- في حالة الذعر المصرفي والخوف من أن البنك سيفشل ويعني عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته، يتدافع المودعون بشكل فردي دون أن يضمهم تنظيم قانوني إلى سحب أموالهم ونتيجة هذا التصرف يحدث الفشل.

- الانهيار في سوق الأصول مشابه لذلك تماما، عند الخوف من التدهور في الأسعار تسارع عملية البيع بكثافة، وينتج عنها نتائج سلبية على الأسعار مما يؤدي إلى تدهورها.

- أما في ظاهرة عدم الاستقرار مستوى الأسعار، عندما مثلا يزيد أو يقلص بنك ما من إقراضه، ويخلق أو يحطم الأموال، يكون له تأثير ضعيف على الأسعار ولكن عندما تكون البنوك في النظام المالي كلها مجتمعة على هذا الفعل، فإن بالضرورة الزيادة أو النقص العام في كمية النقود تؤدي إلى التضخم أو

بن شيخ عبد الرحمن، اتجاهات تقييم استقرار المالي في الإطار العالمي الجديد ، دراسة حالة الجزائر مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة

¹ الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، سنة 2008-2009، ص68

التقلص النتيجة سلبية في النظام المالي وعلى البنوك وفي كل الحالات السابقة يفشل السوق في احتواء الأزمات وعدم ردة الفعل من الأفراد وتوفير الضمانات.¹

1-2- المخاطر:

نميز بين مخاطر داخلية وأخرى خارجية:

1-2-1- المخاطر الداخلية:

قد تنشأ هذه المخاطر في أي من عناصر النظام المالي الأساسية وهي المؤسسات والأسواق والبنية التحتية، قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة وتنتشر لاحقاً إلى قطاعات أخرى من النظام المالي، بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظراً لتعرضها لمخاطر مماثلة، أما الأسواق عادة ما تكون معرضة لمخاطر الطرف المقابل، عدم اتساق أسعار الأصول، موجات السحب والعدوى، وقد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية، وفي نظامي المقاصة والتسوية على سبيل المثال، وينجم عنها مضاعفات أكبر، وفي المقابل فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية.

1-2-2- المخاطر الخارجية:

تنتج المخاطر الخارجية من المشاكل خارج النظام المالي، فالاستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء صدمات خارجية، مثل الكوارث الطبيعية أو التغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، أو الإحداث السياسية أو تقلبات أسعار النفط أو الابتكارات التكنولوجية أو توقف بلد مجاور عن سداد دين سيادي، وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي، مثل انهيار شركة كبرى، إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله.

2- المقارنة بين أسس الاستقرار المالي وعدم الاستقرار المالي:

تسعى البنوك المركزية إلى تحقيق هدفها المراد الوصول إليه على الاعتماد على أسس الاستقرار المالي وعدم الوقوع في الأزمات والمخاطر التي تؤثر على أداء مهامها وعرقلة هدفها المتمثل في تحقيق الاستقرار المالي لهذا يجب وضع هذا الجدول من أجل المقارنة والتوضيح أكثر:

¹ بن شيخ عبد الرحمان، نفس المرجع السابق، ص 68-69.

جدول رقم 4: يمثل المقارنة بين الأسس الاستقرار المالي وأسس عدم الاستقرار المالي.

أسس الاستقرار المالي	أسس عدم الاستقرار المالي
يمكن أن تقول عادة ما تكون مؤسسات النظام المالي مستقرة إذا توفر لديها درجة عالية من الثقة، في قدراتها على الوفاء بالتزاماتها باستمرار دون مساعدة خارجية وتكون الأسواق المالية مستقرة إذا تمكن الأسواق المالية مستقرة إذا تمكن المشاركون فيها و التي لا يتغير على المدى القصير إذ لم يحدث تغيرات في العوامل الأساسية. -الهدف من الحفاظ على الاستقرار النظام المالي هو تجنب الاضطرابات فيه والتي في شأنها أن تسبب أضرار أو تكاليف كبيرة حملها الاقتصاد الحقيقي. -شروط حدوث الاستقرار المالي: يتحقق حدوث الاستقرار المالي ،إذا توافرت الشروط التالية: 1-استقرار نقدي، متمثلا في انخفاض نسبة التضخم، واستقرار أسعار الصرف معدلات عمالة أو تشغيل طبيعية. 2-ثقة في المؤسسات و الأسواق المالية العالمية في الاقتصاد.	-عدم الاستقرار يؤدي إلى تزايد خطر وقوع أزمة مالية والتي تعني وتصدي في النظام المالي وعدم القدرة على توفير خدمات المدفوعات أو توفير الائتمان شروط عادلة لتشجيع الاستثمار المنتج، و نجد أن عدم الاستقرار المالي هو وضع حالة تتسم بالخصائص التالية: 1-تباين غير طبيعي بين الأسعار الفعلية و الأسعار العادلة للأصول المالية والحقيقية. 2-تشوه كبير في أداء السوق المالي وقلة توافر الائتمان محليا ودوليا. 3-انحراف كبير في الإنفاق الكلي عن قدرة الاقتصاد على الإنتاج. يحدث عدم الاستقرار عندما تطرأ أو تهدد الأوضاع في الأسواق المالية، وأداء الاقتصاد الكلي أو الجزئي من خلال تأثيرها على سلامة عمل النظام المالي. عدم الاستقرار المالي يعبر عن الأزمات المالية التي تواجهها الأسر أو الشركات أو الحكومات وهذه الأزمات مجتمعة تشكل خطرا على مؤشرات الاقتصاد الكلي.

المصدر: الدور الاقتصادي المالي في فلسطين لمؤسسات الاقراض المتخصصة وأثرها على الاستقرار

فريق عمل: نصر عبد الكريم، محمد عابد، عبير أبو زيتون، 2013. متاح على:

arabic/2 publications/2/ 002/vsers/ 1/ portais/www. pma. ps://Http

1- أسس الاستقرار المالي:¹

- تعتبر الثقة من أهم العناصر التي يركز عليها تحقيق الاستقرار المالي ثقة البنك بالجمهور يجب تجنب عدم الوقوع في الأضرار والمخاطر من أجل الحفاظ على الاستقرار المالي.
- نجد أن تحقيق الاستقرار النقدي، معدلات العمال، عدم وجود تقلبات حادة في الأصول المالية أو الحقيقية في الاقتصاد وانخفاض نسبة التضخم كلها تؤدي إلى طريق تحقيق الاستقرار المالي.
- وضع خطط جيدة وسليمة من طرف الخبراء والمتكئين من أجل السير الجيد وعدم الوقوع في تشوهات والصدمات غير المتوقعة.

2- أسس عدم الاستقرار المالي:

- الأزمات المالية التي تزيد من المخاطر وتعرق أداء البنوك المركزية.
- عدم توفير الائتمان بشروط عادلة يؤدي بها إلى عدة جوانب سلبية تجعلها تفقد الاستقرار المالي.
- المشاكل والمعوقات التي تقع في أداء السوق المالي تعكس كل ما هو مراد تحقيقه من الناحية التي يسعى إليها البنك وهو الاستقرار المالي.
- وخلاصة القول، أن تحقيق الاستقرار المالي يعتمد على بعض الأسس يجب أن تعتمد عليها ونحاول أن نطبقها بطرق سليمة تجعل البنوك المركزية تصل إلى هدفها المراد الوصول إليه ولا نهمل أسس عدم الاستقرار المالي، من أجل كشفها وتجنبها وعدم الوقوع فيها بالاعتماد على الخبراء والمتمثلين في هذا المجال.

المطلب الثاني: التحديات التي تواجه الاستقرار المالي والجهود المبذولة لمواجهتها

توجد العديد من التحديات التي تعرق الاستقرار المالي ومختلف الجهود المبذولة لمواجهة هذه العراقيل.

1-التحديات التي تواجه الاستقرار المالي :

يواجه تحقيق الاستقرار المالي مجموعة من التحديات، منها ما هو متعلق بطبيعة عمل مكونات القطاع المالي التي تتسم بالديناميكية والتعقيد والتغير خلال فترات قصيرة لتواكب التطورات المتسارعة في المؤسسات الأخرى المشاركة، ومنها ما يرتبط بالبيئة الخارجية المحلية التي يعمل في إطار ما لقطاع المالي، ومنها ما يتعلق بالبيئة الخارجية المحلية التي يعمل في إطار ما القطاع المحلي، ومنها ما يتعلق بالبيئة الخارجية كان تنتقل أزمة من دولة لأخرى في ضوء حالة التشابك والإنتاج بين المؤسسات المالية المحلية والخارجية والتي أصبحت سمة رئيسية للعمل بالقطاع المالي، وفيما يلي أهم التحديات التي تواجه تحقيق الاستقرار المالي:

¹<http://www.pma.ps/portais/1/vsers/002/2/2publications/arabic11:32.08-3-2019>.

1-1- تراجع الشفافية:

يعتبر غياب شفافية من بين أهم الأسباب وراء العديد من الأزمات المالية، نتيجة عدم توافر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم، والعدالة الموضوعية في تسعير الأصول، والحد من التأثيرات السلبية للممارسات غير المشروعة من جانب المسؤولين بالمؤسسات في ضوء ما يتاح لهم من المعلومات لإنتاج للمستثمرين الآخرين، كما يسهم التشابك بين مختلف الأنشطة الاقتصادية في جعل النظم المالية أكثر عرضة لعدوى الأزمات، وفي ظل التأثيرات المتبادلة بين مكونات القطاع المالي، وكون حدوث أي اختلال بأحد هذه المكونات ينعكس بصورة مباشرة وغير مباشرة في أداء المكونات الأخرى، فإن عدم الكشف عن الاختلال نتيجة التعقيم وعدم الشفافية أو إظهار البيانات بصورة غير حقيقية أو مضللة يمثل تحدياً أمام تحقيق الاستقرار المالي ولا يمكن المسؤولين من معرفة المخاطر المحتملة بصورة صحيحة وبالتالي لا يتم اتخاذ الإجراءات الاحترازية المناسبة لتحوط ضد تداعياتها والتعامل معها حال حدوثها.¹

1-2- زيادة درجة التوسع والتعقيد بالنظام المالي :

أدت زيادة درجة التوسع والتعقيد بالنظام المالي فيما يتعلق بالآليات والأدوات المالية المتداولة، وتنوع الأنشطة والمخاطر المرتبطة بها، إلى صعوبة مواكبة التطورات في أسعار الأصول المالية المتداولة، وخاصة في ظل التوسع الكبير في حجم هذه الأصول في العديد من الاقتصاديات المتقدمة ليشكل أكثر من الضعف إجمالي الناتج المحلي السنوي في بعض الأحيان، وعلى الرغم من أن هذا التطور في الأدوات والآليات المالية قد أدى إلى تعزيز الكفاءة الاقتصادية وعزز من عمق النظم المالية، إلا أنها أسفرت عن نشوء أنواع جديدة من المخاطر مثلت تحدياً أمام تحقيق الاستقرار المالي في ضوء تسارع وتيرة حدوثها و تغيرها بما يصعب معه متابعتها وقياسها، والتحوط ضد تداعياتها في بعض الأحيان.

1-3- زيادة مستويات تطور وديناميكية الأسواق :

تعد زيادة درجة ديناميكية السوق ظاهرة صحيحة في الاقتصاديات، حيث تؤدي إلى سرعة انتقال أثر استخدام أدوات السياسة النقدية للاقتصاد، وظهور نتائج التغيرات في هذه الأدوات على الأداء الاقتصادي خلال فترات وجيزة، وبما يمكن المتعاملين في الأسواق من اتخاذ القرارات بناء على توقعات موثوقة، كما أنه في ضوء ارتفاع ديناميكية الأسواق، فقد بات من الممكن إجراء قدر هائل من المعاملات خلال وقت قصير للغاية، وهو ما ترتب عليه زيادة هائلة في تحركات الأسعار، بما يتطلب إمكانات تقنية وفنية عالية لمتابعتها وعلى الرغم من الجوانب الإيجابية المنوه عنها لديناميكية الأسواق، إلا أن الجانب والذي لايزال يمثل تحدياً في سبيل تحقيق الاستقرار المالي، يتمثل في سرعة انتقال المشكلات من سوق مضطربة لسوق

¹Muliaman d'hadad "financial stability and basel2: the intersection", working paper presented the bank of indonesia 4TH international seminar on financial stability: basel2 and financial stability recondition and implementation challenges bali, 21-23 sep 2006, P3.

آخر بسرعة كبيرة، في ظل عولمة الاقتصاد، وتحول العالم لقرية صغيرة، والانفتاح الذي شهده العديد من الأسواق المالية المحلية على الأسواق بدول أخرى على مستوى العالم.

1-4- المخاطر المعنوية:

تسارع السلطات المالية عند حدوث الأزمات، في توفير قدر أكبر من الأموال للحيلولة دون إخفاق المؤسسات المالية، كتلك التي قد يقدمها البنك المركزي لدعم البرامج التأمين على الودائع وتقديم تسهيلات للبنوك كمقرض أخير كما قد تقوم بعض الحكومات أيضا بضخ السيولة في السوق، ويسهم توقع المؤسسات المالية لهذه الإجراءات بصورة شبه مؤكدة، في إضعاف الانضباط المالي لدى تلك المؤسسات وعدم فعالية آليات السوق، وتراجع الحافز لدى المشاركين في الأسواق على توخي الحذر في معاملاتهم، وهو ما يمثل تحديا، حيث تتضاءل قدرة الحكومات على الاستمرار في تقديم الدعم للمؤسسات والشركات عند حدوث الأزمات لفترات طويلة، وتتوقف هذه الفترة على حجم الأزمة وتداعياتها، وكذلك على الموقف المالي والاقتصادي للدولة وقت حدوثها، وإذا لم تتوافر لدى المؤسسات والشركات القدرة الذاتية لمواجهة الأزمات والحد من تداعياتها، فإن ذلك ينذر بكارثة على مستوى الاقتصاد ككل.

1-5- الفجوة التكنولوجية والمعرفية:

قد توجد فجوة تكنولوجية ومعرفية بين المؤسسات أو الشركات أو الأسواق وبين الجهات الرقابية والإشرافية، وذلك نظرا لما يتطلبه مواكبة التطورات التكنولوجية المتسارعة من تكلفة عالية لا تتحملها ميزانيات هذه الجهات في ظل اعتمادها على المخصصات الحكومية التي يتم تحديدها بصورة مسبقة، ويحتاج تعديلها الإجراءات مطولة ومعقدة، كما أن الاستثمارات الخارجية الداخلة غالبا ما تترافق مع تطور هائل للتكنولوجيا الحديثة والوسائل المعرفية، وقد تنعكس الفجوة التكنولوجية من حيث الأدوات المستخدمة أو المعاملات التي قد لا تكون موجودة في النظم المالية المستقبلية لتلك الاستثمارات في عدم قدرة الجهات الإشرافية والرقابية على القيام بدورها بكفاءة وفعالية.¹

2- الجهود المبذولة لمواجهة تحديات تحقيق الاستقرار المالي، وتعزيز البنية التحتية

للقطاع المالي:

أكدت الأزمات المالية التي وقعا منذ بداية الثمانينات، على أن مسؤولية العمل عن عدم تعرض نظام مالي بدولة ما لأزمة لا تعد مسؤولية هذه الدولة وحدها، وإنما تعتبر مسؤولية جماعية تشترك فيها كافة المؤسسات والكيانات الدولية المعنية، بل والاقتصاديات الكبرى أيضا، ويعزى ذلك إلى أن هيكلية النظم المالية العالمية ودرجة التشابك بينهما، تؤدي إلى سرعة انتقال الأزمات المالية من دولة ما لتتأثر غالبية النظم المالية في العالم، ولا يمكن لأي نظام مالي في العالم أن يكون بمنأى عن تداعيات أزمة تحدث في

¹ Jerry L. Jordan "effective supervision and the evolving financial services industry" federal reserve bank of cleveland, june 2001, p2-3.

بلد أو بلدان أخرى، وذلك في ضوء العلاقات المالية التشابكية التي سبق التتويه عنها، وإدراكا من المؤسسات المالية العالمية لذلك، فقد بلورت الخبرات التي اكتسبتها من الأزمات السابقة، وتمكنت من استخدامها في النظم الجديدة المعنية بإدارة ورصد المخاطر المالية.

على صعيد الدول فقد بادرت العديد من السلطات الوطنية بإجراء إصلاحات هيكلية بأنظمتها المصرفية وأطرها الرقابية، والعمل على مواكبة التغيرات الهيكلية، والتعامل مع أدوات التمويل الحديثة.

المطلب الثالث: رهانات الاستقرار المالي

بإضافة إلى صعوبة وضع إطار نظري موحد لتعريف الاستقرار المالي، يوجد رهانات أخرى :

1- الاستقرار المالي سلعة عامة:

غالبا ما ينظر إلى أنشطة التمويل الحديثة باعتبارها أنشطة خاصة ، يجني ثمارها أساسا، لن لم يكن بصفة حصرية، الأفراد والمؤسسات من القطاع الخاص، غير أن هناك روابط بالغة الأهمية تربط بين الأسواق المالية في أي بلد بنقود الثقة والاقتصاد الحقيقي فيه.

- قامت العديد من الدراسات النظرية بإثبات أن الاستقرار المالي الدولي هو عبارة عن سلعة عامة دولية، وهو ما أستوجب تنسيق العمل الجماعي على المستوى العالمي من أجل ضمان هذا الاستقرار، في حين أن هذا الطرح اصطدم بعدة اعتراضات، ولكن لا شك من أن عواقب وردود الاستقرار المالي الدولي على الاقتصاد العالمي والنمو كفيلة بدعم هذا الرأي¹.

2- الاستقرار المالي لا يعني الجمود:

يجب التأكيد على أن الاستقرار ليس مرادفا للجمود، يجب على المؤسسات المالية أن تتطور وأن يواكب أداءها الضغوط التنافسية كما يجب عليها أن تتكيف مع التغيرات المفاجئة في بيئته الاقتصادية الكلية.

التحدي هو بالضبط السماح لآلية السوق لعب دورها مع منع ظهور أي خلل في النظام المالي الذي من شأنه أن يؤثر على الاقتصاد ككل.²

¹Toure .ou. « prévenir les crises financières et assurer la stabilité financière au niveau mondial: analyse de la nécessité de l'action collective » ,communication pour les journées de recherche « crises financières internationales gdr-économie monétaire et financière et séminaire jeunes chercheur: modélisation des crises financières axe financeinternational laboratoire d'économie d'Orléans»,2004p01-02.

²Quaden.g. « les banques centrales et la stabilité financière »، séance d'ouverture la conférence Del 'international coopérative and mutuel insurance fédération، Bruxelles، 26septembre،2007p02.

3- الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي:

إن الاستقرار المالي هو شرط ضروري للنمو الاقتصادي، وذلك ضمن علاقات متبادلة مع الاستقرار النقدي، الواقع، أن فعالية السياسة النقدية تتطلب نظام مالي قوي ومستقر لضمان انتقال أثارها على الاقتصاد الحقيقي.

- كما أن سياسات الاقتصاد الكلي تساعد على ضمان استقرار النظام المالي، غير أن مسألة تحديد المستوى الكفء للاستقرار المالي لاتزال قائمة، الجواب ايجابيا للذين آمنوا بإمكانية المفاضلة بين الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي، لا سيما في الأسواق الناشئة، على هذا المستوى ينبغي للبلدان الناشئة الاختيار بين تعزيز الاستقرار المالي وتطوير كفاءة النظام المالي.

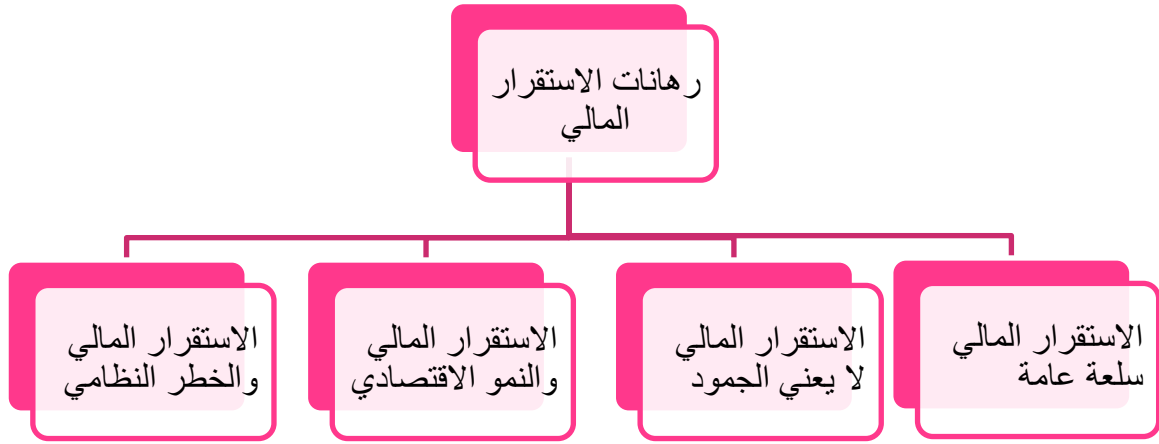
4- الاستقرار المالي والخطر المالي:

لأن النظام المالي يتسم بحالة من المد والجزر التي لا تنته، فإن مفهوم الاستقرار المالي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد وثابت يمكن للنظام المالي العودة إليه بعد صدمة ما، وإنما يشير إلى نطاق ممتد أو سلسلة متصلة من الأحداث، وتتصف هذه السلسلة بأنها متعددة الأبعاد، في تحدث عبر العديد من المتغيرات التي يمكن مشاهدتها وقياسها، والتي يمكن استخدامها في التحديد الكمي (وإن كان غير دقيق) لمدى كفاءة النظام المالي في أداء وظائف البشرية.

بحيث تعددت محددات الاستقرار المالي حاليا لتشمل إضافة لسلامة والمتانة المالية محددات أخرى ممثلة في الاستقرار الاقتصادي الكلي الصدمات الخارجية، وحتى البيئة السياسية والأمنية، وبالتالي فإن تقييم مدى الاستقرار المالي يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل بتغيير آخر، حاليا لا يكن تتبع الاستقرار المالي فقط بل تلم الضرورة على تتبع الاستقرار المالي النظامي.¹

ذهبي ريمة، الاستقرار المالي النظامي بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2012-2013، ص16-17.

شكل رقم 4: يمثل رهانات الاستقرار المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على المعلومات السابقة.

المطلب الرابع: تحليل سلامة الاستقرار المالي:

حتى تكون الفعالية الأساسية لتحليل الاستقرار المالي، يتعين أن يشمل تحليل وتبع مصادر الخطر الداخلية والخارجية، وضع منهاج كفي لرصد قطاعات النظام المالي والاقتصاد الحقيقي، ومراعاة الروابط بين القطاعات والروابط عبر الحدود، ومع الاختلاف الذي طرأ على طبيعة المخاطر التي تعتمد النظام الآلي بأكمله، وأصبح من الضروري اعتماد مجموع أكبر وأشمل من المؤشرات السلامة المالية والحيطة المالية ويرجع ذلك للأسباب التالية:

- زادت المؤسسات المالية من أنشطتها السوقية ومستوى تعرضها لمخاطر الأسواق كما زادت الشركات غير المالية وقطاع الأسر من حجم مشاركتها في الأسواق.
- تحسنت أدوات تنويع المخاطر من خلال أنشطة مثل الوقاية من المخاطر وتحويل المخاطر الائتمانية وتوريق القروض المصرفية.

1- تحليل السلامة في إطار "كاملز":

- يعتبر الإشراف والرقابة على المؤسسات المالية والمصرفية وعلى النظام المالي ككل من ضروريات المحافظة على الاستقرار المالي.
- لذلك مجد أن العديد من الدول تقوم بتحليل السلامة المالية اعتمادا على عدة نقاط كفاية رأس المال، محددات السيولة. . . الخ.

- وقد حدد البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية، نقاط التفتيش في خمس نقاط أطلق عليها اسم + CAMEL¹.

- إن التحليل في إطار "كاملز" يبحث في ستة جوانب حيوية لمؤسسات المالية هي:

- كفاية رأس المال.
- نوعية الأصول.
- سلامة الإدارة.
- الإيرادات.
- السيولة.
- الحساسية لمخاطر السوق.

تقوم معرفة وشرح كل واحدة من هذه الجوانب لمؤسسات المالية:

✓ كفاية رأس المال:

التي تحدد إلى أي مدى تستطيع المؤسسات المالية التغلب على الصدمات في ميزانيتها، وتقيس معدلات كفاية رأس المال أهم المخاطر المالية ثم الصرف الأجنبي والائتمان، ومخاطر سعر الفائدة.

✓ نوعية الأصول :

حيث أن ضعفها يؤدي إلى ضعف ملاءة المؤسسات وتشكل ذلك المخاطر لذلك من المهم رصد المؤشرات الدالة على نوعية أصول المؤسسة من حيث زيادة تعرفها لمخاطر معينة والاتجاهات بالنسبة لقروض المعدومة وربحية المقترضين من البنوك.

✓ سلامة الإدارة :

- هناك عدة مؤشرات يمكن بها قياسها مثل مقياس الكفاءة إذ أن الإدارة السليمة عنصر أساسي في أداء مكونات النظام المالي.

✓ الإيرادات :

إن المؤسسات المالية التي لا تحقق الأرباح تعرض لخطر الإعسار وإذا ما قارنا هذا العنصر بالعناصر السابقة فإن تغيير اتجاهات الربحية قد تكون أكثر صعوبة².

✓ السيولة:

المؤسسات المالية ذات الملاءة يمكن أن تدفع نحو الإغلاق بسبب الإدارة السيئة للسيولة على المدى القصير ويجب أن تغطي المؤشرات موارد التمويل وتضع يدها على عدم التوافق في تواريخ الاستحقاق³.

✓ الحساسية لمخاطر السوق:

¹ أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، د-ط، 2005، ص191.

² بن شيخ عبد الرحمان، نفس المرجع، ص 74.

³ محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الهادي للطباعة-مصر، 1996، ص105.

يتزايد اشتراك البنوك في عمليات متنوعة وفي حالة تعرض لخطر السوق وخاصة في تحديد سعر الفائدة، وتنفيذ صفقات العملة الأجنبية وفي البلدان التي تسمح للبنوك بالتجارة في أسواق الأوراق المالية أو تبادل السلع يكون من الضروري رصد مؤشرات مخاطر أسعار السهم والسلع وكثيرا ما تستخدم المؤشرات الخاصة بمفاهيم السوق لاستكمال المعلومات التي يتم الحصول عليها في إطار "كاملز".

2- مؤشرات السلامة المالية:

إن التحليل الاستقرار المالي يتوافق إلى حد ما مع تحليل السلامة المالية فهو يعتمد على بيانات ومؤشرات قياسية، مثل بيانات الميزانية العمومية والسيولة جودة الأصول مثل دراسة القروض المتعثرة، وتنطوي هذه المؤشرات في الغالب ضمن مؤشرات السلامة الكلية مجمعة على مستوى الاقتصاد الكلي وبالتالي ينبغي النظر إلى أهمية أن توزع المخاطر ضمن هذه المجالات.

ولتقييم مدى استقرار النظام المالي بأكمله يتعين الاستعانة بمجموعة أكبر من المؤشرات ضمن فئتين المؤشرات الأساسية والمؤشرات المحبذة وضمن الجهود الدولية، أعمد الصندوق النقد الدولي بيانا أساسيا يشمل المؤشرات السابقة ضمن المجموعة الأساسية والمحبذة لمؤشرات السلامة المالية المبنية في الجدول الموالي:¹

جدول رقم 5: يمثل المؤشرات السلامة المالية للاستقرار المالي

نوعية المؤشر	كيفية حساب المؤشر
- المؤشرات الأساسية - شركات تلقي الودائع - كفاية رأس المال	نسبة رأس المال المقررة من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر. نسبة رأس المال الأساسي المقررة من الأجهزة. الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر. نسبة القروض المتعثرة ناقض المخططات إلى رأس المال.
جودة الأصول الإيرادات والربحية	نسبة القروض المتعثرة إلى مجموع القروض الإجمالية. نسبة التوزيع القطاعي للقروض إلى مجموع القروض. العائد على الأصول. العائد على أسهم رأس المال. نسبة هامش الفائدة إلى إجمالي الدخل. نسبة المصروفات غير الفوائد إلى إجمالي الدخل.
السيولة	نسبة الأصول السائلة إلى مجموع الأصول.

¹ غازي شيناسي، نفس المرجع السابق، ص 09.

نسبة الأصول السائلة إلى الخصوم قصيرة الأجل.	
نسبة صافي المركز المفتوح بالعملة الأجنبية إلى رأس المال.	الحسابية لمخاطر السوق
نسبة رأس المال إلى الأصول.	المؤشرات المحبذة شركات
نسبة الاكتشافات الكبيرة إلى رأس المال.	تلقي الودائع
نسبة التوزيع الجغرافي للقروض إلى مجموع القروض.	
نسبة مركز الأصول الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال.	
نسبة مجموع الدين إلى أسهم رأس المال.	الشركات الغير المالية
العائد على أسهم رأس المال.	
نسبة الإيرادات إلى مصروفات الفائدة وأصل الدين.	
نسبة معاملات العملات الأجنبية إلى أسهم رأس المال.	
عدد طلبات الحماية من الدائنين.	
نسبة دين الأسر إلى إجمالي الناتج المحلي.	الأسر المعيشية
نسبة مدفوعات خدمة الدين والأصل في القطاع الأسر إلى الدخل.	
متوسط الفرق بين سعري الشراء والبيع في سوق الأوراق المالية /1	حجم السيولة في السوق
النسبة المتوسطة لحجم التعاملات اليومية في سوق الأوراق المالية.	
أسعار العقارات.	سوق العقار
نسبة قروض العقارات السكنية إلى مجموع القروض.	

المصدر: غازي شيناسي، مرجع سابق، ص9.

الاستنتاج:

نجد أن المؤشرات المذكورة في الجدول السابق تعتمد عليها الدول المتقدمة بشكل كبير نظرا لأهميتها والدور الذي تؤديه وخصوصا من أجل عدم الوقوع في الأزمات وتفادي المخاطر بشكل واضح. والدول المتخلفة تعتمد على البعض منها، نظرا لقلّة الخبرة وعدم معرفة أدائها وكيفية حسابها مما يؤدي إلى الوقوع في الأزمات والمخاطر والصدمات. . الخ وهذه السلبيات تجعل الاستقرار المالي لا يتحقق ولو بنسبة قليلة.

3- مؤشرات الحيلة الكلية:¹

وهي مؤشرات كذلك ليس سلامة واستقرار النظام المالي، يمكن أن تساعد البلدان على تقييم مدى قابلية أنظمتها المصرفية للتأثير بالمخاطر، وأهميتها في :

أسماء يحيوي، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، 2014-2015، ص70-71.

- السماح برصد النظام المالي، وأن يكون التقييم مبنياً على مقاييس موضوعية.

- تساعد على الإفصاح عن المعلومات المالية عن الأسواق للجمهور.

ويقوم صندوق النقد الدولي بجمع الخبرة بشأن مؤشرات الحيلة الكلية جزء من عمله الإشرافي والبحثي وقد عقد اجتماع للتشاور حول مؤشرات الحيلة الكلية في مقر صندوق النقد الدولي في سبتمبر 1999 وتشمل مؤشرات الحيلة الكلية كلا من مؤشرات الحيلة الجزئية ومتغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي.

الجدول رقم 6: مؤشرات الحيلة الكلية

مؤشرات الاقتصاد الكلي	مجموع مؤشرات الحيلة الجزئية
النمو الاقتصادي مجموع معدلات النمو تدهور القطاعات ميزان المدفوعات عجز الحساب الجاري كفاية الاحتياطي من النقد الاجنبي الدين الخارجي معدل التبادل التجاري تكوين واستحقاق تدفقات رأس المال التضخم عدم استقرار التضخم أسعار الفائدة والصرف التقلب في اسعار الفائدة والصرف مستوى اسعار الفائدة الحقيقية المحلية قابلية سعر الصرف للاستمرار ضمانات سعر الصرف ازدهار الاقراض وسعر الوصول نوبات ازدهار الاقراض نوبات ازدهار أسعار الأصول أثار العدوي: العلاقة المتبادلة بين الاسواق المالية الآثار الجانبية للتجارة للحكومة التزامات متأخرة السداد في الاقتصاد	كفاية رأس المال مجموع مدلات رأس المال التوزيع التكراري لمدلات لرأس المال نوعية الوصول مؤسسات الاقراض تركيز الائتمان القطاعي الاقراض المقيم بالعملة الاجنبية القروض لهيئات القطاع العام وضع المخاطر الخاصة بالأصول الاقراض المرتبط بها معدلات المديونية حالة الاقراض نسبة الديون الى رأس المال ربحية الشركات مؤشرات أخرى لظروف الشركات مديونية القطاع العائلي سلامة الادارة معدلات الانفاق الايرادات بالنسبة لكل موظف النمو في عدد المؤسسات المالية الايرادات والربحية عائد الأصول عائد السهم نسبة الدخل والانفاق مؤشرات الربحية الهيكلية السيولة قروض البنك المركزي للمؤسسات المالية الودائع بالنسبة الاجمالي النقدي تجزئة معدلات التعامل بين البنوك نسبة القروض الى الودائع هيكل استحقاق الأصول والخصوم تدابير لسيولة السوق الثانوية الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق مخاطر الصرف الاجنبي مخاطر سعر الاسهم مخاطر سعر السلع مؤشرات خاصة بالسوق أسعار السوق للأدوات المالية مؤشرات على العوائد المفرطة تصنيف الائتمان هوامش العوائد السيادي

المصدر: بن الشيخ عبد الرحمان، مرجع سابق، ص54

خلاصة الفصل:

- يعتبر الاستقرار المالي من ضمن الخطط الجديدة التي أصبحت البنوك المركزية تسعى للوصول إلى تحقيقها، نستخلص ما يلي:
- الاستقرار المالي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد وثابت وإنما يشير إلى نطاق ممتد لهذا يجب الملاحظة بدقة وعدم الوقوع في سلبيات ومظاهر مؤثرة.
- الاستقرار المالي لا يركز فقط على كيفية التعامل مع الأزمات المالية عند حدوثها وإنما يستمد في الأساس إلى تحصين النظام المالي ضد المخاطر والأزمات دون وقوعها.
- نجد أن الرهانات الاستقرار المالي تعتمد على أربعة عناصر معمة لا يجب أن نهمل أي عنصر من هذه العناصر يوجد منها ترابط يحقق هدف واحد.
- يعتبر الاستقرار المالي ذو أهمية كبيرة لأن غيابه يؤثر على النمو الاقتصادي.
- نجد أن عدم الاستقرار المالي يمكن أن يؤدي إلى حدوث مشكلات كبيرة تؤثر على اقتصاد الدولة.
- نجد أن المخاطر المالية تؤثر على الاستقرار المالي لما لها من مؤثرات سلبية يجب تفادها وعدم الوقوع فيها وذلك بمعرفة طرق معالجتها أو السير الجيد في أداء المهام البنكية خاصة جانب السيولة يعتبر أهم شيء في البنك.

الفصل الثالث:

تأثير التيسير الكمي على
الاستقرار المالي و تجربة
الولايات المتحدة الأمريكية

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

تمهيد:

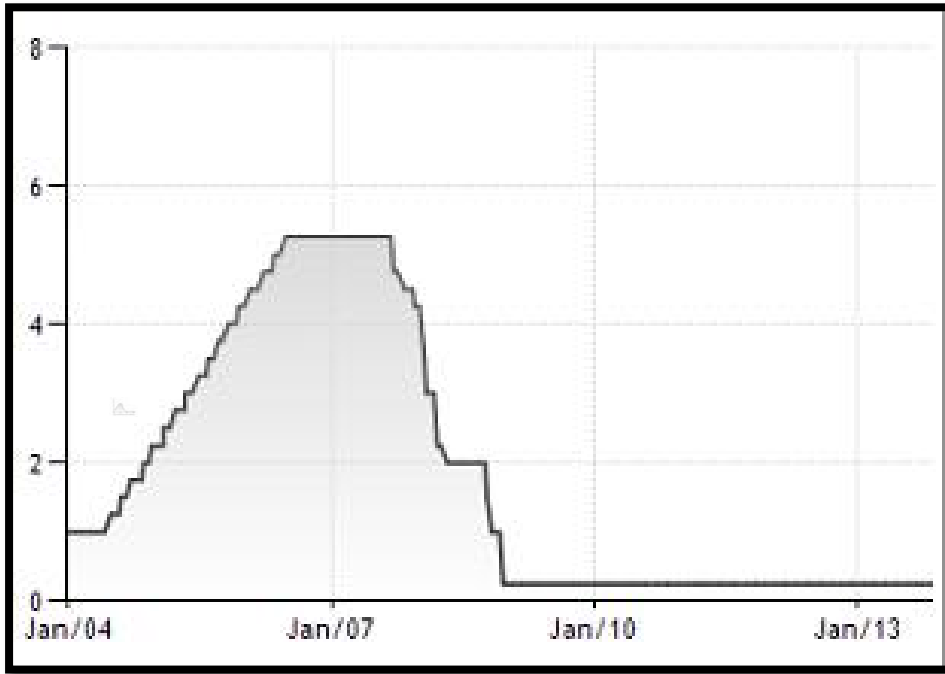
يثير التوسع الهائل في ميزانيات البنك المركزي استجابة للأزمات الأخيرة أسئلة معمقة حول آثار سياسات "التيسير الكمي"، سواء على الظروف المالية أو على الطلب الكلي،، أثارها الجانبية المحتملة على الاستقرار المالي، يقارن البحث بين مختلف المتغيرات (سعر الفائدة، التضخم، إضافة إلى البطالة والآثار المالية) حيث تمكنت معظم الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي واليابان من تحقيق الاستقرار المالي من خلال قنوات التأثير للتيسير الكمي، وقد قامت الولايات المتحدة بتنفيذ سياسة التيسير الكمي على ثلاث فترات، وحقت نتائج إيجابية نتيجة تطبيقها لهذه السياسة حيث استطاعت تحقيق السيولة وتسهيل الائتمان، وتحقيق النمو الاقتصادي كما استطاعت السيطرة على أسعار الفائدة قصيرة الفائدة، فحينما تنخفض أسعار الفائدة يرتفع الاستهلاك والاستثمار بشكل عام مما يؤدي إلى المزيد من النشاط الاقتصادي.

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

المبحث الاول: أثر التيسير الكمي على الاستقرار المالي

المطلب الأول: اثر التيسير الكمي على أسعار الفائدة:¹

لقد كان للتسهيلات الكمية أثر على أسعار الفائدة، ويظهر الشكل مستويات أسعار الفائدة على مدى العقدين الماضيين، وتبين كيف تم التغييرات في أسعار الفائدة بعد أن تم التخفيف من التيسير الكمي في أواخر عام 2008م، مع اذا إلى الحد الأدنى بحلول عام 2009، ويظل هدف من تخفيض سعر الفائدة ما بين 0.5% و 0%، وبحلول شهر سبتمبر 2011 بقي سعر الفائدة ثابتاً عند 0.25%. شكل رقم 5: يمثل تطور مستويات أسعار الفائدة في الولايات المتحدة



المصدر: مساعد مرابط ،الأزمة المالية العالمية 2008: التداعيات متدخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ،يومي 20/21/أكتوبر 2009،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التيسير ،جامعة فرحات عباس سطيف.

- في بداية تنفيذ عملية التيسير الكمي تم تخفيض أسعار الفائدة على الفور بنسبة 0.5% وهو تغير كبير في فترة قصيرة من الزمن، حيث أن المعدلات كانت ستصل إلى 5.25 في سبتمبر عام 2007، منذ البداية كان المقصود من الاحتياطي الفدرالي دائماً أن تكون أسعار الفائدة منخفضة، وقد أصدرت اللجنة الفيدرالية

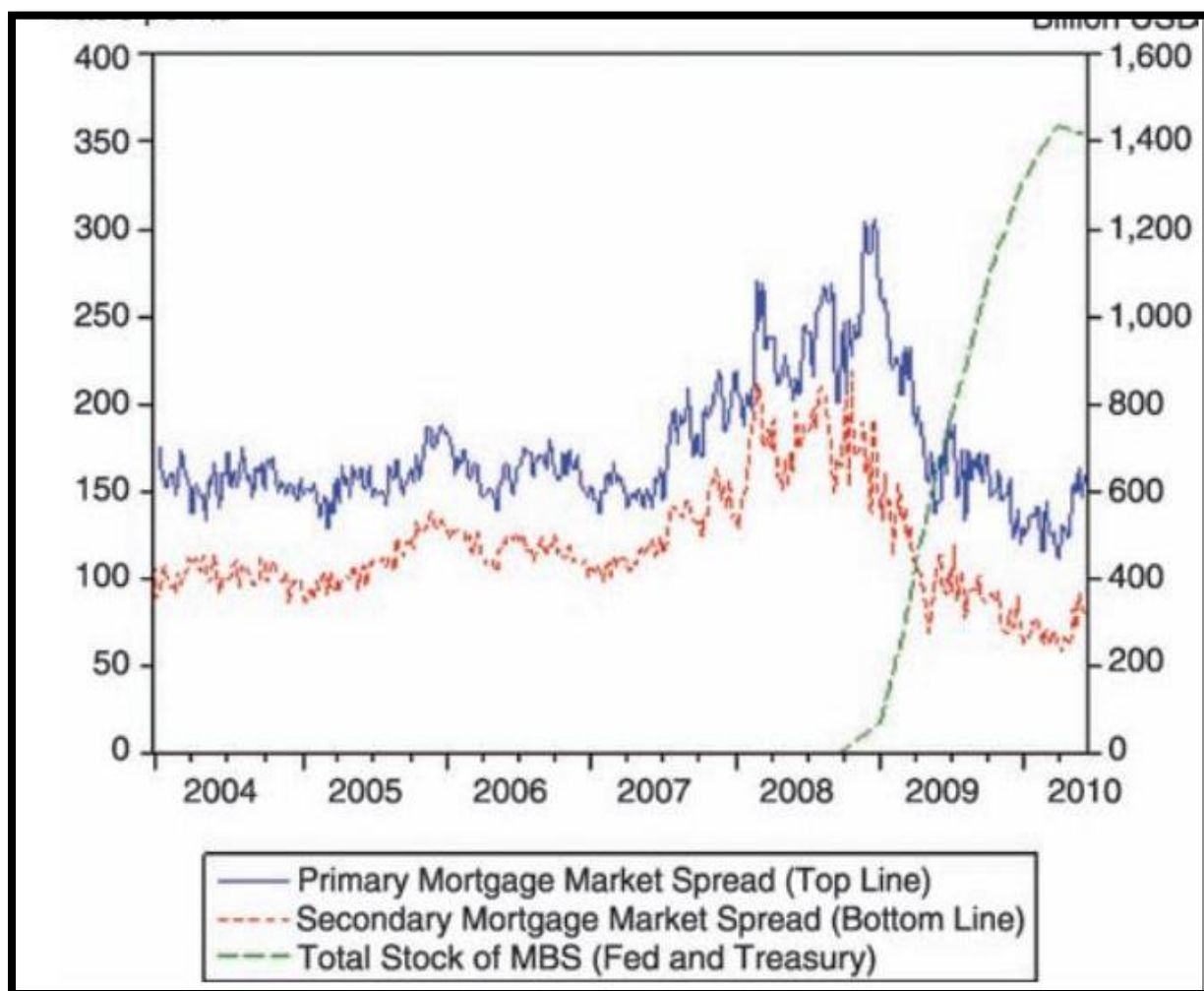
¹ساعد مرابط . الأزمة المالية العالمية 2008، التداعيات متدخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التيسير ،جامعة فرحات عباس سطيف،ص9.

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

للسوق المفتوحة (FOMC) بالفعل في عام 2008 بياناً أعلن فيه أن الحالة الاقتصادية ضعيفة من المتوقع أن تستمر لبعض الوقت، وأن ذلك يبرر انخفاض أسعار الفائدة، وسرعان ما يحدث فخ السيولة عندما يؤدي انخفاض الطلب على الإنتاج إلى دفع السندات السفلية الصفرية التي يقوم بها "BHATTARI" و "EGGERTSSON" و "GAFAROV"، يجادلون بأن جوانب تطبيق التيسير الكمي يمكن أن تقاوم فخ السيولة وهذا يبدو صحيحاً، حيث أن الاستثمار المستمر في التيسير الكمي من قبل الاحتياطي الفدرالي يشير إلى الالتزام بالتخفيف المستمر لسعر الفائدة، مما يمنع بشكل فعال فخ السيولة.

- كانت الكمية الكبيرة من المشتريات (MBS) تهدف إلى خفض معدل الفائدة مع ارتفاع أسعار المساكن وانتعاش الإسكان المرتقب، ارتفع معدل الفائدة على الرهن العقاري بشكل كبير في 2007 و 2008م.

الشكل رقم 6: يمثل أسعار الفائدة على الرهونات الأولية والثانوية.



المصدر: Katla A quantitative easing-economic and financial effects of an unconditional monetary policy

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

يميز الشكل بين فروق أسعار الفائدة على الرهونات الأولية والثانوية، يتكون السوق الأساسي من المقرض والمقرض، حيث يتم دفع السعر الأساسي من قبل المقرضين الفرديين إلى المقرض والمتخصصين في السوق الثانوية للمقرض، والرهن العقاري يدفع كل من المشتري والمقرض السعر الثانوي للمشتري، وتعود معدلات الفائدة على الرهن العقاري إلى متوسط الأجل الطويل المرتبط بتخفيف وتداول الأوراق المالية المدعومة برهن العقاري .

الجدول رقم7: أسعار الفائدة المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية:

الدولة	2014			2015	تاريخ آخر تعديل
	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	
الولايات المتحدة الأمريكية	0.25	0.25	0.25	0.25	2008-12-16

المصدر: دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، سلطة النقد الفلسطينية، نشرة الأسواق العالمية، العدد الثالث عشر، نيسان 2015، ص4.

- لاحظنا من خلال الجدول أن الاحتياطي الفدرالي أبقى على سعر الفائدة الأساس عند 0.25% دون تغيير للسنة الخامسة على التوالي، ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض (الصفري) منسجماً مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة، الهادفة إلى حفز النمو الاقتصادي من خلال سياسات نقدية ومالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي.

المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي على التضخم :

هناك تباين واضح في معدلات التضخم بعد تطبيق برامج التيسير الكمي في مختلف الاقتصاديات العالمية، حيث كانت معدلات التضخم مثالية في الولايات المتحدة الأمريكية عكس منطقة اليورو التي ما تزال منخفضة، هذا ما يؤكد عدم تأثير هذه البرامج على معدلات التضخم في نفس الاتجاه المحدد حيث يختلف التأثير من اقتصاد إلى آخر، وذلك لعدة اعتبارات نوجز أهمها في ما يلي:

1- توقعات معدلات التضخم INFLATION EXPECTATIONS¹:

حيث أثبتت دراسات عديدة وجود ارتباط كبير بين توقعات التضخم للأسر وتأثير ذلك على السلوك الاستهلاكي للأفراد، وبالتالي في معدلات التضخم الفعلية، وفترة الأزمة المالية أكدت أن النماذج المفسرة للتضخم يجب أن تتركز على مصادر معلومات مختلفة وبشكل منظم، خاصة تلك التي يعتمد عليها في

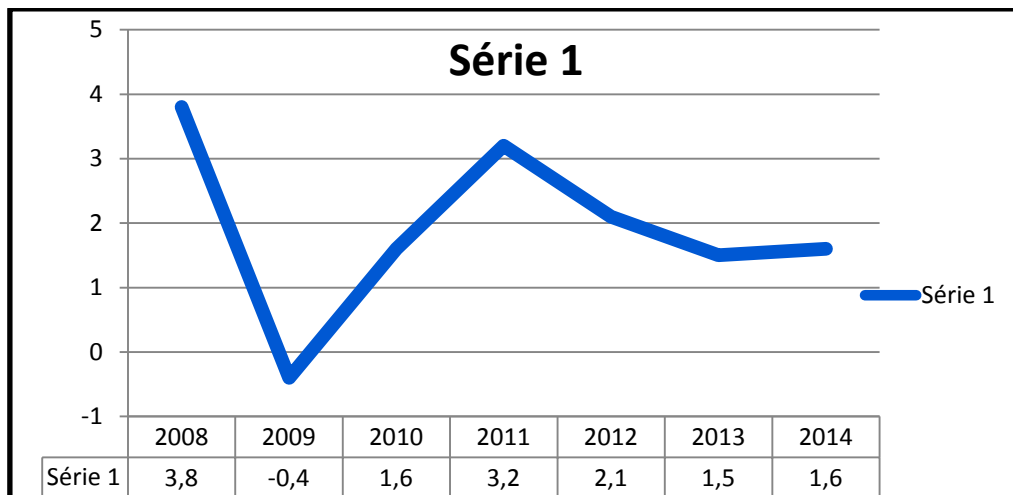
¹جنان سليم هلال ،نبيل مهدي الجنابي ،طروحات النظرية لدور التوقعات في تحليل منحني () ،مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية ،المجلد

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

صياغة توقعات للتضخم للأفراد، حيث طبيعة المعلومات المتاحة للأفراد تحدد المنهج الذي تتشكل به التوقعات، على اعتبار أن آلية تشكيل التوقعات جزء أساس ومكمل لصنع القرارات، فإذا كانت المعلومات تستند على معلومات الماضي يقال عنها توقعات كيفية، بينما يطلق عليها عقلانية إذا اعتمدت على رؤيتها على المستقبل.

تعتبر العلاقة بين التضخم وتوقعات التضخم الموضحة بمنحنى فيليبس، مقياس لعدم الاستغلال الكامل للموارد مع الأخذ بعين الاعتبار آثار الدورة الاقتصادية، ويتم حساب هذا النقص في استغلال الموارد بالفرق بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي الممكن تحقيقه، أو بالفرق بين معدل البطالة الفعلي ومعدل البطالة المتوقع.

الشكل رقم 7: تطور التضخم خلال فترة تطبيق سياسة التيسير الكمي في الم.م.أ



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على :

منظمة التنمية و التعاون الاقتصادي على الموقع : <http://www.oecd.org/fr/etatsunis/>

2- تراكم الاحتياطات البنكية:

حسب النظرية الكمية للنقود فإن أي ارتفاع للكتلة النقدية بسبب زيادة العرض النقدي يخلق ارتفاع في المعدل العام للأسعار، لكن يوجد فرق واضح بين العرض النقدي والقاعدة النقدية التي تم الرفع من حجمها خلال الأزمة المالية العالمية من خلال برامج التيسير الكمي، وحتى تتحول القاعدة النقدية (MONETARY BASE) إلى كتلة نقدية (M2) يجب على البنوك التجارية التي استقبلت سيولة برامج التيسير الكمي أن تحولها إلى قروض للاقتصاد وبالتالي التأثير في معدلات التضخم، لكن هذا التحول لم يحدث خلال الأزمة

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

المالية العالمية بالولايات المتحدة الأمريكية، مما ساهم في زيادة احتياطات البنوك (BANK RESERVE) وتسجيل تحول بطئ من قاعدة نقدية وكتلة نقدية مما يؤثر ببطيء في انتعاش معدلات التضخم.

3-نقص الطلب على القروض المصرفية من القطاع الخاص غير المالي:

سادت خلال الأزمة المالية العالمية انعدام الثقة المصرفية، وتباطؤ وتيرة منح الائتمانيات نظرا لوجود مخاوف لدى البنوك أو لعزوف الأفراد والمؤسسات عن الاقتراض برغم من معدلات الفائدة المحفزة، وما يمكننا قوله هو عدم وجود مرونة بين معدلات الفائدة والاستثمار وهي الحالة الثانية التي تكون فيها السياسة النقدية التقليدية غير فعالة حسب النظرية الكثرية بالإضافة حالة مصيدة السيولة، وذلك لاعتبارات أخرى مرتبطة بالأزمة المالية كانعدام الثقة والتشاؤم في التوقعات الائتمانية، فكل هذا يؤكد ضرورة الاعتماد على قنوات أخرى لتفادي هذا الانسداد في برامج التيسير الكمي الذي من الأفضل أن يكون انفراج تدريجي حتى لا تسبب موجات تضخمية في بعض الاقتصاديات أكبر من المعدلات المستهدفة. تماشيا مع ذلك خلصت الدراسات الأخرى التي استعرضت أدلة بيانية على تأثير التخفيف الكمي في الولايات المتحدة في حين إن الحكم على برامج التيسير الكمي الأولي كان ايجابيا إلى حد ما لأنه كان استجابة فعالة للصعوبات الاقتصادية الحادة في أواخر عام 2008، 2009

الجدول رقم 8: يبين تطور معدلات التضخم في أمريكا خلال الفترة (2001-2012)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
معدل التضخم %	2.2	2.4	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7	2.6
التيسير الكمي	-	-	-	-	-	-	-	-	QE1	QE2	QE2	QE3

المصدر: خالد رواق، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، (مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التيسير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013)، ص144.

نلاحظ من خلال قراءتنا للجدول أعلاه أن نسبة التضخم في أمريكا محافظ على معدل الفائدة ما بين 2.1%-2.4% وهذه نسب مقبولة عموما إلى غاية حدوث الأزمة المالية لسنة 2008م التي أدت إلى ارتفاع التضخم 3.3% مما أذى بالولايات المتحدة الأمريكية لتطبيق سياسة التيسير الكمي، وبعد تطبيق QE1 انخفض معدل التضخم إلى 0.3% وذلك نتيجة لضخ الأموال بصورة كبيرة ولم تحقق النتائج المرجوب فيها، فانتقلت إلى تطبيق سياسة QE2 (في آخر سنة 2010 إلى غاية سنة 2011) ليرتفع مرة أخرى ليصبح 2.7%

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

المطلب الثالث: أثر التيسير الكمي على البطالة:

صرح رئيس مجلس الاحتياطي الفدرالي "بيرنانكي" صراحة أن أهداف التيسير الكمي هو تأثير الثروة على الاستهلاك من ارتفاع أسعار الأصول وانخفاض أسعار الفائدة بهدف تحفيز الاستثمار وزيادة التوظيف بشكل غير مباشر، في الوقت نفسه يظل مجلس الاحتياطي الفيدرالي ملتزماً بالإدارة لتحقيق هدف تضخم تقريبي نسبته 2% مع توسيع برنامج شراء الأصول الفيدرالية بمعدل يتراوح بين 40 و 85 مليار دولار شهريا حتى يصل معدل البطالة إلى مستوى مرضي.

- إن التأثير الفعلي على الاقتصاد يؤدي إلى إبطاء نمو الأجور و العمالة الحقيقي، وبالتالي تقييد نمو الناتج المحلي الإجمالي وينفي تأثير الثروة من خلال الآلية التالية :
- الناتج المحلي الإجمالي هو عائد على إجمالي أصول الاقتصاد.
- حيث يحدث تكوين رأس المال والأصول الأخرى عادة بما يتناسب مع نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث يكون النمو هو العائد المطلوب على تكوين رأس المال.
- العائد على المدى الطويل على رأس المال والعمالة متعادل.

- أوجد التيسير الكمي عرض غير طبيعي (فائض) لرأس المال الجديد مما يقلل بالضرورة العائد الحقيقي المتاح من نمو الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يتطلب أن نمو الأجور الحقيقي ركودا أيضا، لان عوائد رأس المال المنخفضة لا يمكن أن تستوعب أيضا، لان عوائد رأس المال المنخفضة لا يمكن أن تستوعب نمو الأجور الحقيقي، يؤدي ركود النمو الحقيقي في الأجور والذي يساوي عادة نمو الإنتاجية إلى انخفاض نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ولأسوأ من ذلك أنه كان من المفترض أن يكون الركود في 2008-2009م قد أدى إلى حدوث انكماش، حيث ان كلا من الأصول المتعثرة والنمو الحقيقي المرتبط بالأجور الحقيقية قد تم تبسيطه من الاقتصاد، وقد منعت السياسة المالية انكماش الأسعار والأجور تاركة مستوى من الأجور لا يستطيع استيعاب العمالة كاملة، والنتيجة هي ضعف نمو الناتج المحلي الإجمالي، وارتفاع معدلات البطالة الهيكلية والعجز المالي.

بلغ إجمالي الناتج المحلي الأمريكي 15.6 تريليون دولار في الربع الثاني من عام 2012 بمعدل التشغيل الاسمي، اذ كان الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ينمو بمعدل طبيعي 3% (مجموع النمو السكاني بنسبة 1%، ونمو الإنتاجية للفرد الواحد 2%)، فانه سينمو حوالي 480 مليار دولار (هذا هو نفس حجم مشتريات الرهن العقاري السنوية التي أعلن عنها بنك الاحتياطي الفدرالي بمبلغ 40 مليار دولار شهريا (QE3).

- قدم مجلس الاحتياطي الفدرالي تقرير الميزانية العمومية الجزئية للاقتصاد الأمريكي :

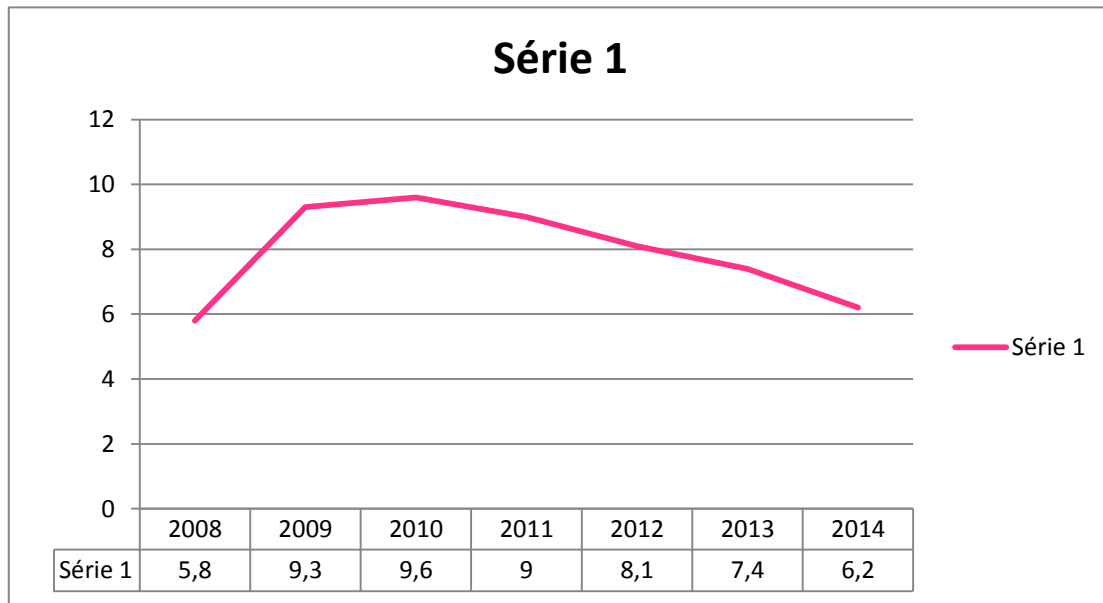
- إجمالي الدين لسوق الائتمان: 55 تريليون دولار .

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

- إجمالي سوق الأوراق المالية بقيمة 25 تريليون دولار.

العمل: التعويضات للموظفين تبلغ حوالي 8.6 تريليون دولار قيل الضريبة، اذ تم تقييم ذلك بقيمة 500/500 بمتوسط مبلغ 13.4 وتقييم عائد سندات الخزانة لمدة 30 عاما فان قيمة العمالة الناتجة تبلغ حوالي 204 تريليون دولار، نظرا لان التعويض عبارة عن تدفق للأرباح (يجب لأن يكون تقييم تدفق للأرباح أقرب إلى تقييم الأوراق المالية التي نكون أكثر استقرار في الارباح من سوق الأوراق المالية.

الشكل رقم 8: تطور البطالة خلال فترة تطبيق سياسة التيسير الكمي في الو.م.أ



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على :

منظمة التنمية و التعاون الاقتصادي على الموقع : <http://www.oecd.org/fr/etatsunis/>

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

المطلب الرابع: الآثار المالية

كان تركيز برنامج التيسير الكمي FOMCs هو شراء الأصول طويلة الأجل لأن فئات مختلفة من الأصول المالية لا يمكن أن تكون بمثابة بدائل مثالية في محفظة المستثمر ،هذا يعني أن بعض المستثمرين لديهم قيود تتعلق بنوع الضمان الذي قد يحتفظون به ،وقد يعرض المستثمرون الآخرون ببساطة تفضيلا خاصا اتجاه فئات الأصول المتاحة للقطاع الخاص، قد يؤثر المستثمرون على العائد والأسعار ،مشتريات MBS من قبل الاحتياطي في بداية من QE1 أدى الى إعادة توازن للمستثمرين محافظهم الاستثمارية من خلال استبدال MBS التي تم بيعها لمجلس الاحتياطي مع أصول البنك المركزي ،وبالتالي يجب أن ترتفع أسعار الأصول المشتراة.

المبحث الثاني: تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

لقد نال استخدام التيسير الكمي رواجاً في 2008عقبي الأزمة المالية التي حصلت في الولايات المتحدة الأمريكية فبعد ما جاءت محاولة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لخفض معدل الفائدة بالفشل لتصل إلى معدل الصفر وربع نقطة مئوية ،كان الحل الوحيد لهذه المشكلة هو تطبيق سياسة التيسير الكمي ،ومن هذا المنطلق سنحاول التعريف بالبنك الفيدرالي الأمريكي ،وهيكله ،إضافة إلى تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في ظل التيسير الكمي.

المطلب الأول: مفهوم ونشأة البنك الفيدرالي الأمريكي:

1- مفهوم البنك الفيدرالي الأمريكي:

يعتبر البنك المركزي الأمريكي من أكبر المؤسسات المالية وزناً في العالم من حيث القوة والتأثير من خلال سياسته، حيث يتم متابعة قراراته بصورة تفصيلية من قبل كل المستثمرين في العالم وأي تغيير قد يطرأ على السياسة النقدية الخاصة به تؤثر على أسواق العالم بأكمله.

2-النشأة بنك الولايات المتحدة الأمريكية¹:

قد أنشئ أول بنك قومي للولايات المتحدة الأمريكية في العام 1791م أعطى امتيازات احتكارية لمدة عشرين سنة قابلة للتجديد، وهو ما حدا بذوي المصالح الفردية إلى معارضته وبالتالي لم يمنح التجديد عندما حان وقته.

- وفي العام 1816م أنشئ بنك قومي آخر أعطيت له سلطات أوسع في الإشراف والتوجيه وكان وثيق الصلة بالحكومة وأهداف سياستها الاقتصادية وسار على هدي المبادئ المتبعة في أوروبا، لكن التقدم الاقتصادي المضرب الذي شهدته الولايات المتحدة الأمريكية خلال القرن التاسع عشر خاصة بسبب

¹محب خلة توفيق، البنوك المركزية في إفريقيا، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1990، ص25.

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

إصدار أوراق البنكنوت أدى بالحكومة الفيدرالية إلى إصدار تشريع لتوحيد الأوراق النقدية التي تصدرها البنوك من حيث الفئات والمظهر والغطاء اللازم للوفاء.

- ولقد أدى الذعر الذي حدث عام 1907 في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ضرورة مراجعة النظام المصرفي اللامركزية في الولايات المتحدة الأمريكية، وأوصت "اللجنة النقدية القومية" المشكلة لدراسة الأوضاع النقدية والمصرفية بضرورة إخضاع البنوك التجارية لرقابة بنك مركزي على غرار بنك إنجلترا، واستنادا إلى ذلك أسس النظام الاحتياطي الفيدرالي بموجب القانون الذي صدر عام 1913م والذي اشترط إقامة نظام إقليمي من بنوك الاحتياطي الفدرالية تمثل سلطة البنك المركزي، لذا أنشئ في كل منطقة بنك احتياطي فيدرالي يقوم بوظائف بنك المركزي في منطقته ويتكون رأسماله من مساهمات البنوك التجارية الأعضاء بما يعادل 6% من رأس مال البنك التجاري واحتياطه.

- ورغم ذلك فإن بنوك الاحتياطي الفدرالي تعتبر من الناحية الإدارية مؤسسات شبه حكومية تعمل للمصالح العام ولا تستهدف تحقيق الرباح، ويقوم كل بنك من بنوك الاحتياطي الفدرالي بوظائف البنك المركزي في منطقته، وبالخصوص فهو يتمتع بسلطات واسعة في الرقابة على الائتمان المصرفي من خلال سياسة تغيير نسب الاحتياطي وسياسة سعر إعادة الخصم، إضافة إلى سياسة السوق المفتوحة التي شكلت لها لجنة على المستوى القومي تتكون من مجلس المحافظين ومن رؤساء البنوك الاحتياطية الفيدرالية والتي تصدر توجيهاتها الملزمة للبنوك الاحتياطية.

نشير أخيرا إلى أن بنوك الاحتياطي الفدرالي تقوم بجمع وحفظ ودائع الخزينة الأمريكية وتدفع الالتزامات الحكومية كما أنها تقرض الخزينة مباشرة.

المطلب الثاني: هيكل الاحتياطي الفيدرالي :

أدرك أعضاء الكونغرس عندما أسسوا نظام الاحتياطي الفدرالي أن المؤسسة سوف تكون في منتهى القوة، وعلى هذا قاموا بتوزيع هذه القوة محركين إياها من المراكز المالية الأمريكية الرئيسية مثل نيويورك إلى أماكن أخرى في الدولة، ومن أجل ذلك قسموا الولايات المتحدة الأمريكية إلى 12 مقاطعة احتياطي فيدرالي، وتقدم بنوك المقاطعات تلك النصيحة والاستشارة في السياسة المالية وستشارك في صنع القرارات المتعلقة بها، وتعمل كوسيط بين الاحتياطي الفيدرالي والبنوك الواقعة في مقاطعتها، وخذه المقاطعات هي (بوسطن، نيويورك، فيلادلفيا، ريتشموند، كليفلاند، سانت لويس، أتلانتا، شيكاغو، مينا بولس، كنساس، دالاس، سان فرانسيسكو، هاواي وألاسكا) ويضم الاحتياطي الفيدرالي بالإضافة إلى البنوك الاحتياطي الفيدرالي مجموعتان فرعيتان، هما مجلس محافظي الاحتياطي الفيدرالي والذي يعد نركز القوة الحقيقي في نظام الاحتياطي الفيدرالي، ويضم هذا المجلس 7 أعضاء، يتم تعيينهم لفترات

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

تصل إلى 14 سنة من قبل الرئيس وبمصادقة مجلس الشيوخ، ويعد رئيس المجلس المتحدث الرئيسي للسياسة المالية في الولايات المتحدة .

أما المجموعة الثانية فهي لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية ، والتي تتخذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية وتتكون من 12 فرد، بما فيهم الأعضاء السبعة لمجلس المحافظين إلا أنهم لا يحق لهم التصويت ورئيس الاحتياطي الفيدرالي لبنك نيويورك ورؤساء أربع بنوك احتياطي فيدرالي إقليمية أخرى.

المطلب الثالث: تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة:

قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتطبيق سياسة التيسير الكمي خلال الأزمة المالية 2007-2008م حيث استخدمت التيسير الكمي عندما كانت معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الأجل الخالية من المخاطر، إما عند الصفر أو قريبة منه، ويعتبر معدل الفائدة هذا هو معدل الأموال للاتحاد الفدرالي، وقد تم تطبيق التيسير الكمي خلال ثلاث جولات.¹

جولة التيسير الأولى QE1:²

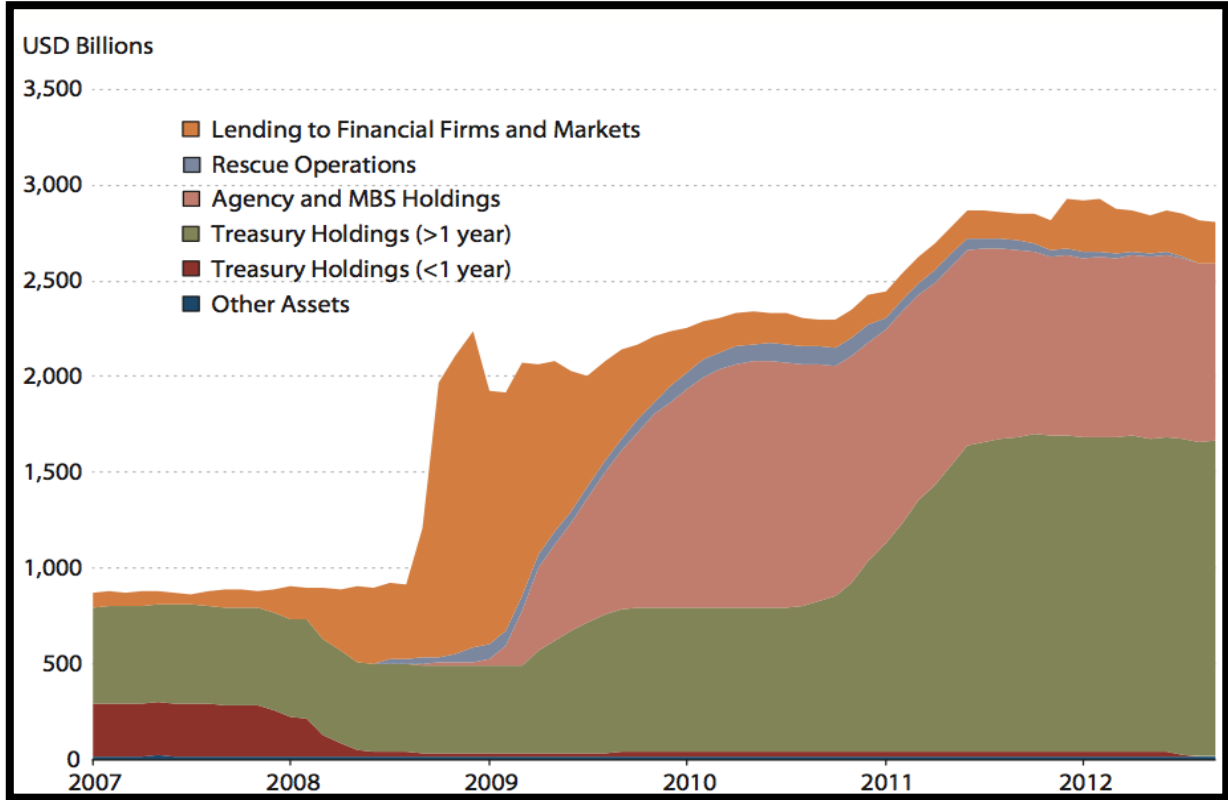
قام الاحتياطي الفدرالي بتنفيذ أول جولة لخطة التيسير الكمي، والتي تمت عبر أشهر عدة بدأت في نوفمبر 2008، حينما أعلن الاحتياطي الفدرالي شراء 100 مليار من السندات الإسكانية للمؤسسات التي ترعاها الحكومة، وكذلك شراء سندات بـ 500 مليار دولار من سندات الرهن العقاري، بالإضافة إلى مشتريات من سندات الخزانة طويلة الأجل مبلغ 300 مليار دولار، كما هو موضح في الشكل التالي:

¹Main cases of quantitative easing history، [https://: www. managementstudyguide. com](https://www.managementstudyguide.com)

²Katla. A ،quantitative easing-economic and financial effects of an unconventional monetary policy-، mestersthesis copenhagen business administration candmerc finance and strategic management، 2014، p43-44.

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

شكل رقم 9: التغيرات المشتريات التي تم إجراؤها على الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفدرالي.



المصدر: Katla A quantitative easing-economic and financial effects of an unconventional monetary policy

جولة التيسير الثانية QE2¹:

في آذار 2009 وسعت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) برنامج الشراء هذا بصورة كبيرة معلنة أنها ستشتري (1.25) تريليون دولار من MBS و 200 مليار دولار من دين الوكالات والى 300 مليار من ديون الخزينة طويلة الأمد، وقد اكتملت هذه المشتريات بتخمينات أدنى، وفي بداية 2010 وفي تشرين الثاني أعلنت FOMC أنها ستوسع محفظة الاحتياطي الاتحادي بشراء 600 مليار دولار اضافية من أوراق المالية طويلة الأمد للخزينة الأكبر في فترة تمتد لنهاية 2011، وبعد سنة أدخلت FOMC بعض التغيرات على برنامج مشترياتها سمي بـ (MEP برنامج توسيع الاستحقاق MATURITY EXERTION PROGRAM) (شراء الأوراق المالية ذات أمد أقصر) والذي بموجبه تم 400 مليار دولار من الأوراق المالية طويلة الأجل للخزينة وبيع مقدار مساوي من الأوراق المالية قصيرة الأمد للخزينة.

¹ katla A. ، نفس المرجع السابق ، 44-45.

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

- ومن خلال تقليل الاستحقاق المتوسط (معدل الاستحقاق) للأوراق المالية المحتفظ بها من قبل الجمهور فان البرنامج MEP قد وضع ضغطا إضافيا على معدلات الفائدة طويلة الأمد وتسهيلا إضافيا على الحالة المالية العامة.

الآثار الإيجابية للـ QE2¹:

_ انخفض معدل الفائدة الى 8.8%

_ ارتفعت أسعار الأسهم، مما يعني ان ثروة الأسر قد ارتفعت. ومن المرجح ان يرتفع الإنفاق.

_ انخفاض قيمة الدولار، وهذا يعني أن الصادرات الأمريكية سوف تتزايد في حين تنخفض الواردات، ونتيجة لذلك فان رصيد الحساب الجاري سيكون صحي.

رغم تسجيل التضخم نسبة 2.7%، وهو اعلي بقليل من النسبة المستهدفة 2%، الا انه لا يزال يمكن التحكم فيها.

الآثار السلبية للـ QE2 :

_ ارتفاع السلع (زيادة التضخم) ما تسبب في تآكل القدرة الشرائية (انخفاض مستوى المعيشة).

_ انخفاض قيمة الدولار ما جعل الأصول الأمريكية اقل ربحا، ونتيجة لذلك تشكلت ضغوط رصيد رأس المال/الحساب المالي للولايات المتحدة.

_ مع انخفاض قيمة الدولار قلت الثقة في العملة الأمريكية، مما أدى إلى زيادة الطلب على الذهب والفضة، وبالتالي ارتفاع أسعار الذهب والفضة.

_ انخفاض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة، وهذا يعني إن الحكومة الأمريكية سوف تضطر لدفع أسعار اعلي على سنداتها، مما يؤدي إلى زيادة العجز أكثر.

إن QE1 و QE2 قد أحدثت أثرا هاما في الأسعار، وكانتا فعالتان في تقديم الدعم للاقتصاد، وقد أنهت QE2 ما يمكن وصفه بمشكلات ركود تضخمي عندما بدأ بها، وهكذا فإنها فعالة وان هذا النوع من البرنامج سيستمر بتقديم دعم إضافي.

إن المشتريات من MBS المترافقة مع برنامج توسيع الاستحقاق وإعادة استثمار المدفوعات الأساسية من دين الوكالات وكذلك ما يحتفظ به الاحتياطي الاتحادي من MBS، فان ذلك سيؤدي إلى زيادة ما يحتفظ به من الأوراق المالية طويلة الأجل إلى 85 مليار دولار كل شهر ولغاية نهاية السنة 2012.

¹ داودي. ح ،تأثير التيسير الكمي على البنوك واستقرارها في ظل الأزمة، 2019، ص19.

الفصل الثالث: تأثير التيسير الكمي على الاستقرار المالي و تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

جولة التيسير الكمي QE3:

وفي سبتمبر 2012 قرر البنك الفدرالي (FED) إتباع خطة الثالثة من سياسة التيسير الكمي QE3 والتي طبقت حتى ديسمبر 2013، حيث تقرر تخفيض من السندات الحكومية المشتراة بـ 10 بليون دولار ضمن سبتمبر 2012 إلى ديسمبر 2013 قام FED بشراء 85 بليون دولار من السندات منها 45 بليون دولار سندات حكومية و 40 بليون دولار سندات الرهن العقاري المسترجعة.

- كما أن مجلس الاحتياط الفدرالي الأمريكي استخدم سياسة التيسير الكمي عدة مرات بعد الأزمة المالية العالمية، بدءا بالخطة الأولى في نوفمبر 2008، وانتهاء بالأخيرة التي انتهت قبل شهرين من نهاية عام 2014.

خلاصة الفصل

خلاصة الفصل:

يعتبر الحفاظ على الاستقرار المالي هدف مهم يهتم به البنوك المركزية من أجل تحقيق أهدافها من خلال دراستنا لهذا الفصل نستخلص ما يلي:

الهدف من الحفاظ على الاستقرار المالي، في النظام المالي هو تجنب الإضرابات فيه ونجد أن شرط تحقيق الاستقرار المالي يتمثل في أن يكون النظام المالي قادرا على تحمل الصدمات دون أن يعطي فرصة لتراكم التشوهات التي تؤثر عليه.

يعتبر تطبيق أداة التيسير الكمي بدقة أداة مهمة من أجل تحقيق الاستقرار المالي.

استطاعت الولايات المتحدة الأمريكية تحقيق أهدافها المسطرة من خلال تطبيقها لسياسة التيسير الكمي وقد بدا ذلك جليا من خلال الجولات الثلاث لسياسة التيسير الكمي.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

يعتبر التيسير الكمي من أبرز أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، التي استخدمت على نطاق واسع في ظل الأزمة المالية العالمية الأخيرة من طرف البنوك المركزية، حيث تقوم بتنفيذ عمليات التيسير الكمي من خلال شراء الموجودات المالية من المصارف ومن شركات القطاع الخاص وذلك من أجل تحقيق الاستقرار المالي الذي يكتسب أهمية كبيرة في النظام المالي، الذي يمثل قدرة النظام المالي على مواجهة الصدمات الداخلية والخارجية .

- تهدف هذه الدراسة إلى إبراز مدى فعالية التيسير الكمي كأداة غير تقليدية ، والتي طبقت من طرف البنوك المركزية في مواجهة الصدمات الانكماشية ، وأثره على الاستقرار النظام المالي، ودعم الاقتصاديات الدول المتقدمة مع التركيز في الجانب التطبيقي على استخدام التيسير الكمي الولايات المتحدة الأمريكية، التي تحتل الريادة في هذا المجال ، واستخدمت هذه الأداة ثلاث مرات كما تلقي الدراسة الضوء على أثر سياسة التيسير الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية ونتائجها المحتملة على استقرار النظام المالي .

وبعد هذا العرض ومحاولة الإحاطة ببعض الجوانب الموضوع، يمكننا إجراء اختبار لفرضياته كما يلي:

الفرضية الرئيسية: تم التأكد من صحتها، حيث أن التيسير الكمي كسياسة غير تقليدية يؤثر بشكل كبير في الاستقرار المالي من خلال زيادة وتيرة النشاط الاقتصادي، وزيادة قدرة الدول على مواجهة الصدمات الداخلية والخارجية.

الفرضية الأولى: تم التأكد من صحتها، التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك لتنشيط الاقتصاد عندما تصبح السياسة النقدية غير فعالة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد، وتخفيض معدلات الفائدة إلى أدنى مستوياتها وقد تصل إلى مستوى الصفر أي تصبح معدومة.

الفرضية الثانية: تم التأكد من صحتها، حيث يؤثر التيسير الكمي على التضخم، وذلك من خلال الأموال التي تم ضخها من قبل البنوك المركزية والذي أدى إلى رفع معدلات التضخم إلى المستويات المطلوبة.

الفرضية الثالثة: تم التأكد من صحتها، يمكن للتيسير الكمي كسياسة غير تقليدية أن يخفف من البطال وهذا من خلال الزيادة في الاحتياطي الاجمالي وتغيير مناصب العمل للأشخاص عاطلين عن العمل

1-إن ممارسة التيسير الكمي قد زودت البنوك المركزية بأدوات إضافية لإدارة السياسة النقدية في ضوء القصور الأدوات الأخرى في تحقيق السياسة النقدية التي تستهدفها هذه البنوك.

2-إن الأهداف المباشرة للتيسير الكمي كانت:

المحافظة على معدلات الفائدة ضمن الحدود التي يرغبها البنك المركزي المعني كما في الولايات المتحدة واليابان ؛

-الحفاظ على معدل التضخم المستهدف كما في المملكة المتحدة؛

-المحتفظة على معدلات السيولة المناسبة لدى الجهاز المصرفي كما في الولايات المتحدة ؛

-تحسين أسعار الموجودات المالية في الأسواق المالية كما في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي.

3-بينت الأبحاث النظرية إن التيسير الكمي تأثيرات مباشرة وغير مباشرة في التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف

4-الاستقرار المالي يعد الركيزة الأساسية في النظام المالي.

5- التيسير الكمي يؤثر على الاستقرار المالي من خلال مختلف القنوات .

التوصيات المقترحة:

1-الاستغلال الحذر لبرامج التيسير الكمي في تنويع المصادر التمويل المؤسسات الاقتصادية وتشجيع البنوك التجارية على منتجاتها؛

2-يحب وضع قواعد مهمة من أجل مواجهة المخاطر المالية لكي لا يكون هناك عوائق في تحقيق الاستقرار المالي بالنسبة البنوك المركزية ،وهذه القواعد متمثلة في تجارب نجحت فيها الدول الأجنبية أو المحلية وحقت مرادها؛

3-يجب الاعتماد على الخبراء والمتخصصين من أجل تبادل المعلومات وإعطاء الكثير من الأفكار الإيجابية من ناحية الوصول إلى الهدف المتمثل في الاستقرار المالي؛

4-يجب استمرار في دراسة الآثار البعيدة والقريبة للبرامج التيسير قصد تشخيصها بدقة لاتخاذ قرار الاستمرار أو التوقف.

أفاق الدراسة:

يمكننا أن نقول بأن هذه الدراسة ماهية إلا محاولة تبقى لها بعض النقائص ،كما تعتبر بمثابة محاولة أخرى لفتح المجال للبحوث ودراسات أخرى حول هذا الموضوع الذي يبقى مجاله واسع للدراسة والتعمق في البحث ،وفي هذا الصدد يمكننا أن نقترح بعض المواضيع التي ظهرت لنا من خلال هذه البحث ،ويمكن أن تكون بداية لمواضيع أخرى بالدراسة والاهتمام نذكر منها:

- التيسير الكمي ودوره في تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي؛

- الاستقرار المالي ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي؛

- أهمية البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي مع دراسة حالة.

قائمة المراجع

قائمة المصادر والمراجع

باللغة العربية:

1. أحمد أسامة محمد الفولي ،زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، د- ط، 2005.
2. أسماء يحيوي، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، 2014-2015.
3. بن شيخ عبد الرحمان، اتجاهات تقييم استقرار المالي في الاطار العالمي الجديد ، دراسة حالة الجزائر مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل الاقتصادي، سنة 2008-2009 .
4. رمزي محمود ،التيسير الكمي ،دار التعليم الجامعي - الاسكندرية، 2019.
5. شفيق الشاذلي على الموقع: صندوق النقد العربي، الاطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه.
6. عبد العزيز شويش، بشرى بد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، سنة 2014.
7. غازي شينا زي، "الحفاظ على الاستقرار المالي"، صندوق النقد الدولي، سلسلة قضايا اقتصادية العدد 36، صندوق النقد الدولي 2005.
8. محمد سويلم، ادارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الاوراق المالية ،دار الهemani للطباعة- مصر، 1996.
9. مشتاق محمود السبعوي وآخرون، الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الاسلامي "دراسة تحليلية لعينة من المصارف الاسلامية في ضوء المؤشرات العالمية لازمة المالية «، مجلة كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كركوك-العراق، المجلد 2، العدد 2، سنة 2012،

باللغة الأجنبية:

10. www. weforum. org/pdf/globalrisk/report 2008. pdf. أما بالنسبة للتقرير فيمكن الحصول عليه عن طريق الرابط التالي:
11. Bowdler C etA. Radia" ،unconventionalmonetarypolicy : the assessment ، 2012 .www. inf. irg/external/arabic. oxfordreview of economicpolic:..
12. Abouch.m«saidiabdessamed and firanozakaria» financialstability : de finition theoreticalfoundation and rols of the central banks » ،international research journal of finance and economics، 2012..

13. Advantages of quantitative easing, [https://www. managanentstudygud. Com](https://www.managementstudygud.com).
14. Allen wetwood G, defining and achieving financial stability, *Journal of financial stability*, vol2, issue 2, 2006
15. Amao .L, " stabilité financière et supervision bancaire au sein de la cedeao, " agence monétaire de l'Afrique de l'Ouest, "novembre, 2009
16. Balhadai.a and fadel.a « reveal financial stability hidden face oil countries – evidence from algeria » 'second conference': finance, bank and development : issues and means of enhancing financial stability 'tunis graduates school of business, 2012.
17. Banque centrale européenne ,communiqué de presse ,caractéristiques techniques des opérations monétaires sur titres ,6 september 2012,.
18. borio. C, and mathias.d " 'towards an operation al framework for financial stability ": fuzzy "measurement and its consequences " 'no284, june 2009..
19. Bridge j ,et r thomas 'the impact of QE on the UK economy –some supportivemonetaristarithmetic', working2012, 'paper443.
20. Choukairy .w et naffi .i, 'la stratégie d'assouplissement quantitatif des banques central face a la crise: cas de la BCE ET la SED intrnational *Journal of innovation and studies*, vol 2, N 3, 2013. Claudiutiberiualbulexu, 'la stabilité du secteur financier en dan la perspective de son adhésion aluen', these de doctorat, 'faculté de science économiques, 'université de poitiers, 2009,.
21. Claudiutiberiualbulexu, 'la stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à luem, 'thèse de doctorat, 'faculté de sciences économiques, 'université de Poitiers, 2009,
22. Disadvantages of quantitative easing, [https://www. Managementstudygud. com](https://www.Managementstudygud.com), 22 00, 3 Mars 2019.
23. Domath.l, and cismas L. M, 'determinants of financial stability 'dan "Romania economicjornal "ASE, bucarest, No 29, 2008.

24. Foooot .M, 'what is financial stability and how do we get it? 'the roy bridge menorial lecture financial services authority april 2003 'available on :<http://www.modovisione.com/news/uk-financial-services-authority-the-search-for-financial-stability>
25. Glenn d. Rude bush 'the strategy for monetary policy '2010 .
26. [Http://www.pma.ps/portals/1/vsers/002/2/2publications/arabic](http://www.pma.ps/portals/1/vsers/002/2/2publications/arabic).
27. Jerry L. Jordan " 'effective supervision and the evolving financial services industry federal reserve bank of cleveland 'june 2001'.
28. JSchinasigarry "defining financial stability ' "IMF working paper 'wp/04/187 / 2004' P08.
29. K. Takish 'and D. Small 'topics in macroeconomics 'B. E journal in macroeconomic 'september 2004 'vol6.
30. Kenneth.g 'june 2011 'quantitative easing trigger inflation 'www federal reserve bank of New York.
31. Kindelberger .c 'p(1996)" 'manias panics 'and crashes: a history of financial crises' "john wiley and sons 'inc.
32. Kouané désiré kanga 'essais sur l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro 'opcit.
33. krishnamurthy 'anneettevissing-jorgensen 'the effects of quantitative easing on interest rates : channels and implication for policy 'northwestern university..
34. M. eiji 'A. minshima 'k. taniguchi 'japan's open market operation under the QE policy bank of japan working papers series 'April 2005 'No5.
35. magavi 'quantitative easing- A blessing or a curse ? crislyoung thought leader ' 2012'.
36. Maghi :2009 'conventional and unconventional (monetary policy keynotes at the ICMB 'geneva '(www. ECB. . int. org).

37. Michel .d «les effets des politiques de quantitative easingsule taux de change:les enseignement de l'expérience américaine «revue d'économie financière .
- 38.Muliaman d'hadad" «financialstability and basel2 :the intersection ,"
workingpaperpresented the bank of indonesia 4TH international senimar on
financialstability :basel2 and financialstabilityreconditio and implementation
challengers bali..
- 39.Patat j-p «la stabilité financière «nouvelle urgence pour les banque centrales ,
dan "bulletin de la banque de France , "banque de France ,N84.
- 40.Problams of quantitative easing . 14 -12-2017. [http://:ww.Economicshlp.Org](http://www.Economicshlp.Org) .
- 41.Quantitative Esing in5 key question ,24 -06 -2015 European central bank
(ECB) [https //:group bnpparibas..](https://group.bnpparibas..)
- 42.R. mcknnon «and z. liu «modern currencywars «the united states versus japan ,
adbiwor kingpaperseries , october2013.
- 43.Toure .ou , « prévenir les crises financières et assurer la stabilité financière au
niveau mondial :analyse de la nécessité de l'action collective » ,
communication pour les journées de recherche « crises financières
internationales gdr-économie monétaire et financière et séminaire jeunes
chercheur :modélisation des crises financières axe financeinternational
laboratoire d'économie d'Orléans ,2004.
- 44.U. dadushaned v. eldelman «currencywar , carnegieendowmeet.
- 45.[www. weforum. org /en /index. htm](http://www.weforum.org/en/index.htm) ,19 :21 ,25/01/2019
- 46.[www ,bank of england ,co.Uk/monetarypolicy /documents/pdf/qe-panphletpdf](http://www.bankofengland.co.Uk/monetarypolicy/documents/pdf/qe-panphletpdf) ,
20:33 ,2019-3-5.