

جامعة الجزائر 3



كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

تخصص: تحليل اقتصادي واستشراف

مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية وأثرها على استقرار السوق المالي والنقدي

من إعداد الطالب:

طيب سعدي

تحت إشراف:

أ.د محمد حداد

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. سعدية قصاب	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر 3	رئيسا
أ.د. محمد حداد	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر 3	مشرفا ومقررا
أ.د. عبد العزيز مقراني	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر 3	ممتحنا
أ.د. حميد رسول	أستاذ التعليم العالي	جامعة البويرة	ممتحنا
أ.د. محمد قلبي	أستاذ التعليم العالي	جامعة بومرداس	ممتحنا
د. ليندة حسان	أستاذ محاضر أ	جامعة الجزائر 3	ممتحنا

السنة الجامعية 2025 - 2026

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا قِيلَ لَكُمْ تَفَسَّحُوا فِي الْمَجَالِسِ
فَافْسَحُوا يَفْسَحِ اللَّهُ لَكُمْ ۖ وَإِذَا قِيلَ انشُزُوا فَانْشُزُوا يَرْفَعِ
اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا
تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾

[المجادلة 11]

المحتويات

اهداء

شكر و عرفان

الملخص

فهرس المحتويات

فهرس الاشكال

فهرس الجداول

إهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد إلى الغاليين في قلبي والداي الكريمين

"أمي وأبي "

تعبيرا عن حبي لهما وتقديرا لما قدموه لي

ادام الله لهما الصحة وحفظهم ورعاهم

إلى أخوتي الاعزاء حفظهم الله وابقاهم سندا

إلى روح أختي الغالية، رحمها الله رحمة واسعة وأسكنها فسيح جناته، التي شاء الله أن لا تعيش إتمام

هذا العمل، أسأل الله أن يجمعنا بها في جنات النعيم

إلى جميع أفراد عائلتي

....

إلى جميع الأساتذة الأجلاء الذين أضاءوا طريقي بالعلم

إلى كل أصدقاء الدراسة وكل حاملي راية العلم

إلى كل من علمني حرفا وكان سندا لي في دربي

إلى جميع الزملاء في العمل والأصدقاء

اليكم جميعا أهدي هذا العمل المتواضع

.....

شكر وعرفان

الحمد لله على توفيقه وإحسانه، والحمد لله عن فضله وإنعامه، الحمد لله على جوده وكرمه، الحمد لله حمدا كثيرا، فهو الذي أنعم علينا بالتوفيق في انجاز هذا العمل المتواضع فالحمد لله يوافي نعمه ويكافئ مريده

ونتقدم بالشكر الكبير للأستاذ الفاضل المشرف الأستاذ الدكتور " محمد حداد "

الذي تكرم بإشرافنا على هذه المذكرة ولم يبخل علينا فكان لنا نعم الموجه والمرشد كما لا يفوتنا أن نشكر كل من قدم العون

إلى كل هؤلاء أتوجه بعظيم الامتنان والشكر الجزيل

لا يزال موضوع السياسة النقدية يشكل مجالاً بحثياً هاماً في المجال الاقتصادي، من حيث الأدوات الفعالة التي من شأنها تحقيق الأهداف الاقتصادية ومعالجة مختلف الاختلالات في النشاط الاقتصادي، ومن التأثيرات التي تحدث عن طريق الإجراءات المتخذة من السلطات النقدية بمس النظام المالي، وبالتالي الأسواق المالية المحرك الأساسي للنشاط والنمو الاقتصادي، هذه السياسة التي كانت مثار اختلاف بين مختلف المدارس ورواد الفكر الاقتصادي، بداية كان الأمر يقتصر على تطبيق أدوات تقليدية لتوجيه الاقتصاد والمحافظة على استقراره، إلا أن هذه الأدوات كانت في كثير من الحالات ليست الحل الناجع والفعال في الأزمات التي حدثت خلال العقود الماضية، ما جعل دول كثيرة خصوصاً الدول العظمى تتبنى أدوات غير تقليدية وسياسات حديثة لإنقاذ اقتصادها، وتمثلت أهم هذه الأدوات في سياسة التيسير الكمي، سعر الفائدة السليبي وسياسة تخفيض قيمة العملة، وكانت كل من الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان والصين نموذج للدول التي طبقت هذه الأدوات التي كان لها تأثيرها على استقرار الأسواق المالية، وقد خلصت الدراسة التي هدفت إلى التعريف بهذه الأدوات و تحليل تأثيرها على النظام المالي واستقرار أسواق المال بمكوناتها، سوق النقد و سوق المال ان لها تأثير في إعادة الأسواق إلى النشاط وتحقيق الاستقرار يختلف من بلد إلى آخر حسب الأداة وتأثيرات مختلفة على مكونات السوق المالي لتداخل عدة عوامل أخرى في ذلك.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، السوق المالي، التيسير الكمي، سعر الفائدة السليبي، سعر الصرف

Abstract :

research in economics, particularly concerning the effective tools it offers Monetary policy remains a crucial area of for achieving economic goals and addressing various imbalances in economic activity. The impact of monetary the primary drivers of economic —tions on the financial system, and consequently on financial markets authorities' ac is significant. This policy has been a point of contention among different schools of thought and —activity and growth us was on applying traditional tools to guide the economy and maintain stability. economic thinkers. Initially, the foc However, these tools often proved ineffective in addressing crises of recent decades, leading many countries, especially n policies to rescue their economies. Key among these tools major powers, to adopt unconventional tools and moder are quantitative easing, negative interest rates, and currency devaluation. The United States, Japan, and China serve as ignificant impact on the stability of examples of countries that have implemented these tools, which have had a s financial markets. This study, which aimed to define these tools and analyze their impact on the financial system and ffect on revitalizing the stability of financial markets (including the money and capital markets), concludes that their e markets and achieving stability varies from country to country, depending on the specific tool and its effects. The .financial market components vary due to the involvement of several other factors

Keywords: Monetary policy, financial market, quantitative easing, negative interest rate, exchange rate

فهرس المحتويات

الرقم	العنوان	الصفحة
ا	اهداء	III
ب	شكرو عرفان	IV
ج	فهرس المحتويات	XII
د	قائمة الاشكال	XIII
هـ	قائمة الجداول	XIV
د	مقدمة	أ-ر
1	الفصل الأول: التأصيل النظري للسياسة النقدية	
2	المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية	3
3	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية	3
4	الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية	3
5	الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية	5
6	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية	6
7	الفرع الأول: المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار	5
8	الفرع الثاني: تحقيق معدل نمو مرتفع	7
9	الفرع الثالث: الحفاظ على الاستقرار والتوازن النقدي	7
10	الفرع الرابع: مستوى مرتفع للعمالة	8
11	الفرع الخامس: استقرار سعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي	8
12	الفرع السادس: استقرار الأسواق المالية	9
13	المطلب الثالث: آليات السياسة النقدية	9
14	الفرع الأول: مفهوم آليات الانتقال النقدي	9
15	الفرع الثاني: قنوات انتقال السياسة النقدية	10
16	المطلب الرابع: النظريات المفسرة للسياسة النقدية	14
17	الفرع الأول: النقود في تحليل المدرسة الكلاسيكية (النظرية الكمية للنقود)	14

19	الفرع الثاني: السياسة النقدية في التحليل الكينزي	18
23	الفرع الثالث: السياسة النقدية في تحليل النقديين	19
28	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية	20
28	المطلب الأول: الوسائل الكمية	21
28	الفرع الأول: سعر إعادة الخصم	22
29	الفرع الثاني: سياسة السوق المفتوحة	23
31	الفرع الثالث: سياسة نسبه الاحتياط القانوني	24
32	المطلب الثاني: الوسائل الكيفية والنوعية	25
34	الفرع الأول: سياسة تحديد أسعار الفائدة البنكية	26
35	الفرع الثاني: السياسة الائتمانية الانتقائية	27
35	المطلب الثالث: الأساليب المساعدة	28
35	الفرع الأول: الإقناع الأدبي	29
35	الفرع الثاني: سقف معدل الفائدة	30
36	المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية	31
36	المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي	32
36	الفرع الأول: مفاهيم حول التيسير الكمي	33
41	الفرع الثاني: تاريخ سياسة التيسير الكمي	34
43	الفرع الثالث: قنوات انتقال أثر التيسير الكمي	35
49	الفرع الرابع: أهداف ودوافع سياسة التيسير الكمي	36
51	المطلب الثاني: سعر الفائدة السلبي	37
51	الفرع الأول: مفاهيم حول سياسة سعر الفائدة السلبي	38
54	الفرع الثاني: قنوات انتقال أثر سياسة سعر الفائدة السلبي	39
58	الفرع الثالث: أهداف سياسة سعر الفائدة السلبي	40
62	المطلب الثالث: سياسة تخفيض قيمة العملة	41
62	الفرع الأول: مفاهيم حول سياسة تخفيض سعر الصرف	42

43	الفرع الثاني: قنوات انتقال أثر سياسة تخفيض العملة	70
44	الفرع الثالث: أهداف سياسة تخفيض قيمة العملة	72
45	خاتمة الفصل الأول	76
46	الفصل الثاني: الاستقرار المالي ومؤشرات السلامة المالية	
47	المبحث الأول: أثر السياسة النقدية في الأسواق المالية	78
48	المطلب الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية وأهميتها	78
49	الفرع الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية	79
50	الفرع الثاني: ماهية الأسواق المالية	80
51	الفرع الثالث: أقسام السوق المالي	87
52	المطلب الثاني: أثر السياسة النقدية على السوق النقدي	103
53	الفرع الأول: زيادة إقراض البنوك	103
54	الفرع الثاني: تغيير حجم الائتمان	103
55	الفرع الثالث: تغيير سعر الفائدة	104
56	المطلب الثالث: أثر السياسة النقدية على سوق رأس المال	105
57	الفرع الأول: السياسة النقدية والأسهم	105
58	الفرع الثاني: السياسة النقدية والسندات	106
59	المطلب الرابع: أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية	107
60	الفرع الأول: دور السياسة النقدية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	108
61	الفرع الثاني: تخفيف أثر الأزمات والمخاطر والحفاظ على الاستقرار	109
63	المبحث الثاني: الاستقرار المالي ومحدداته	110
64	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي	110
65	الفرع الأول: تعريف الاستقرار المالي	110

112	الفرع الثاني: عوامل الاستقرار المالي	66
118	المطلب الثاني: المتغيرات المؤثرة على الاستقرار المالي	67
118	الفرع الأول: العرض النقدي	68
119	الفرع الثاني: سعر الصرف	69
120	الفرع الثالث: سعر الفائدة	70
120	المبحث الثالث: مؤشرات السلامة المالية	71
120	المطلب الأول: المؤشرات الفرعية للاستقرار المالي	72
124	الفرع الأول: مؤشرات السلامة المالية FSI	73
126	الفرع الثاني: مؤشرات الضعف المالي FVI	74
128	الفرع الثالث: مؤشرات تطور السوق المالي FDI	75
129	الفرع الرابع: مؤشرات المناخ الاقتصادي العالمي WECI	
130	المطلب الثاني: المؤشر التجميعي للاستقرار النظام المالي AFSI	76
132	الفرع الأول: مراحل بناء المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI	77
134	الفرع الثاني: الأوزان الترجيحية والتجميع	78
135	الفرع الثالث: تحليل عدم اليقين والحساسية	79
135	المطلب الثالث: تحليل تغيرات المؤشرات	80
135	الفرع الأول: طريقة تحليل نقطة التغير	81
141	الفرع الثاني: الخريطة الحرارية	82
143	خاتمة الفصل الثاني	83
	الفصل الثالث: أثر السياسات النقدية الحديثة على الأسواق المالية - تجارب بعض الدول -	84
146	المبحث الأول: تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة	85

146	المطلب الأول: النظام الاقتصادي والمالي الأمريكي وأسباب الأزمة المالية 2008	86
146	الفرع الأول: النظام الاقتصادي والمالي الأمريكي ودوره في الاقتصاد العالمي	87
149	الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية 2008 بالولايات المتحدة الأمريكية	88
149	الفرع الثالث: نتائج الأزمة المالية وإجراءات التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية	89
154	المطلب الثاني: تأثير السياسة النقدية الحديثة على استقرار النظام المالي في و.م.أ	90
156	الفرع الأول: تقدير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان للولايات المتحدة الأمريكية	97
159	الفرع الثاني: تحليل تغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي	92
162	المطلب الثالث: دراسة أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار السوق المالي	93
162	الفرع الأول: السوق النقدي	94
168	الفرع الثاني: مؤشرات سوق رأس المال	95
171	المبحث الثاني: سياسة سعر الفائدة السلبي في اليابان	96
171	المطلب الأول: النظام الاقتصادي والمالي الياباني وأهداف سياسة سعر الفائدة السلبي	97
171	الفرع الأول: واقع الاقتصاد الياباني ودوره في الاقتصاد العالمي	98
175	الفرع الثاني: سياسة سعر الفائدة السلبي في اليابان	99
175	الفرع الثالث: أهداف اليابان من سياسة سعر الفائدة السلبي	100
178	المطلب الثاني: أثر سياسة معدلات الفائدة السالبة على استقرار النظام المالي في اليابان	101
178	الفرع الأول: المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان لليابان	102
182	الفرع الثاني: تحليل تغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي لليابان	103

	AFSI (2000-2021)	
185	المطلب الثالث: دراسة أثر سياسة سعر الفائدة السلبي على استقرار السوق المالي لليابان	104
185	الفرع الأول: السوق النقدي	105
188	الفرع الثاني: سوق رأس المال	106
191	المبحث الثالث: سياسة تخفيض العملة في الصين	107
191	المطلب الأول: النظام الاقتصادي والمالي للصين وأهداف سياسة تخفيض قيمة العملة	108
191	الفرع الأول: واقع الاقتصاد الصيني ودوره في الاقتصاد العالمي	109
193	الفرع الثاني: النظام المالي في الصين	110
195	الفرع الثالث: سياسة تخفيض قيمة العملة في الصين وأهدافها	111
199	المطلب الثاني: أثر سياسة تخفيض العملة على استقرار النظام المالي في الصين	112
199	الفرع الأول: المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان للصين	113
203	الفرع الثاني: تحليل تغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي للصين AFSI(2000-2021)	114
206	المطلب الثالث: تحليل أثر سياسة تخفيض العملة على استقرار السوق المالي الصيني	115
206	الفرع الأول: مؤشرات السوق النقدي	116
211	الفرع الثاني: مؤشرات سوق رأس المال	117
214	خاتمة الفصل	118
	الخاتمة العامة	119

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	آليات انتقال أثر سعر الفائدة	10
02	الطلب على النقود وفقا للنظرية النقدية الحديثة	24
03	آلية عمل الأسواق المالية	86
04	اقسام السوق المالي	89
05	أقسام سوق رأس المال وتصنيفاته	103
06	التغير في متوسط البيانات	139
07	تغيرات تباين البيانات	139
08	التغيرات في متوسط وتباين البيانات	136
09	الخريطة الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص بالولايات المتحدة الأمريكية	159
10	الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية الخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية	161
11	الخريطة الحرارية لمؤشرات المؤشرات الفرعية الخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية	162
12	الخريطة الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص باليابان	182
13	الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية الخاصة باليابان	184
14	الخريطة الحرارية لمؤشرات المؤشرات الفرعية الخاصة باليابان	185
15	الخريطة الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI الخاص بالصين	205
16	الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية الخاصة بالصين	206
17	الخريطة الحرارية لمؤشرات المؤشرات الفرعية الخاصة بالصين	207

قائمة المنحنيات

الرقم	العنوان	الصفحة
1	تغيرات قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي للولايات المتحدة الامريكية للفترة 2000-2020	160
2	تغيرات قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي الخاص باليابان للفترة 2000-2021	182
3	تغيرات قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي الخاص بالصين للفترة 2000-2021	204

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مؤشرات الاستقرار المالي	123
02	نقاط التغير لبيانات مؤشرات النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020	157
03	اوزان المؤشرات الفرعية للنظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020	158
04	قيم المؤشر التجميعي الخاص للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020	159
05	نقاط التغير لمؤشرات النظام المالي لليابان للفترة 2000-2021	179
06	اوزان المؤشرات الفرعية للنظام المالي لليابان للفترة 2000-2021	180
07	قيم المؤشر التجميعي الخاص باليابان للفترة 2000 - 2021	181
08	نقاط التغير لمؤشرات النظام المالي للصين للفترة 2000-2021	200
09	اوزان المؤشرات الفرعية للنظام المالي للصين للفترة 2000-2021	201
10	قيم المؤشر التجميعي الخاص بالصين للفترة 2000-2021	203

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان
01	بيانات مؤشرات النظام المالي للولايات المتحدة الامريكية للفترة 2000-2020
02	بيانات مؤشرات النظام المالي للولايات المتحدة الامريكية للفترة 2000-2020 بعد التطبيق
03	بيانات مؤشرات النظام المالي للولايات المتحدة الامريكية للفترة 2000-2020 بعد التطبيق وإدخال إشارة التأثير
04	قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي المرجحة بالأوزان للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020
05	بيانات مؤشرات النظام المالي لليابان للفترة 2000-2021
06	بيانات مؤشرات النظام المالي لليابان 2000-2021 بعد التطبيق
07	بيانات مؤشرات النظام المالي لليابان للفترة 2000-2021 بعد التطبيق وإدخال إشارة التأثير
08	قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي المرجحة بالأوزان اليابان للفترة 2000-2021
09	بيانات مؤشرات النظام المالي للصين للفترة 2000-2021
10	بيانات مؤشرات النظام المالي للصين 2000-2021 بعد التطبيق
11	بيانات مؤشرات النظام المالي للصين للفترة 2000-2021 بعد التطبيق وإدخال إشارة التأثير
12	قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي المرجح بالأوزان للسين للفترة 2000-2021

مقدمة

مقدمة :

إن السياسة النقدية هي أحد الأدوات المهمة التي تعتمد عليها اقتصادات الدول في مختلف التحولات الاقتصادية، لأجل الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والنظام المالي. وتعتمد لأجل تحقيق أهداف سياسية واقتصادية حسب ما يتطلبه الوضع الاقتصادي، فمنذ القرون السابقة ومنذ بروز الفكر الاقتصادي الذي كان يجتهد لأجل وجود أفضل السبل لتنشيط الاقتصاد وتحقيق أفضل معدلات النمو الإنتاج المحلي والاكتفاء الذاتي لتحقيق الرفاهية لمجتمعاتها إلا أن هذه المدارس الاقتصادية اختلفت في آرائها حول دور المتغيرات والمعاملات الاقتصادية في تحقيق أفضل النتائج.

والمعلوم أن علم الاقتصاد هو العلم الذي يعنى بدراسة السبل التي تسمح بتلبية الحاجيات المتزايدة والمتعددة لأفراد المجتمع في ظل محدودية الموارد التي تلبي هذه الاحتياجات، لذلك تعددت الاجتهادات والنظم التي تسعى لتحقيق ذلك. وهذه النظم والمدارس اختلفت أفكارها حول تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية من خلال الأدوات التي تتحكم فيها لتغيير توجهات الاقتصاد من أجل تحقيق أهدافها الاقتصادية والسياسية. ومن أهم هذه الأدوات نجد أدوات السياسة النقدية التي لها التأثير المباشر او غير المباشر في المتغيرات الاقتصادية.

منذ أزمة الكساد 1929 تغيرت الأفكار حول دور السياسة النقدية وإعطائها أهمية في مجال السياسات الاقتصادية، بعد أن كانت الأفكار السابقة تؤكد على الدور الحيادي للنقود وأن الاستقرار والتوازن الاقتصاديين يكون آلياً دون تدخل الدولة ...، إلا أنه بعد هذه الأزمة ظهرت مدارس اقتصادية أكدت على وجوب تدخل الدولة لأجل الحفاظ على الاستقرار وتقادي الأزمات من خلال السياسة المالية أو السياسة النقدية، وأعطت أهمية كبرى للسياسة المالية، وكان رائد هذه المدرسة المفكر الاقتصادي "جون مينار كينز" إلا أنه لما تلى تلك الفترة من أزمات وجهت انتقادات لهاته المدرسة وأكدت على أن السياسة النقدية لوحدها كفيلة بإيجاد الحلول للأزمات المالية والاقتصادية رائدها "ميلتون فريد مان".

وتعتمد السياسة النقدية على تبني أدوات تعرف بالأدوات التقليدية، تتحكم فيها البنوك المركزية لأجل توجيه الاقتصاد حسب الظروف الاقتصادية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والنمو بما

يتناسب مع احتياجات الأفراد، وكان من بين أهم هذه الأدوات، سعر إعادة الخصم، السوق المفتوح..... ،

ومع التطور وتجارب عديدة كانت هذه الأدوات غير ناجعة في حالات عديدة ما عرضها لعدة انتقادات، زادت من حجم الأزمة ومع غياب الحلول، سعت بعض الدول التي تعرضت لأزمات اقتصادية متنوعة ، سواء أزمات مالية كانهيار الأسواق أو عرفت حالات من الركود والانكماش، أثرت بشكل كبير وتسببت في أزمات كثيرة، إلى إيجاد حلول بديلة وأدوات جديدة عرفت بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، بعد أن نفذت كل الحلول المتاحة والأدوات التقليدية، فكانت هذه الأدوات الجديدة كمخاطرة لبعض المحللين، ومن أكثر هذه الأدوات نجد سياسة التيسير الكمي، وسياسة سعر الفائدة السلبية، وكذا سياسة تخفيض قيمة العملة، ورغم أن هذه الأدوات ليست بالحديثة جدا لأنها أدوات غير تقليدية والاعتماد عليها كان بشكل محدود ولأغراض معينة.

سياسة التيسير الكمي تعتمد على تدخل البنك المركزي من خلال شراء أصول وسندات لضخ كتلة نقدية إضافية في السوق تهدف لتحفيز الاستقرار والنشاط الاقتصادي وإنقاذ المؤسسات المالية المفلسة، فهذه السياسة ستؤثر على متغيرات اقتصادية أخرى كسعر الفائدة، وسعر الصرف وتحفيز عملية الإقراض والاقتراض ما من شأنها أن تحفز النمو بشكل عام.

أما سعر الفائدة السلبية كانت تعتبر غريبة حيث أن المتعارف عليه أن سعر الفائدة كانت مقابل خدمة مؤداة وتتخذها البنوك المركزية لأجل توجيه الاقتصاد والتحكم في الكتلة النقدية. ونظرا لعجز الأدوات التقليدية في تحفيز النمو من خلال العمل على الحفاظ على معدل مقبول للتضخم الذي من شأنه تحفيز النشاط الاقتصادي والاستثمار بدفع زيادة عمليات الإقراض لأجل تحفيز النمو والحد من الركود والانكماش تبنته بعض الدول لتحقيق هذه الأهداف.

وبالنسبة لتخفيض قيمة العملة فإن هذه الأداة وإن كانت من ضمن السياسات المتعارف عليها تتبناها دول عديدة منذ بداية القرن الماضي لأجل تحقيق فائض في الميزان التجاري وميزان المدفوعات، ومعالجة الاختلالات التي تحدث من حين لآخر. إلا أنه في الوقت الراهن أصبحت أداة في إطار الصراع المحتدم بين القوى الاقتصادية على مستوى العالم بهدف الحفاظ على



الاستقرار الاقتصادي القومي، وما من شأنه أن يحقق لها فائض في الميزان التجاري وميزان المدفوعات وتفادي العجز فيهما ولتحقيق معدلات نمو مقبولة وأهداف اقتصادية قومية ورفاهية لأفرادها.

أولاً- إشكالية البحث:

نظر لتنامي الاعتماد على هذه السياسات والادوات التي تتخذها السلطات النقدية القومية، يطرح التساؤل حول مدى نجاعتها في تحقيق الأهداف المرجوة، وتأسيساً على ما سبق فإن إشكالية الدراسة تتمحور في الإجابة عن التساؤل الرئيسي الآتي:

فيما تتمثل أهم الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية التي تلجأ إليها البنوك المركزية في مواجهة الأزمات، وما مدى نجاعة الأدوات غير التقليدية في الحفاظ على الاستقرار المالي.

ويتفرع التساؤل الرئيسي لأسئلة فرعية التي يمكن حصرها فيما يلي:

- ما هي حدود الأدوات التقليدية في مواجهة الأزمات الاقتصادية؟
- ما مدى فعالية الأدوات الحديثة في استقرار الأسواق المالية؟
- ما تأثير هذه الأدوات غير التقليدية على الاستقرار الاقتصادي وما مدى نجاعتها في تحقيق أهداف السياسة النقدية؟

ثانياً- فرضية الدراسة:

للإمام بالموضوع، والإجابة عن الإشكالية والتساؤلات الفرعية تصاغ الفرضية التالية:

قد تستخدم السلطات النقدية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية حفاظاً على الاستقرار المالي في حال عدم فعالية الأدوات التقليدية.

ثالثاً- أهمية البحث:

- تظهر أهمية البحث من خلال جوانب أساسية تتمثل فيما يلي:
- معالجة هذا البحث لإحدى العجوزات التي أرهقت عاتق الدول عموماً والجزائر خصوصاً،

رابعاً- أهداف البحث:

تتمثل أهداف البحث في النقاط التالية:



- التطرق الى السياسة النقدية في اهم المدارس الفكرية الاقتصادية،
- البحث في أسباب اللجوء الى الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية،
- البحث في اهم الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية وآليات عملها في الازمات الاقتصادية،
- التعريف بمكونات الأسواق المالية وآليات عملها،
- معرفة مكونات الأسواق المالية وآليات عملها ومدى تأثيرها بمتغيرات السياسة النقدية.
- أثر الأدوات غير التقليدية على النظام المالي والاسواق المالية.
- اظهار اهم التجارب في تبني هذه السياسات.
- البحث في أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على النظام المالي واستقرار الأسواق المالية من خلال عرض تجارب بعض الدول،

خامسا - دوافع البحث:

- تتمحور دوافع اختيار هذا الموضوع دون غيره في دوافع ذاتية وأخرى موضوعية:

1- الدوافع الذاتية:

تتعلق الدوافع الذاتية لاختيار موضوع البحث في التعرف على السياسات الحديثة للسياسة النقدية واهم ادواتها ومدى فعاليتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي والتحفيز المطلوب للنشاط الاقتصادي.

2- الدوافع الموضوعية:

الدوافع الموضوعية لاختيار هذا الموضوع إن هذه الأدوات كانت محل تطبيق من طرق عديد من الدول الكبرى التي عرفت عدة أزمات كالركود والانكماش الاقتصادي وانهيار للأسواق المالية في بعضها، فكانت مقاومة حسب رأي بعض المحللين في حين رأى البعض إنها الحل الذي يجب العمل به في ظل عجز الأدوات التقليدية في تحقيق الأهداف وانقاذ الاقتصاد.

سادسا - الدراسات السابقة:

للتعمق في الجوانب التي تشملها هذه الأدوات تم الاطلاع على عديد من الدراسات تناولت هذه الاتجاهات وتأثيرها على استقرار الأسواق المالية بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ومن بينها دراسات عربية وأخرى أجنبية،

بالنسبة لسياسة التيسير الكمي:

الدراسات الأجنبية:

Woodford Michael دراسة - QUANTITATIVE EASING AND FINANCIAL STABILITY

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 1050 Massachusetts May 2016

هدفت إلى تحليل تأثير التيسير الكمي (QE)، على الاستقرار المالي واستكشاف ما إذا كانت السياسات النقدية مثل شراء الأصول طويلة الأجل من قبل البنوك المركزية تؤدي إلى مخاطر مالية وتقييم التوازن بين تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي مثل النمو والتوظيف وتقادي الاختلالات المالية التي قد تؤدي إلى أزمات لاحقا، وتوصل إلى نتائج إلى أن التيسير الكمي يمكن أن يكون فعالا في دعم الاقتصاد عندما تكون أسعار الفائدة قريبة من الصفر من خلال تقليل العوائد على الأصول وزيادة السيولة إلا أن هناك مخاطر محتملة مرتبطة بالتيسير الكمي، مثل تحفيز المستثمرين على تحمل مخاطر زائدة بحثا عن عوائد تشبه أسعار الأصول المالية، ما قد يؤدي إلى فقاعات أو تقلبات مفرطة في الأسواق لذلك يجب التنسيق بين السياسة النقدية والاستقرار المالي، ويرى أنه لا ينبغي للبنوك المركزية تجاهل المخاطر المالية عند تطبيق التيسير الكمي ويدعو إلى استخدام سياسات احترازية كلية بالتوازي مع أدوات السياسة النقدية لتقادي الانزلاقات المالية.

Imad A. Moosa, Sulaiman A. Al Jassar دراسة - The effect of quantitative “

easing on stock prices: a structural time series approach وجد الباحثان أن التيسير الكمي (QE) له تأثير كبير، لكنه ليس التأثير الوحيد على أسعار الأسهم، أي أن هناك عوامل أخرى تؤثر أيضا في تحركات السوق في الفترات التي تلت استخدام التيسير الكمي، ارتفعت أسعار الأسهم، لكن النموذج لا ينسب كل الزيادة لتلك السياسة وحدها وقد أشاروا إلى أن دور التسهيل الكمي قد يختلف بحسب الدورات الاقتصادية والظروف المصاحبة (مثل التوقعات، السياسات الأخرى)

الدراسات العربية:

- دراسة صاري على بعنوان "تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات" تهدف الى معرفة مدى قدرة التيسير الكمي على التخفيف من آثار الأزمات الاقتصادية واستخدام المنهج الوصفي وتحليل التجريبي، مراجعة آثار السياسة في المدى القصير والمتوسط والطويل في المدى القصير والمتوسط، آثار إيجابية (تحفيز السيولة، خفض سعر الفائدة، دعم الطلب). أما على المدى الطويل، مخاطر التضخم، ضعف القوة الشرائية للعملة،

- دراسة نادية عزالدين وبسمة عولمي بعنوان أثر "سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية: دراسة قياسية خلال الفترة (2008-2018)" دراسة قياسية باستخدام اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية (نموذج ARDL للفجوات الموزعة) هدفت الى تقدير وتحليل أثر التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة خلال الفترة 2008-2018 وجدت الدراسة أن التيسير الكمي له تأثير إيجابي ضعيف دلاليا على استقرار النظام المالي في المدى القصير والطويل. بالنسبة لسياسة سعر الفائدة السلبي:

الدراسات الأجنبية:

- دراسة (Yuzo Honda وآخرون) بعنوان the Effectiveness of the Negative Interest Rate Policy in Japan: An Early Assessment- APIR " Discussion Paper Series No.46 2018/10

تقييم مبدئي لتأثير السياسة النقدية ذات الفائدة السلبية التي دخلت حيز التنفيذ يناير 2016، من حيث استثمار الأفراد والشركات، وسعر الصرف، والأسهم باستخدام البيانات من لأسابيع وأشهر بعد تطبيقها بداية سنة 2016، مع تحليل وتتبع تحركات سعر الين وأسعار الأسهم وتوصلت إلى أنها تشكّل تحفيزاً للاستثمارات وتخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل مما دعم الاستثمار وساعدت في كبح تقدّم الين الياباني، ومنعت انخفاضاً إضافياً في أسعار الأسهم بدءاً من حوالي أغسطس 2016، ساعدت في تلطيف بعض الضغوط، لكن لم تقضي على التقلبات، وحفزت المخاطرة في سوق الأسهم، وأثرت على هوامش أرباح البنوك (فائدة سلبية تعني أن البنوك تكلفها الأموال على الاحتياطات).

- دراسة (Yoshino , Taghizadeh-Hesary, Miyamoto) "Negative Interest Rate Policy"

Asian Development Bank Institute 16 May 2018

بهدف فحص التأثير الكلي على التضخم، نمو الاقتصاد، وسعر الصرف، وتحليل إذا ما كانت السياسة تحقق الأهداف المرجوة باستخدام نماذج VAR وغيرها، وتحليل الفترات التي كانت فيها الفائدة صفراً أو سلبية، والمقارنة مع الصدمات الخارجية والداخلية وتوصلت إلى نتيجة أن الأثر على التضخم كان محدوداً ولم يتحرك التضخم إلى الهدف بشكل قوي فقط بسبب سياسة الفائدة السلبية التي ساعدت على تخفيف بعض الضغوط الانكماشية لكنها ليست السلاح القوي الوحيد، فيؤثر على استقرار المؤسسات المالية من ناحية الأرباح؛ قد يقلل من قدرة البنوك على استمرارية الإقراض بكفاءة إن لم يُدار بذكاء. كذلك، انخفاض الفوائد الطويلة الأجل قد يزيد من المخاطر المرتبطة بالأصول طويلة الأجل إذا ارتفعت الأسعار فجأة أو حصلت تغيرات مفاجئة في العائدات، واستقرار السوق المالي متأثر وهناك تحسن نسبي لكن مصحوب بمخاطر: تآكل الربحية للبنوك، مخاطر الأصول المالية، احتمالية ضعف النظام البنكي إذا استمرت الفائدة السلبية فترة طويلة جداً دون تعويضات كافية.

- دراسة Benjamin S. Kay بعنوان "Implications of Central banks' negative policy rates on financial stability- Journal of Financial Economic Policy, 2018, vol. 10, issue 2, 310-320"

هدفت إلى استكشاف التأثيرات المحتملة لسياسة سعر الفائدة السلبية التي تتخذها البنوك المركزية على الاستقرار المالي، مع تركيز على مؤسسات مثل البنوك، أسواق التمويل قصيرة الأجل، صناديق المعاشات، التأمين، والأصول وتوصلت إلى نتائج التهديدات على الاستقرار المالي يمكن إدارتها إذا كانت معدلات الفائدة السلبية معتدلة ولمدة قصيرة وإذا ظلت معدلات الفائدة سالبة لفترات طويلة أو أصبحت سالبة بقوة، فالتكلفة والمخاطر ترتفع، وقد تقيد قدرة بعض المؤسسات المالية على تحقيق أرباح أو تحمل المخاطر.

- دراسة (Tobias Buche) بعنوان Effects of Negative Interest Rates on Stability and Profitability of Commercial Banks

Banks - Accounting and Finance Research Vol. 13, No. 3; 2024 تهدف الى تحليل تأثير سياسة الفائدة السلبية للبنك المركزي الأوروبي على بنوك تجارية أوروبية باستخدام بيانات بنوك من 2014-2022، من حيث الاستقرار والربحية، عبر النظر في الأصول، حجم القروض، التداول المملوك والمخاطر وتوصلت النتائج الى ان سياسة سعر الفائدة السلبية مرتبطة بزيادة في حجم مخاطر الائتمان لدى البنوك وتحول في نشاط التداول المملوك من سندات إلى أسهم وتزيد من حجم المخاطر الائتمانية وتحفز البنوك للانتقال من السندات إلى الأسهم في تداولاتها الخاصة لكن لم تؤكد الدراسة بأن الربحية قد تدهورت بشكل واضح بسبب الفائدة السلبية، على الأقل خلال فترة الدراسة.

دراسة (Shunsuke Haba, Yuichiro Ito, Yoshiyasu Kasai) بعنوان the Impact of Negative Interest Rate Policy on Interest Rate Formation and Lending - Bank of Japan Working Paper Series February 2025

لدراسة تأثير سياسة سعر الفائدة السلبى على كيفية تحديد معدلات الفائدة، وعلى حجم الإقراض البنكي في اليابان باستخدام تحليل اقتصادي إحصائي يشمل الفترة ما بعد هذه السياسة مقارنة بين أثرها على الفوائد قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وتحليل للإقراض (القروض للمنازل والشركات) وتوصل الى نتائج خفض الفوائد طويلة الأجل إلى جانب الفوائد قصيرة الأجل وتحفيز بيئة مالية ميسرة إلى حد ما لكن لوحظ أن الربحية للبنوك تتعرض للضغط كما يؤثر على استقرار المؤسسات المالية من ناحية الأرباح ويقلل من قدرة البنوك على استمرارية الإقراض بكفاءة إن لم يُدار بشكل مناسب إضافة الى انخفاض الفوائد طويلة الأجل قد يزيد من المخاطر المرتبطة بالأصول طويلة الأجل إذا ارتفعت الأسعار فجأة أو حصلت تغيرات مفاجئة في العائدات.

بالنسبة لسياسة تخفيض سعر الصرف:

- دراسة RMB Fengming Qin, Junru Zhang, Zhaoyong Zhang بعنوان
Exchange Rates and Volatility Spillover across Financial Markets in
China and Japan- Risks 2018

تهدف الى دراسة العلاقة بين تقلبات سعر صرف الرنمينبي وأسواق الأسهم في الصين واليابان، ومعرفة كيف تؤثر تغيّرات الصرف على تقلبات السوق المالي وتوصلت إلى نتائج الى أن هناك تسرب لتقلبات (volatility spillover) ثنائي الإتجاه بين سوق الصرف وسوق الأسهم في الصين، بمعنى أن تغيرات في سعر الصرف تؤثر على تقلبات الأسهم، والعكس صحيح. أيضاً، الصدمات في سعر الصرف (خاصة USD RMB) لها تأثير كبير على السوق الصيني.

- دراسة Maozu Lu و Zhichao Zhang بعنوان “Exchange rate reform and its
inflationary consequences: an empirical analysis for China” -

لدراسة أثر إصلاحات سعر الصرف في الصين (وخاصة تخفيض/تغييرات في قيمة العملة) على التضخم، أي كيف أن تغييرات في سعر الصرف تنعكس إلى أسوار الأسعار الداخلية بحيث تؤثر على استقرار السياسات النقدية والأسواق المالية وتوصلت إلى أن تخفيض سعر الصرف مرتبط بزيادة في معدل التضخم على المدى الطويل، ولكن أن التأثير قصير الأجل ليس كبيراً جداً، والتضخم يتم تعديله تدريجياً، كما أن الصين تمكنت من إدارة هذه التكاليف التضخمية إلى حد ما ضمن سياساتها النقدية،

سابعاً - منهج البحث:

في اطار اعداد هذا البحث وللإلمام بجوانب الموضوع والوصول الى أهداف هذه الدراسة، تم العمل بالمنهج الوصفي في الجانب النظري من الدراسة لكونه المناسب والملائم لعرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية لإبراز اهم أدوات السياسة النقدية الحديثة المعمول بها في الدول الكبرى التي عرفت أزمات اقتصادية وأسباب اللجوء إليها، كما تم الاعتماد على المنهج الاحصائي لإبراز تأثير هذه الأدوات على مكونات النظام المالي بصفة عامة و على استقرار الأسواق المالية بصفة خاصة من خلال استعمال طريقة إحصائية مناسبة وخرائط حرارية تسمح بمعرفة هذه التغيرات.

ثامنا - هيكل البحث:

لتبسيط هذا البحث ولفهم أدق للموضوع تم تقييم إلى أربع فصول:

الفصل الأول: التأصيل النظري للسياسة النقدية

الفصل الثاني: الاستقرار المالي ومؤشرات السلامة المالية

الفصل الثالث: أثر السياسات النقدية الحديثة على الأسواق المالية- تجارب بعض الدول-

تاسعا - حدود البحث:

1-الحدود الموضوعية:

تم التركيز في هذا الموضوع على أدوات غير تقليدية في السياسة النقدية، كانت الحل بعد عجز الأدوات التقليدية عن ذلك ولتحقيق اهداف اقتصادية.

2-الحدود المكانية:

الحدود المكانية لهذا البحث تشمل بعض الدول التي عرفت أزمات اقتصادية اعتمدتها لتحقيق زيادة في النمو والاستقرار الاقتصادي، وقد من خلال ذلك دراسة بعض التجارب باختيار ثلاثة بلدان وهي الولايات المتحدة، اليابان والصين، فكل واحدة كانت لها تجربة في تنفيذ احدى هذه الأدوات،

3-الحدود الزمنية:

تم اختيار الحدود الزمنية بأخذ فترة زمنية تشمل ما قبل وأثناء تنفيذ هذه الأداة لمعرفة التغير الذي حصل مكونات الأسواق المالية ومعرفة التغيرات في أدائها،

الفصل الأول:

التأصيل النظري للسياسة النقدية

تمهيد:

تعتبر السياسة النقدية من أهم الأدوات التي تمتلكها السلطات السياسية لتنفيذ سياستها الاقتصادية لما لها من أثر على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية، تلعب فيها الكتلة النقدية الدور الأساسي وذلك بتحكم من البنك المركزي الذي يمتلك الصلاحيات في إدارتها،

ويكون تنفيذ السياسات النقدية عن طريق أدواتها المختلفة وذلك حسب الهدف المتغير المراد التأثير فيه عن طريق أهداف وسيطة أو قنوات انتقال تؤثر بصفة مباشرة على تلك المتغيرات أو الأهداف، غير انه ونظرا لكون السياسة النقدية تعبر عن تدخل للدولة في النشاط الاقتصادي فقد اختلفت التحليلات بين المدارس الاقتصادية في ذلك بين من يرى أن تغير حجم الكتلة النقدية يؤثر فقط على المستوى العام للأسعار، ومن يرى وجوب تدخل الدولة عن طريقها لتفادي الأزمات ومن يعارض أي تدخل مهما كان شكله، ورغم العمل بهذه السياسة إلا أن تلك الأدوات التقليدية لم تكن ذات تأثير في بعض الحالات والأزمات ليطم اللجوء الى أساليب حديثة مغايرة أو ما يصطلح عليها أيضا أدوات غير تقليدية، وسنحاول من خلال هذا الفصل التطرق لمفهوم السياسة النقدية و أهم أدواتها التقليدية واليات انتقالها بالتطرق الى التعريف بالسياسة النقدية وأدواتها التقليدية وغير التقليدية، من خلال ثلاث مباحث :

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية

المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

سابقاً لم يتم الاهتمام بدراسة اثر النقود على المتغيرات الاقتصادية ولم تحظى بالاهتمام الكافي واعتبرت كأداة دفع وتبادل أو مخزن للقيمة فقط ، مثلما أشارت إليه المدارس الاقتصادية في بداياتها واعتبرتها غير مؤثرة على النشاط الاقتصادي إلى غاية القرن الماضي بعد الأزمات الاقتصادية التي عرفها الاقتصاد العالمي و الإقرار بوجوب تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بالتحديد في بعض المجالات وأصبح ما يسمى حالياً بالسياسة النقدية عن طريقا تتدخل الدولة في تغيير حجم الكتلة النقدية لأجل تحقيق أهدافها السياسية والاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية

لقد اختلف التعريف بالسياسة النقدية بين المحللين الاقتصاديين إلا أنها تصب كلها في ان السياسة النقدية هي العملية التي من خلالها يتم التغيير في حجم الكتلة النقدية للاقتصاد القومي قصد بلوغ أهداف سياسية او اقتصادية محددة، وهناك عدة تعاريف حاولت التدقيق في مفهوم السياسة النقدية:

الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية احدى مجالات السياسة الاقتصادية الكلية تختص بالعلاقة بين النقود والنشاط الاقتصادي ويمكن تعريفها كالتالي:

أولاً: هي مجموعة الإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطات النقدية مستخدمة الأدوات النقدية عرض النقد وسعر الفائدة وأدوات الائتمان وسعر الصرف وذلك بهدف تحقيق الاستقرار والتوازن النقدي واستقرار المستوى العام للأسعار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي¹،

ثانياً: السياسة النقدية هي عملية الإشراف على المعروض النقدي في الدولة لتحقيق أهداف محددة مثل كبح التضخم، أو تحقيق التشغيل الكامل للعمالة ويمكن أن تتضمن تحديد أسعار الفائدة، ومتطلبات الهامش، ومعايير رأس المال للبنوك، والعمل كمقرض، والإشراف على كمية

¹ علي كنعان-النقود والصيرفة والسياسة النقدية - دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر - 2012

الأموال المتداولة من خلال شراء وبيع مجموعة متنوعة من أدوات الائتمان، أو العملات الأجنبية، أو السلع¹،

ثالثاً: يقصد بالسياسة النقدية مجموع الوسائل التي تطبقها السلطات المهيمنة على شؤون النقد والائتمان (البنك المركزي) وذلك بإحداث التأثيرات على كمية النقود أو كمية النقود ووسائل الدفع وهو ما يعرف بالمعروض النقدي بما يلائم الظروف الاقتصادية المحيطة مستهدفة تحقيق النمو والعمل على حماية قيمة النقود من التعرض للتقلبات التي تنعكس أثارها على مستويات الأسعار وعلى مستوى معيشة السكان وسبيلها في ذلك إدارة حركة التوسع والانكماش في المعروض النقدي بحيث لا تنخفض معدلات التوسع النقدي إلى مستوى يعوق النشاط الاقتصادي في البلاد ولا تزيد إلى مستوى تنشأ عنه ضغوط تضخمية²،

رابعاً: مجموعة الإجراءات التي تقوم السلطات النقدية بها للتأثير على حجم الكتلة النقدية والائتمان بهدف التأثير على معدلات النمو الاقتصادي والحفاظ على مستوى مستقر للأسعار اوهي عبارة عن مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات النقدية في سبيل التحكم بالعرض النقدي للتأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية " الإنتاج - الاستهلاك - الاستثمار - الادخار - الأسعار - العمالة " للوصول إلى الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية والحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار وتمتد لخلق تدابير متوازنة ومتناسقة ومتكاملة تسعى في محصلتها النهائية الى تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العليا.³

إذن يمكن تعريف السياسة النقدية بأنها مجموعة السياسات والإجراءات والتدابير التي يضعها وينفذها البنك المركزي بهدف إدارة المعروض النقدي وتنظيم الائتمان والتأثير في مستويات أسعار الفائدة والسيولة داخل الاقتصاد، لتحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية والحفاظ على سلامة واستقرار النظام المالي والمصرفي.

¹Thierry Warin - Monetary Policy: From Theory to Practices - MIDDLEBURY COLLEGE ECONOMICS DISCUSSION PAPER NO. 05-08 - June 2005 p03

²عزت قناوي - اساسيات في النقود والبنوك - دار العلم للنشر والتوزيع بالفيوم- 2005 ص 210

3 غدير هيفاء غدير - السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري - منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب - وزارة الثقافة - دمشق 2010 ص 32

الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية

تتمثل أدوات السياسة النقدية في تغيير العرض النقدي والائتمان المصرفي ويؤثر هذا في مستويات أسعار الفائدة وفي مستوى الاستثمار ومن ثم في الطلب الكلي وبالتالي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي ويقوم على هذه السياسة ويتولى إدارتها البنك المركزي حيث يتحكم في عرض النقود في المجتمع من خلال التأثير في عديد من المتغيرات التي تحكم قدرة البنوك على منح الائتمان فضلا عن التحكم في الإصدار النقدي الجديد ويؤثر هذا في أسعار الفائدة ومن ثم في حجم الاستثمار الذي يمثل مكونا من مكونات الطلب الكلي، وفي ظل ظروف الركود والكساد الاقتصادي يتبع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية ويزيد من العرض النقدي في المجتمع ويترتب على ذلك الأمر انخفاض في أسعار الفائدة ومن ثم يزداد الاستثمار وبالتالي يزداد مستوى الطلب الكلي مما يؤدي في النهاية إلى زيادة مستوى الناتج القومي ومستوى التوظيف فضلا عن ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بينما في ظل ظروف التضخم فان البنك المركزي يتبع سياسة نقدية انكماشية تهدف الى تخفيض العرض النقدي بالمجتمع ومن ثم ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي ينخفض مستوى الاستثمار وبدوره مستوى الطلب الكلي وهذا يحد في النهاية من الارتفاع في المستوى العام للأسعار¹، هي مجموعة الإجراءات وأدوات السياسة النقدية التي تنفذها السلطات النقدية في إدارة النظام النقدي والتحكم بعملية عرض النقود من اجل تحقيق أهداف اقتصادية متعلقة بالتأثير على الناتج الكلي للأسعار²،

مما سبق ومن خلال مختلف التعاريف السابقة التي مجملها تؤكد على أن السياسة النقدية هي مجموعة الأدوات والإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية والمتمثلة في البنك المركزي الذي يعمل على التغيير في الحجم الكلي للكتلة النقدية أو العرض النقدي ذلك من اجل بلوغ أهداف اقتصادية معينة التي بدورها تكون نتيجة السياسات الاقتصادية التي تصبوا السلطات السياسية إلى بلوغه وتحقيق أهداف معينة قصد الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي واستقرار الأسعار والإبقاء على مستوى التضخم في مستويات معينة أو الحد من البطالة وتحفيز النشاط

¹ فاروق بن صالح الطيب، عبد العزيز احمد ديات - دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية - جدة - 1435 هـ ص20

² محمد احمد الافندي-مقدمة في الاقتصاد الكلي - الأمين للنشر والتوزيع - الطبعة الخامسة - صنعاء 2013 ص213

الاقتصادي بما يتلاءم وحاجات المجتمع وتقادي كل ما من شأنه أن يؤدي إلى حدوث أزمات تؤثر على استقرار أو إخلال بالاقتصاد المحلي.

المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية

إن السياسة النقدية هي أحد أدوات السياسة الاقتصادية التي تسعى السلطات عن طريقها إلى بلوغ أهداف معينة هاته الأهداف تتعلق بالنشاط الاقتصادي بالتأثير على اهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي ترى انها غير ايجابية بما يكفي بالنظر للطموحات الاقتصادية المنشودة او لأجل تقادي ظاهرة سلبية تؤثر على استقرار الاقتصاد المحلي ، لذلك يمكن القول ان السياسة الاقتصادية هي اداة لدى السلطات السياسية او السلطة المعنية بالنشاط الاقتصادي من اجل تحقيق اهداف محددة حسب ما تقتضيه الظروف المحيطة به وتتمثل اهم اهداف السياسة النقدية فيما يلي:

الفرع الأول: المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار

يعتبر موضوع استقرار الأسعار شرطاً أساسياً للاقتصاد إذ أن التقلبات التي تحصل في المستوى العام للأسعار من شأنها أن تؤدي إلى تغيير الوضع الاقتصادي و أن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يزيد مخاطر الاستثمار ومن ثم يقلل من النمو الاقتصادي والمزيج باقتصاد غير كفء فضلاً عن أن الارتفاع في الأسعار يولد انعكاسات خطيرة تراكمية تزيد الحيرة والقلق في اتخاذ القرارات وانحرافها عن ذلك أن ردود أفعال المستهلكين والمنتجين سوف يعدل توزيع السلع وتخصيص الموارد بطريقة تكون على الأرجح غير كفاه و إلى انحرافات أخرى كالارتفاع السريع في أسعار سلع معينة، وعلى هذا الأساس تأخذ الحكومات على عاتقها المحافظة على استقرار مستوى الأسعار باستخدام أدواتها النقدية، اذ تهدف السياسة النقدية بشكل رئيسي التركيز على إبقاء معدل التضخم منخفضاً مع تجنب التقلبات الدورية كههدف ثانوي الأمر الذي من خلاله يمكن الوصول الى نتائج ايجابية تؤثر في كفاءة الاقتصاد الكلي و إلا ستعرض لصعوبات تعرقل مسالة تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، كصعوبة اتخاذ القرار بالنسبة للأفراد والحكومات¹.

¹نزار كاظم الخيكاني ، حيدر يونس الموسوي - السياسات الاقتصادية، الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي - دار البازوري للنشر والتوزيع - عمان سنة

الفرع الثاني: تحقيق معدل نمو مقبول

تهدف السياسة النقدية تماشياً مع أهداف الدولة على مستوى الاقتصاد الكلي إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي وزيادة ناتج الدولة من السلع والخدمات لمواجهة حاجيات الأعداد المتزايدة من السكان والمواليد وتحسين مستوى المعيشة السائد في المجتمع وهذا الأمر يتطلب زيادة الاستثمار ولكي تستطيع السياسة النقدية أن تزيد من معدلات الاستثمار فهي تلجأ إلى تغيير أسعار الفائدة (خفض معدلات الفائدة) لتشجيع الاستثمار ويتم ذلك من خلال أدوات البنك المركزي وهنا يمكن استخدام سعر الفائدة كهدف وسيط والنمو الاقتصادي كهدف نهائي¹، فالنقدون يرون أن التغير في كمية النقد المعروضة هو السبب الرئيسي لتقلبات مستوى الإنتاج والعمالة في الأجل القصير والأسعار في الأجل الطويل، فالتغير في المستوى العام للأسعار يمكن علاجه عن طريق التحكم في العرض النقدي، ففي حالة الزيادة في المستوى العام للأسعار ترى النظرية النقدية أن ينفق عرض النقد بكبح الزيادة في الإنفاق، والعكس في حالة الركود، وهذا سوف يعمل على زيادة مستوى الناتج المحلي من السلع والخدمات وليس الأسعار، بينما ترى المدرسة الكينزية أن الاقتصاد الذي يعاني من حالة التشغيل الناقص بحاجة إلى زيادة محددة في الطلب الكلي عن طريق الإنفاق الحكومي أو زيادة عرض النقد، الذي سيؤدي إلى زيادة في الطلب الكلي الفعال، وهكذا يمكن أن ينقل الاقتصاد من حالة التشغيل الناقص إلى حالة التشغيل التام².

الفرع الثالث: الحفاظ على الاستقرار النقدي

السياسة النقدية أهم السياسات الاقتصادية التي تعتمد عليها العديد من الدول سواء المتقدمة أو النامية في معالجة الاختلالات الاقتصادية لما لها من تأثير على القطاع المصرفي وبالأخص السياسة الائتمانية من خلال أدواتها غير المباشرة، كما يمكنها التحكم في العرض النقدي لكبح جماح التضخم وتحقيق الاستقرار في الأسعار، فتبحث عن تحقيق الاستقرار النقدي من خلال معالجة ميزان المدفوعات تزامناً مع الحفاظ على استقرار أسعار الصرف³، وبما أن هدفها هو

¹ نجلاء محمد بكر - اقتصاديات النقد والبنوك - أكاديمية طيبة - سنة 2000 ص 85

² رميسة كلاش، إلهام نايلى، موسى بونوير - أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1974-2018 - مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية - رقم المجلد 11 - العدد 1

ص 281

- سنة 2020

³ سامية عزازي، عبد الرحمن بن ساعد - فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2020 - مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية - المجلد 05 - العدد 02 - سنة 2022

ص 302

تحقيق مستوى مقبول من الاستقرار النقدي والاقتصادي من خلال تجنب العوامل المؤثرة في قيمة العملة الوطنية داخليا وخارجيا التي تنشأ عن التغيرات في المستوى العام للأسعار والمساهمة في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة في القطاعات الاقتصادية المختلفة بما يحقق زيادة في حجم الدخل القومي ونمو الإنتاج المحلي¹،

الفرع الرابع: مستوى مرتفع للعمالة

تتحكم السياسة النقدية في الأجل الطويل في متوسط التضخم والتغير في الطلب الكلي لتأثيراتها في معدلات النمو الاقتصادي وتوزيع الدخل، فالإجراءات التوسعية للسياسة النقدية والمؤدية إلى مزيد من الاستثمار، وبالتالي تشغيل المزيد من الموارد العاطلة يؤدي إلى تخفيض معدلات البطالة، ورفع الدخل في ظل استقرار الأسعار الناجم عن مرونة الجهاز الإنتاجي في الأجل القصير، غير أن النتائج قد تكون مختلفة في الأجل الطويل، إذ يتسبب استمرار التوسع في عرض النقود إلى ارتفاع مستوى التضخم ويعود مستوى الإنتاج والاستخدام إلى معدلاتهما الاعتيادية، وبذلك تكون السياسة النقدية التوسعية قد حققت خفضا للفقر في الأجل القصير على حساب ارتفاع التضخم، ما يقود إلى تبني سياسة نقدية انكماشية لإعادة التضخم إلى مستواه الابتدائي، لتؤدي إلى انخفاض مستوى الإنتاج والوصول إلى مستوى أعلى من البطالة².

الفرع الخامس: استقرار سعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي

التغيير في حجم الكتلة النقدية من أهم الأسباب التي تؤثر في أسعار الفائدة ومن أهم أسباب تغيير قيمه العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية، لذلك تعمل السلطات النقدية على تغيير حجم الكتلة النقدية من أجل التأثير في سعر الفائدة الذي يعتبر هدف وسيط فتارة لأجل الرفع من قيمتها وتارة للحد منها، فتخفيض سعر الفائدة سوف يشجع على زيادة الطلب على النقود بهدف الاستثمار ويتم ذلك عن طريق السياسة النقدية في حالة الركود لأنها تخفض سعر الفائدة فيزداد الاستثمار ومن ثم يزداد التوظيف والناتج وبالتالي معدل النمو الاقتصادي، بالمقابل إذا أرادت

² مزارشي فتيحة، عماري عمار - أثر السياسة النقدية على مستوى المعيشة في الجزائر - دراسة قياسية للفترة (1990-2015) - المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية - المجلد

السلطات النقدية رفع سعر الفائدة فان هذا الإجراء سوف يخفض الطلب على النقد وينخفض حجم الاستثمار ويزداد الركود في الاقتصاد¹.

الفرع السادس: استقرار الأسواق المالية

للأوراق المالية دور هام في معاملات البنك المركزي ووظائفه وهي أحد أهم وسائله في توجيه الائتمان والرقابة من خلال عمليات السوق المفتوح المتمثلة في القيام ببيع وشراء الأوراق المالية بالخصوص الحكومية للتحكم في كمية النقود، بالإضافة الى دورها في تمكينه من الحفاظ على توفر السيولة اللازمة للبنوك التجارية بشراء هذه الأوراق من المصارف ليسهل تحويلها إلى نقدية بسرعة دون التعرض لخسائر رأسمالية² ،

المطلب الثالث: آليات السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية أداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية عن طريق آليات وعن طريق قنوات تؤثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية والنشاط الاقتصادي، وقبل التطرق إلى هذه الآليات أو الأهداف الوسيطة لابد من التطرق إلى مفهوم الانتقال النقدي وآلياته،

الفرع الأول: مفهوم آليات الانتقال النقدي

ينتقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عن طريق ما يعرف قنوات تستهدف أهداف وسيطة التي تعمل على تبليغ أثر هذه السياسة لتحقيق هدفها النهائي تبعا للهدف الوسيط المستخدم ، فقرارات السياسة النقدية تنتقل إلى الاقتصاد من خلال تأثيرها على المتغيرات الحقيقية كالأسعار والإنتاج، بحيث أن انخفاض سعر الفائدة الرئيسي يؤثر على أسعار الفائدة في الأجل الطويل كما يؤثر على حجم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية، وتتأثر هذه القنوات بكل من الاقتصاد الكلي، النظام المالي للدولة ومرونة هذه المتغيرات الاقتصادية³،

¹ علي كنعان مرجع سابق ص 376

² مرغاد لخضر، حوحو فطوم - فعالية السياسات النقدية والمالية في أداء الأسواق المالية - مجلة الاقتصاد والتنمية - مخبر التنمية المحلية المستدامة - جامعة المدية - المجلد 03 - العدد 2015 - 01 ص 15

³ بوسبيكي حليلة، وهابي طارق - فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي دراسة حالة الجزائر للفترة (2000-2018) - مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية - المجلد 04 / العدد 01 (2020) ص 50

الفرع الثاني: قنوات إبلاغ السياسة النقدية

يتم انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي لتحقيق هذه الأهداف السياسية والاقتصادية عبر عدة قنوات حسب الهدف المسطر وتتمثل هذه القنوات فيما يلي :

أولاً- قناة معدلات الفائدة

تعد من القنوات التقليدية والأكثر تأثيراً على معدلات النمو، فارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة يؤثر مباشرة على مجمل المتغيرات الاقتصادية كالاستثمار، الادخار والدخل... الخ، إن انخفاض عرض النقد مثلاً لا يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة الاسمي مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها الحقيقي ومنه ارتفاع تكلفة رأس المال وهذا يؤدي إلى تقليص الطلب على الاستثمار كما قد يضعف طلب العائلات على السلع المعمرة والتحول إلى الاستثمار في العقار مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي ومنه النمو¹.

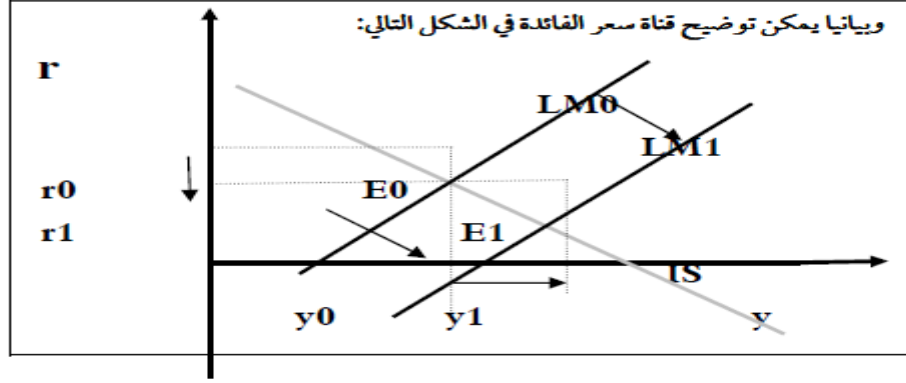
كما تعرف على أنها قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو، ذلك أن السياسة النقدية التقليدية تعمل في إطار نموذج **IS/LM** الكينزي، وبالتالي فإن السياسة التوسعية للسياسة النقدية تؤدي إلى زيادة عرض النقود M_s مما يترتب عليها حدوث انخفاض في سعر الفائدة الحقيقي r وينتج عن ذلك انخفاض تكلفة رأس المال يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري، فزيادة الطلب والناتج الكليين Y ويمكن توضيح كيفية انتقال أثر السياسة النقدية التوسعية إلى الاقتصاد الحقيقي وفق قناة سعر الفائدة كما يلي:²

¹ فريد بن طالب - السياسة النقدية كأداة للإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع الإشارة إلى حالة الجزائر - مجلة جديد الاقتصاد - العدد 03 - جوان 2008

ص 158

² علي ذهب - آليات انتقال أثر السياسة النقدية النشاط الاقتصادي - مجلة البحوث والدراسات - عدد 24 - سنة 2017 ص 278

الشكل 1: آليات انتقال أثر سعر الفائدة



المصدر: على ذهب - آليات انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي - مجلة البحوث والدراسات - عدد 24 - سنة 2017

- ص 278

يتضح من الشكل أن إتباع سياسة نقدية توسعية تؤدي إلى زيادة عرض النقود الحقيقي مما يترتب عنه انتقال منحنى LM إلى أعلى اتجاه جهة اليمين من LM_0 إلى LM_1 مؤدياً إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي من r_0 إلى r_1 ويترتب عن ذلك انخفاض رأس المال مما يترتب عنه زيادة كل من الإنفاق الاستثماري الخاص و الإنفاق الاستهلاكي على الأراضي والعقارات المعمرة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الناتج الكلي الحقيقي من Y_0 إلى Y_1 في الأجل القصير لذلك فإن السلطات النقدية تستهدف معدل الفائدة الذي غالباً ما يكون سعر الفائدة الحقيقي كهدف وسيط للسياسة النقدية لكي يسهم في تحقيق أهدافها الرئيسية حيث قد يؤدي تجاهل الأخذ في الاعتبار التضخم المتوقع عند استهداف سعر الفائدة كهدف وسيط لتحقيق الأهداف النهائية إلى إضعاف أهمية الفائدة كمؤشر.

وقد يكون التأثير في سعر الفائدة السائد في سوق ما بين البنوك هو الوسيلة الفعالة لتحقيق هذا الهدف، كما يمكن للسلطات النقدية التأثير على أسعار الفائدة أيضاً من خلال إحداث تغييرات في أسعار الفائدة الرسمية كسعر البنك المركزي للخصم والإيداع وأسعار عقود إعادة الشراء، وتتوقف فعالية استخدام هذه الأدوات في تمكين السلطات النقدية من تحقيق سعر الفائدة الحقيقي المستهدف على درجة ديناميكية الاقتصاد أو بمعنى آخر المدى الزمني اللازم لانتقال آثار استخدام أدوات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي و هي تختلف من دولة إلى أخرى

بحسب مرونة السياسات الاقتصادية ودرجة التقدم الاقتصادي واستقلالية سياسات وقرارات البنك المركزي¹.

ثانياً - قناة سعر الصرف:

في نظام ذو سعر صرف مرّن وحرية حركة رأس المال، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض أسعار الفائدة المحلية، وبالتالي انخفاض العائد على الإيداع والتوظيف، فيشجع ذلك رؤوس الأموال للبحث عن عائد أعلى في الخارج، وهذا يقود إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية وعرض العملة المحلية، فتتخفض قيمتها، وينعكس ذلك من خلال أثرين؛ يتمثل الأول في انعكاس انخفاض قيمة العملة في زيادة أسعار الواردات، يؤدي بدوره إلى ارتفاع معدل التضخم المحلي، ويتمثل الثاني في أن انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى زيادة تنافسية الصناعات التصديرية تترك زيادة في الناتج الحقيقي²،

وعليه فإن قناة سعر الصرف أهم القنوات التي تؤثر مباشرة في الاقتصاد الحقيقي وتأثيرها يكون حسب درجة الانفتاح على العالم الخارجي ونظام سعر الصرف المطبق في البلد، ويكون اللجوء إلى السياسة النقدية عبر هذه القناة بعد دراسة كل المعطيات السالفة الذكر حتى يكون أثرها ايجابياً ويحقق الأهداف التي تسعى إليها السلطات النقدية.

ثالثاً - قناة الائتمان:

نظراً لعدم الاقتناع بقناة سعر الفائدة كقناة وحيدة لانتقال الآثار النقدية جاء التفكير في قناة الائتمان لانتقال أثر السياسة النقدية، وتنقسم إلى قناة الإقراض المصرفي وقناة ميزانيات مؤسسات الأعمال، بالنسبة للأولى يؤدي انخفاض العرض النقدي إلى انخفاض حجم الودائع في المصارف، فينخفض حجم الائتمان المصرفي فيقل الاستثمار والنمو، أما الثانية، فتعمل من خلال الزيادة في المخاطرة الأدبية ويطلق عليها أيضاً مخاطرة الانتقاء السلبي، وهي مخاطرة التقريط و سوء اختيار المقترضين عند انكماش السياسة النقدية، حيث أن انخفاض عرض النقود

1 عمر عيو، كمال قسول - دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد - عرض تجارب دولية - AL-RIYADA For Business Economics - Vol 05 NO 01 January 2019 ص 49

2 شلغوم عميروش - فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية: حالة الجزائر (1990-2014) - مجلة اقتصاد الجديد- العدد 16 - المجلد 01 - 2017 ص 229

يؤدي إلى التخفيض في صافي قيمة المؤسسات والضمانات التي يكمن للمقترضين تقديمها، كما يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تخفيض التدفق النقدي لتلك المؤسسات ما يزيد من مخاطر اقتراضها، فتقل رغبة المصارف في تقديم القروض لها خاصة الصغيرة منها مما يحد من استثمار القطاع الخاص ومن نمو الإنتاج¹.

رابعاً - قناة أسعار الأصول والسندات المالية:

تتمثل هذه القناة والتي تمثل وجهه نظر المدرسة النقدية في تحليل أثر السياسة النقدية على الاقتصاد حيث ينتقل أثر السياسة النقدية من خلال قناتين رئيسيتين²:

*** القناة الأولى:** يؤدي انخفاض عرض النقود الى زيادة نسبه الأوراق المالية وتعليل نسبه الأرصدة النقدية بالمحفظة الاستثمارية لدى الجمهور ما يؤدي الى ان انخفاض الإنفاق الخاص بالأوراق المالية فيدفع المتعامدين الى التخلص من الأوراق المالية الزائدة ما يؤدي الهبوط يتراجع الناتج المحلي الخام.

*** القناة الثانية:** يؤدي انخفاض عرض النقود الى انخفاض أسعار الأوراق المالية والتي يؤدي انخفاضها الى انخفاض قيمه ثروة الجمهور ومن الحد من الاستهلاك بالتالي تراجع نمو الناتج المحلي الخام،

خامساً - قناة التوقعات:

تعتمد إستراتيجية السياسة النقدية الحديثة على الإعلان للجمهور، ونظراً لتمتع البنوك المركزية في الدول المتقدمة بالاستقلالية والمصادقية والشفافية، فأى إعلان من القائمين على السياسة النقدية سيؤخذ من طرف الجمهور بجدية، بالتالي تستجيب أوضاع السوق النقدية لهذا الإعلان، فعند إعلان البنك المركزي على سعر الفائدة المستهدف في السوق ما بين المصارف، يؤثر ذلك في توقعات الجمهور كالأسر، الشركات والمصارف³.

¹ هدى هدياء يونس، ماجدة مدوخ - دور قناة الائتمان في تطور المستوى العام للأسعار في الجزائر 2000-2017 - مجلة الباحث 19(01)2019 ص 21

² Lino Galiana- Aux limites des politiques monétaires - Les Journées de l'économie-Idees économiques et sociales (N°180) juin 2015 p 16

المطلب الرابع: النظريات المفسرة للسياسة النقدية

منذ ظهور النقود واعتبارها كأداة دفع ومخزن للقيمة وما ساهمت به من تسهيل عمليات تبادل السلع والخدمات وكشكل من أشكال التطور الإنساني والاجتماعي ومع ظهور الأفكار والمدارس الاقتصادية التي اقتصت بدراسة وتحليل الظواهر الاقتصادية، أخذت حيزا كبيرا من الاهتمام واختلفت الآراء والأفكار حول الدور الذي تلعبه في النشاط الاقتصادي، ومن بين أهم هذه المدارس نجد المدرسة الكلاسيكية المدرسة الكينزية والمدرسة النقدية.

الفرع الأول: النقود في تحليل المدرسة الكلاسيكية (النظرية الكمية للنقود)

نص أعلام المدرسة الكلاسيكية على أن النقود ليست لها منفعة خاصة بها وإنما منفعتها مشتقة من منفعة السلع التي يمكن شراؤها بواسطتها، لأن النقود لا تُطلب لغرض الاحتفاظ بها كأرصدة نقدية عاطلة بل تُطلب لشراء السلع والخدمات، مما يعني إهمال دور الزمن في التحليل الاقتصادي وبالتالي استبعاد فكرة التوقعات والميل لاكتناز النقود لفترات طويلة من الزمن ومن ثم إغفال وظيفة النقود كأداة لحفظ القوة الشرائية، ونتيجة لذلك فإن الزيادة في عرض النقد تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار وبنفس النسبة، وبالتالي فإن النقود محايدة على التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية الحقيقية عدا تأثيرها في المستوى العام للأسعار¹.

أولا- فرضيات المدرسة الكلاسيكية

لقد كان للمدرسة الكلاسيكية عدة فرضيات حول دور النقود في النشاط الاقتصادي ومن أهمها²:

وجود علاقة بين كمية النقود كمتغير مستقل، ونرمز لها بالرمز M ، والمستوى العام للأسعار

كمتغير تابع، ونرمز له بالرمز P وتتخذ هذه العلاقة شكلا طرديا

$$P = f(M) = \Delta M + \Delta P$$

➤ معادلة التبادل (فيشر): وهي أساس نظرية المستوى العام للأسعار:

$$MV = PQ$$

حيث أن:

MV: المبالغ النقدية المدفوعة

PQ: القيمة النقدية للمبادلات

M: كمية النقود المتداولة؛

V: سرعة دوران النقود، أو متوسط عدد المرات التي استعملت فيها وحدة النقد في المعاملات خلال السنة

P: المستوى العام للأسعار (الرقم القياسي للأسعار)

Q: كمية السلع المتبادلة خلال السنة.

يستفاد من هذه المعادلة وجود ثلاثة عوامل لها تأثير مباشر في المستوى العام للأسعار:

$$P = \frac{MV}{Q}$$

- المستوى العام للأسعار: يتغير باتجاه طردي مع التغير في كمية النقود الموجودة في السوق.
- المستوى العام للأسعار: يتغير باتجاه عكسي مع حجم المبادلات التي تمت بواسطة هذه النقود.

➤ باعتبار ثبات $\frac{V}{Q}$

فإن التغير في كمية النقود كمتغير مستقل يؤدي إلى تغير مماثل في الاتجاه نفسه وبالنسبة نفسها في المستوى العام للأسعار كمتغير تابع؛ أي أن العلاقة بين المتغيرين علاقة طردية مباشرة.

➤ بما أن قيمة وحدة النقد أو القوة الشرائية لها يمكن أن تقاس بمقلوب الرقم القياسي للأسعار؛ فإنه يمكن كتابة المعادلة السابقة كالآتي:

$$\frac{1}{P} = Q/MV$$

يعني ذلك أن قيمة النقود تتغير عكسيا ونسبيا مع التغير في كميتها؛ أي أن زيادة كمية النقود إلى النصف تؤدي إلى انخفاض قيمتها إلى النصف، والعكس بالعكس.

➤ تتحدد سرعة دوران النقود عن طريق المؤسسات العاملة والاقتصاد التي تؤثر في الطريقة التي ينظم بها الأفراد معاملاتهم:

$$V = \frac{PQ}{M}$$

- فلو كان الأفراد يستخدمون تكنولوجيا المعاملات (بطاقات الائتمان) لإتمام مبادلاتهم؛ ومن ثم يستخدمون مقادير أقل من النقود عند قيامهم بالشراء؛ فإن مقدار النقود المطلوبة لإتمام المعاملات ستكون أقل؛ أي أن سرعة دوران النقود تزيد،

- لو كان الدفع نقدا أو شيكات من الحسابات الجارية مربحة للأفراد عند قيامهم بمشترياتهم؛ فإن كمية أكبر من النقود تستخدم في القيام بالمعاملات؛ ومن ثم تتخفض سرعة الدوران.

ثانيا - الانتقادات الموجهة للنظرية الكمية للنقد

رغم الفرضيات التي أتت بها المدرسة الكلاسيكية حول دور النقود إلا أنها تعرضت للعديد من الانتقادات أهمها¹:

أ- تفترض النظرية الكمية أن كمية النقود هي المتغير المستقل والمستوى العام للأسعار متغير تابع، أي تؤدي زيادة كمية النقود لارتفاع الأسعار، في حين أثبت الواقع حالات معاكسة، فإذا زادت سرعة التداول نتيجة توقعات الأفراد فإن الأسعار سترتفع دون زيادة كمية النقود، كذلك في حالات الاضطرابات تزداد عمليات الشراء ولا تزداد كميات النقود فترتفع الأسعار، وهناك حالات عديدة مثل زيادة الأجور، زيادة التكلفة، زيادة أسعار الواردات وغيرها، تؤدي لارتفاع الأسعار دون زيادة كمية النقود.

ب- تفترض النظرية الكمية ثبات سرعة التداول النقدي، ولا يخفى ما في هذا الافتراض من خطأ ويعبر عن الواقع لأن سرعة التداول تعتمد على الحالة النفسية وتوقعات المنظمين وظروف الاستيراد والتصدير وحالة البلد الاجتماعية والسياسية، وعادات الاستهلاك وغيرها، لأن سرعة التداول لا ترتبط بكميات النقود بل هي عامل آخر يرتبط بالتوقعات والظروف، أي يمكن زيادة سرعة التداول النقدي دون زيادة كميات النقود فيؤدي ذلك لارتفاع الأسعار، فمثلا إذا توقع الأفراد ارتفاع أسعار العقارات فإنهم يشترون بالنقود المحتفظ بها الأراضي، فتزداد سرعة التداول وترتفع الأسعار، علما أن كمية النقود في هذه الحالة بقيت على حالها.

ج- تفترض النظرية زيادة كمية النقود بنسبة 10% فتزداد الأسعار بنسبة 10% والواقع أثبت عكس ذلك فقد تزيد الدولة حجم الإصدار النقدي، ولا تزداد الأسعار وتكون هذه الزيادة قد ذهبت على شكل احتفاظ بالنقود، وقد وضع "كينز" هذا الأثر مشيرا الى انه قد لا يزداد الطلب في السوق في كل مرة يزداد فيها الإصدار النقدي لأن الطلب يتوقف على عوامل أخرى غير زيادة كمية النقود إضافة إلى ذلك حدد الكلاسيك وظائف النقود كوسيلة للتداول، في حين تقوم النقود بوظيفة مدخر للقيمة والحاجة للسيولة.

د- افترض الكلاسيك ثبات حجم المبادلات نظرا لارتباط المبادلات بحالة التشغيل الكامل التي افترضوها وهي تتحقق بصورة تلقائية، إن حالة التشغيل الكامل هي حالة نظرية فقد تجد في كثير من الأحيان موارد إنتاجية عاطلة عن العمل، وعندما يرغب المنظمون بزيادة التشغيل نظرا لظهور حالة تفاؤل يزيد التوظيف فيزداد الإنتاج دون زيادة كمية النقود، أي يزداد الإنتاج ويزداد الأسعار دون زيادة كمية النقود.

هـ- أهملت النظرية الكمية أثر سعر الفائدة لأن زيادة كمية النقود سوف تخفض سعر الفائدة فيزداد الطلب على الاستثمار وبالمقابل تخفيض كمية النقود سوف ترفع سعر الفائدة فينخفض الطلب على الاستثمار ويحصل الركود وتخفض الأسعار،

لذلك فبالنسبة للسياسة النقدية، فإن النقود لم تكن ذات أهمية بالنسبة للتحليل الاقتصادي الكلاسيكي، حيث أن كمية النقود لا تؤثر على القيم التوازنية للمتغيرات الحقيقية في الاقتصاد الوطني (الناتج، العمالة، وسعر الفائدة). فالناتج والعمالة يجددان بواسطة جانب العرض، وتحديد سعر الفائدة يكون مرتبطا بالطلب الاستثماري والادخار الحقيقي والقيمة الحقيقية للعجز. فبالنسبة للاقتصاديين الكلاسيكيين فإن النقود كانت عبارة عن حجاب تحدد القيم النقدية للمتغيرات التي تحدد مستوى النشاط الاقتصادي، ولكنها لا تؤثر على الكميات الحقيقية¹.

وعلى الرغم من الانتقادات التي تعرضت لها النظرية الكمية، حول دور النقود إلا أن تلك الفرضيات والنظريات للمفكرين الكلاسيك كان لها فيما بعد دور في التحليل الاقتصادي أبرزها²:

- إن هذه النظرية يمكنها أن تفسر الارتفاع (التضخم) في الأسعار في ظل ظروف معينة، يتحقق فيها جانب كبير من افتراضاتها؛ وبخاصة في الدول النامية حيث جمود جهازها الإنتاجي يقربها من افتراض ثبات الناتج الوطني،

- إن هذه النظرية كان لها الفضل في التنبيه إلى خطورة الدور الذي يلعبه الإفراط النقدي وتوليد ظاهرة التضخم،

¹ تومي صالح - مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي - دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع - سنة 2004 - الجزائر ص 147

ص 33

مرجع سابق

² عبد الحليم عمار غربي

الفرع الثاني: السياسة النقدية في التحليل الكينزي

بعد الأزمة العالمية الكبرى أو ما يعرف بأزمة الكساد الكبير 1929 - 1933 التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية وباقي الدول الغربية وما خلفتها من آثار أظهرت هذه الأزمة فشل التحليل الكلاسيكي الذي كان ينادي بعدم تدخل الدولة وفشل نظرية العرض يخلق الطلب،

ونتيجة لذلك وفي خضم برز كينز و هو اقتصادي انجليزي (John Maynard Keynes) الذي أعطى دفعا جديداً للتحليل الاقتصادي الكلي، أدت إلى تكوين النظرية الاقتصادية الكلية الحديثة من خلال كتابه الشهير " النظرية العامة للاستخدام والفائدة والنقد " عام 1936م، ومن الأفكار التي جاء بها انه من الخطأ الاعتقاد بأن النظام الاقتصادي الرأسمالي دائماً في حالة توازن الاستخدام الكامل بل أن الحالة الأكثر وقوعاً هي حالة التوازن غير الكامل ورفض فكرة حيادية النقود في التحليل الاقتصادي، بل يرى أن النقود نشيطة وتؤثر على الحركة الاقتصادية أي تؤثر على المتغيرات الحقيقية وحسبه يتم التوازن بين القطاعين الحقيقي والنقدي في آن واحد¹،

وتتركز نظرية كينز على أنه لا بد للدولة أن تتدخل في الاقتصاد من خلال السياسات المالية والنقدية للتحكم في الدورات الاقتصادية، فالدولة تستطيع تنشيط الاقتصاد وتنميته من خلال التحكم في الإنفاق الحكومي ومستوى الضرائب في المجتمع، فتستطيع مثلاً أن تزيد من إنفاقها الحكومي وتخفيض الضرائب أو بهما معاً، لتنشيط الاقتصاد وتقليل معدلات البطالة بما يؤدي إلى رفاهية المجتمع، كما تستطيع الدولة من خلال السياسات النقدية الخاصة بالبنوك المركزية، التحكم في مستوى عرض وطلب النقود في المجتمع. فإذا أرادت الدولة تنشيط الاقتصاد فعليها خفض الفائدة لتساعد على زيادة الإقراض وتوفير السيولة في المجتمع بما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي، أما إذا أرادت كبح جماح الاقتصاد فعليها رفع معدلات الفائدة لتحجيم الإقراض وامتصاص السيولة من المجتمع ومن ثم يبدأ النمو بالانكماش والتراجع².

بن الحاج جلول ياسين - الاقتصاد الكلي 01 - مطبوعة موجهة لطلبة الليسانس في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة ابن خلدون _ تيارت - السنة الجامعية: 2017-2018 ص 84

² إيمان محمود عبد اللطيف - الأزمات المالية العالمية، الأسباب والآثار والمعالجات - أطروحة دكتوراة 2011 - جامعة سانت كليمنس العالمية - العراق ص 31-32

أولاً- فرضيات التحليل الكينزي

قام التحليل الكينزي على فرضيات مناقضة سابقيه من الكلاسيكيين خاصة بما يتعلق بالنقود وتتمثل أهم هذه الفرضيات في¹:

أ- ركز كينز في دراسته على الطلب على النقود (نظرية تفضيل السيولة) وليس البحث في العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وإنما البحث في العلاقة بين مستوى الإنفاق الوطني والدخل الوطني.

ب- عارض كينز الفكر الكلاسيكي الذي اعتبر النقود مجرد وسيلة تبادل، وأوضح أن الأفراد قد يفضلون الاحتفاظ بالنقود لذاتها (تفضيل السيولة)، ويرجع السبب في ذلك إلى دوافع مختلفة أهمها المعاملات والاحتياط والمضاربة.

ج- قام بتحليل الطلب على النقود كمخزن للقيمة (دافع المضاربة)، وهو ما يميزه عن تحليل الكلاسيكيين، ذلك أن أخذ تفضيل السيولة في الاعتبار قد فتح أمامه آفاقاً جديدة لتحليل أثر التغيرات النقدية على النشاط الاقتصادي، وبالتالي تغيرت النظرة إلى النقود، حيث تحولت من عوامل كمية تؤثر في تحديد المستوى العام للأسعار إلى عوامل تؤثر في تحديد مستوى الناتج والتشغيل والدخل... الخ.

د- رفض في تحليله الأوضاع الاقتصادية " قانون المنافذ ل" ساي " وأثبت عدم وجود قوانين طبيعية تعمل على إعادة التوازن الكلي كلما حدث اختلال، كما أكد على إمكانية حدوث التوازن عند أي مستوى من مستويات التشغيل، وبذلك طالب بضرورة تدخل الدولة لعلاج الأزمات التي قد تعترض الاقتصاد القومي.

هـ- يرى كينز أن السياسة النقدية ليست محايدة كما هو الشأن عند التقليديين، فباعتبار أن حالة التوازن تحدث عند أي مستوى من مستويات التشغيل، فإن زيادة كمية النقود ستؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الذي يكون بمثابة الدافع لزيادة حجم الاستثمار، وبالتالي زيادة الإنتاج والتشغيل بواسطة ما يسمى بضاعف الاستثمار،

¹ بوشنب موسى، نحو تنسيق السياسات الاقتصادية الكلية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي - حالة الجزائر-2000-2014 أطروحة دكتوراه - جامعة المجد بوقرة - بومرداس-2015

و- اهتم بفكرة الطلب الكلي الفعّال لتفسير سبب عدم التوازن التي وقع فيها النظام الرأسمالي في أزمة الكساد، حيث يتكون الطلب الكلي من عنصرين أساسيين هما: الطلب على السلع الاستهلاكية والطلب على السلع الاستثمارية، فيتوقف على عوامل موضوعية وعوامل ذاتية ونفسية، أما الطلب على السلع الإنتاجية يتوقف على الكمية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة،

ثانياً - الطلب على النقود عند كينز

مثلاً تمت الإشارة إليه سابقاً فقد عارض كينز أنصار الفكر الكلاسيكي فيما يتعلق بالطلب على النقود وأكد على أن النقود تطلب - إضافة إلى المعاملات - بناء على دوافع أخرى¹:

أ - دافع المعاملات:

يرغب الأفراد في الاحتفاظ بالنقود بغرض إتمام معاملاتهم اليومية، من أجل الحصول على احتياجاتهم من السلع والخدمات، وكلما طالت الفترة الزمنية بين تسلم الدخل النقدي وإنفاقه كلما زادت الرغبة في الاحتفاظ برصيد نقدي أكبر، ولا يوجد اختلاف بين النظرية الاقتصادية الكلاسيكية والنظرية الاقتصادية الكينزية بالنسبة لهذا الدافع، حيث تفترض كلا النظريتين أنه يرتبط بمستوى الدخل، بحيث كلما زاد دخل الفرد كلما رغب بالاحتفاظ بمبلغ نقدي أكبر لإتمام معاملاته، ويأتي الاختلاف بين النظريتين في إضافة كينز للدافعين التاليين للطلب على النقود وهما دافع الاحتياط ودافع المضاربة،

ب - دافع الاحتياط

يحتاج الأفراد للاحتفاظ برصيد نقدي لمواجهة الأحداث الطارئة وغير المتوقعة التي تواجههم، حيث افترض كينز أن هذا الدافع يرتبط بمستوى الدخل أيضاً، فكلما زاد دخل الفرد كلما كان لديه دافع للاحتفاظ بمبلغ أكبر لمواجهة أي طارئ، والتي تشمل حالات مثل مصروفات صحية غير متوقعة أو نحو ذلك من أعباء مالية طارئة،

ج - دافع المضاربة:

عدم التأكد حول الاتجاهات المستقبلية لمعدل الفائدة تجعل الأفراد وفقاً لكينز يميلون إلى الاحتفاظ بالنقود لاستغلال فرص قد تتاح لهم في المستقبل، على سبيل المثال: إذا كان معدل

¹ عبد الرحمن محمد سلطان - النظرية الاقتصادية الكلية، الطبعة الأولى محدثة - سنة 2018 - الرياض ص 115

الفائدة منخفضة حالياً فقد يكون من غير المناسب الاستثمار في السندات بسبب العلاقة العكسية بين أسعار السندات والعائد عليها، حيث أن ارتفاع معدل الفائدة في الفترة القادمة سيترتب عليه تراجع في أسعار السندات يتسبب في خسارة رأسمالية لمالكيها، ومن ثم فمن الأفضل للأفراد عدم شراء السندات والاحتفاظ بسيولة أكبر عندما تكون معدلات الفائدة متدنية، فهناك علاقة عكسية بين الطلب على النقود بدافع المضاربة ومعدل الفائدة،

ثالثاً - انتقادات النظرية الكينزية

رغم ما توصل اليه كينز من تحليل للظواهر الاقتصادية الكلية و إبرازه لدور النقود في النشاط الاقتصادي إلا أن هناك عدة انتقادات وجهت لتحليله، ومنها¹ :

أ- يقر التحليل الكينزي بأن سعر الفائدة يتحدد بعامل واحد فقط وهو الطلب على النقود لأغراض السيولة النقدية، ويهمل عوامل أخرى مهمة كالدخل مثلاً،

ب- تتميز النظرية الكينزية بالطابع الستاتيكي وليس الديناميكي، كونها أوضحت العوامل المؤثرة في سعر الفائدة في الأجل القصير، ولم توضح العوامل المحددة في الأجل الطويل، حيث أنها تهتم بالعلاقة بين الدخل والاستهلاك في فترة محددة من الزمن دون أخذ عامل الزمن بعين الاعتبار، وهذا فيه إهمال للعديد من العوامل كالنقد التكنولوجي مثلاً،

ج- لم يشر كينز إلى التغيرات في مستوى الدخل التي تؤثر على سعر الفائدة، لأنه اعتبر سعر الفائدة ظاهرة نقدية يتحدد بتلاقي عرض النقود مع الطلب عليها لأغراض السيولة. كما أنه من الصعب تحديد الطلب على النقود لأغراض السيولة النقدية دون معرفة مستوى الدخل الذي يؤثر على الطلب على النقود لأغراض المختلفة التي ذكرها كينز،

وكنيجة لهذه الانتقادات، ومع ظهور أزمة جديدة لم يألّفها من قبل النظام الرأسمالي مع نهاية الستينيات والمتمثلة في معاشة الكساد مع التضخم جنباً إلى جنب وعجز التحليل الكينزي على احتوائها، ظهر تحليل نقدي جديد بزعامة الاقتصادي الأمريكي المعاصر "ميلتون فريدمان".

الفرع الثالث: السياسة النقدية في تحليل النقديين

لقد ظل الفكر الاقتصادي للمدرسة الكينزية هو المسيطر على الفكر الاقتصادي بعد ازمة 1929 حتى نهاية الستينات وبداية السبعينيات من القرن الماضي عندما وقعت كثير من الاقتصاديات الرأسمالية خاصة في أوروبا وأمريكا تحت مشكلة الركود التضخمي أي وجود ركود اقتصادي متزامن مع معدلات مرتفعة للتضخم وظهرت بعدها آراء جديدة تدعو إلى ترشيد دور الدولة وإعادة الاعتبار لدور السوق ومن أبرز هذه الرؤى، رؤية المدرسة النقدية التي قادها الاقتصادي الأمريكي "ميلتون فريدمان" ورؤية مدرسة التوقعات الرشيدة التي قادها الاقتصادي لوкас وزملاؤه (مدرسة شيكاغو)¹،

و بالتالي جاءت مدرسة شيكاغو بزعامة ميلتون فريدمان لتعيد الحياة من جديد للنظرية الكمية التقليدية ولكن في صورة جديدة حيث تعكس المرحلة الثالثة من مراحل تطور النظرية النقدية والتي يطلق عليها النظرية المعاصرة لكمية النقود أو النظرية الكمية الجديدة والتي بموجبها تم تحويل النظرية الكمية من مجرد نظرية الطلب على النقود إلى نظرية الدخل النقدي، مما أعاد التأكيد على الدور الرئيسي للنقود في النشاط الاقتصادي، وأصبح أنصار تلك النظرية يُدعون بالنقديين (أصحاب المذهب النقدي) ويشكلون قوة ذات نفوذ متزايد ليس في أعلام الفكر والتحليل النقدي فقط، وإنما أيضا في مجال تحديد السياسات الاقتصادية عموما،

لذلك يعتقد أصحاب المدرسة النقدية بأن للسياسة النقدية أثرا فعالا على مختلف الأنشطة الاقتصادية، بصرف النظر عما إذا كانت هذه السياسة انكماشية أو تضخمية، وحسب اعتقادهم دائما أن تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عن طريق السياسة المالية لتحقيق الاستخدام الكامل لعناصر الإنتاج ومن ثم تحقيق التوازن الاقتصادي فإن هذا الهدف لن يتحقق وإنما على العكس قد يؤدي إلى تعميق اللاتوازن، ولهذا تحتل السياسة النقدية المرتبة الأولى في السياسة الاقتصادية، على اعتبار أن التغيرات التي تصيب الأنشطة الاقتصادية تبعا للتغيرات التي تحدث في كمية النقود أكثر تأثيرا وأكثر فاعلية من التأثيرات الناجمة عن السياسة المالية (سياسة الإنفاق العام)، وقد أوضح النقديون أن التغير في المعروض النقدي، له آثار واسعة النطاق على الطلب الكلي ومن ثم الناتج الوطني والأسعار، وهذه الآثار تختلف في المدى القصير عنها في

المدى الطويل، حيث يمس عرض النقود في المدى الطويل أثره بصفة خاصة على المستوى العام للأسعار فقط كما في الحالة الكلاسيكية، غير أنه في المدى القصير تمارس النقود أثرا مباشرا على الإنفاق الكلي ومن ثم على الدخل الوطني¹،

أولا- فرضيات المدرسة النقدية

استندت مدرسة النقديين على عدد من الفرضيات أهمها²:

أ- رفض دوافع الاحتفاظ بالنقود التي ركز عليها كينز في بناء نظرية التفضيل النقدي،

ب - النظر إلى الطلب على النقود في إطار مشابه لنظرية الطلب على أي سلعة أو أي أصل آخر فالنقود كسلعة لا تتميز على غيرها من السلع فإذا كان الطلب على أي سلعة يعتمد على سعرها والدخل وأسعار السلع الأخرى فكذلك الطلب على النقود يعتمد على الدخل وأسعار السلع الأخرى،

ج - على خلاف تحليل كينز لمكونات الثروة واقتصارها على السندات والنقود. فإن فريدمان يرى أن ثروة الأفراد تتكون من تشكيلة مختلفة من الأصول البديلة للنقود، مثل الأسهم والسندات وأصول أخرى كالسلع مثل العقارات والسلع المعمرة ونحوها.

د - معدلات العائد النسبي على الأصول المالية وليس الأسعار النسبية لها هي المحدد للاختيار بين الأصول البديلة.

هـ - وبناء على ذلك، فإن الطلب على أي أصل إنما يعتمد على معدل العائد لذلك الأصل ومعدلات العوائد على الأصول البديلة وكذلك مستوى الثروة.

و - اعتبر فريدمان أن سعر الفائدة هو معدل العائد على الأصول بما في ذلك النقود التي تكون مودعة في البنوك وتتلقى عوائد.

ي- يعتبر معدل التضخم المتوقع هو معدل العائد على النقود السائلة التي تشكل مكون من مكونات الثروة أي أنه عندما ترتفع الأسعار تنخفض القيمة الحقيقية للنقود وبالتالي فإنه يمثل عائد سالب للنقود السائلة بل

¹ إدرواسي مسعود - السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي - حالة الجزائر 1990-2004 - أطروحة دكتوراه - جامعة الجزائر 2005-2006 ص 235

خيارات الاحتفاظ بالأصول بصورة عامة وبصورة محددة فإن معدل التضخم المتوقع يمثل تكلفة الاحتفاظ بالنقد السائلة فإذا ارتفعت الأسعار، يفضل الأفراد إنفاق النقود على السلع بدلا من الاحتفاظ بها في شكل سائل،

ك- لقياس حجم الثروة، استخدم فريدمان مفهوم الدخل الدائم كمقياس للثروة وهو بذلك يختلف عن كينز الذي اعتبر الدخل المطلق (الحالي) مقياس للثروة في حالة الطلب على النقود، وقد حدد فريدمان الدخل الدائم بأنه متوسط دخل الفرد السنوي المتوقع الحصول عليه خلال السنوات المتبقية من حياة الفرد،

ثانيا - الطلب على النقود عند النقديين

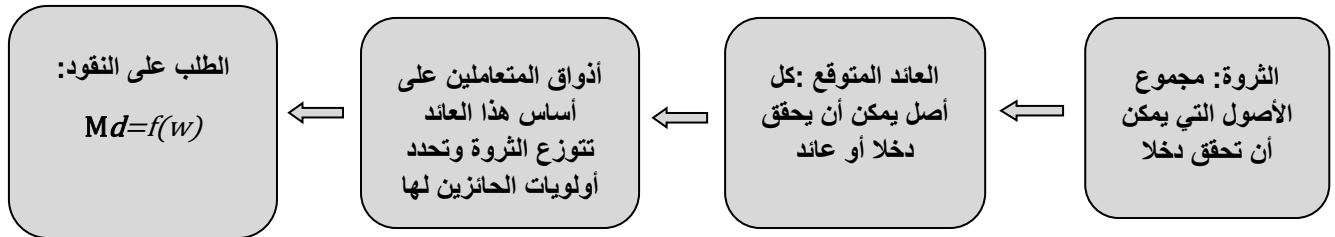
لقد ركز النقديون في تحليلهم للطلب على النقود ودوره في النشاط الاقتصادي من خلال التحليلات التالية¹:

أ - الطلب على النقود

ركزت النظرية النقدية الحديثة على نظرية الطلب على الأصول؛ لأن الطلب على النقود يرتبط بأشكال الثروة، وبالعوائد المتوقعة من أصول بديلة، ومن ثم فإن الطلب على النقود يعتمد على ثلاث مجموعات أساسية هي:

- الثروة الكلية التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية موزعة في أشكال مختلفة؛
- الأسعار والعوائد من البدائل الأخرى للاحتفاظ بالثروة في شكل سائل،
- الأذواق وترتيب الأولويات بالنسبة لحائزي الثروة.

الشكل 2: الطلب على النقود وفقا للنظرية النقدية الحديثة



ب - الدخل الدائم والتكلفة البديلة للنقود:

نظرا لصعوبة تقدير الثروة فقد ركزت النظرية النقدية الحديثة على مفهوم الدخل الدائم Permanent Revenue (المتوسط المتوقع للدخل طويل الأجل) كمؤشر للثروة؛ حيث يرتبط الطلب على النقود بالدخل الدائم وبالعوائد المتوقعة من أصول بديلة، وهي السندات والأسهم والسلع ورأس المال البشري، مقارنة بالعائد المتوقع من النقود، ويعتبر الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل بمثابة التخلي عن استخدامها في شراء أصل آخر يحقق عائدا؛ وهذا ما يسمى بتكلفة الفرصة البديلة للنقود.

ج - تفسير ظاهرة التضخم:

- استقرار دالة الطلب على النقود: تعتبر كمية النقود المصدرة السبب الرئيس في رفع مستوى الأسعار، لأن عرض النقود يتغير باستمرار، بينما الطلب على النقود يتميز بقدر كبير من الثبات، فإذا زاد عرض النقود عن الطلب على النقود؛ فإن الأفراد يتخلصون من هذه الزيادة فترتفع الأسعار،

- معيار الإفراط النقدي: إن المؤثر في المستوى العام للأسعار هو تطور التغير في النسبة بين الكتلة النقدية والإنتاج، أي نصيب الوحدة المنتجة من كمية النقود، وليس مجرد تطور كمية النقود. ويمكن تحديد حجم الإفراط النقدي المولد للتضخم عند مستوى معين من الأسعار على النحو التالي:

$$M^t = \lambda Y_i - M_i$$

حيث أن:

- M^t : حجم الإفراط النقدي،
- Y_i : حجم الدخل الحقيقي بالأسعار الثابتة في السنة،
- M_i : كمية النقود المتداولة بالفعل في السنة،
- λ : متوسط نصيب الوحدة من الناتج المحلي الخام الحقيقي من الكتلة النقدية المتداولة السائدة في سنة الأساس عند مستوى معين من الأسعار،

ثالثاً - نقد تحليل النقديين

شملت هذه الانتقادات البناء النظري واختيار الدوال وتفسيرها، ويمكن إيجاز ذلك فيما يلي¹:

أ- افترض النموذج الكينزي أن الاستهلاك دالة في الإنفاق والمضاعف، بينما النموذج النقدي يرى أن الاستهلاك دالة في كمية النقود، والإنفاق الذاتي عند النقديين هو الاستثمار الخاص، وإنفاق الحكومة بالعجز، وصافي الميزان الحسابي. ولكن هذه المكونات ليست ذاتية، فالميزان الجاري مرتبط بالدخل، والاستثمار الخاص يرتبط بالدخل المعجل والإنفاق، والإنفاق بالعجز يرتبط بالضرائب وهي بدورها ترتبط بالدخل والإنفاق والدين العام، وباختصار فإن البدائل المتنوعة المقترحة ليست منفصلة تماماً مما يجعل النموذج النقدي ناقصاً،

ب- اختلفت نتائج البحوث في النموذجين، ولكنها عموماً لم تسلم برأي النقديين أن الإنفاق الذاتي لا يؤثر في الدخل، وإذ أعطت للنقود دور أكثر أهمية مما كانت عليه منذ عشرين عاماً، ومن هنا لم يكن في الإمكان الحكم على أيهم أكثر أهمية، مضاعف الاستثمار لكينز أم مضاعف النقود لفريدمان.

ج- رغم أن النقديين يعدون النقود مجرد وسيط للتبادل، إلا أن نموذج فريدمان - شوارتز - مسليمان يضيف للقاعدة النقدية M_1 ، الودائع الآجلة M_2 مما يجعل لسعر الفائدة أثراً على النقود، وهو ما يتناقض مع التقليل من أهميتها عند النقديين.

د - تحليل النقديين القائم على أن عرض النقود يتقرر من خارج النظام وليس من داخله، مستدلين على ذلك أن عرض النقود يسبق التغير في الدخل، يعترض عليه بأن هناك تغيرات نتيجة عوامل داخل النظام، فالأفراد والشركات قد يقترضون قبل الإنفاق، والإنتاج يأخذ فترة، كما أن الائتمان المصرفي وهو مكون من عرض النقود يتحدد برغبات الأفراد والجهاز المصرفي، كما أن وجود فائض في ميزان المدفوعات يؤثر على كمية النقود بالداخل، وعندما يريد الناس التخلص من سندات الدين العام تسرع الدولة بشرائها خوفاً من ارتفاع سعر الفائدة مما يزيد كمية النقود، بل إن القاعدة النقدية إذا زادت، نتيجة متطلبات اقتصادية، فإن الزيادة لا تكون خارجية، وفي كل هذه الأحوال نجد أن زيادة كمية النقود تصاحب زيادة الدخل ولكن ليست سبباً لها.

هـ - النماذج التي وضعها النقديون بسيطة للغاية وتهمل كثير من المتغيرات ويكفي أن نستدل أن نموذج وزارة المالية البريطانية به 800 معادلة، ويحتج النقديون بأن هذه المتغيرات كثيرة وبعضها توقعات لا يمكن

قياسه وأنهم يقتصرون على الضروري والهام، وبلا شك كان ذلك سببا في النتيجة التي وصل إليها النقديون في آلية الانتقال، حيث يعدونها صندوقا أسودا وما يحدث بداخلها سرا، وهذا يلقي ظللا من الشك والظلام الذي يشهد بعدم كفاية النموذج،

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية

تطبق السياسة النقدية عن طريق وسائل يستخدمها البنك المركزي تعرف بأدوات السياسة النقدية وتكون الأداة المختارة حسب الهدف المراد تحقيقه، من طرف السلطات النقدية وتتمثل هذه الأدوات في الأدوات الكمية، النوعية والأدوات المساعدة.

المطلب الأول: الوسائل الكمية

يقوم البنك المركزي باللجوء الى الوسائل الكمية في إطار تطبيق السياسة النقدية بالتأثير في كمية النقود المتداولة وحجم الائتمان المصرفي في جميع القطاعات التي يمكن ان يؤثر فيها تغيير كمية النقود وتتمثل هذه الوسائل الكمية في:

الفرع الأول: سعر إعادة الخصم

يعرف سعر الخصم على أنه من الأسلحة التي يلجأ اليها البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان المصرفي بالتالي على حجم المعروض النقدي وذلك في إطار الأهداف المرسومة للسياسة النقدية التقليدية، وسعر الخصم الذي يخصم به البنك المركزي الأدوات التجارية التي تقدم اليه من البنوك التجارية او الذي يعيد به خصم أوراق سبق ان خصمتها هذه البنوك لعملائها من المستثمرين، وتتحدد العلاقة بين هذا السعر وقدرة البنوك المركزية على التحكم في حجم المعروض النقدي في إطار تأثير هذا السعر على تكلفة عملية الائتمان التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها، فاذا تعمد البنك المركزي رفع سعر الخصم فسيترتب على ذلك زيادة في تكلفة الحصول على الأموال المقرضة لدى البنك التجاري مما يضطره الى رفع سعر الفائدة المدين من القروض التي يقدمها لعملائه، او قد تتعمد البنوك الإحجام على التوسع في الائتمان حرصا منها على الاحتفاظ بقدر كاف من الاحتياطات الحرة والتوصل بذلك لدرجة مغبة الوقوع في اي حالة من حالات الإرباك ويؤدي ذلك كله إلى ارتفاع سعر الفائدة في السوق وتراجع حجم الطلب على القروض، وبالتالي تراجع حجم الاستثمار وهكذا يتبين ان أسعار الفائدة في السوق النقدي تتبع

سعر الخصم للبنك المركزي ارتفاعا وانخفاضا ما قد يمكنهم من توجيه حركة الائتمان ،وبالتالي التأثير على حجم المعروض النقدي وكذا المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى، ومن أهمها حجم الاستثمار والادخار.¹

الفرع الثاني: سياسة السوق المفتوحة

تمثل سياسة السوق المفتوحة إحدى بدائل السياسة النقدية، وهي وسيلة تقليدية استخدمتها المصارف المركزية في الرقابة على الائتمان المصرفي والتحكم في حجم السيولة النقدية المتاحة لدى المصارف التجارية، ويقصد بالسوق المفتوحة دخول المصرف المركزي الى السوق النقدية و المالية مشتريا او بائعا لبعض السندات والأوراق الحكومية كالسندات و أذونات الخزينة قصيرة الأجل، ففي ظروف الركود الاقتصادي يدخل المصرف المركزي السوق النقدي او المالي مشتريا السندات والأوراق المالية الحكومية سواء كانت بحوزة الأفراد او المصارف التجارية او المؤسسات مقابل شيكات مسحوبة على المصرف المركزي، وبالتالي فان بائعي السندات و الأوراق المالية الحكومية سيودعون الشيكات لدى المصارف التجارية لتحصيلها من المصرف المركزي ،وعندما تقوم المصارف التجارية بتقديم الشيكات إلى المصرف المركزي لتحصيلها فان المصرف المركزي سيجعل مبالغ الشيكات في حسابات المصارف التجارية، وبذلك تزداد ودائع تلك المصارف وتزداد احتياطياتها النقدية وهذا ما يساعد المصارف التجارية على التوسع في حجم الائتمان والقروض لعملائها، مما يؤدي الى زيادة الإنفاق الكلي في المجتمع وتحقيق الانتعاش الاقتصادي.

أما في ظروف تعرض الاقتصاد الى فجوات تضخمية فان المصرف المركزي سيعتمد على سياسة نقدية انكماشية اي سيدخل السوق النقدية بائع لبعض السندات والأوراق المالية الحكومية مما يؤدي الى انخفاض اسعارها وهذا ما يغري في شرائها وسيمتص بذلك المصرف المركزي جزء من السيولة المتاحة لدى المصارف التجارية وبالتالي ستتقلص قدره تلك المصارف على تقديم الائتمان والاقرار، مما سيجتريب عليه انخفاض الإنفاق الحكومي او الطلب الكلي والحد من التضخم وارتفاع الاسعار²،

¹حسين كامل فهمي - أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية الإسلامية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب- جدة 2006 ص 16
²محمود حسين الوادي وآخرون - النقود والمصارف- دار المسيرة للنشر والتوزيع -عمان-2010 الطبعة الأولى ص17

- شروط القيام سياسة السوق المفتوحة¹ :

أ - وجود سوق نقدية ومالية نامية، اي وجود مؤسسات وأفراد خارج الجهاز النقدي مستعدين لشراء السندات الحكومية والقطاع الخاص وبيعها بكميات كبيرة فوجود سوق كهذه تمكن المصرف المركزي من ان يبيع كميات كبيرة من سندات الحكومة، وذلك لإحداث تقليص اولي في الكتلة النقدية دون أن يؤدي بيعه لهذه الكميات الى احداث انخفاض واضح في أسعارها،

ب - اعتياد الجمهور على استعمال الشيكات كوسيلة الدفع، او بتعبير آخر أن تشكل الودائع النقدية أي الودائع التي يمكن ان يسحب عليها بالشيكات حالا نسبة عالية من الكتلة النقدية فاذا كانت نسبة هذه الودائع منخفضة كان تأثير بيع سندات الحكومة في ودائع المصارف التجارية وبالتالي في نسبة اموالها الجاهزة ضعيفة فاذا مال الجمهور مثلا لشراء سندات الحكومية وساطة النقد الجاهز الموجود في حوزته وليس بواسطة تخفيض ودائعه لدى المصارف التجارية فلن يحدث هذا اي تأثير في ودائع هذه المصارف وبالتالي في تسليفها.

ج - أن تكون المصارف التجارية معتادة على الاحتفاظ بنسبه من الأموال الجاهزة قريبة من النسبة الدنيا القانونية فاذا كانت هذه النسبة الأخيرة 15 بالمائة مثلا وجب ان تكون المصارف محتظة على وجه العموم بنسبه تتراوح بين 17 و 18 بالمائة أما ضرورة الاحتفاظ المصارف بنسبة فعليه قريبه من النسبة الدنيا القانونية فذلك لتسهيل عمليات السوق المفتوحة وبالتالي يمكن لعمليات بيع السندات في هذه السوق أن تحدث تأثيرا لتقليص في تسليف المصارف فاذا كانت هذه الأخيرة تحتفظ بنسبه اموال جاهزة أعلى بكثير من النسبة القانونية ولتكن 35 بالمائة في حاله كون النسبة القانونية 15 بالمائة فان تخفيض النسبة الفعلية الى مستوى النسبة القانونية وما دون ذلك لإحداث تقليص في تسليف المصارف يتطلب بيع مقادير ضخمة من سندات اقل بكثير منها في الحالة الاولى.

د - يجب على المصارف الا تحاول التعويض من الانخفاض في ودائعها بسبب قيام المصرف المركزي بعمليات البيع في السوق المفتوحة، وذلك عن طريق زيادة استقراضها منه او اللجوء الى مصدر خارجي للتمويل فاذا حاولت ذلك فان هذا سيلغي تأثير عمليات البيع في تسليفها ولكن يجب ان نشير هنا بأنه من الممكن الا يتمتع المصرف المركزي من تزويد هذه المصارف بالسيولة بعد عمليات البيع في السوق المفتوحة بل ان يقنن تزويده لها بالسيولة هذا اذا أراد ان يساعد على تقليص تسليفها دون صعوبة فمن

الممكن مثلا الا تكون هذه المصارف قادرة على تقليص تسليفها بصورة كافية لان قسما معتبرا من قروضها لم يستحق وانها غير قادرة على الضغط على بعض زبائنهم وهذه هي الشروط التي يجب توافرها للقيام بعمليات السوق المفتوح بنجاح وتتوافر على وجه العموم في البلدان المتقدمة اقتصاديا التي لها سوق ماليه ونقديه نامية.

الفرع الثالث: سياسة نسبة الاحتياط القانوني

تمثل نسبة الودائع التي تحتفظ بها المصارف جميعها من أرصدة نقدية لدى البنك المركزي ما يعني ان جزء من ودائع المصارف يبقى مجمدا لديه بحيث لا تستطيع هذه المصارف السحب منه الا بمقدار الانخفاض في ودائع زبائنهم ما يؤدي الى عدم قدرتها على الاقتراض او استثمار كل ودائعها وانما حجم ودائعها ناقص مقدار الاحتياطي القانوني، ويستخدمها البنك المركزي للتأثير على احتياطات المصارف وقدرتها على منح الائتمان¹،

ويستخدم البنك المركزي هذه السياسة في اتجاهين مختلفين وفقا لأهداف سياسة النقدية² :

أولا- اتجاه زيادة نسبة الاحتياطي القانوني

يسمى هذا الاتجاه بالاتجاه التقييدي او اتجاه الانكماش حيث يهدف البنك المركزي الى تقييد عرض النقود من خلال الحد من قدره البنوك على الاقتراض وبالتالي التوسع في الاستثمار، يستعمل هذا الاتجاه عند مكافحه التضخم والقضاء على الفجوة التضخمية ويلاحظ انه عندما يتم رفع نسبه الاحتياطي على الودائع فان قدرة البنوك التجارية على الاقتراض تنخفض وبالتالي قدرتها على توليد الودائع وهذا يؤدي الى انخفاض النقود.

ثانيا- اتجاه تخفيض نسبه الاحتياطي القانوني

هو الاتجاه التوسعي حيث يهدف البنك المركزي إلى زيادة عرض النقود الذي يؤدي الى انخفاض سعر الفائدة لزيادة الاستثمار ومن ثم زيادة الطلب الكلي فزيادة الدخل ويستخدم هذا الاتجاه في حالات الانكماش الاقتصادي اذ يكون الهدف هو القضاء على الفجوة الركودية عندما

¹ مصطفى سلام، شهاب احمد، علياء كاظم - الاحتياطي القانوني وأثره على الربحية المصرفية - كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة - عدد 58 - سنة 2012 ص 248

² محمد أحمد الأفندي - الاقتصاد النقدي والمصرفي - الطبعة الأولى 2018 - مركز الكتاب الأكاديمي - عمان الاردن ص 487

يتم تخفيض نسبه الاحتياطي القانوني للتغيير في قدرة البنوك على توليد الائتمان وبالتالي التأثير في عرض النقود وذلك من خلال فكرة ما يسمى مضاعف النقود البسيط حيث:

التأثير في عرض النقود وذلك من خلال فكرة ما يسمى مضاعف النقود البسيط حيث:

$$\frac{\Delta D}{\Delta R} = \frac{1}{rd}$$

ΔD : حجم التغيير في الواقع

ΔR : حجم التغيير في الاحتياطات

$\frac{1}{rd}$: مضاعف النقود البسيط وهو يساوي مقلوب نسبة الاحتياطي القانوني rd وفي المعادلة السابقة

نستطيع ايجاد حجم التغيير في الواقع الناجم عن تغيير معين في حجم الاحتياطات $\Delta D = \frac{1}{rd} \times \Delta R$.

من خلال الحالتين السابقتين يمكن القول ان فاعليه هذه الوسيلة في مكافحه التضخم أكبر منها في مكافحه الركود لأنها في أوقات التضخم توضع قيودا كميا مباشرا على مقدرة المصارف التجارية على التوسع في الائتمان، اما في أوقات الكساد فتساعد هذه الوسيلة على مجرد زيادة فائض الأرصدة النقدية لدى المصارف، التجارية ويمكن القول ان فاعليه رفع نسبه الاحتياطي تتوقف على ما لدى المصارف من فائض في احتياطياتها وعلى مدى امكانية حصولها على ارصده نقدية من مصادر اخرى¹،

المطلب الثاني: الوسائل الكيفية والنوعية

وهي وسائل تستخدم نفس الأدوات الكمية ولكن توجه إلى استخدامات معينة للائتمان في حين أن الوسائل الكمية تؤثر في الحجم الكلي للائتمان ومن هذه الأساليب²:

➤ فرض أسعار اعادة الخصم انتقائية فيخفض البنك المركزي مثلا فائدة القروض الصناعية والزراعية والاسكان برفعها على القروض التجارية او على استيراد الكماليات او يضع غطاء ماليا لاستيراده وقد يضع قيود على اقراض المستهلكين للسلع المعمرة ترفع مقدم الثمن او إنقاص مقدار الائتمان او مدة السداد .

¹ غدير هيفاء غدير مرجع سابق

ص 48

² يوسف كمال محمد - المصرفية الإسلامية - السياسة النقدية - دار الوفاء للطباعة ص 24 دار النشر والتوزيع- المنصورة- الطبعة الثانية -1996 ص 24

- النسب الانتقائية للاحتياطي القانوني للبنوك كأن يستبدل جزء من الاحتياطي النقدي في خزينة البنوك بأنواع معينة من الاستثمار .
- وضع سقف ائتمانية لا يتخطاها الائتمان بالنسبة لإقراض قطاعات محدده او وضع حد أقصى لنمو الائتمان.
- اشتراط موافقة البنك المركزي في بعض العمليات وتحديد آجال مختلفة لاستحقاق القروض حسب اوجه استخدامها.
- وبالرغم من لجوء البنوك المركزية عادة إلى استخدام أدوات الرقابة غير المباشرة على الائتمان المصرفي فان لهذه السياسة سلبياتها منها :
- التدخل بالأساليب غير السعرية يؤدي الى عدم استعمال قوى السوق مما يؤدي الى تشوّه أو يسيء إلى تخفيض موارد الجهاز المصرفي مما يترتب عليه خسارة على مستوى المجتمع أو يقلل من معدلات الأرباح الممكنة .
- انه من الصعب الحكم على كفاءه القروض الموجهة او المخصصة بواسطة أدوات الرقابة الكيفية على الائتمان إلا بمتابعه الاستخدام النهائي لتلك القروض وهذا امر فوق طاقتها،
- قد يوجه الائتمان المصرفي في بعض الاحيان لتحقيق رغبات بعض القطاعات المتردية في الاقتصاد والتي لا يمكن أن تجد تمويلا مصرفيا في الأحوال العادية التي لا تتدخل فيها .
- وللأساليب النوعية للرقابة على الاعتماد عدة اهداف هامه منها¹:
- التمييز بين الاستخدامات الهامة والاستخدامات غير الهامة للاعتماد المصرفي والتمييز ضد الاستخدامات غير الهامة للقروض المصرفية.
- معالجة القطاعات الحساسة من الاقتصاد القومي دون التأثير على الاقتصاد القومي ككل.
- الحد من المغالاة في طلب المستهلكين لبعض السلع من إتباع نظام التقسيط.
- تنظيم نظام البيع بالتقسيط للمستهلكين في أوقات التضخم هو أحد الوسائل الهامة للرقابة النوعية للائتمان.
- التأثير على وضع ميزان المدفوعات الخاص بالدولة حيث يكون التمييز في صالح الصناعة الموجهة خصوصا نحو التصدير حتى يمكن تقوية وضع الصرف الأجنبي وذلك عن طريق الحد من الواردات في

¹ميراندا ز غول رزق - النقود والبنوك - جامعة بنها للتعليم المفتوح بكلية التجارة - مصر 2008 ص 270

البنك المركزي الذي قد يطلب سعر أعلى، مع إعادة خصم الأوراق التجارية الخاصة بالواردات من السعر الذي يعيد به خصم الأوراق التجارية الخاصة بالصادرات،

➤ إن الهدف من الأساليب النوعية للرقابة على الائتمان هو الرقابة على كل أنواع الائتمان التجارية والمالية عكس الكمية التي تكون مختصرة فقط على الائتمان المصرفي وحده،

ويمكن ذكر نوعان أساسيان من وسائل الرقابة النوعية¹:

الفرع الأول: سياسة تحديد أسعار الفائدة البنكية

كثير ما يلجأ البنك المركزي للتأثير مباشرة في قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان عن طريق تحديد أسعار الفوائد البنكية، وكما هو معروف فإن البنك التجاري يسعى كغيره من المشروعات لتحقيق الربح وهذا الأخير يُتحصل عليه بين أسعار الفائدة التي يدفعها على الودائع لأجل (الفوائد الدائنة) وأسعار الفائدة التي ستؤدي بالبنك المركزي على إعادة خصم الأوراق التجارية، كما قد يلجأ البنك المركزي إلى ترك الحرية للبنوك التجارية في تحديد مستويات الفائدة المدينة، إلا أنه يتدخل لتحديد أسعار الفائدة الدائنة (أسعار الفائدة على الودائع) وعليه يلاحظ أن تحديد أسعار الفائدة عليها أن تراعي اعتبارين مهمين ولكن متعارضين:

- تشجيع الادخار عن طريق ضمان عائد مجزي له وهذا يتطلب رفع سعر الفائدة، وهذا العائد المجزي يتأثر ليس فقط بمستوى الفائدة الدائمة وإنما أيضا بمعدل الاقتطاع الضريبي الذي يتحمله ومعدل التضخم النقدي السائد في الاقتصاد.

- تشجيع الاستثمار عن طريق تنشيط الطلب على القروض البنكية، وهذا يتطلب خفض مستوى سعر الفائدة البنكية. ويلاحظ أن الطلب على الاستثمار يتأثر ليس فقط بمستوى أسعار العوائد البنكية وكذا بمقدار العائد المتوقع من الاستثمار.

الفرع الثاني: السياسة الائتمانية الانتقائية

وهذه السياسة الائتمانية تأخذ في العمل من الوسائل والصور، ومن هذه الصور تحديد الائتمان كحيازة أنواع معينه من الأصول عن طريق رفع النسبة التي لا يجوز أن تتعداها قيمة القرض الممنوح بضامن هذه الأصول إلى قيمه الضمان 50% مثلا أو خفض الحد الأقصى لسعر الفائدة التي تتقاضاها البنوك على القروض المضمونة بهذه الأصول أو تمديد الأجل الذي يتعين أن تسدد خلاله هذه القروض، والعكس صحيح بل قد يكفل القانون للبنك المركزي سلطانا مباشرا في ممارسة الرقابة الكيفية على الائتمان من ذلك اشتراط

¹ مختار عبد الحليم طلبة مسلم - المختصر في النقود والبنوك وتفسير قيمة النقد - دار النهضة العربية - القاهرة

الحصول على تصديق البنك المركزي على القروض التي يتجاوز مبلغها مقدارا معيناً أو بتعيين الأوجه التي يمنع على البنوك التجارية استثمار الأموال فيها، ويتعين الحد الأقصى لقروض البنوك التجارية واستثماراتها بالنسبة لأنواع معينة من القروض والاستثمارات، وهكذا يستطيع البنك المركزي أن يؤثر مباشرة على وجود استعمال الائتمان عن طريق تغيير الحد الأقصى لأنواع القروض والاستثمارات المختلفة بل وإن يصل في التغيير إلى حد منع البنوك من استثمار أموالها في وجوه الاستعمال غير المرغوب فيها،

المطلب الثالث: الأساليب المساعدة

بالإضافة إلى الأدوات السابقة هناك أدوات أخرى يستطيع البنك المركزي استخدامها في إدارة عرض النقود¹ مثل:

الفرع الأول: الإقناع الأدبي

هو اصطلاح يستخدم للتعبير عن أداة البنك المركزي اتجاه عرض النقود في الاقتصاد و بعبارة أخرى قيام البنك المركزي بالإفصاح عن ما يرغب أو عن ما لا يرغب من للبنوك التجارية ويحث على العمل وفق رغباته، فقد يطلب البنك المركزي من البنوك التجارية عدم الإفراط في تقديم القروض معتمدا في ذلك على إدارة هذه البنوك

التجارية لأهدافه السياسية، الاقتصادية النقدية، وقد يلجأ إلى التصريحات التي يمكن اعتبارها تهديدات فهو لا يملك سلطة لإلزام البنوك التجارية على العمل وفق رغباته وهي لا ترغب أيضا في التصادم معه لهذا فان للإقناع الأدبي الأثر المحدود في الأجل القصير، كون أن البنوك التجارية هي مشروعات تهدف الى تحقيق الربح ، والإقناع الأدبي لا يجدي نفعا لفترة طويلة خاصة عندما تتعارض رغبة البنك المركزي بشكل كبير مع دوافع الربح.

الفرع الثاني: سقف معدل الفائدة

قد يمنح القانون البنك المركزي سلطة تحديد وتغيير الحد الأقصى لمعدل الفائدة الذي تدفعه البنوك التجارية للودائع الآجلة، ومما لا شك فيه أن توافر هذه السلطة تمكن البنك المركزي من ممارسة التأثير خاصة على تدفق أموال الودائع الآجلة، سواء داخل البنوك التجارية أو غيرها من مؤسسات الادخار والإقراض الأخرى

وبطبيعة الحال يؤدي منع البنوك التجارية من تجاوز معدل بعض الفوائد على الودائع الآجلة الى تضيق امكانية البنوك التجارية في سحب الكثير من مدخرات الافراد والمشروعات ومؤسسات الادخار الأخرى.

المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية

على إثر الازمات المالية والاقتصادية التي شهدتها البلدان المتقدمة وعدم فعالية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في هذه الازمات اخذت هذه البلدان في تبني أدوات غير تقليدية كاتجاه حديث للسياسة النقدية.

المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي

تعتبر سياسة التيسير الكمي أهم الأدوات الحديثة أو غير التقليدية للسياسة النقدية وهي الأكثر فاعلية في التأثير على النشاط الاقتصادي التي تم تبنيها من طرف الدول المتقدمة التي عرفت أزمات مالية واقتصادية.

الفرع الأول: مفاهيم حول التيسير الكمي

التيسير الكمي سياسة نقدية اقتصادية تم استخدامها أكثر منذ الأزمة المالية لعام 2008 والركود الذي أعقب ذلك، وعادة يتم استخدامه لتحفيز الاقتصاد عندما لا تكون أساليب العمل التقليدية للسياسة النقدية فعالة،

أولاً- مفهوم التيسير الكمي

- هي أداة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية عن طريق إصدار فائض من النقود بإصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل، وهذه الأموال تستخدم أساساً لشراء أصول من المؤسسات المالية، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق الى قطاعات أخرى من الاقتصاد وزيادة الشرائية والاستثمار¹،

- يتمثل التيسير الكمي في شراء البنك المركزي للأوراق المالية على نطاق واسع ويتم تنفيذه بشكل عام من خلال الاستحواذ على سندات حكومية طويلة الأجل ممولة من خلاله زيادة حسابات الاحتياطي التي تحتفظ بها البنوك التجارية في البنك المركزي (إلزام البنك المركزي) والفكرة الرئيسية أنه عندما يكون معدل الفائدة الأساسي أو العائد على السندات القصيرة الأجل عند الصفر لا يزال بإمكان البنك المركزي توفير الحوافز

¹ علي صاري - السياسة النقدية غير التقليدية - الأدوات الأهداف " المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية العدد 4-سنة 2013 ص 64-65

النقدية من خلال دعم أسعار السندات طويلة الأجل وبالتالي خفض العوائد طويلة الأجل¹. كما هو الحال عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة أو قريبة من الصفر، وتتحصر مشاركة البنك المركزي في التيسير الكمي في شراء الأصول المالية عادة في شكل سندات مملوكة من قبل الحكومة أو جهات فاعلة أخرى في السوق الخاصة مثل البنوك للقيام بذلك فيخلق البنك المركزي المزيد من الأموال وبالتالي زيادة ميزانيته العمومية²،

- التيسير يعني زيادة كبيرة في ميزانية عمومية لا سيما من خلال زيادة القاعدة النقدية على جانب المطلوبات من خلال شراء الديون طويلة الأجل الصادرة عن الحكومة والتي غالبا ما تكون خالية من المخاطر من المؤسسات المالية المعروفة أيضا باسم الديون السيادية، فيقوم البنك المركزي بعمل لعبة كتابة محاسبة تنتج النقود دون طباعة فواتير جديدة للقيام بذلك وتتمثل الآلية في زيادة التزامات الميزانية العمومية للبنك المركزي من خلال الاحتياطات المطلوبة والعملية المتداولة وتنتهي السيولة التي يتم ضخها جزئيا في حسابات البنوك والأفراد والمؤسسات المالية التي باعت هذه الأوراق المالية الى البنك المركزي³.

إذن مما سبق يمكن تعريف سياسة التيسير الكمي بأنها " أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تنفرد البنوك المركزية باستغلالها من أجل تحقيق أهداف اقتصادية، تسعى السلطات النقدية إلى تحقيقها وذلك بقيامها بشراء سندات حكومية أو خاصة بنوك تجارية بهدف الزيادة في حجم الكتلة النقدية المتداولة لإنعاش الاقتصاد والتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية لتحقيق هذه الأهداف،

1Giovanni Dell’Ariccia,PauRabanal,Damiano Sandri -Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom - Hutchins Center Working Paper 48- October 2018 p4

² <https://www.ig.com/fr/glossaire-trading/quantitative-easing-definition> الموقع الالكتروني تاريخ الاطلاع 2021-09-24

³Gregory George - l'examen des politique monétaires d'assouplissement- quantitative - travail de bachelor réalisé en vue d'obtention du Bachelor HES- Haute école de gestion- Geneve-19-08-2016. P 6

ثانيا- آليات عمل التيسير الكمي

تعمل سياسة التيسير الكمي من خلال آليات تتمثل في الإجراءات التي يتم اتخاذها من طرف البنك المركزي الذي يقوم بشراء سندات الخزنة والسندات التجارية ذات الاستحقاق طويل الأجل للتغيير في الواقع الاقتصادي ذلك من خلال الآليات التالية:¹

أ - شراء البنك الاحتياطي للأصول

يمكن للبنك المركزي أن يزيد الأموال من فراغ بطباعة النقود من خلال تكوين احتياطات بنكية في الميزانية العمومية فيستخدم البنك المركزي احتياطات بنكية جديدة لشراء سندات الخزنة طويلة الأجل في السوق المفتوحة من المؤسسات المالية الكبرى أو المتعاملين الأساسيين.

ب - دخول أموال جديدة للاقتصاد

نتيجة لهذه المعاملات تمتلك المؤسسات المالية المزيد من السيولة النقدية في حساباتها والتي يمكنها الاحتفاظ بها أو إقراضها للعملاء والشركات أو استخدامها لشراء أصول أخرى.

ج - زيادة السيولة في النظام المالي

يهدف ضخ الأموال في الاقتصاد الى منع حدوث مشاكل في النظام المالي مثل أزمة الائتمان عندما تنخفض القروض المتاحة أو تزداد معايير اقتراض الأموال بشكل كبير وهذا ما يضمن أن الأسواق المالية تعمل كالمعتاد.

د - انخفاض أكثر لأسعار الفائدة

مع القيام بشراء سندات الخزنة وأصول الدخل الثابت الأخرى، ترتفع أسعار السندات وتنخفض العائدات وتجعل أسعار الفائدة منخفضة واقتراض الأموال أرخص مما يشجع المستهلكين والشركات على الحصول على قروض مقابل سلع باهظة الثمن يمكن أن تساعد في تحفيز النشاط الاقتصادي.

¹Anna-Louise Jackson, Benjamin Curry -quantitative easing explained - الموقع الإلكتروني -
تاريخ الاطلاع 2021-09-24 -<https://www.forbes.com/advisor/investing/quantitative-easing-qe/>

هـ - تغيير المستثمرين لتخصيصات أصولهم

بالنظر الى العوائد المنخفضة على الأصول ذات الدخل الثابت فمن المرجح أن يستثمر المستثمرون في الأصول ذات العوائد المرتفعة مثل الأسهم لذلك وقد يشهد سوق الأسهم مكاسب أقوى بسبب التيسير الكمي.

و - الثقة في نمو الاقتصاد

التيسير الكمي يعمل بشكل أساسي عن طريق رفع أسعار الأصول بدءاً من السندات الحكومية ثم الانتشار عبر الاقتصاد الأوسع وهذا يعطي دفعة للأصول المصرفية والإقراض المصرفي المالي ويخلق تأثيراً إيجابياً للثروة، فعلى الرغم من اعتبارها على نطاق واسع بمثابة طباعة النقود إلا أن هذا ليس هو الحال فطباعة النقود مرتبط بشكل أكبر بتمويل الدين الحكومي بدلاً من التيسير الكمي الذي يضخ الأموال مباشرة في الاقتصاد لتحفيز الإنفاق¹.

ثالثاً: أساليب أخرى للتيسير الكمي

إضافة إلى الأدوات المتعارف عليها لسياسة التيسير الكمي هناك صيغ أو أشكال أخرى منها وهي:

أ - التيسير النوعي:

يعتبر التيسير النوعي أحد أنواع سياسة التيسير الكمي يركز أساساً على الأوراق المالية المتوفرة لدى البنك المركزي في أصول ميزانيته وتكون عوض التركيز على زيادة القاعدة النقدية، شراء سندات أو أسهم خاصة أو عمومية لدى مؤسسات مالية أو عن مؤسسات غير مالية حتى يؤدي إلى زيادة خصومه من خلال إصدار مزيد من السيولة².

ب - التيسير الائتماني:

التيسير الائتماني يتمثل في زيادة المعروض النقدي ليس فقط عن طريق شراء سندات الخزنة ولكن قبل كل شيء أصول القطاع الخاص على المدى الطويل لذلك فرغم وجود معدل سياسة

¹ - تاريخ النشر 2020-01-27 EconomicsOnline الموقع الإلكتروني https://www.economicsonline.co.uk/Global_economics/Quantitative_easing.html تاريخ الاطلاع 2021-09-24

² محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي - الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008 - مجلة دراسات اقتصادية - مجلد 6 - عدد 01 جوان 2019 - ص 213

قريب من الصفر و بفضل هذا النوع من التيسير النقدي يمكن للسياسة النقدية ان تستمر في خفض أسعار الفائدة المتوسطة وطويلة الأجل وربما تشجيع الاستثمار الخاص¹، حيث يقوم البنك المركزي بعملية شراء للأصول عالية المخاطر من السوق المالي والهدف من ذلك هو التأثير على أسعارها النسبية ولأجل توجيهها نحو سعر مرغوب ومحدد، ثم القيام بإعادة شراء السندات ذات آجال استحقاق طويل الأجل في مقابل بيع سندات قصيرة الأجل، ولا يتم ذلك عن طريق طبع النقود مثل ما يتم في حالة التيسير الكمي العادي، لكي يحتفظ البنك المركزي على حجم ميزانيته، كما يؤدي الرفع في سعر السندات السامة الى التحول لشراء سندات اخرى بدلا من المباعه للبنك المركزي فترتفع أسعارها وتنخفض العوائد ويزيد الطلب عليها وبالتالي تنشيط القطاعات الأخرى ويمكن البنوك التجارية من التخلص من تلك الاصول من موازنتها²،

ج - التيسير المستقبلي:

لنقادي مصيدة السيولة تقوم البنوك المركزية بإجراءات غير تقليدية وهي إجراءات استباقية مثل التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من خلال شراء أوراق طويلة الأجل تزامنا مع بيعه لأدوات مالية قصيرة الأجل بهدف خفض معدل الفائدة طويل الأجل وهو ما اصطلح عليه عملية TWIST³، وترتكز هذه الأداة بالعمل على إرسال إشارات تستهدف الأسواق المالية قصد إعلامهم بالوجهة المحتملة التي قد تسلكها معدلات الفائدة مستقبلا، وهذا ما تراه النظريات الاقتصادية المعاصرة بأن استباق المتعاملين خاصة المتعلقة بوجهة السياسة النقدية المستقبلية لها دور هام في تحديد أثر القرارات التي تتخذها السلطات النقدية على الاقتصاد، كما أن الطلب الكلي لا يعتمد على معدلات الفائدة السائدة فقط بل يعتمد كذلك على معدلات الفائدة المستقبلية طويلة الأجل، والتي بدورها تعتمد على معدلات الفائدة قصيرة الأجل⁴،

¹Kada AKACEM, Asma SELKA - Les Politiques Monétaires Dans Le Monde Avant Et Apres

La Crise Financière Et Economique Mondiale De 2008. - Recherches économiques et managériale – N° 18 –Décembre 2015- p 43

²العشي وليد "تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008" أطروحة دكتوراة- جامعة أحمد دراية - أدرار -2018- ص 149

³محمد الأمين، وليد طالب، نظيرة قلادي - الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008 - مجلة دراسات اقتصادية - المجلد 6، العدد 1 جوان 2019 ص 214

⁴صالح عيادي، عبد الواحد صرامة- التسييل الكمي كآلية للسياسة النقدية غير التقليدية وتداعيات اعتماده في الاقتصاد الجزائري- دراسة قياسية باستخدام نموذج ARD2 - مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد- مجلد 04-سنة 2019 ص 123

الفرع الثاني: تاريخ سياسة التيسير الكمي

شكلت الإجراءات غير التقليدية التي اتخذها بنك اليابان بين عامي 2001 و 2006 أول حالة تستعمل فيها أداة التيسير الكمي ثم تلتها بعد ذلك خلال الأزمة المالية عام 2008 بتطبيق أشكال مختلفة منها من طرف عدة بنوك مركزية عبر مختلف دول العالم على غرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) البنك المركزي الأوروبي (BCE) بنك إنجلترا (BOE)، بنك اليابان (BOJ) مرة أخرى، حيث يعتبر أداة متشابهة لأداة إصدار النقود، إلا أنها أكثر تطوراً منها في إجراءات تنفيذها، وهي تركز على عاملين أساسيين بتوفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد وزيادة احتياطات القطاع البنكي¹.

وتاريخياً، يعود أول ظهور لأداة أو سياسة التيسير الكمي إلى أزمة الكساد الكبير 1929 - 1932، حين تمّ تطبيقها لأول مرة سنة 1932 من قبل الرئيس الأمريكي روزفلت، وتمّ اللجوء إلى طبع كتلة نقدية بدون مقابل في جانب الخصوم من ميزانية الاحتياطي الفدرالي لأجل ضخها في الاقتصاد الأمريكي كإجراء من شأنه أن يحد من أزمة الذعر التي شهدتها المصارف الأمريكية من عمليات سحب للودائع من طرف الأعوان الاقتصاديين، إلا أنّ ما ميّز عملية التيسير الكمي في هاته الفترة أنّه تمّ تطبيقها لأول مرة في التاريخ الإنساني الاقتصادي دون أن تكون لها خلفية فكرية، أي دون أن تكون خاضعة لنظرية اقتصادية وقد جاءت في فترة التخلي عن النظام النقدي - الصرف بالذهب سنة 1932 والتحول نحو نظام الإصدار الحر الذي يستوجب غطاء الكتلة النقدية وليس الإصدار النقدي الورقي².

وترجع بدايات استخدام التيسير الكمي إلى تسعينات القرن الماضي للبنك المركزي الياباني نتيجة المشاكل التي تعرض لها الاقتصاد الياباني في تلك الفترة، وبعد أن شهد نمو غير اعتيادي في الثمانينيات في ارتفاع التضخم وأسعار العقارات وبدأ الاقتصاد الياباني مرحلة من الركود، وفي عام 1990 شهدت فقاعة اقتصادية أدت إلى انكماش وضعف في الاقتصاد، أدى إلى انخفاض أسعار السلع والعقارات ومؤشر الأسهم، ولمواجهة ذلك قام البنك المركزي بتخفيض معدل الفائدة

² محمد هاني، ميلود وعيل - سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية - دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر - مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات - مجلة 03 عدد 04 جوان 2018 ص 253

من 7 بالمئة الى أن وصل الى 1 بالمئة في نهاية التسعينات ومع ذلك لم يعرف تحسن واضح حيث لم يتجاوز التضخم 0,5 بالمئة والناتج المحلي 3 بالمئة، لذلك قام البنك المركزي الياباني عام 1999 بشراء الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل وبشكل واسع وأطلق على هذه العملية بالتيسير الكمي حيث كان الهدف منه هو التأثير على المتغيرات الكمية في الاقتصاد، وقد ساعدت هذه العملية على انتعاش الاقتصاد بين عامي 1999 و 2000 ما سمح للبنك المركزي الى رفع أسعار الفائدة ربع 4/1 نقطة مئوية عام 2000¹،

في الولايات المتحدة بدأت تجربة التيسير الكمي عقب الازمة المالية التي عرفتھا خلال سنة 2008 فكانت المرحلة الأولى في نوفمبر 2008 استمرت لمدة 17 شهراً، اشترى خلالها بنك الاحتياطي الفيدرالي ديون الهيئات الحكومية "فاني ماي" و"فريدي ماك" والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل لإزالة الأصول ذات الجودة المنخفضة من النظام المالي وتشجيع الإقراض في الاقتصاد، وفي المرحلة الثانية من البرنامج تم الإعلان عنها في نوفمبر 2010 استمرت حتى يونيو 2011 وواصل فيها عملية شراء الأصول التي بدأت في المرحلة الأولى، أما المرحلة الثالثة بدأت في سبتمبر 2012 تضمنت مشتريات شهرية مفتوحة الأجل بقيمة 85 مليار دولار أمريكي من السندات المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل، وتم خفض هذه المشتريات تدريجياً خلال الفترة من يناير 2014 حتى وصلت إلى نهايتها بعد اجتماع مجلس الاحتياطي الفيدرالي، وكنتيجة لهذه المراحل تضاعفت الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي من حوالي 1 ترليون دولار أمريكي في عام 2008 إلى ما يقارب 4,5 ترليون دولار أمريكي في أكتوبر 2014²،

أما في الاتحاد الأوروبي فبعد تردد منذ سنة 2009، أقر البنك المركزي الأوروبي أخيراً برنامجاً للتيسير الكمي لإخراج الاتحاد من الركود الاقتصادي بعد ارتفاع معدلات البطالة وانحصر النمو وهجرة الاستثمارات فقام هذا البرنامج على أساس شراء سندات حكومية وخاصة بقيمة 60 مليار يورو شهرياً من بداية شهر مارس 2015 إلى غاية سبتمبر 2016، وقد قدرت

¹عباس كاظم جاسم الداعي، بسمان كامل جواد - مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في الولايات المتحدة - مجلة الإدارة والاقتصاد- مجلد 6 عدد 21/ 2020- 08-12 ص 119

²حسين طيوب، فريد بن عبيد، إكرام حجاب - التيسير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية "حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا - مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة- (01)01 2020/ ص08

اجمالياً ب 1،1 ترليون دولار، وكان الهدف هو تحفيز النمو الاقتصادي في منطقة اليورو ومواجهة انخفاض التضخم الذي سجّل 0،2 خلال ديسمبر 2014 بضخ أموال مباشرة في خزائن حكومات منطقة اليورو بشراء سندات الديون لمساعدتها على زيادة الإنفاق، وكذلك بشراء سندات الشركات الرئيسية والمهمة لاقتصاداتها حتى تتمكن من الاستثمار وتمويل مشاريع جديدة أو توسيعها لكن الأهم هو توسيع الكتلة النقدية ما يعني انخفاض قيمة اليورو التي ستستعمل لاحقاً على زيادة تنافسية البضائع الأوروبية وبالتالي حجم الصادرات¹.

ومن جانبها كانت المملكة المتحدة قد بدأت برنامج التيسير الكمي في مارس 2009 بمشتريات بقيمة 200 مليار جنيه استرليني موزعة وتبعتها جولات أخرى من المشتريات في أكتوبر 2011 (75 مليار جنيه استرليني)، فبراير 2012 (50 مليار جنيه استرليني)، ويوليو 2012 (50 مليار جنيه استرليني)².

فمنذ بداية الأزمة العالمية مرت الحوافز النقدية غير التقليدية في المملكة المتحدة بثلاث مراحل رئيسية، فأولاً: سعت برامج التيسير الكمي واسعة النطاق بين عامي 2009 و 2012 الى وقف الركود ودعم الإنعاش الاقتصادي، ثم أوضحت الإعلانات التوجيهية المستقبلية في عامي 2013 و 2014 نية بنك إنجلترا عدم رفع سعر الفائدة، ثم حدثت جولة إضافية من التيسير الكمي عندما صوتت المملكة المتحدة بمغادرة الاتحاد الأوروبي في عام 2016³.

الفرع الثالث: قنوات انتقال أثر التيسير الكمي

ينتقل أثر سياسة التيسير الكمي الى الاقتصاد الحقيقي عبر عدّة قنوات، تتمثل أهمها في:

¹ علي صاري المرجع السابق ص 172

² - Chris Martin - A very large gamble: evidence on Quantitative Easing in the US and UK - An IPR Policy Brief reviewing the impact of Quantitative Easing on financial markets - Institute for Policy Research - Department of Economics, University of Bath - UK <https://www.bath.ac.uk/publications/a-very-large-gamble-evidence-on-quantitative-easing-in-the-us-and-uk/> الموقع الالكتروني تاريخ الاطلاع

2021-10-02

³ Giovanni Dell'Ariccia, Pau Rabanal, Damiano Sandri مرجع سابق ص 13-12

أولاً- قناة الإشارة:

تؤثر هذه القناة على جميع أسعار الفائدة في سوق السندات بوجود تأثيرات تعتمد على استحقاق السندات، حيث من المتوقع أن تؤثر أسعار الفائدة المنخفضة في المستقبل من خلال فرضية التوقعات على جميع أسعار الفائدة¹، كما تتضمن هذه القناة أي شيء ينقله الوكلاء الاقتصاديون حول المسار المحتمل للسياسة النقدية المستقبلية من شراء الأصول، فعلى سبيل المثال، ربما تؤدي عمليات شراء الأصول إلى توقع المشاركين في السوق إلى أن تظل أسعار الفائدة منخفضة لفترة أطول من غير ذلك، من خلال الإشارة إلى تصميم لجنة السياسة النقدية على تحقيق هدف التضخم²، ويتم قناة الإشارة بالتوقعات بشأن الإجراءات المستقبلية للبنك المركزي، وتتوقع أن عوائد السندات طويلة الأجل ستخفض في حالة النظر إلى السياسة النقدية غير التقليدية على أنها التزام موثوق به، فقد يشير الشراء الكبير للأصول طويلة الأجل إلى هذا الالتزام، حيث أن الزيادة المستقبلية في أسعار الفائدة قد تعني خسائر للبنك المركزي³.

ثانياً- قناة الثقة:

يمكن للسياسات النقدية غير التقليدية أن تؤثر أيضاً على تدفقات رؤوس الأموال إلى أسواق البلدان الناشئة عبر ما يعرف بقناة الثقة، فهذه القناة تلتقط معلومات حول معدلات السياسة المتوقعة للبنك المركزي ويشار إليها أيضاً بقناة الإشارات، فعمليات التيسير الكمي تلعب دوراً في الإشارة، بمعنى أنها تعمل كمؤشر أكثر موثوقية لالتزام السلطات النقدية، كالحفاظ على أسعار الفائدة منخفضة في المستقبل.

كما يلاحظ أيضاً أنه بالإضافة إلى الإشارة إلى معدلات السياسة المنخفضة لسعر الفائدة في المستقبل، تساهم عمليات التيسير الكمي في الحد من تقلبات السوق وبالتالي عدم اليقين

¹Arvind krishnamurthy, annettevissing-jorgensen -The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy - Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011-218

²Michael Joyce -The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact -Bank of England Quarterly Bulletin- Quarterly Bulletin 2011 Q3 – p 201

¹⁸⁹Maria Demertzis and Guntram B. Wolf - What impact does the ECB's quantitative easing policy have on bank profitability? -BruegelPolicy Contribution- Issue n°20- 2016- Brussels p 13

الاقتصادي، فمعدلات السياسة المستقرة وتقليل تقلبات الأسواق وتقليل عدم اليقين كلها عوامل تساهم في تعزيز أنشطة الاستثمار بما في ذلك الأنشطة في البلدان النامية¹،

ثالثاً - قناة الإقراض البنكي:

نظراً لكون البنوك التجارية تحتفظ بمستويات أعلى بكثير من احتياطات البنك المركزي نتيجة للتسهيل الكمي، فمن المحتمل أن السيولة الإضافية وتكلفة التمويل المنخفضة ستشجع البنوك على زيادة إقراضها للاقتصاد الحقيقي مما يخلق انتماءاً لمعاملات الناتج المحلي الإجمالي الجديدة²، فإذا سمحت أساليب التيسير الكمي للبنك المركزي بشراء الأصول من غير البنوك بشكل مباشر أو غير مباشر، فستحسن قناة الإقراض المصرفي في الواقع وسيشهد القطاع المصرفي ارتفاعاً في احتياطياته في البنك المركزي يقابله ارتفاع مقابل في الودائع وفي الوقت نفسه إذا أصبحت الأصول غير المصرفية أكثر سيولة، فقد يشجع ذلك البنوك على منح قروض جديدة أكثر مما كانت ستفعله في غياب التيسير الكمي³.

رابعاً - قناة موازنة المحفظة:

من خلال التيسير الكمي يشتري البنك المركزي الأصول ذات آجال استحقاق أطول مثل السندات الحكومية والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، وتؤدي عمليات الاستحواذ هذه إلى انخفاض المعروض من هذه الأصول لمستثمري القطاع الخاص مما يؤدي إلى انخفاض أقساط التأمين لأجل، فيؤدي هذا بدوره إلى زيادة الطلب على الأصول ذات المخاطر العالية مثل تلك الموجودة في اقتصاديات الدول الناشئة والتي يلجأ إليها المستثمرون بحثاً عن عائد أفضل كاستثمار بديل، وبالتالي تؤدي عمليات إعادة التوازن هذه إلى انخفاض علاوة المخاطر وتدفع أسعار الأصول إلى الارتفاع وتنخفض عوائد الأدوات المالية في اقتصادات الأسواق الناشئة مما يؤدي إلى تسهيل أوضاعها المالية⁴، فالهدف هو أن يتحول المستثمرون بدلاً من ذلك إلى

¹MalindiMsoni - The Impact of Quantitative Easing on Capital Flows to the BRICS Economies - university of the western cape-juin 2018- p11

²Giovanni Bernardo, Josh Ryan-Collins and Richard A. Werner - UK QE reconsidered: the real economy effects of monetary policy in the UK, 1990-2012 – an empirical analysis - Centre for Banking, Finance and Sustainable Development-university of Southampton- 1 July 2013 p05

³Christophe blot et autre - the quantitative easing experience :worth a try - ofce briefing paper- n 10 / 27-04-2015 p 05

⁴Robert Lavigne, Subrata Sarker et Garima Vasishtha - Assouplissement quantitatif et effets de débordement sur les marchés émergents - Revue de la Banque du Canada • automne 2014 p 28

أصول الشركات، السندات أو الأسهم ليدعم الشركات العاملة في الاقتصاد الحقيقي، ومع ذلك فإنّ المستثمرين لديهم خيارات أخرى فقد يختارون التحول الى سندات حكومية أجنبية بدلا من ذلك ليتمكنهم ببساطة من شراء الأوراق المالية للشركات من مستثمرين آخرين بدلا من الأوراق المالية الصادرة حديثا من الشركات فقط في الحالة الأخيرة المعروفة باسم السوق الأولية، وستتلقى الشركات المزيد من الأموال، وهذا ليس سوى جزء ضئيل من إجمالي حجم التداول لأسواق رأس المال، كما قد يختارون الاستثمار في المشتقات القائمة على السلع، مثل النفط أو الغذاء، مما له من تأثير في تضخم أسعار هذه الأصول، وقد يختارون في النهاية الاحتفاظ بالودائع، وفي هذه الحالة لن يكون للتيسير الكمي مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي على الإطلاق¹،

هذه القناة تعمل من خلال حقيقة أنّ البنوك تشتري في الغالب الأصول قصيرة الأجل التي تحتفظ بها مؤسسات الإقراض، فيؤدي هذا الى ارتفاع أسعار هذه الأصول وخفض عوائدها منذ انخفاض العوائد قصيرة الأجل، فيشجع المستثمرين على البحث عن عوائد أعلى في مكان آخر، ويتم ذلك من خلال شراء الأصول ذات المخاطر العالية التي انخفضت أسعارها بسبب الركود، فالصعود الجديد لهذه الأصول الأكثر خطورة برفع الأسعار يجعل الأفراد أكثر شراء، مما يؤدي الى زيادة الطلب الكلي، وبالإضافة الى ذلك ومن خلال هذه القناة يخفض التيسير الكمي أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل، كما يخفض تكاليف الإقراض للشركات ويجعلها أكثر استعدادا للإنفاق على الاستثمارات والأجور مرة أخرى ويعمل هذا على زيادة الإنفاق ودخل الأفراد، لذلك تعتبر هذه القناة الأهم بالنسبة لسياسة التيسير الكمي الذي يؤثر مباشرة على أسعار الأصول التي هي آلية هذه القناة²،

خامسا - قناة سعر الصرف:

يمكن أن تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على أسعار صرف العملات، حيث كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة عندما تمّ تطبيقها وبالأخص العملية التي أطلقها

¹Giovanni Bernardo, Josh Ryan- Collins and Richard A. Werner ص 04 مرجع سابق

²Eric Huang , matthieu laurin- Evaluation and comparison of the quantitative easing programs of the US and UK :Macroeconomic and currency market effect - Western Undergraduate Economics Review – western social science -2017 p 47

البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لدعم الاقتصاد الأمريكي خلال سنة 2008، فكانت نتيجتها عملية ضخمة لبيع السندات وحركية كبيرة لرؤوس الأموال شهدتها مختلف دول العالم تسبب في تدفق هائل للدولار رغبة في الاستفادة من معدلات نمو مرتفعة وسرعة دوران رأس المال خاصة في الاقتصاديات الناشئة، ساهم في بيع عملاتها مقابل الدولار وزيادة الطلب عليها في سوق الصرف أدى الى ارتفاع قيمتها مقابل الدولار، وهذا ما وضع صادرات الدول الناشئة في وضعة تنافسية ضعيفة¹، ونتيجة قيام البنوك المركزية بشراء الأوراق المالية تنخفض عوائدها وهذا ما يدفع المستثمرين للتحويل الى الأوراق المالية الأجنبية التي تحقق عائد أعلى مما يؤدي الى زيادة الطلب على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية للبلد، وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية وتحسن القدرة التنافسية²،

سادسا - قناة السيولة:

من المحتمل أن يتم تحديد أهمية قناة السيولة لفئة أمان معينة من خلال عدة عوامل، فيجب أن يكون تأثيره مرتبطا بشكل ايجابي بالمبلغ الذي تم شراؤه بالنسبة لإجمالي القيمة السوقية لفئة الأوراق المالية، كما يمكن أن تلعب كثافة عمليات الشراء بطول الوقت المستغرق لشراء مبلغ معين دورا هاما أيضا بزيادة قدرة برنامج التيسير الكمي على امتصاص صدمات السيولة السلبية التي تجبر مالكي الأوراق المالية المستهدفة على البيع وممارسة ضغط على أسعار الأوراق المالية، ونتيجة لذلك يجب أن يكون لتخفيض أقساط السيولة علاقة ايجابية مع وتيرة الشراء، علاوة على ذلك يجب ان يكون لحجم أقساط السيولة في فئات الأوراق المالية المستهدفة أهمية، نظرا لكونه ينظر الى هذه الأقساط على نطاق واسع على أنها صغيرة في سوق سندات الخزنة، وما يتعلق بالتأثير الديناميكي لقناة السيولة فبالنظر الى أن أقساط السيولة تعكس مخاوف بأن قيمة إعادة البيع المستقبلية لأوراق المالية عن المرجح قد يتضاءل تأثيرها بعض الوقت قبل جدولة عملية الشراء، من حيث المبدأ، على الرغم من ذلك يمكن أن يمتد تأثيره الى ما بعد تشغيل برنامج التيسير الكمي، فإذا أدرك المستثمرون أن تطورات الأسعار غير المرغوب فيها

¹ العشي وليد، صديقي أحمد - تجربة التيسير الكمي في الجزائر - مجلة اقتصاديات المال والاعمال العدد 06- جوان 2018 ص 256

² هدى هدياء يونس، ماجدة مدوخ- أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر - مجلة أفاق علمية مجلد 11- عدد 02 - سنة 2019 ص 339

في الأوراق المالية المستهدفة ستجعل البنك المركزي يعود الى السوق، ومع ذلك فمن الواضح أنه يمكن توقع أن تكون تأثيرات السيولة اقوى عندما يتم الالتزام ببرنامج التيسير الكمي وتشغيله لذلك فمن اجل وجود قناة السيولة وتأثيرات السيولة المرتبطة بها لا توجد حاجة الى تأثيرات على رصيد المحفظة فقط، فاحتكاكات السوق المالية مطلوبة في النهاية وقد يكون وجود قناة السيولة واهميتها مرتبطا بنظريات حدود موازنة راس المال مع صانعي السوق والمراجعة¹، فاستراتيجية التيسير الكمي تتضمن شراء الأوراق المالية طويلة الأجل والدفع عن طريق زيادة أرصدة الاحتياطي وهي أصول أكثر سيولة من الأوراق المالية طويلة الأجل، وبالتالي يزيد من السيولة في أيدي المستثمرين ويقلل من علاوة السيولة على السندات الأكثر سيولة، ومن المهم التأكيد على أن هذه القناة تعني زيادة في عوائد سندات الخزنة أي انه من الشائع ان سندات الخزنة تحمل علاوة على أسعار السيولة وأن هذه العلاوة كانت مرتفعة خلال فترات الأزمة الشديدة بشكل خاص ويمكن التوقع بأن يؤدي التوسع في السيولة الى تقليل علاوة السيولة هذه وزيادة العوائد وبالتالي تتنبأ هذه القناة بأن التيسير الكمي يرفع عوائد الأصول الأكثر سيولة مثل سندات الخزنة مقارنة بالأصول الأخرى الأقل سيولة².

سابعا - قناة التحذير:

هذه القناة تشير الى ضرورة تغطية الاقتصاد الحقيقي مستقبلا بكمية النقود المطبوعة في الاقتصاد الحالي، أي أنه من المتوقع لسياسة التيسير الكمي أن تكون فاعلة في الاقتصاد مستقبلا بحيث تؤثر بشكل ايجابي وبالشكل المطلوب، أي يجب على سياسة التيسير الكمي أن تخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، وزيادة شراء الأصول طويلة الأجل، مما يدفع بأسعار الفائدة الى الانخفاض، أي يجب أن تكون هذه السياسة فعالة على المدى البعيد ما يؤثر على الاقتصاد الحقيقي مستقبلا وهكذا يكون البنك المركزي قد قام بدوره بفعالية³.

¹Jens H. E. Christensen, James M. Gillan -Does Quantitative Easing Affect Market Liquidity- Federal Reserve Bank of San Francisco - Working Paper 2013/26 - december 2019 p 6

²Arvind krishnamurthy, Annette vising-jorgensen - p 6 مرجع سابق

³ بوجلال رياض، كمال ديب- التيسير الكمي كآلية لتمويل العجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر - مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية - مجلد 12 - عدد 01 - 2019 ص 251

الفرع الرابع: أهداف ودوافع سياسة التيسير الكمي

إن العمل بسياسة التيسير الكمي يكون من أجل تحقيق أهداف محددة من خلال التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية، وتتمثل أهم هذه الأهداف فيما يلي:

أولاً- الرفع في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:

يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تقادي عائق تجميد نسب الفائدة ، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين على أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة مباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية فإن عدم الاستقرار على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعد لضخ الأموال بكميات غير محدودة ، حيث أنه في بعض الأحيان يمكن لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق اذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود، لذلك يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية¹.

وفي هذا السياق أشار **باي مينغ** الباحث بمعهد التعاون الاقتصادي والتجاري الدولي التابع لوزارة التجارة الصينية، بأن سياسة التيسير الكمي التي اعتمدتها بعض الدول مؤخراً تهدف في أساسها الى إنعاش الاقتصاد الداخلي لكنه أوضح أن سير مزيد من الدول على طريق تطبيق السياسات نفسها يؤدي الى المنافسة على خفض قيمة العملات، وعليه فإن التيسير الكمي هو عملية خلق النقود من فراغ واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية التي من المفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان وهو ما يؤدي الى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة ويعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي².

¹ عمر عيو، كمال قسول - دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد - عرض تجارب دولية - مجلة الرياض للشؤون الاقتصادية - مجلد 05 - عدد 01 - جانفي 2019 ص 251

² علي صاري - السياسة النقدية غير التقليدية - الادوات والاهداف - المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية - عدد 04 - سنة 2013 ص 66

ثانيا - زيادة إجمالي الطلب والاستهلاك

يفترض أن مشتريات الأصول تؤثر على إجمالي الطلب والاستهلاك عبر عدد من القنوات¹:

أ- يمكن أن تقلل مشتريات الأوراق المالية طويلة الأجل وفي المدى الطويل من منحى العائد مما يتسبب في إعادة توازن محافظهم الاستثمارية عن طريق شراء الأصول بمدة أطول أو مخاطر ائتمانية أعلى، فيؤدي الارتفاع الناتج في أسعار الأصول الى تسهيل ظروف الائتمان وتحقيق مكاسب رأسمالية للأسر التي يفترض أنها تستهلك جزءا من الزيادة في الثروة.

ب - يلتزم البنك المركزي بحافز نقدي يزعم أنه يخفض أسعار الفائدة المتوقعة قصيرة وطويلة الأجل مع تقليل عدم اليقين وزيادة الثقة وتقليل أنماط المخاطر.

ج - من خلال قناة التمويل والإقراض المصرفي، فإن زيادة الودائع والاحتياطيات المصرفية الناتجة عن شراء الأصول من المؤسسات غير المصرفية ستزيد من توافر الائتمان المصرفي، وهكذا تكون البنوك أكثر استعداد للإقراض.

ثالثا- الرفع من قيمة التضخم:

تم تصميم برنامج التسيير الكمي لمعالجة المشاكل التي حدثت بعد فشل الممارسات المصرفية التقليدية في منع الركود، ويتمثل الهدف الرئيسي للتسيير الكمي في زيادة التضخم لتجنب الانكماش، وتعديلات أسعار الفائدة وهي واحدة من الأدوات الرئيسية التي تستخدمها البنوك المركزية للحفاظ على معدل التضخم تحت السيطرة ، فعندما يتباطأ الاقتراض والنشاط المالي يمكن للبنك المركزي في أي بلد تخفيض سعر الفائدة ما يجعل البنوك قادرة على تقديم قروض بأسعار معقولة، وعلى النقيض من ذلك، عندما تكون الأشياء حرة بعض الشيء حيث يقترب الإنفاق والائتمان من مستويات محفوفة بالمخاطر قد يكون سعر الفائدة الأعلى بمثابة بوابة توقف الى حد ما².

¹Timothy Sharpe ,Martin Watts - Unconventional Monetary Policy in the UK: A Modern Money Critique -Economic Issues - Vol. 18 - Part 2 - 2013 p 43

²ما هو التسيير الكمي الموقع الالكتروني للعربية <https://www.alarabiya.net/aswag/economic-terms> تاريخ النشر 2020-07-23 - تاريخ الاطلاع 2021-09-25

لذلك طُبقت سياسة التسيير الكمي في اليابان وهذا بعد حالة الانكماش التي عرفها الاقتصاد الياباني سنة 1990، حيث أن السياسات النقدية التقليدية والمتفق عليها عموماً تركز على أسعار الفائدة قصيرة الأجل، والتي تطبق عن طريق سياسة السوق المفتوحة بشراء وبيع السندات المصرفية أو عن طريق الاحتياطي لدى البنك المركزي، هذا في الحالات العادية، بينما في حالة عدم نجاحها في حل الأزمات لا بد من البحث عن سياسات جديدة تعتبر أكثر نجاعة كسياسة التسيير الكمي، وتتمثل تجربة البنك الياباني في تطبيق هذه السياسة في بيع السندات الحكومية للقطاع المالي بما فيها القطاع المصرفي لزيادة الاحتياطي وبالتالي الرفع من القروض المقدمة للاقتصاد الحقيقي مما يزيد من السيولة فتخفيف حدة الانكماش¹.

المطلب الثاني: سعر الفائدة السلبي

تعتبر أداة سعر الفائدة السلبي إحدى أهم الأدوات الحديثة وغير التقليدية للسياسة النقدية والتي انتشرت في عدة بلدان متقدمة عرفت أزمات اقتصادية من ركود وانكماش اقتصادي،

الفرع الأول: مفاهيم حول سياسة سعر الفائدة السلبي

في نظر غير المختصين ليس من المنطق في عالم اليوم الحصول على قرض دون أن يدفع للبنك المقرض فائدة محددة، وعكس المتعارف عليه تأتي هذه السياسة سياسة سعر الفائدة السلبي كأداة تختص بها البنوك المركزية،

أولاً- مفهوم سعر الفائدة السلبي:

- يعتبر معدل الفائدة السلبي معدل يتم التعامل به ما بين البنوك التجارية والبنوك المركزية، حيث أن البنوك تقترض أموالاً ولا تقوم بدفع فائدة للمؤسسة المقرضة وإنما ستحصل على فائدة، هذا الأمر يبدو غريباً نوعاً ما بالمقابل ستضطر البنوك التي تقوم بإيداع أموالها سواء لدى البنوك التجارية الأخرى أو لدى البنك المركزي بدفع نسبة فائدة مقابل ذلك، في حين لا تطبق هذه الفائدة السلبية في التعاملات التي تتم بين الأفراد مع البنوك التجارية بل الأفراد المودعين سيحصلون على عائد من البنك².

¹ مطاي عبد القادر، راشدي فتحة - سياسة التسيير الكمي كاستلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الازمات - تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية - مجلة روى اقتصادية - جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي العدد 11 - ديسمبر 2016 ص 13

ص 122²

خليل عبد القادر، بن عروس رضوان - سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة سياسة النقدية - تجارب بعض الدول

- سياسة سعر الفائدة السلبية (NIRP) هي أداة لسياسة نقدية غير تقليدية تتم بتحديد أسعار الفائدة الاسمية المستهدفة بقيمة سالبة، أقل من الحد الأدنى النظري وهو صفر بالمئة، وفي هذه الحالة سيتعين على المودعين دفع أموال لإيداع أموالهم في مؤسسة مالية، وبشكل عام يتم استخدامه في المواقف الانكماشية الشديدة حين يصبح تعزيز الطلب الكلي أمرا صعبا بسبب السياسة المالية و أدوات السياسة النقدية التقليدية، فالبنوك المركزية تحتفظ بأموال البنوك التجارية عندما يكون هناك طلب أقل على القروض، وتقوم البنوك بتخزين أموالها الزائدة لدى البنك المركزي الذي تولد منه دخل فائدة و يعني NIRP أنه عندما يتم خفض سعر الفائدة إلى ما دون الصفر فإن البنوك المركزية ستفرض رسوما على البنوك التجارية لإيداعها أموالها لديها¹.

- تعتبر أسعار الفائدة السلبية أداة غير تقليدية للسياسة النقدية وتبدو مخالفة للحس، حيث تفرض البنوك المركزية مقياسا صارما لمعدلات الفائدة السلبية عندما تخشى أن تنزلق اقتصاداتها الوطنية إلى دوامة انكماشية لا يوجد فيها إنفاق، وبالتالي تنخفض الأسعار وتندعم الأرباح ويقل النمو، فمع أسعار الفائدة السلبية ينتج عن النقد المودع في أحد البنوك رسوم

خلال فترات الانكماش تكون الأموال لدى الأفراد والشركات مخزنة بدلا من استغلالها في الإنفاق والاستثمار، والنتيجة هي انهيار الطلب الكلي، مما يؤدي الى مزيد من الانخفاض في الأسعار وتباطؤ وتوقف الإنتاج الحقيقي وزيادة البطالة، وعادة ما تستعمل سياسة نقدية فضفاضة أو توسعية للتعامل مع هذا الركود ومع ذلك إذا كانت قوى الانكماش قوية بما فيه الكفاية فإن مجرد خفض سعر الفائدة للبنك المركزي الى الصفر قد لا يكون كافيا لتحفيز الاقتراض والإقراض، ويمكن اعتبار أسعار الفائدة السلبية محاولة أخيرة لتعزيز النمو الاقتصادي في الأساس، ويتم تطبيقه عندما تكون أي سياسة أخرى غير فعالة أو ربما تكون قد فشلت،

ج . تقليل التكاليف:

يؤدي استهداف أسعار الفائدة الى ما دون الصفر الى تقليل تكاليف الاقتراض للشركات والأسر، وبالتالي الى زيادة الطلب على القروض وتحفيز الاستثمار والإنفاق الاستهلاكي، فقد تختار بنوك التجارية استيعاب التكاليف المرتبطة بأسعار الفائدة السلبية عن طريق دفعها مما

¹DevrajPatil ,NityaChutani – NEGATIVE INTEREST RATE POLICY – GOKHALE INSTITUTE OF POLITICS AND ECONOMICS- conference paper
October 2017 – p 03

سيؤثر سلباً على الأرباح بدلاً من تحويل التكاليف إلى صغار المودعين خشية أن يضطروا بخلاف ذلك إلى تحويل ودائعهم إلى نقد.

ثالثاً - تاريخ سياسة سعر الفائدة السلبي:

باعتبار أن سياسة سعر الفائدة السلبي من الأدوات الحديثة التي لجأت إليها بعض الدول لمواجهة أزماتها الاقتصادية، وإن ثبت تاريخياً انتهاجها من قبل خلال المنتصف الثاني من القرن الماضي، إلا أن الأهداف كانت مختلفة عن الأهداف التي انتهجت من أجلها في التاريخ المعاصر.

وتعتبر حكومة سويسرا أول من لجأت إلى فرض سعر فائدة سلبي، تم ذلك خلال الفترة الممتدة بين عامي 1972 إلى غاية 1978، هدفها هو المساعدة على استقرار الاقتصاد والحد من ارتفاع قيمة عملتها المحلية بشكل كبير خاصة من جانب المستثمرين الأجانب، لأن ارتفاع قيمة العملة ليس بالأمر الجيد بالنسبة للاقتصاد المحلي¹.

وقد توالى بعد ذلك وخاصة بعد الأزمة العالمية 2008 تطبيق هذه السياسة من طرف العديد من البنوك المركزية ولأهداف مختلفة²:

- بين جويلية 2009 وسبتمبر 2010 اتخذ البنك المركزي السويدي Riksbank قراراً من خلال تثبيت معدل الفائدة على الودائع عند 0،-، 25 وتكرار هذه التجربة منذ جويلية 2014 وزادت في فيفري 2015 بقرار تحديد قيمة سلبية للسعر الأساسي لأدنى معدل للسياسة النقدية والمعدل المستهدف عند 0،-، 5%؛

- كانت الدنمارك أيضاً من الأوائل التي خفضت معدل الفائدة على الودائع إلى ما دون الصفر في جويلية 2012 وعاد بعد ذلك المعدل إلى إيجابي لفترة قصيرة بين أبريل وسبتمبر 2014 بعد نقطة منخفضة بلغت 0،-، 75% ليعود معدل الفائدة على الودائع في يوليو 2016 عند -0،15.

¹ Yuanxin (Amy) Yang Alcocer -Negative Interest Rates: Definition & History - الموقع الإلكتروني <https://study.com/academy/lesson/negative-interest-rates-definition-history.html#>
تاريخ الاطلاع 2021-11-27

² Christophe Blot • Paul Hubert - CAUSES ET CONSÉQUENCES DES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS - Revue de l'OFCE, 148 (2016) p 221

- خلال سنة 2014 كان البنك الوطني السويسري هو أيضا قرر بدوره تحديد معدل سلبي على بعض الودائع ثم تلاه في عام 2015 البنك المركزي النرويجي.
- وفي يناير 2016 اتخذ بنك اليابان أيضا هذه الخطوة بتطبيق سعر سلبي بنسبة 0-، 1% على بعض الاحتياطات التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنك المركزي.

الفرع الثاني: قنوات انتقال أثر سياسة سعر الفائدة السلبي

ينتقل أثر سياسة سعر الفائدة السلبي إلى الاقتصاد الحقيقي عبر عدة قنوات يتم من خلالها التأثير في النشاط الاقتصادي وبالتالي تحقيق الأهداف الاقتصادية التي تسعى السلطات النقدية تحقيقها، ومن أهم هذه القنوات:

أولاً- قناة توازن المحفظة الاستثمارية

تقوم هذه الأداة على فرضية أن الأدوات المالية ليست بديلة لبعضها البعض بشكل مطلق في محافظ المستثمرين، وبالتالي فإن التغيرات في صافي العرض المتاح من هذه الأدوات للمستثمرين يؤثر على معدل العائد الذي تحققه وكذلك على تلك الأدوات المالية البديلة لها¹. وتؤدي سياسة سعر الفائدة السلبي إلى انخفاض عائدات السندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وفي مثل هذا السيناريو يلجأ المستثمرون إلى أصول الأسواق الناشئة المماثلة للحصول على عوائد أعلى حسب المخاطر، والبحث عن عائد يعزز تدفقات رأس المال ومعدلات أسعار الأصول في الاقتصادات الناشئة، وتشكل ضغوط تصاعدية على عملاتها، ما قد يؤدي إلى تخفيف ظروف السيولة أيضا إلى الضغط التضخمي².

لذلك يمكن أن تؤثر سياسة سعر الفائدة السلبي في إعادة توازن المحفظة من خلال ما يلي³:

أ- الأسهم: في حالة ما إذا رأت دولة ما أن اقتصادها يعاني من حالة ركود فإنه باستطاعتها العمل على معالجة هذا المشكل من خلال قيام البنك المركزي بممارسة دوره بفرض فائدة سالبة

ص 123

مرجع سابق

خليل عبد القادر، بن عروس رضوان

² Anand, Abhishek and Chakraborty, LekhaS -Impact of Negative Interest Rate policy on Emerging Asian markets: An Empirical Investigation "Munich Personal RePEc Archive -Harvard, NIPFP -2019 p 14

علي صاري- آليات تبليغ السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة " مجلة دراسات العدد الاقتصادي -جامعة الاغواط - المجلد 11- العدد01 - جانفي 2020 ص 86³

على البنوك مقابل احتفاظها بالأموال، وهذا الإجراء سيؤدي إلى جعل الكفاية الحدية لرأس المال أعلى ما يمكن، كما يؤدي أيضا إلى عقاب المدخرين أفرادا أو مصارف لعدم توظيف أموالهم في النشاط الاقتصادي وهذا سيجبر المدخرين إلى استئجار أموالهم وتوظيفها في النشاط الاقتصادي كأسهم الشركات للحصول على أرباح و فوائد والتخلص من تكاليف الادخار الذي قد ينتج عن الفائدة السلبية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العمل و الزيادة في إنتاج السلع والخدمات وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي.

ب- **السندات:** إن معدلات الفائدة السالبة في الأوقات العادية، هي مؤشر على قلق محافظي البنوك المركزية بشأن تباطؤ النمو الاقتصادي وخوف أكبر من الانكماش، وتميل أسعار السندات الحكومية إلى الارتفاع في بعض الأوقات التي تسود فيها معدلات الفائدة السالبة بينما تنخفض عوائدها.

ج- **العقار:** حيث يتعين على المستثمرين التطلع إلى السوق العقاري خلال الفترات التي تسود فيها معدلات الفائدة السلبية، و بما أن معظم المستثمرين ينشطون بالفعل في سوقي الأسهم والسندات، فإن البحث عن فئة الأصول الأخرى التي يمكن أن تحقق لهم عوائد لا يكمن أن تكون جيدة بمقدار قطاع العقارات، فهذه المنهجية تهدف الى دفع المستثمرين خارج سوق الأسهم والسندات، فمن المرجح أن يستفيد المستثمرون و المروجون للاستثمارات العقارية بشكل كبير في قطاع الاستثمار العقاري، إذ أن معدلات الفائدة السلبية ستقلص بالتأكيد من حجم العوائد الموعودة، و لكن تحقيق عائد مزدوج قد يكون ممكنا في القطاع العقاري.

ثانيا - قناة الإقراض:

تعمل سياسة أسعار الفائدة السلبية على الحد من قدرة البنوك لتميرير أسعار فائدة أقل إلى المقترضين، وبالتالي قد تقلل من فعالية قناة أسعار الفائدة، فهذه السياسة قد تعمل على تضخيم قناة الإقراض المصرفي من خلال زيادة تكلفة الاحتفاظ بالأوراق المالية ذات العائد المرتفع، وخاصة بالنسبة للبنوك التي تتمتع بحصة كبيرة من تمويل الودائع بالتجزئة في ميزانياتها العمومية. فتدابير السياسة النقدية التوسعية تزيد من رغبة البنوك في تقديم القروض وتدعم فكرة أن قناة الإقراض المصرفي سليمة في ظل سياسة أسعار الفائدة السلبية، حيث يزعم آخرون أن

قناة الإقراض المصرفي أقل فعالية في بيئة أسعار فائدة منخفضة في حين من المفترض أنها تتعزز من خلال سياسة أسعار الفائدة السلبية لسببين، أولاً قد تحفز الرسوم المفروضة على أسعار الفائدة المنخفضة البنوك لتمديد المزيد من القروض في محاولة لتقليص حيازتها الاحتياطية، وبالتالي تجنبها، وثانياً من منظور المودعين قد يؤدي الحد الأدنى على أسعار الودائع إلى انخفاض التكلفة البديلة للاحتفاظ بالودائع ويزيد الطلب عليها قد تستجيب لها البنوك للزيادة في تمويل الودائع بإصدار المزيد من القروض¹،

كما انه من المتوقع أن تؤثر السياسة النقدية على مقدار الائتمان المتاح للأسر و الشركات عن طريق تغيير في قسط التمويل الخارجي (قناة الميزانية العمومية أو قناة الائتمان الواسعة) وعن طريق تغير حوافز البنوك لتقديم القروض (قناة الإقراض المصرفي أو قناة الائتمان الضيقة)، وتشمل قناة الائتمان آلية التضخيم جنباً إلى جنب مع قناة سعر الفائدة، فيرتقي سعر الفائدة السلبي إلى ضريبة على اكتناز السيولة من قبل البنوك والتي ينبغي أن تشجعها على استخدام الاحتياطات الفائضة لزيادة الإقراض، ومع ذلك يكون هناك موضوع التأثير السلبي على نمو الائتمان إذا فرضت البنوك معدلات إقراض أعلى لتغطية الخسائر المحتملة والمرتبطة بأسعار الفائدة السلبية أو إذا أدى انخفاض وتقليص قاعدة رأس المال إلى أكثر إحكاماً على الإقراض²، كما يفترض أن يؤدي تخفيض أسعار الفائدة إلى خفض معدلات السوق الخاصة وتحديد معدلات قروض التجزئة والودائع على الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي من المتوقع بدورها أن تحفز نمو الائتمان.

كما ان معظم الأبحاث حتى وقتنا الحالي وجدت أن سياسة معدلات الفائدة السلبية قد تم نقلها إلى معدلات السوق الخاصة بالطريقة المتوقعة على الرغم من أن تخفيض معدلات السوق الخاصة أقل وضوحاً قليلاً من الانخفاض الملحوظ عند خفض معدلات السياسة ضمن المنطقة الإيجابية على وجه التحديد، كما يبدو أن هناك عدم تناسق بين تعديلات سعر الإقراض وتعديلات سعر القرض، في حين أن معدلات الاقراض انخفضت بشكل عام، فقد وجد أن بعض

¹Selva Demiralp, Jens Eisenschmidt, Thomas Vlassopoulos - Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area - ECB Working Paper Series No 2283 / May 2019 P 12-13

²Carlos Arteta and others - Negative Interest Rate Policies- Sources and Implications -Policy Research Working Paper 7791- world bank group Development Economics Development Prospects Group -August 2016 p-1415

البنوك في سويسرا و الدنمارك وألمانيا فقط تطبق معدلات إيداع سلبية على الودائع الكبيرة نظرا لانخفاض الفارق بين أسعار الإقراض ومعدلات الودائع ويعني انخفاض هوامش الربح، وأصبح تأثير NIRPs على ربحية البنوك نقطة خلاف مركزية في النقاش حول مزايا وعيوب NIRP¹،

ثالثا- قناة سعر الصرف:

في الاقتصاديات المفتوحة تأتي تأثيرات إضافية لانخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل بفعل السياسة من خلال تعديلات العملة، فعندما تنخفض أسعار الفائدة المحلية بالنسبة للمعدلات الأجنبية، من المتوقع أن تنخفض فيه العملة المحلية لمعادلة العوائد الحقيقية المعدلة حسب المخاطر على أدوات الدين المختلفة ومن ثم ارتفاع فروق أسعار الفائدة المرتبطة، كما أنه من المتوقع أن يساهم برنامج سياسة سعر الفائدة السلبي في انخفاض قيمة العملة المحلية و تثبيط تدفقات رأس المال و تعزيز صافي الصادرات²، فتقييم تأثير أسعار الفائدة السلبية على أسعار الصرف صعب، ذلك لأن العديد من العوامل الأخرى تؤثر على الطلب الخارجي وتتسبب أسعار الفائدة السلبية في انخفاض أسعار الصرف من خلال توفير الحوافز لنقل رأس المال إلى جهات ذات عائد أعلى لذلك فإن اتساع الفرق في الفارق الحقيقي في الأمد البعيد من شأنه أن يفرض ضغوطاً هبوطية على العملة وقد تعمل معدلات التضخم الأعلى وتوقعات التضخم في بلدان أخرى على مواجهة هذا التأثير ، كما التأثير التحفيزي لأسعار الفائدة السلبية على الطلب الكلي وارتفاع أسعار الأصول بالقيمة الحقيقية قد يعوض ضغوط انخفاض قيمة العملة على سعر الصرف³،

¹Stefan Angrick and Naoko Nemoto - CENTRAL BANKING BELOW ZERO: THE IMPLEMENTATION OF NEGATIVE INTEREST RATES IN EUROPE AND JAPAN -Asian Development Bank Institute- No. 740 -May 2017 p 23-24

²Carlos Arteta and others

ص 15

مرجع سابق

³Andreas (Andy) Jobst and HuidanLin - Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area - IMF Working Paper European Department - August 2016 P 07

رابعاً - قناة الإشارة:

تعتبر قناة الإشارة آلية أخرى يمكن لأسعار الفائدة السلبية أن تؤثر بها على الطلب الكلي فمن خلالها يمكن لأسعار الفائدة السلبية التخفيض من معدلات الودائع المستقبلية ما يؤدي في حالة التوازن إلى تعزيز إجمالي الطلب والإنتاج¹.

خامساً - قناة الائتمان:

قد يؤدي تخفيض أسعار الفائدة إلى خفض معدلات الأسواق الخاصة وتحديد معدلات قروض التجزئة والودائع والعائد على الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي من المتوقع بدورها أن تحفز الائتمان، ووجدت معظم الأبحاث بأن معدلات سياسة الفائدة السلبية قد تم نقلها إلى معدلات السوق الخاصة بالطريقة المتوقعة².

فالسياسة النقدية تؤثر على مقدار الائتمان المتاح للأسر والشركات عن طريق تغيير قسط التمويل الخارجي عبر قناة الميزانية العمومية أو قناة الائتمان الواسعة أو عن طريق تغيير حوافز البنوك، لتقديم القروض من خلال قناة الاقراض المصرفي أو قناة الائتمان الضيقة، فتسهل قناة الائتمان آلية تضخيم أو التسريع المالي جنباً إلى جنب مع قناة سعر الفائدة، وبالتالي ترقى سياسة سعر الفائدة السلبي إلى ضريبة على ائتمان السيولة من قبل البنوك، والتي ينبغي أن تشجعها على استخدام الاحتياطات الفائضة لزيادة الاقراض ومع ذلك قد يكون هناك تأثير سلبي على نمو الائتمان إذا فرضت البنوك معدلات اقراض أعلى لتغطية خسارتها المحتملة المرتبطة بأسعار الفائدة السلبية أو إذا كانت الربحية منخفضة وتقليص فائدة رأس المال تجعلها أكثر احكاماً عن الإقراض³.

الفرع الثالث: أهداف سياسة سعر الفائدة السلبي

يتم اللجوء إلى سياسة سعر الفائدة السلبية من طرف السلطات النقدية لزيادة النشاط الاقتصادي ومواجهة الركود والانكماش، والهدف ان تعمل هذه السياسة على تحقيق الأهداف التالية:

¹Gauti B. Eggertsson and others - NEGATIVE NOMINAL INTEREST RATES AND THE BANK LENDING CHANNEL "NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH-Cambridge - January 2019 p 37

²Stefan Angrick and Naoko Nemoto

ص 23

مرجع سابق

³Carlos Arteta and others

ص 15

مرجع سابق

أولاً- زيادة نسبة التضخم:

بعد تسجيل معدلات تضخم منخفضة باستمرار واجه صانعو السياسة النقدية في البلدان الصناعية تحدياً جديداً وهو كيفية منع الانكماش أو الحد منه، ولمواجهة ذلك اعتمدت هذه السياسة النقدية غير التقليدية بهدف الحد منه ومواجهة الركود بالرفع من نسبة التضخم لتحفيز النشاط الاقتصادي، الاستهلاك والاستثمار.

ففي حالات الانكماش أو الركود الاقتصادي وانكماش التضخم " الأسعار " يقوم الأفراد والشركات بتكديس الأموال في البنوك عوضاً عن الإنفاق والاستثمار، وهنا تلجأ البنوك المركزية إلى خفض الفائدة على ودائع البنوك لديها إلى مستويات متدنية أو إلى ما دون الصفر أحياناً، لدفع هذه البنوك إلى إقراض هذه الأموال للأفراد والشركات ما يترتب عليه دفع عجلة الإنفاق فترتفع الأسعار " التضخم " على مشتريات مفيدة اقتصادياً وكذلك يزداد الاستثمار فينتعش الاقتصاد بشكل عام، كما أن أسعار الفائدة السلبية و المنخفضة تسهم في تخفيض سعر العملة و هو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية، وعادة ما يكون خفض أسعار الفائدة مفيداً للمقرضين سواء أفراد أو شركات في كونه يخفض تكلفة الاقتراض إضافة إلى مساهمته في ارتفاع أسواق الأسهم لتحقيق عائد أعلى من الإيداع في البنوك لتحقيق عائد، كذلك تجذب أسعار الفائدة المنخفضة الاستثمارات الأجنبية لأنها ستحصل على التمويل بفوائد منخفضة ، ومن الجانب الآخر تقلل الفائدة المنخفضة عوائد المودعين، وقد تقلص هوامش الربحية للقطاع المصرفي في ظل انخفاض العوائد من الإقراض، بينما يعوض القطاع ذلك جزئياً من خلال زيادة الطلب على القروض من قبل الأفراد والشركات عن طريق انخفاض تكلفة الاقتراض¹،

ثانياً- زيادة الإنفاق الاستهلاكي:

عندما تنخفض أسعار الفائدة عن الصفر قد تتردد البنوك في تحرير أسعار الفائدة السالبة إلى المودعين من خلال فرض رسوم على مدخراتهم خوفاً من سحبهم لودائعهم وإذا استغنت البنوك على فرض أسعار فائدة سالبة على الودائع يمكن أن يؤدي ذلك بدوره إلى تحول فرق أسعار

¹ إكرامي عبد الله-مكافحة الانكماش بأسعار الفائدة. 3 دول سالبة و22 صفرية و13 دولة من 15 إلى -الاقتصادية - الموقع الإلكتروني https://www.aleqt.com/2021/01/15/article_2013511.html

تاريخ النشر 2021-01-15 تاريخ الاطلاع 2021-11-27

الفائدة على الإقراض إلى السالب، لأن العائد على القرض لا يغطي تكلفة الاحتفاظ بالودائع و يمكن أن يؤدي ذلك بدوره إلى تقليل ربحية البنوك وتقويض استقرار النظام المالي أما الجانب الثاني فيتعلق بأسعار الفائدة السالبة على الودائع المصرفية وهو أنها ستوفر للمدخرين حافزاً للتحويل عن الودائع والاحتفاظ بالأموال النقدية وتوفير أسعار الفائدة الأساسية أعلى حافزاً للدخار، في حين أن أسعار الفائدة الأساسية المنخفضة تحفز الاستهلاك، وتقلل تكلفة الاستثمار التجاري،¹ حيث أن أسعار الفائدة المنخفضة أو السلبية هدفها الأول هو تشجيع البنوك والمستثمرين الآخرين على استثمار أموالهم المتاحة في الاقتصاد بدلاً من ركنها في البنوك المركزية، وهكذا تجد الأطراف التي تود تحقيق الأرباح نفسها مرغمة على استثمار أموالها في مكان آخر، كما أن انخفاض تكلفة الأموال المستثمرة في هذه الحالة سوف يسمح للشركات بالاقتراض بسهولة أكبر من البنوك لتمويل مشاريع جديدة²،

وعلى هذا الأساس فإن أي دولة ترى اقتصادها يعاني من حالة ركود فإنه باستطاعتها العمل على معالجة هذا المشكل من خلال قيام البنك المركزي بممارسة دوره على المصارف وفرض فائدة سلبية عليها مقابل احتفاظها بالأموال، وهكذا عمل يؤدي إلى جعل الكفاية الحدية لرأس المال أعلى ما يمكن، وتؤدي أيضاً إلى عقاب المدخرين سواء أفراد أو مصارف نتيجة لعدم توظيف أموالهم وتوظيفها في النشاط الاقتصادي، وبالتالي سيضطر المدخرون إلى استنفار كافة أموالهم وتوظيفها في النشاط الاقتصادي للحصول على الكفاية الحدية العالية والتخلص من تكاليف الادخار الناتجة عن الفائدة السلبية، مما يفضي إلى زيادة الطلب على الأيدي العاملة وزيادة الطلب مرة أخرى وتحقيق زيادة في إنتاج السلع والخدمات وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي³.

¹ حسين البطراوي - البنوك المركزية تبدأ في تجربة أسعار الفائدة السالبة لتحفيز الاقتصاد بهدف التصدي لضعف النمو منذ الأزمة المالية العالمية 2008 - الموقع الإلكتروني المجلة <https://arb.majalla.com/node/87291/1> تاريخ النشر 2020-05-02 تاريخ الاطلاع 2021-11-27

2 " الرابحون والخاسرون من قرار فرض الفائدة السلبية من طرف المصرف الوطني السويسري - الموقع الإلكتروني <https://www.swissinfo.ch/ara/busseness/> تاريخ النشر 2020-03-09 تاريخ الاطلاع 2021-10-26

³ حامد عبد الحسين الجبوري - الفائدة السلبية مفهوماً وتأثيراً وتطبيقاً- الموقع الإلكتروني <https://annabaa.org/arabic/authorsarticles/7454> تاريخ النشر 2016-09-09 تاريخ الاطلاع 2021-10-26

ثالثاً - تخفيض قيمة العملة المحلية

من بين أهداف سياسة سعر الفائدة السلبية هو استهداف سعر الصرف لتخفيض قيمة العملة المحلية ابتي تمنح ميزة تنافسية للإنتاج المحلي لأجل التصدير وتحسين مستوى الميزان التجاري، فأسعار الصرف تحدد من خلال المتغيرات الاقتصادية، ويعتبر فرق سعر الفائدة بين الداخل والخارج أحد أهم تلك المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على سعر الصرف، فعندما يكون التضخم ثابت في الأجل القصير فإن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى خفض سعر الصرف (رفع قيمة العملة)، كما أن الزيادة في سعر الفائدة في البلد الأصلي بالنسبة إلى السعر الأجنبي ستؤدي إلى تدفقات رأس المال المالي إلى البلد الأم، مما يؤدي إلى الضغط على عملة تلك البلد للارتفاع، وتفسر العلاقة الإيجابية طويلة المدى من خلال أن زيادة سعر الفائدة في البلد الأصلي بالنسبة إلى الأجنبي يعكس في كثير من الأحيان زيادة في ظروف التضخم الأعلى في البلد الأصلي مقارنة بالبلد الأجنبي مما يؤدي أيضاً إلى الضغط على عملة الدولة وتخفيضها¹.

رابعاً - زيادة الإقراض

في فترات الانكماش الاقتصادي يحتفظ عادة الأفراد بأموالهم وينتظرون نوعاً من التحسن قبل أن يضاعفوا الإنفاق مرة أخرى، ونتيجة لذلك يمكن أن يصبح الانكماش راسخاً في الاقتصاد ويتوقف الناس على الإنفاق فينخفض الطلب وتنخفض أسعار السلع والخدمات وينتظر الناس أسعاراً أقل حتى قبل الإنفاق، فتحارب معدلات الفائدة السلبية الانكماش من خلال جعل الاحتفاظ بالمال أكثر تكلفة مما يحفز الإنفاق من الناحية النظرية، فيما يجعل الاحتفاظ بالنقد في البنك أقل جاذبية بدلاً من جني فائدة على المدخرات فالبنوك تفرض رسوم الاحتفاظ على المودعين في الوقت نفسه، لأن أسعار الفائدة السلبية تجعل إقراض الأموال أكثر جاذبية لأنها ستدفع معدلات القروض إلى أدنى مستوياتها²، فهي تعمل على تحفيز البنوك التجارية خاصة على الإقراض لأنها ستشعر أيضاً بآثار أسعار الفائدة السلبية عند محاولتها إيداع الأموال في بنوكها المركزي بقيام البنك المركزي بفرض رسوم عليهم للاحتفاظ بأموالهم وهذا سيقود البنوك التجارية إلى

أنور النقيب - تأثير سعر الفائدة على سعر صرف الجنيه المصري - مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثالث والعشرون - العدد الثاني 2021 - المعهد العربي للتخطيط
ص 78¹

²Kelly Anne Smith - Negative Interest Rates Explained: How Could They Affect You -

<https://www.forbes.com/sites/advisor/2020/05/18/negative-interest-rates-explained-how-could-they-affect-you/> تاريخ النشر 2020-05-18 تاريخ الاطلاع 2021-10-26

إقراض تلك الأموال بدلاً من ذلك، حيث أنه في البيئة العادية قد تنتظر البنوك في طلبات المتقدمين وترفض إقراضهم على أساس الجدارة الائتمانية وعوامل أخرى، أما خلال بيئة أسعار الفائدة السلبية فمن المرجح أن توافق على هذه الطلبات¹.

المطلب الثالث: سياسة تخفيض قيمة العملة

من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية التي تنتهجها بعض البلدان للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والمالي نجد سياسة تخفيض العملة أو سعر الصرف مقابل عملات اجنبية.

الفرع الأول: مفاهيم حول سياسة تخفيض سعر الصرف

لسعر الصرف أهمية قصوى وتأثير كبير على المتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد القومي والأسواق المالية بالخصوص لذلك تعمل البنوك المركزية لبعض البلدان للحفاظ على سعر للعملة المحلية بما يحقق هذا الاستقرار لها.

أولاً- مفهوم سياسة تخفيض سعر الصرف أو قيمة العملة المحلية

يعبر مصطلح تخفيض سعر الصرف للدلالة عن قيام السلطات عن قصد من أجل إحداث تغيير في سعر الصرف أي في قيمة العملة المحلية المقومة بالذهب عن طريق تغيير وزن الوحدة من العملة الوطنية من الذهب أو بالعملات الأجنبية المقومة هي نفسها بالذهب بتغيير مقدار ما تساويه الوحدة المذكورة من هذه العملات، ويبقى استخدام تعبير تخفيض سعر الصرف للدلالة على إنقاص السلطات لسعر صرف عملتها المحلية بالعملات الأجنبية حتى بعد انتهاء العمل بقاعدة الذهب². ومن أهم هذه التعاريف:

" تخفيض قيمة العملة هي سياسة من أبرز السياسات الاقتصادية وأكثرها شيوعاً، تلجأ إليها البلاد عندما تواجه خلافاً في ميزانها التجاري عن طريق جعل الصادرات أكثر قدرة على المنافسة في الأسواق العالمية، والواردات أكثر تكلفة من حيث العملة المحلية، وهي عملية ذات طابع

¹CFI Team - Negative interest rates policy (NIRP) – corporate finance institute - الموقع الإلكتروني
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/negative-interest/> - تاريخ الاطلاع 2021-10-26

²صبيح حسون الساعدي، آياد عماد عبدو - أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة - مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية - مجلد 4 - العدد 07 - سنة 2011

تقني محدد من طرف السلطات النقدية تكمن في التقليل المتعمد في قيمة العملة الوطنية وبالتالي إنقاص القيمة الرسمية لسعر الصرف¹،

تخفيض قيمة العملة هو تخفيض سعر الصرف الرسمي لتلك العملة مقابل عملة دولية مرجعية كالดอลลาร์ الأمريكي أو الاورو الأوروبي، بحيث يقل عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يمكن الحصول عليها لإعادة التوازن إلى ميزانها التجاري في حالة عرف عجزا هاما وبنوييا للتخفيف من حجم العجز من أجل جعل أسعار السلع المستوردة أعلى بالنسبة للمقيمين للحد من شرائها وتشجيع الإقبال على السلع المنتجة محليا والتي تصبح أرخص بالنسبة للأجانب²،

تخفيض قيمه العملة هو ذلك الإجراء الرسمي الذي تقوم بموجبه السلطات النقدية تخفيض قيمة عملتها المحلية تجاه قاعدة نقدية معينة كالذهب، أو عملات صعبة، ويعمل بصفة عامة في ظل نظام سعر صرف ثابت، تلجأ إليه الدول وبخاصة الدول النامية كإجراء نهائي عندما لا تجدي الوسائل الأخرى في معالجة الاختلالات الهيكلية لميزان المدفوعات³،

تخفيض قيمة العملة المحلية هي سياسة نقدية تستخدمها الدول العظمى بالاعتماد على قوتها الاقتصادية لتقليص القوة التنافسية للدول الأخرى و تقليص حجم ثرواتها بالتدخل في أسواق تبادل العملات من أجل دعم القطاعات الاقتصادية الرئيسية لاسيما قطاع التصدير، مما يؤدي إلى الإضرار بمصالح الشركاء التجاريين، وهي السياسة التي أستخدم عليها بحرب العملات⁴، ومصطلح حرب العملات أدخل في الاقتصاد من طرف وزير المالية البرازيلي GUIDO Mantega في شهر سبتمبر 2010 عندما عرفت العملة البرازيلية ارتفاعا معتبرا مباشرة بعد اتخاذ سياسة التيسير الكمي من طرف الولايات المتحدة الأمريكية⁵،

¹ عبد الوهاب دادن، زاوية رشيدة - تخفيض قيمة العملة بين إشكالية توازن واختلال ميزان المدفوعات في المدى الطويل - دراسة تحليلية حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2013 - المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية - عدد 03 - 2016 ص 10

² بن طلحة صليحة، معوشي بوعلام - تخفيض قيمة العملة بين الواقع والطموح - مجلة دراسات اقتصادية - العدد 29 - المركز الجامعي مرسلبي عبد الله - تيبازة ص 114

³ محمد عبيدة، وليد لوشان- محددات سعر الصرف وشروط نجاح تخفيض العملة كسياسة لتحفيز الصادرات- مجلة المدير- العدد 06 جوان 2018 ص 81

⁴ اداي سارة - حساني رقية- حرب العملات الدولية وانعكاساتها على مسار أسعار النفط الدولية - مجلة العلوم الإنسانية - العدد 02 / 07 - جوان 2017 ص 1268

⁵ Cyriaque Guillauminand Helene Raymond-feingold - la guerre des monnaies - un jeu déstabilisant ? centre de recherche en économie - Grenoble - n 2016-02 décembre 2016 p 03

وعليه ومما سبق من تعريفات يمكن تعريف سياسة تخفيض قيمة العملة المحلية أو سعر الصرف بأنها سياسة نقدية غير تقليدية أصطلح عليها بحرب العملات، تلجأ إليها الدول العظمى في بعض الأحيان للحفاظ على قوتها الاقتصادية، ومن أجل تحقيق أهدافها الاقتصادية المتمثلة خاصة في اكتساب ميزة تنافسية بالنسبة لمنتجاتها المحلية لأجل التصدير مقابل منتجات البلدان الأخرى للتقليل من الاستيراد أو من طرف البلدان الناشئة لمعالجة اختلال ميزانها التجاري، وذلك بطريقة متعمدة من طرف السلطات النقدية بجعل قيمة عملتها المحلية أقل قيمة مقابل العملات الأجنبية،

ثانيا - آليات سياسة تخفيض قيمة العملة

تعمل سياسة تخفيض قيمة العملة عبر آليات يتم من خلالها تبليغ هذه السياسة للتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية قصد تحقيق أهداف تسعى إليها السلطات النقدية، تتمثل أهمها فيما يلي:

أ - معالجة اختلال ميزان المدفوعات:

في ظل تعامل الدول فيما بينها تجاريا قد يحدث هناك اختلال في ميزان المدفوعات للبعض منها، فتلجأ هذه الدول لتفادي خسائر أكبر أو أزمة بتخفيض قيمة عملتها المحلية عن طريق تخفيض سعر صرف عملتها الذي يؤدي إلى الميل لزيادة صادرات البلد وذلك لأن السلع الأجنبية تصبح أسعارها أكبر من أسعار السلع المحلية، وهذا بإعطائها قدرة تنافسية على المستوى الدولي، ويصبح الإنفاق المحلي على السلع المحلية بدلا من السلع الأجنبية، كما أن ذلك سيزيد من مستوى الدخل القومي و تنشيط الموارد العاطلة بعد هذا الإجراء وبالتالي تحسين ميزانها التجاري¹، وبما أن التعامل الخارجي يتم من خلال سعر الصرف فإن هذا الأخير يلعب دور الرابط بين الاقتصاد المحلي و باقي اقتصاديات العالم، إضافة إلى كونه الوسيلة الأهم التي تلعب دورا في التأثير على تخفيض الموارد بين مختلف القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية

¹ إيمان أحمد أحمد عوض، حنان خضاري مهدي - الدور التفاعلي لسعر الفائدة في العلاقة بين سعر الصرف والنمو الاقتصادي عند توسيط، حجم الصادرات - دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري - مجلة البحوث المالية - جامعة بور سعيد - مجلد 22 - عدد 01 - جانفي 2021 ص 229

الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة وبالتالي على التضخم والعمالة بالإضافة إلى أنه الرابط بين أسعار سلع الاقتصاد المحلي و أسعار الأسواق العالمية¹،

ب - تحفيز الاستثمار

يلعب سعر الصرف دورا هاما في عملية الاستثمار، فعملية التغيير في قيمة العملة المحلية الهدف منها هو التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية و منها الاستثمار، فسعر الصرف يلعب دورا في عملية توزيع الدخل بين مختلف القطاعات والفئات ، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي سيجعله أكثر ربحية، و بالتالي هذا الربح سيعود على أصحاب رؤوس الأموال، أما عند انخفاض هذه القدرة التنافسية التي تنجم عن انخفاض سعر الصرف الاسمي و ارتفاع سعر الصرف الحقيقي فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور وبالتالي تنخفض ربحية الشركات العاملة خاصة في قطاع السلع الدولية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة استثماراتها²،

ج - التأثير في حركة رؤوس الأموال

يعتبر انخفاض قيمة العملة المحلية إحدى الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحريك رؤوس أموالهم بين الدول ويحدث ذلك عندما يتوقعون بأن السلطات النقدية سوف تقوم بالتخفيض، ففي هذه الحالة سيقومون بنقل أموالهم نحو الخارج لتجنب الخسارة التي قد تنتج عن ذلك، وليبحثوا عن أرباح في دول أخرى³،

د - تقليص الفجوة بين السعر الرسمي والسعر الموازي

حيث أن تخفيض قيمة العملة في السوق الرسمي يعمل على الحد من الطلب عليها في السوق الموازي وبما أن هناك تكافؤ في الأسعار فإن العملات الأجنبية تصرف في السوق الرسمي بدلا من السوق الموازي مما يحد من المضاربة في العملات⁴،

¹ عبد الجليل هجيرة - أثر تغيرات أسعار الصرف على الميزان التجاري - دراسة حالة الجزائر - رسالة ماجستير - جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان - 2012/2011 ص 31

² أوباية صالح- أثر تغيير في سعر الصرف على التوازن الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر - 1990- 2009 رسالة ماجستير - المركز الجامعي بغيراداية - 2010-2011 ص 37-38

ص 92

مرجع سابق

³ صبحي حسون الساعدي، اياد حماد عبد

⁴ دلامي نجية - دراسة تحليلية للعلاقات التجارية الأمريكية الصينية في ظل حرب العملات - رسالة ماجستير - جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - 2011-2012 ص 52

ثالثاً - تاريخ سياسة تخفيض قيمة العملة

لقد عرفت سياسة تخفيض قيمة العملة عدة مراحل تاريخية وتزامنت كل مرحلة بالوضع الاقتصادي وذلك خلال فترة ارتباطها بقاعدة الذهب أو بعدها بما يعرف بعملية التقويم وأصبح سعر صرف يخضع لقانون العرض والطلب، وأخذت شكل حروب اقتصادية بين الدول، وقد قسّمت هذه الفترة إلى المراحل هي:

أ - المرحلة الأولى 1921-1944

امتدت هذه المرحلة ولجولات بدايتها الفترة الممتدة من سنة 1921 إلى 1931 ثم تزامنت مع نهاية الحرب العالمية الأولى، وكانت بدايتها من ألمانيا سنة 1921 من خلال تضخم جامح كان الهدف منه تحسين التنافسية، ثم تلتها فرنسا سنة 1925 بخفض قيمة الفرنك قبل العودة إلى قاعدة الذهب ما مكنها من اكتساب هامش للتصدير على بلدان أخرى مثل إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، وفي المقابل تخلت إنجلترا على قاعدة الذهب عام 1931 لتستعيد ما فقدته لصالح فرنسا عام 1925، وبدورها وفي عام 1933 سارت الولايات المتحدة في هذا الاتجاه بتخفيض عملتها في مقابل الذهب لتستعيد ما خسرت لصالح إنجلترا عام 1931، ولتعاود كل من فرنسا وإنجلترا لخفض العملة من جديد¹،

ب - المرحلة الثانية: 1944-1973

وجدت الدول استحالة الاستمرار في تطبيق نظام قاعدة الذهب لارتكازها على الذهب بالدرجة الأولى، فكان لابد من إيجاد أداة أخرى تعمل نفس عمل الذهب وتساعد الدول على إصدار النقود بالإضافة إلى الذهب، والتفكير في خلق نظام نقدي دولي جديد من أجل بناء نظام اقتصادي جديد فتم عقد مؤتمر برين وودز في 1944 في نيوهامشير بالولايات المتحدة الأمريكية بحضور ممثلو 44 دولة لمناقشة مشروعين، تقدم كينز ممثل بريطانيا بمشروعه، وهاري هوايت ممثلاً للولايات المتحدة الأمريكية بمشروع، ووضع كل طرف بنود واقتراحات تخدم مصلحة دولته، حيث تطرق مشروع كينز إلى إنشاء اتحاد دولي للمقاصة تشترك فيه جميع الدول والذي تجسد بعدها بإنشاء صندوق النقد الدولي، إنشاء البنك الدولي للإنشاء والتعمير، خلق نظام

¹سيرة داي - أثر حرب العملات على اتجاه التجارة الدولية - دراسة حالات الولايات المتحدة الأمريكية والصين - أطروحة دكتوراه - العلوم التجارية - جامعة محمد خيضر - بسكرة 2017-2018 ص 114

متعدد الأطراف ينظم حركة التجارة العالمية تمثل في إنشاء المنظمة العالمية للتجارة وفرض عقوبات على الدول التي تحقق فائض أو عجز في ميزان مدفوعاتها، والمقصود كانت الولايات المتحدة الأمريكية لأنها في ذلك الوقت كانت تحقق فائض واستطاعت أن تبني لنفسها قوة اقتصادية مقارنة بالدول الأوروبية، وتحصل الدول على مساعدات أو قروض من المؤسسة النقدية حسب مشاركتها في التجارة الخارجية، مع قابلية تحويل العملات بدون قيود، ثبات أسعار الصرف وتوازن ميزان المدفوعات في حين ركز ممثل الولايات المتحدة الأمريكية على خلق مؤسسة دولية تمتاز بإصدار عملة خاصة بها والتي تمثلت في صندوق النقد الدولي، تحصل الدول على مساعدات أو قروض من المؤسسات النقدية على حسب حصتها في الصندوق لأن الولايات المتحدة الأمريكية كانت أكبر مساهم في الصندوق، لا تفرض عقوبات على الدول التي تحقق فائض أو عجز في ميزان مدفوعاتها، وإنما هناك إجراءات من أجل إصلاح الخلل الموجود، ثبات أسعار الصرف، قابلية التحويل بين العملات بدون قيود، وتحويل الدولار إلى ذهب، وجود احتياطات كافية لمواجهة النقص في السيولة الدولية وإصلاح الاختلالات في موازين المدفوعات، وفي الأخير بقيت فكرة العملة حيث تم إزالة عملة اليونيتاس المقترحة من طرف كينز وإبقاء عملة الدولار وعليه ونتيجة للقوة العسكرية والاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية ووقوف أمريكا اللاتينية إلى جانبها تم التصويت في المؤتمر على المشروع الأمريكي وتطبيقه، رغم تشابه المشروعين من حيث المبادئ الأساسية والتي تتمثل في تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف والتوازن في ميزان المدفوعات¹،

وننتج عن ذلك قيام الولايات المتحدة الأمريكية إلى طبع الدولار كبديل للذهب في إطار هذه الاتفاقية فكان أثر ذلك هو تكديس كبير للدولار لدى البعض نظرا للطلب الكبير عليه، ما أدى إلى استنزاف احتياطي الذهب الأمريكي وأصبح واضحا عدم قدرة السلطات الأمريكية المختصة الوفاء بتحويل المزيد من الدولار إلى الذهب، إضافة إلى عمليات المضاربة على الذهب التي اشتدت خلال هذه الفترة فاستحال القيام بكل العمليات التمويلية ما اضطر بالولايات المتحدة الأمريكية بخروج الرئيس الأمريكي نيكسون سنة 1971 إلى وسائل الإعلام بإعلان إيقاف كامل العمليات المصرفية بتحويل الدولار إلى ذهب، فكان هذا الإعلان هو بداية النهاية لأقوى

¹ نوال بن خالدي - مطبوعة في مقياس المالية الدولية سنة ثالثة - تجارة دولية - جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان ص 15-16

نظام في تلك الحقبة، والذي مهد لبداية عصر جديد حر يتم فيه اختيار نظام الصرف المناسب لكل دولة¹،

وكانت هذه بوادر نهاية هذا النظام، والتفكير في اللجوء الى سوق العرض والطلب يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعا وانخفاضا ويعيد التوازن إلى ميزان المدفوعات، فسقوط نظام بريتون وودز حول النظام النقدي الدولي إلى نموذج أكثر لامركزية وتوجها نحو السوق، فتبنت عدة بلدان نظام سعر صرف عائم وجعلت عملاتها قابلة للتحويل وتحررت تدفقات رأس المال تدريجيا وكان لهذا التحول أثر في زيادة التحكم في السياسة النقدية المحلية ونسبة التضخم وتسريع التنمية في القطاعات المالية وتحفيز النمو الاقتصادي²،

ويعود ظهور هذا النظام الجديد الى سنة 1973 المتمثل في معيار جديد لسعر الصرف يتم العمل به من طرف معظم بلدان العالم الرئيسية سواء بشكل فردي او جماعي، وأدى الى التخلي عن استقرار سعر الصرف الثابت وبرز نظام سعر صرف حر يتحدد طبقا لقوى العرض والطلب دون تدخل السلطات النقدية والمالية، لإعطاء قدر كبير من المرونة لأسعار الصرف والسماح للبنوك المركزية في أسواق الصرف ببيع أو شراء العملات الأجنبية قصد التأثير في عملتها لتحقيق أهداف معينة³،

ج - المرحلة الثالثة: 1973 - 2008

أما خلال سنوات السبعينات والثمانينات لم يكن هناك أي بديل للدولار كعملة دولية، لكن حدثين سيقبلان النظام النقدي الدولي هما صعود البلدان الناشئة ثم عملة اليورو، فظهور آسيا وأمريكا الجنوبية جلب للاقتصاد العالمي العولمة الثانية، وتسارع التحول الدولي للعمليات الإنتاجية بعد سقوط كل من جدار برلين وظهور الصين، مما زاد من الاختلالات المالية وتحول مدخرات البلدان ذات الفائض كألمانيا والصين للبلدان ذات العجز كالولايات المتحدة وجنوب أوروبا، كما سيؤدي إنشاء اليورو إلى إيجاد بديل للدولار وبالتالي تسهيل تحويل أسعار الصرف،

¹ **بوركات بوعلام** - أثر تغيير أسعار صرف العملات الرئيسية على الإيرادات البترولية في الجزائر - أطروحة دكتوراه - جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس - 2019 - 2020 ص 32-33

² **Mark carmey** - L'évolution de system monétaire Mondiale -gouverneur de la banque centrale du canada Discours prononcé devant la Foreign Policy Association New York le 19 novembre 2009 p 04

³ **عزي خليفة** - أثر أنظمة سعر الصرف الدينار الجزائري على النمو الاقتصادي - دراسة قياسية للفترة 1985-2015 - أطروحة دكتوراه - جامعة المسيلة 2017-2018 ص 55-56

فلم تعد الأساسيات هي التي تحدد تطور التكافؤ في ظل نظام سعر الصرف العائم، و على هذا النحو فإنه يخضع لتقلبات التوقعات حول قيمتها المستقبلية مما أدى الى عدم وجود آلية استقرار مرتبطة بالحركات الدولية غير المنظمة لرأس المال ففسح المجال للمحددات المالية لأسعار الصرف غير المرتبطة بالأسس الاقتصادية والى عدم وجود نظام نقدي دولي¹،

كما تم خلال سنوات الثمانينات والتسعينات مناقشة مسألة التخفيض المتعمد لقيمة العملات الاسيوية وكانت الدول المعنية عديدة منها: الصين ، اندونيسيا، الفلبين، تاوان ، ماليزيا وكوريا الجنوبية، وتم اتهامهم من طرف العديد بنشر استراتيجيات تجارية في تلك الفترة، حيث خلصت إلى أن العلاقة بين اسعار الصرف تعادل القوة الشرائية، و سعر الصرف بالنسبة لتايلاند و الفلبين و اندونيسيا والصين، تزيد بثلاث مرات ولا ترجع فقط إلى الاختلافات في الإنتاجية و كانت هذه الدراسة لإثبات الطبيعة المتعمدة لهذه التخفيضات على أساس وجود تدخلات في السوق أو بسبب الضوابط على حركة رؤوس الأموال²،

د - المرحلة الرابعة منذ 2008 الى غاية التاريخ المعاصر

بعد أزمة عام 2008 اندلعت حرب عملات فجأة خلال هذه الأزمة ليتكرر ما حدث بعد الأزمة المالية 1929 وما تلاها من كساد كبير وركود والتدابير التي رأتها ضرورة لخفض العجز التجاري وتعزيز نمو التجارة حيث شرعت جميع الدول في عمليات تخفيض متتالية ومتهورة لقيمة عملاتها أدت إلى كارثة وكانت محور مناقشات قمة مجموعة العشرين في سيول عام 2010، حيث استخدمت بعض الدول سعر الصرف كسلاح لتسريع تعافياها من الأزمة³،

كما شهدت سنة 2009 سعي الصين لزيادة استخدام عملتها لتسوية التجارة الثنائية مع بعض شركائها التجاريين في آسيا وأمريكا اللاتينية، وقد أشار تصريح رئيسي الصين والبرازيل الى أن ذلك يهدف إلى تسوية تجارية ضمن عملتها وهو إجراء رمزي، كما قامت الصين بتشجيع عدد من المصدرين لفرض رسوم وتم ذلك من طرف البعض منهم في بعض المقاطعات خاصة مع

¹Jacques Mistral - guerre et paix entre les monnaies - Fayard -2014 p 02-03

²BERTRAND BALNCHETON Chronique d'histoire financière : LAGUERRE DES MONNAIES A 100 ANS ! -REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE – N 119/2015 p 283

³ BECHIR Sabiha, BOUMOUOLA Samir - Une contribution d'analyse du phénomène "guerre des monnaies" A Contribution analysis of currency war phenomenon - Journal of Economics and Management Vol:02 N°:06 (2018) p 7

هونغ كونغ ودول رابطة جنوب شرق آسيا بتدخل البنك المركزي، وهذا بموجب اتفاقية تجارية تم توقيعها سنة 2009 بين الجزيرة والبر الرئيسي¹.

الفرع الثاني: قنوات انتقال أثر سياسة تخفيض العملة

ينتقل أثر سياسة تخفيض قيمة العملة إلى النشاط الاقتصادي عبر قنوات خاصة وعن طريقها يتأثر الاقتصاد الحقيقي، وتعمل السلطات النقدية من خلال هذه السياسة لاستهداف قطاع معين ولتحقيق أهداف اقتصادية معينة، وتتمثل أهم هذه القنوات في:

أولاً- قناة التجارة الخارجية:

في ظل القدرة التنافسية للسلع المحلية القابلة للتداول مقابل أقرانها الاجانب، قد يؤدي في النهاية إلى زيادة الطلب على الصادرات، وهذا يعني أنه في ظل ظروف معينة ومحددة مثل زيادة الطلب العالمي والميل المحدود للاستيراد، يمكن للعملة المقومة بأقل من قيمتها أن تعزز النمو في المدى المتوسط في القطاع الخارجي وبالتالي النمو الاقتصادي المستدام²، فعن طريق قناة التجارة يظهر تأثير سياسة تخفيض العملة التي قد تتبناها السلطات النقدية لتحقيق أهدافها الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي المنشود، ويتم إجراء تخفيض قيمة العملة عادة لتحسين ميزان المدفوعات، وتكون أثارها الرئيسية على التدفقات التجارية من خلال زيادة ربحية مبيعات الصادرات مقارنة بالمبيعات المحلية ما يؤدي إلى تحفيز الصادرات وذلك بجعل الواردات أكثر تكلفة مقارنة بالسلع والخدمات المحلية، وبالتالي يتحسن التوازن في السلع و الخدمات³،

ثانياً- قناة سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة أهم مؤثر في النشاط الاقتصادي حيث أن تغيراتها تؤثر في المتغيرات الكلية، وبالتالي في علاقته مع العالم الخارجي خصوصا بما يتعلق بالاستثمار وحركة رؤوس الأموال.

¹Jacques MISTRAL - L'AVENIR DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ET LA QUESTION DES MONNAIES DE RÉSERVE Centre des Études économiques Jacques MISTRAL Réflexions sur le dollar, l'euro, le renminbi et le DTS « Centre des Études économiques - Bruxelles – Belgique-2011 p 29

²Lorenzo Nalin, Giuliano Toshio Yajima - Balance Sheet Effects of a Currency Devaluation: A Stock-Flow Consistent Framework for Mexico – levy economics institute of bard college - A Working Paper No. 980- December 2020 p 04

³Richard N Cooper - Currency Devaluation in Developing Countries: A Cross-sectional Assessment - Working Paper - Center Discussion Paper, No. 72 - July, 1969 p 08

وتعمل على تدفق رؤوس الأموال من البلدان ذات أسعار فائدة منخفضة إلى البلدان ذات أسعار فائدة مرتفعة، وذلك للحصول على أكبر عائد ممكن، فرفعها عن طريق سياسة توسعية هو المحرك لتدفق رؤوس الأموال وانسياب للرأس المال الأجنبي مما يترتب عليه زيادة في الطلب على العملة المحلية للبلد ذات أسعار الفائدة المرتفعة وزيادة عرض العملات الأجنبية الأخرى التي بدورها سترفع من قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، وهذا الارتفاع يعمل على انخفاض تنافسية الصادرات التي تتوقف على مرونة طلب الصادرات مؤدياً إلى اختلال التوازن الخارجي وبالتالي انخفاض الإنتاج ثم انخفاض معدل نمو الاقتصاد، والعكس في حالة انخفاض سعر الفائدة في حالة سياسية انكماشية¹،

إضافة إلى ذلك فإن أسعار الصرف تحدد من خلال المتغيرات الاقتصادية، ويعتبر الفرق في سعر الفائدة بين الداخل و الخارج أحد أهم تلك المتغيرات التي من شأنها التأثير فيه، وهذه العلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة سالبة على المدى القصير و إيجابية على المدى الطويل، فعندما يكون التضخم ثابت في الأجل القصير فإن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى خفض سعر الصرف في رفع قيمة العملة، كما أن ارتفاع سعر الفائدة في البلد الأصلي بالنسبة إلى السعر الأجنبي سيجلب تدفق رأس المال الأجنبي فيؤدي إلى الضغط على عملة البلد للارتفاع، ويمكن تغيير ذلك بالعلاقة الإيجابية طويلة المدى من خلال زيادة سعر الفائدة في البلد الأصلي بالنسبة للأجنبي، وفي كثير من الأحيان زيادة في ظروف التضخم الأعلى في البلد الأصلي مقارنة بالبلد الأجنبي فيؤدي ذلك أيضاً إلى الضغط على عملة الدولة و تخفيضها²،

ثالثاً - قناة سعر الصرف

يعد سعر الصرف المستهدف الأول من سياسة تخفيض قيمة العملة المحلية وذلك بسبب العلاقة المباشرة في التعاملات مع العالم الخارجي لأي بلد، وللدور المهم له في التجارة الخارجية، ومنه في الميزان التجاري وميزان المدفوعات، فتخفيض قيمة العملة المحلية يعني أن الحصول على

¹ إيمان أحمد عوض، حنان خضاري مهدي

مرجع سابق

ص 227

² أنور التقيب. تأثير سعر الفائدة على سعر الصرف الجنيه الصري مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية- المعهد العربي للتخطيط - المجلد 23 العدد 2 - سنة 2021 ص 78

الوحدة من العملة الأجنبية يقابله عدد أكبر من وحدات العملة المحلية وبالتالي سيكون لذلك دور هام في تغيير حجم الطلب على العملة المحلية أو الأجنبية سواء بالزيادة أو بالنقصان،

فوفقا للنظرية الاقتصادية لا ينبغي أن يؤثر نوع نظام الصرف على قيم التوازن على المدى الطويل للمتغيرات الحقيقية، ولكن يمكن أن يؤثر على عملية التعديل، فتأثير نظام سعر الصرف على النمو قد يأتي من خلال التأثير على سرعة التكيف مع الاضطرابات العشوائية التي تؤثر على الاقتصاد المحلي¹،

وقد سعى العديد من المؤلفين لتأكيد النظرية النقدية وصحة التحليل المستوحى من النظرية النقدية لميزان المدفوعات مع إجراء تعديلات على بعض الافتراضات التقليدية لجعله أكثر ملاءمة لسياق الاقتصادات المدروسة، ويعتمد تبرير تخفيض قيمة العملة باعتباره حجر الزاوية في سياسة التعديل بالنسبة لهؤلاء المؤلفين في تحليل الآليات التي يفترض من خلالها حدوث تغيير كبير في سعر صرف عملة الاقتصاد قيد الدراسة فيما يتعلق بعملات شركائه الرئيسيين للعمل في نفس الوقت على ميزان المدفوعات الحالي وعلى إنتاجه وعلى طرق التوزيع من دخله²،

الفرع الثالث: أهداف سياسة تخفيض قيمة العملة

تلجأ بعض الدول إلى تبني سياسة تخفيض العملة لعدة اعتبارات اقتصادية حسب واقعها الاقتصادي حيث أن هذا الإجراء يتخذ من طرف السلطات المعنية من أجل تحقيق أهداف اقتصادية ويكون ذلك حسب الحالة، وتتمثل أهم أهداف هذه السياسة فيما يلي:

أولاً- معالجة العجز في ميزان المدفوعات

في حالة ما كانت دولة ما تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها قد تلجأ إلى سياسة تخفيض قيمة عملتها المحلية بهدف تخفيض أسعار الصادرات بالنسبة لوجهة نظر الأجانب بالمقابل سترتفع أسعار الواردات بالنسبة لوجهة نظر السكان المحليين ما يؤدي إلى تنشيط الصادرات، وبالتالي يعود التوازن إلى ميزان المدفوعات، ويرجع ذلك إلى أن التقييم المرتفع لقيمة العملة

¹Chaker Aloui & Haïthem Sassi - RÉGIME DE CHANGE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE : UNE INVESTIGATION EMPIRIQUE - Économie internationale 104 (2005), p 99

²Jacquemot Pierre - Rôle du taux de change dans l'ajustement d'une économie à faible revenu. Une revue de la littérature récente. In: Tiers-Monde - tome 30 - n°118 - 1989p 359

المحلية تقعد الصادرات قدرتها على المنافسة وتصبح الواردات أرخص من إنتاج السلع المحلية¹ كما ان سعر الصرف يمكن أن يؤدي إلى زيادة تدفق رأس المال الأجنبي والاستثمارات وكذا التحويلات التي بدورها ستحسن من وضع الحساب الجاري و بالتالي يتحسن وضع ميزان المدفوعات للبلد ، كما أنه يلعب دورا هاما في تحسين أو الحفاظ على القدرة التنافسية الخارجية للبلد في مجال التجارة الخارجية ومن ثمة الحد من العجز في الحساب الجاري و ميزان المدفوعات، يمكن من تحقيق مستويات على المدى المتوسط دون التضحية بالنمو الاقتصادي²، كما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع المستوردة حيث أن النسبة بين أسعارها وأسعار السلع المحلية لصالح هذه الأخيرة، وبالتالي نسبة كبيرة من الطلب على المنتجات المستوردة ستتحوّل إلى طلبات على المنتجات المحلية، وهذا التحول هو بمثابة تشجيع للنشاطات المنتجة للسلع المحلية يرفع من إنتاجها و يعيد توزيع الموارد المالية لصالح عملية التصدير³،

ثانيا - زيادة إجمالي الطلب

كثيرا ما يلاحظ أن الاقتصادات تتوقف مؤقتا بعد تخفيض قيمة العملة وتعاني من تباطؤ في النشاط التجاري وارتفاع في البطالة، وتعتبر هذه الانعكاسات للوهلة الأولى محيرة، لأن التخفيض الناجح لقيمة العملة ينظر إليه تقليديا على أنه توسعي في آثاره بحيث يتم تحويل الإنفاق من السلع الأجنبية إلى السلع المحلية، وبالتالي تحفيز النشاط التجاري المحلي، فأحيانا قد يكون التباطؤ الملحوظ ناتجا عن تطورات غير مرتبطة بتخفيض قيمة العملة، أو قد يكون التباطؤ بسبب السياسات النقدية والمالية الصارمة التي يتم إتباعها موازنة مع تخفيض قيمة العملة، وتؤكد أن الميزان التجاري سوف يتحسن وتقل مخاطر دوامة السعر - الأجر - بعد التخفيض الذي قد يكون له تأثير مباشر على الطلب الكلي ومع ذلك فإن هذا التأثير المباشر لن يكون دائما هو التأثير التوسعي المفترض تقليديا⁴.

¹ دلامي نجية مرجع سابق ص 52

² بن طلحة صليحة، معوشي بوعلام مرجع سابق ص 126

³ سيد أحمد زهرة - انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 1986-2016 - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة

أحمد دراية - ادرار 2017-2018 ص 50

كما يمكن أن يتأثر الطلب الإجمالي ببعض العوامل الاقتصادية الرئيسية، فيؤثر ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة على القرارات التي يتخذها المستهلكون والشركات، فيؤدي ارتفاع ثروة الأسرة إلى زيادة الطلب الكلي بينما يؤدي الانخفاض عادة إلى انخفاض في إجمالي الطلب لتوقعات المستهلكين والتضخم المستقبلي الذي له ارتباط إيجابي مع إجمالي الطلب، وفي الأخير سيؤدي الانخفاض أو الزيادة في قيمة العملة المحلية إلى جعل السلع الأجنبية أكثر تكلفة أو أرخص بينما ستصبح السلع المصنعة في البلد المحلي أرخص أو أقل تكلفة تؤدي إلى زيادة أو انخفاض في إجمالي الطلب¹،

ثالثاً- الحد من أعباء الديون

قد يحفز الحكومة وجود ديون سيادية كثيرة لتعمل على تخفيض قيمة العملة لأن القيام بهذه الخطوة سوف يجعلها أقل تكلفة مع مرور الوقت، ولأن الحكومات ليس لها تأثير مباشر على الأسعار الإجمالية، فنهج التخفيض الداخلي للعملة هو في الأساس تخفيض كبير في أجور القطاع العام الذي ينتشر في رواتب القطاع الخاص وفي نهاية المطاف على أسعار المنتجين²، وبالنظر إلى حقيقة أن ديون الدولة مقومة بالعملة الأجنبية فإن التباين في سعر الصرف الحقيقي له أيضاً تأثيرات مهمة على الميزانيات العمومية مثل³:

أ- انخفاض كبير في الإنفاق الحكومي نتيجة القيود المفروضة بالقوانين الهادفة إلى تجنب زيادة العجز حيث ستكون هناك حاجة إلى مزيد من الأموال لسداد معدلات الفائدة فوق الديون السيادية.

ب- يمكن أن يكون هناك انخفاض في الاستثمار والاستهلاك الخاصين كما لو أن تكلفة خدمة الديون تزداد ويتقلص الربح ويقل الإقراض المصرفي، لأن ذلك يعتمد على الضمانات التي يمكن أن تقدمها الشركات مع الإشارة إلى أن ذلك سيؤثر على الاستثمار سلباً.

¹WILL KENTO - What Is Aggregate Demand?

<https://www.investopedia.com/terms/a/aggregatedemand.asp> تاريخ النشر 2021-10-20 تاريخ الاطلاع 2022-01-05 الموقع الالكتروني

²ADAM HAYES- 3 Reasons Why Countries Devalue Their Currency - الموقع الالكتروني

<https://www.investopedia.com/articles/investing/090215/3-reasons-why-countries-devalue-their-currency.asp> 06/07/2019-03 تاريخ الاطلاع 2022-01

³Adebayo Mohammed Ojuolape, Hammed Agboola Yusuf, MoshoodAlabi - THE EFFECTS OF CURRENCY DEVALUATION ON OUTPUT GROWTH IN DEVELOPING ECONOMIES WITH CURRENCY CRISES - International Journal of Economic Research · December 2015 - p 1144 - 1145

ج- يمكن أن يعاني المستثمرون الوطنيون من تأثير سلبي على الثروة حيث أن الأصول مقومة بشكل رئيسي بالعملة الوطنية، ويمكن للديون المقومة بالعملة الأجنبية أن تزيد من تقلب تدفق رأس المال وانعكاسات الحساب الجاري والأزمات التي تتحقق من تلقاء نفسها.

رابعاً- رفع نسبة النمو الاقتصادي والدخل القومي

تؤدي عملية تخفيض قيمة العملة المحلية إلى زيادة الدخل القومي والتوظيف، ويرجع ذلك إلى زيادة الصادرات التي تعتبر بمثابة عنصر إضافي للدخل القومي، ووفقاً لنظرية مضاعف التجارة الخارجية فزيادة الدخل القومي تصاحب عادة بزيادة الإنفاق الاستهلاكي، والتي تكون مصحوبة بزيادة في الاستيراد وفقاً للميل الحدي للاستيراد، أما بالنسبة للبلدان التي لم تقم بعملية التخفيض لقيمة عملتها المحلية فمن المرجح أن تزيد وارداتها من البلد الذي قام بالتخفيض و يحدث انخفاض في صادراتها ما يترتب عنه انخفاض في الدخل والتوظيف¹، وكما سبق الإشارة إليه، فالتخفيض في قيمة العملة هو عمل تقوم به السلطات بشكل متعمد، له أسبابه منها رئيسية لتحسين وضع ميزان المدفوعات وأخرى ثانوية كالارتباط بالتكلفة النقدية وإيجاد العلاقة الواقعية للعملة الوطنية مع العملات الأجنبية ولتنشيط القطاعات التصديرية²، التي تنعكس بالإيجاب على النمو الاقتصادي والدخل القومي.

¹سارة داي

مرجع سابق

ص 96

²صباحي حسون الساعدي، أياد عماد عبدو

مرجع سابق

ص 93

خاتمة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل تم عرض أهم النظريات الاقتصادية التي ناقشت دور النقود والسياسة النقدية في النشاط الاقتصادي والحفاظ على استقراره حيث اختلفت الأفكار بين مؤيد لتدخل الدولة بشكل أكبر وبين من يدعو إلى عدم التدخل لأن التوازن الاقتصادي يحدث تلقائياً، وقد أثبتت الأحداث ذلك، مثل أزمة 1929 التي برهنت على عدم تحقق فرضية التوازن وأن العرض يخلق الطلب والتي نادي بها **ساي** كأحدى أهم أفكار المدرسة الكلاسيكية فكانت محل انتقاد من طرف كينز والذي انتقد هذه الفرضية وارجع سبب الأزمة إلى عدم تدخل الدولة لأجل تفادي الأزمات وذلك عن طريق الإنفاق بإتباع سياسة مالية أو عن طريق سياسة نقدية لما للنقود من دور في النشاط الاقتصادي والدوافع المختلفة تطلب من أجلها من قبل الأفراد يثبت أهميتها في النشاط الاقتصادي، عكس المدرسة الكلاسيكية التي أرجعته إلى إتمام المعاملات فقط.

وقد أثبتت أفكار كينز دورها في حل وتفادي العديد من الأزمات الاقتصادية إلا أنها عجزت في بعض المراحل مثلما حدث في أزمات الستينات والسبعينات بسبب التضخم والركود، لتظهر المدرسة النقدية التي انتقدت تدخل الدولة وخاصة السياسات المالية التي أظهرت عجزها في حل الأزمات المشابهة في حين أن السياسة النقدية أثبتت فعاليتها، لتصبح السياسة النقدية أهم الأدوات لدى السلطات السياسية عن طريق البنك المركزي لتنفيذ سياساتها الاقتصادية وذلك باستعمال الأدوات التي يملكها البنك المركزي سواء كانت كمية أو نوعية أو أدوات مساعدة يتم تطبيقها بعد دراسة الوضعية الاقتصادية للبلد وحسب درجة أو مستوى النظام المصرفي والمالي فيه،

رغم الأدوات التقليدية التي يملكها البنك المركزي إلا أنها عجزت عن حل الأزمات المالية التي عرفتها كل من اليابان والتمثلة في الركود الاقتصادي، والأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي بدأت من الولايات المتحدة الأمريكية إضافة إلى بلدان أخرى، لتظهر أدوات حديثة للسياسة النقدية لعبت دوراً هاماً في التقليل من حدة هذه الأزمات وأصبحت نهجاً جديداً في السياسة النقدية في كثير من الدول.

الفصل الثاني:

الاستقرار المالي

ومؤشرات السلامة المالية

تمهيد:

لم يكن ظهور الأسواق المالية بدون دافع، إنما الهدف الرئيسي منها كانت الحاجة إلى الأموال من أجل الاستثمار وكسب العوائد، فتطورت أدواتها في النشاط الاقتصادي مع مرور الزمن والاحتياجات المتزايدة للأموال، لذلك تلعب الأسواق المالية الدور الأساسي في توفير الأموال اللازمة لتمويل مختلف المشاريع والاستثمارات بتحويل المدخرات والفوائض المالية لوحدات اقتصادية إلى وحدات أخرى تعاني عجز مالي ونقص في التمويل الكافي لتنفيذ هذه المشاريع والاستثمارات، وهنا يبرز الدور والأهمية القصوى لها في دفع عجلة النمو وتحفيز الأعوان الاقتصاديين في السعي والبحث عن فرص تمكّنهم من تحقيق عوائد مالية، إلا أن استقرارها يتأثر بعوامل عدة منها السياسة النقدية،

ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى التعريف بالأسواق المالية وأقسامها ودورها وأهميتها في النشاط الاقتصادي وأثر السياسة النقدية في استقرارها وإلى الإطار النظري للاستقرار المالي ومحدداته إلى جانب المؤشرات التي تسمح بقياسها، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: أثر السياسة النقدية على الأسواق المالية

المبحث الثاني: الاستقرار المالي ومحدداته

المبحث الثالث: مؤشرات السلامة المالية

المبحث الأول: أثر السياسة النقدية في الأسواق المالية

يؤثر العرض النقدي على الأسواق المالية بتأثيره على الاستثمار في الأوراق المالية وأسعار الفائدة بواسطة التغيير في عرض النقد ارتفاعاً وانخفاضاً حسب متطلبات النشاط الاقتصادي وتعطى للسلطة النقدية المتمثلة في البنك المركزي مسؤولية التحكم في عرض النقد حسب ما يقتضيه الوضع الاقتصادي لمسؤوليته المباشرة كمصدر للعملة ومراقبة الائتمان، وتستخدم عدد من الوسائل المباشرة وغير المباشرة للتغيير في المعروض النقدي توسعاً أو انكماشاً¹، حيث إن العلاقة بين السياسة النقدية والسوق المالي على قدر كبير من الأهمية في أي اقتصاد وتأتي من التداخل والاتساق بين السوق النقدية وسوق رأس المال، فالنظام المصرفي المتمثل في البنك المركزي والبنوك التجارية والبنوك المتخصصة نعد من الركائز الأساسية في نمو وتطور السوق المالية في أي بلد، وتستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءات مختلفة عبر إدارتها المتنوعة للتأثير على حجم السيولة الكلية للاقتصاد للمحافظة على الاستقرار النقدي في الاقتصاد ككل وانتقال آثار هذه الإجراءات إلى السوق المالية عبر طريقتين:²

- **الطريقة المباشرة:** وتتم وفق هذه الطريقة عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من السلطة النقدية، وتتميز بكونها مقيّدة لنشاط السوق المالي.
- **الطريقة غير المباشرة:** هذه الطريقة تعمل بشكل أفضل من الطريقة الأولى بالنسبة للسلطة النقدية، واستناداً إلى هذه الطريقة يكون تأثير الإجراءات النقدية من خلال أدوات مهمة للتأثير في حجم سيولة السوق المتمثلة في أسعار الفائدة ومنح الائتمان.

المطلب الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية وأهميتها

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد القومي حيث تعتبر المرآة التي تعكس حجم النشاط والتنوع الاقتصادي،

الفرع الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية

للسوق المالي عدة تعاريف تبرز دورها الهام في النشاط الاقتصادي وأهم هذه التعاريف: المقصود بالسوق المالي بأنه آلية أكثر منه موقع مادي أو منطقة جغرافية فهو هيئة منظمة تسمح بتسهيل عملية تدفق الأموال من وإلى الشركات والحكومات والأفراد لتمويل الاستثمارات وفق نهج يعمل على إصدار وتداول أدوات مالية متنوعة تتراوح آجال استحقاقها اقل من سنة الى متوسطة وطويلة وتوثيقها وفق قوانين وأنظمة وتعليمات بما يتناسب مع تحقق عوائد مرضية بأقل قدر ممكن من المخاطرة¹، والمجال الذي تلقي أو تتقابل فيه الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد اقتصادية فائضة (المدخرين) وترغب إقراضها والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقرضين) وداخل هذا الإطار تنشأ وتتداول الأصول المالية"

2

وعرف أيضا على أنها " تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين والمقترضين (المستثمرين) يوفر الموارد المالية اللازمة للتوسع في المشاريع عند سعر معين يحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) مقابل التنازل عن اموالهم"³

" تسمى الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية مثل سندات الدولة والهيئات العامة وسندات الشركات وأسهمها بالسوق المالي Financial market ويتم من خلاله التفريق بين السوق النقدي monetary market وسوق رأس المال، فالسوق النقدي وهو ما يطلق عليه أيضا بسوق رؤوس الأموال capital market وهو الذي تعرض فيه وتطلب رؤوس الأموال الحاضرة السائلة فيبحث صاحب رأس المال عن استثمار لرأس ماله في السوق لمدة قصيرة او يستخدم رأس المال في ائتمان لأجل قصير مقابل الحصول على فائدة من عمليات الخصم و اقراض النقود بضمان البضائع او الأوراق المالية او الاكتتاب في سندات الخزانة العامة وتقوم بنوك الودائع بدور هام في السوق النقدي ويعتبر سوق الصرف عنصرا من عناصر السوق

¹ بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان - الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات - دار النشر بن زايد للطباعة والنشر - بسكرة- الجزائر - طبعة الأولى 2019 ص 21

² فائزة لعرف- محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال للمنة الثانية ليسانس تخصص علوم تجارية - جامعة المسيلة 2015 - 2016 ص 61

³ رشيد هولي - مدى فعالية الأسواق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة - دراسة حالة - تونس - الجزائر - المغرب رسالة ماجستير - جامعة قسنطينة 2010 - 2011 ص 10

النقدي، أما سوق رأس المال فهو الذي تتداول فيه الأوراق المالية بالبيع أو الشراء فقد يفضل أصحاب رؤوس الأموال السعي وراء استثمار دائم طويل الأجل في أوراق مالية¹ ،

السوق المالية هي المكان الذي يمكن للشركات والمستثمرين فيه جمع رأس المال لتوسيع عملياتهم وتحقيق عوائد على استثماراتهم وفيه حيث يجد المشترون بائعين لمنتجات مالية وتشمل الأسواق المالية أي مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية، بما فيها البورصات وأسواق السندات وأسواق الصرف الأجنبي وأسواق المشتقات المالية، وتختلف الأسواق المالية عن الأسواق التقليدية الأخرى مثل أسواق السلع والعقارات ففيه تستخدم الأدوات المالية مثل السندات والأسهم لتوليد العائدات والأرباح من الاستثمارات بدلا من استهلاكها في حد ذاتها وتشهد معاملات يومية هائلة تقترب أحيانا من مليارات الدولارات مقارنة بالأسواق الأخرى وغالبا ما يطلب من تجار الأوراق المالية بموجب القانون الشراء والبيع من خلال وسيط مالي في مقابل ان استخدام خدمات الوسيط ليس ضروريا في الأسواق التقليدية²،

إذن السوق المالي هو أم الأسواق في النشاط الاقتصادي يجتمع فيه أصحاب الفوائض المالية الذين يرغبون في استثمار أموالهم لأجل الحصول على عوائد من ذلك بالمتعاملين الذين يطلبون هذه الأموال قصد تمويل مشاريعهم واستثماراتهم مقابل دفع تلك العوائد لأصحاب الأموال، ويتم ذلك في مكان سواء كان حقيقي أو افتراضي، وتنقسم هذه السوق الى سوق نقدي وسوق رأس مال، يلعب كل منها دور هام في توفير الأموال اللازمة لأجل تلبية الطلب على الأموال لتمويل مختلف المشاريع والاستثمارات،

الفرع الثاني: ماهية الأسواق المالية

أولا- نشأة الأسواق المالية

إن نشوء الأسواق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ولا بقرار وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته، فكانت البداية بإنشاء سوق للأوراق المالية،

¹ محمد فرح عبد الحليم - الأسواق المالية والبورصات- جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي طبعة 2 - صنعاء 2013 ص 13- 14

² Austin Mwange, Alex Chola Kafwabulula, Muganhu Marebesa - Explaining The Fundamentals of Financial Markets: A Theoretical

Review - Research Journal of Finance and Accounting · November 2022 p 68

وتعود كلمة بورصة إلى الاجتماعات التجارية التي كانت تتم في فندق قريب من مدينة بروج "Brughe" البلجيكية، مملوك أحد أفراد عائلة "فان دي بورص" "Der Van Bourse" حيث كان يجتمع فيه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، وكانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات، لتتطور وتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي المبادلة، ويعتبر المؤرخون سنة 1339 بمثابة السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة، نسبة إلى عائلة الشخص السابق الذكر الذي كان يستقبل هؤلاء التجار ورجال الأعمال في فندقه. ويقول البعض أن هذه الاجتماعات كانت تتم أمام الفندق وأمام منزل هذه العائلة الذي كان شعاره عبارة عن ثلاثة أكياس للنقود "معلقة أمام باب الفندق، ومن ثم جاء الاسم "بورصة"¹،

ثانيا - المراحل التاريخية للأسواق المالية

مرت الأسواق المالية منذ نشوئها بخمسة مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي:²

أ- المرحلة الأولى: تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال أفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية جعلهم يلجؤون إلى الاقتراض من البنوك لتحويل مشروعاتهم.

ب- المرحلة الثانية: تميزت بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، فبعد أن كانت هذه البنوك تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أصبحت في هذه المرحلة تقوم بأعمالها في خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا للضوابط التي يضعها البنك المركزي.

ج- المرحلة الثالثة: تميزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض، متوسط وطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والبنوك الزراعية والبنوك العقارية وبنوك التنمية وبنوك الاستثمار، وقد كانت هذه البنوك تقوم بإصدار السندات لسد احتياجاتها من الأموال، وهي تزيد من قدرتها على تمويل المشاريع المختلفة، كما كانت البنوك المركزية تقوم بإصدار سندات الخزنة.

¹ يسيع عبد القادر - محاضرات في الأسواق المالية - جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس - كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير - 2017-2018 ص3

² مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة- الجزء الأول- كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع - الرياض - الطبعة الأولى - 2005

د- المرحلة الرابعة: تبدأ من تطور الأسواق النقدية، حيث ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.

هـ المرحلة الخامسة: وتبدأ نتيجة اندماج الأسواق النقدية في السوق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية، ونتيجة لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المنخفضة في بيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

ثالثا- خصائص السوق المالي

يتميز السوق المالي بعدة خصائص وتتمثل أهمها في¹ :

- أ- يتم البيع والشراء في أسواق الأوراق المالية دون الحاجة للوجود المادي للصكوك والأوراق المالية وغيرها، حيث يتم عن طريق شبكات الحاسب الآلي،
- ب- لا تستهلك الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات في حد ذاتها بل يتم استخدامها للحصول على العوائد والأرباح المحققة من الاستثمار،
- ج- التعاملات اليومية في الأسواق المالية تتميز بالضخامة مقارنة بالأسواق الأخرى فقد تتعدى التعاملات اليومية المليارات في حين لا تتعدى الملايين في أي سوق أخرى،
- د- يلزم القانون أحيانا المتعاملين في سوق الأوراق المالية الشراء والبيع من خلال وسيط مالي، أما في الأسواق التقليدية فلا يوجد إلزام في الاستعانة بوسيط،
- فداخل أي سوق مالي نميز وجود سوقين، سوقا نقدية تخص المعاملات المالية القصيرة الأجل وسوقا آخر تسمى سوق رأس المال تخص المعاملات المالية المتوسطة والطويلة الأجل ، ويعتبر وجود هاذين السوقين ودرجة نموها وتطورهما انعكاسا لدرجة نمو وتطور النظام والوعي المالي والاستثماري، حيث تظهر أهمية السوقين من خلال وظائفهما الاقتصادية التي لها ارتباط كبير بكفاءة و أداء الاقتصاد ككل، فالسوقين تعملان على خلق نوع من التقارب بين مختلف القطاعات التي تقوم بالاستثمار الحقيقي وتكوين رأس مال وبين القطاعات التي تحقق الادخار، فهو السوق الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية ومشترى تلك الأوراق ، أي السوق التي يتم فيها إصدار ومفاوضات المنتجات المالية الطويلة الأجل والمنتجات القصيرة الأجل لذلك

¹ بلعدي محمد - محاضرات في مقياس الأسواق المالية موجهة إلى طلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي بنكي -كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قسنطينة-2 عبد الحميد مهري 2020-2021 ص 24-25

تصنف هذه السوق عموماً على أساس نوع الأدوات المالية المتداولة فيها إلى أسواق قصيرة الأجل (السوق النقدي) وأسواق طويلة الأجل (أسواق رأس المال) أو بورصة القيم المنقولة ولا يمكن تسييره بفعالية إلا في ظل نظام اقتصاد مفتوح أو نظام اقتصاد السوق¹

ثالثاً - وظائف الأسواق المالية

وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بطريقتين² :

- 1- **التمويل المباشر:** وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل: الأسهم، والسندات، وأذونات الخزنة. وهذا التمويل إما أن يتم بدون وساطة أي من المؤسسات المالية، وإما أن يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية،
- 2- **التمويل غير المباشر:** وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل: البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وغيرها، حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع، وشهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذات الاحتياج المالي وإنما عد ذلك تمويلاً غير مباشر، من جهة أن الأموال انتقلت من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات الاحتياج بواسطة هذه المؤسسات.

أما على المستوى الدولي فالأسواق المالية لها أيضاً وظائف يمكن إيجازها في³ :

- حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي،

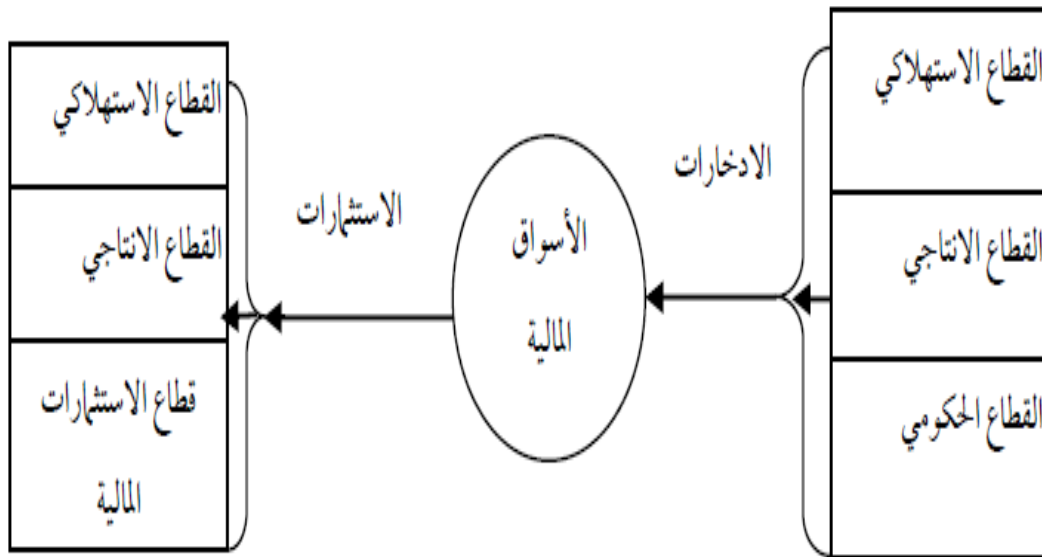
- تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية،

¹ بن علل بلقاسم - مطبوعة دروس في مقياس حلقة حول مواضيع متعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية - السنة الثانية - إدارة مالية - علوم التسيير - المركز الجامعي نور البشير البيض 2015 - 2016 ص 63 - 64

² ص 05 مبارك بن سليمان ال فواز - الأسواق المالية من منظور إسلامي - مركز النشر العلمي - جامعة الملك عبد العزيز - جدة سنة 2010
³ بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان مرجع سابق ص 36

- المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية،
- تحديد السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق،
- تطوير الأساليب والإجراءات الكفيلة للحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية،
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية،
- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق للإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية،
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد الى المجالات الأكثر ربحية بما يحقق نمو وازدهار اقتصادي.
- تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

الشكل 3: آلية عمل الأسواق المالية



- المصدر: دريد كامل آل شبيب - الاستثمار والتحليل الاستثماري - دار اليازودي العلمية-

الأردن - 2009 ص 175

من خلال الشكل يظهر الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي وذلك بعملية تحويل الادخار لمختلف القطاعات الاقتصادية الى استثمارات في نفس القطاعات او قطاعات أخرى ما يثبت أهميتها في الربط وتوفير الأموال اللازمة والفائضة للقطاعات التي تحتاجها وتعاني عجزا في التمويل،

رابعاً - أهمية السوق المالي

يلعب السوق المالي أهمية بالغة في الاقتصاد القومي والدولي لما يساهم به من دور هام في النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، وتتجلى هذه الأهمية فيما يلي¹:

أ- تعبئة المدخرات المالية حيث تسهم سوق الأوراق المالية في تنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة يبيع أسهمهم وقت ما يشاؤون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه الى أسواق ثانوية.

ب- توفير السيولة للمستثمرين حيث أضحت الأسواق المالية تلعب دوراً هاماً وحيوياً في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات النامية إذ ارتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة،

ج- التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة حيث تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ التدابير اللازمة والإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر، فانخفاض أسعار الأسهم تعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة الكساد، اما ارتفاع أسعارها فيعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة الانتعاش،

د- تحويل الفائض على إدارة مختصة لشركات المساهمة بدلاً من جامعي الأموال، فيسهم السوق المالي في تشجيع تأسيس شركات مساهمة ذات الميزة التشاركية والتي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية للبلاد.

هـ- الرقابة على إدارة الشركات حيث تعتبر البورصة جهة رقابية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتحويلية على مستوى عال من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفءة فإنها تنتهي الى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط. لذلك ومن خلال ما سبق، يمكن أن نوجز أهمية الأسواق المالية فيما يلي:

و- تعمل الأسواق المالية كسوق لشراء وبيع الأصول المالية وهي واحدة من وظائفها الرئيسية حيث يتم فيه تحديد الأسعار من خلال قوى العرض والطلب وحشد المدخرات من المستثمرين حتى يمكن استثمارها لتحقيق أهداف مربحة و كوته يربط التجار بالمشتريين أو البائعين المحتملين للصفقة، فهو أحد المنصات المطلوبة التي تمكن المستثمرين من بيع أوراقهم المالية، ومن خلاله يكتشف المستثمرون والمدخرون أن أسواق رأس المال تقدم خيارات استثمارية أكثر ربحية من مدخرات البنوك، اعتمادًا على قدرتهم على تحمل المخاطر، واحتياجات السيولة، وعوامل أخرى لتوافر مجموعة أوسع من الأصول والأدوات، لذلك يمكن للمستثمرين أيضًا الاستفادة من هذه الأسواق من حيث تنويع المحفظة وإدارة المخاطر¹،

ي- هي الأسواق التي يمكن من خلالها للأشخاص والشركات الخاصة والعامة تداول السلع المالية والأوراق المالية بأسعار تملئها قوى العرض والطلب الاقتصادية وتشمل هذه السلع المالية؛ السلع الزراعية والمعادن الثمينة مثل الذهب والفضة وما إلى ذلك. فالأوراق المالية من ناحية أخرى هي في الأساس السندات والأسهم ووفقًا للاقتصاد مصطلح السوق يعني في الأساس اجتماع المشتريين والبائعين لسلعة أو خدمة معينة ومعاملاتهم التجارية الإجمالية بإرادتهم الحرة²،

ك- الأسواق المالية تتمتع بأهمية كبيرة، لما تسهم به في اقتصاديات الدول لتحقيق النمو الاقتصادي فيها هذه الدول، ودورها الكبير في تفعيل الاستثمار، وفي غياب الأسواق المالية

¹Austin Mwangi and others - Explaining the Fundamentals of Financial Markets: A Theoretical Review - Research Journal of Finance and Accounting - Vol.13, No.20 - 2022 P 72-73

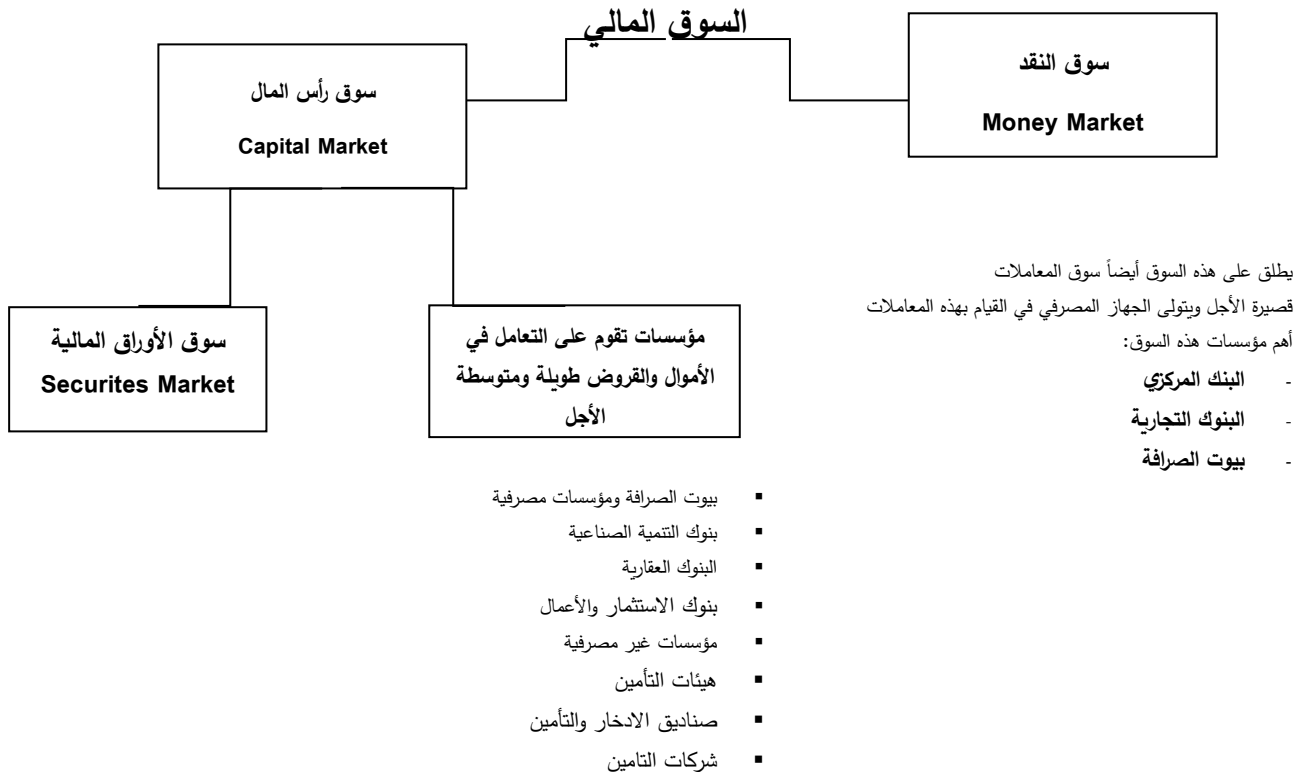
²Ercan ekmekcioglu - Role of Finance Markets in a Global Economy and the Concept of Uncertainty - INTERNATIONAL JOURNAL OF ACADEMIC RESEARCH IN ECONOMICS AND MANAGEMENT SCIENCES Vol. 2, No. 4 - 2013 P 189

سيكون هناك موارد غير معروفة وغير مستغلة، وحاجات عديدة لم تشبع بعد، فتسهم في كشف تلك الحاجات التي لم تشبع، وتعمل على معرفة الموارد التي لم تعرف ولم يتم استغلالها، بالشكل الذي يحقق التلاقي بين الجانبين الموارد والحاجات، بالتالي تؤدي إلى المساهمة في حل المشكلة الاقتصادية عن طريق التخصيص الرشيد والأمثل للأموال والموارد والمصادر فأهميتها كبيرة نظرا للاستثمارات وتأمين احتياجات المستثمرين للقيام بهذه الاستثمارات، وتنمية رؤوس الأموال، لزيادة التنمية الاقتصادية في الدول التي تعمل بها¹،

الفرع الثالث: أقسام السوق المالي

يتفرع السوق المالي إلى فرعين رئيسيين، يتميز كل منها بطبيعة خصائصه والوظائف التي يؤديها في السوق المالي وفي النشاط الاقتصادي بصفة عامة، ويتمثلان في: السوق النقدي وسوق رأس المال،

الشكل 4: اقسام السوق المالي



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان "سوق الأوراق المالية" المعهد العالمي للفكر الإسلامي - القاهرة 1996 ص 36

أولاً- السوق النقدي

السوق النقدي أحد اقسام السوق المالي، ودوره اساسي في النشاط الاقتصادي يشمل البنوك ويعض المؤسسات المتخصصة،

أ - مفهوم السوق النقدي

السوق النقدي هو سوق يتدخل فيه فقط البنوك وبعض المؤسسات المتخصصة لتبادل النقود المركزية فقط. يوظف فيه المقرضون فائضهم النقدي في المدى القصير في حين يسعى المقترضون إلى تغطية العجز المسجل في خزينتهم وتحدد المعدلات المطبقة في السوق النقدي بناء على قوى العرض والطلب والمرفقة بتدخلات البنك المركزي وبهذه التدخلات يتمكن البنك المركزي بالتأثير على حجم النقود المركزية الموجودة في الاقتصاد وعلى سعر النقود في المدى القصير كما يعرف على انه سوق القروض قصيرة فهو سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية. حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذا السوق، كما تحصل على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي، ولكن الضمانات الحقيقية لهذه العمليات تكمن في الأوراق المالية الحكومية والسندات التجارية المتعامل بها¹، هي السوق التي يلعب فيها الجهاز المصرفي الدور الأساسي بتحكمه في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية فمن خلال هذه السوق تتم عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية وفقا لأسعار الفائدة السائدة للأجل المختلفة، حيث يتحدد سعر الفائدة غالبا بناء على العرض والطلب مع الأخذ في الاعتبار المؤشرات الاقتصادية والسياسية ومدى تأثيرها على آلية عمل السوق وتسعير الأوراق²، والأصول المتداولة فيه قصيرة الأجل تتراوح آجال استحقاقها من يوم إلى عام وعادة ما تكون قابلة للتحويل بسهولة إلى نقد، وتشمل أدوات مثل الحسابات المصرفية، بما في ذلك شهادات الإيداع الآجلة؛ والقروض بين البنوك وصناديق الاستثمار المشتركة في سوق النقد والأوراق التجارية وأذون الخزانة واتفاقيات إقراض وإعادة شراء الأوراق المالية وتشكل هذه الأسواق حصة كبيرة من النظام المالي وتختلف هذه الأدوات منها الأوراق المالية في كيفية

¹ درر نصيرة - سبل تفعيل السوق النقدي في الجزائر - مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي - مجلد 09- عدد 17 - 2014 ص 83-84

² أزهرى الطيب فكي أحمد - أسواق المال - دار الجنان للنشر والتوزيع - عمان - طبعة 1 - 2017 ص 20

تداولها ومعاملتها بموجب القوانين التنظيمية المالية فضلاً عن مدى اعتماد المقرض على قيمة الضمانات الأساسية، بدلاً من تقييم المقرض¹.

إذن سوق النقد هو أحد مكونات السوق المالي تتشكل من أصول تدخل في المدى القصير للاقتراض، والإقراض بآجال استحقاق سنة واحدة أو أقل، والأوراق المالية المتداولة فيه وهي في الأساس سندات دين صادرة عن الحكومات والمؤسسات المالية والشركات الكبرى، تتخصص في الأدوات قصيرة الأجل التي تتمتع بقدر عال من السيولة أو يمكن تسيلها فور عرضها للبيع وبأدنى قدر من الخسائر يلعب فيها الجهاز المصرفي الدور الأساسي بتحكمه في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية، ومن خلاله تتم عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية وفقاً لأسعار الفائدة السائدة لآجال مختلفة،

ب- أهمية السوق النقدي

للسوق النقدي أهمية بالغة في نشاط الاقتصاد القومي للأسباب التالية²:

- ترجع أهمية السوق النقدية بشكل أساسي إلى دورها في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية في تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقرض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة ومن وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم الاحتياطات النقدية للمصارف التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل³،

- يعتبر السوق النقدي بمثابة القناة التي يقوم البنك المركزي من خلالها بضبط الكتلة النقدية وذلك باستخدامه للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، مؤثراً بذلك على معدلات السوق وحجم الأموال السائلة مما ينعكس بطبيعة الحال على شروط البنوك والتالي على الدائرة الحقيقية⁴،

¹Randall Dodd -What Are Money Markets? - Finance & Development - June 2012 – p 46

³حدة رايس - دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي - مجلة العلوم الإنسانية- جامعة محمد خيضر بسكرة - العدد 09 - مارس 2006 ص 04

ص 85

مرجع سابق

⁴دردر نصيرة

- يساهم هذا السوق في تمويل التجارة الخارجية من خلال تقديم الضمانات البنكية، وفتح الاعتمادات المستندية، بالإضافة الى إمكانية خصم الكمبيالات وهو ما يوفر سيولة للوفاء بالالتزامات في قطاع التجارة كما يساهم في تنفيذ السياسة النقدية للبنك المركزي عن طريق أسعار الفائدة، وأسعار الخصم، فهو يساعد على التأثير على الكتلة النقدية المتداولة بما يساهم في تنفيذ هذه السياسات¹،

ج - خصائص السوق النقدي² :

يتميز سوق النقد بمرونته العالية، خاصة وأن الفاعلين فيه هم المؤسسات المالية (البنك المركزي، البنوك، صناديق الاستثمار...)، يتميز بالسيولة العالية وتدني درجة المخاطرة فيه لأن طبيعته سوق المعاملات التي تتم فيه تقل مدتها عن سنة، واهم خصائصه:

- يتميز سوق النقد بانخفاض مستويات المخاطر السوقية حيث فيه تدني درجة المخاطر السوقية نتيجة انخفاض احتمالات تراجع أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه نظرا لكونها أوراقا قصيرة الأجل، لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو نتيجة أي متغيرات اقتصادية وأ مالية أخرى اثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق، مما يجعل قيمتها عند الاستحقاق شبه مؤكدة،

- انخفاض مستويات المخاطر الائتمانية حيث ترتبط مخاطر الائتمان باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، وفي سوق النقد حيث الأدوات المتداولة فيه صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك المركزية، أو البنوك التجارية، أو المؤسسات الحكومية، فإن مخاطر التعثر أو عدم السداد جد منخفضة،

د . الأوراق المتداولة في السوق النقدي

تتميز السوق النقدية بتداول أوراق مالية بأجال قصيرة وتعد المؤسسات الحكومية والشركات الكبرى المصدر الأساسي لها أهمها³ :

- **أذونات الخزنة:** هي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد وتصدر بتواريخ استحقاق مختلفة عادة ما تكون 91 يوما أو 182 يوما وتباع هذه

¹ رجال مراد - محاضرات في مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال السنة الثانية ليسانس شعبة علوم اقتصادية - جامعة العربي التيس - تبسة- 2020-2021 ص 55

² عبد الكريم أحمد قندوز - الأسواق المالية - سلسلة كتيبات تعريفية - العدد 21- صندوق النقد العربي 2021 ص 12

³ حسان خضر - تحليل الأسواق المالية - دورية المعهد العربي للتخطيط - الكويت العدد 27 - مارس 2014 ص 5

الأوراق بخصم، أي أنه لا يتم دفع الفائدة للمستثمر بل يتم تحديد السعر بناء على مقدار الخصم،

- **الأوراق التجارية:** هي وعد غير مؤكد بالدفع تصدرها الشركات المصرفية والتي تتمتع بوضع مالي جيد، ويقوم المقرضون أو المستثمرون بشراء تلك الأوراق وعادة ما يتراوح استحقاقها ما بين عدة أيام و270 يوما، كما أنها تباع بخصم،

- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي عبارة عن إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغا معينا ولمدة محددة وبفائدة معلومة ويمكن لحامل تلك الشهادات إما الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها أو بيعها في السوق الثانوية،

- **القبولات المصرفية:** ظهرت هذه الورقة في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف عميل حيث يقبل البنك دفع مبلغ في تاريخ محدد قابلة للتداول في سوق النقد حيث يمكن لحاملها بيعها بخصم،

ثانيا - سوق رأس المال:

سوق رأس المال هو أهم مكون في السوق المالية، يتميز بخصائص وأدوار هامة في النشاط الاقتصادي

أ - ماهية سوق رأس المال:

- أسواق رأس المال (Markets Capital) هي أسواق يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل أدوات الملكية (الأسهم بأشكالها المختلفة)، وأدوات الدين (السندات) والقروض المصرفية طويلة الأجل، تتوجه لتمويل رأس المال الثابت للوحدات الاقتصادية¹،

- سوق رأس المال هو السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات الأعمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود لفترات طويلة أو متوسطة حيث ان الاقتراض في الواقع ليس الصفة الجوهرية له، بل هو أحد أشكال الحصول على الموارد. لذلك

يمكن تعريفه بأنه السوق الذي يتعامل فيه كل من أصحاب الأموال والمستثمرين بعقود طويلة الأجل التي تتسم بالمخاطر لطول آجالها، لذلك فالعائد فيها مرتفع مقارنة بالتمنوح في السوق النقدي، ويتميز بكونه أكثر تنظيمًا وكبر حجم الصفقات المنفذة فيها من قبل المتخصصين والمتعاملون فيه يلعبون دورًا مهمًا في تفعيل حركة التداول¹،

- سوق رأس المال هي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أم عن ملكية كالأسهم وسميت بذلك لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة²، فهو سوق متخصص في المعاملات ذات الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، على عكس السوق النقدي الذي يقدم حلولاً لإعادة التمويل من خلال رؤوس الأموال قصيرة ومتوسطة الأجل وهو سوق عام ومفتوح وشفاف، بمعنى أنه يمكن لأي شخص أن يكون مشاركًا في هذا السوق دون وجود حواجز ملحوظة للدخول أو الخروج، تتسم بطابع عام، ومن المحتمل أن يكون نشر المعلومات عنه من خلال الحجم أو السرعة وإمكانية استقبالها على قدم المساواة من قبل جميع المشاركين³،

إذن يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات الأعمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود لفترات طويلة أو متوسطة الأجل، متخصص في المعاملات ذات الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، على عكس السوق النقدي، والغرض الأساسي منها هو تحويل المدخرات إلى استثمارات، والأوراق المالية المتعامل بها في هذه السوق هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد عن عام،

ب - أهمية سوق رأس المال:

لأسواق رأس المال أهمية بالغة في النشاط الاقتصادي لما يوفره من تمويل للمؤسسات ودعم للاستثمار أهمها:

¹ بلعيد سمية - دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية- رسالة ماجستير - جامعة قسنطينة 2 - 2013 - 2014 ص 7

ص 7

مرجع سابق

² مبارك بن سليمان آل فواز

³ Andrieş, Alin Marius - THE IMPORTANCE OF CAPITAL MARKET IN ECONOMY - Centre for European Studies - CES Working Papers 2009

- يلعب سوق رأس المال دورين متميزين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، ويعزى الدور المباشر الى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق، لتتاح لها فرصة مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل بيعها بسعر مرتفع يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهو ما يعني انخفاض تكلفة الأموال، أما الدور غير المباشر فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل بأسهم المنشأة يعد بمثابة شهادة للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية وبسعر فائدة معقول¹،

- إن آلية سوق رأس المال لا تسمح فقط بتخصيص الموارد المالية المتاحة في لحظة معينة في الاقتصاد بكفاءة من وجهة نظر السوق بل تسمح أيضًا بتخصيص الأموال وفقًا للعائد والمخاطرة من وجهة نظر المستثمر، وتقدم مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأدوات المالية ذات خصائص الربحية والمخاطر المختلفة المناسبة للادخار أو تغطية المخاطر في الوقت الحاضر، وقد أصبحت الحماية من المخاطر المالية ضرورة، فرضتها التحولات في الاقتصاد العالمي، وعدم الاستقرار المتزايد والأزمة المالية التي تؤثر دون تمييز على أسواق الأسهم المتقدمة والناشئة²،

- تمكن أسواق الأوراق المالية المستثمرين من تنويع الثروة بين مجموعة من الأصول بشكل أكثر سهولة بالمقارنة بالأشكال الأخرى لأسواق رأس المال، ويؤدي التنويع الى تخفيض المخاطر التي يتحملها المستثمرون ومن ثم تخفيض علاوة الخطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي الى خفض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، وتزيد منافع التنويع في ظل اندماج الأسواق المحلية للأوراق المالية، ولأن المشروعات مرتفعة العائد تميل لأن تكون نسبيًا خطيرة فإن سوق الأوراق المالية من خلال تسهيلها لتنويع الخطر تحفز الاستثمار في المشروعات ذات العوائد المرتفعة من خلال توجيه المدخرات إليها، ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها يؤدي ما سبق الى تعزيز النمو الاقتصادي³،

¹ منير ابراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - منشأة المعارف - الاسكندرية 1993 ص 667

² Ovidiu STOICA - THE ROLE OF THE CAPITAL MARKET IN THE ECONOMIC DEVELOPMENT - SSRN Electronic Journal - January 2002 P 03

ج - خصائص سوق رأس المال:

يتميز سوق رأس المال بعدة خصائص تتمثل أهمها في¹ :

- يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بارتفاع العوائد ما يدفع المستثمرين للتفكير والاهتمام بالأرباح على حساب السيولة،

- تعد سوق رأس المال أكثر تنظيماً من سوق النقد المحدودة المتعاملين فيها، فضلاً عن كونهم على درجة عالية من التخصص والمهارة في إبرام الصفقات المالية،

- تعد سوق رأس المال سوق للجملة والتجزئة في آن واحد، إذ تعقد فيها صفقات كبيرة وأخرى صغيرة وفقاً لحاجة المتعاملين وطلباتهم،

- تلعب سوق رأس المال دوراً حيوياً في تطوير منشآت الأعمال وغيرها كونها تمثل قناة لتدفق الأموال متوسطة وطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين،

- يقابل ارتفاع معدل الفائدة في سوق رأس المال، ارتفاع معدل المخاطرة الناشئ عن طول آجال الأوراق المالية المتداولة فيها وبالتالي زيادة مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة،

د - الأوراق المتداولة في سوق رأس المال: يتم في سوق رأس المال تداول أوراق مالية متنوعة أهمها:

1- أوراق مالية تمثل ملكية الشركة: وتتضمن الأسهم بأنواعها:²

- **الأسهم العادية:** وهي عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول ذات دخل متغير تصدرها شركة أسهم تضمن حق الشريك في هذه الشركة، ويتم إصداره من خلال اكتتاب عام مغلق وقد يكون سهم نقدي أو عيني أو حصص تأسيس، ويتمتع حامله بحقوق كالحق في الأرباح الموزعة والتصويت في الجمعية العامة وحق نقل الملكية وحضور الجمعيات العامة، حق الأولوية في الاكتتاب، حق الاطلاع على وثائق الشركة وسجلاتها وحق الحصول على حصة من موجودات الشركة بعد التصفية،

¹ حيدر حسين آل طعمة

² صيغة سمية

مرجع سابق
مرجع سابق

ص 16
ص 60

- الأسهم الممتازة: وهي عبارة عن سند ملكية له قيمة دفترية وسوقية مثل الأسهم العادية، ولحامله الأولوية على حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها وتصفيته. وتتمثل أهم خصائصها في:
- الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة،
- خاصية تجميع الأرباح لسنة أو أكثر ودفعها متأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
- إمكانية الاستدعاء والاستبدال الذي يمكن الشركة من استردادها وذلك إما بشرائها أو استبدالها بأسهم عادية،
- إمكانية مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح المتبقية وذلك بعد حصول حملة الأسهم الممتازة والعادية أيضا من أرباحها،

2- الأوراق التي تمثل ديناً (السندات):

وتمثل هذه الأوراق المالية في السندات والتي هي عبارة عن قرض طويل الأجل يصدر في شكل وثيقة، تبيعها المنشأة للجمهور بقيمة اسمية محددة، وبسعر فائدة ثابت ومحدد ويتم دفعه عن طريق المنشأة كل (6) ستة أشهر أو كل سنة، كما تلتزم المنشأة بدفع قيمة السند كاملة عند تاريخ الاستحقاق الذي يكون عموماً طويلاً نسبياً حتى يبلغ من 10 إلى 15 سنة أو أكثر، ويختلف عن العروض بان يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات أيضاً، ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة أخرى قبل تاريخ استحقاقه لكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق،¹ وتتميز السندات بالخصائص التالية²:

- السندات أداة مالية تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد اقتراض مقدار كبير من المال
- يتعذر الحصول عليه من فرد واحد أو مؤسسة واحدة فتجزئ القرض إلى أجزاء صغيرة
- متساوية، فالسند بالنسبة للحكومات والشركات أداة للاقتراض وبالنسبة للقرض ورقة أو صك
- يثبت كونه دائماً للمقترض بالقيمة المدونة عليه،

¹ بن علل بلقاسم

مرجع سابق

ص 87

² مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان

مرجع سابق

ص 202

- يتم إصدار السندات لأجل متفاوتة فقد تكون من النوع قصير الأجل (أقل من خمس سنوات) أو من النوع متوسط الأجل (من خمس سنوات إلى عشر سنوات)، أو من النوع طويل الأجل (يزيد عن عشر سنوات) وهناك من لا تحمل تاريخ استحقاق محدد،
- بالإضافة إلى التزام مصدر السند بتسديد قيمته في التاريخ المحدد فانه ملزم بدفع فائدة على القرض كاملة على فترات زمنية محددة (سنوية أو نصف سنوية) تكون عادة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند ولا يتوقف دفع هذه الفائدة بل يلزم دفعها في آجال،
- تتميز السندات بقابليتها للتداول بالطرق التجارية، حيث يمكن لحامل السند أن يتنازل عنه أو يبيعه وفقا للأسعار السائدة في السوق،

3- التمويل التأجيري:

التمويل التأجيري هو عقد بين مؤجر ومستأجر حول ايجار اصول معينة يختارها المستأجر من المنتج او المورد لهذه الأصول، حيث يقوم المؤجر بتأجيره للمستأجر مقابل التزامه بدفع الأجرة المتفق عليها في المواعيد المحددة ولا يترتب عليه الحق للمستأجر في تملك تلك الاصول خلال مدة العقد او بعد انتهائها¹،

ثالثا - سوق الأوراق المالية:

من اهم الأسواق التي تتضمنها الأسواق المالية والتي تعتبر محرك أساسي في تنشيط الاقتصاد نجد سوق الأوراق المالية

أ - تعريف سوق الأوراق المالية:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها " سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل، ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح²،

¹عمار زودة - التمويل التأجيري في الجزائر، واقعه ومتطلبات تطويره - مجلة البحوث الاقتصادية والمالية - مجلد 05 عدد 01 - سنة 2018 ص 156

²عبد الله بن محمد الرزوين - الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة - المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس - اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية - جامعة الزيتونة - عمان - 16- 18 / 03 / 1426 هجري ص 74

كما يعرف على أنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو عن طريق الشركات العاملة في هذا المجال وبمفهومها الضيق يقتصر على السوق المنظمة لبورصة الأسهم والسندات التي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء المسموح لهم بالتعامل في السوق وضامني تغطية الاكتتاب¹،

إذن سوق الأوراق المالية هو سوق منظم تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات بنظام، يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين ويتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء المسموح لهم بالتعامل في السوق،

ب - الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية دور وأهمية كبيرة في الاقتصاد القومي من خلال الوظائف التي يقوم بها من تمويل واستثمار من أهمها:

- إيجاد سوق دائمة وحرّة:

يعتبر سوق الأوراق المالية سوق مستمرة، يتم التعامل من خلاله بالأدوات المالية في أوقات العمل الرسمية، حيث يمكن الجمهور والمتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلباً للربح أو بهدف الاستثمار، ويكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، وفيه تتحقق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيه الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب وتكون أسواق حرة ومفتوحة للمستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية²،

¹ نبيل خليل طه نمور - سوق الأوراق الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا - رسالة ماجستير - الجامعة الإسلامية - غزة - سنة 2007 ص 28

² عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان - أسواق الأوراق المالية، نشأتها، الوظائف الاقتصادية وأقسامها - مجلة الاجتهاد القضائي - العدد 11 - مارس 2016 ص 75

- ضخ الأموال في الاقتصاد:

دور أسواق الأوراق المالية بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحويله من مال عاطل خامل الى مال موظف وفعل في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد او الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، فضلا عن ذلك تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم وإعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات¹،

- تشجيع الاستثمار:

هي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولون والمستثمرون او المقرضون والمقترضون لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء او ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل وبدرجة مخاطرة محددة، وهذا يعزز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وفي نفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية للممولين²،

- أداة التحوط من المخاطر:

يستفاد من سوق الأوراق المالية في تفادي الوقوع في المديونية من خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، فتساهم في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمات الدين وهذا يخفف من عبئ المديونية الخارجية، ومن خلالها أيضا يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة ببيع حقه في الشركة في هذه السوق دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع مهما كان نوعها³،

ج - تصنيفات أسواق الأوراق المالية: تصنف سوق الأوراق المالية من حيث البيع حسب طريقتين، ويكون ذلك من حيث الإصدار ومن حيث التنظيم.

ص 11

مرجع سابق

¹حسان خضرم

²سعدوني محمد - الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي - أطروحة دكتوراه - جامعة بوبكر بلقايد - تلمسان - 2014 - 2015 ص 73

ص 77

مرجع سابق

³عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان

- تصنيف سوق الأوراق المالية من حيث الإصدار: يتم بيع الأوراق المالية في الأسواق التي تكون إما أسواق أولية أو أسواق ثانوية.

1 - الأسواق الأولية: الأسواق الأولية هي "الأسواق التي يتم فيها إصدار جميع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، حيث تقوم الشركات والوحدات الحكومية بإصدار أوراقها المالية بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية، التي قد يتم شراءها مباشرة سواء من قبل المنشآت المالية أو المستثمرين الآخرين الذين تتوافر لديهم أموال الاستثمار، م بيعها في السوق بعد شراءها من طرف أمناء الاكتتاب¹، وتعد السوق الأولية ركيزة هامة في النشاط الاقتصادي للاعتبارات التالية²:

- أنها إحدى الآليات المهمة في تجميع المدخرات الوطنية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة الى القطاعات ذات العجز في الموارد الأولية،
- تمارس السوق الأولية تأثيرا محسوسا على مصادر الادخار في مراحل التجميع وعلى تخصيصه في مرحلة التوظيف،
- تعد السوق الأولية مصدرا أصيلا لضمان تدفق الأموال بغير انقطاع الى الوحدات الإنتاجية،

2- الأسواق الثانوية: هو السوق الذي يجرى التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، بعبارة أخرى هو السوق التي يتم تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، ميزنه أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية عنصر السيولة، لذلك يقال إن السوق الأولية تستمد فعاليتها من السوق الثانوية والهدف من بيع الأوراق المالية فيه هو الحصول على السيولة وإعادة الاستثمار فيها³، وله دورا هاما في النشاط الاقتصادي للاعتبارات التالية⁴:

¹ محمد فرح عبد الحليم مرجع سابق ص26

² سمير عبد الحميد رضوان مرجع سابق ص 27

³ بن عزوز عبد الرحمان- دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس - رسالة ماجستير - جامعة منثوري، قسنطينة 2011 - 2012 ص 21

⁴ رفعت السيد العوضي، علي جمعة محمد- موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية المجلد - الأسواق المالية في الاسلام - دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة - مصر - 2010 ص45

- في السوق الثانوية يتم تسهيل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بسرعة، حيث يصبح بوسع المستثمر الاستعانة بخدمات الوساطة في الحصول على قيمة هذه الأوراق،
- إن الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات تكتسب مزيداً من السيولة من خلال تقويم السوق المستثمر لها، حيث يصبح يوسع المستثمر الحصول على قروض بضمانها وبنسبة معينة من القيم السوقية المعلنة،
- إن تسهيل تسهيل الأوراق المالية في أسواق التداول يؤدي إلى زيادة قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان للحصول على القروض،
- من خلال السوق الثانوية يصبح المستثمرون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والسندات واثقين من إمكانية تصنيفها بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وبأفضل سعر ممكن،
- 3 - أسواق أخرى:** إضافة إلى السّوقين السابقين، هناك أسواق يتم فيها تداول مختلف الأوراق والأدوات المالية¹:
- أ - السّوق المالي الاحتكاري:** هو ذلك السّوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تحدد فيه الجهة المصدرة سعر التّداول، إذ تحتكر تلك الجهات عملية الإصدار وتسيير الأداة المصدرة كالإصدارات الحكومية من السندات.
- ب - السّوق الثالث:** يمكن تداول الأدوات المالية للشركات المسجلة في البورصة أي في السّوق المنظمة داخل السّوق الموازي، مطلقين على هذه الحالة اسم السّوق الثالث، ويتم التعامل فيه من خلال بيوت السمسرة، خارج إطار السّوق المنظّم، ومن أهم أسباب إيجاد مثل هذا السّوق هو انجاز عمليات التّداول بسرعة كبيرة ومنح المتعامل إمكانية التّفاوض على مقدار العمولة التي تحصل عليها بيوت السمسرة إضافة إلى التّعامل مع كبار المستثمرين ذو الخبرة العالية ولا يتطلب التّعامل في هذا السّوق الحصول على المشورة إلا في حدود ضيقة.
- ج - السّوق الرّابعة:** إذا تم التّبادل مباشرة بين المالك والمستثمر ودون تدخل الوسيط فيسمى بالسّوق الرّابع، ويكون عادة هذا التّبادل بين مؤسستين ماليّتين وأهم أسباب وجوده هو التخلص من التكاليف وعمولات الوسطاء.

¹دريد كامل آل شبيب - دريد كامل آل شبيب - الاستثمار والتحليل الاستثماري- دار اليازوري العلمية - الاردن 2009 ص 185

– تصنيفات سوق الأوراق المالية حسب التنظيم: يتم تصنيف سوق الأوراق المالية من حيث التنظيم الى سوقين، وهي سوق منظمة وسوق غير منظمة.

1 – السوق المنظم: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الهيئات الرقابية، تتداول فيه عادة الأوراق المالية المسجلة التي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان عادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية فيه وفق شروط تختلف من دولة الى أخرى، تتعلق عادة بأرباح الشركة، حجم أصولها والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام الخ¹،

وترتكز السوق المنظمة على العناصر التالية²:

– **السوق:** أو المكان الذي يتم فيه التعامل بين المقترضين والمقرضين، والذي يتم فيه شراء أو بيع الأوراق المالية،

– **السلع:** يتم التعامل بها في البورصات وهي الأوراق المالية ويطلق عليها أيضا الأدوات المالية،

– **القائمون بالوساطة:** بين المقترضين والمقرضين ويعرفوا بأنهم الوسطاء الماليين،

2 – السوق غير المنظمة : يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها البيوت المنتشرة في جميع أنحاء الدولة ولا يوجد مكان محدد لإتمام هذه المعاملات ، اذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحساب الآلي او غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر إجراء اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر³، وتقوم السوق غير المنظمة التي يصطلح عليها بالسوق غير الرسمية بوظائف هامة في الاقتصاد تتمثل أهمها في ما يلي⁴ :

– بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة مثلما يتم في الأسواق الأولية.

¹ دوكساني رشيد - معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها – أطروحة الدكتوراه – جامعة الجزائر 2005- 2006 ص 45

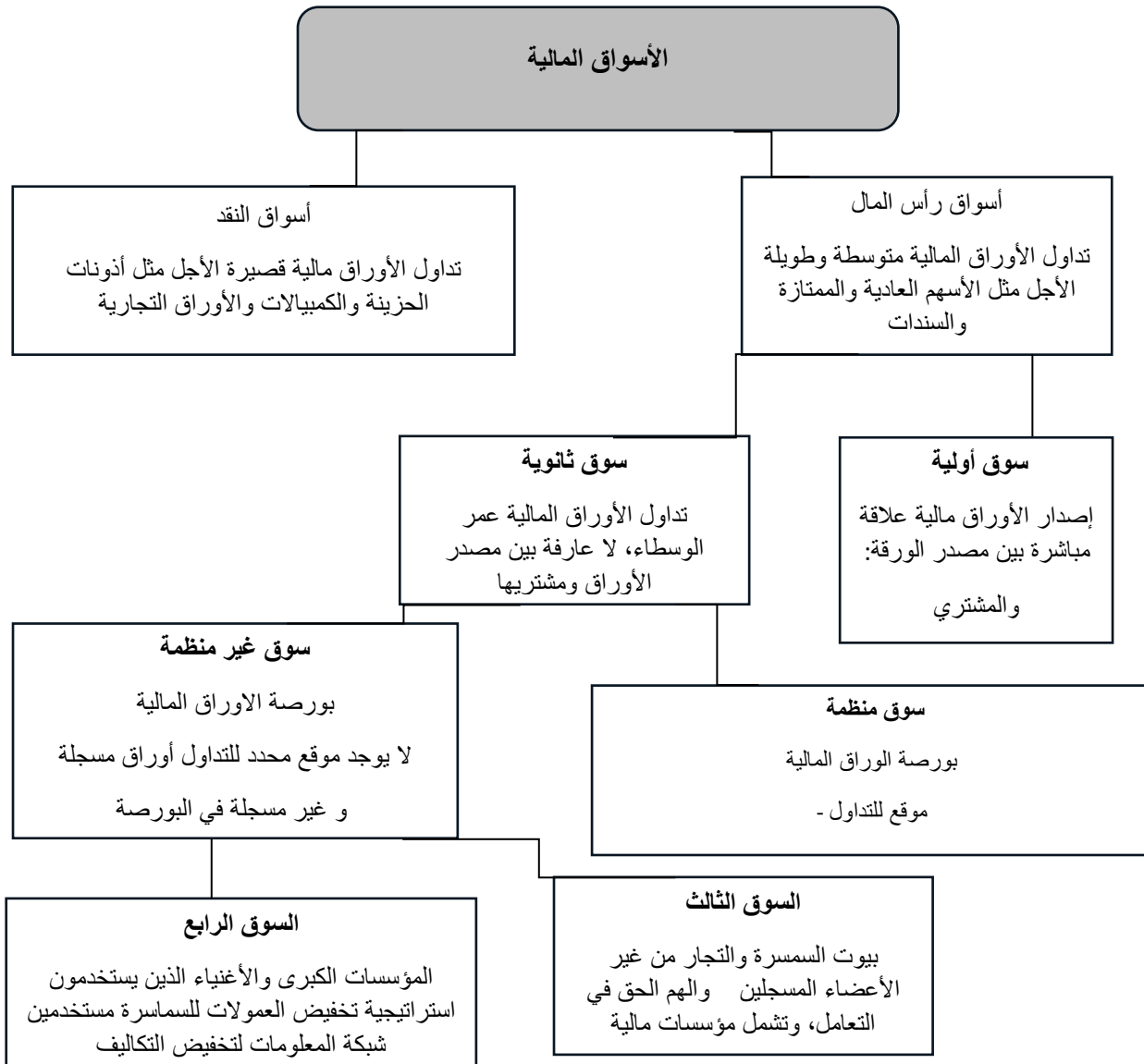
² رشيد هولي مرجع سابق ص 15

³ منير ابراهيم هندي مرجع سابق ص 106

⁴ رفعت السيد العوضي، علي جمعة محمد مرجع سابق ص 86 – 87

- تقوم السوق غير المنظمة بتسييل الأصول المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة وبسرعة فائقة، ومثل هذه الكميات غالبا ما يتعذر تسيلها في السوق الرسمية بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب،
- كما تقوم السوق غير الرسمية بتسهيل تسيل الأوراق المالية، بحيث تتفوق هذه السوق من ناحية السرعة على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافسا لها،

الشكل 5: أقسام سوق رأس المال وتصنيفاته



المصدر: بوبريمة إحسان - محاضرات في مقياس الأسواق المالية - جامعة فرحات عباس - سطيف-1

المطلب الثاني: أثر السياسة النقدية على السوق النقدي

يلعب التغير في حجم كمية النقود في الاقتصاد القومي دوراً مهماً في التأثير على السوق النقدي وذلك من خلال الأدوات الكمية للسياسة النقدية التي تدخل ضمن مهام البنك المركزي.

الفرع الأول: زيادة إقراض البنوك

تقوم البنوك المركزية بفرض نسبة احتياط قانوني تلزم بها البنوك التجارية بالاحتفاظ بها كنسبة من خصوم البنك وهي الأداة التي من خلالها تقوم البنوك التجارية بإيداع نسبة معينة من ودائع عملائها في خزائن البنك المركزي، أي تقوم هذه البنوك بتجميد جزء من الودائع لديها على شكل احتياطي سائل لدى البنك المركزي، مما يؤدي إلى رفع نسبة الاحتياطي ونسبة السيولة، وتحديد قدرة البنوك على الإقراض وتغيير نسبة الاحتياطي النقدي يؤثر على المعروض النقدي، وانخفاض هذه النسبة يؤدي إلى رفع احتياطات البنوك وبالتالي زيادة قدرتها على الإقراض وزيادة المعروض النقدي،¹

الفرع الثاني: تغيير حجم الائتمان

لتغيير حجم الائتمان يلجأ البنك المركزي إلى تبني سياسة معدل إعادة الخصم الذي هو عبارة عن سعر فائدة أو معدل العائد الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية، أو مقابل ما يقدمه لها من قروض أو سلف مضمونة يمثل هذه الأوراق، استناداً إلى هذه الوسيلة تستطيع البنوك التجارية الحصول على قروض منه لدعم السيولة النقدية لديها بسعر خصم معين، فزيادة معدلات إعادة الخصم تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة وعدم تشجيع الاقتراض من البنوك التجارية، وبالتالي انخفاض الائتمان وخفض حجم النقود لدى المجتمع والعكس عند رغبة الدول في زيادة حجم الائتمان تقوم بخفض معدل سعر إعادة الخصم، وتتيح هذه الوسيلة للبنوك المركزية القيام بوظيفة الملاذ الأخير للإقراض،²

¹مروج ريحان - مدى ارتباط التشريعات الفلسطينية مع مبدأ أسبقية السياسة النقدية كإحدى المبادئ الأساسية لنظام اقتصاد السوق الاجتماعي - سلسلة أوراق بحثية معهد الحقوق - جامعة بيرزيت - فلسطين

الفرع الثالث: تغيير سعر الفائدة

كثيراً ما يلجأ البنك المركزي للتأثير مباشرة في قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان عن طريق تحديد أسعار الفائدة البنكية، فالبنوك التجارية تسعى كغيرها من المشروعات الى تحقيق الربح الذي هو حاصل الفرق بين أسعار الفائدة التي يدفعها على الودائع لأجل، وأسعار الفائدة التي يستأديها البنك المركزي على إعادة خصم الأوراق التجارية (سعر الخصم) كما قد يلجأ البنك المركزي الى ترك الحرية للبنوك التجارية من تحديد مستويات الفائدة المدينة، إلا أنه يتدخل لتحديد أسعار الفائدة الدائنة (أسعار الفائدة) على الودائع¹، كما يعتبر سعر الفائدة حسب الفكر الكلاسيكي قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية، وطبقاً للنموذج الكينزي (IS-LM) أهم قناة لانتقال أثر السياسة النقدية لتحقيق النمو النهائي، وتتمثل ميكانيزم انتقال أثر السياسة النقدية من خلال قناة سعر الفائدة كما يلي:

$$M \uparrow \Rightarrow ir \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

حيث إذا تم إتباع سياسة نقدية توسعية من خلال زيادة المعروض النقدي (M) فإنه سيؤدي الى حدوث انخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية (i_r) في سوق النقد مما ينتج عنه انخفاض تكلفة رأس المال ومن ثم زيادة كل من الإنفاق الاستهلاكي (C) والإنفاق الاستثماري (I) وحدوث زيادة في الطلب الكلي وبالتالي الناتج الكلي (Y)²، وهناك أنواع من معدلات الفائدة من بينها:

- المعدلات الرتيبة وهي المعدلات التي تقتض بها البنوك التجارية من البنك المركزي ويستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك.
- معدلات السوق النقدية: يتم على أساسها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول، كسندات الخزينة وشهادات الإيداع.
- معدلات التوظيف في الأجل القصير كالحسابات على الدفاتر.
- المعدلات المدينة وهي التي تطبق على القروض المضمونة.

¹ مختار عبد الحكيم طلبة- المختصر في النقود والبنوك وتغيير قيمة النقود - دار النهضة العربية - القاهرة ص 197 - 198

² أمال علي إبراهيم- دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري- مجلة البحوث المالية والتجارية - المجلد 20- عدد 03- الجزء الثاني - جامعة بور سعيد ص 133

وهناك علاقة بين معدل إعادة الخصم وبين أسعار الفائدة للتأثير على وضع الائتمان في الاقتصاد الوطني، فعندما يقوم البنك المركزي برفع معدل إعادة الخصم فإن تكلفة الإقراض بواسطة البنوك التجارية تكون مرتفعة، وبالتالي هذه البنوك تطبق أسعار فائدة مرتفعة عند منحها القروض لعملائها، ومن ثم فإن سعر الفائدة في السوق يرتفع وهذا معناه أن سعر الائتمان سوف يرتفع مما يجعل الطلب على القروض من البنوك التجارية ينخفض، باختصار ارتفاع معدل إعادة الخصم يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وانكماش في الائتمان الذي يؤدي بدوره إلى تدني حجم الاستثمارات بسبب العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة والاستثمار، والعكس، عندما يخفّض البنك المركزي معدل إعادة الخصم فإن سعر الفائدة السائد في سوق النقود سوف ينخفض والائتمان يصبح متوفرا بتكلفة بسيطة، ومن ثم فإن منح الائتمان سوف يرتفع مما ينتج عنه زيادة في الاستثمارات وزيادة التوظيف والدخل¹.

المطلب الثالث: أثر السياسة النقدية على استقرار سوق رأس المال

تؤثر السياسة النقدية في سوق رأس المال بالتغيير في المعروض النقدي من خلال التأثير في كل من الأسهم والسندات.

الفرع الأول: السياسة النقدية والأسهم

أوضح (TOBIN) من خلال نظريته الشهيرة (QTHEORY) أن هناك علاقة ايجابية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، وقد أكد MODIGILIANI على صحة هذه العلاقة، إذ أوضح أن زيادة العرض النقدي يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وهو ما يعرف بـ "أثر الثروة" وأن آلية انتقال أثر الصدمات النقدية إلى الأسواق المالية ومن ثم النشاط الاقتصادي تفسر من خلال نموذج المحفظة الاستثمارية، فعند زيادة عرض النقود في الاقتصاد يجد المستثمرون أن حصة النقود ضمن ثروتهم قد ازدادت مما يدفعهم لتعديل هذه الحصص بشراء الأصول المالية مما يساهم في زيادة الأسعار نتيجة لزيادة الطلب²، وتعد حركة عوائد أسهم سوق الأوراق المالية مؤشرا على أدائها، ولتحديد حركة عوائد الأسهم المستقبلية يستخدم المستثمرون

¹ معيزي قويدر -فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي -حالة الجزائر (1990 - 2006) - أطروحة الدكتوراه - جامعة الجزائر 2007 - 2008 ص 147

² علي كنعان، محمد الحبشي -أثر السياسة النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا - مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - المجلة.. - العدد 04 - 2018 ص

والمضاربون والمحللون الماليون طرقاً مختلفة بالاعتماد على مؤشرات مهمة لها علاقة بحركة عوائد الأسهم وبذلك تستطيع السلطة النقدية أن تؤثر بإجراءاتها المختلفة على عوائد الأسهم من خلال التأثير على مكونات السيولة الكلية للاقتصاد، وتكون الطريقة غير المباشرة بتأثير السياسة النقدية على عوائد الأسهم عبر قنوات مشتركة تؤثر عن طريقها وهذا يعتمد على العلاقة ما بين متغيرات السياسة النقدية وأدوات سوق الأوراق المالية¹.

فحسب فريدمان، فإن زيادة عرض النقود بزيادة عمليات السوق المفتوحة للأوراق المالية الحكومية سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية وانخفاض العائد، مما يغير معه ترتيب محفظة الأوراق المالية لدى الأفراد حملة الأصول، فالأفراد سوف يملكون المزيد من النقود مقابل ملكية قليلة من الأوراق المالية، وبما أن الأفراد لا يرغبون بالاحتفاظ بأرصدة نقدية فإنهم سيحاولون إعادة ترتيب محافظ الأوراق المالية من أجل تخفيض حيازتهم النقدية، وهذا يدفعهم نحو شراء أوراق مالية مربحة ويؤدي هذا الشراء إلى تزايد أسعار السندات وانخفاض العائد عليها، فيزداد الطلب على الأصول الأخرى بما فيها الأسهم والأصول العينية، العقارات، الأراضي²،

الفرع الثاني: السياسة النقدية والسندات

يؤثر البنك المركزي على سوق رأس المال من خلال أدواته، خاصة أداة السوق المفتوحة التي تتمثل في قيامه بشراء الأوراق المالية والسندات خاصة في السوق المالية بغية التأثير في حجم النقد في الاقتصاد أو التأثير على حجم احتياطات البنوك التجارية، فضلاً عن تأثيرها في أسعار الفائدة، ولغرض إتباع سياسة نقدية توسعية يلجأ إلى شراء السندات من السوق المفتوحة ما يؤدي إلى زيادة حجم السيولة في النظام المصرفي ومن ثم زيادة حجم القاعدة النقدية، أما إذا كان الهدف إتباع سياسة نقدية انكماشية فيقوم ببيع السندات في السوق، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض حجم السيولة في النظام المصرفي، ولعل الغرض من هذه الحالة هو التقليل من الفجوات التضخمية في الاقتصاد، لذلك فإن السلطة النقدية تسعى إلى مواجهة

¹ نبيل مهدي الجنابي، فوزي حسين صاحب - آثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم - سوق العراق للأوراق المالية نموذجاً (2004 - 2010) - مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية - مجلد 14 - عدد 3 سنة 2012 ص 251

² حاجي سمية - دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات " حالة الجزائر 1990 - 2014 - أطروحة دكتوراه جامعة المهد خنيز - بسكرة - 2015 - 2016 ص 75

ذلك عن طريق التأثير في حجم النقد المتداول من خلال بيع السندات الحكومية والعكس عند حصول فجوات انكماشية¹، وحينما يقوم البنك المركزي ببيع أوراق مالية كالسندات الى الوحدات الاقتصادية الأخرى مثل شركات التأمين، والشركات الصناعية..... الخ، في السوق المفتوح تأخذ كمية النقود المتداولة واحتياطات البنوك التجارية في النقصان، كما تأخذ أسعار هذه الأوراق في الهبوط أيضا، وهكذا يؤدي النقص في العرض النقدي والنقص في قدرة البنوك على الإقراض من ناحية والهبوط في أسعار الأوراق المالية من ناحية أخرى الى رفع سعر الفائدة السائد في السوق²، والسياسة النقدية التوسعية تؤدي الى تراجع أسعار الفائدة الحقيقية للسندات ما يجعلها أقل جاذبية مقارنة بالأسهم وينتج عن ذلك ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات مقارنة بتكلفة رأس المال ما يشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة ومن ثم زيادة حجم الأسهم واستخدام العائد المحقق في زيادة الاستثمارات بوجه عام وانعكاس ذلك على زيادة حجم الطلب الكلي ومن ثم ارتفاع مستوى الأسعار³،

المطلب الرابع: أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية

تلعب البنوك المركزية من خلال السياسة النقدية دورا هاما في تنشيط والتأثير على أداء الأسواق المالية في البورصات والأسواق الأخرى الخاصة بكل من السوق النقدي وسوق رأس المال وذلك لتحسين كفاءة هذه الأسواق ولتفادي الأزمات المالية التي قد تحدث وتؤثر في أدائها، علاوة على العمل على حماية عملتها المحلية والحفاظ على سعر صرف يتلاءم مع أهداف السياسة النقدية،

وتعتبر السياسة النقدية إحدى الأدوات التي يستخدمها متخو القرارات الاقتصادية في تحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية، اذ يرى مؤيدو النظرية الكلاسيكية أن السياسة النقدية أكثر فاعلية من السياسة المالية، في حين يرى مؤيدو النظرية الكينزية أن السياسة المالية هي الأكثر فاعلية في الأنشطة الاقتصادية، وقد استمر الجدل حول تحديد فاعلية أي من السياستين الى يومنا هذا الا انه من خلال عرض النقود بزيادة القاعدة النقدية عن طريق سعر

الخصم أو عمليات السوق المفتوح تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القيمة السوقية للأوراق المالية ، فعندما يقوم البنك المركزي ببيع أو شراء الأوراق المالية فإنه يعمل على إحلال النقود محل تلك الأوراق أو الأدوات محل النقود في حافظة الأفراد المالية أي على سعر الفائدة التي تحفز الأفراد الى القبول بتغيير في هيكل ثروتهم بين الأوراق المالية والنقود مما سيؤدي الى تغيير قيمة الأوراق المالية في المحفظة المالية للأفراد ، فتغيير سعر الفائدة سيؤدي الى تغيير القيمة النقدية للثروة الكلية¹،

الفرع الأول: دور السياسة النقدية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

يقصد بالكفاءة في السوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة الى السوق، كما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة لأوراق المالية المتداولة في السوق وفق شروط ضرورية للكفاءة المتمثلة في وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق وتوفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق، وكذا الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة و بأقل تكلفة الى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد²،

وتحدد كفاءة سوق الأوراق المالية خاصة التنظيمية من خلال العناصر التالية:³

- أ- **الإطار التنظيمي للسوق:** إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية لعمل السوق من خلال السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤون السوق،
- ب- **الوساطة:** اذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصهم وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات،

¹ رافعة ابراهيم، أوس فخر الدين - تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم والسندات - دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج العربي- مجلة تنمية الراقدين - العدد 77 - سنة 2007 ص 137

² مفتاح صالح، معارفي فريدة - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - مجلة الباحث - عدد 07 / 2009 - 2010 ص 182

³ مداحي محمد- مطبوعة محاضرات في مقياس الأسواق المالية - جامعة البويرة 2017-2018 ص 88 - 89

ج- كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها: إذ يجب أن توضع التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم توسعه وحجم التداول فيه،

د- الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة،

و- وجوب لعب المحاسبة والمراجعة دورها للتأكد من صدق المعلومات المحاسبية المعلنة،

ي- أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين محكومين من قبل هيئة أو لجنة لإدارة السوق، تتميز بالحياد وتتشكل من أفراد ذوي خبرة لزيادة فعالية سوق الأوراق المالية،

هـ- تؤثر التقنيات الحديثة والمناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات،

الفرع الثاني: تخفيف أثر الأزمات والمخاطر والحفاظ على الاستقرار

تعمل البنوك المركزية عبر أدواتها في إطار القوانين التي تسمح لها بالتدخل باتخاذ إجراءات للحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية،

ويتضمن الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية في إطار تحقيق استقرار الأسواق المالية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق هذا الاستقرار والحد من تداعيات الأزمات على الاقتصاد، كما يتضمن هذا الإطار تنظيم عمليات منح الائتمان والرافعة المالية وأسعار الأصول، علاوة على مجموعة من الأدوات الاحترازية والمستحدثة في إطار الاستقرار المالي والتي يمكن استخدامها الحد من انتقال تداعيات الأزمات المالية من القطاع المالي الى القطاعات الاقتصادية الأخرى وذلك من خلال خلق إطار عام يوضح طبيعة التأثير المتبادل بين القطاع المالي وباقي قطاعات الاقتصاد¹،

فللحفاظ على استقرار وكفاءة سوق الأوراق المالية تأتي ضرورة تدخل الدولة في الأسواق المالية عن طريق الرقابة والإشراف الدائم لكي تقوم تلك الأسواق بأداء وظيفتها في تحقيق النمو الاقتصادي بدرجة عالية من الكفاءة ولا تقوم بذلك إلا إذا كانت قادرة على جذب الاستثمار

¹ محمد حسن رستم - الدور المتجدد للبنوك المركزية في انشاء وتنشيط الأسواق المالية - مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال - العدد 01 - جوان 2018 ص 515

بصفة مستمرة، ولكي تقوم بذلك فأنه يشترط أن تتصف بالعدالة والكفاءة وهذا يعني أن الهدف من رقابة الدولة على السوق المالية هو تحقيق هذين الأمرين¹.

المبحث الثاني: الاستقرار المالي ومحدداته

يعتبر الاستقرار المالي أهم التحديات التي تواجه السلطات سواء السياسية أو الاقتصادية لأهميته البالغة في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وديناميكية نشاطه وتقاديا لأي أزمات من شأنها أن تؤدي إلى انهيار المؤسسات المالية والاقتصادية للبلد،

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي

من الصعب تعريف الاستقرار المالي بشكل عام فهناك نهجان لتحديده الأول يعرف الاستقرار المالي بنقيضه وهو عدم الاستقرار المالي، بينما يحاول الثاني تعريفه من خلال خصائصه²،

الفرع الأول: تعريف الاستقرار المالي

أولا - عرف MISHKIN الاستقرار المالي على أنه الحالة التي يؤدي فيها النظام المالي وظيفة توجيه الأموال بكفاءة إلى الأفراد أو الشركات التي لديها فرص استثمارية جيدة، وإذا تداخلت الصدمات مع تدفقات المعلومات الضرورية لحسن سير العمل في النظام المالي، فمن الممكن أن يتعطل النظام وتعطيل تدفق الائتمان، فيتحول عدم الاستقرار المالي بدوره إلى تهديد للأداء الاقتصادي³، كما عرفه R-fergouesson بأنه الحالة التي تبرز فيها العوامل الخارجية السلبية للسوق التي تؤثر على الاقتصاد الحقيقي وهذه القرارات السلبية هي القرارات التي تتخذ من المتعاملين الماليين والاقتصاديين التي سوف تؤثر بالسلب على أنشطة باقي المتعاملين⁴،

ثانيا - الاستقرار المالي هو مرونة القطاع المالي وقدرته على استيعاب حالات الضغط الشديد والاضطراب، وبالتالي فإن النظام المالي المتغير يكون له القدرة على القيام بوظائفه الرئيسية خاصة المتمثلة في تخصيص الموارد بكفاءة وتقييم وإدارة المخاطر المالية وكذا الحفاظ على مستويات التوظيف قريبة من المعدل الطبيعي للاقتصاد والقضاء على تحركات الأسعار النسبية

¹ أوكسيل نسيم، دبش احمد، يحيوي احمد - الرقابة على الأسواق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية- مجلة الإصلاحات الاقتصادية والانماج في الاقتصاد العالمي - عدد 15- 2013 ص 119

² Mohamed Yazid BOUMGHAR, Hela MINIAOUI, Mounir SMIDA - LA STABILITE FINANCIERE, UNE MISSION POUR LA BANQUE CENTRALE ? - Les Cahiers du CREAD n°87/2009 P 72

³ Frederic S Mishkin - Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the Risk USA 2007 Conference, New York, 5 November 2007. P 01

⁴ ذهبي ريمة - لاستقرار المالي النظامي - بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة 2003-2011- أطروحة دكتوراه-جامعة قسنطينة 2 2013/2012 ص18

للأصول الحقيقية أو المالية التي ستؤثر على الاستقرار النقدي أو مستويات التوظيف، وبالتالي يكون مستقرا نسبيا إذا توفرت فيه القدرة على امتصاص الصدمات وتبديد الاختلالات التي قد تنشأ داخليا أو نتيجة لأحداث سلبية غير متوقعة¹،

ثالثا - ويرى جان كلود تريشييه بأن الاستقرار المالي بأنه الحالة التي يتم فيها تنفيذ نشاط مختلف مكونات النظام المالي كذلك العلاقات المتبادلة بينها بطريقة صحية وسلسة، أما سلفه في البنك المركزي الأوروبي "ويليام دوسبيريغ" إلى أنه الأداء المتناغم للعناصر التي تدعم النظام المالي في الحالة التي يتم فيها تشغيل مكونات النظام المالي وخاصة العلاقات المتبادلة بطريقة صحية وسليمة²، أما الباحث Garry J. Schinasi فيشير إلى أنه يمكن النظر إلى الاستقرار المالي من حيث قدرة النظام المالي على تيسير التخصيص الفعال للموارد الاقتصادية سواء من الناحية المكانية أو الزمنية وفعالية العمليات الاقتصادية الأخرى (مثل تراكم الثروة، والنمو الاقتصادي، وفي نهاية المطاف الرخاء الاجتماعي)، تقييم المخاطر المالية وتسييرها وتخصيصها وإدارتها، والحفاظ على قدرته على أداء هذه الوظائف الأساسية حتى عندما يتأثر بالصدمات الخارجية أو بتراكم الاختلالات في المقام الأول من خلال آليات التصحيح الذاتي³،

و تم تعريفه بأنه مصطلح يصف بشكل عام الحالة المستقرة التي يؤدي فيها النظام وظائفه الاقتصادية الرئيسية بكفاءة، كتخصيص الموارد وتوزيع المخاطر، فضلا عن تسوية المدفوعات ويكون قادرا على إدارتها حتى في حالة الصدمات وأوضاع الإجهاد وفترات التغير الهيكلي العميق⁴، فعدم الاستقرار المالي يحدث عندما تتداخل صدمات النظام المالي مع تدفق المعلومات، حيث لا يستطيع النظام المالي القيام بذلك، أي بعمله المتمثل في توجيه الأموال إلى أولئك الذين لديهم فرص استثمار منتجة، فبدون الوصول إلى هذه الأموال يقوم الأفراد والشركات بقطع إنفاقهم مما يؤدي إلى انكماش النشاط الاقتصادي والذي يمكن أن يكون شديدا

¹ عبد الكريم قندوز، ساند خليل، عبد الله سراج - محددات الاستقرار المالي للبنوك العربية - دراسات معهد التدريب وبناء القدرات - صندوق النقد العربي- العدد 11-2022 ص 7-8

² Mohamed Yazid BOUMGHAR, Hela MINIAOUI, Mounir SMIDA مرجع سابق p 72-73

³ Garry J. Schinasi - Defining Financial Stability - International Monetary Fund - IMF Working Paper WP/04/187 - October 2004 p 08

⁴ خالد موسى مبارك، الطيب لخيلج - منهج التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في تحقيق الاستقرار في النظام المالي - مجلة البحوث الاقتصادية المالية - مجلد 05 - عدد 02 - ديسمبر 2018 ص 250

في بعض الأحيان¹، بالتالي يمكن تعريف الاستقرار المالي بأنه الحالة التي تؤدي فيها مختلف المؤسسات المالية وظائفها وأنشطتها بكفاءة وبنسق مستقر وتتفادى فيها جميع المخاطر والصدمات التي قد تحدث بتوفير الأموال لمن لديهم فرص استثمار وتسهيل الأداء الاقتصادي المرجو دون إعاقته بتشتيت الاختلالات المالية الناجمة عن أحداث سلبية غير متوقعة.

الفرع الثاني: عوامل الاستقرار المالي ومحدداته.

يكون النظام المالي مستقرا إذا توفر على العناصر التالية:

أولا - الاستقرار النقدي:

يعبر الاستقرار النقدي عن حالة الاستقرار في الأسعار بصفة عامة، أي استقرار في أسعار المنتجات وأسعار الفائدة وأسعار الصرف في إطار حرية الأسواق، بمعنى أن يكون هناك تناسب ثابت بين حجم الكتلة النقدية والناتج الوطني، فأى تغير في الكتلة النقدية سواء بزيادة أو نقصان لا يقابلها تغير مماثل في الناتج الوطني سيؤدي حتما إلى اختلال هذا الاستقرار². ويعتبر أهم الأهداف التي تعمل البنوك المركزية على تحقيقها وهذا لدورها في النشاط الاقتصادي لتهيئة البنية المصرفية وتطوير سوق رأس المال، ويكون ذلك من خلال تنظيم السيولة المحلية بما يتناسب وتحويل النشاط الاقتصادي الحقيقي، حيث يرى فريدمان بأنه إذا كان معدل الاستقرار النقدي مساويا للواحد فهذا يدل على وجود استقرار نقدي كامل، أما إذا كان أكبر من الواحد فهذا يدل على تضخم خفيف أو حاد حسب القرب أو البعد من الواحد الصحيح في حين إذا كان أقل من الواحد فيعني ذلك أن هناك انكماش³،

أ - ثقة المؤسسات والأسواق⁴:

تلعب الثقة دورا هاما في النظام المالي سواء ما تعلق بثقة المؤسسات المالية بعملائها أو فيما بين المؤسسات المالية نفسها.

¹Frederic S. Mishkin - The causes and propagation of financial instability: lessons for policy makers - Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City 1997 p 62

² سعيدان عمر مرجع سابق ص 106

³ سميرة زيرار، محمد موساوي - مدى فعالية السياسة النقدية في الجزائر في تحقيق الاستقرار النقدي خلال فترة 1970-2009 دراسة قياسية - مجلة جديد الاقتصاد - عدد 08 - ديسمبر 2013 ص 110

⁴ لعرايبي مصطفى، عبد المجيد قدي- ضوابط وآليات تحقيق الاستقرار المالي للتمويل الإسلامي - مجلة الاقتصاد الجديد-المجلد 07 العدد01 - حوان 2016 ص 10-11

ب - **الثقة بين المؤسسات المالية وعملائها:** تعتبر الثقة في المؤسسات المالية وفي السلطات التي تنظمها أمراً جدياً هاماً للاستقرار المالي، حيث أن كل اضطراب مالي يرتبط بأزمة ثقة، فأحياناً تنشأ أزمة ثقة في المؤسسات المالية لسببين، أولهما يتعلق بانعدام الوضوح والشفافية بينها وبين المتعاملين معها، أما الثاني فهو نتيجة لوجود شك في قدرة المؤسسات المالية على القيام بوظائفها والوفاء بالتزاماتها،

ج - **الثقة بين المؤسسات المالية:** ترتبط البنوك فيما بينها بشكل كبير حيث أن هناك جزء كبير من العمليات تتم فيما بينها، فالسوق ما بين البنوك (interbancaire) توفر الائتمان قصير الأجل بين البنوك، وهذا يضمن استمرار العمل في القطاع البنكي وبالتالي النظام المالي، في حين أن انعدام الثقة بين البنوك يدفع إلى عدم تقديم الائتمان فيما بينها ويؤدي إلى تعطل هذه السوق ويهدد النظام المالي،

د - **استقرار أسعار الأصول:** حيث أن التغيرات غير الحقيقية في أسعار الأصول سوف تدفع نحو جو من عدم الثقة ما يفضي إلى انهيار الأسواق المالية، وخاصة إذا كانت هذه الأصول تمثل مكوناً أساسياً في الضمانات التي قدمت للبنوك للحصول على قروض، فيؤدي تراجع أسعارها إلى تفاقم مشكلة الديون المتعثرة بالبنوك وبالتالي تراجع الثقة وانهيار القطاع المصرفي برمته¹.

ثانياً - أهداف الاستقرار المالي:

يهدف الاستقرار المالي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتعزيز نموه وبالتالي تجنب الوقوع في الأزمات الاقتصادية والمالية والتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية التي ينشدها أي اقتصاد وتتمثل أهم أهدافه فيما يلي:²

¹ أحمد شفيق شادلي - الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه - صندوق النقد العربي - 2014 ص 08

² حوحو فطوم، مرغاد لخضر - دور حوكمة المؤسسة المصرفية في استقرار الأسواق المالية - مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية - عدد 16 ديسمبر 2014 ص 65-66

أ - الحفاظ على استقرار النظام المالي والمصرفي: ويتم من خلال:

- العمل على تجنب المخاطر التي تؤدي إلى إفلاس البنوك وذلك من خلال الإشراف على ممارسات المؤسسات المالية، وكذا ضمان عدم تعثرها بالتالي حماية النظام المالي والمصرفي ككل،

- العمل على وضع القواعد والتعليمات الخاصة بإدارة الأصول والخصوم في البنوك سواء تعلق بالعمليات المحلية أو الدولية،

ب - ضمان كفاءة الجهاز المصرفي: يتم عن طريق:

- القيام بفحص الحسابات والمستندات الخاصة بالبنوك للتأكد من جودة الأصول وتقادي تعرضها للمخاطر،

- تقييم الوضع المالي للبنوك بهدف التأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها،

- القيام بتقييم العمليات الداخلية للبنوك وتحليل العناصر المالية الرئيسية،

ج- العمل على حماية المودعين: يتم ذلك بتدخل السلطات الرقابية لفرض السيطرة واتخاذ الإجراءات التي تمكّن من تقادي أي مخاطر محتملة قد تتعرض لها الأموال في حالة عدم تغطية المؤسسات الاستثمارية لالتزاماتها تجاه المودعين وبصفة خاصة المتعلقة بسلامة الأصول.

ثالثاً - تحديات الاستقرار المالي:

يواجه الاستقرار المالي مجموعة من التحديات التي تؤثر في استقراره وكفاءه أدائه تتمثل أهمها في¹ :

أ - زيادة درجة التوسع والتغطية بالنظام المالي:

لعبت زيادة درجات التوسع والتعقيد الذي شهده النظام المالي وخاصة بما يتعلق بالآليات والأدوات التي يتم تداولها، وكذا التنوع في الأنشطة التي ترتبط بها إلى صعوبة في مواكبة التغيرات والتطورات في أسعار الأصول المالية التي يتم تداولها وبصفة خاصة في ظل التوسع الهائل والكبير في حجم الأصول في العديد من اقتصادات البلدان المتقدمة مما يشكل ضعفاً

¹ أحمد شفيق الشاذلي- الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه - صندوق النقد العربي 2014 ص 20-21

في إجمالي الناتج المحلي السنوي في بعض الأحيان، وبالرغم من أنها عززت من الكفاءة الاقتصادية ومن عمق النظم المالية إلا أنها أدت إلى بروز أنواع جديدة من المخاطر تحول دون تحقيق الاستقرار المالي ومن متابعتها وقياسها وكذا التحوط ضد تداعياتها أحيانا.

ب - تراجع الشفافية:

عدم توافر المعلومات اللازمة الناتج عن غياب الشفافية من بين أهم الأسباب التي تؤدي إلى أزمات مالية ولاتخاذ قرار استثماري سليم، وكذا العدالة والموضوعية في تسعير الأصول والنقليل من التأثير السلبي للممارسات غير الشرعية لمسؤولين بالمؤسسات في ظل ما يتاح لهم من معلومات لا تتاح لمستثمرين آخرين، كما أن التشابك بين مختلف الأنشطة الاقتصادية يجعل النظم المالية أكثر عرضة لعدوى الأزمات.

ج - زيادة تطور ديناميكية الأسواق:

زيادة ديناميكية السوق من الظواهر الصحية في الاقتصاد حيث أن ذلك يؤدي إلى سرعة انتقال أثر استخدام أدوات السياسة النقدية للاقتصاد، وتظهر نتائج هذه التغيرات على الأداء الاقتصادي خلال فترات وجيزة مما يمكّن المتعاملين من اتخاذ القرارات بناء على توقعات موثوقة، كما أن ارتفاع ديناميكية الأسواق يمكّن من إجراء قدر هائل من المعاملات خلال فترة قصيرة يترتب عنه حركة في الأسعار وهذا يتطلب إمكانيات تقنية وفنية عالية لمتابعتها، و رغم هذه الايجابيات إلا أن الجانب السلبي يبقى تحديا لتحقيق الاستقرار المالي الذي يتمثل في سرعة انتقال السلوك من سوق مضطرب لسوق آخر بسرعة كبيرة،

د - المخاطر المعنوية:

عند حدوث أزمات تسارع السلطات المالية لتوفير أموال قصد الحيلولة دون إخفاق المؤسسات المالية من خلال الدعم المقدم لتأمين برامج التأمين على الودائع وتسهيلات للبنوك بضخ السيولة في السوق، وهذه الإجراءات تؤدي إلى ضمان الانضباط المالي لهذه المؤسسات وعدم فعالية آلية الأسواق وتراجع الحوافز للمشاركين في السوق، ما يمثل تحديا للحكومات للاستمرار في تقديم الدعم للمؤسسات والشركات عند حدوث الأزمات.

هـ - الفجوة المعرفية والتكنولوجية:

أحيانا تكون هناك فجوة تكنولوجية بين المؤسسات المالية او الأسواق وبين الجهات الرقابية وهذا يتطلب مواكبة التطورات التكنولوجية التي بدورها تتطلب تكلفة عالية لا تتحملها ميزانيات هذه المؤسسات التي تعتمد على المخصصات الحكومية التي تحدد عادة مسبقا وتحتاج تعديلات وإجراءات مطولة ومعقدة، وقد تنعكس هذه الفجوة التكنولوجية من حيث الأدوات المستخدمة في المعاملات التي لا تكون موجودة في النظم المالية لتلك الاستثمارات في عدم قدرة الجهات الرقابية على القيام بدورها بكفاءة وفعالية،

و- **مخاطر خارجية:** تتبع المخاطر الخارجية من مشاكل خارج النظام المالي، فالاستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية مثل التغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، أو لأحداث سياسية، أو تقلبات أسعار النفط، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في السوق، أو توقف بلد مجاور عن سداد دين، وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي، مثل انهيار شركات كبرى، إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله¹،

ثالثا - شروط الاستقرار المالي:

لكي يتحقق الاستقرار المالي يتوجب توفر شروط لضمان تحقيقه وهذا من خلال ما يلي²:

- يعتبر الاستقرار المالي شرطا حيويا لتحقيق النمو الاقتصادي، فالمعاملات في الاقتصاد الحقيقي تستقر من خلال النظام المالي وقد تعزز المصارف عن تمويل المشاريع المربحة فيؤدي الى انحراف أسعار الموجودات بشكل مفرط عن القيم الحقيقية التي تقوم عليها أو قد لا تتم تسوية المدفوعات في الوقت المناسب في الحالات القصوى وهذا قد يؤدي الى عدم الاستقرار المالي بحدوث تضخم أو انهيار سوق الأسهم،

- يجب أن يكون النظام المالي قادرا على تحمل الصدمات دون أن يتسع المجال للعمليات التراكمية التي قد تفوق تخصيص المدخرات لغرض الاستثمار و معالجة المدفوعات في

¹ بهوري نبيل - مقترحات اتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية لتعزيز استقرار النظام المالي في ظل الإطار العولمي الجديد - مجلد اقتصاديات المال والاعمال - العدد 07 - ص 204 سبتمبر 2018

² مصطفى كامل رشيد، مصطفى محمد إبراهيم - قياس أثر نافذة بيع العملة الأجنبية في مؤشرات مختارة للاستقرار المالي في العراق للمدة 2004-2016 - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - عدد 57 - 2018 ص 47

الاقتصاد، وهذا الشرط يثير مسألة تعريف النظام المالي الذي يشمل جميع الوسطاء الماليين والأسواق المنظمة وغير المنظمة والمدفوعات والتسوية بين الدوائر والبنى التحتية التقنية التي تدعم النشاط المالي، إذ أن هذا الشرط يعطي صورة شاملة عن الطرق التي يتم فيها توجيه المدخرات نحو فرض الاستثمار ونشر المعلومات ومعالجتها ويشارك الخطر بين الوحدات الاقتصادية ويتم تسهيل المدفوعات عبر الاقتصاد.

- صلة الاستقرار المالي بعمليات التمويل المستندة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة بصفة حركية عبر الزمن والتي تتكون بدورها من العديد من العناصر المترابطة والتطورية كالبنية التحتية أو الأسواق والمؤسسات،

رابعاً - محددات الاستقرار المالي:

تصنف محددات الاستقرار المالي من خلال ثلاث مجموعات تتمثل في¹ :

أ - **الشروط الاقتصادية الكلية:** المحافظة على الاستقرار المالي يتطلب تعزيز سياسة الاقتصاد الكلي وكذا السياسات الهيكلية الملائمة، فمؤسسات الائتمان تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية الكلية التي تنشط بها.

ب- **الجهاز الداخلي لتسيير المخاطر في الأسواق المالية،** فالحفاظ على استقرار النظام المالي يستلزم توفير الإطار المؤسسي والتنظيمي الملائم لتأطير وإدارة المخاطر في المؤسسات المكونة له.

ج - **فعالية جهاز التنظيم والرقابة للمؤسسات المالية ونظم الدفع:** الفعالية والكفاءة في الإطار المؤسسي وقدرة النظام في التكيف مع الابتكارات والتغيرات في البيئة المالية يعتبر من الشروط اللازمة في الحفاظ على الاستقرار المالي،

خامساً - أهمية الاستقرار المالي

للاستقرار المالي أهمية بالغة في ضمان الاستقرار الاقتصادي والدفع نحو النمو الاقتصادي وتتمثل هذه الأهمية من خلال²:

¹ دلال أحمد إبراهيم - أثر الاستقرار المالي كمتغير وسيط على العلاقة بين الشمول المالي والاستثمارات - دراسة اختيارية على البنوك المصرية - جامعة الأزهر كلية التجارة - سنة 2019 ص 17

² حيدر عبد المنعم عزيز - استراتيجية البنك المركزي العراقي (2016-2022) ودورها المرتقب في تعزيز الاستقرار المالي - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - عدد 61 - سنة 2019 ص 49-48

أ - يؤثر الاستقرار المالي على النمو الاقتصادي، فكلما ازدادت الاضطرابات المالية فحتمًا سيتأثر النمو الاقتصادي بحيث كلما طالت مدة الأزمة المالية انخفض معدل النمو الاقتصادي، لذلك فإن الاضطرابات الناتجة عن عدم الاستقرار المالي سيكون مؤثر على جميع الأصعدة سواء السياسية، الاقتصادية والاجتماعية، ووضع السياسات التي تعمل على تحقيق الاستقرار المالي لها أهمية بالغة على المؤسسات المحلية والعالمية،

ب - تقف الاضطرابات المالية على رأس المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي حيث تمثل النظم المالية المضطربة تحديا كبيرا لتأثيرها على استقرار الاقتصاد، لذلك طالبت المؤسسات الدولية بزيادة التدخل في أسواق المال من أجل التقليل من حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر التي قد تحدث،

ج - يمكن عدّ الاستقرار المالي كسلعة عامة لارتباط الدول فيما بينها في التبادل التجاري والاقتصادي والمالي، فحدوث أي أزمة في دولة وبشكل خاص إذا كانت من الدول الصناعية الكبرى فإن عواقبه على الاقتصاد العالمي والنمو الاقتصادي ستكون كفيلة بدعم هذا الرأي،

د - تظهر خطورة الأزمات المالية بشكل خاص عندما تكون نتيجة لأثر تقلبات الدورات الاقتصادية المرتبطة بصفة خاصة بالائتمان.

المطلب الثاني: المتغيرات المؤثرة على الاستقرار المالي

هناك عدة عوامل لها تأثير على الأسواق المالية فهناك اضطرابات أثارت هذا التأثير بمقابل أن نظريات شككت في ذلك ومن هذه العوامل التي تمت الإشارة إليها:

الفرع الأول: العرض النقدي¹

تقع الكمية المعروضة من النقد ضمن مسؤولية البنك المركزي الذي يقوم بإصدار العملة والتحكم في الكمية المعروضة من خلال أدواته الكمية والنوعية بما يتلاءم مع تطور النشاط الاقتصادي واستقراره، وبما أن نشاط الأسواق المالية جزء من هذا النشاط فإن التغير في الكمية المعروضة سيؤثر فيها بالقدر الذي يشجع أو يثبط الجمهور على شراء وبيع الأسهم والسندات، وهذا التأثير أشار جدلاً بين مدارس الفكر الاقتصادي حيث يرى فريدمان وشوارتز أن هناك علاقة طردية موجبة بين الكمية المعروضة من النقود والنشاط الاقتصادي، بالمقابل شكك

¹محمود صالح عطية - تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق - مجلة ديالى - العدد 54 - سنة 2012 ص 6-7

كيران KERAN في ذلك ولاحظ وجود علاقة عكسية بين عرض النقد وأسعار الأوراق المالية حيث لاحظ بعد دراسة ان زيادة عرض النقود له تأثير إيجابي على أرباح المنشآت فيؤثر بشكل سلبي ناجم عن حدوث تضخم يؤدي إلى زيادة الحد الأدنى للعائد للمستثمرين على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم وقد أشار أدب الفكر الاقتصادي إلى أن التغير في العرض النقدي يؤثر على أسعار الأسهم والسندات بطريقتين:

أولاً- الطريق المباشر:

عند قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقود مع ثبات الطلب سيجد الأفراد أنفسهم أمام سيولة أكبر فينفقون منها لشراء الأوراق المالية وزيادة الطلب عليها وسينعكس على أسعارها.

ثانياً- الطريق غير المباشر

يتم عن طريق قناتين: الأولى من زيادة العرض النقدي الذي يؤدي لانخفاض سعر الفائدة التي لها علاقة عكسية بأسعار السندات ما يؤدي الى التحول لشراء الأسهم فيزيد من ارتفاع أسعارها، أما القناة الثانية فتكون عن طريق الناتج المحلي الإجمالي حيث ان زيادة عرض النقد يؤدي الى انخفاض معدل الفائدة الذي يؤدي الى زيادة الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي ما ينعكس على زيادة الطلب على منتجات الشركة وبالتالي زيادة تداول أسهمها وارتفاع أسعارها.

الفرع الثاني: سعر الصرف:

إن ارتفاع سعر الصرف الأجنبي يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم واستبدالها بالأسهم ما يزيد الطلب عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها، ومن ناحية أخرى يلجأ المستثمر الى استبدال العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن الأوراق المالية فيؤدي الى انخفاض سعرها¹، حيث أن تقلبات أسعار الصرف تعد من المخاطر التي تواجهها المؤسسات والشركات الدولية والمدرجة في البورصة وهذه التقلبات لها تأثير مباشر على أسعار الأسهم وبما أن لها من حساسية تتميز بها هذه الأسعار فالتغير في قيمة العملة يؤثر على أسعار الأسهم وبالتالي على مؤشر السوق المالي²،

¹سعاد بوشلوش - دور متغيرات السياسة المالية في استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية - مجلة معارف - جامعة البويرة-عدد20- جوان 2016 ص 384

²دريش زهرة .قادي علاء الدين .نمر محمد الخطيب . - دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية2013- 2019 - ماليزيا نموذجا - المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية -المجلد 06- عدد 02 - سنة 2019 -ص236

الفرع الثالث: سعر الفائدة

إن تغير أسعار الفائدة كباقي الأسعار الأخرى يتحدد عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب كما ان أسواق الأسهم والسندات تمتاز بالمنافسة، حيث يلتقي عدد كبير من المقرضين والمقرضين في السوق وتنتقل آثار أسعار الفائدة الى باقي الأسواق، كما ان المعاملات في الأسواق المالية يمكن النظر إليها من زاويتي الإقراض والاقتراض للأرصدة النقدية وتتمثل في بيع وشراء الأوراق المالية¹.

وحسب النموذج التقليدي فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم والعكس صحيح طالما أن سعر الفائدة هو معدل الخصم المستعمل لحساب قيمة العائدات الحالية والمتوقعة من السند، كما انه عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم فان المستثمر يأخذ بعين الاعتبار مستوى سعر الفائدة الخالي من الخطورة ويكون الاستثمار في الأسهم عندما يعطي سعره عائدا متوقعا فوق سعر الفائدة وخالي من الخطورة².

المبحث الثالث: مؤشرات السلامة المالية

يتم قياس الاستقرار المالي عن طريق مؤشرات السلامة المالية التي تعتبر من أهم الأدوات المستخدمة في مراقبة النظام المالي لمعرفة مدى قدرته على التفاعل مع الصدمات، ويتم الاعتماد على دليل مؤشرات السلامة المالية الصادر عن صندوق النقد الدولي حيث تلجأ إليه المؤسسات الإشرافية لهذه المؤشرات لأنها تسمح بان يكون مبنيا على مقاييس موضوعية، كما تسمح بمقارنة الأوضاع من خلال هذه المؤشرات بين البلدان وتشمل على النظم المحاسبية والاقتصادية لتسهيل المقارنة وطنيا وعالميا ولكشف مخاطر انتقال عدوى الأزمات المالية والتقليل من حدتها³.

المطلب الأول: المؤشرات الفرعية للاستقرار المالي

تتضمن مؤشرات السلامة المالية أربع مؤشرات فرعية لقياس الاستقرار المالي والتي تتفرع بدورها الى مؤشرات نختلف في عددها من مؤشر فرعي لآخر.

¹ تمارق قاسم حسين - قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية - دراسة لتجربتي مصر واليابان مع إشارة خاصة للعراق للفترة 1990-2015 - أطروحة دكتوراه - جامعة كربلاء- سنة 2017 ص 43

² احمد محمد فرحات - دراسة العلاقة بين تحركات الأسهم والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية - دراسة تطبيقية - المحلة العلمية لقطاع كليات التجارة-جامعة الازهر - المجلد 07 - عدد 02- سنة 2010 ص 32

³ حيدر عبد المنعم عزيز - استراتيجية البنك العراقي 2016-2022 ودورها في تعزيز الاستقرار المالي - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - عدد 21- سنة 2019 ص 49-50

الجدول رقم 1: مؤشرات الاستقرار المالي

المؤشرات الفرعية	الرقم	مؤشرات الاستقرار النظام المالي	التأثير
FSI	1	Bank capital to total assets (%)	رأس مال البنك إلى إجمالي الأصول (%) +
	2	Bank non-performing loans to gross loans (%)	نسبة القروض المتعثرة لدى البنوك إلى إجمالي القروض (%) -
	3	Bank credit to bank deposits (%)	نسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع المصرفية (%) -
	4	Bank regulatory capital to risk-weighted assets (%)	نسبة رأس المال التنظيمي المصرفي إلى الأصول المرجحة بالمخاطر (%) +
	5	Liquid assets to deposits and short term funding (%)	نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل (%) -
	6	Deposit money banks' assets to GDP (%)	نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) +
	7	Central bank assets to GDP (%)	نسبة أصول البنك المركزي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) +
	8	Bank deposits to GDP (%)	نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي +

			الإجمالي (%)	
	9	Bank Z-score	نسبة Z-score للبنوك	+
	10	Short-term debt (% of total reserves)	الديون قصيرة الأجل (%) من إجمالي الاحتياطيات)	-
FVI	11	Inflation, consumer prices (annual %)	التضخم، أسعار المستهلك (سنوياً %)	-
	12	Broad money (% of GDP)	النقود بمعناها الواسع (%) من الناتج المحلي الإجمالي)	+
	13	Bank liquid reserves to bank assets ratio (%)	نسبة احتياطيات السيولة المصرفية إلى أصول البنوك (%)	+
	14	Liquid liabilities to GDP (%)	الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	+
	15	Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	سعر الصرف الرسمي (عملة المحلية مقابل دولار أمريكي، متوسط الفترة)	-
	16	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	الائتمان الخاص من خلال ودائع البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	-
	17	Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	سعر الصرف الاسمي	-
	18	Current account	رصيد الحساب الجاري	+

		balance (% of GDP)	(% من الناتج المحلي الإجمالي)	
	19	Bank concentration (%)	تركيز البنوك (%)	-
FDI	20	Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة (% من الناتج المحلي الإجمالي)	+
	21	S&P Global Equity Indices (annual % change)	مؤشرات الأسهم العالمية P&S (التغير السنوي بنسبة مئوية)	+
	22	Financial system deposits to GDP (%)	ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	+
	23	Stocks traded, total value (% of GDP)	الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من الناتج المحلي الإجمالي)	+
	24	Interest rate spread	فارق أسعار الفائدة (سعر الإقراض مطروحاً منه سعر الودائع، %)	-
WCEI	25	Gdp	الناتج المحلي الإجمالي العالمي	+
	26	Inflation، consumer prices (annual %)	التضخم، أسعار المستهلك (% سنوية)	-

المصادر:

- **Greta Keliuotyte-Staniulienė** – FISCAL SUSTAINABILITY AND ITS IMPACT ON FINANCIAL STABILITY IN LITHUANIA AND OTHER NEW MEMBER STATES OF THE EUROPEAN UNION – EKONOMIKA 2015 Vol. 94(2) p 33
- **João Jungo** Corresponding Author; **Mara Madaleno**; **Anabela Botelho** – The role of financial inclusion and institutional factors on banking stability in developing countries– International Journal of Development Issues (2024) 23 (3)
- **Goran Karanovic**, **Bisera Karanovic**– Developing an Aggregate Index for Measuring Financial Stability in the Balkans – Procedia Economics and Finance December 2015 p 8
- **World bank**

يظهر الجدول السابق أبرز المؤشرات الفرعية التي يتم اعتمادها لقياس أداء النظام المالي والتي يمكن تصنيفها الى أربعة مؤشرات هي:

- ✓ مؤشر السلامة المالية FSI
- ✓ مؤشر الضعف المالي FVI
- ✓ مؤشر تطور السوق المالي FDI
- ✓ مؤشر المناخ الاقتصاد العالمي WECI

الفرع الأول: مؤشرات السلامة المالية FSI Financial soundness index

إن مؤشرات السلامة المالية هي مؤشرات يتم تجميعها لمراقبة صحة وسلامة المؤسسات والأسواق المالية، ونظيراتها من الشركات والأسر وتشمل كلاً من المعلومات المجمعة عن المؤسسات المالية والمؤشرات التي تمثل الأسواق التي تعمل فيها المؤسسات المالية والمؤشرات الاحترازية الكلية تشمل كلاً من مؤشرات السلامة المالية والمؤشرات الأخرى التي تدعم تقييم ومراقبة نقاط القوة والضعف في الأنظمة المالية، وخاصة المؤشرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في المعلومات الكمية من كل من مؤشرات الخدمات المالية والمؤشرات التي توفر صورة أوسع للظروف الاقتصادية والمالية، مثل نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم، إلى جانب المعلومات المتعلقة ببنية النظام المالي، والمعلومات النوعية عن الإطار المؤسسي والتنظيمي من خلال تقييمات الامتثال للمعايير والرموز الدولية للقطاع المالي¹، يضم كل من المؤشرات الفرعية التالية:

أولاً- رأس مال البنك إلى إجمالي الأصول (%):

رأس مال البنك إلى إجمالي الأصول هو نسبة رأس مال البنك والاحتياطيات إلى إجمالي الأصول. يشمل رأس المال واحتياطيات الأموال التي يساهم بها الملاك، والأرباح المحتجزة،

¹ - **sundararajan, Charles Enoch and others** – Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices International Monetary Fund – Washington DC - OCCASIONAL PAPER 2002 P 73

والاحتياطات العامة والخاصة، والمخصصات، وتعديلات التقييم. يشمل رأس المال رأس المال من المستوى الأول (الأسهم المدفوعة والأسهم العادية)، وهي سمة مشتركة في جميع الأنظمة المصرفية في البلدان، ورأس المال التنظيمي الإجمالي، والذي يشمل عدة أنواع محددة من أدوات الدين المرؤوسة التي لا يلزم سدادها إذا كانت الأموال مطلوبة للحفاظ على مستويات رأس المال الدنيا (تشمل هذه رأس المال من المستوى الثاني والثالث) يشمل إجمالي الأصول جميع الأصول غير المالية والمالية.

ثانياً - نسبة القروض المتعثرة لدى البنوك إلى إجمالي القروض (%):¹

نسبة القروض المتعثرة لدى البنوك إلى إجمالي القروض هي قيمة القروض المتعثرة مقسومة على القيمة الإجمالية لمحفظة القروض. وهي تقيس صحة وكفاءة البنوك من خلال تحديد المشاكل المتعلقة بجودة الأصول في محفظة القروض. توصي المبادئ التوجيهية الدولية بتصنيف القروض على أنها متعثرة عندما تكون مدفوعات أصل الدين والفائدة متأخرة لمدة 90 يوماً أو أكثر أو عندما لا يُتوقع استلام المدفوعات المستقبلية بالكامل،

ثالثاً - نسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع المصرفية (%):

تعبّر عن الموارد المالية التي تقدمها البنوك المحلية للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الودائع. وتتكون البنوك المحلية من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى التي تقبل الودائع القابلة للتحويل، مثل الودائع تحت الطلب. وتشمل الودائع الإجمالية الودائع تحت الطلب والودائع لأجل والودائع الادخارية في البنوك.

رابعاً - نسبة رأس المال التنظيمي للبنك إلى الأصول المرجحة بالمخاطر (%):

وهي تعبّر عن مدى كفاية رأس مال المودعين. وهي نسبة إجمالي رأس المال التنظيمي إلى الأصول التي يحتفظ بها المودعون، مرجحة وفقاً لمخاطر تلك الأصول.

خامساً - الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل (%):

نسبة قيمة الأصول السائلة (التي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقد) إلى التمويل قصير الأجل بالإضافة إلى إجمالي الودائع. تشمل الأصول السائلة النقد والمستحقات لدى البنوك والأوراق

¹ المصدر: صندوق النقد الدولي، مؤشرات السلامة المالية

المالية المتداولة والقيمة العادلة من خلال الدخل والقروض والسلف المقدمة إلى البنوك وعمليات إعادة الشراء العكسية والضمانات النقدية. تشمل الودائع والتمويل قصير الأجل إجمالي ودائع العملاء (الجارية والادخارية والأجل) والاقتراض قصير الأجل (أدوات سوق المال وشهادات الإيداع والودائع الأخرى)

سادساً - نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%):

إجمالي الأصول التي تحتفظ بها البنوك كودائع نقدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. تشمل الأصول المطالبات على القطاع غير المالي الحقيقي المحلي والذي يشمل الحكومات المركزية وحكومات الولايات والحكومات المحلية والمؤسسات العامة غير المالية والقطاع الخاص. تتألف الودائع النقدية من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى التي تقبل الودائع القابلة للتحويل، مثل الودائع تحت الطلب

سابعاً - أصول البنك المركزي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%):

نسبة أصول البنك المركزي إلى الناتج المحلي الإجمالي. أصول البنك المركزي هي متطلبات على القطاع غير المالي الحقيقي المحلي من قبل البنك المركزي.

ثامناً - نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%):

القيمة الإجمالية للودائع تحت الطلب والودائع لأجل والودائع الادخارية لدى بنوك الودائع المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. تتألف بنوك الودائع من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى التي تقبل الودائع القابلة للتحويل، مثل الودائع تحت الطلب.

تاسعاً - نسبة Z-score للبنوك¹:

تقيس احتمالية تخلف النظام المصرفي التجاري في بلد ما عن السداد. يلتقط هذا المؤشر احتمالية تخلف النظام المصرفي في بلد ما عن السداد،

الفرع الثاني: مؤشرات الضعف المالي FVI Financial Vulnerability Index:

المؤشرات المدرجة في هذه الفئة تغطي المتغيرات الاقتصادية الكلية فضلاً عن هيكل التمويل للمؤسسات المصرفية. ويعطي مقياساً لمدى قدرة النظام المالي على الاستجابة للصدمات ويتم تضمين معدل التضخم وعجز الموازنة المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كإشارة إلى ثقة المستثمرين في

¹ المصدر (Bankscope (2000-14 و (Bureau van Dijk (BvD «Orbis (2015-21)

الاقتصاد نظراً للآثار التي قد يخلفها ذلك على الأسواق المالية والاستقرار المالي وبالإضافة إلى ذلك، يشير عجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي إلى قابلية البلاد للتعرض للصدمات الخارجية¹.

أولاً - التضخم، أسعار المستهلك (%) سنوياً²

التضخم كما يقاس بمؤشر أسعار المستهلك يعكس التغير السنوي في النسبة المئوية في تكلفة حصول المستهلك العادي على سلة من السلع والخدمات التي قد تكون ثابتة أو متغيرة على فترات زمنية محددة،

ثانياً - النقود بمعناها الواسع (%) من الناتج المحلي الإجمالي³

النقود بمعناها الواسع هي مجموع العملة خارج البنوك؛ والودائع تحت الطلب بخلاف ودائع الحكومة المركزية؛ والودائع لأجل والادخار والعملات الأجنبية للقطاعات المقيمة بخلاف الحكومة المركزية؛ والشيكات المصرفية والشيكات السياحية؛ والأوراق المالية الأخرى مثل شهادات الإيداع والأوراق التجارية.

ثالثاً - نسبة احتياطات السيولة لدى البنوك إلى أصول البنوك (%)⁴:

نسبة احتياطات السيولة لدى البنوك إلى أصول البنوك هي نسبة حيازات العملة المحلية والودائع لدى السلطات النقدية والمؤسسات العامة غير المالية والقطاع الخاص والمؤسسات المصرفية الأخرى.

رابعاً - الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)⁵

نسبة الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي. تُعرف الالتزامات السائلة أيضاً باسم النقود العريضة، أو M3. وهي عبارة عن مجموع العملة والودائع في البنك المركزي (M0)، بالإضافة إلى الودائع القابلة للتحويل والعملة الإلكترونية (M1)، بالإضافة إلى الودائع لأجل والادخار، والودائع القابلة للتحويل بالعملة الأجنبية، وشهادات الإيداع، واتفاقيات إعادة شراء

¹Verlis C. Morris - Measuring and Forecasting Financial Stability: The Composition of an Aggregate Financial Stability Index for Jamaica - Financial Stability Department Bank of Jamaica August 2010 p 08-09

²المصدر صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات

المصدر: صندوق النقد الدولي، والإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات الموضوع القطاع المالي،³

⁴المصدر صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات

⁵المصدر: الإحصاءات المالية الدولية (IFS)، صندوق النقد الدولي (IMF)

الأوراق المالية (M2)، بالإضافة إلى الشيكات السياحية، والودائع لأجل بالعملية الأجنبية، والأوراق التجارية، وأسهم صناديق الاستثمار المشترك أو صناديق السوق التي يحتفظ بها المقيمون.

خامسا - سعر الصرف الرسمي (وحدة العملة المحلية لكل دولار أمريكي، نهاية الفترة)¹:

يشير سعر الصرف الرسمي إلى سعر الصرف الفعلي الأساسي وهو متوسط سنوي يعتمد على المتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية نسبة إلى الدولار الأمريكي).

سادسا - الائتمان الخاص من البنوك النقدية المودعة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)²:

الموارد المالية التي تقدمها البنوك المحلية للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. تتألف البنوك المحلية من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى التي تقبل الودائع القابلة للتحويل، مثل الودائع تحت الطلب.

سابعا - رصيد الحساب الجاري (% من الناتج المحلي الإجمالي)³:

رصيد الحساب الجاري هو مجموع صافي صادرات السلع والخدمات، وصافي الدخل الأولي، وصافي الدخل الثانوي.

ثامنا - تركيز البنوك (%)⁴:

يقصد به نسبة سيطرة عدد من البنوك على السوق المصرفي في دولة ما وهو نسبة مئوية من إجمالي الأصول أو القروض أو الودائع التي تديرها عدد معين من أكبر البنوك

الفرع الثالث: مؤشرات تطور السوق المالي FDI Financial Development Index

مقياس لمستوى تطور النظام المالي، حيث يحدد مؤشر رسملة السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مستوى تطور أسواق رأس المال، في حين أن نسبة إجمالي الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي تعتبر مؤشر عن مدى قدرة مؤسسات الائتمان على القيام بوظائف الوساطة⁵،

¹ المصدر: البنك الدولي

² المصدر: الإحصاءات المالية الدولية (IFS)، صندوق النقد الدولي (IMF)

³ المصدر: صندوق النقد الدولي، والكتاب السنوي لإحصاءات ميزان المدفوعات وملفات البيانات، وتقديرات الناتج المحلي الإجمالي للبنك الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

⁴ المصدر: البنك الدولي

⁵ بوشنين ليلي - قياس استقرار النظام المالي الجزائري باستخدام مؤشر تجميعي مقترح للفترة (2003 - 2017) - مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - مجلد 20 - عدد 01- ديسمبر 2020

أولاً - القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة (% من الناتج المحلي الإجمالي)¹:

القيمة السوقية هي سعر السهم مضروباً في عدد الأسهم القائمة للشركات المحلية المدرجة. يتم استبعاد صناديق الاستثمار وصناديق الوحدات والشركات التي يكون هدفها التجاري الوحيد هو الاحتفاظ بأسهم شركات مدرجة أخرى.

ثانياً - مؤشرات الأسهم العالمية من S&P (التغير السنوي بنسبة مئوية)² :

تقيس مؤشرات الأسهم العالمية من S&P التغير في سعر الدولار الأمريكي في أسواق الأسهم التي تغطيها مؤشرات S&P/IFCI و S&P/Frontier BMI للدول.

ثالثاً - ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%):

الودائع تحت الطلب والودائع لأجل والادخار في بنوك الودائع وغيرها من المؤسسات المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

رابعاً - فارق أسعار الفائدة (سعر الإقراض مطروحاً منه سعر الودائع، %)³:

فارق أسعار الفائدة هو سعر الفائدة الذي تفرضه البنوك على القروض المقدمة لعملاء القطاع الخاص مطروحاً منه سعر الفائدة الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة للودائع تحت الطلب أو الأجل أو الادخارية.

خامساً - الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من الناتج المحلي الإجمالي)

القيمة الإجمالية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة التي تم تداولها خلال فترة زمنية معينة (عادةً سنة)، كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي⁴،

الفرع الرابع: مؤشرات المناخ الاقتصادي العالمي WECI

هي المؤشرات التي تؤثر على مستوى ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في النظام المالي، كالتضخم العالمي ومعدل النمو الاقتصادي العالمي⁵.

¹ المصدر: قاعدة بيانات الاتحاد العالمي للبورصات.

² المصدر: Standard & Poor's، Global Stock Markets Factbook وبيانات S&P التكميلية.

³ المصدر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات.

⁴ المصدر: البنك الدولي

⁵ بوشنين ليلي

المطلب الثاني: المؤشر التجميعي للاستقرار النظام المالي AFSI

المؤشر التجميعي مقياس عددي أو كمي يضم مجموعة مؤشرات فردية تعكس جوانب الظاهرة محل الاهتمام، حيث يتم دمج هذه المؤشرات بالاعتماد على نموذج معين للحصول على مؤشر مركب يعبر عن الاتجاه العام لتلك المؤشرات الفرعية فهو بذلك يعمل على تجميع المعلومات وعرضها بشكل يسهل فهمه، كما يعرف على أنه " عبارة عن توليفة رياضية لعدة مؤشرات التي بدورها تمثل مختلف أبعاد الظاهرة محل الدراسة¹، كما يعتبر من بين المؤشرات المعتمدة في تحليل الاستقرار المالي حيث يضم مؤشرات جزئية مختلفة تعكس أبعاد الاستقرار المالي وتكون مختلفة من حيث وحدة القياس، وتتضمن مجموعة عناصر مدخلات ومخرجات النموذج الذي يتمثل في المؤشر التجميعي²، وزاد الاهتمام بالمؤشرات التجميعية لأهميتها في تقييم أداء البلدان من الناحية الاقتصادية والاجتماعية والتكنولوجية إضافة الى أنها وسيلة للمقارنة بينها وفقا لبعض المعايير، ويتم تمثيلها بالمؤشرات الفرعية الأساسية، فالمؤشر التجميعي هو مقياس عددي أو كمي يضم عدة مؤشرات فردية تعكس جوانب الظاهرة المعنية ويتم دمجها بالاستناد على نموذج معين للحصول على مؤشر مركب يعبر عن الاتجاه العام المشترك لتلك المؤشرات الفرعية لعرض المعلومات بشكل مبسط يسهل فهمه وتفسيره³،

يعمل القطاع المالي على تحفيز نمو الاقتصاد الحقيقي وهذا من خلال تحسين المرافق والبنية الأساسية المالية، فالدول التي تتمتع بقطاعات مالية متطورة يكون من السهل عليها تحقيق أهدافها التنموية (Dornbusch & Reynoso, 1989). حيث يلعب النظام المالي دوراً مهماً يتمثل في المساعدة في إعادة تخصيص الموارد المالية، بشكل يسمح باستخدام الأمثل للأموال لدى أصحاب الفائض من قبل أصحاب العجز. من هناك تظهر الحاجة إلى نظام مالي مستقر لجعل الاقتصاد يسير على النحو المطلوب. سنقوم من خلال هذه الدراسة ببناء مؤشر تجميعي للاستقرار المالي AFSI انطلاقاً من مجموعة من مؤشرات الفرعية التي يتم استخدامها في دراسة استقرار النظام المالي في الدول الثلاثة محل الدراسة. تمر عملية حساب المؤشر

¹ذهبي ريمة

مرجع سابق

ص 123

²سليمة خوالدي، محمد رضا بوسنة - تقييم وضعية الاستقرار المالي في الجزائر وفق منهجية المؤشر التجميعي خلال الفترة 1996- 2017 -مجلة البحوث الاقتصادية والمالية - المجلد 10- العدد 01 - جوان 2023 ص 329-328³حيدر عبد المنعم عزيز

مرجع سابق

ص 51-50

التجمعي بعد مراحل انطلاق من تحديد المتغيرات التي تمثل المؤشرات الفرعية، ثم جمع البيانات المتعلقة بها في شكل لبيانات سلاسل تليها مرحلة تطبيع البيانات وهي مرحلة يتم من خلالها التخلص من مشكلة عدم تماثل وحدات القياس فبعد عملية التطبيع تتراوح قيمة المؤشرات بين 0 و 1 وفي آخر مرحلة يتم جمع المؤشرات الفرعية في مؤشر تجمعي مع مراعاة تأثير كل مؤشر فرعي (إما تأثير موجب + أو تأثير سالب -)

تتميز طريقة المؤشر التجمعي لاستقرار النظام المالي AFSI في سهولة الوصول إلى البيانات الإحصائية لأن البيانات المطلوبة متوفرة بشكل عام، الشفافية، وسهولة الحساب (Albulescuand Goyeau 2010)

الاستقرار المالي هو مفهوم واسع ومتعدد الأبعاد حيث يغطي عدة جوانب مختلفة من النظام المالي. بالتالي لتحديد ما إذا كان النظام المالي مستقراً أم غير مستقر، هناك حاجة ملحة إلى مقياس كمي في شكل مؤشر قادر على تفسير وضعية النظام المالي لدولة. في هذا الباب نجد العديد من المؤسسات المالية الدولية والبنوك المركزية والباحثين وجهوا اهتماماتهم إلى بناء مؤشرات تعمل على قياس استقرار النظام المالي ككل. والمؤشر التجمعي هو عبارة عن مؤشر يتم من خلاله دمج مجموعة من المؤشرات الفرعية وفق خطوات معينة يسمح لنا في الأخير بقياس درجة استقرار النظام المالي بصورة شاملة، كما يوفر إمكانية إجراء مقارنة بين فترات زمنية مختلفة وكذلك بين أنظمة مالية مختلفة. يتم حساب المؤشر التجمعي لاستقرار النظام المالي وفق الصيغة التالية:

$$AFSI_t = w_1 * FSI_t + w_2 * FVI_t + w_3 * FDI_t + w_4 * WECEI_t$$

حيث:

- AFSI_t: المؤشر التجمعي لاستقرار النظام المالي للفترة t

- FSI_t: مؤشرات السلامة المالية للفترة t

- FVI_t: مؤشرات الضعف المالي للفترة t

- FDI_t: مؤشرات تطور السوق المالي للفترة t

- WECEI_t: مؤشرات المناخ الاقتصادي العالمي للفترة t

- W_t : الأوزان النسبية لكل مؤشر فرعي i

الفرع الأول: مراحل بناء المؤشر التجميعي للاستقرار المالي

لقياس الاستقرار في الأسواق المالية بصفة أكثر شمولاً لاحتواء هذه الأسواق على عدة مؤشرات تخص كل قطاع ولمعرفة الاتجاه العام لها والقيام بالمقارنة بين مختلف الدول، يتم اللجوء إلى بناء مؤشرات مركبة تضم عدة مؤشرات حسب هدف الدراسة،

وتستخدم عموماً لتلخيص عدد من المؤشرات أو المتغيرات الفردية الأساسية هو مقياس كمي أو نوعي مشتق من سلسلة من الملاحظات التي يمكن أن تكشف عن الموقف النسبي في منطقة معينة، وعند قياسها يمكنها الإشارة إلى اتجاه التغيير في سياق تحليل السياسات على المستويين الوطني والدولي وتكون في تحديد الاتجاهات في الأداء والسياسات ولفت الانتباه إلى قضايا معينة¹،

ولا توجد طريقة عالمية موحدة لبناء المؤشرات المركبة في كل حالة بل يتحدد بناء هذه المؤشرات من خلال التطبيق الخاص بما في ذلك العناصر الشكلية والقياسية، وتتضمن بعض المعرفة المتخصصة حول الظاهرة، ومع ذلك فإن مزايا المؤشرات المركبة ويمكن تلخيصها في القياس الأحادي البعد للظاهرة، وسهولة التفسير فيما يتعلق بمجموعة من المؤشرات الفردية العديدة وتبسيط تحليل البيانات كترتيب الوحدات ومقارنة أدائها بمرور الوقت²، وتتمثل أهم خطوات بناء مؤشر مركب فيما يلي:

أولاً- الإطار النظري:

إن الإطار النظري السليم هو نقطة البداية في بناء المؤشرات المركبة ويجب أن يحدد بوضوح الظاهرة المستهدفة ومكوناتها الفرعية، باختيار المؤشرات الفردية والأوزان التي تعكس أهميتها النسبية وأبعادها كما ينبغي أن تستند هذه العملية إلى ما هو مرغوب في قياسه وليس إلى المؤشرات المتاحة، كمثال يقيس الناتج المحلي الإجمالي القيمة الإجمالية للسلع والخدمات المنتجة في بلد معين، حيث يتم تقدير الأوزان على أساس النظرية الاقتصادية تعكس السعر

¹ Michael Freudenberg - COMPOSITE INDICATORS OF COUNTRY PERFORMANCE: A CRITICAL ASSESSMENT- OECD Science, Technology and Industry Working Papers- 2003/16 p 7

² Matteo Mazziotto, Adriano Pareto METHODS FOR CONSTRUCTING COMPOSITE INDICES: ONE FOR ALL OR ALL FOR ONE?- Rivista Italiana di Economia Demografia e Statistica Volume LXVII n. 2 April- 2013 p 71

النسبي للسلع والخدمات، لا تتمتع كل المفاهيم المتعددة الأبعاد بمثل هذه الأسس النظرية والتجريبية المتينة¹، فتحديد الظاهرة المراد قياسها ينبغي أن يعطي إحساسا واضحا بما يتم قياسه بواسطة المؤشر المركب وينبغي أن يشير إلى إطار نظري يربط بين مختلف المجموعات الفرعية والمؤشرات الأساسية²،

ثانيا - اختيار المؤشرات الفرعية:

هي خطوة من أهم الخطوات الأساسية، فكثيرا ما تكون المؤشرات المركبة إما غير كاملة أو تستند إلى مصادر بيانات مشكوك فيها ما يتسبب في إلحاق ضرر جسيم بمصداقيتها وغالبا ما يكون اختيارها مقيدا بتوافر البيانات، فاختيار المؤشرات أمر ضروري بحيث يكون للمؤشرات المدرجة في المؤشر المركب، وزن مرتبط بها ولها تأثير على الجهد الذي سيتم بذله في محاولة التحقق من المؤشرات المدرجة على حساب المؤشرات المستبعدة، وقد تكون هذه المؤشرات المستبعدة بنفس أهمية المؤشرات المشمولة ولكنها ببساطة أكثر صعوبة في القياس فإذا تم بناء بعض المؤشرات كمقارنات لوحدات أخرى ذات صلة أو على سبيل المثال، المتوسط الوطني، فلن تتمكن الوحدات الفردية من الوصول إلى الكثير من هذه البيانات، وبصرف النظر عن توافر البيانات، تنشأ قضايا أخرى في اختيار مؤشرات على وجه التحديد أنواع المؤشرات المراد تضمينها وموثوقية البيانات، والترابط الخطي بين المؤشرات³.

ثالثا - المعالجة الأولية للبيانات:

ينبغي للتحليل أن يستكشف البنية العامة للمؤشرات وقيم مدى ملائمة مجموعة البيانات، ويقرر ما إذا كانت بنية المؤشر المركب محددة جيدا، وكافية أو مناسبة لوصف الظاهرة، ويشرح الخيارات المنهجية مثل الترجيح والتجميع، وتشمل أساليب: تحليل المكونات الأساسية، والعوامل التي تستند إلى نماذج إحصائية معينة، ويعمل تحليل المجموعات كطريقة لتجميع المؤشرات وأداة تشخيص لاستكشاف تأثير الخيارات المنهجية المتخذة أثناء مرحلة بناء المؤشر

¹Michela Nardo, Michaela Saisana, Andrea Saltelli, Stefano Tarantola - Handbook on Constructing Composite Indicators and User Guide - The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) - September 2008 p 22

²Matteo Mazziotto, Adriano Pareto | لمرجع السابق p 70

³Rowena Jacobs, Peter Smith, Maria Goddard - Measuring performance: An examination of composite performance indicators A report for the Department of Health - Centre for Health Economics- University of York - March 2004P 29-30

المركب وطريقة نشر المعلومات حوله وطريقة لاختيار مجموعات من البلدان لإسناد البيانات المفقودة بهدف تقليل تباين القيم المنسوبة¹.

رابعاً - التطبيع:

يجب ان تكون المؤشرات في مجموعة البيانات متناسبة مع بعضها البعض، فمن الضروري جعل هذه المؤشرات في نفس الوحدة ليخدم التطبيع في المقام الأول، وهناك عدد من طرق التطبيع المتاحة مثل الترتيب، التوحيد القياسي وإعادة القياس، فاختيار طريقة التطبيع المناسبة لتطبيقها على المشكلة المطروحة ليس بالأمر التافه ويستحق عناية خاصة ويجب أن تأخذ طريقة التطبيع في الاعتبار خصائص البيانات وأهداف المؤشر المركب، وما إذا كان مطلوباً إجراء مقارنة معيارية مع بلد مرجعي، وما إذا كان يجب مراعاة التباين في المؤشرات ويجب إيلاء اهتمام خاص لنوع طريقة التطبيع المستخدمة إذا كانت قيم المؤشرات المركبة لكل بلد تحتاج إلى أن تكون قابلة للمقارنة بمرور الوقت²،

عملية تطبيع البيانات process normalization :

تكون البيانات الخاصة بالمؤشرات الفرعية للنظام المالي في العادة ذات وحدات قياس مختلفة، بالتالي لا يمكن إجراء عمليات الجمع عليها مباشرة، بل يجب أولاً التخلص من مشكلة عدم تجانس وحدات القياس، في هذا الباب هناك مجموعة من التقنيات يطلق عليها طرق تطبيع البيانات normalization من أبرزها نذكر:

- طريقة min_max

- طريقة z_score

الفرع الثاني: الأوزان الترجيحية والتجميع

لا توجد منهجية متفق عليها بشكل موحد لترجيح المؤشرات الفردية قبل تجميعها وعلى الرغم من أن الترجيح المتساوي هو طريقة شائعة الاستخدام للترجيح، إلا أنها مختلفة ويمكن تعيين الأوزان لسلسلة المكونات لتعكس أهميتها الاقتصادية و استخلاصها إما من النماذج الإحصائية، تحليل المكونات الرئيسية، تحليل بيانات، تحليل الانحدار، نماذج المكونات غير

¹Nadia Farrugia

مرجع سابق

P 7-8

²Michela Nardo, Michaela Saisana, Andrea Saltelli & Stefano Tarantola -Tools for Composite Indicators Building- Institute for the Protection and Security of the Citizen Econometrics and Statistical Support to Antifraud Unit Italy – 2005 p 11

الملحوظة أو بناء على رأي الخبراء، وبغض النظر عن الطريقة المستخدمة فإن اختيار الأوزان ينطوي بشكل أساسي على أحكام قيمة¹، أما التجميع فتعتبر المرحلة المرتبطة بشدة بالمرحلة السابقة، ويتم خلالها البناء الفعلي للمؤشر المركب، وهناك أساليب عديدة لتجميع المؤشرات الفرعية كالتجميع الخطى والهندسي وتحليل المعايير المتعددة، وتستخدم كل منهما حسب ظروف معينة وبافتراضات مختلفة²،

الفرع الثالث: تحليل عدم اليقين والحساسية

تهدف خطوة التحقق إلى تقييم قوة المؤشر المركب من حيث قدرته على إنتاج مقاييس صحيحة ومستقرة وعلى التمييز، لأن نتائج وترتيب الوحدات الفردية على المؤشر المركب قد تعتمد إلى حد كبير على القرارات المتخذة في كل خطوة من الخطوات السابقة، لهذا يجب إجراء تحليلات إحصائية لاستكشاف مدى قوة الترتيبات لإدراج واستبعاد المؤشرات الفردية ووضع قواعد مختلفة لبناء المؤشر المركب ويتم ذلك من خلال منهجين تحليل عدم اليقين وتحليل الحساسية، ويتم تقييم القدرة التمييزية للمؤشر المركب من خلال استكشاف قدرته في التمييز بين الوحدات والمجموعات وتوزيع جميع الوحدات³.

المطلب الثالث: تحليل تغيرات المؤشرات

لبناء المؤشرات الفرعية والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي وتحليل تغيراتها يتم استخدام عدة أساليب وطرق منها طريقة تحليل نقطة التغيير (CPA) لحساب المؤشرات والخريطة الحرارية لاستنتاج التغيرات.

الفرع الأول: طريقة تحليل نقطة التغيير

تحليل نقطة التغيير (CPA) هو تحليل يستخدم للكشف عن التغيرات المفاجئة في التوزيع أو التغيرات البنوية ذات الدلالة الإحصائية، يعرف تحليل نقطة التغيير أيضا باسم الكسر البنوي structural break، وعادة ما يكون للاستدلال الإحصائي لتحليل نقطة التغيير

¹Nadia Farrugia -CONCEPTUAL ISSUES IN CONSTRUCTING COMPOSITE INDICES- Occasional Papers on Islands and Small States- ISLANDS AND SMALL STATES INSTITUTE - No 2-2007 p 08

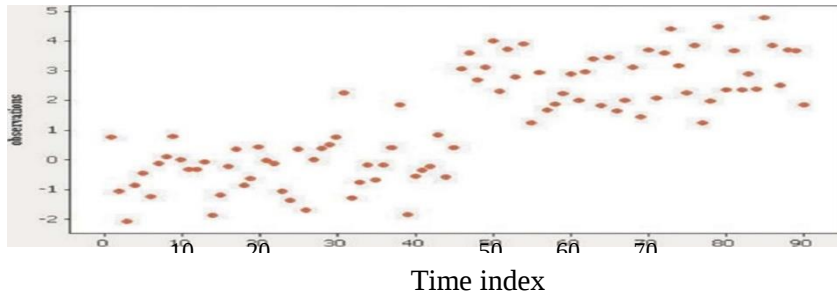
²إبراهيم عدلي - بناء مؤشر مركب للحكومة في الجزائر باستخدام طريقة التحليل إلى مركبات أساسية - مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية المجلد 08، العدد - 01 مارس 2021 ص 264

³Silvia Terzi, Adrian Otoiu, Elena Grimaccia, Matteo Mazziotta, Adriano Pareto - OPEN ISSUES IN COMPOSITE INDICATORS A Starting Point and a Reference on Some State-of-the-Art Issues - Università degli Studi Roma Tre Dipartimento di Economia- n. 3, february 2021 p 25

جانبا، حيث يكتشف التغيير في تسلسل المتغيرات العشوائية التي تمت ملاحظتها ويقدر مقدار التغيير ونوعه.

يمكن لتحليل نقطة التغيير اكتشاف التغيرات في المتوسط أو التباين أو المتوسط والتباين لبيانات سلسلة زمنية، ويتضح التغيير في المتوسط في الشكل 2، وبالنسبة للتغيرات في التباين في الشكل 3 أما في المتوسط والتباين في الشكل 4 للتغيرات في كليهما في وقت واحد، بالإضافة إلى ذلك اكتشاف نقاط التغيير بتركيزين، وهما نقطة تغيير واحدة ونقاط تغيير متعددة، واكتشاف نقطة تغيير واحدة هو عملية اكتشاف نقطة تغيير على البيانات التي تحتوي على نقطة واحدة على الأكثر وتشير إلى التغيير، بينما في نقاط التغيير المتعددة هي عملية نقطة تغيير واحدة تتكرر بحيث يمكنها العثور على أكثر من نقطة تغيير واحدة.

الشكل 6: التغيير في متوسط البيانات

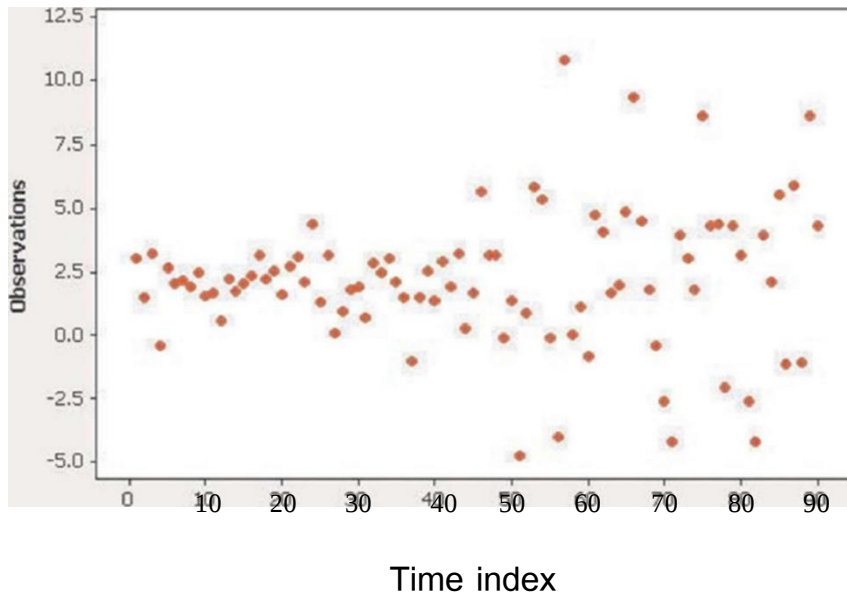


المصدر:

Apriliani Gustiana¹ , Nasrudin² - Evaluating Financial System Stability Using Heatmap from Aggregate Financial Stability Index with Change Point Analysis Approach - Asia-Pacific Financial Markets (2021) 28 p371

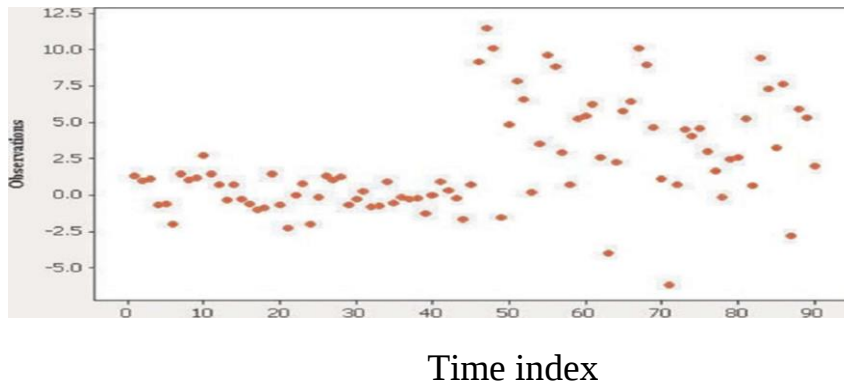
تستخدم أغلب الأبحاث حول تحليل نقطة التغيير نموذجاً طبيعياً، حيث يفترض أن المتغيرات في الدراسة موزعة بشكل طبيعي.

الشكل 7: تغيرات تباين البيانات



المصدر: نفس المرجع

الشكل 8: التغيرات في متوسط وتباين البيانات



المصدر: نفس المرجع ص 373

في هذه الدراسة، سيتم افتراض اكتشاف نقاط التغير المتعددة في المتوسط كبيانات سلسلة زمنية عادية. طريقة الكشف المستخدمة في هذه الدراسة هي تقنية التجزئة الثنائية Binary Segmentation Technique.

أولاً- الاختبار الإحصائي لنقطة التغير الفردية:

يمكن إجراء الاختبار الإحصائي في ثلاث فئات من التغيرات، وهي التغيرات في المتوسط، والتغيرات في التباين، والتغيرات في المتوسط والتباين. (2012) Chen and Gupta يمكن ملاحظة الاستقرار من خلال النظر إلى التغيرات في المتوسط، لذلك في هذه الدراسة سيتم الكشف عن التغيرات في المتوسط فقط، وهذا يتوافق مع البحث الذي سيناقش استقرار كل مؤشر لبناء AFSI.

الاختبارات التالية خاصة بالنماذج أحادية المتغير الطبيعية، على سبيل المثال، توزيع x_i بشكل طبيعي مع المتوسط μ_i والتباين σ_i^2 ، $i = 1, 2, \dots, n$.

الفرضية الخاصة بالاستقرار هي كما يلي:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_n = \mu \text{ (there is no change point).}$$

$$H_1: \mu_1 = \dots = \mu_k \neq \mu_{k+1} = \dots = \mu_n \text{ (there is 1 point of change).}$$

k هو موقع نقطة التغير غير المعروف

اقترح تشين وجوبتا (2012) الاختبار الإحصائي المستخدم لاختبار الفرضية حول ما إذا كان k هو موقع نقطة التغير أم لا على النحو التالي.

$$V = \max_{1 \leq k \leq n-1} \frac{|T_k|}{S}, \quad (1)$$

$$T_k^2 = \frac{k(n-k)}{n} (\bar{x}_k - \bar{x}_{n-k})^2, \quad (2)$$

$$S = \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2, \quad (3)$$

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i. \quad (4)$$

الوصف:

✓ k : موقع نقطة التغير،

✓ n : عدد ملاحظات العينة،

✓ $\bar{x}$: متوسط جميع الملاحظات،

✓ $\bar{x}_k$: متوسط أول k ملاحظة،

✓ $\bar{x}_{n-k}$: متوسط آخر k ملاحظة.

حصلت دراسة وسلي Wesley's التي أجريت في عام 1979 (كما وردت في تشين وجوبتا 2012) على التوزيع الصفري لـ V ، ويتم عرض النتيجة فيما يلي.

the null distribution of V , the result is presented in the following. Let $\mathbf{x} = (x_1, x_2, \dots, x_n)'$ and $\mathbf{y} = (y_1, y_2, \dots, y_n)'$ where $y_i = (x_i - \bar{x})/\sqrt{S}$, $i = 1, 2, \dots, n$. Also, define

$$c_k = \sqrt{k/(n-k)} \text{ and } b_{ki} = \begin{cases} n^{-1/2} c_k^{-1}, i = 1, \dots, k \\ -n^{-1/2} c_k, i = k+1, \dots, n \end{cases}$$

for $k = 1, 2, \dots, n-1$. Let $\mathbf{b}_k$ be the vector such that $\mathbf{b}_k = (b_{k1}, \dots, b_{kn})'$. Then, $T_k = \mathbf{b}_k' \mathbf{x}$, $k = 1, \dots, n-1$. It is easy to see that $\mathbf{b}_k' \mathbf{1} = 0$, where $\mathbf{1} = (1, 1, \dots, 1)'$ is the $n \times 1$ unit vector, hence $\mathbf{b}_k' \mathbf{y} = \mathbf{b}_k' \mathbf{x} / \sqrt{S}$ and $V = \max_{1 \leq k \leq n-1} |\mathbf{b}_k' \mathbf{y}|$.

Next, let $\mathbf{y} \in R^n$. Under H_0 , $\mathbf{y}' \mathbf{y} = 1$, thus $\mathbf{y}$ is uniformly distributed on the surface of the unit $(n-1)$ -ball $C = \{\mathbf{y} : \mathbf{y}' \mathbf{y} = 1 \text{ and } \mathbf{1}' \mathbf{y} = 0\}$. Let $D = \{\mathbf{y} : \mathbf{1}' \mathbf{y} = 0, |\mathbf{b}_k' \mathbf{y}| \leq v, k = 1, \dots, n-1\}$, then the event $\{V \leq v\} = \{\mathbf{y} \in C \cap D\}$. Therefore,

$$P\{V \leq v\} = \text{surface area of } C \text{ inside } D = P\left\{\mathbf{y} \in \bigcap_{k=1}^{n-1} (A_k^+ \cup A_k^-)^c\right\} \quad (5)$$

where for $k = 1, \dots, n-1$.

$$A_k^+ = \{\mathbf{y} : \mathbf{y} \in C, \mathbf{b}_k' \mathbf{y} > v\},$$

$$A_k^- = \{\mathbf{y} : \mathbf{y} \in C, -\mathbf{b}_k' \mathbf{y} > v\},$$

$$A_k = A_k^+ \cup A_k^-, A_k^+ \cap A_k^- \equiv \emptyset.$$

From DeMorgan's law, (5) is reduced to

$$\begin{aligned} P\{V \leq v\} &= 1 - P\left\{\mathbf{y} \in \bigcap_{k=1}^{n-1} (A_k^+ \cup A_k^-)\right\} \\ &= 1 - \sum_{k=1}^n P\{\mathbf{y} \in A_k\} + \sum_{1 \leq k_1 \leq k_2 \leq n-1} \sum P\{\mathbf{y} \in A_{k_1} \cap A_{k_2}\} \\ &\quad + \dots + (-1)^p \sum \sum \dots \sum_{1 \leq k_1 \leq k_2 \leq \dots \leq k_p \leq n-1} P\left\{\mathbf{y} \in \bigcap_{j=1}^p A_{k_j}\right\} \\ &\quad + \dots + (-1)^{n-1} P\left\{\mathbf{y} \in \bigcap_{j=1}^{n-1} A_j\right\} \end{aligned} \quad (6)$$

Because $P\{y \in C, \text{ and } b'_k y > v\} + P\{y \in C, \text{ and } b'_k y < -v\}$, and $b'_k y = b_k x / \sqrt{S} = T_k / \sqrt{S}$, then $P\{y \in A_k\}$ can be calculated via the distribution of the statistic $T_k / \sqrt{S}$.

Now, under $H_0, T_k \sim N(0, \sigma^2), S_k^2 = \sum_{i=1}^k (x_i - \bar{x}_k)^2 + \sum_{i=k+1}^n (x_i - \bar{x}_{n-k})^2$ is distributed as $\sigma^2 \chi_{n-2}^2$, and T_k is independent of S_k ; then $T_k / [S_k / \sqrt{(n-2)}] \sim \chi_{n-2}^2$. But simple algebra shows that $S = S_k^2 + T_k^2$, then $T_k / S = (S_k^2 / T_k^2 + 1)^{-1/2}$, hence $P\{y \in A_k\}$ can be calculated via a t_{n-2} distribution.

For other terms in (6), we need only to consider a general one such as $P\{y \in \bigcap_{j=1}^p \tilde{A}_{kj}\}$ for $1 < p < n-1$, with $k_1 < k_2 < \dots < k_p$ and $\tilde{A}_{kj}$ is either A_{kj}^+ or A_{kj}^- .

Let B be a $p \times n$ matrix such that $B = (b_{k_1}^*, \dots, b_{k_p}^*)'$, and v be a $p \times 1$ unit vector, where

$$b_{k_j}^* = \begin{cases} b_{k_j}, & \text{if } \tilde{A}_{k_j} = A_{k_j}^+, \\ -b_{k_j}, & \text{if } \tilde{A}_{k_j} = A_{k_j}^-. \end{cases}$$

Then, $P\{y \in \bigcap_{j=1}^p \tilde{A}_{kj}\} = P\{By > vI_p\}$. Now the following theorem gives the null probability density function of $V = By$ at v .

Theorem 1 Under H_0 , the pdf of $V = By$ at v is given by

$$f_p(v) = \begin{cases} \frac{\Gamma\left[\frac{n-1}{2}\right]}{\pi^{p/2} \Gamma\left[\frac{n-1-p}{2}\right]} |\Sigma|^{-1/2} [1 - v' \Sigma^{-1} v]^{(n-3-p)/2}, & \text{if } v' \Sigma^{-1} v < 1 \\ 0, & \text{otherwise} \end{cases}$$

where $\Sigma = BB'$.

وبالتالي، بناء على توزيع t مع $n-2$ درجات حرية والنظرية 1، يمكن حساب دالة الاحتمال الصفرية لـ V من خلال (6). قرار رفض H_0 يعني أن هناك فرقاً بين متوسط الملاحظة الأولى إلى k -th مع متوسط الملاحظة $(k_1\text{-th})$ حتى الملاحظة n -th

ثانياً - الاختبار الإحصائي لنقاط التغيير المتعددة:

نقطة التغيير المتعددة هي عملية العثور على أكثر من نقطة تغيير واحدة. الفرضية الخاصة بنقاط التغيير المتعددة هي كما يلي.

$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_n = \mu$ (there is no change point).

$H_1: \mu_1 = \dots = \mu_{k_1} \neq \mu_{k_1+1} = \dots = \mu_{k_2} \neq \dots \neq \mu_{k_q-1} = \dots = \mu_{k_q} \neq \mu_{k_q+1} = \dots = \mu_n$ (there is a change point at $k_1, k_2, \dots, k_q$).

يتم إجراء الكشف عن نقطة التغيير بشكل متكرر باستخدام طريقة التجزئة الثنائية. في طريقة الكشف هذه، هناك عدة مراحل، على النحو التالي:

المرحلة 1: اختبار فرضية نقطة التغيير الفردية

النقطة k هي موقع نقطة التغيير الفردية في هذه المرحلة إذا لم يتم رفض H_0 ، ويتوقف الكشف وهذا يعني عدم وجود نقطة تغيير، إذا تم رفض H_0 ، فهناك نقطة تغيير والانتقال إلى المرحلة 2.

المرحلة 2: اختبار الفرضيات عند نقطتين، النقطة قبل وبعد نقطة التغيير التي تم العثور عليها في الخطوة 1، بشكل منفصل للعثور على نقطة تغيير واحدة.

المرحلة 3: تكرر العملية حتى لا تتغير أي نقاط أخرى.

المرحلة 4: يتم الإشارة إلى مجموعة نقاط التغيير الموجودة في المراحل 1-3 بواسطة $\{k_1, \dots, k_q\}$ ، والعدد المقدر لنقاط التغيير هو q .

يمكن اكتشاف نقاط التغيير قدر الإمكان ومع ذلك، في هذه الدراسة سيتم البحث عن 5 نقاط تغيير كحد أقصى. وهذا يتماشى مع Scott and Knott (1974) بأنه بالنسبة لمستوى معنوية بنسبة 5 في المائة، فإن التجزئة الأكثر اكتمالاً وفعالية تكون حول 5 نقاط تغيير بالنسبة لمؤشر واحد، من المحتمل جداً حدوث أكثر من 5 نقاط تغيير لذلك، للعثور على موقع النقطة المثلى للتغيير، يتم استخدام معيار شوارتز (SIC).

الفرع الثاني: الخريطة الحرارية

تُعد الخرائط الحرارية أداة تحليل بيانات تسمح بتتبع مصدر الضغط الواقع على المؤشر ويمكن أن تُشكل الخرائط الحرارية دليلاً لتقييم مستوى ضعف هذه المؤشرات كما ينظر إليها أنها أداة بسيطة لإظهار تطور الضغط المالي من خلال مؤشر يُحدد الفترة التي تصل خلالها المتغيرات المالية المدروسة إلى مستويات أعلى¹،

¹ Apriliani Gustiana¹ • Nasrudin² - Evaluating Financial System Stability Using Heatmap from Aggregate Financial Stability Index with Change Point Analysis Approach - Asia-Pacific Financial Markets (2021) 28:367–396 p 123

وهي تمثيل ثنائي الأبعاد للبيانات، تستخدم الألوان لتمثيل القيم الرقمية ويمكن أن تكون هذه القيم مختلفة حسب الدرجة اللونية، ويتم انشاؤها بواسطة برامج خاصة.

خاتمة الفصل الثاني:

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى إبراز أهمية الأسواق المالية ومراحل تطورها نتيجة للتطور الاجتماعي والاقتصادي وما تساهم به في النشاط والنمو الاقتصادي لتلبية للطلبات المتزايدة إلى الأموال من طرف المستثمرين وأصحاب المشاريع الاقتصادية، ودورها الهام والأساسي في توفير الأموال اللازمة لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية والاقتصادية من خلالها تحول الفوائض المالية الزائدة من وحدات اقتصادية ذات فوائض تبحث عن عوائد إلى وحدات اقتصادية تعاني عجزا ونقصا في توفر الأموال لإتمام مشاريعها مقابل دفع تلك العوائد،

فالأسواق المالية منذ نشأتها والمراحل التاريخية التي مرت بها إلى غاية تاريخنا الحالي مازالت في تطور متزايد ودورها يتعاظم بأقسامها المختلفة لما تتميز بها من خصائص عن باقي الأسواق والوظائف التي تؤديها في النشاط الاقتصادي، كما ان للسياسة النقدية أثر كبير في فيها من خلال عديد المتغيرات بتدخل السلطة النقدية في تغيير حجم الكتلة النقدية المتداولة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة واليات تسمح بانتقال هذا الاثر عن طريق أدوات معينة تمس السوق النقدي أو سوق رأس المال وتؤثر في كفاءتهما أو لتحقيق اهداف معينة،

ولتتبع تغيرات الأسواق المالية والاستقرار المالي لا بد من تحديد محدداته وعوامله، وفهم اثارها الاقتصادية بدراسة المتغيرات التي تؤثر فيها وآليات عن طريق استخدام المؤشرات المستخدمة في قياس استقرار وسلامة الأسواق المالية والنظام المالي والاستعانة بالبرامج الاحصائية يمكن من خلالها استنتاج تأثير أدوات السياسة النقدية.

الفصل الثالث:

أثر السياسات النقدية الحديثة على الأسواق المالية

- تجارب بعض الدول-

تمهيد:

سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة تأثير السياسات النقدية الحديثة على الاستقرار المالي لعينة من الدول وهي الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان والصين، والتي لجأت وبشكل واسع إلى تطبيق أدوات غير تقليدية خاصة في ظل الأزمات المالية والاقتصادية، وعملية تقييم استقرار السوق المالي لأي دول مسألة معقدة، يرجع بالأساس لتشعبات وتعقيدات النظام المالي، في هذا الإطار نجد في الأدبيات العلمية العديد من الدراسات التي تهدف إلى بناء مؤشر تجميعي لقياس الاستقرار المالي انطلاقاً من عدد من المؤشرات الفرعية.

سنقوم من خلال هذا الفصل بدراسة تأثير السياسة النقدية الحديثة أو الأدوات غير التقليدية على الاستقرار المالي لدول محل الدراسة من خلال حساب مؤشر تجميعي يسمح بإعطاء قراءة شاملة للوضع المالي وتغيراتها والذي يتكون من عدد من المؤشرات يتم جمعها في أربعة مؤشرات فرعية أساسية وهي مؤشر السلامة المالية FSI، مؤشر تطور القطاع المالي FDI، مؤشر الحساسية للمخاطر FVI ومؤشر المناخ الاقتصادي العالمي WECI. وسيتم تقدير الأوزان النسبية للمؤشرات الفرعية بالاعتماد على طريقة <change point> التي تأخذ بعين الاعتبار التقلبات الهيكلية الحاصلة في المؤشرات الفرعية عبر الزمن تمتد فترة الدراسة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2021 بالاعتماد على البيانات التي يقدمها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي ومصادر أخرى وبناء على ذلك يتم دراسة أثر السياسات المطبقة على السوقين النقدي ورأس المال من خلال هذه المؤشرات الجزئية تبعاً للأدوات المالية المستخدمة في هذه المؤشرات حيث أن السوق النقدي يهتم بالأدوات قصيرة الأجل، والسيولة، والسياسة النقدية، وأسعار الفائدة، والنقد والودائع و سوق رأس المال يهتم بالأدوات طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، ورأس المال، والمؤشرات السوقية، والائتمان طويل الأجل التي تم التطرق إليها سابقاً،

ولأجل الوصول إلى هدف هذه الدراسة سنقوم ببناء مؤشر تجميعي للاستقرار المالي AFSI قادر على قياس استقرار النظام المالي في الدول الثلاثة محل الدراسة الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان والصين تتمثل ميزة طريقة AFSI المحسوب بطريقة تحليل نقطة التغير ACP بإعطاء أوزان

للمؤشرات الفرعية حسب تأثيرها خلال فترة الدراسة ما يسمح بتحديد المؤشرات التي لها التأثير على استقرار النظام المالي أو السوق المالي وباستغلال هذه المؤشرات في مناقشة تأثير هذه السياسات على كل من السوق النقدي وسوق رأس المال.

المبحث الأول: تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من أهم الدول التي طبقت سياسة التيسير الكمي والتمويل غير التقليدي، وذلك بعد أزمة 2008، وكانت أهم أهدافها، إنقاذ مؤسساتها المالية من الإفلاس.

المطلب الأول: النظام الاقتصادي والمالي الأمريكي وأسباب الأزمة المالية 2008

يصنف الاقتصاد الأمريكي كأكبر اقتصاد في العالم لما يمثله من حجم في الاقتصاد العالمي إلا أنه مرّ بعدة أزمات آخرها وأكبرها أزمة 2008 التي كان تأثيرها كبير على الاقتصاد والسوق المالي الأمريكي والعالمي بتأثر العديد من الدول بهذه الأزمة،

الفرع الأول: النظام الاقتصادي والمالي الأمريكي ودوره في الاقتصاد العالمي

يتميز الاقتصاد الأمريكي بكبر حجمه وتنوعه لذلك بلعب دور هام في التأثير على الاقتصاد العالمي،

أولاً- الاقتصاد الأمريكي ودوره في الاقتصاد العالمي

1- النظام الاقتصادي الأمريكي:

يتفق العديد من خبراء الاقتصاد على أن فهم الاقتصاد الأمريكي يبدأ بمفهوم "اليد الخفية" الذي ابتكره آدم سميث بأن الاقتصاد يعمل على أفضل وجه عندما يسعى المشترون والبائعون إلى تحقيق أفضل النتائج لأنفسهم، وكأنهم يسترشدون بيد غير مرئية ورأى أن مجموع معاملاتهم المستقلة العديدة يشكل الاستخدام الأكثر كفاءة لموارد الأمة وفي الأسواق العاملة بحرية، وتتحدد الأسعار من خلال تفاعل المشتريين والبائعين، وتؤدي هذه المنافسة إلى منتجات أفضل وازدهار أوسع مما قد يحققه الاقتصاد الذي تديره الحكومة، فأغلب الأميركيين يؤمنون بفكرة الاقتصاد الديناميكي الذي يحتضن المنافسة، ويشجع على السعي والإبداع، ويمنح فرصاً ثانية لأولئك الذين يفشلون، فقد نجحت الولايات المتحدة في تحقيق نظام اقتصادي شديد المرونة، ويمكن القول إنه يوفر خيارات وفرصاً أكثر من أي نظام آخر، وأظهر مراراً قدرته على إصلاح الأخطاء والتكيف مع فترات الركود

والحروب والذعر المالي¹. فأكثر من قرن قادت الولايات المتحدة الطريق أمام الدول الصناعية الأخرى ولم يقتصر الأمر على أن مسار الناتج المحلي الإجمالي للفرد في هذه الدول وهو مقياس بسيط ولكنه تقريبي لمستوى التنمية الاقتصادية وتتبع مسار الولايات المتحدة، كما أن هيكل أنشطتها قد مال إلى التقارب مع هيكل الاقتصاد الأمريكي، وفي الوقت نفسه حاكت هذه الدول أنماط الإنتاج والاستهلاك الأمريكية ومع ذلك ظل النموذج الاجتماعي المرتبط بهذا الدور الريادي الذي لعبته الولايات المتحدة فريداً من نوعه تقريباً، فعدد قليل جداً من الدول الأخرى كان لها مثل هذا التردد في قبول تدخل الدولة².

2- دور الاقتصاد الأمريكي في الاقتصاد العالمي:

ترى الولايات المتحدة بأنها الفاعل المركزي في الاقتصاد العالمي ويرجع ذلك إلى لما تمتلكه من قدرة في التصنيع والإنتاج والتصدير، حيث تسهم بـ 30 بالمائة من الاقتصاد العالمي وهذا يسمح لها بالهيمنة من خلال فرض السيطرة على المؤسسات المالية العالمية كالصندوق النقد الدولي والبنك العالمي بوضعها شروط الانضمام لها³، وقد شملت السيطرة على مجمل التعاملات الاقتصادية والتحكم فيها من خلال بناء نظام اقتصادي عالمي يخدم مصالحها عبر هذه المؤسسات الاقتصادية والمالية الدولية وشركات متعددة الجنسيات على حركة رؤوس الأموال والاستثمار والتبادل التجاري ومنظمة التجارة العالمية⁴، فمنذ انتهاء الحرب العالمية الثانية تبنت الولايات المتحدة الأمريكية سياسة انفتاح تجاري على العالم وكانت المحرك الرئيسي لهذه السياسة بتخفيض الرسوم الجمركية تدريجياً من 40 بالمائة إلى 15 بالمائة حتى سنة 1989 من خلال جولات متعددة الأطراف مع الدول الموقعة على GATT من سنة 1947 إلى غاية 1995 سنة إنشاء منظمة التجارة العالمية⁵،

¹ Peter Behr - Outline of the U.S. Economy - Bureau of International Information Programs - 2012 Updated Edition P 04

² ANTON BRENDER, FLORENCE PISANI - THE AMERICAN ECONOMY - A EUROPEAN VIEW - CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES (CEPS) BRUSSELS - Editions La Découverte, Paris 2018, - p 05

³ سحر حنفي محمود إسماعيل - في الهيمنة الاقتصادية والسياسية للولايات المتحدة الأمريكية - مجلة دراسات مالية، محاسبية وجبائية - المجلد 02 - عدد 02 - ديسمبر 2022 ص 155

⁴ بلعريف رشيد - استراتيجية الهيمنة الأمريكية العالمية: الأدوات والتداعيات - الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 14، العدد 01 - 2022 ص 296

⁵ عبد الكريم محمود عبد - القدرة التنافسية الأمريكية بين حرية التجارة وحمايتها - مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة - عدد 22 - 2009 ص 52

الفرع الثاني - النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية:

بعد الحرب العالمية الثانية خرجت الولايات المتحدة الأمريكية باقتصاد قوي، جعلها مهيمنة في النظام المالي العالمي، حيث فتحت مكانة الدولار ودور نيويورك الطريق إلى التفوق المالي فكان الدولار العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب ونيويورك هو المركز المالي الوحيد المفتوح هذا من جهة، ومن جهة ثانية كان المنافس الوحيد لتحقيق التفوق داخل النظام المالي العالمي قد تضرر من هذه الحرب، وبعد استعادة الدول الأوروبية انتعاشها كان النظام المالي الأمريكي عاش قرابة عقدين من النمو المالي المحلي ما سمح لها أن تضمن أسبقية التمويل المباشر في النظام المالي العالمي¹،

أولاً - السوق النقدي:

تجمع وزارة الخزانة الأمريكية وحكومات الولايات والحكومات المحلية مبالغ كبيرة في سوق المال من خلال بيع التزامات قصيرة الأجل للحكومة الأمريكية تسمى سندات الخزانة التي تتمتع بأكبر حجم متداول وأكثر سوق ثانوية نشاطاً من أي أداة سوق نقدية لأنها تعتبر خالية من مخاطر التخلف عن السداد، في حين أن الأدوات الأخرى تتطوي على بعض مخاطر التخلف عن السداد، فعادةً ما يكون لها أدنى سعر فائدة عند تاريخ استحقاق معين وتجمع هذه المؤسسات الأموال في سوق المال من خلال بيع الأوراق المالية ذات الأسعار الثابتة والمتغيرة، ومن سماتها الرئيسية أن دخل الفائدة الخاص بها معفى عمومًا من ضرائب الدخل الفيدرالية، مما يجعلها جذابة بشكل خاص للمستثمرين، ويعتبر الاحتياطي الفيدرالي المشارك الرئيسي في سوق المال بالتحكم في عرض الاحتياطات المتاحة للبنوك والمؤسسات الأخرى من خلال شراء وبيع سندات الخزانة، إما بشكل مباشر في سوق السندات أو على أساس مؤقت في سوق اتفاقيات إعادة الشراء ومن خلالها التأثير على سعر الأموال الفيدرالية ويمكنه أيضًا التأثير على الاحتياطات وأسعار سوق المال من خلال إدارته لنافذة الخصم وسعر الخصم. بموجب إجراءات تشغيل معينة للاحتياطي الفيدرالي²،

¹ حناش الياس، بوزرب خير الدين - أثر هيمنة الولايات المتحدة على النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية: 2008 أي مفارقة؟ - مجلة أوراق اقتصادية- العدد1- ديسمبر 2017 ص 28

² Timothy Q. Cook and Robert K. Laroche -INSTRUMENTS OF THE MONEY MARKET -Federal Reserve Bank of Richmond Richmond, Virginia 1998 p 4-5-6

ثانيا - سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية:

تعتبر أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأكبر في العالم ما جعلها جذابة للشركات المحلية والدولية لأجل النمو والتوسع بالإضافة إلى أسواق الأسهم التي تمثل ما يقارب 55 بالمائة من جميع أسواق الأسهم العامة العالمية، ولها أسواق رأس المال الخاصة الأكثر تطوراً ونظراً لتنوع أسواقها، فإن نطاق مقدمي رأس المال كبير والمنافسة على هذا رأس المال شرسة نظراً لديناميكيته وتعقيداته ونطاق فرص الاستثمار المحتملة لمقدمي رأس المال الأمريكيين واسع فقد تكون أسواق الأسهم العامة هي الأكثر شهرة والأكثر سيولة، ولكن يمكن لمقدم رأس المال الأمريكي اختيار استثمارات متعددة من بين العديد من خيارات الاستثمار التي يمكن أن تشمل الصناديق والاستثمارات المباشرة للشركات والمنتجات المهيكلة في مجموعة واسعة من القطاعات والمنتجات¹،

الفرع الثالث: أسباب الأزمة المالية 2008 بالولايات المتحدة الأمريكية

حدثت الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية يعود إلى عدة أسباب تتعلق بالنظام المالي الأمريكي أسفرت عن نتائج سلبية على الاقتصاد الأمريكي والعالمي،

أولاً - أسباب الأزمة المالية 2008:

كانت بداية الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بإعلان المؤسسة المالية العملاقة " ليمان بروذرز " عن إفلاسها، وكانت بمثابة بداية رمزية خطيرة، نظراً لعراقه هذه المؤسسة باعتبارها من القلائل الناجين من أزمة الكساد لسنة 1930 ومن أقدم المؤسسات المالية الأمريكية التي تأسست خلال القرن 19²، وما زاد من خطورتها أن بدايتها كانت من الاقتصاد الأمريكي الذي يمثل محرك الاقتصاد العالمي مستولاً قطاع الرهن العقاري، أحد أهم القطاعات المصرفية، بنقص السيولة وعدم القدرة على تسديد القروض وبدورها عجزت المصارف المقرضة على تسديد التزاماتها، ما اضطر الاحتياطي الفيدرالي إلى ضخ أموال مع بداية سنة 2007 دون جدوى، فاستمرت الأزمة وانتقلت إلى الأسواق المالية فأفلست المصارف وعرفت خسائر مالية كبيرة وهبوط في أسهمها

¹ Diana Raedle - Understanding the U.S. Capital Market Structure for Capital Raising Success - Deer Isle Group - p 146

² فريجة حسين، فريجة محمد هشام، - الأزمة المالية العالمية، الجذور، الأسباب والآثار، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 13، ديسمبر 2015، ص 468

بالبورصات ، وهذا الهبوط كان مستمرا فانفجرت الأزمة وبدأت الإنهيارات في أسواق المال وانتقلت إلى باقي الأسواق العالمية¹ وتعود اهم أسباب أزمة الرهن العقاري إلى ما يلي:

1- **ارتفاع في المديونية بالمؤسسات المالية:** من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية هو تضخم في حجم الأصول المالية للمديونية لدى المؤسسات المالية قامت به بالمقارنة ما تملكه من أصول ملكية أو الرافعة المالية، فالمؤسسات المالية تملك أصولا تشمل ملكية الموارد العينية كالأراضي والمصانع والشركات على شكل أسهم تندمج في الأصول العينية وتتطابق معها، وترتبط بوجود هذه الأصول العينية، وعادة هناك حدود في إصدار هذه الأسهم، إلا أنه يمكن المبالغة في إصدارها بقيم تزيد عن القيمة الحقيقية، أما بخصوص الأصول المالية التي تمثل ديناً فلا يوجد حدود للتوسع فيها، وتكمن المشكلة في ذلك، حين بالغت هذه المؤسسات المالية في التوسع في أصول المديونية، وأخذت شكل مديونات قابلة للتداول في الأسواق المالية، فترتب عنه ظهور جزء كبير من المستهلكين ونقص في الادخار الفردي، فزادت معدلات الاستهلاك المعتمدة على القروض فتناقصت مدخراتهم الخاصة ما أدى إلى انخفاض الادخار الكلي في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير.²

2- **نقص الرقابة على المؤسسات المالية:** اختلف الاقتصاديون في أسباب الأزمة المالية فمنهم من يرجعها إلى جوهر النظام الرأسمالي الذي عرف تواتر في الأزمات المالية في حين يرجعها آخرون إلى ضعف الرقابة على المؤسسات المالية³ ، ويعتبر أصل الأزمة تعامل مؤسسات مالية أمريكية بأدوات مالية وهمية إضافة إلى التحايل على النظام البنكي، أدى إلى تضخيم حجم الأصول في الأسواق، فالبنوك عمدت إلى استخدام أدوات مالية أدت إلى التسبب في فقاعة مالية كما قامت بتمويل القطاع العقاري دون تجاوز قيمة أصوله بشكل وهمي وهذا زاد في قيمة الأصول العقارية للدول الغربية أغرت بنوك كبرى وصناديق الاستثمار التي أدخلت القروض العقارية في أمريكا ما أدى إلى زيادة نسبة المخاطرة⁴ ،

¹ رملي محمد - وسعي راجح - الأزمة الاقتصادية العالمية 1929 والأزمة المالية العالمية 2008 - نظرة تحليلية لتطور الفكر الاقتصادي العالمي مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة - مجلد 03- عدد 2019-01 ص 69-70

² تقرير صندوق النقد العربي - الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية - صندوق النقد العربي- ديسمبر 2008 ص 3-4-5

³ عطية عز الدين، عبد الله شكة، قتال عبد العزيز - دور الالتزام بمبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية في ظل عولمة الأزمات المالية - قياس أثر الأزمة المالية 2008 على مجموعة سامبا المالية - مجلة التنمية الاقتصادية - جامعة الشهيد حمه لخضر- الوادي، المجلد 3 العدد 5 - جوان 2018 ص 54

⁴ وليد بيبى - آليات جذب الاستثمار الأجنبي في ظل الأزمة المالية الحالية - دراية حالة دول شمال إفريقيا- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة محمد خيضر - بسكرة - 2014- ص 74 2015

3- أزمة الرهن العقاري: كانت بداية الأزمة في أغسطس 2007 بما يعرف بأزمة الرهن العقاري عصفت بالأسواق المالية وأثرت على البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، ويرجع ذلك إلى توسعها في منح قروض بنكية لتمويل شراء السكنات ليرتفع معدل تملك السكنات في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69.2% سنة 2004 ومع توسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون ضمانات أثر سلباً على قدرتها المالية وتم إقراضها من بنوك أخرى، فالتسعت رقعة البنوك التي تعاني من عجز، الأمر الذي أدى إلى ظهور حالات الإفلاس ليلبلغ عدد المؤسسات التي أفلست أو كانت قريبة منه إلى 120 مؤسسة مالية، وبحلول صيف 2007 كانت حالات التخلف عن سداد الرهن العقاري تتزايد، وحالات حبس الرهن العقاري المتزايدة بمثابة إشارة إلى أن سوق الرهن العقاري الثانوي في الأزمة، فبدأت أسعار السكن والأسهم المالية في الهبوط، أدى إلى انخفاض قيمة ثروات الأسر في الولايات المتحدة الأمريكية فتعرضت للتهديد قدرة كل من "قاني ماي" و "فريدي ماك" وعدد من المؤسسات المالية بسبب التخلف عن السداد وانخفاض أسعار السكن والأسهم¹،

4- العولمة والاندماج الاقتصادي: أن التحرر المالي والتطور التكنولوجي المستعمل في الأسواق المالية أدى إلى وصول التطورات على نحو أسرع وأوسع وتكون الاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة وابتكار أدوات وإجراءات تجارية وربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة فكانت النتيجة ازدياد التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية بسرعة تفوق معدل نمو الدخل القومي الاسمي في البلدان الصناعية الرئيسية، فالاقتصاد العالمي أصبح محصور في رقعة صغيرة وقد أوضحت الأزمة العالمية بأن الأسواق المالية في العالم شديدة التكامل²،

ثانياً - نتائج الأزمة المالية 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية

أدت انهيارات الأسواق المالية وإفلاس البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية خلال أزمة المالية 2008 إلى عدة نتائج أهمها:

¹ Wim Naudé - The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER) Helsinki, Finland - Discussion Paper No. 2009/01 - January 2009 - p 3-4

² روايح عبد الرحمن - الأزمة المالية والاقتصادية العالمية " أزمة الرهن العقاري " - مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية - مجلد 04 - عدد 03 - سنة 2010 - جامعة زيان عاشور بالجلفة ص 227

1- **تراجع في التجارة العالمية:** من تداعيات الأزمة المالية 2008 هو تراجع في حركة التجارة العالمية فبعد بلوغها مع نهاية سنة 2008 إلى 19.505 تريليون دولار منها 15.775 متعلق بالبضائع مقابل 3.730 تريليون دولار في الخدمات عرفت بعدها تراجعاً بنسبة 12% سنة 2009 تمثل أكبر نسبة في التراجع منذ سنة 1945 ويعود بالأساس إلى انخفاض أسعار البترول وأسعار السلع المعمرة بسبب انهيار الشركات العالمية الصناعية في مجال السيارات والصناعات الإلكترونية وأدى هذا التراجع إلى انخفاض في الطلب العالمي تأكد بتراجع الصادرات والواردات¹،

2- **إفلاس البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين:** من نتائج هذه الأزمة هو إفلاس بنوك ومؤسسات عقارية وشركات تأمين لتتحول فيما بعد إلى ملكية حكومية من أمثلة ذلك خسارة Citi group التي بلغت 5111 مليار دولار مع تراجع إيراداتها إلى 48 % وإفلاس مصرف ليمان بروذرز Lehmann Brothers كما قام بنك أوف أمريكا Bank of America بشراء بنك كنتري وايد. countrywide أكبر الممولين للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 04 مليار دولار و بدورها قامت الحكومة بالاستحواذ على شركتي فاني ماي المختصة في تمويل السكان وفريدي ماك المختصة بتوفير السيولة للجهات الممولة للمساكن²، وفشل الشركات المالية أثار الذعر في الأسواق المالية وبلغت الضغوط المالية ذروتها في أعقاب فشل شركة ليمان بروذرز المالية، سنة 2008 إلى جانب فشل أو اقتراب عدد من الشركات الأخرى من الفشل في ذلك الوقت وانتقل هذا الذعر إلى باقي الأسواق المالية، فبدأ المستثمرون في سحب أموالهم من البنوك في مختلف أنحاء العالم، وهذا إنتقل من المؤسسات إلى مؤسسات القروض العقارية الثانوية فأصبحت الاسواق المالية مختلة ولم تتمكن العديد من المؤسسات الحصول على تمويل وأصبحت الشركات أقل رغبة في الاستثمار والاستمرار في الإنفاق³،

¹ عمر حجان، لحسن عقومة، سفيان بن عبد العزيز- انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على الحركة التجارية العالمية (بعد 10 سنوات من الأزمة 2008-2018) - مجلة اقتصاد المال والعمال- مجلد 04 عدد 01 جوان 2019 ص 198

² حناش الياس، بوزرب خير الدين - أثر هيمنة الولايات المتحدة على النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية 2008 أي مفارقة - مجلة أوراق اقتصادية - العدد 01 - ديسمبر 2017 ص 33

³ autri chanda - global financial crises of 2008 and its Impact – term paper- university of Dhaka – 2018

3- **عدم استقرار الأسواق المالية:** بسبب الأزمة هبطت قيمة العقارات وعجز الأفراد عن سداد القروض لقيام البنك المركزي الأمريكي بدفع قيمة الفائدة التي أدت إلى ارتفاع الدفعات الشهرية قابله انهيار في القدرة الشرائية الحقيقية لصاحب القرض وترتب عن عدم التسديد عقوبات إضافية وفوائد جديدة فحصل توقف عن التسديد ونظرا للحجم الهائل لها انهار سوق العقار فاستولت المصارف على العقارات وبقت دون سيولة مما اضطر الكثير منها لإعلان إفلاسها ونتيجة لذلك هبطت قيمة أسهم الشركات العقارية في البورصة وامتد ذلك إلى الأسواق المالية والقطاعات الأخرى فالأزمة كانت بدايتها كانت بالرهن العقاري وامتدت إلى المصارف والشركات التأمين والأسواق المالية¹،

الفرع الثالث - برامج سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

أدت الأزمة المالية التي هزت الولايات المتحدة الأمريكية بعد عجز السياسات المالية والنقدية التقليدية إلى تبني سياسة نقدية غير تقليدية تتمثل في سياسة التيسير الكمي للخروج أو التخفيف من حدة الأزمة وكانت أهم البرامج المطبقة من طرف بنك الاحتياطي الفيدرالي تتمثل في:

أولاً- البرنامج الأول من التيسير الكمي QE1 : بدأت الجولة الأولى من سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية بتاريخ 25_11_2008 عندما أعلن الاحتياطي الفيدرالي برئاسة "برنانكي" أنه سيقوم بشراء الالتزامات المباشرة للشركات التي ترعاها الحكومة "فاني ماي" "فريدي ماك" والبنوك الفدرالية لقروض الإسكان وسندات إعادة الرهن العقاري "MBS" المدعومة من قبل "فاني ماي" و "فريدي ماك" و "جيني ماي" في أعقاب الاضطرابات في الأسواق المالية ولأجل ذلك تم إطالة التيسير الكمي الأول بهدف خفض تكاليف الاقتراض والمساعدة في تسهيل الائتمان²، تمت المصادقة على الخطة من طرف مجلس الشيوخ الأمريكي وتنتهي بتاريخ 31_12_2009 ونصت على ما يلي³:

¹ علي فريد عبد كريم - الأزمة المالية العالمية وخطة الإنقاذ الأمريكية ص 3 - البنك المركزي - المديرية العامة للاستثمارات - قسم إدارة المخاطر

² MATTHEW ROBINO « THE EFFECT OF QUANTITATIVE EASING IN THE UNITED STATES implication for future central bank policy makers –JAMES MADISON UNIVERSITY-J M U- stability common- spring 2015 p 9

³ عبد الهادي يموت - الازمات المالية العالمية ودور التضامن العربي في تخفيف آثارها -إدارة البحوث- اتحاد المصارف العربية 2011 ص 110

- 1- السماح للحكومة بشراء أصول بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري،
- 2- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 360 مليار دولار بطلب من الرئيس ويملك أعضاء الكونغرس النقض على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد يقدر ب 700 بليون دولار،
- 3- تساهم الدولة في رؤوس الأموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق،
- 4- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد،
- 5- منح إعفاءات ضريبية تبلغ نحو 100 بليون دولار للطبقة الوسطى والشركات،
- 6- تسديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم،
- 7- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها وتم تحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية ب 500 ألف دولار،
- 8- استعادة العلاوات التي يتم تقديمها على أرباح متوقعة لم تحقق بعد،
- 9- تشرف هيئة على مراقبة تطبيق الخطة ويضم كل من رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة،

ثانياً - البرامج الثاني من التيسير الكمي QE2 : تشير QE2 إلى الجولة الثانية من برنامج التسهيل الكمي للاحتياطي الفدرالي التي سعت إلى تحفيز الاقتصاد الأمريكي في أعقاب الأزمة المالية عام 2008 وتم الإعلان عنه في نوفمبر 2010 ويتألف من 600 مليار دولار إضافية من مشتريات سندات الخزانة الأمريكية وإعادة استثمار العائدات من مشتريات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، وجاء في وقت ظل فيه الانتعاش غير منتظم حينما تعافت أسواق الأسهم من أدنى مستوياتها في عام 2008 وظلت البطالة مرتفعة عند 9,8 بالمئة وكان السبب الرئيسي منه هو دعم السيولة المصرفية و الرفع من التضخم¹، ومن خلال هذه المرحلة كان الاحتياطي الفدرالي يهدف الى منع احتمال حدوث انكماش طويل الأمد، حيث أن الانكماش (انخفاض مستمر في

¹ James chen -quantitative easing 2 Q2- www.investopedia.com تاريخ الاطلاع 2021-02-19 Updated Feb 6, 2021

الأسعار بمرور الوقت) يعيق التوسع الاقتصادي العام، وإن الزيادة المعتدلة في التضخم يشجع الإنفاق الاستهلاكي في الوقت الحاضر وفرضية الزيادة البطيئة في الأسعار ستشجع الإنفاق الاستهلاكي في الوقت الحالي لتجنب الزيادات المستقبلية المتوقعة في الأسعار فمن الناحية المثالية كانت الزيادة في التضخم هي زيادة الطلب، فأستهدف الاحتياطي الفدرالي معدل التضخم بنسبة 2 بالمائة باستثناء أسعار الغاز والغذاء، وتم الإعلان عن إنهاء الجولة الثانية في يونيو 2011 بالحفاظ على قيمة 2 ترليون دولار من الأسواق المالية¹،

ثالثا - البرنامج الثالثة للتيسير الكمي QE3:

في 13 سبتمبر 2012 بدأت اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة في الولايات المتحدة بجولة ثالثة QE3 شملت المشتريات مبدئيا 40 مليار دولار شهريا في وكالة MBS ثم قرر إضافة 45 مليار دولار من سندات الخزنة طويلة الأجل، وبعد اجتماعها في ديسمبر 2013 خفضت مشتريات الأصول الشهرية لأول مرة إلى 75 مليار دولار بعد أن كان 85 مليار دولار واستمرت العملية كمبادرة حكومية مفتوحة إلى غاية 29 _ 10 _ 2014 عندما تم إيقافها رسميا²، وكان الهدف من هذه الخطوة التي باشرها الاحتياطي الفدرالي محاولة لتعزيز اقتصاد البلد وتحفيز النمو وخفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل وهي الأداة التي يستخدمها الاحتياطي الفيدرالي بانتهاج سياسة نقدية توسعية التي تتطوي على شراء السندات عندما لا يمكن خفض سعر الفائدة³،

المطلب الثاني: تأثير السياسة النقدية الحديثة على استقرار النظام المالي في و.م.أ

لدراسة أثر سياسة التيسير الكمي المطبق في الولايات المتحدة الأمريكية نقوم بتقدير المؤشر التجميعي لاستقرار المالي المرجح بالأوزان ثم التفصيل في أثرها على السوقيين النقدي ورأس المال،

¹CFI www.corporate finance institute.com « quantitative easing2 Q2 2021-02-20 تاريخ الاطلاع

² Alexander rodmanyansky ,olivier darmouni « the effects of quantitative easing on bank, lending behavior -13-06-2016www.gsb.columbia.edu تاريخ الاطلاع 2021-02-20

³ Daniel Kurt " what is the QE3 quantitative easing "updated 12-11-2020 www.investopedia.com 2021-02-20 تاريخ الاطلاع

الفرع الأول: تقدير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان للولايات المتحدة الأمريكية

يتم حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان عبر المراحل التالية:

1- دراسة الخصائص الهيكلية للسلاسل الزمنية:

سنقوم بدراسة الخصائص الهيكلية للسلسلة الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة والمتمثلة في البيانات السنوية للمؤشرات الفرعية للنظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2020 (الملحق رقم 1) تضم 23 مؤشرا لبناء المؤشر التجميعي للاستقرار المالي للولايات المتحدة الأمريكية، والنتائج كالتالي:

1-1-1 تحديد نقاط التغير:

بالاستعانة ببرمجية Oxmetric7 تم حساب نقاط التغير لكل مؤشر والحصول على النتائج المدونة في الجدول الموالي:

الجدول 2: نقاط التغير لبيانات مؤشرات النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020

sub-indicators	indicators			nombre of change point	amount of ch
FSI	1	BCTA	Bank capital to total assets (%)	3	4
	2	BNPLGL	Bank non-performing loans to gross loans (%)	4	5
	3	BCBD	Bank credit to bank deposits (%)	3	4
	4	BRCR	Bank regulatory capital to risk-weighted assets (%)	2	3
	5	LADSTF	Liquid assets to deposits and short term funding (%)	4	5
	6	DMBA	Deposit money banks' assets to GDP (%)	2	3
	7	CBA	Central bank assets to GDP (%)	6	7
	8	BD	Bank deposits to GDP (%)	2	3
	9	B Z-score	Bank Z-score	3	4
FVI	1	INF	Inflation, consumer prices (annual %)	5	6
	2	BM	Broad money (% of GDP)	3	4
	3	BLRBA	Bank liquid reserves to bank assets ratio (%)	4	5
	4	LL	Liquid liabilities to GDP (%)	1	2
	5	ER	Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	0	1
	6	PCDMB	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	1	2
	7	CAB	Current account balance (% of GDP)	1	2
	8	BC	Bank concentration (%)	7	8
FDI	1	MCDC	Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	5	6
	2	S&P	S&P Global Equity Indices (annual % change)	3	4
	3	FSD	Financial system deposits to GDP (%)	2	3
	4	STTV	Stocks traded, total value (% of GDP)	7	8
WEI	1	WGSP	gdp growth	3	4
	2	WINF	Inflation, consumer prices (annual %)	2	3

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج oxmetric7

1-1-2 تقدير الأوزان النسبية للمؤشرات الفرعية:

بعد الحصول على نقاط التغير للمؤشرات التي تضمها المؤشرات الفرعية سنقوم باستخدام النتائج لتقدير أوزانها النسبية استنادا لمعيار عدد نقاط التغير في السلسلة الزمنية وتم الحصول على النتائج حسب الجدول التالي:

الجدول 3: أوزان المؤشرات الفرعية للنظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020

sub-indicators	indicators	number of change point	amount of change	in-weight	Amount of change in	Weighting sub
FSI	1 BCTA Bank capital to total assets (%)	3	4	0.105	4.222	0.252
	2 BNPLGL Bank non-performing loans to gross loans (%)	4	5	0.132		
	3 BCBD Bank credit to bank deposits (%)	3	4	0.105		
	4 BRCR Bank regulatory capital to risk-weighted assets (%)	2	3	0.079		
	5 LADSTF Liquid assets to deposits and short term funding (%)	4	5	0.132		
	6 DMBA Deposit money banks' assets to GDP (%)	2	3	0.079		
	7 CBA Central bank assets to GDP (%)	6	7	0.184		
	8 BD Bank deposits to GDP (%)	2	3	0.079		
	9 B Z-score Bank Z-score	3	4	0.105		
PVI	1 INF Inflation, consumer prices (annual %)	5	6	0.200	3.750	0.224
	2 BM Broad money (% of GDP)	3	4	0.133		
	3 BURBA Bank liquid reserves to bank assets ratio (%)	4	5	0.167		
	4 LL Liquid liabilities to GDP (%)	1	2	0.067		
	5 ER Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	0	1	0.033		
	6 PCDMB Private credit by deposit money banks to GDP (%)	1	2	0.067		
	7 CAB Current account balance (% of GDP)	1	2	0.067		
	8 BC Bank concentration (%)	7	8	0.267		
FDI	1 MDC Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	5	6	0.286	5.250	0.314
	2 S&P S&P Global Equity Indices (annual % change)	3	4	0.190		
	3 FSD Financial system deposits to GDP (%)	2	3	0.143		
	4 STTV Stocks traded, total value (% of GDP)	7	8	0.381		
WECI	1 WGSF GDP growth	3	4	0.571	3.500	0.209
	2 W INF Inflation, consumer prices (annual %)	2	3	0.429		
				SOMME	16.722	1.000

المصدر: من إعداد الباحث بالإستعانة ببرنامج Excel وoxmetric7

1-2 تطبيع البيانات وفق طريقة min_max:

تم تطبيع بيانات المؤشرات باستخدام طريقة التطبيع الدنيا والقصى min_max التي تنتج قيما تتراوح من 0 إلى 1 والنتائج في الملحق رقم 2

2- حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص بكل فترة t:

باستخدام نتائج تطبيع البيانات سنقوم في هذه الخطوة بحساب المؤشر التجميعي الخاص بكل فترة t مع مراعاة الأوزان النسبية ونوع تأثير المؤشر الفرعي على المؤشر التجميعي (موجب + او سالب - الملحق 3) وفق الصيغة التالية:

$$AFSI_t = w_1 * FSI_t + w_2 * FVI_t + w_3 * FDI_t + w_4 * WECI_t$$

حيث:

- AFSI_t: المؤشر التجميعي للاستقرار النظام المالي للفترة t

- تجارب بعض الدول -

- FSI_t: مؤشرات السلامة المالية للفترة t
 - FVI_t: مؤشرات الضعف المالي للفترة t
 - FDI_t: مؤشرات تطور السوق المالي للفترة t
 - WEICI_t: مؤشرات المناخ الاقتصادي العالمي للفترة t
 - W_t: الأوزان النسبية لكل مؤشر فرعي i (الملحق 4)
- النتائج ملخصة في الجدول التالي:

الجدول 4: قيم المؤشر التجميعي الخاص للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020

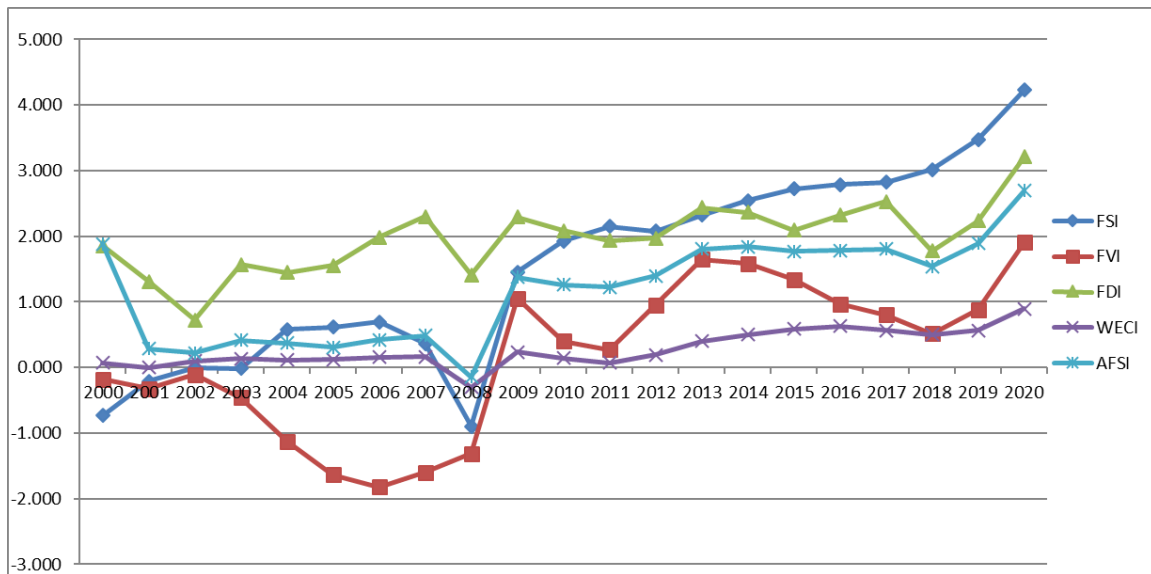
YEAR/indicators	FSI	FVI	FDI	WEICI	AFSI
2000	-0.734177721	-0.18460507	1.85695481	0.06723549	1.88047882
2001	-0.210006089	-0.3255333	1.31309332	-0.00550719	0.28507111
2002	-0.002952471	-0.10796066	0.72255645	0.10075115	0.22298065
2003	-0.016959568	-0.4610522	1.56487142	0.1357197	0.41202904
2004	0.580346918	-1.12390042	1.44640566	0.11610576	0.37290062
2005	0.61667041	-1.63795605	1.55622891	0.12305656	0.30272795
2006	0.693043406	-1.82208619	1.98315544	0.15908378	0.42229551
2007	0.366882647	-1.60353322	2.29565298	0.16484677	0.48826957
2008	-0.894574757	-1.31078617	1.40659154	-0.30628071	-0.1423207
2009	1.452008526	1.05251505	2.29255686	0.23448914	1.37148456
2010	1.925705921	0.3978191	2.08476585	0.14260316	1.25980336
2011	2.146217347	0.26685009	1.93148514	0.07021357	1.22283621
2012	2.079954187	0.95262992	1.96597597	0.19126691	1.39605841
2013	2.322085645	1.64726513	2.43685009	0.39849776	1.80417474
2014	2.53988189	1.58055836	2.36419767	0.49709069	1.84203358
2015	2.724837969	1.33902102	2.09390835	0.58922156	1.76899303
2016	2.789385372	0.96597911	2.32394699	0.63175912	1.78275978
2017	2.820745373	0.79810241	2.53105582	0.56251547	1.80356083
2018	3.016421745	0.51667839	1.77683355	0.50165999	1.54032955
2019	3.471730939	0.87773612	2.23156318	0.56550116	1.89238549
2020	4.229931689	1.90400288	3.21009638	0.89418033	2.68997499

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الفرع الثاني: تحليل تغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي

لتحديد مراحل تغير قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2020 نقوم برسم المنحنى البياني التالي بناء على القيم التي تم حسابها سابقاً.

المنحنى 1: تغيرات قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020:



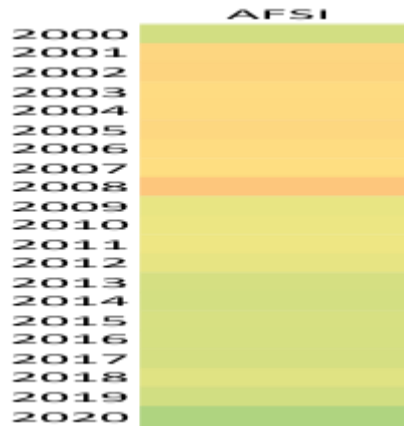
المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

من خلال المنحنى وجدول البيانات لقيم متغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI الخاص بالولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020 نلاحظ ان القيم اختلفت من فترة لأخرى فبعد أن كانت تقارب 02 انخفضت لتقارب الصفر سنة 2001 وتزامنت هذه الفترة مع الأحداث السياسية والأمنية التي شهدها العالم أحداث سبتمبر 2001، واستمر على هذا الحال إلى غاية سنة 2008 الأزمة المالية العالمية.

وابتداء من ذلك نلاحظ قيم مرتفعة للمؤشر التجميعي يشير إلى استقرار وتحسن بعد اتخاذ إجراءات الإنقاذ العاجلة من طرف الاحتياطي الفيدرالي وتبني سياسة التيسير الكمي ويتضح من

ارتفاع منحى AFSI حيث عرفت القيم تزايد مستمر، كما نلاحظ تغيرات في منحنيات المؤشرات الفرعية فبعد أن كانت قيمها مذبذبة ومنخفضة لمعظمها عرفت تحسن مستمر كذلك بعد اتخاذ هذه الإجراءات.

الشكل 9: الخريطة الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص بالولايات المتحدة الأمريكية

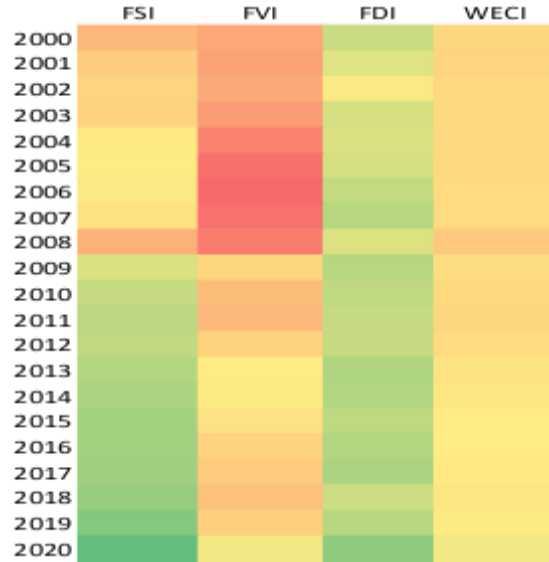


المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الخريطة الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص بالولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020 تظهر قيم متذبذبة يعكسها اللون الأحمر من سنة 2000 إلى 2008 يدل على عدم الاستقرار الذي كانت تعرفه الأسواق المالية الأمريكية، وبداية من سنة 2009 نلاحظ تحسن يظهر من خلال تدرج اللون إلى الأخضر يشير إلى ارتفاع قيمه من سنة إلى أخرى تؤكد تغيرات المنحنى وتزامنه مع تنفيذ سياسة الانقاذ التيسير الكمي بعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008 ودورها في إعادة الاستقرار للأسواق المالية.

ولتحديد فترات تأثير المؤشرات الفرعية على تغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي نقوم برسم الخريطة الحرارية لهذه المؤشرات،

الشكل 10: الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية الخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

من خلال الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية للفترة الزمنية من سنة 2000 إلى غاية سنة 2020 تظهر تغيرات من فترة استقرار إلى عدم استقرار تعكسه اختلاف ألوان هذه المؤشرات من فترة لأخرى، تتوافق مع التغيرات المسجلة في الجدول والمنحنى الممثل لها، وبما أن اللون الأخضر يدل على الاستقرار والتحسين والأحمر على عدم الاستقرار والتأثير السلبي يتأكد أن النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية في الفترة من سنة 2000 إلى سنة 2008 عرف حالة من عدم الاستقرار للون الأحمر والأصفر الغالبين في تلك الفترة لكل المؤشرات خصوصاً مؤشر الهشاشة المالية FVI الذي تميز باللون الأحمر. والمؤشر FSI الذي تميز بلون يميل إلى الأصفر يشير إلى أنها المصدر الأول لعدم الاستقرار خلال تلك الفترة فيما يلاحظ أن مؤشر FDI تميز بلون يميل إلى الأخضر يدل على حالة من الاستقرار إضافة إلى المؤشر المتعلق بالمناخ الاقتصادي العالمي بلون وسط يرجع ذلك إلى الأوضاع الدولية السائدة تلك الفترة كحرب الخليج وحرب أفغانستان.

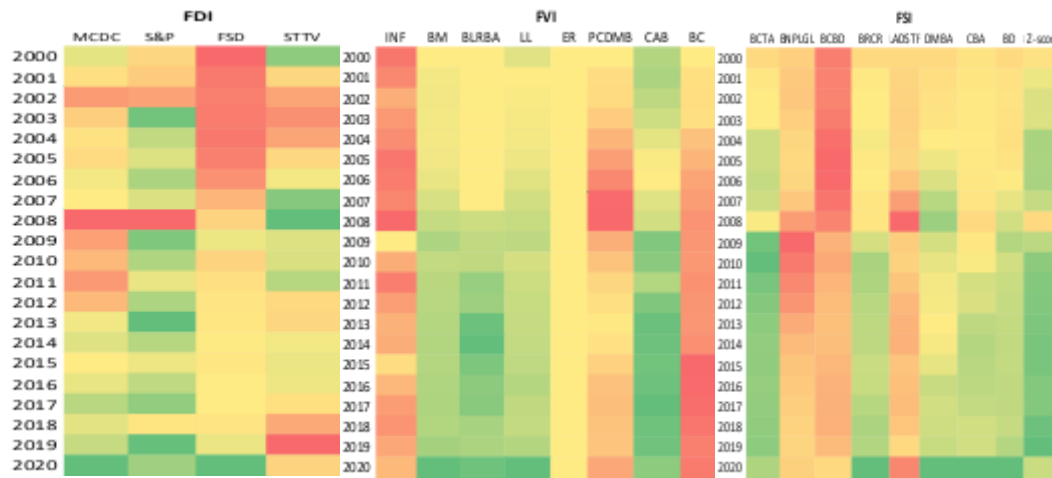
أما من سنة 2009 إلى غاية سنة 2020 تحسنت بعض المؤشرات خصوصاً مؤشر السلامة المالية FSI ومؤشر الهشاشة المالية FVI التي أصبحت بلون أخضر أو يميل إليه يعكس

الاستقرار والتحسين والتأثير الإيجابي كما عرف مؤشر التطور المالي FDI تحسن وأصبح بلون أخضر خصوصا بعد سنة 2008 تعكس تأثير إجراءات الإنقاذ المتخذة عقب الأزمة المالية العالمية 2008 وهذا أدى إلى ارتفاع معدل المؤشر التجميعي للاستقرار المالي،

المطلب الثالث: دراسة أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار السوق المالي

بعد تحديد أهم مؤشرات النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية ومراحل تغيرات قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي سنقوم بتفصيل وتحليل آليات تأثير سياسة التيسير الكمي على استقرار السوقين النقدي ورأس المال للفترة 2000-2020، من خلال التقسيم بين المؤشرات التي تمثل السوق النقدي والتي تمثل سوق رأس المال يكون حسب طبيعة أدوات كل سوق،

الشكل 11: الخريطة الحرارية لمؤشرات المؤشرات الفرعية الخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: من اعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الفرع الأول: السوق النقدي

1- نسبة القروض المتعثرة لدى البنوك إلى إجمالي القروض (%) BNPLGL

من خلال الشكل، نلاحظ تباين نسبة القروض المتعثرة لدى البنوك الأمريكية خلال فترة الدراسة، إذ كانت منخفضة في سنة 2000 عند نحو 1%، ارتفعت خلال الأزمة المالية العالمية 2008-2009 لتصل إلى حوالي 5% بسبب انهيار سوق العقارات وتعثّر المقترضين عن السداد ويظهر ذلك من خلال التدرج إلى اللون الأحمر الذي يدل على التأثير السلبي ثم عاود إلى التغير نحو

اللون الفاتح الإيجابي بعد سنوات من تطبيق سياسات التيسير بضغط سيولة ضخمة في النظام المالي وخفض أسعار الفائدة إلى مستويات قياسية، ساعد على إنعاش الائتمان وتحسين قدرة المقترضين على السداد لتتخفض إلى حدود 1% تقريباً بحلول عام 2020، يعكس تحسن جودة الأصول واستقرار النظام المصرفي الأمريكي،

وكنتيجة أساسية لبرنامج التيسير الكمي قد تمكن الاحتياطي الفيدرالي من إنقاذ الجهاز المصرفي المتعثر بفضل إجراءات ضخ السيولة النقدية في البنوك العقارية ومساعدة المتعثرين على السداد وعودة الاستقرار للسوق النقدي تدريجياً واسترجاع الثقة من جديد،

2- نسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع المصرفية(%) BCBD

شهدت نسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع في الولايات المتحدة انخفاضاً ملحوظاً بين عامي 2000 و2020، إذ تراجعت من مستويات تقارب 75% إلى نحو 54% عام 2020 يعكسه تغير اللون وقد يعود ذلك إلى نمو الودائع بوتيرة أسرع من الإقراض، خصوصاً أزمة 2008 ومع سياسات التيسير الكمي بعد ضخ سيولة كبيرة في البنوك دون تحويلها بالكامل إلى قروض، كما أدت التشريعات الصارمة وارتفاع الاحتياطات إلى تقليص شهية البنوك للإقراض ما زاد الفجوة بين الودائع والائتمان،

ونستنتج من خلال تطبيق برامج التيسير الكمي اتخاذ إجراءات تحوط صارمة تعكس مدى مراقبة النظام المصرفي في منح الائتمان ومطابقته للملاءة المالية أو القدرة على التسديد للمقترضين،

3- نسبة رأس المال التنظيمي المصرفي إلى الأصول المرجحة بالمخاطر(%) BRCR

شهد هذا المؤشر قبل سنة 2008 قيمة مستقرة تزايدت بعدها غير السنوات يظهر من خلال تغير اللون إلى الأخضر الإيجابي الفترة نتيجة الإجراءات التي تلت الأزمة فشاء كميات كبيرة من الأصول المالية لتعزيز السيولة وتحفيز الاقتصاد ساعدت في زيادة حجم الأصول المصرفية، مما دفع البنوك إلى تعزيز رأس مالها،

4- نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل (LADSTF %)

نلاحظ من الشكل من سنة 2000 الى 2008 تميز هذا المؤشر باللون الأحمر الذي يدل على القيم الضعيفة للمؤشر والتأثير السلبي ولكن بداية من سنة 2009 تحسن ويظهر من خلال اللون الفاتح الذي يدل على التأثير الإيجابي ويرجع ذلك إلى شراء الاحتياطي الفدرالي كميات ضخمة من الأصول المالية مثل سندات الخزنة والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري التي أدت إلى زيادة كبيرة في احتياطيات البنوك، مما رفع نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل بالتالي يمكن القول إن التيسير الكمي والسياسات النقدية الأخرى قد أسهمت في زيادة السيولة في النظام المالي الأمريكي، مما رفع نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل، فالأثر الإيجابي لإجراءات التيسير الكمي تظهر من خلال الحفاظ على سلامة المركزي المالي للبنوك بتعزيز السيولة مقارنة بالودائع، خاصة الجارية منها استعدادا لطلبات السحب .

5- نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي (DMBA %)

بين عامي 2000 و2020، شهدت نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة تغيرات ملحوظة، يظهر من خلال تغير اللون إلى الإيجابي وارتفاع قيمتها من 55 (%) سنة 2000 الى 74 (%) و يرجع ذلك إلى تأثيرها بشكل رئيسي بسياسات التيسير الكمي التي ساهمت في زيادة نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي، أي إنقاذ البنوك من تراجع أصولها النقدية بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي الذي قد يتسبب في حالة انكماش للاقتصاد الأمريكي وتنتقل آثاره للاقتصاد العالمي،

6- نسبة أصول البنوك المركزية إلى الناتج المحلي الإجمالي (CBA %)

ارتفعت بشكل ملحوظ، خصوصا بداية من سنة 2010 يظهر ذلك من خلال تغير اللون بشكل ملحوظ الى الأخضر، فشراء الأصول الكبيرة وخفض أسعار الفائدة ساعدت على دعم السيولة واستقرار الأسواق، لكنها أدت إلى زيادة كبيرة في أصول الاحتياطي الفيدرالي كنسبة من الناتج المحلي بعد الأزمة حيث ارتفع من حوالي 3 (%) الى أكثر من 10 (%) ،

قبل 2008 كان حجم الميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (Fed) حوالي 800-700 مليار دولار فقط، مقارنة بإجمالي الناتج المحلي الأمريكي، وبعد برامج QE المتتالية تراكم حجم الأصول إلى نحو 4.5 تريليون دولار أو أكثر خلال السنوات الموالية¹،

7- نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي (BD %)

شهدت ارتفاعاً ملحوظاً خصوصاً بعد سنة 2008 يظهر من خلال اللون وهذا نتيجة ضخ سيولة كبيرة في البنوك بعد الأزمة وزيادة مدخرات الأفراد خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، واستمرار أسعار الفائدة منخفضة الذي جعل الادخار في البنوك خياراً جذاباً ما عزز حجم الودائع.

8- نسبة Z-score للبنوك

من خلال الخريطة الحرارية للمؤشر Z-score الذي يعكس قدرة البنوك على مواجهة المخاطر المالية في الفترة 2000-2020، يظهر من خلال التغير في اللون بين الإيجاب والسلب أن البنوك الأمريكية شهدت تقلبات واضحة، فبعد أن عرف في بداية الفترة انخفاض قد يرجع لأوضاع تلك الفترة من أمنية وسياسية وأزمات اقتصادية ارتفع المؤشر نسبياً قبل الأزمة المالية العالمية 2008، وانخفض خلالها نتيجة لإنهيار المؤسسات المالية وتدهور جودة الأصول بعد الأزمة، لكن بعدها ساهمت السياسات النقدية التوسعية، وخاصة التيسير الكمي، على ضخ سيولة في النظام المالي وتعزيز رؤوس أموال البنوك، في ارتفاع للمؤشر تدريجياً، رغم استمرار تقلباته بسبب الأزمات المتتالية مثل جائحة كوفيد-19.

فتوجه هذا المؤشر نحو الارتفاع التدريجي يدل على استعادة الملاءة المالية للبنوك والابتعاد عن مخاطر الإفلاس عن طريق تعزيز أصولها بمختلف الإجراءات الجديدة المدرجة ضمن تشريعات الإصلاح،

9- التضخم، أسعار المستهلك (سنوياً % INF)

من خلال الخريطة الحرارية يلاحظ أن معدل التضخم للفترة 2000-2020 في الولايات المتحدة شهدت تقلبات ملحوظة في التضخم، مع انخفاض حاد إلى مستويات سالبة في 2009 نتيجة الأزمة المالية العالمية، وانخفاض ملحوظ خلال فترة التعافي من 2014 إلى 2019، ثم تراجع في 2020 مع جائحة كورونا وتميز باللون الأحمر لارتفاع معدلته وتأثيره السلبي على استقرار السوق المالي وتعود هذه التغيرات إلى العوامل الاقتصادية، أبرزها الأزمة المالية 2008 وتقلبات أسعار

¹ وكالة الأنباء الألمانية - 12 يناير 2015

الطاقة، فضلا عن دور السياسات النقدية، مثل التيسير الكمي الذي اعتمده الاحتياطي الفيدرالي لتحفيز الاقتصاد، وعلى الرغم من ضخ كميات كبيرة من السيولة كان تأثيره على التضخم محدودًا، ما يعكس أن التضخم الأمريكي خلال هذه الفترة كان يتأثر أكثر بالتقلبات الاقتصادية الكبرى والسياسات المالية والسوقية العالمية،

والنتيجة أن مرونة الجهاز الإنتاجي والقدرة الاستيعابية للاقتصاد الأمريكي مكّنته من امتصاص السيولة وترجمتها إلى سلع وخدمات أدت بالاقتصاد الأمريكي من الحفاظ على التوازن والاستقرار في المستوى العام للأسعار والتحكم في التضخم،

10- النقود بمعناها الواسع (% من الناتج المحلي الإجمالي) BM

نلاحظ أن هذا المؤشر عرف ارتفاع تدريجي يظهر من خلال الخريطة الحرارية الذي تدرج الى اللون الأخضر الذي يعكس التأثير الإيجابي خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 حيث شهدت الولايات المتحدة زيادة كبيرة في عرض النقود بمعناها الواسع (M2) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يعود في الأساس لسياسات التيسير الكمي التي نفذها الاحتياطي الفيدرالي التي تضمنت شراء كميات ضخمة من السندات والأوراق المالية، أدت إلى زيادة الاحتياطيات البنكية وتوسيع قاعدة النقود، كما ساهم انخفاض أسعار الفائدة لفترات طويلة إلى تعزيز السيولة النقدية وتشجيع الاقتراض، فارتفع كمية النقود المتداولة بمعناها الواسع زاد من إمكانية انتعاش السوق النقدي الأمريكي وبالتالي إنعاش الاقتصاد الأمريكي عن طريق الوساطة المالية وتحويل الادخار إلى استثمار،

11- نسبة احتياطيات السيولة المصرفية إلى أصول البنوك(%) BLRBA

نلاحظ خلال الفترة 2000 -2020، شهدت نسبة احتياطيات السيولة المصرفية إلى أصول البنوك ارتفاعا ملحوظا، سيما بعد الأزمة المالية العالمية 2008، إذ ارتفعت من مستويات منخفضة قبل الأزمة إلى أكثر من 15% بحلول 2020 وهذا التغير يظهر من خلال الخريطة الحرارية حيث تميز باللون الأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي وقد يرجع ذلك لتدهور الثقة في النظام المالي وحاجة البنوك إلى تعزيز سيولتها لمواجهة أي صدمات إضافة إلى دور سياسة التيسير الكمي عبر

شراء كميات ضخمة من الأصول، ما ضح سيولة كبيرة في النظام المالي. كما ساهم تطبيق معايير بازل 3 في زيادة الاحتياطات من الأصول السائلة عالية الجودة، كل ذلك دعم استقرار النظام المالي، لكنه أثر أيضًا على سلوك البنوك في منح القروض، فاعتماد معايير لجنة بازل 3 ساعدت على تعزيز صلاية الجهاز المصرفي الأمريكي بتطبيق القواعد الاحترازية والخاصة بكفاية رأس المال وتعزيز الرقابة في منح الائتمان،

12- الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) LL

التغيرات التي تظهر من خلال الخريطة الحرارية لهذا المؤشر للفترة 2000 - 2020، نلاحظ ارتفاعًا ملحوظًا في نسبة الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي يعود لعوامل رئيسية فقد أدت الأزمات المالية الكبرى، مثل الأزمة المالية العالمية عام 2008 وجائحة كوفيد-19 في 2020، إلى زيادة الحاجة للسيولة في النظام المالي واستجابة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي كان عبر سياسات التيسير الكمي وخفض أسعار الفائدة، ما ضح سيولة كبيرة في الاقتصاد التي ساهمت في زيادة الودائع المصرفية وتعزيز الأموال السائلة المتاحة،

13- رصيد الحساب الجاري (% من الناتج المحلي الإجمالي) CAB

تظهر الخريطة الحرارية أن مؤشر رصيد الحساب الجاري للولايات المتحدة للفترة 2000 - 2020، شهد تقلبات، وأدنى القيم سجلت بين سنتي 2004-2008 وهي الفترة التي سبقت أزمة 2008 تعكسه الألوان بين الأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي لهذا المؤشر على استقرار السوق النقدي والمالي إلى اللون المائل إلى الأحمر الذي يدل على التأثير أما بعد سنة 2009 تميز باللون الأخضر نظرا لانخفاض نسبة العجز تحت تأثير السياسات المتخذة بعد أزمة 2008 كتغييرات أسعار الفائدة والتحفيز المالي وتغييرات سعر الصرف التي أدت إلى تحسن الحساب الجاري بشكل ملحوظ،

14- ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) FSD

نلاحظ من خلال الخريطة الحرارية لهذا المؤشر في الفترة 2000 - 2020، زيادة ملحوظة في نسبة ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، بعد أن كان بقييم متدنية يعكسه اللون الأحمر الدال على التأثير السلبي أصبح باللون الأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي خصوصا

بعد الأزمة المالية 2008 وجائحة كوفيد-19 حيث لعب التيسير الكمي دوراً رئيسياً في ضخ السيولة وتحفيز النمو، ساعد في رفع الناتج المحلي الإجمالي وزيادة الاحتياطيات المصرفية، فيما ساهمت سياسات خفض الفائدة وبرامج الدعم المالي في تعزيز الودائع الخاصة بالمؤسسات الكبرى أكثر من الأفراد،

الفرع الثاني: مؤشرات سوق رأس المال

1- رأس مال البنك إلى إجمالي الأصول (BCTA %)

نلاحظ من خلال الخريطة الحرارية للمؤشر نسبة رأس مال البنوك إلى إجمالي الأصول في الولايات المتحدة في الفترة 2000-2020 شهدت ارتفاعاً تدريجياً من نحو 9%-8 قبل الأزمة المالية العالمية إلى حوالي 11% بحلول عام 2020، يظهر من خلال تدرج في اللون إلى الأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي والاستقرار وجاء هذا الارتفاع نتيجة تشديد الرقابة المصرفية بعد أزمة 2008 وتطبيق متطلبات بازل III التي فرضت تعزيز رأس المال واحتياطياته، في المقابل، أسهمت سياسات التيسير الكمي في زيادة حجم الأصول البنكية عبر شراء السندات وضخ السيولة، ما دفع البنوك إلى إعادة هيكلة ميزانياتها ورفع نسب رأس المال للحفاظ على متانة المراكز المالية،

2- الائتمان الخاص من خلال ودائع البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي (PCDMB %)

الخريطة الحرارية تظهر أن هذا المؤشر عرف تقلبات ملحوظة قبل وبعد الأزمة العالمية يعكسه التغير في اللون خاصة الفترة التي سبقتها مباشرة، عرفت ارتفاع إذ ارتفع تدريجياً حتى بلغ ذروته عام 2008 بنحو 60% من الناتج، مدفوعاً بالتوسع في الإقراض العقاري وسهولة الائتمان، ثم تراجع بعد الأزمة المالية نتيجة تشدد الرقابة المصرفية وباقي الإجراءات كالتيسير الكمي ومتطلبات رأس المال وفق معايير Basel III. أدت هذه التغيرات إلى ضبط النمو الائتماني والحد من المخاطر ما ساهم في تعزيز استقرار السوق المالي على المدى الطويل،

3- تركيز البنوك (BC %)

في الفترة 2000-2020 شهد النظام المصرفي الأمريكي زيادة واضحة في تركيز البنوك، حيث ارتفعت نسبة أصول أكبر ثلاثة بنوك من حوالي 21.5% إلى أكثر من 40% بعد الأزمة المالية العالمية 2008، نتيجة للاندماج والاستحواذ الكبير ولعب تشدد الرقابة المصرفية وباقي الإجراءات

كالتيسير الكمي بعد 2008 دوراً رئيسياً في تحفيز الاقتصاد من خلال شراء السندات والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري وزيادة السيولة، أسهمت هذه السياسات في دعم النمو لكنها زادت من عدم المساواة في الثروة، هذه التغيرات تظهر من خلال الخريطة الحرارية حيث تدرج الى اللون الأحمر الذي يدل على التأثير السلبي على الاستقرار،

4- القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة (% من الناتج المحلي الإجمالي) MCDC

الخريطة الحرارية للمؤشر للفترة 2000-2020، تظهر ان القيمة السوقية للشركات المدرجة في الولايات المتحدة شهدت تقلبات كبيرة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي تظهر من خلال التغيرات في اللون من التأثير المتوسط الى الأحمر الذي يدل على التأثير الايجابي، إذ انخفضت بعد فقاعة التكنولوجيا في أوائل العقد الأول، ثم تعافت قبل أن تتأثر بشكل كبير بالأزمة المالية العالمية عام 2008، حسب ما يظهر من التدرج نتيجة الإجراءات التي تم اتخاذها التي زادت السيولة في السوق عززت النمو وفي رفع القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى مستويات قياسية بحلول عام 2020، حيث بلغت نحو 197% من الناتج المحلي الإجمالي،

5- مؤشرات الأسهم العالمية S&P التغير السنوي (%) S&P

شهد مؤشر 500 S&P الأمريكي للفترة 2000-2020 تقلبات حادة نتيجة لأزمات اقتصادية عالمية وأحداث مالية مؤثرة، فقد تراجع بشدة خلال فقاعة الإنترنت (2000-2002) بسبب المبالغة في تقييم أسهم التكنولوجيا، ثم انهيار مجدداً في الأزمة المالية العالمية (2008) نتيجة فقاعة الرهن العقاري ويظهر ذلك من خلال التغيرات في لون المؤشر في الخريطة الحرارية بتغير اللون بين التأثير الإيجابي والسلبي ونظرا لإجراءات الحكومة والاحتياطي الفيدرالي كسياسات التيسير الكمي وخفض أسعار الفائدة وفرض إصلاحات شهد المؤشر انتعاشا ملحوظا خصوصا بعد 2010 بنمو قطاع التكنولوجيا أعادت الثقة والاستقرار النسبي للأسواق رغم استمرار التقلبات،

6- الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من الناتج المحلي الإجمالي) STTV

تظهر الخريطة الحرارية خلال الفترة 2000-2020، تقلبات كبيرة لهذا المؤشر تعكسه الألوان بين الأحمر الذي يدل على التأثير السلبي والأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي حيث شهدت نسبة القيمة السوقية للأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي، ارتفاع قبل أزمة 2000، وانخفضت بعدها، ثم

ارتفعت مجدداً قبل الأزمة المالية 2008، وانخفضت مرة أخرى بسبب الأزمة، وصولاً إلى نحو 134 % في 2020 تعزى هذه التغيرات إلى السياسات النقدية التيسيرية، نمو شركات التكنولوجيا، ارتفاع أرباح الشركات، والمضاربات الاستثمارية، بينما أدت الأزمات المالية إلى الانخفاضات، يعكس الدور الكبير للعوامل النقدية والهيكلية في تحديد مسار سوق الأسهم الأمريكي خلال هذه الفترة.

وعليه يمكن أن نستخلص بعض النتائج المتعلقة بالقطاع المالي والقطاع الحقيقي أين ظهرت فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية لسنة 2008 والأزمة الصحية كوفيد 19 التي شهدتها الاقتصاد العالمي على غرار الاقتصاد الأمريكي حيث توصلنا إلى النتائج التالية:

1 - نتائج القطاع المالي:

يمكن الإشارة إلى النقاط التالية:

- التأثير على سعر الفائدة في الأجل الطويل بتخفيض معدلاته، مما أدى بسياسة التيسير الكمي إلى رفع أسعار الأصول المالية التي تمّ شراؤها من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي، كما أدى انخفاض معدل الفائدة على سندات الدولة وأصول الرهن العقاري إلى تسهيل إعادة تمويل المؤسسات والعائلات.
- ارتفاع السيولة وضح الأموال في السوق، أدى إلى تدفقها في بعض الدول الناشئة على غرار السوق المالية الأمريكية الأمر الذي أدى إلى تنشيط الأسواق المالية بصفة عامة.
- استقرار النظام النقدي والتحكم في المخاطر البنكية.
- تأثر سعر الصرف للدولار الأمريكي وانخفاض قيمته انعكس إيجاباً على تعزيز الصادرات الأمريكية وانعكاسها على معدل النمو الاقتصادي بعد الأزميتين.

2 - نتائج القطاع الحقيقي:

تمثلت نتائج القطاع الحقيقي في بلوغ الأهداف الاقتصادية من تبني هذه السياسة النقدية ويظهر ذلك من خلال:

- تحفيز النمو الاقتصادي
- التحكم في معدلات البطالة

- دعم سوق السلع والخدمات

المبحث الثاني: سياسة سعر الفائدة السلبي في اليابان

تعد اليابان من أبرز الدول التي انتهجت سياسة سعر الفائدة الصفري والسلبي بعد عدة سياسات طبقت منذ الثمانينات لأجل الحد من الركود والانكماش الحاد الذي عرفه اقتصادها،

المطلب الأول: النظام الاقتصادي والمالي الياباني وأهداف سياسة سعر الفائدة السلبي

النظام الاقتصادي الياباني من أبرز الاقتصادات العالمية وله تأثير كبير في الاقتصاد العالمي خاصة بعد الحرب العالمية الثانية إلا أنه مر بعدة تحديات وأزمات،

الفرع الأول: واقع الاقتصاد الياباني ودوره في الاقتصاد العالمي

أولاً- الاقتصاد الياباني ودوره في الاقتصاد العالمي

1 - وضع الاقتصاد الياباني:

بسبب موقعه الجغرافي، كان لليابان تاريخ في هيمنة الدول الغربية خلال عصر الإمبريالية في القرن التاسع عشر والنصف الأول من القرن العشرين. وبعد أن نجت من الاستعمار، مرت بإصلاحات وبدأت في بناء دولة قومية حديثة، لتتسبب الحرب العالمية الثانية في دمار شامل، اضطرها إلى إعادة البدء من الأنقاض، واستغرق الأمر ما يقرب من عشر سنوات لإعادة الإنتاج إلى مستوى ما قبل الحرب وحققت نموًا اقتصاديًا ملحوظًا في الفترة 1955-1973، ما دفع الاقتصاد إلى التصنيع الكامل، لتصبح ثاني أكبر اقتصاد في العالم¹، وتتدخل الدولة في تنظيم النشاط الاقتصادي بشكل أكثر وأعمق مقارنة بالدول الرأسمالية الأخرى، فمنذ عهد مييجي 1868 - 1912 (Meiji era) - قامت بإنشاء المصانع وفق أحدث التكنولوجيات المستوردة، ثم حولت بعد نجاحها في دعم القطاع الصناعي إلى القطاع الخاص، وبالرغم من خفيف التدخل في النشاط الاقتصادي، لا زالت تحتفظ بسلطة التوجيه غير المباشر وفقا للمسار الذي تختاره للتنمية

¹ Fukunari Kimura - Japan's Model of Economic Development Relevant and Nonrelevant Elements for Developing Economies - United Nations University (UNU), World Institute for Development Economics Research (WIDER) - Research Paper No. 2009/22 April 2009
p 03

الاجتماعية والاقتصادية عن طريق وضع الضوابط والأنظمة المتكاملة الصارمة ومنح إعانات وإعفاءات ضريبية للمؤسسات التي تطوّر وسائلها التكنولوجية باستمرار¹،

2- دور الاقتصاد الياباني في الاقتصاد العالمي:

الاقتصاد الياباني هو ثالث أكبر اقتصاد في العالم من حيث الناتج المحلي الإجمالي بعد الولايات المتحدة والصين، وتتمتع علاماتها التجارية بشهرة عالمية، استمدت بالاعتماد على الصناعة الثقيلة القائمة على تحويل المواد الأولية المستوردة فهي أول منتج للحديد والصلب في العالم وثالث قوة في تكرير البترول، وأول منتج للسيارات وتساهم بـ 40 بالمائة من الإنتاج العالمي للسفن، كما تعتبر اليابان ثالث قوة تجارية في العالم و يسجل ميزانها التجاري ربحاً سنوياً، وذلك بتصدير المواد المصنعة حيث يعد التصنيع إحدى ركائز القوة الاقتصادية، ونظراً لقلة مواردها الطبيعية، تعتمد على المجال الصناعي كمحرك وعصب للاقتصاد والمجسد الحقيقي للنجاح والتفوق، وتعتبر الصناعة الإلكترونية من الاختصاص الياباني، وأحد رموز تفوقها ونجاحها المستمر، فهي أول بلد منتج للإلكترونيات في العالم من أجهزة التلفزيون، أجهزة الفيديو والتسجيل، كما تعتبر أيضاً أول بلد منتج للروبوتات في العالم والمركز الثاني في مجال الاتصالات والتكنولوجيا الحيوية كما تشهد تطوراً مستمراً في مجالات الصناعات الدوائية والفضاء².

ثانياً - النظام المالي في اليابان:

في بداية التسعينيات كان النظام المالي الياباني لا يزال يتسم بتباين وتقاطع بين مختلف النشاطات المصارف، التأمين، السندات، وثقل الوصاية الإدارية عليه، وبأهمية حجم الادخار المدار، كما أن سوق طوكيو للأوراق المالية كان يتسم بعزلة نسبية مقارنة بالأسواق المالية العالمية الأخرى، فكانت المصارف الخاصة متخصصة في القروض قصيرة أو طويلة الأجل، وفي إدارة الإرث العائلي، وتقوم مؤسسات عامة بمختلف مهام جمع المدخرات، وتقديم القروض للمنشآت، وللتجارة الخارجية وللاستثمارات المباشرة، ويشكل زبائن التأمين على الحياة وأنواع التأمين الأخرى فئتان متميزتان، كما اقتصر نشاط بيوت السندات على صفقات أسواق الأوراق المالية وبدفع تدريجي من عولمتها،

¹ مثنى عبد الإله الوائلي. - الاقتصاد الياباني - دروس وخبرات - أكاديمية العلاقات الدولية... إسطنبول - 2021

² وزارة الخارجية - دولة قطر © 2018/2018 <https://tokyo.embassy.qa/>

توجب على هذه المؤسسات المالية توسيع سلسلة نشاطاتها الخارجية، ولكي تحافظ على منافسة دولية وترضي الضغوط الخارجية بدأت اعتباراً من عام 1980، بتنفيذ سياسة تحرير واتخذت عدة تدابير مهمة باتجاه الانفتاح على الخارج وإزالة الوساطة المصرفية وتقاطع النشاطات¹،

1- السوق النقدي الياباني:

عندما تأسس بنك اليابان كبنك مركزي للبلاد في عام 1882، كانت اليابان تمر بعملية تحول ديناميكي من مجتمع إقطاعي إلى مجتمع حديث، وكان مؤسسو بنك اليابان يتوقعون منه تعبئة الموارد المالية لتحقيق الهدف الوطني المزدوج المتمثل في "أمة غنية وجيش قوي". وفي زمن السلم، كانت الميزانية العمومية لبنك اليابان تبلغ حوالي 15% من الناتج المحلي الإجمالي لليابان قبل الحرب العالمية الثانية، وظلت حوالي 10% منذ ذلك الحين وخلال الحروب وبعدها مباشرة، تجاوزت في كثير من الأحيان 20% وتسارع التضخم عندما طال أمد توسع الميزانية العمومية واقترن بزيادة متناسبة في تداول الأوراق النقدية على جانب الخصوم، مثل ما حدث أثناء حرب آسيا والمحيط الهادئ وعلى النقيض من ذلك، أثناء الحروب الصينية اليابانية والروسية اليابانية، كانت توسعات الميزانية العمومية قصيرة الأجل مرتبطة بزيادات في الودائع الحكومية، وليس بتداول الأوراق النقدية كما ارتبط توسع الميزانية العمومية منذ أواخر تسعينيات القرن العشرين بزيادة ودائع البنوك الخاصة وفي هذه الحالات تراجع التضخم²،

يتميز القطاع المصرفي الياباني على الرغم من عمليات الدمج السابقة، بعدد كبير من مؤسسات الودائع والائتمان وكمية كبيرة من الأصول المحتفظ بها (إجمالي الميزانية العمومية لـ 1417 مؤسسة) وتعتبر الأصول المالية مهمة جداً نظراً لارتفاع مدخرات الأسر اليابانية، والنقد المتاح داخل الشركات، وينقسم النظام المصرفي إلى ثلاث فئات تتوزع مؤسسات الإيداع والائتمان البالغ عددها 1417، إلى 196 بنكاً خاصاً تغطي 55% من الودائع و77% من القروض تضم هذه المجموعة الفرعية البنوك الخاصة الكبيرة (بما في ذلك البنوك الثلاثة الكبرى)، والبنوك الإقليمية،

¹ ايغلين دوريل - فير، ترجمة صباح ممدوح كعدان - الاقتصاد الياباني - الهيئة العامة السورية للكتاب- دمشق 2010 ص 84-85

² Masato Shizume - Historical Evolution of Monetary Policy (Goals and Instruments) in Japan: From the Central Bank of an Emerging Economy to the Central Bank of a Mature Economy - Waseda Institute of Political Economy Waseda University Tokyo, Japan - Working Paper Series No. E1803 May 2018

والعديد من بنوك الائتمان والصناديق الائتمانية ، 1219 جمعية تعاونية تمثل 32% من الودائع و 21% من القروض إضافة إلى 2 بنكين عامين يمثلان 13% من ودائع الدولة و 2% من القروض¹،

2- سوق رأس المال:

تأسست بورصة طوكيو بشكلها الحالي في أبريل 1949، وفقاً لقانون الأوراق المالية الجديد الصادر في مايو 1948؛ أصبحت مؤسسة غير ربحية تجمع الشركات الأعضاء وبشكل خاص سجلت سوق الأوراق المالية تقدماً متواصلاً وكان لذلك أثر في مضاعفة عدد الشركات المدرجة في البورصة، والذي تجاوز بعد ذلك الألف علامة في عام 1962، شهد الاقتصاد الياباني أول ركود كبير له بعد الحرب فتباطأ الاقتصاد وتراجعت أرباح الشركات، وبعد الخروج من الركود في خريف عام 1965 استعاد الاقتصاد الياباني ديناميكيته بينما عاد اتجاه سوق الأسهم إلى الاتجاه التصاعدي، وسجل مؤشر سوق الأوراق المالية تقدماً مستمراً حتى بداية عام 1973، بينما في عام 1972، زاد متوسط حجم المعاملات اليومية أكثر من خمسة أضعاف مقارنة بمستواه في عام 1965²،

وكانت سوق رأس المال اليابانية، وخاصة من حيث الدور الذي تلعبه أدوات الدين، طيلة معظم تاريخها عنصراً ثانوياً نسبياً في نظام مالي تهيمن عليه البنوك ومع ذلك اكتسبت أهمية على مدى العقد الماضي وأصبحت سوق أكثر اتساعاً وعمقاً قادرة على استيعاب المعاملات الأكبر حجماً والأكثر ابتكاراً كما اكتسبت قوة واتساعاً كبيراً استجابة للتغيرات الاقتصادية المحلية وارتباطاً بالدور الدولي المتنامي للاقتصاد الياباني وكانت التغيرات في بنية سوق رأس المال للتكيف الناجع للاقتصاد مع القوى الاقتصادية المحلية والعالمية الأساسية،

والحاجة إلى تمويل فائض الصادرات كانت سبباً في تسريع التحرير المالي في اليابان وتوسيع سوق رأس المال، كما عملت المؤسسات المالية المحلية، شركات التأمين والبنوك وحسابات الائتمان على

¹ Panorama du système financier japonais, évolutions, enjeux et vulnérabilités - Rédigé par DG Trésor - Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie Ministère chargé du Budget et des Comptes publics - Publié le 24 janvier 2019 [الموقع الإلكتروني](https://www.economie.gouv.fr/)

² Sato Mitsuo - Le marché financier japonais - Revue d'économie financière, n°10, 1989 p 13-14

زيادة نسبة الأوراق المالية الأجنبية في محافظها بسرعة ومع مرور الوقت، اتخذ مقدار متزايد من تدفقات رأس المال شكل الاستثمار المباشر إما في الشركات الأجنبية في الخارج أو في إنشاء فروع أجنبية للشركات اليابانية وأصبح توسيع وتحرير سوق رأس المال اليابانية ضرورياً لتوفير نوع من الفرص للمقرضين والمقرضين في الداخل والتي أصبحت متاحة على المستوى العالمي فكانت التغييرات التي طرأت على سوق الأوراق المالية اليابانية نتاجاً جزئياً للمفاوضات التي جرت مع الولايات المتحدة من خلال مجموعة العمل المعنية بقضايا سعر صرف الين/الدولار، والتي أصدرت تقريرها في عام 1984، كما تم إدخال عدد من التغييرات لجعل الين أكثر جاذبية للمستثمرين العالميين ومن وجهة نظر التغييرات البنوية اللازمة في الاقتصاد الياباني، كان من الضروري أن يكون الين أكثر جاذبية للمستثمرين العالميين فتطور أسواق المال والسندات وتوسع سوق الأسهم إلى أدوات المشتقات المالية يشكلان جانبين مهمين من جوانب التحديث والتحرير والعولمة في سوق رأس المال اليابانية فأجبر هذا الاتجاه شركات الأوراق المالية على ابتكار طرق جديدة لإدارة الأعمال¹،

الفرع الثاني: سياسة سعر الفائدة السلبي في اليابان

أولاً- سياسة سعر الفائدة السلبي في اليابان

عرفت اليابان خلال العقود الأربعة التي تلت الحرب العالمية الثانية، نمواً سريعاً، قارب 10% في الخمسينات والستينات، ورغم تراجعها في العقدين التاليين بقي عند مستوى يساوي ضعف مثيله في الدول الصناعية السبعة، لكن في الأعوام التالية عانت من مشكلة حادة مزيج من تباطؤ ناتج عن تقلبات دورية، ومشاكل في النظام المالي والمصرفي، لم تقابلها سياسات ملائمة، ليقع اقتصادها في ركود طويل وضعها في أسفل سلم الدول الصناعية الكبرى، من ناحية النمو في الفترة 1998-2002²،

منذ النصف الثاني من تسعينيات القرن العشرين، كان اقتصاد اليابان في حالة من انخفاض معدل التضخم، حيث كان معدل التغير السنوي في مؤشر أسعار المستهلك إما صفراً أو سلبياً قليلاً ومن سمات الانكماش في اليابان أنه كان معتدلاً ولكنه مستمر ولم يتعافى إلا لفترة قصيرة من الزمن في

¹ STEPHEN H. AXILROD - THE JAPANESE CAPITAL MARKETS – FOREWORD - Published by Penn Carey Law: Legal Scholarship Repository, 2014

² عبد الحليم فضل الله - دروس من أزمة اليابان في التسعينات: الإصلاح أولاً... - المركز الاستشاري للدراسات والتوثيق - 2008/11/29 ص 02

بعض الفترات وكان متوسط معدل الانخفاض السنوي في مؤشر أسعار المستهلك من السنة المالية 1998 إلى السنة المالية 2012 قريباً من 0.3%، لكن هذا الانخفاض استمر لمدة 15 عاماً ومع ذلك أدى حادث رئيسي إلى خفض التضخم والنمو الاقتصادي في اليابان في أعقاب انفجار فقاعة الأصول في بداية التسعينيات، اضطر الشركات والمؤسسات المالية إلى إصلاح ميزانياتها العمومية المتضررة وخفض بنك اليابان سعر الفائدة الذي كان عند 6% في أغسطس/آب 1990، إلى مستوى غير مسبوق عالمياً آنذاك وهو 0.25% في سبتمبر/أيلول 1998 ونتيجة لهذا كانت أدوات السياسة النقدية التقليدية قد استنفدت تقريباً بحلول عامي 1997 و1998 عندما بلغ القلق بشأن النظام المالي بسبب الأزمة المالية ذروته، ونتيجة لتآكل وظيفة الوساطة التي تقوم بها البنوك، وقع الاقتصاد الياباني في موقف حيث لم تصب آثار السياسة النقدية بشكل كاف في الاقتصاد¹، اعتمد بنك اليابان سياسة أسعار الفائدة السلبية بهدف تعزيز التيسير النقدي ومواجهة استمرار انخفاض التضخم وضعف النمو الاقتصادي، وقضت هذه السياسة بفرض سعر فائدة قدره -0.1% على جزء من احتياطات البنوك التجارية المودعة لدى البنك المركزي، وذلك لتشجيعها على زيادة الإقراض للأفراد والشركات بدلاً من الاحتفاظ بالأموال لدى البنك المركزي. وأكد بنك اليابان أن هذه السياسة ستستمر طالما كان ذلك ضرورياً لتحقيق هدف استقرار الأسعار عند معدل تضخم يبلغ 2%، مع استعداده لزيادة التيسير النقدي إذا تطلبت الظروف الاقتصادية ذلك. وقد هدفت هذه الإجراءات إلى تنشيط الاستثمار والاستهلاك ورفع معدلات التضخم، ودعم التعافي الاقتصادي بعد سنوات من الضغوط الانكماشية²،

¹ Pankaj Nishad - Effectiveness of Japan's Zero and Negative Interest rate Policy - Asian Development Bank Institute - 16 May 2018 p 04

² Bank of Japan. (2016, February 3). Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate". <https://www.boj.or.jp>

الفرع الثالث: أهداف اليابان من سياسة سعر الفائدة السلبية

1- معالجة التضخم:

اعتمد البنوك المركزية لعدد من الدول ابتداء من سنة 2012، سياسة أسعار الفائدة السلبية كالدنمارك ومنطقة اليورو واليابان والسويد وسويسرا استجابة لمعدلات التضخم التي كانت أقل باستمرار من أهدافها وتحدد معظم البنوك المركزية أسعار الفائدة بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار، وبالتالي دعم التوظيف والنمو الاقتصادي وتعكس هذه الخطوة كفاح البنوك المركزية لتعزيز التضخم حتى عندما خفضت بالفعل أسعار الفائدة¹.

2- تحفيز الإقراض المصرفي:

عندما تحتاج البنوك إلى سيولة على عجل فإنها تقترض مبالغ من البنك المركزي أو من بنك تجاري آخر من خلال معدل فائدة يعرف مسبقاً وبما أن هذا القرض يكلف البنوك مالياً لتحقيق أرباح فإنها تحمّل هذه الكلفة على الفاعلين الاقتصاديين الذين يقتضون منها ويتضح هنا أن البنوك كوسيط مالي تحدد في كل الحالات معدل فائدة أعلى من معدل الفائدة الذي تدفعه للبنك المركزي فإذا رفع البنك المركزي المعدل ترفع البنوك التجارية بدورها معدلها بما يحقق لها أرباح وإذا غير معدلها فإنه يغير بصفة غير مباشرة معدلات الفائدة الأخرى ما يوضح أن معدل الفائدة الأساسي توجيهي وإرشادي يسعى من خلاله البنك المركزي إلى توجيه الاستثمار ودفع النشاط الاقتصادي في فترات التراجع والحد من الإفراط في الاستثمار في فترات النشاط الزائد².

3- تحفيز النمو والحد من الانكماش:

الهدف من استخدام أسعار الفائدة السلبية كسياسة نقدية من طرف البنوك المركزية هو تحفيز النمو الاقتصادي والحد من الانكماش ويتم من خلال هذه السياسة فرض رسوم على البنوك التجارية

¹ Gaston Gelos - The Evidence Is in on Negative Interest Rate Policies - <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/03/03/blog-the-evidence-is-in-on-negative-interest-rate-policies> March 3, 2021

² أحمد بلوافي - عبد الرزاق بلعباس - سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي - دراسات اقتصادية إسلامية - المجلد 61 - العدد 2 - مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي - ص 49

والمؤسسات المالية مقابل الاحتفاظ باحتياطات كبيرة لتشجيع البنوك على إنفاق وإقراض الأموال للاقتصاد بدلاً من ادخارها¹،

4- تخفيض قيمة العملة:

بداية عام 2016 اعتمد اليابان اسعار فائدة سلبية بهدف تحفيز النمو والخروج من الاوضاع الاقتصادية المتدهورة ورأى كثير من الخبراء في هذه الخطوة السبيل الى تخفيض قيمة الين الياباني قبل حدوث تراجع اضافي في عملة الصين اليوان التي تعتبر المنافس التجاري الرئيسي لها حتى تتمكن من إنعاش الاقتصاد المحلي وتسارع وتيرة نموه، لأن من آثار اتخاذ معدلات الفائدة السالبة انخفاض قيمة العملة المحلية ما يؤدي الى زيادة تنافسيتها الخارجية على حساب شركائها في التجارة من الدول الاخرى كما ان المفترض من هذه الخطوة تعزيز النظرة التفاوضية حول مستقبل نمو الاقتصاد في اليابان خصوصا قطاع الاعمال الخاص، الذي يعتبر أهم قطاع لانتقال تأثير معدل الفائدة السالب للاقتصاد الحقيقي²،

المطلب الثاني: أثر سياسة معدلات الفائدة السالبة على استقرار النظام المالي في اليابان

لدراسة أثر سياسة سعر الفائدة السلبية المطبق في اليابان نقوم بتقدير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان لليابان ومنه تحليل أثرها على السوقيين النقدي وراس المال،

الفرع الأول: المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان لليابان

يتم حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان عبر المراحل التالية:

1- دراسة الخصائص الهيكلية للسلاسل الزمنية:

سنقوم بدراسة الخصائص الهيكلية للسلسلة الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة والمتمثلة في البيانات السنوية للمؤشرات الفرعية للنظام المالي في اليابان للفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2021 (الملحق رقم 5) التي تضم 24 مؤشرا لبناء المؤشر التجميعي للاستقرار المالي لليابان،

¹ Spencer Feingold - Japan ends era of negative interest rates, a chief economist explains – world economic forum - <https://www.weforum.org/stories/2024/03/japan-ends-negative-interest-rates-economy-monetary-policy/> Mar 26, 2024 الموقع الالكتروني

² حسن الحاج - للتغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد - سبتمبر 2018 - اتحاد شركات الاستثمار - Industry Building Kuwait Chamber of Commerce ص 17-18

1-1 تحديد نقاط التغير:

بالاستعانة ببرمجية Oxmetric7 تم حساب نقاط التغير لكل مؤشر وتم الحصول على النتائج المدونة في الجدول الموالي:

الجدول 5: نقاط التغير لمؤشرات النظام المالي لليابان للفترة 2000-2021

sub-indicators	indicators			numbre of change	amount of change in
FSI	1	BCTA	Bank capital to total assets (%)	1	2
	2	BNPLGL	Bank non-performing loans to gross loans (%)	1	2
	3	BCBD	Bank credit to bank deposits (%)	0	1
	4	BRCR	Bank regulatory capital to risk-weighted assets (%)	2	3
	5	LADSTF	Liquid assets to deposits and short term funding (%)	2	3
	6	DMBA	Deposit money banks' assets to GDP (%)	4	5
	7	CBA	Central bank assets to GDP (%)	2	3
	8	BD	Bank deposits to GDP (%)	5	6
	9	B Z-score	Bank Z-score	4	5
FVI	1	INF	Inflation, consumer prices (annual %)	4	5
	2	BM	Broad money (% of GDP)	4	5
	3	BLRBA	Bank liquid reserves to bank assets ratio (%)	2	3
	4	LL	Liquid liabilities to GDP (%)	2	3
	5	ER	Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	2	3
	6	PCDMB	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	2	3
	7	CAB	Current account balance (% of GDP)	3	4
	8	BC	Bank concentration (%)	7	8
FDI	1	MCDC	Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	3	4
	2	S&P	S&P Global Equity Indices (annual % change)	3	4
	3	FSD	Financial system deposits to GDP (%)	3	4
	4	IRS	Interest rate spread	1	2
	5	STTV	Stocks traded, total value (% of GDP)	4	5
WECI	1	WGSP	gdp growth	3	4
	2	WINF	Inflation, consumer prices (annual %)	2	3

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج oxmetric7

1-2 تقدير الأوزان النسبية للمؤشرات الفرعية:

بعد الحصول على نقاط التغير للمؤشرات التي تضمها المؤشرات الفرعية سنقوم باستخدام نتائج CPA لتقدير أوزانها النسبية استنادا لمعيار عدد نقاط التغير في السلسلة الزمنية وتم الحصول على النتائج حسب الجدول التالي:

الجدول 6: أوزان المؤشرات الفرعية للنظام المالي لليابان للفترة 2000-2021

sub-indicators	indicators	number of change	amount of change in	in-weight	Amount of change in mean	Weighting sub
FSI	1 BCTA Bank capital to total assets (%)	1	2	0.067	3.333	0.224
	2 BNPLGL Bank non-performing loans to gross loans (%)	1	2	0.067		
	3 BCBDA Bank credit to bank deposits (%)	0	1	0.033		
	4 BROR Bank regulatory capital to risk-weighted assets (%)	2	3	0.100		
	5 LADSTF Liquid assets to deposits and short term funding (%)	2	3	0.100		
	6 DIMBA Deposit money banks' assets to GDP (%)	4	5	0.167		
	7 CBA Central bank assets to GDP (%)	2	3	0.100		
	8 BD Bank deposits to GDP (%)	5	6	0.200		
	9 B Z-score Bank Z-score	4	5	0.167		
FVI	1 INF Inflation, consumer prices (annual %)	4	5	0.147	4.250	0.286
	2 BM Broad money (% of GDP)	4	5	0.147		
	3 BURBA Bank liquid reserves to bank assets ratio (%)	2	3	0.088		
	4 LL Liquid liabilities to GDP (%)	2	3	0.088		
	5 ER Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	2	3	0.088		
	6 PCDMB Private credit by deposit money banks to GDP (%)	2	3	0.088		
	7 CAB Current account balance (% of GDP)	3	4	0.18		
	8 BC Bank concentration (%)	7	8	0.235		
FDI	1 MCDC Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	3	4	0.211	3.800	0.255
	2 S&P S&P Global Equity Indices (annual % change)	3	4	0.211		
	3 FSD Financial system deposits to GDP (%)	3	4	0.211		
	4 IRS Interest rate spread	1	2	0.105		
	5 STTV Stocks traded, total value (% of GDP)	4	5	0.263		
WECI	1 WIGSP GDP growth	3	4	0.571	3.5	0.23536237
	2 WINF Inflation, consumer prices (annual %)	2	3	0.429		
				SOMME	14.883	1.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel وoxmetric7

3-1 تطبيع البيانات وفق طريقة min-max:

تم تطبيع بيانات باستخدام طريقة التطبيع الدنيا والقصى min_max التي تنتج قيمًا تتراوح من 0

إلى 1 ونتائج تطبيع البيانات في الملحق رقم 6

10- حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص بكل فترة t:

باستخدام نتائج تطبيع البيانات سنقوم في هذه الخطوة بحساب المؤشر التجميعي الخاص بكل

فترة t مع مراعاة الأوزان النسبية ونوع تأثير المؤشر الفرعي على المؤشر التجميعي (موجب + او

سالـب - الملحق 7) . وفق الصيغة التالية:

$$AFSI_t = w_1 * FSI_t + w_2 * FVI_t + w_3 * FDI_t + w_4 * WECI_t$$

حيث:

AFSI_t: المؤشر التجميعي لاستقرار النظام المالي للفترة t

FSI_t: مؤشرات السلامة المالية للفترة t

FVI_t: مؤشرات الضعف المالي للفترة t

FDI_t: مؤشرات تطور السوق المالي للفترة t

WECI_t: مؤشرات المناخ الاقتصادي العالمي للفترة t

W_t: الأوزان النسبية لكل مؤشر فرعي i (الملحق 8)

النتائج ملخصة في الجدول التالي:

الجدول 7: قيم المؤشر التجميعي الخاص باليابان للفترة 2000-2021

YEAR/indicators	FSI	FVI	FDI	WECI	AFSI
2000	1.991	-0.17135023	1.75706842	0.55153452	0.97528834
2001	-0.227	-1.04939252	1.00183194	0.22840015	-0.04099524
2002	-0.829	-0.99709408	1.2546902	0.38133916	-0.06027717
2003	-0.148	-0.6194851	2.04634962	0.45262976	0.41882835
2004	0.8242	-0.41656705	1.9761312	0.53414073	0.69580124
2005	1.5174	-0.51129529	2.38593924	0.40554105	0.8983885
2006	1.8696	-0.91652404	2.31087318	0.43086945	0.84833167
2007	2.2865	-0.54411047	2.38805881	0.35159572	1.0491198
2008	1.5908	-1.4256492	1.73167563	-0.44880472	0.28576196
2009	1.5296	-0.33349089	1.94688864	-0.00639269	0.74291415
2010	2.3769	0.01344815	1.82255025	0.56581903	1.13458181
2011	2.6261	0.02315749	1.46043586	0.23653236	1.02326983
2012	2.7774	-0.0919023	1.70202759	0.31678039	1.10484164
2013	3.6867	-0.34947294	3.01437224	0.46966868	1.60597454
2014	3.4886	-1.10773359	2.36982246	0.53792017	1.19655431
2015	3.1902	-0.31269135	2.82744677	0.65964946	1.50221855
2016	3.0844	0.56032749	2.45624963	0.60757342	1.6208098
2017	3.0962	0.58666966	3.10356221	0.58689844	1.79137123
2018	3.0352	0.56745212	2.30718643	0.54803103	1.55975527
2019	2.8619	0.82021316	2.63349656	0.50671384	1.6667127
2020	2.9855	1.18831749	3.31936562	-0.06569115	1.84002868
2021	2.6142	1.58106606	3.22968524	0.73047659	2.03335867

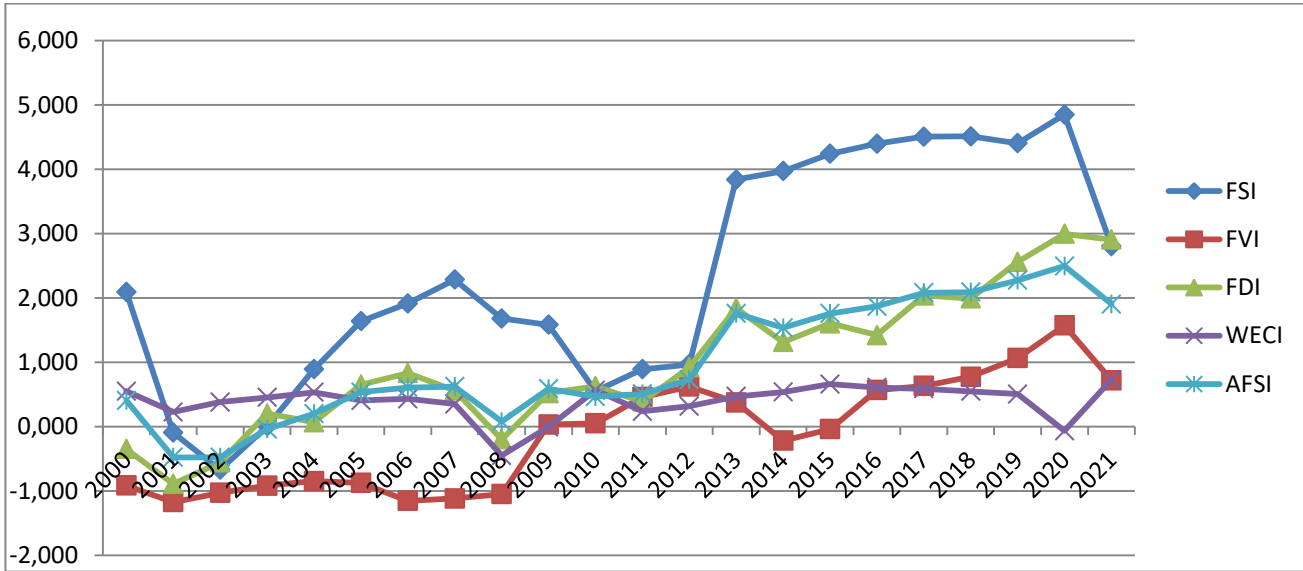
المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الفرع الثاني: تحليل تغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI الخاص باليابان للفترة (2000-2021)

لتحديد مراحل تغير قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي لليابان خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2021 نقوم برسم المنحنى البياني التالي بناء على القيم التي تم حسابها سابقاً.

المنحنى 2: تغيرات قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي الخاص باليابان

للفترة 2000-2021:

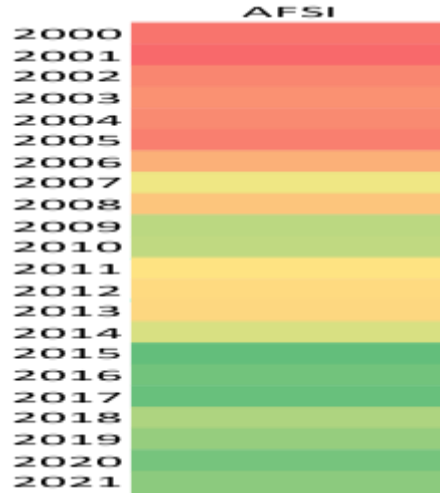


المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

من خلال المنحنى وجدول البيانات لقيم متغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI الخاص باليابان للفترة من سنة 2000 إلى سنة 2021 نلاحظ أن القيم كانت تتغير بين الصعود والنزول إلى غاية قيم سالبة تشير إلى عدم استقرار النظام المالي الياباني، بداية من سنة 2000 إلى سنة 2003 نلاحظ انخفاض المؤشر إلى قيم تقارب الصف تدل على عدم الاستقرار ليبدأ في التحسن ابتداء من سنة 2004 إلى غاية سنتي 2008-2009 التي عرف فيها قيم تقارب الصفر بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 وتأثر الاقتصاد الياباني بها ليعاود في التحسن ابتداء من

سنة 2010 بشكل تصاعدي إلى غاية سنة 2020 فترة انتشار وباء كورونا نتيجة السياسات المتخذة.

الشكل 12: الخريطة الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص باليابان

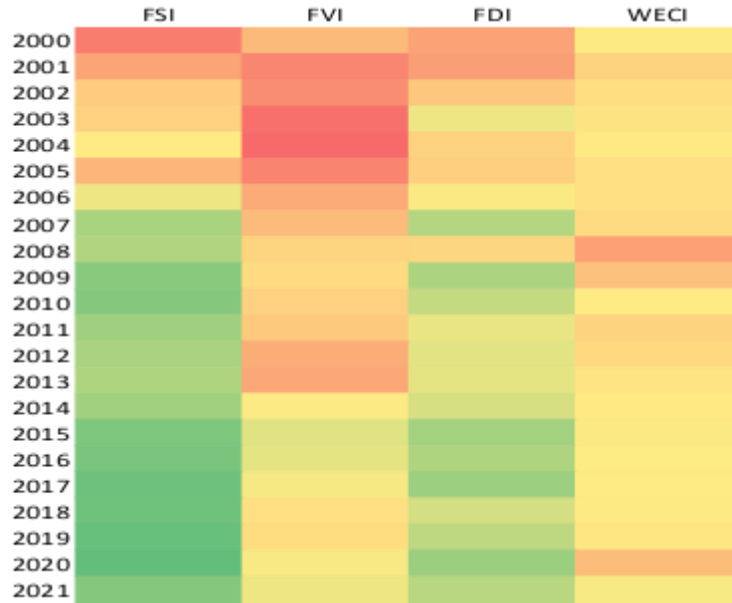


المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

من الخريطة الحرارية يظهر أن قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI عرف أعلى القيم بداية من سنتي 2012 و 2013 وتزايد من سنة إلى أخرى يعكسه اللون الأخضر، وتتزامن هذه الفترة مع الإجراءات التي تبنتها اليابان وسياسة التخفيض في سعر الفائدة ويعكس التأثير الايجابي لهذه السياسات على استقرار النظام المالي والسوق المالي الياباني.

ولتحديد المؤشرات الفرعية الأكثر تأثير على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي نقوم برسم الخريطة الحرارية لهذه المؤشرات،

الشكل 13: الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية الخاصة باليابان



المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

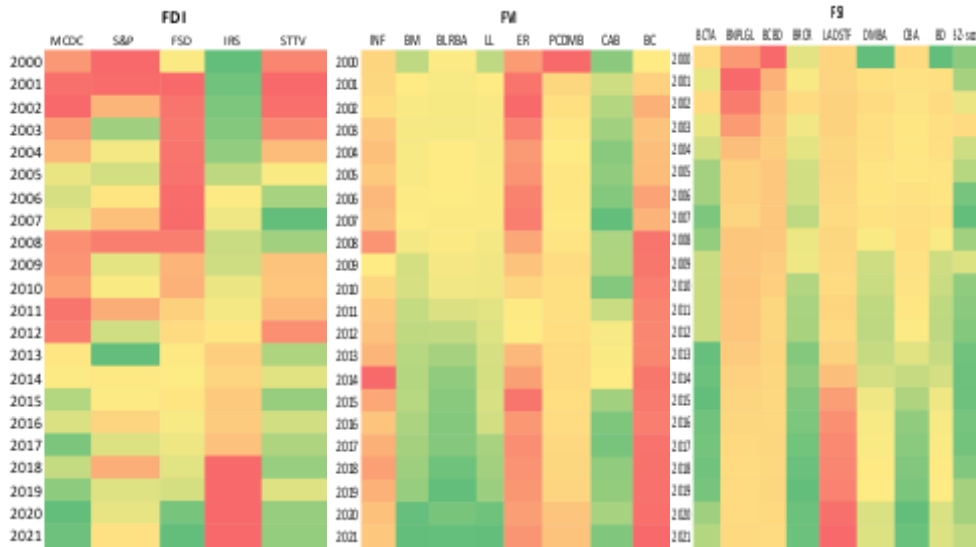
الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية تظهر أن الفترة الزمنية من سنة 2000 إلى سنة 2021 عرفت تغيرات من فترة استقرار إلى عدم استقرار للنظام المالي الياباني والتباين في الألوان لهذه المؤشرات يبين تأثيرها، وبما أن اللون الأخضر يدل على الاستقرار والتحسين واللون الأحمر يدل على عدم الاستقرار والتأثير السلبي يتأكد أن النظام المالي الياباني عرف حالة من عدم الاستقرار لكل المؤشرات.

مؤشر السلامة المالية FSI أصبح بلون أخضر بداية من سنة 2007 وزاد في التدرج بعد سنة 2014 كما عرف مؤشر FVI تحسن وأصبح ذو لون وسط إلى الإيجابي، فيما مؤشر التطور المالي FDI أصبح باللون الأخضر بداية من سنة 2009 يدل على الاستقرار والتحسين والتأثير الإيجابي خصوصا بعد سنة 2008 نتيجة إجراءات المتخذة من اليابان عقب الأزمة المالية العالمية 2008 ثم بداية من سنة 2012 إلى تبني سعر فائدة يقارب الصفر على سلبي بداية من سنة 2016 أدى الى ارتفاع معدل المؤشر التجميعي للاستقرار المالي.

المطلب الثالث: دراسة أثر سياسة سعر الفائدة السلبي على استقرار السوق المالي لليابان

بعد تحديد أهم مؤشرات النظام المالي لليابان ومراحل تغيرات قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي سنقوم بتفصيل وتحليل آليات تأثير سياسة سعر الفائدة السلبي على استقرار السوق النقدي ورأس المال للفترة 2000-2021، من خلال التقسيم بين المؤشرات التي تمثل السوق النقدي والتي تمثل سوق رأس المال يكون حسب طبيعة أدوات كل سوق،

الشكل 13: الخريطة الحرارية لمؤشرات المؤشرات الفرعية الخاصة باليابان



المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الفرع الأول: السوق النقدي

1- نسبة القروض المتعثرة لدى البنوك إلى إجمالي القروض (%) BNPLGL

يلاحظ من خلال الخريطة الحرارية للمؤشر تحسناً بعد سنة 2005 بتغير اللون إلى لون فاتح يدل على التأثير الإيجابي للسياسات المطبقة ثم عرف انخفاض ليعاود التحسن في فترة ما بعد الأزمة 2008 تحت سياسة الفائدة الصفرية والسالبة، لكن في مرحلة الفائدة السالبة (من 2016 فصاعداً) استقرت وارتفعت قليلاً.

2- نسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع المصرفية(%) BCBD

يظهر تطور تدريجي لهذه النسبة من تغير اللون حسب الخريطة والتي تعكس مدى استخدام البنوك للودائع في تقديم القروض مع فائدة منخفضة فالبحث عن عائد أكبر يدفعها للإقراض ويزيد هذه النسبة والملاحظ أن هذه النسبة بعد أن عرفت انخفاض تدريجي ابتداء من سنة 2000 إلى غاية 2015 لترتفع ابتداء من سنة 2016 وهو ما يتضح أيضا من خلال القيم المجدولة في الملحق لكن بقيت مستقرة بعدها إلى غاية نهاية الفترة ما يدل على أن سياسة سعر الفائدة السلبية لم يكن لها التأثير الكبير على هذا المؤشر،

3- نسبة رأس المال التنظيمي المصرفي إلى الأصول المرجحة بالمخاطر(%) BRCR

يلاحظ أن تحسن هذه النسبة بشكل ملحوظ كان ابتداء من سنة 2010 من خلال اللون الأخضر الذي يشير إلى الأثر الإيجابي لهذا المؤشر وتعكس تأثير السياسات المطبقة كسعر الفائدة المنخفضة وباقي السياسات واستمر هذا التأثير الإيجابي بعد تطبيق سعر الفائدة السلبية سنة 2016.

4- نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل(%) LADSTF

تضاعفت قيم هذا المؤشر بشكل ملحوظ ابتداء من سنة 2014 حسب القيم التي تظهر في الملحق وبما أن هذا المؤشر يؤثر بالسلب على السوق النقدي أظهرت الخريطة الحرارية تحوله إلى اللون الأحمر وهي الفترة التي تزامنت مع تطبيق سعر الفائدة الصفري أو القريب من الصفر وسعر الفائدة السلبية،

5- نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي(%) DMBA

يلاحظ أن هذا المؤشر خلال الفترة 2000-2021 عرف ارتفاع في الفترة 2009-2014 بالنسبة لباقي السنوات وهي الفترة التي تلت أزمة 2008 التي تم على إثرها القيام بإجراءات التيسير الكمي وهذا ما يظهر من خلال الخريطة الحرارية كما يظهر أنه لا تأثير كبير لسعر الفائدة السلبية على هذا المؤشر.

6- نسبة أصول البنوك المركزية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) CBA

ارتفاع ملحوظ في هذه النسبة خاصة من منتصف العقد 2010 فصاعداً، مما يعكس ضخ السيولة الذي بعد أزمة 2008 والارتفاع الكبير لنسبة هذا المؤشر بدأت سنة 2016 يعكس ارتفاع أصول البنوك والتأثر بالسياسة المطبقة لسعر الفائدة وباقي الإجراءات والخريطة الحرارية تظهر بروزها باللون الأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي،

7- نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) BD

نفس التغيرات التي عرفها مؤشر نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) DMBA فمع تيسير كمي وفائدة منخفضة، قد تتراجع حوافز الادخار وتحول بعض الودائع إلى استثمارات أخرى.

8- نسبة Z-score للبنوك

يلاحظ أن هذا المؤشر بقي أغلب الفترة 2000-2021 مستقراً مع تراجع طفيف في السنوات كما يدل على استقرار النظام المصرفي الياباني،

9- النقود بمعناها الواسع (%) من الناتج المحلي الإجمالي BM

من الخريطة الحرارية نلاحظ ارتفاع في نسبة هذا المؤشر خصوصاً بعد سنة 2008 يظهر ذلك من خلال اللون الأخضر وهي الفترة التي تتزامن مع تطبيق سياسة التيسير الكمي مع فائدة منخفضة واستمر الارتفاع في باقي الفترة مع تخفيض سعر الفائدة إلى ما دون الصفر.

10- نسبة احتياطات السيولة المصرفية إلى أصول البنوك (%) BLRBA

يمثل هذا المؤشر احتياطات السيولة من النقد أو الأصول القابلة بسرعة للتسييل التي تحتفظ بها البنوك وحسب الخريطة الحرارية للفترة 2000-2021 نلاحظ أن نسبة هذا المؤشر كانت منخفضة في بداية الفترة على غاية سنة 2010 حيث بدأت بعدها في الارتفاع بشكل مضاعف يظهر من خلال اللون الأخضر، وقد يرجع ذلك إلى السيولة التي تم ضخها باتباع سياسة تيسير نقدي واسعة بدءاً من بداية الألفية وبعد الأزمة المالية 2008 وتراجع معدل الفائدة مما أدى إلى وفرة كبيرة في السيولة داخل النظام المصرفي فأصبحت البنوك أقل ميلاً لاستغلال الأصول الأقل سيولة ما دفعها إلى الاحتفاظ بجزء أكبر من الأصول السائلة ضمن محفظتها.

11- الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) LL

بما أن الالتزامات السائلة هي الودائع أو التمويل قصير الأجل الذي يجب على البنك أن يعالجه بسرعة نلاحظ من الخريطة الحرارية ارتفاع النسبة ابتداء من سنة 2016 حيث أن البنوك أصبحت تمتلك حافز أقل للاحتفاظ بالأموال لدى البنك المركزي ونتيجة لذلك، توسع عرض النقود وازداد حجم الودائع البنكية.

12- سعر الصرف الرسمي (عملة محلية مقابل دولار أمريكي) ER

السياسات النقدية لبنك اليابان كانت توسعية طوال معظم الفترة (فائدة منخفضة، تيسير كمي، معدلات سلبية)، ساهم في إضعاف الين لاسيما كما أن تحركات سعر الصرف لم تكن مرتبطة بالسياسة النقدية اليابانية فقط بل تأثرت أيضا بعوامل خارجية وأسواق العملات وهو ما يجعل تفسير التحركات النقدية معقداً وهذه التغيرات كان لها التأثير السلبي على السوق النقدي تظهرها الخريطة الحرارية باللون الأحمر الغالب خلال الفترة.

13- ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) FSD

يلاحظ من الخريطة الحرارية لهذا المؤشر أنه بعد أن عرف قيم متدنية في بداية الفترة 2000-2021 بعد أن تميز باللون الأحمر عرفت ارتفاع بداية من سنة 2009 وتغير اللون إلى اللون الفاتح الذي يدل على التحسن وهي الفترة التي عرفت تطبيق إجراءات متعددة كالتيسير الكمي وخفض سعر الفائدة وارتفعت هذه النسبة بشكل ملحوظ سنتي 2020، 2021 نتيجة ضخ سيولة خلال فترة انتشار وباء كورونا مع الإبقاء على سعر فائدة سلبي.

الفرع الثاني: سوق رأس المال

1- رأس مال البنك إلى إجمالي الأصول (%) BCTA

نلاحظ أن هذا المؤشر خلال الفترة 2000-2021 لم يعرف تغيرات كبيرة تظهر من خلال الخريطة الحرارية والقيم وعدم تغير اللون بشكل واضح ماعدا خلال بعض الفترات وأفضل القيم كانت ابتداء من سنة 2013 وهي الفترة التي طبقت فيها قيم جد منخفضة لسعر الفائدة والسالبة مدعومة بحزمات من التيسير الكمي تعكس ضعف ربحية البنوك اليابانية نتيجة استمرار بيئة الفائدة المنخفضة لعقود، رغم استقرارها المالي النسبي بفضل الدعم المستمر من بنك اليابان،

2- الائتمان الخاص من خلال ودائع البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي (PCDMB%)

نلاحظ من الخريطة الحرارية استقرار في هذا المؤشر والقيم تقريبا متقاربة ما يدل على أن السياسات المطبقة خلال هذه الفترة لم يكن لها التأثير الكبير على هذا المؤشر.

3- رصيد الحساب الجاري (% من الناتج المحلي الإجمالي) CAB

يلاحظ أنه خلال الفترة 2000-2021 حافظت اليابان على فائض مستمر في رصيد الحساب الجاري تراوح بين نحو 2% و4% من الناتج المحلي الإجمالي، رغم بعض التراجعات في أعوام مثل 2011-2014 وهو ما يظهر من خلال الخريطة الحرارية حيث أدى ضعف الين الناتج عن السياسات النقدية كسياسة سعر فائدة شبه صفرية ثم سالبة إضافة لبرامج التيسير الكمي إلى تعزيز الصادرات والدخل من الاستثمارات الخارجية، ما رفع الفائض في الحساب الجاري.

4- تركيز البنوك (%)

من خلال الخريطة الحرارية لهذا المؤشر للفترة 2000-2021، نلاحظ أنه ابتداء من سنة 2008 عرف تركيز البنوك كنسبة من الناتج المحلي ارتفاعاً تدريجياً يظهر من خلال اللون الأحمر الذي يدل على التأثير السلبي على سوق رأس المال وبالتالي سوق المال وذلك يدل على اندماج البنوك الكبرى وضعف البنوك الصغيرة ويرجع ذلك إلى السياسات النقدية التي اعتمدها بنك اليابان مثل خفض أسعار الفائدة إلى الصفر والتيسير الكمي ثم الفائدة السالبة،

5- القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة (% من الناتج المحلي الإجمالي) MCDC

يلاحظ أن هذا المؤشر في الفترة 2000-2021 عرف أفضل القيم ابتداء من سنة 2013 والفترة التي أعقبت تطبيق سياسة سعر فائدة منخفض وسالب إضافة إلى سياسات توسع نقدي فارتفع السيولة في النظام المالي أدى على ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي القيمة السوقية الكلية،

6- مؤشرات الأسهم العالمية (S&P التغير السنوي) (%)

خلال الفترة 2000-2021 عرف هذا المؤشر تقلبات واضحة تظهر من خلال اختلاف اللون ففي بداية الألفية تميز بالأحمر حيث عانت الأسواق من ضعف النمو والانكماش، ثم تحسن نتيجة خفض أسعار الفائدة إلى مستويات شبه صفرية وبدء تطبيق سياسات التيسير الكمي المبكرة منذ عام 2001 لتحفيز الاقتصاد، ثم الفترة 2013-2020 حيث تم توسيع برامج التيسير الكمي

والنوعي بشكل كبير، مما دعم ارتفاعات قوية في مؤشرات الأسهم نتيجة زيادة السيولة وثقة المستثمرين أما في عام 2020، فقد أدت جائحة كورونا إلى تراجع حاد في المؤشرات بداية العام، لكن التحفيز النقدي والمالي الضخم ساهم في تعافيتها السريع فالعلاقة طردية بين توسع السياسة النقدية (خفض الفائدة والتيسير الكمي) وبين تحسن مؤشرات الأسهم إذ عززت هذه السياسات المخاطرة في الأسواق المالية،

7- الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من الناتج المحلي الإجمالي) STTV

يلاحظ أن هذا المؤشر في الفترة 2000-2021، تقلبات مع اتجاه عام نحو ارتفاع طفيف بعد الأزمات المالية، وابتداء من سنة 2013 إلى 2021 استمر في الارتفاع قد يرجع ذلك إلى السياسات النقدية التوسعية مثل خفض أسعار الفائدة إلى مستويات صفرية أو سلبية، إضافة إلى التيسير الكمي الكبير (شراء السندات الحكومية والأصول المالية) فهذه السياسات ساهمت في دعم السيولة في الأسواق المالية، مما أدى إلى استقرار نسبي في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة،

ونستنتج من خلال تطبيق هذه السياسة، أن إجراء معدل الفائدة السليبي كان له انعكاسات على مستويات عديدة كما تبين ذلك سابقا، حيث قام اليابان منذ سنة 2016 بتطبيق هذه المعدلات السلبية (-0,1) إلى غاية 2024 بهدف معالجة الانكماش وتحفيز التضخم بتشجيع الإقراض والاستثمار وذلك باستهداف معدل تضخم يعادل 2 % والنتائج كانت كما يلي:

1 - تعافي الاقتصاد الياباني من مشكلة الانكماش والعودة إلى السياسة النقدية التقليدية مع بداية سنة 2024 برفع معدل الفائدة من المجال (-0,1 % و 0 %) إلى المجال (0 % و 0,1 %) ،

2- تسجيل معدل نمو في حدود 0,1 % في سنة 2024 ناتج عن زيادة الطلب وتحفيز استهلاك العائلات والرفع من القدرات الإنتاجية للاقتصاد،

3- إعادة توظيف المدخرات في اليابان بسبب ارتفاع معدلات الفائدة وتحفيز المدخرين على ذلك،

4- المعدلات السلبية حفزت توظيف السيولة في منح القروض تجنباً للتكلفة العالية المفروضة من بنك اليابان،

5- المعدلات السلبية تضعف قيمة العملة المحلية مما يزيد من المنافسة في التصدير،

المبحث الثالث: سياسة تخفيض العملة في الصين

تعتبر سياسة تخفيض قيمة العملة أو سياسة سعر الصرف المدار أهم السياسات النقدية التي تنتهجها الصين من أجل الحفاظ على استقرار السوق المالي وتحقيق النمو الاقتصادي،

المطلب الأول: النظام الاقتصادي والمالي للصين وأهداف سياسة تخفيض قيمة العملة

تعتبر الصين من أهم القوى الاقتصادية اليوم التي تمثل ثقلًا كبيرًا في التجارة الدولية، ولم يكن ذلك بمحض الصدفة بل إن ما وصلت إليه اليوم كان نتاج تجارب عديدة مرت بها منذ منتصف القرن الماضي، ورغم الكثافة السكانية نجحت في تحقيق إنجازات ونمو اقتصادي بشكل حير الكثيرين.

الفرع الأول: واقع الاقتصاد الصيني ودوره في الاقتصاد العالمي

أصبح الاقتصاد الصيني حاليًا لدى البعض بمعجزة، وبلغه هذه المرتبة مر بعدة تقلبات واخفاقات منذ بداية القرن الماضي، إلى نجاحات ومعدلات نمو مرتفعة،

أولاً- واقع الاقتصاد الصيني:

منذ بداية القرن الماضي عرف الاقتصاد الصيني عدة مراحل، وتتمثل أهم هذه المراحل في:

1- مرحلة ما قبل 1949:

اعتمدت الصين خلال هذه الفترة مع بداية القرن الماضي على توطيد تطبيق سياسة سلطة رأسمالية الدولة بجعل المشاريع مملوكة للصينيين والأجانب خصوصًا الكبرى منها تحت سلطة الدولة سواء كان من ناحية الاستغلال أو الإدارة، ومع التحول السياسي سنة 1927 تعمقت هذه السياسة سيما في مجالات الصناعة و التجارة والمالية لتصبح أموال ضخمة ملك للدولة وفي أيدي موظفين حكوميين، ونتيجة لذلك أصبح جزء كبير لا يستخدم لأهداف الإنتاج ، مقابل قطاع خاص استغل هذه الظروف والحروب المالية وأخذ الطابع الاحتكاري في عدة مجالات ، فأدت هذه السياسة الحكومية ذات التوجه المركزي إلى حصول عجز في مالية الدولة مما اضطرها إلى إصدار نقدي مفرط لتمويل العجز نتج عنها ارتفاع في التضخم وحدوث تدهور وتخلف في عدة مجالات

زادت من الصراع بين الحزب الحاكم و المعارضة التي حكمت بعدها وأسست جمهورية الصين الشعبية ذات التوجه الاشتراكي،

2- المرحلة 1949-1978:

تميزت هذه المرحلة بوصول الحزب الشيوعي الصيني للسلطة في ديسمبر 1949 وسعت إلى بناء اقتصاد على أسس اشتراكية بدعم من الإتحاد السوفياتي وكانت البداية بالإصلاح الزراعي بتقديم كل الدعم لهذا القطاع، وعرفت الخطة الخماسية التي كانت بدايتها من 1953-1957 نمو في الصناعات الثقيلة وبمجرد نهايتها دخلت في الاهتمامات والنقاشات الأيديولوجية حول السياسة الاقتصادية المطبقة كالسياسة المبدولة والثورة الثقافية أثرت سلبا على الاقتصاد، ورغم كل الجهود المبدولة لم تحقق القفزة الاقتصادية الكبيرة، لتظهر في السبعينات الهوة مع جارتها اليابان وباقي الدول المجاورة التي عرفت تقدما سريعا وارتفاع في مستوى المعيشة شكل خلفية للتغيير بتبني استراتيجية اقتصادية بدأت سنة 1978،

3- مرحلة ما بعد 1978:

منذ سنة 1978 تبنت الصين عدة إصلاحات اقتصادية موجهة نحو السوق، فبالاعتماد على سلسلة من الإصلاحات الموجهة أصبح الاقتصاد الصيني يحقق نجاحات واستطاعت تسجيل معدلات نمو بوتيرة قياسية بعد أن كانت من متلقي المعونات الخارجية تحولت إلى المساهمين والمساعدين لإفريقيا وأمريكا اللاتينية وجنوب آسيا، وبلد الوجهة الأولى للاستثمار الأجنبي المباشر وأكبر بلد في التجارة الدولية ويرجع كل ذلك إلى المعدلات المرتفعة والسريعة والمستدامة خلال عقود ثلاث لتصبح قوة اقتصادية ومعجزة في النمو الاقتصادي،

¹ وفاء المهدي، احمد جاسم محمد - الاقتصاد الصيني ومنهج التدرج في التحول نحو اقتصاد السوق سياسات ومؤشرات- المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - السنة 10 - عدد 33 - سنة 2012 ص 176-177-178

2 احمد فاروق عباس- التجربة التنموية في الصين، الواقع والتحديات - المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة، جامعة الازهر - سنة 2019 ص 551-552-553
³ أمين حواس- فهم معجزة النمو الاقتصادي في الصين - مجلة دراسات وابحاث - عدد 27- السنة 09 - جوان 2017 ص 03

ثانياً - دور الاقتصاد الصيني في الاقتصاد العالمي

شهد اقتصاد الصين تطوراً خلال العقود الثلاثة الماضية، بمعدلات نمو هائلة حيث بلغ إجمالي الناتج المحلي 18,3 تريليون دولار أمريكي عام 2022، ما يمثل 73% من إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة بعد أن كان 7% عام 1990، و10 أضعاف إجمالي الناتج المحلي وخلال العقد ونصف العقد الماضيين، كانت الصين هي المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي العالمي، بالمساهمة في 35% من نمو إجمالي الناتج المحلي الاسمي العالمي، مقابل مساهمة الولايات المتحدة بـ 27.1%¹،

الفرع الثاني: النظام المالي في الصين

تجربة الصين في عملية الإصلاح الاقتصادي شبيهة لتلك التجارب التنموية في شرق آسيا، فقد اعتمدت على أسلوب التدرج البطيء في إجراء إصلاحات خصوصاً القطاع المالي، كاليابان وكوريا، محتفظة بالسيطرة على القطاع المالي لفترة طويلة متخذة أشكال عديدة كالتأثير على أسعار الفائدة، وتوجيه الائتمان المصرفي نحو قطاعات محددة وهذا يظهر تأثرها بالجيران الرأسماليين أكثر من الحلفاء الأيديولوجيين ويؤكد أن للواقع الجغرافي تأثير أكثر من الأيديولوجيا²،

أولاً - السوق النقدي الصيني:

ابتداءً من 1983 قامت الصين بتغيير الاحتكار المصرفي بنظام جديد أساسه البنك المركزي الصيني وبنوك متخصصة كالصصرف الزراعي، المصرف الصناعي التجاري، مصرف الإنشاء والتعمير ومصرف الصين التي تمثل المصارف الكبرى التابعة للقطاع العام، كما تم إنشاء مصارف جديدة ومؤسسات مالية غير مصرفية مبادرة من الأقاليم المحلية تتزامن مع الحد من نمو قطاع مصرفي خاص، إلا أنه منذ بداية التسعينات انتهجت سياسة جديدة بالسماح لرأسمال الأجنبي بالمساهمة في إعادة هيكلة وإصلاح المؤسسات المملوكة للدولة³،

¹ إيسوار براساد - الصين: عثرات على الطريق، لكن السقوط أمر مستبعد - مجلة التمويل والتنمية - صندوق النقد الدولي ديسمبر 2023 الموقع الإلكتروني <https://www.imf.org/ar/Publications/fandd/issues/2023/12/China-bumpy-path-Eswar-Prasad>

² فخر عبد الستار حيدر - الإصلاحات الاقتصادية في الصين - المجلة المصرية للتنمية والتخطيط - مجلد 8، العدد 1، يونيو 2000 ص 60
³ أحمد فاروق عباس - التجربة التنموية في الصين، الواقع والتحديات - المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة، جامعة الأزهر - سنة 2019 ص 559-560

قبل مجيء دنغ شياو بينغ وبداية عصر الإصلاحات الاقتصادية في عام 1978، كان النظام المالي الصيني ضيقاً للغاية، ومنظماً حول بنك واحد: بنك الشعب الصيني (PBoC). وكانت هذه المؤسسة، المملوكة للحكومة المركزية والتي تسيطر عليها، بمثابة بنك مركزي وبنك تجاري. ولم تبدأ التغييرات الهيكلية إلا خلال الثمانينيات، وذلك بهدف دعم التحول إلى اقتصاد السوق. وأصبح بنك الشعب الصيني بعد ذلك كياناً منفصلاً عن الحكومة المركزية، وتم إنشاء أربعة بنوك حكومية لتولي الأنشطة المصرفية التجارية ثم سمح فتح القطاع للمنافسة بظهور بنوك جديدة ذات رؤوس أموال مختلطة، وشبكة واسعة من تعاونيات الائتمان المحلية والوسطاء الماليين غير المصرفيين. وفي أوائل التسعينيات، ساهم افتتاح بورصات الأوراق المالية في شنغهاي وشننتشن في توسيع القطاع المالي وفي وقت لاحق، كان التوسع السريع للغاية في الناتج المحلي الإجمالي الصيني هو الذي أدى إلى نمو القطاع المالي خاصة وأن تطور اقتصاد السوق، الذي شجعت الإصلاحات، قد دعم مستوى التمويل ومديونية الفاعلين الاقتصاديين، وهكذا بين عامي 1985 و2002، ارتفعت ديون وكلاء القطاع الخاص من 65% إلى 116% من الناتج المحلي الإجمالي. وفي وقت لاحق، ومع الأزمة الآسيوية عام 1997، والزيادة الحادة في القروض المتعثرة التي أعقبت ذلك، وانضمام الصين إلى منظمة التجارة العالمية في عام 2001، اضطرت بكين إلى السيطرة على هذا التوسع وبذلك بين عامي 2002 و2008، تقلص الدين الوكلاء¹.

ثانياً - سوق رأس المال:

شهدت الأسواق المالية الصينية تطوراً منذ التسعينيات حيث تعد شنغهاي وشننتشن على التوالي ثالث وسادس أكبر قيمة سوقية في العالم، فتاريخياً اعتمدت الصين في تمويل اقتصادها على بنوكها العامة الضخمة، لمواجهة التحديات، فالحاجة إلى أسواق رأس المال الحديثة والفعالة جعل هذا النظام الاشتراكي ذو الخصائص الصينية، يطور إمكانيات الاستثمار للأسر والشركات لأنها مسألة استقرار اقتصادي ومالي، نظراً لارتفاع مستوى الادخار وسرعة تطور الأسواق المالية، إلا أنها لا تزال غير مكتملة ويتسم عملها بتشوهات مرتبطة بالحضور الكبير للدولة، وهيكل غير فعالة

¹ Camille Macaire - Le développement financier chinois : des précautions d'hier aux dangers d'aujourd'hui - Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2020 P 104-105

ويجري تصحيح هذه الاتجاهات من خلال الإصلاحات الهيكلية والاحترازية بما في ذلك فتح الأسواق على المستوى الدولي فعلى الرغم من أن ضوابط رأس المال لا تزال سارية، فإن انفتاح الأسواق يتقدم، وإن كان بطريقة حذرة ومحدودة حيث لا تزال هونج كونج، تلعب دوراً رئيسياً في وصول المستثمرين الدوليين إلى الأسواق الصينية وكذلك وصول الصينيين إلى الأسواق الدولية في الوقت نفسه، كما أصبح البر الرئيسي للصين متاحاً بشكل متزايد للمستثمرين الأجانب¹، حيث وضع قادة الصين الاستقرار المالي أولوية، أمر إيجابي بالنسبة للصين وللعالم لحجم وأهمية سوق الصين الذي يضم أكبر البنوك وثاني أكبر بورصة في العالم، فالنظام المالي متغلغل في كل جوانب النشاط الاقتصادي ويساهم في تيسير النمو الاقتصادي السريع وتحقيق خفض حاد في معدلات الفقر²،

الفرع الثالث: سياسة تخفيض قيمة العملة في الصين

مرت سياسة تخفيض قيمة العملة في الصين بعدة مراحل وكانت تهدف الى تحقيق اقتصادية وسياسية متعددة،

أولاً- مراحل تطور سعر صرف اليوان الصيني

مر نظام سياسة سعر الصرف في الصين بعدة مراحل، اعتمدتها السلطات النقدية وكان ذلك حسب أهدافها الاقتصادية وتمثلت هذه النظم في ثلاث مراحل قبل سنة 2016³:

1- المرحلة الأولى: 1981-1993:

تم خلالها اعتماد نظام سعر الصرف المزدوج حيث كانت 80 % من المعاملات بالنقد الأجنبي تتم عبر سعر السوق ومع نهاية عام 1993 بلغ 8.7 يوان مقابل دولار واحد، أما 20 % من باقي المعاملات فكانت تتم من خلال سعر الصرف الرسمي الذي بلغ 5.7 يوان مقابل الدولار،

¹ Thomas CARRÉ, Zilan HUANG, Florian SURRE - Évolution des marchés financiers chinois - Direction générale du Trésor - ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique - n° 319 Décembre 2022

p 1-2

² راتنا ساهاي، جيمس والش - تحسين الاستقرار المالي في الصين - مدونة صندوق النقد الدولي - رؤى وتحليلات في شؤون الاقتصاد والتمويل 2017-12-06 الموقع الالكتروني <https://blogs.imf.org/> :IMFBlog

³ علا السيد السيد - الدروس المستفادة من تجربة الصين في التعامل مع سعر الصرف - المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية - المجلد 12- عدد 01- 2021- ص 235-236

2- المرحلة الثانية: 1994-2005:

تم خلالها الإبقاء على العلاقة مستقرة بين اليوان والدولار من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية والتوسع في الصادرات وكانت المرحلة على فترتين الأولى من سنة 1994 إلى سنة 1997 تميزت بتوحيد سعر الصرف حيث بلغ 8.7/ دولار والفترة الثانية من سنة 1998 إلى سنة 2005 نتيجة للأزمة المالية الآسيوية وظل سعر الصرف ثابت عند مستوى 8.28 يوان/دولار.

3- المرحلة الثالثة 2005-2016:

أعلن البنك الصيني في 2005.07.21 تبني نظام أكثر مرونة التعويم المدار لسعر الصرف كتغيير في السياسة النقدية تتمثل في سعر صرف من خلال سلة عملات مع أوزان نسبية غير معلنة تتحرك في حدود نسبة $(+/-) 3\%$ خلال أي يوم يزيد من مرونة سعر الصرف، وكانت هذه السياسة قادرة على الدفاع عن اليوان في ظل الأزمات المالية المختلفة خلال تلك الفترة.

الفرع الثالث - أسباب وأهداف سياسة الصين في تخفيض قيمة العملة

تبني الصين لسياسة تخفيض قيمة العملة أو التحكم في سعر الصرف يرجع لعدة أسباب ولتحقيق أهداف متعددة،

أولاً- أسباب سياسة الصين في تخفيض العملة:

يعد تخفيض قيمة العملة أو السماح بانخفاضها إحدى السياسات النقدية التي تلجأ إليها الدول لتعزيز القدرة التنافسية لصادراتها في الأسواق الدولية، خاصة في أوقات التوترات التجارية أو تباطؤ النمو الاقتصادي. ففي حالة الصين، جاء انخفاض قيمة اليوان خلال عام 2019 متزامناً مع تصاعد الحرب التجارية مع الولايات المتحدة، الأمر الذي ساهم في التخفيف من الآثار السلبية للرسوم الجمركية الأمريكية على الصادرات الصينية، إذ أدى انخفاض سعر الصرف إلى تقليل الأسعار النسبية للسلع الصينية في الأسواق العالمية، مما ساعد على الحفاظ على تنافسية المنتجات الصينية ودعم النشاط الاقتصادي¹،

¹ International Monetary Fund. (2019). People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China. IMF Country Report No. 19/266.

- 1- يعتمد بنك الشعب الصيني نظام سعر صرف مدار، حيث يتدخل في سوق الصرف للحفاظ على استقرار اليوان مع السماح بقدر من المرونة ويساعد انخفاض قيمة اليوان على تعزيز القدرة التنافسية للصادرات الصينية من خلال خفض أسعارها في الأسواق العالمية، مما يخفف من آثار التوترات التجارية ويدعم النمو الاقتصادي، فهي تستخدم خفض سعر العملة المحلية ليكون سلاحاً ضد الحرب التجارية الواقعة بينها وبين الولايات المتحدة¹،
- 2- اتخذت الحكومة الصينية وخلال العقد الماضي خطوات لتعزيز استخدام اليوان في التجارة والاستثمار الدوليين، وإحدى الأدوات الرئيسة في استراتيجيتها المالية استخدام اتفاقيات مبادلة العملات لتعزيز المكانة الدولية لعملتها حيث تسمح الاتفاقيات للبنوك المركزية الأجنبية استخدام اليوان، لتقليل اعتمادها على الدولار، وعلى الرغم من أن تلك الترتيبات عدت تطوراً إيجابياً بالنسبة للتنويع المالي العالمي، فإن خبراء يحذرون من أنها توجد نوعاً من الاعتماد على اليوان، ما يفقد عديداً من الاقتصادات النامية استقلاليتها ويجعلها تدور في المدار الاقتصادي للصين²،
- 3- منذ سنوات تسعى بكين إلى التخلص من هيمنة العملات الغربية وخاصةً الدولار الأمريكي، بتكثيف الاعتماد على عملتها المحلية في التبادل التجاري، ولا سيما بعد العقوبات التي فرضتها الولايات المتحدة على روسيا³،

ثانياً - أهداف الصين من سياسة تخفيض العملة:

تنتهج الصين سياسة تخفيض العملة من أجل تحقيق أهداف اقتصادية وتجارية في ظل المنافسة التجارية مع الدول الصناعية الكبرى خاصة الولايات المتحدة الأمريكية في منافسة من أجل الهيمنة على الاقتصاد والتجارة العالمية، تتمثل أهم هذه الأهداف فيما يلي:

¹ International Monetary Fund. (2019). People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation (IMF Country Report No. 19/266). International Monetary Fund.

2 هشام محمود - هل يفقد فخ اليوان الصيني الدول النامية استقلاليتها؟ الموقع الإلكتروني الاقتصادية - https://www.aleqt.com/2024/02/27/article_2703856.html

تاريخ النشر 27 فبراير 2024

3 أسماء الخولي - التحولات ضد الصدمات: هل تمهد الصين لحرب تجارية بتخزين السلع والمعادن الاستراتيجية؟ الموقع الإلكتروني المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة تاريخ النشر

05 يونيو، 2024

1- تحقيق فائض في الميزان التجاري:

فالبنك المركزي الصيني يتدخل للقيام بتخفيض قيمة اليوان عندما سجل انخفاض قيمة الصادرات مقابل الواردات أي بعد أن كان هناك عجز في الميزان التجاري، وكان هذا الإجراء من الرفع من تنافسية السلع الصينية ليؤدي ذلك إلى انخفاض في حجم الواردات للتغير في الكلفة بسبب هذا الانخفاض¹،

2- معالجة اختلال ميزان المدفوعات:

تخفيض قيمة العملة من الوسائل المتاحة للدول التي تعرف عجز في ميزان المدفوعات من أجل تخفيض أسعار المنتجات المحلية بالنسبة لأسعار منتجات الدول الأخرى دون اللجوء إلى سياسات أخرى (انكماشية، تخفيض مستوى الدخل القومي) لتخفيض مستوى الأسعار، فزيادة الصادرات ونقصان في الواردات يعالج العجز في ميزان المدفوعات ويعيد التوازن حيث يترتب على تخفيض سعر الصرف أن تصبح كافة المدفوعات التي يتعين على المقيمين في الدولة المخفضة إجراؤه بالنقد الأجنبي أكثر تكلفة لهم، في حين تصبح المدفوعات التي يتعين على غير المقيمين إجراؤه بنقد هذه الدولة أقل تكلفة لهم²،

3- المنافسة في التجارة الخارجية:

من خلال تنامي حجم الصادرات ومعدل النمو الاقتصادي استطاعت الصين زيادة حظوظ عملتها لتتحول من عملة محلية لتسوية المدفوعات المحلية والإقليمية إلى مجابهة العملات الرئيسية كالดอลลาร์ واليورو، ذلك بالسعي لجعل اليوان يلعب دورا مهما وفعالا في المحيط الآسيوي والعالم، فقد أصبحت الأسواق الصينية تحتل المراتب الأولى عالميا عن طريق ثمن السلع التي تمكنت من منافسة السلع العالمية بفضل الإصلاحات التي قامت بها³،

¹ علا السيد السيد - مرجع سابق

² سهام السيد جمعة جاد الحق - تأثير سياسة تخفيض سعر الصرف على ميزان المدفوعات - رسالة ماجستير في القانون - جامعة المنصورة 2007 - ص 19-20

³ عليوة علي - قياس فعالية سياسة تخفيض سعر الصرف الاسمي لليوان مقابل الدولار في دعم صادرات الصين دراسة قياسية خلال الفترة (2000-2020) - الافاق للدراسات الاقتصادية - المجلد 07 العدد 02 - سنة 2022 ص 75

4- الهيمنة الدولية:

أثار البروز الصيني مخاوف العديد من القوى الكبرى خاصة الولايات المتحدة الأمريكية باعتباره تهديد لهيمنتها على النظام الدولي، وترفض الصين الهيمنة الأمريكية على الشؤون العالمية، وتفضل نظام متعدد الأطراف بدلا من نظام أحادي القطبية لتحقيق التنمية السياسية والاقتصادية على مستوى الدولي وأصبحت أكثر حزما في المطالبة بتحسين أوضاعها على المستوى الدولي، فقد عبرت عن أهدافها المستقبلية الطموحة بعد إعلانها عن «مشروع الصين الأعظم»¹،

المطلب الثاني: أثر سياسة تخفيض العملة على استقرار النظام المالي في الصين

لدراسة أثر سياسة تخفيض قيمة العملة المطبق في الصين نقوم بتقدير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان لدراسة تأثيرها على السوقيين النقدي ورأس المال،

الفرع الأول: المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان للصين

نقوم أيضا بحساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المرجح بالأوزان عبر المراحل التالية:

1- دراسة الخصائص الهيكلية للسلاسل الزمنية:

سنقوم بدراسة الخصائص الهيكلية للسلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة والمتمثلة في البيانات السنوية للمؤشرات الفرعية للنظام المالي في الصين وتمتد فترة الدراسة من 2000 إلى غاية 2021، تتمثل في المؤشرات التي تتوفر البيانات الإحصائية حولها، (الملحق 9)

1- 1 تحديد نقاط التغير:

الهدف هو تحديد عدد نقاط التغير من خلال إتباع أسلوب change point analysis بالإستعانة ببرمجية Oxmetric7، والغاية من تحديد عدد نقاط التغير الإعتماد عليها في تقدير الأوزان النسبية نلخص النتائج في الجدول التالي:

¹ سالم حسين، رحموني سارة - ملامح بروز الصين كقوة اقتصادية في النظام الدولي - مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية - المجلد 07- العدد 02- ديسمبر 2022 ص 1079

الجدول 8: نقاط التغير لمؤشرات النظام المالي للصين للفترة 2000-2021

sub-indicators		indicators	number of change point	amount of change in means
FSI	1	BCTA Bank capital to total assets (%)	6	7
	2	BNPLGL Bank non-performing loans to gross loans (%)	3	4
	3	BCBD Bank credit to bank deposits (%)	5	6
	4	BRCR Bank regulatory capital to risk-weighted assets (%)	6	7
	5	LADSTF Liquid assets to deposits and short term funding (%)	3	4
	6	DMBA Deposit money banks' assets to GDP (%)	4	5
	7	CBA Central bank assets to GDP (%)	3	4
	8	BD Bank deposits to GDP (%)	1	2
	9	B Z-score Bank Z-score	4	5
FVI	1	INF Inflation, consumer prices (annual %)	5	6
	2	BM Broad money (% of GDP)	5	6
	3	BLRBA Broad money to total reserves ratio	1	2
	4	STD Short-term debt (% of total reserves)	5	6
	5	LL Liquid liabilities to GDP (%)	2	3
	6	ER Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	5	6
	7	PCDMB Private credit by deposit money banks to GDP (%)	7	8
	8	CAB Current account balance (% of GDP)	5	6
	9	BC Bank concentration (%)	3	4
FDI	1	MCDC Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	4	5
	2	S&P S&P Global Equity Indices (annual % change)	2	3
	3	FSD Financial system deposits to GDP (%)	3	4
	4	IRS Interest rate spread	3	4
	5	STTV Stocks traded, total value (% of GDP)	5	6
WEI	1	WGSP gdp growth	3	4
	2	WINF Inflation, consumer prices (annual %)	2	3

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج 7oxmetric

يظهر الجدول السابق نتائج دراسة نقاط التغير في السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة من خلال إجراء تحليل change point analysis حيث يظهر العمود الثالث عدد نقاط التغير number of change point في السلسلة في حين يظهر العمود الرابع عدد مرات التغير في المتوسط amount of change in means وتحسب وفق الصيغة التالية: عدد مرات التغير في المتوسط = عدد نقاط التغير + 1.

نلاحظ من النتائج أن السلاسل تتباين في عدد مرات التغير في المتوسط، فالسلاسل ذات التغيرات الكبيرة تكون ذات حساسية أكبر للتغيرات الاقتصادية أي أن السلسلة عرفت العديد من التغيرات الهيكلية خلال فترة الدراسة، ونتيجة لهذا فالمتغيرات ذات التغيرات الكبيرة يكون لها تأثير أكبر على المؤشر التجميعي بالتالي تحصل على وزن نسبي أكبر، استنادا إلى هذه النقطة سنقوم بحساب الأوزان النسبية،

1-2 تقدير الأوزان النسبية للمؤشرات الفرعية:

سنقوم بتقدير الأوزان النسبية استناداً لمعيار عدد نقاط التغير في السلسلة الزمنية، يتم ترجيح باستخدام نتائج CPA ويتم إجراء CPA باستخدام القيمة الأصلية لمعرفة التغيرات التي تحدث في القيمة.

نلخص النتائج في الجدول التالي:

الجدول 9: أوزان المؤشرات الفرعية للنظام المالي للصين للفترة 2000-2021

Sub-indicators	Indicators	Number of change point	Amount of change in means	In-weight	Amount of change in means sub index	Weighting sub index
FSI	1 BCTA Bank capital to total assets (%)	6	7	0.159	4.889	0.271
	2 BNPLGL Bank non-performing loans to gross loans (%)	3	4	0.091		
	3 BCRD Bank credit to bank deposits (%)	5	6	0.136		
	4 BRCR Bank regulatory capital to risk-weighted assets (%)	6	7	0.159		
	5 LAOSTF Liquid assets to deposits and short-term funding (%)	3	4	0.091		
	6 DIMBA Deposit money banks' assets to GDP (%)	4	5	0.114		
	7 CBA Central bank assets to GDP (%)	3	4	0.091		
	8 BD Bank deposits to GDP (%)	1	2	0.045		
	9 BZ-score Bank Z-score	4	5	0.114		
FVI	1 INF Inflation, consumer prices (annual %)	5	6	0.136	5.222	0.290
	2 BM Broad money (% of GDP)	5	6	0.136		
	3 BURBA Broad money to total reserves ratio	1	2	0.045		
	4 STD Short-term debt (% of total reserves)	5	6	0.136		
	5 LL Liquid liabilities to GDP (%)	2	3	0.068		
	6 ER Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	5	6	0.136		
	7 PCDMB Private credit by deposit money banks to GDP (%)	7	8	0.162		
	8 CAI Current account balance (% of GDP)	5	6	0.136		
	9 BC Bank credit ratio (%)	3	4	0.091		
FDI	1 MDC Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	4	5	0.114	4.400	0.244
	2 S&P S&P Global Equity Indices (annual % change)	2	3	0.068		
	3 FSD Financial system deposits to GDP (%)	3	4	0.091		
	4 IRS Interest rate spread	3	4	0.091		
	5 STTV Stocks traded, total value (% of GDP)	5	6	0.136		
WEI	1 WGP GDP growth	3	4	0.091	3.5	0.194
	2 WINF Inflation, consumer prices (annual %)	2	3	0.068		
				SCWWE	18.011	1.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel و7metricox

2- تطبيع البيانات وفق طريقة min_max:

تم تطبيع بيانات باستخدام طريقة التطبيع الدنيا والقصى min_max التي تنتج قيماً تتراوح من 0 إلى 1 ونتائج تطبيع البيانات في الملحق رقم 10

3- حساب المؤشر التجميعي الخاص بكل فترة t:

سنقوم في هذه الخطوة بحساب المؤشر التجميعي الخاص بكل فترة t مع مراعاة الأوزان النسبية ونوع تأثير المؤشر الفرعي على المؤشر التجميعي (موجب + أو سالب - الملحق 11) وفق الصيغة التالية:

$$AFSI_t = w_1 * FSI_t + w_2 * FVI_t + w_3 * FDI_t + w_4 * WEI_t$$

حيث:

AFSI_t: المؤشر التجميعي لاستقرار النظام المالي للفترة t

FSI_t: مؤشرات السلامة المالية للفترة t

FVI_t: مؤشرات الضعف المالي للفترة t

FDI_t: مؤشرات تطور السوق المالي للفترة t

WECI_t: مؤشرات المناخ الاقتصادي العالمي للفترة t

W_t: الأوزان النسبية لكل مؤشر فرعي i

النتائج ملخصة في الجدول التالي:

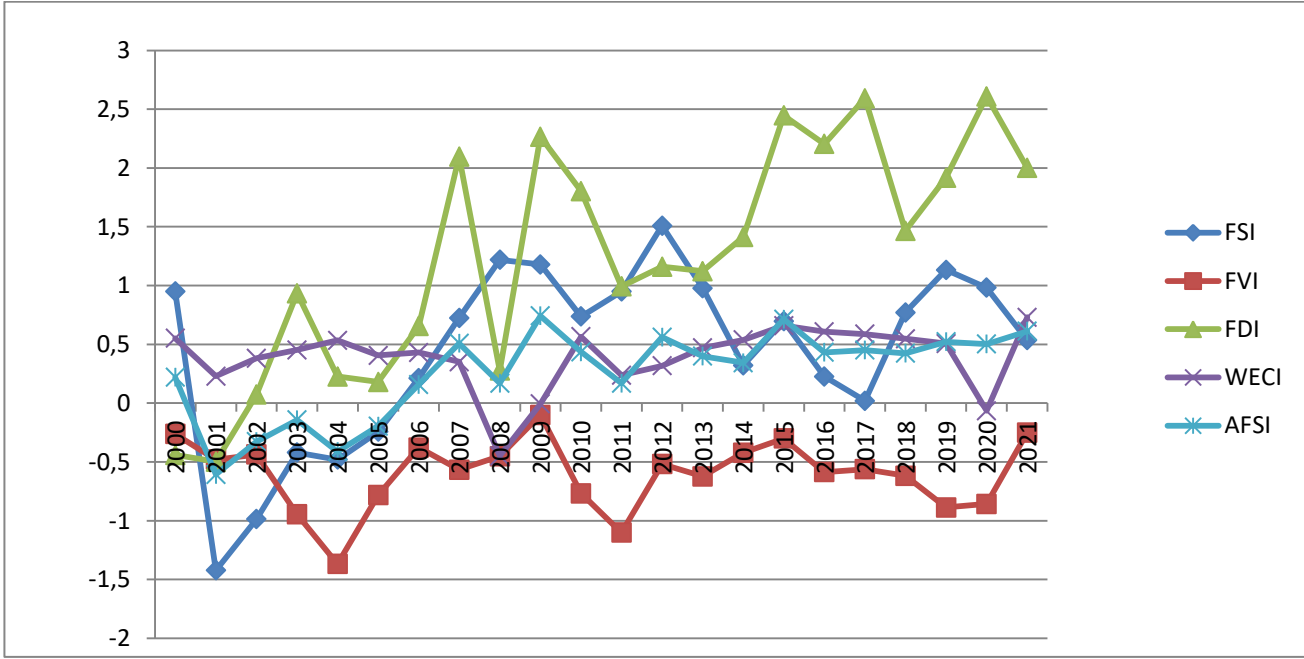
الجدول 10: قيم المؤشر التجميعي الخاص بالصين من 2000 إلى 2021

YEAR/indicators	FSI	FVI	FDI	WECI	AFSI
2000	-0.944720541	-0.10046293	-0.44032177	0.55153452	-0.28595229
2001	-0.404489475	-0.81923018	-0.49758033	0.22840015	-0.4244968
2002	0.135030448	-0.71870707	0.07284633	0.38133916	-0.0798334
2003	0.204105826	-1.12624618	0.93421741	0.45262976	0.04503352
2004	0.58414948	-1.22553855	0.22680254	0.53414073	-0.03757508
2005	-0.166072772	-0.8433028	0.18052309	0.40554105	-0.16668215
2006	0.940747051	-0.30886733	0.65528018	0.43086945	0.40960881
2007	2.307376909	-0.0905118	2.09689073	0.35159572	1.1806457
2008	2.187693573	0.25546125	0.27652178	-0.44880472	0.64823017
2009	3.002107305	0.34356266	2.26531889	-0.00639269	1.466659
2010	3.055933437	0.20880039	1.80247941	0.56581903	1.44032186
2011	2.501641278	0.10766091	0.99232853	0.23653236	0.99863824
2012	2.32366606	-0.2834026	1.15993485	0.31678039	0.89348172
2013	2.207012625	-0.36493157	1.12159388	0.46966868	0.85852223
2014	2.492763543	0.63045683	1.41401434	0.53792017	1.30939247
2015	3.228505953	1.19532872	2.44630839	0.65964946	1.94871982
2016	3.282780925	1.10756436	2.20394078	0.60757342	1.86867676
2017	3.535235869	0.75635932	2.5926229	0.58689844	1.92630743
2018	3.512948315	0.41664153	1.46559109	0.54803103	1.53887886
2019	3.669074569	0.37483033	1.91660391	0.50671384	1.67128505
2020	3.744709467	0.70605143	2.60944255	-0.06569115	1.84587469
2021	3.054694556	0.92119879	2.00022212	0.73047659	1.72684585

المصدر: من اعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الفرع الثاني: تحليل تغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي للصين AFSI (2000-2021)

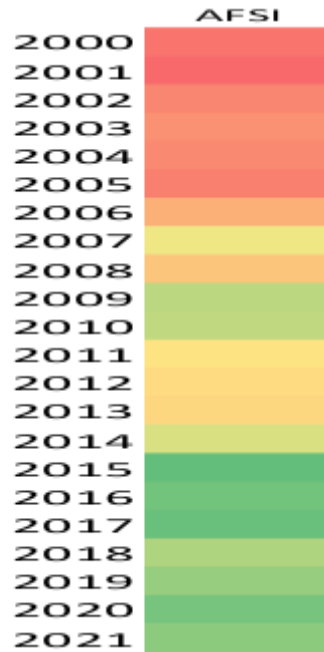
المنحنى 3: تغيرات قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي الخاص بالصين للفترة 2000-2021:



المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

نلاحظ من المنحنى وجدول البيانات لقيم متغيرات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI الخاص بالصين للفترة من سنة 2000 إلى سنة 2021 أن القيم كانت تأخذ قيم متغيرة بين سلبية إلى القريبة من الصفر من سنة 2000 إلى سنة 2005 تشير إلى عدم استقرار النظام المالي للصين، وإلى قيم موجبة بشكل تصاعدي بعد هذه الفترة تدل على التحسن والتأثير الإيجابي باستثناء سنة 2008 التي عرف فيها العالم الأزمة المالية العالمية وتأثر الاقتصاد الصيني بها.

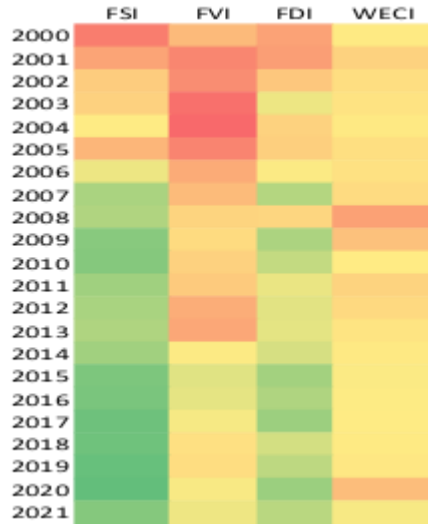
الشكل 14: الخريطة الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI الخاص بالصين



المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الخريطة الحرارية تظهر أن المؤشر التجميعي للاستقرار المالي الخاص AFSI بالصين بدأ في التحسن ابتداء من سنة 2006 حيث تميز قبلها من سنة 2000 إلى 2005 بتذبذب وقيم متدنية تدل على عدم الاستقرار تعكسه الألوان التي تميل إلى اللون الأحمر، أما بداية من سنة 2006 تغير اللون الذي يميل إلى الأخضر يعكس ارتفاع قيم المؤشر إلى الأفضل ودليل على الاستقرار، تزامن مع قيام الصين تبني سياسة التعويم المدار لسعر الصرف الذي تمت الإشارة إليه ابتداء من سنة 2005 وعلى التأثير الإيجابي على الاستقرار المالي للصين ويظهر تأثير المؤشرات الفرعية على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي من خلال الخريطة الحرارية لهذه المؤشرات،

الشكل 14: الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية الخاصة بالصين



المصدر: من اعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

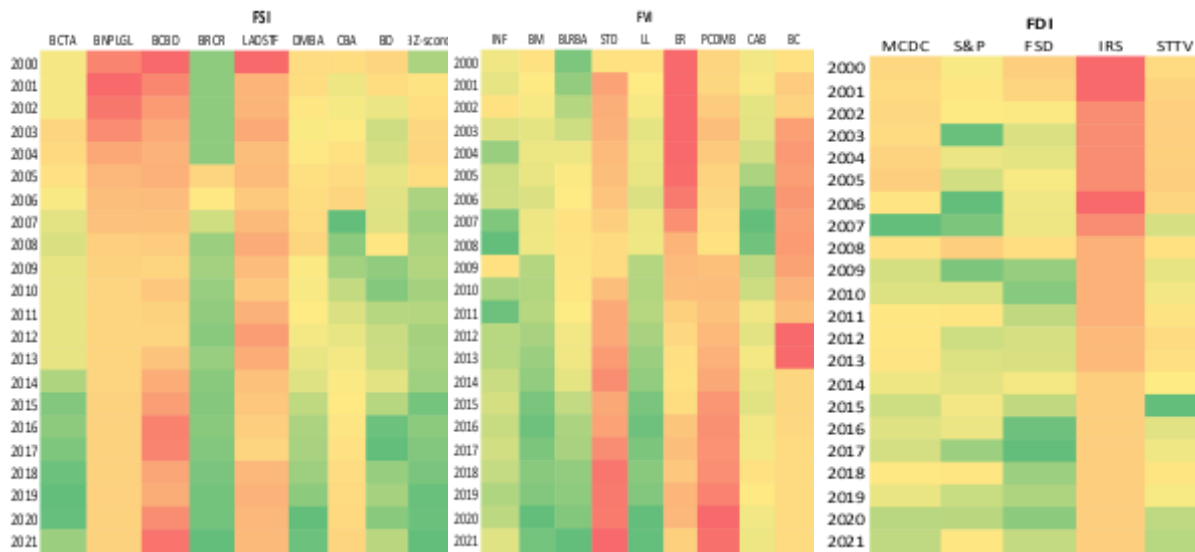
من خلال الخريطة الحرارية للمؤشرات الفرعية يظهر أن الفترة الزمنية من سنة 2000 إلى غاية سنة 2021 عرفت عدة تغيرات من استقرار إلى عدم استقرار للنظام المالي الصيني، والتباين في الألوان لهذه المؤشرات يبين تأثيرها، وبما أن اللون الأخضر يدل على الاستقرار والتحسين واللون الأحمر يدل على عدم الاستقرار والتأثير السلبي، يتأكد أن النظام المالي الصيني في الفترة من سنة 2000 إلى سنة 2005 عرف حالة من عدم الاستقرار يعكسه اللون الأحمر والأصفر الغالبين في تلك الفترة لكل المؤشرات خصوصا مؤشر الهشاشة المالية FVI الذي تميز باللون الأحمر ما يشير إلى أنه المصدر الأول لعدم الاستقرار لقيمه السلبية خلال تلك الفترة فيما باقي المؤشرات مؤشري FSI و FDI كان تأثيرها أقل لتمييزها باللون الوسط تدل على التأثير المتوسط أما بداية من تلك الفترة إلى غاية 2021 فتميزا باللون الأخضر والفتح بين الأحمر والأخضر تدل على التحسن الذي عرفه إضافة إلى المؤشر المتعلق بالمناخ الاقتصادي العالمي الذي تميز بلون وسط يرجع ذلك إلى الأوضاع الدولية السائدة تلك الفترة.

المطلب الثالث: تحليل أثر سياسة تخفيض العملة على استقرار السوق المالي الصيني

بعد تحديد أهم المؤشرات التي أثرت سواء بالسلب أو بالإيجاب على الاستقرار المالي للصين ومراحل تغيرات قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، سنقوم بتحليل مساهمة وآليات تأثير تخفيض العملة في ذلك، وتعد سياسة تخفيض قيمة العملة في الصين أداة هامة في السياسة النقدية، تهدف إلى تعزيز الصادرات وتحفيز النمو الاقتصادي، لكن لها تأثيرات متباينة على السوق النقدي وسوق رأس المال، تتجلى من خلال مؤشرات متعددة.

فيما يلي تحليل تأثير هذه السياسة على المؤشرات المحددة خلال الفترة من 2000 إلى 2021:

الشكل 15: الخريطة الحرارية لمؤشرات المؤشرات الفرعية الخاصة بالصين



المصدر: من إعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج Excel

الفرع الأول: مؤشرات السوق النقدي

1- نسبة القروض المتعثرة لدى البنوك إلى إجمالي القروض (%) BNPLGL

تلاحظ من الخريطة الحرارية أن هذا المؤشر عرف تحسن، بدا هذا الانخفاض بالتدريج لكن ابتداء من سنة 2008 كان هذا الانخفاض بشكل واضح وقد يكون ذلك راجع لتأثر هذه النسبة بشكل

مباشر بالسياسات النقدية المطبقة، أما سياسة سعر الصرف، فكان لها تأثير غير مباشر من خلال دعم الصادرات واستقرار الاقتصاد الكلي، يساهم في تقليل مخاطر التعثر البنكي في بعض الفترات، خصوصًا عند الحفاظ على استقرار اليوان مقابل الدولار،

2- نسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع المصرفية(%) BCBD

يلاحظ تميز هذا المؤشر من خلال الخريطة الحرارية باللون الأحمر خلال كامل الفترة 2000-2021، تقريبًا باستثناء بعض الفترات يعكس ارتفاعًا في نسبته ويرجع إلى توسع في الإقراض البنكي وارتباط بسياسات نقدية ميسرة مثل خفض الاحتياطي الإلزامي وتسهيل الإقراض، وهذا يؤثر بالسلب على السلامة المالية والسوق النقدي، لكنه يحفز الاستثمار المحلي والأجنبي ويعزز فائض الميزان التجاري بواسطة التصدير،

3- نسبة رأس المال التنظيمي المصرفي إلى الأصول المرجحة بالمخاطر (%) BRCR

نلاحظ تميز هذا المؤشر باستقرار بشكل عام خلال الفترة 2000-2021، باستثناء بعض الفترات وارتفعت بشكل عام بعد الأزمة المالية العالمية 2008 وهي الفترة التي اعتمدت فيها الصين على ضبط سعر الصرف للسيطرة على التضخم وتعزيز الصادرات، بينما استخدمت التيسير الكمي بشكل محدود لتوفير السيولة في أوقات الضغوط الاقتصادية، وهذا الاستقرار يظهر من خلال اللون الأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي،

4- نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل(%) LADSTF

في الفترة 2000-2021، يلاحظ استقرار نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل يظهر من خلال عدم التغير الواضح للون، مما يعكس عدم التأثير الكبير للسياسات التي تبنتها الصين خلال هذه الفترة،

5- نسبة أصول البنوك النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي(%) DMBA

نلاحظ أن هذا المؤشر عرف استقرار من بداية الفترة إلى سنة 2011 يظهر من خلال اللون الموحد ليتغير بعدها إلى اللون الأخضر الذي يدل على التحسن والتأثير الإيجابي وهذه الفترة مرتبطة بتيسير نقدي نسبي وسيطرة على سعر الصرف،

6- نسبة أصول البنوك المركزية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) CBA

تلاحظ خلال الفترة 2000-2021، ان نسبة أصول بنك الصين المركزي إلى الناتج المحلي الإجمالي ظلت منخفضة نسبياً، ومستقرة عموماً يظهر من خلال اللون في الخريطة الحرارية مما يعكس اعتماد البنك على أدوات إدارة السيولة وسعر الصرف بدلاً من توسيع ميزانيته بشكل كبير،

7- نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) BD

بين 2000 و 2021، يلاحظ ارتفاع نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الصين ويظهر من خلال الخريطة الحرارية التي تميزت باللون الأخضر يعكس الارتفاع في تراكم المدخرات نتيجة السياسات النقدية كإدارة سعر الصرف لتشجيع الإقراض والتوسع الائتماني، وتخفيض أسعار الفائدة،

8- نسبة Z-score للبنوك

نلاحظ من هلال الخريطة الحرارية واللون الأخضر تحسن ملحوظ ابتداء من سنة 2006 وهي السنة التي أعقبت اتخاذ الصين لسياسة سعر صرف جديدة وهذا يعكس مستوى الاستقرار المالي والسياسات المتبعة مثل تغييرات سعر الفائدة والسياسات التيسيرية والتحكم في سعر الصرف، كان لها تأثير مباشر على استقرار البنوك،

9- الديون قصيرة الأجل (%) من إجمالي الاحتياطيات) STD

تلاحظ تقلبات لهذا المؤشر متأثرة بالسياسات النقدية المتبعة، لا سيما سعر الصرف والتيسير الكمي وقد يكون هذا التوجه انعكس على مستوى الديون قصيرة الأجل، حيث ارتفع متوسطها كنسبة من إجمالي الاحتياطيات في بعض الفترات لضمان توافر السيولة، بينما شهدت فترات أخرى تراجعاً يظهر من خلال اللون الأحمر الغالب الذي يدل على التأثير،

10- النقود بمعناها الواسع (% من الناتج المحلي الإجمالي) BM

نلاحظ الارتفاع الملحوظ في نسبة هذا المؤشر خلال الفترة 2000 - 2021، بدأت بشكل واضح بعد سنة 2008 وتظهره الخريطة الحرارية ما يعكس توسعا سريعا في المعروض النقدي مرتبطا بسياسات نقدية بعد الأزمة العالمية كخفض أسعار الفائدة وتأثير التيسير النقدي والسيطرة على سعر الصرف،

11- نسبة احتياطات السيولة المصرفية إلى أصول البنوك (%) BLRBA

الخريطة الحرارية لهذا المؤشر خلال الفترة من 2000 إلى 2021، تظهر استقرار وقيم ايجابية حسب اللون الأخضر المميز له مع بعض الانخفاض في الفترة 2004 - 2014 التي شهدت فيها الصين توسع اقتصادي سريع، مع زيادة كبيرة في الإقراض المصرفي للاستثمار الصناعي والعقاري هذا أدى إلى انخفاض نسبة الاحتياطات إلى الأصول لأن البنوك ضخت سيولتها في تمويل القروض بدلاً من الاحتفاظ بها ملحوظة في المؤشرات الاقتصادية تحت تأثير سياساتها النقدية المختلفة، بما في ذلك إدارة سعر الصرف والتيسير الكمي،

12- الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) LL

نلاحظ من خلال الخريطة الحرارية تطور هذا المؤشر بشكل ملحوظ خلال الفترة 2000-2021 ما يعكس توسعا كبيرا في حجم السيولة والائتمان في الاقتصاد خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 يعود هذا التطور أساسا إلى السياسات النقدية التوسعية التي انتهجها البنك المركزي الصيني مثل خفض أسعار الفائدة وتخفيض نسب الاحتياطي الإلزامي لتشجيع الإقراض إلى جانب لعب نظام سعر الصرف المدار دورا مهما إذ حافظت الصين على استقرار نسبي لليوان مقابل الدولار لدعم الصادرات أدى إلى تراكم احتياطات نقدية ضخمة وتوسيع القاعدة النقدية، كما ساهمت السياسات المالية التحفيزية في زيادة الإنفاق العام على البنية التحتية ودعم القطاعات الإنتاجية، ما عزز تدفق السيولة في النظام المالي،

11- سعر الصرف الرسمي (عملة محلية مقابل دولار أمريكي) ER

شهد سعر الصرف الرسمي في الصين خلال الفترة 2000-2021 تغيرات ملحوظة نتيجة السياسات النقدية والإصلاحات الاقتصادية فبعد سنة 2000 حافظت الصين على نظام ربط اليوان بالدولار الأمريكي ضمن نطاق ثابت نسبياً لدعم الاستقرار التجاري لكن في عام 2005، بدأت سياسة تحرير تدريجي لسعر الصرف، بتعويم مُدار لليوان بدلاً من الارتباط الثابت بالدولار ومع الأزمة المالية العالمية 2008، أعادت تثبيت سعر الصرف مؤقتاً لدعم الصادرات وتحفيز النمو الاقتصادي، هذه التغيرات تظهر من خلال الخريطة الحرارية بتغيرات اللون بداية بالأحمر الذي يدل على التأثير السلبي إلى الفاتح الذي يدل على تحول التأثير إلى الإيجابي،

12- ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) FSD

يلاحظ من خلال الخريطة الحرارية أن هذا المؤشر عرف في بداية سنوات 2000 قيم إيجابية لكن ضعيفة ثم قيم مرتفعة ابتداء من سنة 2008 تظهر من خلال التدرج في الألوان إلى اللون الأخضر الذي يدل على التأثير الإيجابي نتيجة لتأثير السياسات النقدية وسياسة سعر الصرف والسياسات الاقتصادية الأخرى، فقد تبنت السلطات الصينية سياسة نقدية توسعية في معظم هذه السنوات لدعم النمو، ما زاد من السيولة ورفع حجم الودائع المصرفية كما حافظت الصين على نظام سعر صرف مدار، حيث تم ربط اليوان بالدولار الأمريكي حتى عام 2005، ثم اتجهت تدريجياً نحو مرونة أكبر في سعر الصرف، مما ساعد في استقرار الصادرات وجذب التدفقات المالية إلى النظام المصرفي،

13- فارق أسعار الفائدة (سعر الإقراض مطروحاً منه سعر الودائع %) IRS

في الفترة 2000-2021 شهدت الصين تغيرات واضحة في فارق أسعار الفائدة في بداية الفترة، حافظ بنك الشعب الصيني على فارق مرتفع لدعم البنوك وتشجيع الإقراض، ثم بدأ تدريجياً تحرير أسعار الفائدة مع إصلاحات القطاع المالي وبعد أزمة 2008 خُفّضت الفوائد لتحفيز النمو، كما أثر تحول نظام سعر الصرف من الربط بالدولار إلى مرونة أكبر بعد 2005 في منح السياسة النقدية حرية أوسع وهذه التغيرات تظهر من خلال اللون الغالب على هذا المؤشر بعد أن كان بالأحمر والتأثير السلبي على السوق المالي أصبح بلون فاتح يدل على التأثير الإيجابي.

الفرع الثاني: مؤشرات سوق رأس المال

1- رأس مال البنك إلى إجمالي الأصول (%) BCTA

من خلال الخريطة الحرارية نلاحظ ارتفاع مستمر للمؤشر في الفترة 2000-2021 بداية تميز بلون فاتح يدل على القيم الضعيفة والتأثير المتوسط لترتفع بشكل ملحوظ ابتداء من سنة 2014 حيث تميزت بلون أخضر على التأثير الإيجابي ويرجع ذلك إلى أن القطاع المصرفي الصيني كان يعاني من ضعف كفاية رأس المال وارتفاع القروض المتعثرة، في مطلع الألفية ومع الإصلاحات وتبني سياسة نقدية توسعية في أعقاب الأزمة المالية العالمية عام 2008، توسعت الأصول المصرفية بشكل كبير كما أثرت سياسة سعر الصرف المدار لليوان التي سمحت بمرونة تدريجية مقابل الدولار الأمريكي بعد عام 2005، في تدفقات رؤوس الأموال وتوازن السيولة داخل النظام المصرفي،

2- الائتمان الخاص من خلال بنوك الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) PCDMB

يلاحظ ارتفاعا ملحوظا لهذا المؤشر خلال الفترة 2000-2021، نحو الضعف من مطلع الألفية إلى عام 2021 يظهر من خلال الخريطة الحرارية بعد أن كان اللون فاتح يدل على التأثير الإيجابي المتوسط إلى الأحمر بداية من سنة 2009 يعكس التوسع الكبير في الإقراض نتيجة السياسات النقدية التيسيرية التي انتهجها البنك الصيني خاصة بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008، حيث خفضت أسعار الفائدة و تبني سياسات مالية تحفيزية لزيادة الطلب على الائتمان، من جهة أخرى لعبت سياسة سعر الصرف دورا مهما إذ حافظت الصين على سعر صرف مدار لليوان مقابل الدولار بهدف تعزيز الصادرات واستقرار الاقتصاد،

3- رصيد الحساب الجاري (%) من الناتج المحلي الإجمالي CAB

يلاحظ من الخريطة الحرارية حفاظ مؤشر رصيد الحساب الجاري من الناتج المحلي الإجمالي على قيم مستقرة وإيجابية في الفترة 2000-2021 يعكسه اللون الفاتح مع تسجيل ارتفاع في الفترة 2005-2008 ويرجع ذلك إلى أن الاقتصاد الصيني الذي اعتمد على التصدير والاستثمار وسعر صرف يدار لصالح القدرة التنافسية، أدى إلى فائض كبير في الحساب الجاري في منتصف العقد

2000 ومع التحول نحو الطلب المحلي، وارتفاع الواردات، وتغير سعر صرف أكثر مرونة نسبياً، تراجع ذلك الفائض إلى مستويات أبسط بحلول حوالي 2020-2021.

4- تركيز البنوك (%)

نلاحظ من خلال الخريطة الحرارية تغيرات في مؤشر تركيز البنوك ما يشير إلى تقلبات في السوق المالي الصيني خلال الفترة 2000-2021 حيث يظهر في بداية الفترة لون فاتح يدل على تأثير متوسط، نتيجة تراجع حصة البنوك الكبرى المملوكة للدولة من إجمالي الأصول المصرفية تدريجياً لإصلاحات هيكلية، هدفت إلى تعزيز المنافسة وكفاءة القطاع بالسماح لدخول بنوك خاصة ومحلية وتحرير تدريجي لأسعار الفائدة كما ساهم الاستقرار النسبي في سعر الصرف والسياسات النقدية في تقليل المخاطر ودعم نمو البنوك الصغيرة والمتوسطة أدى ذلك إلى انخفاض تدريجي في تركيز السوق المصرفي ما عزز التنوع المالي لكنه أبقى للبنوك الكبرى دوراً محورياً في السياسة النقدية وإدارة الاحتياطات الأجنبية باستثناء فترة 2003-2014 التي تظهر تأثير سلبي يعكسه اللون الأحمر وهي الفترة التي لم يكن فيها انتشار واسع للبنوك الخاصة أو الإقليمية وكانت القيود التنظيمية تحد من نموها فظلت البنوك الكبرى هي المزود الرئيس للتمويل،

5- القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة (%) من الناتج المحلي الإجمالي) MCDC

تظهر الخريطة الحرارية تقلبات لهذا المؤشر خلال الفترة 2000-2021 مع الحفاظ على التأثير الإيجابي على السوق المالي يعكسه اللون المائل إلى الأخضر ويرجع إلى تأثير السيولة النقدية المرتفعة وسياسات الإقراض التي ساعدت على نمو الأصول المالية ومن جهة سياسة سعر الصرف، فتشبيت اليوان ساهم في تدفق رؤوس الأموال وإقبال المستثمرين المحليين والأجانب ما دعم أحياناً رفع قيمة الشركات المدرجة.

6- مؤشرات الأسهم العالمية S&P التغير السنوي (%) S&P

خلال الفترة 2000-2021، شهدت الصين تغيرات في مؤشراتهما الاقتصادية نتيجة سياسات نقدية متوازنة بين دعم النمو والتحكم في التضخم، مع إدارة جزئية لسعر الصرف لتعزيز الصادرات والاستقرار المالي، كان البنك المركزي يستخدم أدوات الفائدة وتوجيه الائتمان بشكل تدريجي ما ساعد الاقتصاد على النمو مع بعض المخاطر المالية المحلية على المستوى العالمي، تفاعلت

مؤشرات الأسهم مثل S&P 500 مع السياسات النقدية، فالفترات التيسيرية (فائدة منخفضة وسيولة عالية) دعمت ارتفاع الأسهم، بينما فترات التشديد أدت غالباً لانخفاضها، الربط بين السياسات النقدية وسعر الصرف ساهم في استقرار الأسواق سواء محلياً في الصين أو عالمياً في الأسهم،

7- الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من الناتج المحلي الإجمالي) STTV

يلاحظ من خلال الخريطة الحرارية أن هذا المؤشر عرف تقلبات خلال الفترة 2000-2021 مع تسجيل ارتفاع قياسي سنة 2015 وهو ما تظهره اللون الذي يشير إلى التأثير الإيجابي على سوق رأس المال وقد يرجع ذلك إلى السياسات النقدية التوسعية لبنك الشعب الصيني، كخفض الفائدة وتيسير السيولة، التي زادت من نشاط السوق، وتعزيز ثقة المستثمرين المحليين والأجانب نتيجة سياسة سعر الصرف مما دعم جاذبية سوق الأسهم،

ونستنتج من خلال تبني الصين لسياسة تخفيض قيمة العملة، الوصول إلى بلوغ أهدافها الاقتصادية المتمثلة في مواجهة القيود التجارية من طرف الاقتصاد الأمريكي عن طريق رفع التعريفات الجمركية على الواردات الصينية وذلك من خلال تحدي المنافسة الشديدة بتعزيز الصادرات ومعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات لكسب الحرب التجارية بين القوتين، ويمكن حصر بعض الانعكاسات الايجابية والموضحة في أداة التحليل السابقة في بعض النتائج:

1- كسب ميزة تنافسية قوية للمؤسسات الصينية لدعم الصادرات،

2 - تعزيز الشراكة مع بقية دول العالم لتطوير بعض القطاعات الاقتصادية بجذب المؤسسات الغربية،

3 - المواصلة في دعم النمو الاقتصادي رغم الضغوط التجارية الأمريكية عن طريق قطاع الصناعة وترقية الصادرات، بسبب عوامل الدعم المتمثلة في ارتفاع الطلب على المنتجات الصينية نظراً لانخفاض تكلفتها في السوق العالمي،

4 - دعم الاقتصاد الصيني بإجراءات نقدية ومالية لتحفيز الاستهلاك،

خاتمة الفصل الثالث:

من خلال هذا الفصل وما تضمنه من مباحث، يتضح أن البلدان التي تم عرض تجاربها لجأت إلى تبني سياسات حديثة للسياسة النقدية أو أدوات غير تقليدية كآلية للحفاظ على استقرار أسواقها المالية ولتحقيق أهداف اقتصادية لكن هذه البلدان بالعمل على اتخاذ إجراءات مختلفة ومتنوعة مختلفة حسب ما تعيشه أسواقها والأوضاع الدولية الاقتصادية والسياسية في تلك الفترة،

بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية كان التركيز على سياسة التيسير الكمي بعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008 التي كانت نتيجة لعدد من المشاكل التي عانتها الأسواق المالية الأمريكية منذ سنوات قبلها وهذه الإجراءات التي رافقتها إجراءات تخفيض سعر الفائدة إضافة إلى التطبيق الصارم معايير بازل 3 أعقاب الأزمة، كان لها دور في إعادة الاستقرار وإن لم تكن بالشكل المثالي حيث عرف تحسن واستقرار من خلال المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI ، وظهر من خلال المنحنى البياني والخريطة الحرارية والمؤشرات الفرعية لهذا المؤشر عرفت تحسن كمؤشر السلامة المالية FSI بتحسين أداء المؤسسات المالية ومؤشر الهشاشة المالية FVI حيث أصبح أكثر قدرة على امتصاص الصدمات إضافة إلى تحسن مؤشر FDI الذي يشير إلى أن التطور المالي للأسواق المالية أصبح أفضل، هذه التحولات مترجمة من خلال التغيرات التي عرفت المؤشرات التي تتضمنها وتدل على التغيرات في السوق النقدي وسوق رأس المال حيث عرفت تحسن في مجملها إلا أن هناك بعض المؤشرات أصبحت أكثر سلبية،

بالنسبة لليابان التي تبنت سعر الفائدة السلبي بعد عدة تجارب من أدوات للسياسة النقدية كالتيسير الكمي وتخفيض سعر الفائدة إلى الصفر أو ما يقاربه كان هدفها هو الحد من الانكماش والركود الذي كان يعانيه الاقتصاد الياباني منذ سنوات عديدة وهذا الاجراء كان له تأثير على السوق المالي، فحسب ما تم دراسته خلال الفترة 2000-2021 تم التوصل إلى أنه في بداية الفترة كان النظام المالي الياباني يعاني وهو ما ظهر من خلال الخريطة الحرارية والمنحنى البياني للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي، رغم الاعتماد على سياسة التيسير الكمي التي تميزت بقيم متدنية تحت التأثير السلبي للمؤشرات الفرعية، تحسن بعد تبني إجراءات إضافية بتخفيض سعر الفائدة إلى ما يقارب الصفر ثم السلبي وكل هذه الإجراءات حسنت من أداء الأسواق ولكن كان لها انعكاسات على بعض المؤشرات في السوقين النقدي ورأس المال أيضا.

بالنسبة لتجربة الصين ركزت على سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة مقابل العملات الرئيسية للحفاظ على وتحقيق تنافسية لصادراتها واستقرار للسوق المالي والتي تزامنت مع التطور الاقتصادي الذي شهدته ففي بداية الفترة وحسب البيانات والخرائط الحرارية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي كان النظام المالي الصيني يعيش مشاكل، وبعد تبني سياسة سعر صرف جديدة وإجراءات أخرى بدأ في التحسن وتحقيق نتائج إيجابية رغم الأزمات التي حدثت خلال تلك الفترة وفي مجمل هذه الفترة فإن السوق المالي الصيني عرف تطور وتحسن ظهر من خلال التحسن في السوقين النقدي ورأس المال إلا أن بعض المؤشرات تأثرت بالسلب،

الخاتمة العامة

الخاتمة:

إن الحفاظ على استقرار الأسواق المالية من أبرز المهام واهتمامات السلطات السياسية والاقتصادية لما لها من انعكاسات على استقرار باقي الجوانب ودور في تحقيق النمو والتطور في شتى المجالات والحفاظ على هذا الاستقرار يتم بطرق اجتهدت فيها عدة مدارس بأفكار متعددة، ومن أهم السياسات السياسة النقدية التي تعددت أدواتها عرفت تطورات كبيرة كانت حلولاً لعدة أزمات يتم من خلالها التحكم والسيطرة على مجريات الأسواق والوصول إلى أفضل معدلات النمو،

هذه السياسات التي كانت تتم في كثير الأحيان بالتوازي مع السياسات المالية عجزت أحياناً في إيجاد الحلول التي استعصت وأجبرت الدول والسلطات النقدية إلى إتباع تجربة طرق بديلة أو أدوات غير تقليدية لاحتواء الأزمات وإعطاء دفع للأسواق نحو التعافي والاستقرار والتي يصطلح عليها أدوات حديثة في حين أن العمل بها قديم ولم تأخذ حقها في حينها، ومن أبرز هذه الأدوات نجد أداة التيسير الكمي، سعر الفائدة السلبي وتخفيض قيمة العملة، وكل من هذه السياسات لها مجالها وأهدافها.

وفي هذا السياق كانت هذه الدراسة لتسليط الضوء على كل الجوانب النظرية التي تتعلق بهذه الأدوات وأهدافها، آليات انتقالها وتأثيرها على باقي المؤشرات الاقتصادية من خلال الفصل الأول فيما خصص الفصل الثاني لدراسة الأسواق المالية مكوناتها وعوامل استقرارها، أما الفصل الثالث فتم من خلاله التطرق إلى دراسة تأثير هذه الأدوات على استقرار الأسواق المالية سواء تعلق بالسوق النقدي أو سوق رأس المال،

وتناولت الدراسة كل من أداة التيسير الكمي، سعر الفائدة السلبي وتخفيض قيمة العملة (سعر الصرف) بدراسة ثلاث تجارب لبلدان مختلفة اختيرت لحجمها الاقتصادي الكبير في الاقتصاد العالمي وتنوع أسواقها وهو ما سمح بتقييم تأثير هذه الأدوات في إعادة الاستقرار للأسواق المالية وتقديم اقتراحات مع وضع امتداد للموضوع بعرض آفاق حول موضوع الدراسة،

أولاً - الإشكالية:

من خلال البحث بفصله تم التواصل الى اجابه عن الفرضية الرئيسية وبما تفرع منها وكانت على النحو التالي:

الإشكالية: فيما تتمثل أهم الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية التي لجأت اليها البنوك المركزية لمواجهة الازمات وما مدى نجاعة هذه الأدوات غير التقليدية في الحفاظ على الاستقرار المالي،

لقد تم تحديد اهم الادوات الحديثة او ما يصطلح عليها الأدوات غير التقليدية التي لجأت اليها البنوك المركزية لكثير من البلدان العظمى تمثلت في أداة التسيير الكمي، سعر الفائدة السلبي أو الصفري وكذلك أداة تحفيز قيمة العملة ومن خلال دراسة تجارب بعض البلدان التي عرفت بتطبيق هذه الأدوات بشكل واسع تم التوصل إلى أن هذه الأدوات كان لها تأثيرها ولكن بطرق مختلفة وسمحت للأسواق المالية استعادة استقرارها مع التأثير على بعض المؤشرات تتعلق بالسوق النقدي وسوق رأس المال، وبعد اختبار الفرضية وما تم التوصل اليه تمت الإجابة على التساؤلات التي تم طرحها،

التساؤل الأول: ما هي حدود الأدوات التقليدية في مواجهة الازمات الاقتصادية والمالية وتم استنتاج أن هذه الأدوات كان لها دور في التأثير على اقتصاديات هذه البلدان وتبين من الدراسة عدم فعاليتها والتأثير على المؤشرات التي تعكس التعافي ولنمو الاقتصادي وهو ما أدى الى اللجوء الى أدوات غير تقليدية،

التساؤل الثاني: ما مدى فعالية الأدوات الحديثة في استقرار الأسواق المالية وبعد عرض تجارب بلدان محددة كل حسب تبني الأداة تم التوصل إلى أن هذه الأدوات لها تأثيرها على المؤشرات المتعلقة بكل من السوق النقدي وسوق رأس المال ولكن بشكل يختلف من أداة إلى أخرى واستعادة الاستقرار الى السوق النقدي وسوق رأس المال مع تأثير سلبي على بعض المؤشرات،

التساؤل الثالث: ما تأثير هذه الأدوات غير التقليدية على الاستقرار الاقتصادي وما مدى نجاعتها في تحقيق أهداف السياسة النقدية وتم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن الأسباب التي أدت إلى تبني هذه الأدوات غير التقليدية هو عدم نجاعة وفعالية الأدوات التقليدية حيث أن الدول التي عرفت أزمات تتعلق بعدم استقرار الأسواق المالية أو حالات ركود وانكماش أو ضعف في معدل

النمو وتجربة الأدوات التقليدية لم تأتي بنتائج فيما تطبيق الأدوات غير التقليدية كان له تأثير حسب البيانات التي تم تسجيلها.

ثانيا - اختبار الفرضية المعتمدة

من خلال دراسة الموضوع وتحليله توصلنا إلى تأكيد الفرضية المطروحة المتمثلة في استخدام السلطات النقدية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية حفاظا على الاستقرار المالي في حال عدم فعالية الأدوات التقليدية، وهو ما أكدته التجارب الثلاثة خلال مختلف الأزمات النقدية التي شهدتها العالم ، حيث تبنت الولايات المتحدة الأمريكية سياسة التيسير الكمي أثناء أزمة الرهن العقاري لمواجهة مشكلة السيولة ، أما السياسة النقدية في اليابان كانت صعبة نوعا ما وهي استخدام معدلات فائدة صفرية وحتى سلبية لمعالجة الانكماش ولمدة زمنية طويلة نوعا ما ، أما سياسة الصين كانت مستهدفة لتعزيز اقتصادها عالميا بتخفيض عملتها للرفع من صادراتها ومعالجة العجز في ميزان مدفوعاتها،

كل هذه الإجراءات جاءت بعد استنفاد الأدوات التقليدية لمعالجة الاختلال الاقتصادي.

ثالثا - النتائج:

خلصت الدراسة بالوصول الى نتائج يمكن البناء عليها مستقبلا يمكن توضيحها من خلال النقاط التالية:

- إن اللجوء إلى الأدوات غير التقليدية كان أمر حتمي للكثير من الدول بعد عدم فعالية الأدوات التقليدية في تحقيق الأهداف والحفاظ على الاستقرار في الأسواق المالية،
- ان الأدوات والاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية أو ما يصطلح عليها بالأدوات غير التقليدية ليست فعالة في كل الحالات وتبين ذلك من خلال تجربة اليابان مع التيسير الكمي في بداية الألفية أي تطبيق لأي أداة يخضع لعهده اعتبارات ويكون حسب مكونات السوق المالي والهدف وآليات التبليغ لأثر هذه الأداة خاصة حالات الركود والانكماش،
- إن هذه الأدوات غير التقليدية ليست حديثة في ظهورها وتبين من خلال البحث أن بدايتها كانت منذ بداية القرن الماضي ولم يتم العمل بها بالشكل الكافي لظهور أفكار ونظريات اقتصادية أخرى في ذلك الوقت،

الخاتمة العامة

- إن سياسة التيسير الكمي التي تتمثل في شراء الأوراق المالية على نطاق واسع بإصدار فائض من النقود يستخدم في شراء الأصول لمؤسسات مالية هدفها ضخ كمية هائلة من السيولة التي من شأنها زيادة الاقراض وتخفيض قيمة العملة المحلية وسعر الفائدة والرفع من معدل التضخم لزيادة الاستثمار والاستهلاك،
- إن سياسة سعر الفائدة السلبي من السياسات التي تختص بها البنوك المركزية وتأتي كنتيجة لعدة تجارب من تخفيض سعر الفائدة والهدف منها هو دفع البنوك التجارية إلى زيادة الاقراض لزيادة الاستثمار والرفع من معدل النمو والتضخم لمكافحة الانكماش والركود،
- إن سياسة تخفيض قيمة العملة المحلية أو سعر الصرف هدفها الأساسي هو زيادة تنافسية السلع المحلية وتشجع الانتاج المحلي وزيادة الاستثمار والذي سيكون له أثره على باقي المؤشرات الاقتصادية وزيادة في معدل النمو ومعالجه الاختلالات في ميزان التجاري،
- من خلال تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية تم التوصل إلى أن هذه السياسة أو الأداة غيرت من المؤشرات الخاصة بالنظام المالي الأمريكي وأصبح أكثر استقراراً وهذا بتحسين قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي وكان نتيجة تحسن لكل من مؤشر السلامة المالية ومؤشر الهشاشة المالية التي كانت في أدنى مستوياتها قبل الازمة المالية 2008 والعمل بسياسة التيسير الكمي،
- إن هذه الأداة كان لها تأثيرها على السوق المالي بقسميه السوق النقدي وسوق رأس المال ومن المؤشرات التي تمت دراستها حسب الأدوات التي يتم تداولها فيها تم استنتاج تحسن بعض المؤشرات بشكل فعلي إلا بعض المؤشرات الأخرى لم تعرف تحسن بشكل كافٍ فبالنسبة للسوق النقدي سجل انخفاض في نسبة القروض المتعثرة وتحسن نسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع المصرفية وكذا نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل القصير الأجل ولكن لم تكن بشكل فعال مقارنة بباقي المؤشرات، فيما معدل التضخم فلم يعرف تغير كبير أما بالنسبة لسوق رأس المال تم تسجيل تحسن في مؤشر الائتمان الخاص من خلال ودائع البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي ولكن بمعدل منخفض أما مؤشر تركيز البنوك تزايد وكان تأثيره سلبي وهو نتاج القيود المفروضة بعد الأزمة المالية،
- إن سياسة سعر الفائدة السلبي في اليابان التي كان الهدف منها مكافحه الركود والانكماش سبقتها عدة اجراءات ومنها سعر الفائدة الصفري أو القريب من الصفر وحسب ما تم التوصل اليه

فان هذه الأداة كان لها تأثير حيث تحسن المؤشر التجميعي الاستقرار المالي المحسوب خلال فترة الدراسة وعرف ارتفاع منذ بداية العمل بسعر الفائدة الصفري واستمر مع تطبيق سعر فائدة سلبي ما يدل على التأثير على استقرار النظام المالي وبالتالي السوقين السوق النقدي وسوق رأس المال التي عرفت على العموم استقرار في معظم مؤشراتهما مع تسجيل تأثير سلبي لبعضها، بالنسبة للسوق النقدي كل من مؤشر نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل حيث تضاعفت، كما انخفضت قيمة العملة وهو ما ظهر من خلال الخريطة الحرارية مما أثر بالسلب على السوق النقدي أما مؤشر التضخم فلم يعرف التغيير الكبير وهو المستهدف الاول وكان فيه تذبذب أما مؤشر فارق سعر الفائدة انخفض نتيجة هذه السياسة مما يدل على زيادة الاقراض بسعر فائدة منخفض وهذا يؤثر على عائدات البنوك أما بالنسبة لسوق رأس المال تم تسجيل ارتفاع معدل تركيز البنوك وهذا يدل على عدم قدرة البنوك الصغيرة على المنافسة وبقي تركيز الأموال لدى البنوك الكبرى،

- بالنسبة لسياسه تخفيض قيمه العملة التي تبنتها الصين بتبني سعر الصرف المدار منذ سنة 2005 كان الهدف منه هو الرفع من الصادرات ومعالجه الاختلالات في الميزان التجاري لتشجيع الإنتاج وزيادة الاستثمار، وبما أن سعر الصرف من أهم الأدوات والعوامل التي تؤثر في باقي المؤشرات الاقتصادية كان لها تأثير على السوق المالي، ومن خلال هذه الدراسة ونظرا لتزامنها مع عدة أزمات كانت هذه السياسة مترافقة ولفترات معينة مع سياسات أخرى وبما أن الهدف المباشر كان الميزان التجاري إلا أن التأثير كان أيضا غير مباشر على باقي مؤشرات النظام المالي والسوقين السوق النقدي ورأس المال والملاحظ انه منذ تبني هذه السياسة تبين ان له تأثير على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي للصين بتحسن كل من مؤشر السلامة المالية بشكل متوسط ومؤشر التطور المالي كان بشكل كبير فيما مؤشر الهشاشة المالية لم يعرف تغيير أو تحسن كبير، ومن خلال دراسة تغيرات المؤشرات لوحظ تأثير سياسة تخفيض قيمة العملة على السوق النقدي بالإيجاب على معظم المؤشرات وبنسب مختلفة فيما كان لها انعكاسات على بعض المؤشرات كنسبة الائتمان المصرفي إلى الودائع المصرفية، نسبة الأصول السائلة إلى الودائع والتمويل قصير الأجل والديون قصيرة الأجل (من إجمالي الاحتياطيات) وبالنسبة لمؤشرات سوق رأس المال كان أيضا تحسین ملحوظ باستثناء مؤشر الائتمان الخاص من خلال بنوك الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي الذي لم يعرف تحسن كبير،

رابعاً - الاقتراحات

على أساس النتائج التي تم التوصل إليها يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- ينبغي عدم الاكتفاء بالسياسة المالية وبالأدوات التقليدية للسياسة النقدية في توجيه الاقتصاد ويجب التوجه نحو تبني الأدوات غير التقليدية للتأثير في السوق المالي من خلال المؤشرات التي يتضمنها ولها تأثيرها على مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني،
- يجب أن تكون المؤسسات المالية والنقدية تحت رقابة مستمرة من السلطات المخول لها ذلك لتقادي أي أزمات مالية من شأنها التأثير سلباً على السوق المالي وتم التأكد من خلال الدراسة إلى أن الأزمة المالية 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية كانت نتيجة تراكم مشاكل البنوك التجارية لسنوات بالتساهل في منح القروض وضعف الرقابة على أدائها،
- أن تكون القيود متناسبة في حال تطبيق سياسة التيسير الكمي لتقادي تركيز الأموال لدى البنوك الكبرى لأن ذلك سيؤدي إلى انعدام المنافسة ولا يشجع على الاستثمار في السوق المالي وبالتالي التقليل من منح القروض التي ستقلل من الاستثمار في الاقتصاد القومي،
- أن يكون تطبيق سياسة سعر الفائدة الصفري أو السلبى لفترات محدودة وحسب الحاجة فالاستمرار سيؤثر على السوق النقدي كمؤشر فارق سعر الفائدة الذي سيؤدي إلى عدم قدرة البنوك الصغيرة على المنافسة وتنخفض عائداتها نتيجة هذه السياسة كما يؤثر سوق رأس المال بارتفاع معدل تركيز البنوك الذي يؤدي إلى تركيز الأموال لدى بعض البنوك فقط،
- إلزامية التنسيق بين أدوات السياسة المالية والنقدية لمعالجة إشكالية العجز والاختلالات في الميزان التجاري، وعدم التركيز على تخفيض قيمة العملة بشكل مستمر لأن ذلك سيؤدي إلى عدم استقطاب الاستثمار الأجنبي والتعرض إلى هشاشة مالية ولا يشجع الاستثمار بشكل عام وفي القطاع المصرفي،
- ضرورة الاستشراف والتنبؤ قبل اتخاذ أي إجراء أو العمل بسياسة ما ولا بد من دراسة جميع الجوانب التي قد تتأثر بشكل ثانوي أو غير مباشر وضمان استغلال أمثل لها،

خامساً - آفاق البحث:

- في الأخير وبعد التطرق إلى مختلف جوانب الموضوع، يمكن طرح بعض المواضيع قد تكون محور لدراسات مستقبلية وتعميق لهذه الدراسة والتي تكون كالتالي:
- أثر سياسة التيسير الكمي، سعر الفائدة الصفري والسلبى وسياسة تخفيض العملة أو سعر الصرف على مؤشرات السوق النقدي وسوق رأس المال،
 - تأثير الأدوات غير التقليدية على المؤشرات الاقتصادية الكلية،

قائمة المراجع

قائمة المراجع

❖ الكتب باللغة العربية:

- 1- علي كنعان-النقد والصيرفة والسياسة النقدية-دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر -2012
- 2- عزت قناوي- اساسيات في النقود والبنوك - دار العلم للنشر والتوزيع بالفيوم- 2005
- 3- غدير هيفاء غدير - السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري - منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب - وزارة الثقافة -دمشق 2010
- 4- فاروق بن صالح الطيب، عبد العزيز احمد ديات - دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية - جدة - 1435 هـ
- 5- محمد احمد الافندي-مقدمة في الاقتصاد الكلي - الأمين للنشر والتوزيع - الطبعة الخامسة - صنعاء 2013
- 6- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي - السياسات الاقتصادية، الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي - دار اليازوري للنشر والتوزيع - عمان سنة 2012
- 7- نجلاء محمد بكر - اقتصاديات النقود والبنوك - أكاديمية طيبة - سنة 2000
- 8- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي - السياسات الاقتصادية- الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي- دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع- الطبعة الثانية - 2015 -الأردن
- 9- بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان - الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات - دار النشر بن زايد للطباعة والنشر - بسكرة- الجزائر - طبعة الأولى 2019
- 10- عبد الرحمان محمد سلطان - النظرية الاقتصادية الكلية، الطبعة الأولى محدثة - سنة 2018 - الرياض
- 11- محمد أحمد الافندي - مبادئ الاقتصاد الكلي-دار الكتاب الجامعي - صنعاء- الطبعة 11 - سنة 2012
- 12- عبد الحليم عمار غربي- الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي -مطبوعات kie publication-مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية-الإصدار الأول - يناير 2018
- 13- تومي صالح - مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي- دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع - سنة 2004 - الجزائر
- 14- محمود حسين الوادي وآخرون - النقود والمصارف- دار المسيرة للنشر والتوزيع -عمان-2010 الطبعة الأولى
- 15- كمال أشرف، هيثم أبو عراج - النقود والمصارف - منشورات جامعة دمشق 1994/1993
- 16- محمد أحمد الأفندي - الاقتصاد النقدي والمصرفي- الطبعة الأولى 2018- مركز الكتاب الأكاديمي - عمان الاردن
- 17- يوسف كمال محمد - المصرفية الإسلامية - السياسة النقدية - دار الوفاء للطباعة ص 24 دار النشر والتوزيع- المنصورة- الطبعة الثانية -1996
- 18- ميراندا زغلول رزق - النقود والبنوك - جامعة بنها للتعليم المفتوح بكلية التجارة - مصر 2008
- 19- مختار عبد الحكيم طلبه مسلم - المختصر في النقود والبنوك وتغيير قيمة النقود - دار النهضة العربية - القاهرة
- 20- ايفلين دوريل - فير، ترجمة صباح ممدوح كعدان - الاقتصاد الياباني - الهيئة العامة السورية للكتاب- دمشق 2010
- 21- علي ذهب - آليات انتقال أثر السياسة النقدية النشاط الاقتصادي- مجلة البحوث والدراسات-عدد 24- سنة 2017
- 22- أزهرى الطيب فكي أحمد - أسواق المال - دار الجنان للنشر والتوزيع - عمان - طبعة 1 - 2017
- 23- منير ابراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - منشأة المعارف - الاسكندرية 1993
- 24- دريد كامل آل شبيب - الاستثمار والتحليل الاستثماري- دار اليازوري العلمية-الأردن- 2009

قائمة المراجع

❖ الرسائل والاطروحات:

- 1- **بوشنب موسى**، نحو تنسيق السياسات الاقتصادية الكلية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي - حالة الجزائر-2000-2014 أطروحة دكتوراه - جامعة احمد بوقرة - بومرداس-2015
- 2- **درواسي مسعود** - السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي - حالة الجزائر 1990-2004 - أطروحة دكتوراه - جامعة الجزائر 2005-2006
- 3- **العشي وليد** - تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008" أطروحة دكتوراه- جامعة أحمد دراية - أدرار -2018
- 4- **سارة داي** - أثر حرب العملات على اتجاه التجارة الدولية -دراسة حالات الولايات المعتمدة الأمريكية والصين - أطروحة دكتوراه - العلوم التجارية -جامعة محمد خيضر -بسكرة 2017- 2018
- 5- **بوجركات بوعلام** - أثر تغيير أسعار صرف العملات الرئيسية على الإيرادات البترولية في الجزائر - أطروحة دكتوراه - جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس - 2019 - 2020
- 6- **عزي خليفة** - أثر أنظمة سعر الصرف الدينار الجزائري على النمو الاقتصادي - دراسة قياسية للفترة 1985-2015 - أطروحة دكتوراه - جامعة المسيلة 2017-2018
- 7- **سعدوني محمد** - الوحدة النقدية واشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي - أطروحة دكتوراه - جامعة بوبكر بلقايد - تلمسان - 2014 - 2015
- 8- **معيزي قويدر** -فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي -حالة الجزائر (1990 - 2006) - أطروحة الدكتوراه - جامعة الجزائر 2007 - 2008
- 9- **حاجي سمية** - دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات " حالة الجزائر 1990 - 2014 - أطروحة دكتوراه جامعة احمد خيضر - بسكرة - 2015 - 2016
- 10- **ذهبي ريمة** - لاستقرار المالي النظامي - بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة 2003-2011- أطروحة دكتوراه- جامعة قسنطينة 2 2012/2013
- 11- **وليد بيبى** - آليات جذب الاستثمار الأجنبي في ظل الأزمة المالية الحالية - دراية حالة دول شمال إفريقيا- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة محمد خيضر - بسكرة - 2014 - 2015
- 12- **عبد الجليل هجيرة** - أثر تغيرات أسعار الصرف على الميزان التجاري - دراسة حالة الجزائر -رسالة ماجستير -جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان - 2011/2012
- 13- **أوباية صالح** - أثر تغيير في سعر الصرف على التوازن الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر " - 1990 - 2009 رسالة ماجستير - المركز الجامعي بغرداية - 2010-2011
- 14- **دلامي نجية** - دراسة تحليلية للعلاقات التجارية الأمريكية الصينية في ظل حرب العملات - رسالة ماجستير - جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - 2011 - 2012

قائمة المراجع

- 15- حسن محمد جواد رزاق - أثر السياسة النقدية في الأسواق المالية الناشئة " رسالة ماجستير - جامعة كربلاء - العراق - 2011
- 16-نبيل خليل طه نمور - سوق الأوراق الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا - رسالة ماجستير - الجامعة الإسلامية - غزة - سنة 2007
- 17-بلعيد سمية - دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية- رسالة ماجستير - جامعة قسنطينة 2 - 2013 - 2014
- 18-بن عزوز عبد الرحمان- دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس - رسالة ماجستير - جامعة منثوري، قسنطينة 2011 - 2012
- 19-سعيدان عمر - دور البنك المركزي في تحقيق الاستقرار النقدي - دراسة حالة البنك المركزي الجزائري - رسالة ماجستير - جامعة العربي مهيدي أم البواقي - 2008 - 2009
- 20- سهام السيد جمعة جاد الحق - تأثير سياسة تخفيض سعر الصرف على ميزان المدفوعات - رسالة ماجستير في القانون - جامعة المنصورة 2007 -

❖ المقالات، المطبوعات والتقارير باللغة العربية:

- 1- رميسة كلاش، إلهام نايلي، موسى بونويرة - أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1974-2018 - مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية- المجلد 11 - العدد 1 - سنة 2020
- 2- سامية عزازي، عبد الرحمان بن ساعد - فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2020 - مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية - المجلد 05- العدد 02 - سنة 2022
- 3- مزارشي فتيحة، عماري عمار- أثر السياسة النقدية على مستوى المعيشة في الجزائر - دراسة قياسية للفترة (1990-2015) - المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية - المجلد 08 - العدد 01 - جوان 2018
- 4- مرغاد لخضر، حوحو فطوم - فعالية السياسات النقدية والمالية في أداء الأسواق المالية - مجلة الاقتصاد والتنمية- مخبر التنمية المحلية المستدامة- جامعة المدية - المجلد 03 - العدد 01 - 2015
- 5- بوسيكي حليلة، وهابي طارق - فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي دراسة حالة الجزائر للفترة (2000-2018) - مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية - المجلد 04 - العدد 01 (2020)
- 6- فريد بن طالبي - السياسة النقدية كأداة للإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع الإشارة إلى حالة الجزائر - مجلة جديد الاقتصاد - العدد 03- جوان 2008
- 7- عمر عبو، كمال قسول - دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد - عرض تجارب دولية- AL-RIYADA For Business Economics - Vol 05 N0 01 January 2019
- 8- شلغوم عميروش - فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية: حالة الجزائر (1990-2014) - مجلة اقتصاد الجديد- العدد 16 - المجلد 01 - 2017

قائمة المراجع

- 9- هدى هدياء يونس، ماجدة مدوخ - دور قناة الائتمان في تطور المستوى العام للأسعار في الجزائر 2000-2017 - مجلة الباحث 19(01)2019
- 10- أنور النقيب - تأثير سعر الفائدة على سعر صرف الجنيه المصري - مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثالث والعشرون - العدد الثاني 2021 - المعهد العربي للتخطيط
- 11- بن الحاج جلول ياسين - الاقتصاد الكلي 01 - مطبوعة موجهة لطلبة الليسانس في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة ابن خلدون _ تيارت - السنة الجامعية: 2017-2018
- 12- ايمان محمود عبد اللطيف - الأزمات المالية العالمية، الأسباب والآثار والمعالجات - أطروحة دكتوراة 2011 - جامعة سانت كليمنس العالمية -العراق
- 13- حسين كامل فهمي - أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية الإسلامية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - جدة 2006
- 14- مصطفى سلام، شهاب احمد، علياء كاظم - الاحتياطي القانوني وأثره على الربحية المصرفية - كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة - عدد 58 - سنة 2012
- 15- علي صاري - السياسة النقدية غير التقليدية - الأدوات الأهداف " المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية العدد 4-سنة 2013
- 16- محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي - الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008 - مجلة دراسات اقتصادية - مجلد 6 - عدد 01 جوان 2019
- 17- محمد الأمين، وليد طالب، نظيرة قلادي - الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008 - مجلة دراسات اقتصادية - المجلد 6، العدد 1 جوان 2019
- 18- صالح عيادي، عبد الواحد صرارمة - التسهيل الكمي كألية للسياسة النقدية غير التقليدية وتداعيات اعتماده في الاقتصاد الجزائري - دراسة قياسية باستخدام نموذج ARD2 - " مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد - مجلد 04-سنة 2019
- 19- محمد هاني، ميلود وعيل - سياسة التسيير الكمي كألية حديثة لتطبيق السياسة النقدية - دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التسيير الكمي في الجزائر - " مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات - مجلة 03 عدد 04 جوان 2018
- 20- عباس كاظم جاسم الدعيمي، بسمان كامل جواد - مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتسيير الكمي في الولايات المتحدة - مجلة الإدارة والاقتصاد - مجلد 6 عدد 21/12-08-2020
- 21- حسين طيوب، فريد بن عبيد، إكرام حجاب - التسيير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية " حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا - مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة - 01(01)2020
- 22- العشي وليد، صديقي أحمد - تجربة التسيير الكمي في الجزائر - مجلة اقتصاديات المال والاعمال العدد 06- جوان 2018
- 23- هدى هدياء يونس، ماجدة مدوخ - أثر سياسة التسيير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر - مجلة آفاق علمية مجلد 11- عدد 02 - سنة 2019

قائمة المراجع

- 24- بوجلل رياض، كمال ديب- التيسير الكمي كآلية لتمويل العجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر - مجلة العلوم الاقتصادية والتيسير والعلوم التجارية - مجلد 12 - عدد 01 -2019
- 25- عمر عبو، كمال قسول - دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد - عرض تجارب دولية - مجلة الرياض للشؤون الاقتصادية - مجلد 05 - عدد 01 -جانفي 2019
- 26- علي صاري - السياسة النقدية غير التقليدية - الأدوات والاهداف - المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية - عدد 04 - سنة 2013
- 27- مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة - سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الازمات - تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية - مجلة رؤى اقتصادية - جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي العدد 11 - ديسمبر 2016
- 28- خليل عبد القادر، بن عروس رضوان - سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة سياسة النقدية - تجارب بعض الدول
- 29- علي صاري- آليات تبليغ السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة " مجلة دراسات العدد الاقتصادي -جامعة الاغواط - المجلد 11- العدد 01 - جانفي 2020
- 30- صبحي حسون الساعدي، أياد عماد عبدو - أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الاموال في بلدان مختارة - مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية - مجلد 4 - العدد 07 - سنة 2011
- 31- عبد الوهاب دادن، زاوية رشيدة - تخفيض قيمة العملة بين إشكالية توازن واختلال ميزان المدفوعات في المدى الطويل - دراسة تحليلية حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2013 " - المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية - عدد 03 - 2016
- 32- بن طلحة صليحة، معوشي بوعلام - تخفيض قيمة العملة بين الواقع والطموح - مجلة دراسات اقتصادية - العدد 29 - المركز الجامعي مرسلتي عبد الله -تيزازة جوان 2018
- 33- محمد عبيلة، وليد لوشان- محددات سعر الصرف وشروط نجاح تخفيض العملة كسياسة لتحفيز الصادرات - مجلة المدير- العدد 06 جوان 2018
- 34- داي سارة - حساني رقية- حرب العملات الدولية وانعكاساتها على مسار أسعار النفط الدولية - مجلة العلوم الإنسانية - العدد 07/ 02 -جوان 2017
- 35- إيمان أحمد أحمد عوض، حنان خضاري مهدي - الدور التفاعلي لسعر الفائدة في العلاقة بين سعر الصرف والنمو الاقتصادي عند توسط، حجم الصادرات - دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري - مجلة البحوث المالية - جامعة بور سعيد -مجلد 22- عدد 01- جانفي 2021
- 36- نوال بن خالدي - مطبوعة في مقياس المالية الدولية سنة ثالثة - تجارة دولية - جامعة ابي بكر بلقايد - تلمسان
- 37- أنور النقيب- تأثير سعر الفائدة على سعر الصرف الجنيه المصري مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية- المعهد العربي للتخطيط - المجلد 23 العدد 2 - سنة 2021

قائمة المراجع

- 38- سيد أعمار زهرة - انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة 1986-2016 - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة احمد دراية - ادرار 2017-2018
- 39- فائزة لعرفان - محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال للسنة الثانية ليسانس تخصص علوم تجارية - جامعة المسيلة 2015 - 2016
- 40- رشيد هولي - مدى فعالية الأسواق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة - دراسة حالة - تونس - الجزائر - المغرب رسالة ماجستير - جامعة قسنطينة 2010 - 2011
- 41- محمد فرح عبد الحليم - الأسواق المالية والبورصات - جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي طبعة 2 - صنعاء 2013
- 42- بسبع عبد القادر - محاضرات في الأسواق المالية - جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس - كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير - 2017-2018
- 43- مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان - أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة- الجزء الأول - كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع - الرياض - الطبعة الأولى - 2005
- 44- بلعدي محمد - محاضرات في مقياس الأسواق المالية موجهة إلى طلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي بنكي - كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قسنطينة-2عبد الحميد مهري 2021-2020
- 45- بن علال بلقاسم - مطبوعة دروس في مقياس حلقة حول مواضيع متعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية- السنة الثانية - ادارة مالية - علوم التسيير - المركز الجامعي نور البشير البيض 2015 - 2016
- 46- مبارك بن سليمان ال فواز - الأسواق المالية من منظور إسلامي - مركز النشر العلمي - جامعة الملك عبد العزيز - جدة سنة 2010
- 47- اديب قاسم - الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية- مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة - العدد الخاص بمؤتمر الكلية - 2013
- 48- إبراهيم نافع قوشجي- السوق المالية (مفهومها- مكوناتها- أدواتها- مؤشرات) - جامعة حماة كلية الاقتصاد السنة الرابعة - سورية 2014
- 49- درر نصيرة - سبل تفعيل السوق النقدي في الجزائر - مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي - مجلد 09- عدد 17 - 2014
- 50- حدة رايس - دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي - مجلة العلوم الإنسانية- جامعة محمد خيضر بسكرة - العدد 09 - مارس 2006
- 51- رجال مراد - محاضرات في مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال السنة الثانية ليسانس شعبة علوم اقتصادية - جامعة العربي التبسي -تبسة- 2020-2021
- 52- عبد الكريم أحمد قندوز - الأسواق المالية - سلسلة كتيبات تعريفية - العدد 21- صندوق النقد العربي 2021

قائمة المراجع

- 53- **حسان خضر** - تحليل الأسواق المالية - دورية المعهد العربي للتخطيط - الكويت العدد 27 - مارس 2014
- 54- **عمار زودة** - التمويل التاجيري في الجزائر، واقع ومتطلبات تطويره - مجلة البحوث الاقتصادية والمالية - مجلد 05 عدد 01 - سنة 2018
- 55- **عبد الله بن محمد الرزين** - الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة - المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس - اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية - جامعة الزيتونة - عمان - 16-18 / 03 / 1426 هجري
- 56- **عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان** - أسواق الأوراق المالية، نشأتها، الوظائف الاقتصادية وأقسامها - مجلة الاجتهاد القضائي - العدد 11 - مارس 2016
- 57- **رفعت السيد العوضي، علي جمعة محمد** - موسوعة الاقتصاد الاسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية المجلد - الأسواق المالية في الاسلام - دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة - مصر - 2010
- 58- **دريد كامل آل شبيب** - دريد كامل آل شبيب - الاستثمار والتحليل الاستثماري - دار اليازوري العلمية - الاردن 2009
- 59- **دوكساني رشيد** - معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها - أطروحة الدكتوراه - جامعة الجزائر 2005-2006
- 60- **مروج ربحان** - مدى ارتباط التشريعات الفلسطينية مع مبدأ أسبقية السياسة النقدية كإحدى المبادئ الأساسية لنظام اقتصاد السوق الاجتماعي - سلسلة أوراق بحثية معهد الحقوق - جامعة بيرزيت - فلسطين
- 61- **أمال علي إبراهيم** - دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري - مجلة البحوث المالية والتجارية - المجلد 20- عدد 03- الجزء الثاني - جامعة بور سعيد
- 62- **علي كنعان، محمد الحبشي** - أثر السياسة النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا - - مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - المجلد عدد 04 - 2018
- 63- **نبيل مهدي الجنابي، فوزي حسين صاحب** - أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم - سوق العراق للأوراق المالية نموذجاً (2004 - 2010) - مجلة الفادسية للعلوم الادارية والاقتصادية - مجلد 14 - عدد 3 سنة 2012
- 64- **أحمد شفيق الشاذلي** - قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي - الدائرة الاقتصادية والفنية صندوق النقد العربي - العدد 38 أكتوبر 2017
- 65- **رافعة إبراهيم، أوس فخر الدين** - تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم والسندات - دراسة تحليلية لعبئة من دول الخليج العربي - مجلة تنمية الرافين - العدد 77 - سنة 2007
- 66- **مفتاح صالح، معارفي فريدة** - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - مجلة الباحث - عدد 07 / 2009 - 2010
- 67- **مداحي محمد** - مطبوعة محاضرات في مقياس الأسواق المالية - جامعة البويرة 2017-2018

قائمة المراجع

- 68- **محمد حسن رستم** - الدور المتجدد للبنوك المركزية في انشاء وتنشيط الأسواق المالية - مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال - العدد 01 - جوان 2018
- 69- **أوكسيل نسيمية، دبش احمد، يحيوي احمد** - الرقابة على الأسواق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية- مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي - عدد 15 -2013
- 70- **عبد الكريم قندوز، سائد خليل، عبد الله سراج** - محددات الاستقرار المالي للبنوك العربية - دراسات معهد التدريب وبناء القدرات - صندوق النقد العربي- العدد 11-2022
- 71- **خالد موسى مبارك، الطيب لخير** - منهج التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في تحقيق الاستقرار في النظام المالي - مجلة البحوث الاقتصادية المالية - مجلد 05 - عدد 02 - ديسمبر 2018
- 72- **سمية زيرار، محمد موساوي** - مدى فعالية السياسة النقدية في الجزائر في تحقيق الاستقرار النقدي خلال فترة 1970-2009 دراسة قياسية - مجلة جديد الاقتصاد - عدد 08 - ديسمبر 2013
- 73- **لعرابي مصطفى، عبد المجيد قدي** - ضوابط وآليات تحقيق الاستقرار المالي للتمويل الإسلامي - مجلة الاقتصاد الجديد- المجلد 07 العدد 01 - جوان 2016
- 74- **احمد شفيق شادلي** -الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه - صندوق النقد العربي- 2014
- 75- **حوجو فطوم، مرغاد لخضر** - دور حوكمة المؤسسة المصرفية في استقرار الأسواق المالية - مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية- عدد 16 ديسمبر 2014
- 76- **احمد شفيق الشاذلي** -الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه - صندوق النقد العربي 2014
- 77- **بهوري نبيل** - مقترحات اتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية لتعزيز استقرار النظام المالي في ظل الإطار العولمي الجديد - مجلد اقتصاديات المال والاعمال - العدد 07 - سبتمبر 2018
- 78- **مصطفى كامل رشيد، مصطفى محمد إبراهيم** - قياس أثر نافذة بيع العملة الأجنبية في مؤشرات مختارة للاستقرار المالي في العراق للمدة 2004-2016 - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية -عدد 57 - 2018
- 79- **دلال احمد إبراهيم** - أثر الاستقرار المالي كمتغير وسيط على العلاقة بين الشمول المالي والاستثمارات - دراسة اختيارية على البنوك المصرية - جامعة الأزهر كلية التجارة - سنة 2019
- 80- **حيدر عبد المنعم عزيز** - استراتيجية البنك المركزي العراقي (2016-2022) ودورها المرتقب في تعزيز الاستقرار المالي - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - عدد 61 - سنة 2019
- 81- **محمود صالح عطية** - تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة الى سوق العراق - مجلة ديالى -العدد 54 - سنة 2012
- 82- **عاد بوشلوش** - دور متغيرات السياسة المالية في استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية - مجلة معارف - جامعة البويرة-عدد20- جوان 2016
- 83- **دريش زهرة .قادري علاء الدين .نمر محمد الخطيب .** - دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية2013 -2019 - ماليزيا نمودجا - المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية -المجلد 06- عدد 02 - سنة 2019

قائمة المراجع

- 84- **نمارق قاسم حسين** - قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية - دراسة لتجربتي مصر واليابان مع إشارة خاصة للعراق للفترة 1990-2015 - أطروحة دكتوراه - جامعة كربلاء - سنة 2017
- 85- **احمد محمد فرحات** - دراسة العلاقة بين تحركات الأسهم والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية - دراسة تطبيقية - المحلة العلمية لقطاع كليات التجارة-جامعة الازهر- المجلد 07 - عدد 02- سنة 2010
- 86- **حيدر عبد المنعم عزيز** - استراتيجية البنك العراقي 2016-2022 ودورها في تعزيز الاستقرار المالي - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - عدد 21- سنة 2019
- 87- **بوشنين ليلي** - قياس استقرار النظام المالي الجزائري باستخدام مؤشر تجميعي مقترح للفترة (2003 - 2017) - مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - مجلد 20- عدد 01- ديسمبر 2020
- 88- **سليمة خوالدي، محمد رضا بوسنة** - تقييم وضعية الاستقرار المالي في الجزائر وفق منهجية المؤشر التجميعي خلال الفترة 1996- 2017 -مجلة البحوث الاقتصادية والمالية - المجلد 10- العدد 01 - جوان 2023
- 89- **إبراهيم عدلي** - بناء مؤشر مركب للحوكمة في الجزائر باستخدام طريقة التحليل إلى مركبات أساسية - مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية المجلد 08، العدد - 01 مارس 2021
- 90- **سحر حنفي محمود إسماعيل** - في الهيمنة الاقتصادية والسياسية للولايات المتحدة الأمريكية - مجلة دراسات مالية، محاسبية وجبائية - المجلد 02 - عدد 02 - ديسمبر 2022
- 91- **بلعريف رشيد** - استراتيجية الهيمنة الأمريكية العالمية :الأدوات والتداعيات - الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 14 ، العدد 01 - 2022
- 92- **عبد الكريم محمود عبد** - القدرة التنافسية الأمريكية بين حرية التجارة وحمايتها - مجلة كلية بغداد العلوم الاقتصادية الجامعة - عدد 22 - 2009 ص 52
- 93- **حناش الياس، بوزرب خيرالدين** - أثر هيمنة الولايات المتحدة على النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية 2008: أي مفارقة؟ - مجلة أوراق اقتصادية- العدد 1- ديسمبر 2017
- 94- **فريجة حسين، فريجة محمد هشام**، - الأزمة المالية العالمية، الجذور، الأسباب والآثار، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 13 ، ديسمبر 2015،
- 95- **رملي محمد - وسعي رابح** - الأزمة الاقتصادية العالمية 1929 والأزمة المالية العالمية 2008 - نظرة تحليلية لتطور الفكر الاقتصادي العالمي مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة - مجلد 03- عدد 01-2019
- 96- **تقرير صندوق النقد العربي** - الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية - صندوق النقد العربي- ديسمبر 2008
- 97- **عطية عزالدين، عبد الله شكة، قتال عبد العزيز** - دور الالتزام بمبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية في ظل عولمة الأزمات المالية - قياس أثر الأزمة المالية 2008 على مجموعة سامبا المالية - مجلة التنمية الاقتصادية - جامعة الشهيد حمه لخضر- الوادي، المجلد 3 العدد 5 - جوان 2018

قائمة المراجع

- 98- **روابع عبد الرحمان** -الأزمة المالية والاقتصادية العالمية " أزمة الرهن العقاري" - مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية - مجلد 04 - عدد 03 - سنة 2010 - جامعة زيان عاشور بالجلفة
- 99- **عمر حجان، لحسن عقومة، سفيان بن عبد العزيز** -انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على الحركة التجارية العالمية (بعد 10 سنوات من الأزمة 2008-2018) - مجلة اقتصاد المال والعمال- مجلد 04 عدد 01 جوان 2019
- 100- **حناش الياس، بوزرب خيرالدين** - أثر هيمنة الولايات المتحدة على النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية 2008 اي مفارقة - مجلة أوراق اقتصادية - العدد 01 - ديسمبر 2017
- 101- **علي فريد عبد كريم** - الأزمة المالية العالمية وخطة الإنقاذ الأمريكية - البنك المركزي - المديرية العامة للاستثمارات - قسم ادارة المخاطر
- 102- **عبد الهادي يموت** - الازمات المالية العالمية ودور التضامن العربي في تخفيف آثارها -إدارة البحوث- اتحاد المصارف العربية 2011
- 103- **مثنى عبد الإله الوائلي** - الاقتصاد الياباني -دروس وخبرات - أكاديمية العلاقات الدولية - إسطنبول - 2021
- 104- **عبد الحليم فضل الله** - دروس من أزمة اليابان في التسعينات: الإصلاح أولاً.. - المركز الاستشاري للدراسات والتوثيق - 2008/11/29
- 105- **أحمد بلوافي - عبد الرزاق بلعباس** - سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي - دراسات اقتصادية إسلامية - المجلد 61 - العدد 2 - مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي 2010
- 106- **حسن الحاج** - التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد - سبتمبر 2018 - اتحاد شركات الاستثمار - Industry Building Kuwait Chamber of Commerce
- 107- **وفاء المهداوي، احمد جاسم محمد** - الاقتصاد الصيني ومنهج التدرج في التحول نحو اقتصاد السوق سياسات ومؤشرات- المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - السنة 10 - عدد 33 - سنة 2012
- 108- **احمد فاروق عباس- التجربة التنموية في الصين، الواقع والتحديات** - المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة، جامعة الازهر - سنة 2019
- 109- **أمين حواس** - فهم معجزة النمو الاقتصادي في الصين - مجلة دراسات وابحث - عدد 27- السنة 09 - جوان 2017
- 110- **فاخر عبد الستار حيدر** - الإصلاحات الاقتصادية في الصين- المجلة المصرية للتنمية والتخطيط - مجلد 8، العدد 1، يونيو 2000
- 111- **احمد فاروق عباس- التجربة التنموية في الصين، الواقع والتحديات** - المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة، جامعة الازهر - سنة 2019
- 112- **علا السيد السيد** - الدروس المستفادة من تجربة الصين في التعامل مع سعر الصرف - المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية - المجلد 12- عدد 01 -2021

قائمة المراجع

113- **عليه - قياس** فعالية سياسة تخفيض سعر الصرف الاسمي لليوان مقابل الدولار في دعم صادرات الصين دراسة
قياسية خلال الفترة (200-2020) - الافاق للدراسات الاقتصادية - المجلد 07 العدد 02 - سنة 2022

114- **سالم حسين، رحيموني سارة** - ملامح بروز الصين كقوة اقتصادية في النظام الدولي - مجلة الاستاذ الباحث للدراسات
القانونية والسياسية - المجلد 07- العدد 02 - ديسمبر 2022

❖ المواقع الإلكترونية باللغة العربية:

- 1- **إكرامي عبد الله** - مكافحة الانكماش بأسعار الفائدة.. 3 دول سلبية و22 صفرية و13 دولة -الاقتصادية - الموقع الإلكتروني https://www.aleqt.com/2021/01/15/article_2013511.html
-تاريخ النشر 2021-01-15 تاريخ الاطلاع 2021-11-27
- 1- **حسين البطراوي** - البنوك المركزية تبدأ في تجربة أسعار الفائدة السالبة لتحفيز الاقتصاد بهدف التصدي لضعف النمو منذ
الأزمة المالية العالمية 2008 - الموقع الإلكتروني المجلة <https://arb.majalla.com/node/87291/1> تاريخ النشر 02-05-
2020 تاريخ الاطلاع 2021-11-27
- 2- **الرابحون والخاسرون من قرار فرض الفائدة السالبة من طرف المصرف الوطني السويسري** - الموقع
الإلكتروني / <https://www.swissinfo.ch/ara/busseness> تاريخ النشر 2020-03-09 تاريخ الاطلاع 2021-10-26
- 3- **حامد عبد الحسین الجبوري** - الفائدة السالبة مفهوما وتأثيرا وتطبيقا - الموقع
الإلكتروني <https://annabaa.org/arabic/authorsarticles/7454> تاريخ النشر 09-آب-2016 تاريخ الاطلاع 2021-10-26
- 4- **ما هو التفسير الكمي للموقع الإلكتروني للعربي** - <https://www.alarabiya.net/aswaq/economic-terms> تاريخ
النشر 2020-07-23 - تاريخ الاطلاع 2021-09-25
- 5- **موقع صندوق النقد الدولي، مؤشرات السلامة المالية**
- 6- **Bank scope (2000-14) و (Bureau van Dijk (BvD, Orbis (2015-21)**
- 7- **صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات**
- 8- **صندوق النقد الدولي، والإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات الموضوع القطاع المالي، 1**
- 9- **صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات**
- 10- **الإحصاءات المالية الدولية (IFS)، صندوق النقد الدولي (IMF)**
- 11- **البنك الدولي**
- 12- **الإحصاءات المالية الدولية (IFS)، صندوق النقد الدولي (IMF)**
- 13- **صندوق النقد الدولي، والكتاب السنوي لإحصاءات ميزان المدفوعات وملفات البيانات، وتقديرات الناتج المحلي الإجمالي للبنك
الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.**
- 14- **<https://tokyo.embassy.qa/> وزارة الخارجية - دولة قطر © 2018**
- 15- **قاعدة بيانات الاتحاد العالمي للبورصات.**
- 16- **Global Stock Markets Factbook، Standard & Poor's وبيانات S&P التكميلية.**
- 17- **صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات.**
- 18- **البنك الدولي**
- 19- **إسوار براساد - الصين: عثرات على الطريق، لكن السقوط أمر مستبعد - مجلة التمويل والتنمية - صندوق النقد الدولي
ديسمبر 2023 الموقع الإلكتروني- <https://www.imf.org/ar/Publications/fandd/issues/2023/12/China-bumpy>
path-Eswar-Prasad**
- 20- **راتنا ساماي، جيمس والش - تحسين الاستقرار المالي في الصين - مدونة صندوق النقد الدولي-رؤى وتحليلات في شؤون
الاقتصاد والتمويل 2017-12-06 الموقع الإلكتروني IMFBlog/ <https://blogs.imf.org>**

قائمة المراجع

- 21- هشام محمود - هل يفقد فخ اليوان الصيني الدول النامية استقلاليتها؟ الموقع الإلكتروني الاقتصادية - https://www.aleqt.com/2024/02/27/article_2703856.html تاريخ النشر 27 فبراير 2024
- 22- أسماء الخولي - التحوط ضد الصدمات: هل تمهد الصين لحرب تجارية بتخزين السلع والمعادن الاستراتيجية؟ الموقع الإلكتروني المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة تاريخ النشر 05 يونيو، 2024

❖ المراجع باللغات الأجنبية:

- 1- **Thierry Warin** - Monetary Policy: From Theory to Practices - MIDDLEBURY COLLEGE ECONOMICS DISCUSSION PAPER NO. 05-08 - June 2005
- 2- **Lino Galiana**- Aux limites des politiques monétaires - Les Journées de l'économie-Idees économiques et sociales (N°180) juin 2015
- 3- **Giovanni Dell'Ariccia, Pau Rabanal, Damiano Sandri** -Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom - Huchons Center Working Paper 48- October 2018
- 4- **Gregory George** -l'examen des politique monétaires d'assouplissement- quantitative -travail de bachelor réalisé en vue d'obtention du Bachelor HES- Haute école de gestion- Geneve-19-08-2016.
- 5- **Kada AKACEM, Asma SELKA** - Les Politiques Monétaires Dans Le Monde Avant Et Apres
- 6- La Crise Financière Et Economique Mondiale De 2008. - Recherches économiques et managériale – N° 18 – Décembre 2015-
- 7- **Arvind krishnamurthy, annettevissing-jorgensen** -The Effects of Quantitative Easing
- 8- on Interest Rates: Channels and Implications for Policy - Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011- 218
- 9- **Michael Joyce** -The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact -Bank of England Quarterly Bulletin- Quarterly Bulletin 2011 Q3
- 10- **Maria Demertzis and Guntram B. Wolf** - What impact does the ECB's quantitative easing policy have on bank profitability? -Bruegel Policy Contribution- Issue n°20- 2016- Brussels
- 11- **Malindi Msoni** - The Impact of Quantitative Easing on Capital Flows to the BRICS Economies - university of the western cape-juin 2018
- 12- **Giovanni Bernardo, Josh Ryan-Collins and Richard A. Werner** -UK QE reconsidered: the real economy effects of monetary policy in the UK, 1990-2012 – an empirical analysis - Centre for Banking, Finance and Sustainable Development-university of Southampton- 1 July 2013
- 13- **Christophe blot et others** -the quantitative easing experience: worth a try -ofce briefing paper- n 10 / 27- 04-2015
- 14- **Robert Lavigne, Subrata Sarker et Garima Vasishtha** - Assouplissement quantitatif et effets de débordement sur les marchés émergents - Revue de la Banque du Canada • automne 2014
- 15- **Eric Huang , matthieu laurin** - Evaluation and comparison of the quantitative easing programs of the US and UK :Macroeconomic and currency market effect - Western Undergraduate Economics Review – western social science -2017
- 16- **Jens H. E. Christensen, James M. Gillan** -Does Quantitative Easing Affect Market Liquidity- Federal Reserve Bank of San Francisco - Working Paper 2013/26 - december 2019
- 17- **Timothy Sharpe ,Martin Watts** - Unconventional Monetary Policy in the UK: A Modern Money Critique - Economic Issues - Vol. 18 - Part 2 - 2013
- 18- **Devraj Patil ,Nitya Chutani** - NEGATIVE INTEREST RATE POLICY - GOKHALE INSTITUTE OF POLITICS AND ECONOMICS- conference paper October 2017
- 19- **Christophe Blot , Paul Hubert** - CAUSES ET CONSÉQUENCES DES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS - Revue de l'OFCE, 148 (2016)
- 20- **Anand, Abhishek and Chakraborty, Lekha S** -Impact of Negative Interest Rate policy on Emerging Asian markets: An Empirical Investigation "Munich Personal RePEc Archive -Harvard, NIPFP - 2019
- 21- **Selva Demiralp, Jens Eisenschmidt, Thomas Vlassopoulos** - Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area - ECB Working Paper Series No 2283 / May 2019

قائمة المراجع

- 22- **Carlos Arteta and others** - Negative Interest Rate Policies- Sources and Implications -Policy Research Working Paper 7791- world bank group Development Economics Development Prospects Group -August 2016
- 23- **Stefan Angrick and Naoko Nemoto** - CENTRAL BANKING BELOW ZERO: THE IMPLEMENTATION OF NEGATIVE INTEREST RATES IN EUROPE AND JAPAN -Asian Development Bank Institute- No. 740 -May 2017
- 24- **Andreas (Andy) Jobst and HuidanLin** - Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area - IMF Working Paper European Department - August 2016
- 25- **Gauti B. Eggertsson and others** - NEGATIVE NOMINAL INTEREST RATES AND THE BANK LENDING CHANNEL "NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH-Cambridge - January 2019
- 26- **Cyriaque Guillauminand Helene Raymond-feingold** - la guerre des monnaies – un jeu déstabilisant ? centre de recherche en économie – Grenoble – n 2016-02 décembre 2016
- 27- **Jacques Mistrat** - guerre et paix entre les monnaies - Fayard -2014
- 28- ¹**BERTRAND BALNCHETON** Chronique d'histoire financière : LAGUERRE DES MONNAIES A 100 ANS ! - REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE – N 119/2015
- 29- **BECHIR Sabiha, BOUMOULA Samir** - Une contribution d'analyse du phénomène "guerre des monnaies" A Contribution analysis of currency war phenomenon - Journal of Economics and Management Vol:02 N°:06 (2018)
- 30- **Jacques MISTRAL** - L'AVENIR DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ET LA QUESTION DES MONNAIES DE RÉSERVE Centre des Études économiques Jacques MISTRAL Réflexions sur le dollar, l'euro, le renminbi et le DTS « Centre des Études économiques - Bruxelles – Belgique-2011
- 31- **Lorenzo Nalin, Giuliano Toshiro Yajima** - Balance Sheet Effects of a Currency Devaluation: A Stock-Flow Consistent Framework for Mexico – levy economics institute of bard college - A Working Paper No. 980- December 2020
- 32- **Richard N Cooper** - Currency Devaluation in Developing Countries: A Cross-sectional Assessment - Working Paper - Center Discussion Paper, No. 72 - July, 1969
- 33- **Chaker Aloui &Haïthem Sassi** - RÉGIME DE CHANGE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE : UNE INVESTIGATION EMPIRIQUE - Économie internationale 104 (2005),
- 34- **Jacquemot Pierre** - Rôle du taux de change dans l'ajustement d'une économie à faible revenu. Une revue de la littérature récente. In: Tiers-Monde - tome 30 - n°118 - 1989
- 35- **Mark carmey** - L'évolution de system monétaire Mondiale -gouverneur de la banque centrale du canada Discours prononcé devant la Foreign Policy Association New York le 19 novembre 2009
- 36- **Adebayo Mohammed Ojuolape ,Hammed Agboola Yusuf, MoshoodAlabi** -THE EFFECTS OF CURRENCY DEVALUATION ON OUTPUT GROWTH INDEVELOPING ECONOMIES WITH CURRENCY CRISES -International Journal of Economic Research · December 2015
- 37- **Austin Mwange, Alex Chola Kafwabulula, Muganhu Marebesa** - Explaining The Fundamentals of Financial Markets: A Theoretical Review - Research Journal of Finance and Accounting · November 2022
- 38- ¹**Austin Mwange and others** - Explaining The Fundamentals of Financial Markets: A Theoretical Review - Research Journal of Finance and Accounting - Vol.13, No.20 - 2022
- 39- **Ercan ekmekcioglu** - Role of Finance Markets in a Global Economy and the Concept of Uncertainty - NTERNATIONAL JOURNAL OF ACADEMIC RESEARCH IN ECONOMICS AND MANAGEMENT SCIENCES Vol. 2 , No. 4 - 2013
- 40- ¹**Randall Dodd** -What Are Money Markets? - Finance & Development - June 2012
- 41- **Mohamed Yazid BOUMGHAR, HÉLA MINIAOUI, Mounir SMIDA** - LA STABILITE FINANCIERE, UNE MISSION POUR LA BANQUE CENTRALE ?- Les Cahiers du CREAD n°87/2009
- 42- **Frederic S Mishkin** - Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the Risk USA 2007 Conference, New York, 5 November 2007.
- 43- **Andrieş, Alin Marius** -THE IMPORTANCE OF CAPITAL MARKET IN ECONOMY - Centre for European Studies - CES Working Papers2009
- 44- **Ovidiu STOICA** - THE ROLE OF THE CAPITAL MARKET IN THE ECONOMIC DEVELOPMENT - SSRN Electronic Journal · January 2002
- 45- **Garry J. Schinasi** -Defining Financial Stability - International Monetary Fund - IMF Working Paper WP/04/187 - October 2004

قائمة المراجع

- 46- **Frederic S. Mishkin** - The causes and propagation of financial instability: lessons for policy makers - Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City 1997
- 47- **V. sundararajan, , Charles Enoch and others** - Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices International Monetary Fund – Washington DC - OCCASIONAL PAPER 2002
- 48- **Verlis C. Morris** - Measuring and Forecasting Financial Stability: The Composition of an Aggregate Financial Stability Index for Jamaica - Financial Stability Department Bank of Jamaica August 2010
- 49- **Michael Freudenberg** - COMPOSITE INDICATORS OF COUNTRY PERFORMANCE: A CRITICAL ASSESSMENT- OECD Science, Technology and Industry Working Papers- 2003/16
- 50- **Matteo Mazziotta, Adriano Pareto** METHODS FOR CONSTRUCTING COMPOSITE INDICES: ONE FOR ALL OR ALL FOR ONE?- Rivista Italiana di Economia Demografia e Statistica Volume LXVII n. 2 April-2013
- 51- **Michela Nardo, Michaela Saisana, Andrea Saltelli, Stefano Tarantola** - Handbook on Constructing Composite Indicators and User Guide - The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) - September 2008
- 52- **Rowena Jacobs, Peter Smith, Maria Goddard** - Measuring performance: An examination of composite performance indicators A report for the Department of Health - Centre for Health Economics- University of York - March 2004
- 53- **Michela Nardo, Michaela Saisana, Andrea Saltelli & Stefano Tarantola** -Tools for Composite Indicators Building- Institute for the Protection and Security of the Citizen Econometrics and Statistical Support to Antifraud Unit Italy – 2005
- 54- **Nadia Farrugia** -CONCEPTUAL ISSUES IN CONSTRUCTING COMPOSITE INDICES- Occasional Papers on Islands and Small States- ISLANDS AND SMALL STATES INSTITUTE - No 2-2007
- 55- **Silvia Terzi, Adrian Otoi, Elena Grimaccia, Matteo Mazziotta, Adriano Pareto** - OPEN ISSUES IN COMPOSITE INDICATORS A Starting Point and a Reference on Some State-of-the-Art Issues - Università degli Studi Roma Tre Dipartimento di Economia- n. 3, february 2021
- 56- **Apriliani Gustiana¹ • Nasrudin²** - Evaluating Financial System Stability Using Heatmap from Aggregate Financial Stability Index with Change Point Analysis Approach - Asia-Pacific Financial Markets (2021) 28:367–396
- 57- **Peter Behr** - Outline of the U.S. Economy - Bureau of International Information Programs - 2012 Updated Edition
- 58- **ANTON BRENDER, FLORENCE PISANI** - THE AMERICAN ECONOMY - A EUROPEAN VIEW - CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES (CEPS) BRUSSELS - Editions La Découverte, Paris 2018,
- 59- **Timothy Q. Cook and Robert K. Laroche** -INSTRUMENTS OF THE MONEY MARKET -Federal Reserve Bank of Richmond Richmond, Virginia 1998
- 60- **Diana Raedle** - Understanding the U.S. Capital Market Structure for Capital Raising Success - Deer Isle Group –
- 61- **Wim Naudé** - The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER) Helsinki, Finland -Discussion Paper No. 2009/01 - January 2009 -
- 62- **MATTHEW ROBINO** « THE EFFECT OF QUANTITATIVE EASING IN THE UNITED STATES implication for future central bank policy makers –JAMES MADISON UNIVERSITY-J M U- stability common- spring 2015
- 63- **autri chanda** - global Financial crises of 2008 and its Impact – term paper- university of Dhaka – 2018
- 64- **Fukunari Kimura** - Japan's Model of Economic Development Relevant and Nonrelevant Elements for Developing Economies - United Nations University (UNU), World Institute for Development Economics Research (WIDER) - Research Paper No. 2009/22 April 2009
- 65- **Masato Shizume** - Historical Evolution of Monetary Policy (Goals and Instruments) in Japan: From the Central Bank of an Emerging Economy to the Central Bank of a Mature Economy - Waseda Institute of Political Economy Waseda University Tokyo, Japan - Working Paper Series No. E1803 May 2018
- 66- **Sato Mitsuo** - Le marché financier japonais -Revue d'économie financière, n°10, 1989

قائمة المراجع

- 67- **STEPHEN H. AxILROD** - THE JAPANESE CAPITAL MARKETS – FOREWORD - Published by Penn Carey Law: Legal Scholarship Repository, 2014
- 68- **Camille Macaire** - Le développement financier chinois : des précautions d'hier aux dangers d'aujourd'hui - Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2020
- 69- **Thomas CARRÉ, Zilan HUANG, Florian SURRE** - Évolution des marchés financiers chinois - Direction générale du Trésor - ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique - n° 319 Décembre 2022
- 70- International Monetary Fund. (2019). People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation (IMF Country Report No. 19/266). International Monetary Fund.
- 71- International Monetary Fund. (2019). People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China. IMF Country Report No. 19/266.

❖ المواقع الإلكترونية باللغة الأجنبية:

- 1- الموقع الإلكتروني <https://www.ig.com/fr/glossaire-trading/quantitative-easing-definition> تاريخ الاطلاع 2021-09-24
- 2- الموقع الإلكتروني <https://www.forbes.com/advisor/investing/quantitative-easing-qe/> - Anna-Louise Jackson, Benjamin Curry - quantitative easing explained تاريخ 2021-09-24
- 3- الموقع الإلكتروني https://www.economicsonline.co.uk/Global_economics/Quantitative_easing.html تاريخ النشر 2020-01-27 تاريخ الاطلاع 2021-09-24
- 4- **Chris Martin** - A very large gamble: evidence on Quantitative Easing in the US and UK - An IPR Policy Brief reviewing the impact of Quantitative Easing on financial markets - Institute for Policy Research - Department of Economics, University of Bath - UK <https://www.bath.ac.uk/publications/a-very-large-gamble-evidence-on-quantitative-easing-in-the-us-and-uk/> الموقع الإلكتروني تاريخ 2021-10-02
- 5- **MATTHEW JOHNSTON** - How Negative Interest Rates Work - <https://www.investopedia.com/articles/investing/070915/how-negative-interest-rates-work.asp> تاريخ النشر 2021-04-29 تاريخ الاطلاع 2021-10-16
- 6- **ADAM HAYES** - Negative Interest Rate Policy (NIRP) Definition - <https://www.investopedia.com/terms/n/negative-interest-rate-policy-nirp.asp> تاريخ النشر 2021-09-30 تاريخ الاطلاع 2021-11-18
- 7- **Yuanxin (Amy) Yang Alcocer** - Negative Interest Rates: Definition & History <https://study.com/academy/lesson/negative-interest-rates-definition-history.html#> الموقع الإلكتروني
- 8- **James chen** - quantitative easing 2 Q2- <https://www.investopedia.com> Updated Feb 6, 2021 تاريخ الاطلاع 2021-02-19
- 9- **CFI** www.corporatefinanceinstitute.com « quantitative easing2 Q2 » تاريخ الاطلاع 2021-02-20
- 10- **Alexander rodmanyansky ,olivier darmouni** « the effects of quantitative easing on bank, lending behavior » www.gsb.columbia.edu تاريخ الاطلاع 2021-02-20
- 11- **Rédigé par DG Trésor** - Panorama du système financier japonais, évolutions, enjeux et vulnérabilités - Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie Ministère chargé du Budget et des Comptes publics - Publié le 24 janvier 2019 <https://www.economie.gouv.fr/> الموقع الإلكتروني
- 12- Bank of Japan. (2016, February 3). Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate". <https://www.boj.or.jp>
- 13- **Gaston Gelos** - The Evidence Is in on Negative Interest Rate Policies - <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/03/03/blog-the-evidence-is-in-on-negative-interest-rate-policies> March 3, 2021
- 14- **Spencer feingold** - japan ends era of negative interest rates, a chief economist explains – world economic forum <https://www.weforum.org/stories/2024/03/japan-ends-negative-interest-rates-economy-monetary-policy/> الموقع الإلكتروني Mar 26, 2024
- 15- **Daniel Kurt** “ what is the QE3 quantitative easing ”updated 12-11-2020 www.investopesdia.com تاريخ الاطلاع 2021-02-20

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق 1: بيانات مؤشرات النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 2000-2020

Indicator	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
1	Bank capital to total assets (%)	8.5	9	9.28	9.3.9	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	9.8.3	
2	Bank non-performing loans to gross assets (%)	3.3	3.3	3.4	3.3	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	0.00000001	
3	Bank credit to bank deposits (%)	77.544	76.3257	75.83255	77.9679	81.6787	83.22308	82.89767	80.17588	75.93935	83.8285	86.47283	83.83346	61.5783	68.5149	68.7283	62.77135	63.8359	63.97555	64.47344	63.73884	53.833
4	Bank liquid assets to total assets (%)	12.4	12.9	13	13	13.2	12.8	13	12.8	13.8	13.9	14.78988	14.885283	14.588655	14.481585	14.385415	14.33736	14.383882	14.532887	14.774718	14.68582	16.27638
5	Liquid assets to deposits and short-term funding (%)	17.8853	18.2829	18.46331	18.6888	18.8943	18.8425	18.5859	22.6912	27.3133	18.65672	18.57828	18.64772	20.86763	21.88713	21.26862	18.72345	19.88821	20.38588	18.55586	17.93255	24.6584
6	Deposit money bank's assets to GDP (%)	55.3483	56.24887	56.71248	57.86274	58.53438	61.13329	61.97829	65.62575	68.4236	62.74464	68.83333	59.3956	54.2987	58.27873	59.28862	68.82715	63.93381	63.83388	63.22481	64.83881	74.38846
7	Central bank assets to GDP (%)	4.991737	5.233883	5.758932	5.839348	5.875478	5.78762	5.63738	5.18766	3.222885	5.38879	6.788487	10.75287	10.22588	13.34495	14.85425	13.54341	13.2856	12.62562	10.94128	10.5388	22.48887
8	Bank deposits to GDP (%)	63.35723	65.73482	66.38243	66.8372	65.48288	66.58285	68.87382	74.33477	78.63387	84.44588	78.63882	88.34418	81.83248	81.28218	81.88586	81.38542	82.88811	82.21534	88.88787	84.53532	101.2369
9	Bank 2-year	27.8278	28.67367	28.47478	28.43885	31.88982	31.73631	30.34383	38.54138	26.37435	38.85394	31.2325	33.6884	33.74886	33.82543	34.38872	34.3386	33.68888	33.62485	34.88322	35.18818	38.28841
10	Bank 1-year	33.7888	33.72133	33.8888	33.87233	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888	33.88888
11	Bank liquid assets to GDP (%)	18.534788	18.632739	18.448888	18.235888	18.548888	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488
12	Bank liquid assets to bank deposits (%)	0.78	0.7888888	0.8355788	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	
13	Bank liquid assets to GDP (%)	18.534788	18.632739	18.448888	18.235888	18.548888	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488	18.453488
14	Official exchange rate (ICU to US\$, per 100 US\$)	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
15	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
16	Current account balance (% of GDP)	-3.82	-3.72	-4.17	-4.56	-5.21	-6.75	-6.83	-6.3	-4.73	-2.63	-2.88	-3.53	-2.58	-2.82	-2.13	-2.34	-2.12	-1.85	-2.18	-2.2	-2.84
17	Bank in recession (%)	21.4818	21.12559	23.4535	23.3383	28.87455	29.88888	30.88888	34.88888	35.12787	35.88888	34.71887	35.62638	35.18337	35.88888	36.38888	42.38526	42.85125	41.48317	40.3512	38.72735	29.2829
18	Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	347.378882	33.2348882	381.348882	34.526888	33.637888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888	38.388888
19	GDP Expenditure by Indicators (annual % change)	1.8.128888	1.8.8424888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888	2.38624888
20	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
21	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
22	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
23	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
24	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
25	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
26	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
27	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
28	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
29	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
30	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
31	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
32	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
33	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
34	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
35	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
36	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
37	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
38	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
39	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
40	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
41	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.88883	52.17884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884	48.88884
42	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	48.9746	50.17256	50.34786	51.48782	53.38487	55.34673	57.37187	59.5888	59.5481	53.888											

sub ind ex	Weighting sub ind ex/year	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FSI	0,252	-0,734177	-0,2200618	-0,029524	-0,0389957	0,5180248	0,6366704	0,6390494	0,3668626	-0,08943746	1,4520085	1,9257055	2,1462375	2,0785548	2,3221065	2,5598108	2,7048293	2,7891853	2,8037457	3,0264514	3,4707808	4,2999338
PI1	0,224	-0,204875	-0,325533	-0,1079016	-0,4403532	1,1278904	-1,0375680	-1,0228629	-1,0035302	-1,3107863	1,0525355	0,3970293	0,2661695	0,5212493	0,4743519	1,5805359	1,3398120	0,9293791	1,7801024	0,5368760	1,8777363	1,9840108
FDI	0,214	1,0595805	1,3309332	1,7025645	1,5640714	1,4464605	1,5622095	1,8335554	2,285629	1,4069355	2,2835896	2,0047689	1,9314024	1,9653753	2,4301085	2,3641570	2,0938933	2,3239469	2,5701550	1,7883352	2,2356623	3,2009338
INDC1	0,209	0,0673154	-0,0503718	-0,0875125	0,235729	0,1302578	0,1228666	0,1598873	0,1644857	-0,3062007	0,23448514	0,14360236	0,1002365	0,1813669	0,2084978	0,4070306	0,58922156	0,6373152	0,5625254	1,5806539	0,5605810	0,9430338
AFI	1,0044788	0,2067110	0,2228816	0,4300284	0,3728802	0,3070795	0,4222955	0,4012895	-0,3423307	1,3734856	1,2598036	1,3221862	1,3661584	1,0041744	1,0420358	1,7688393	1,7037587	1,6956885	1,5402195	1,9530548	2,689947	

[illegible]

sub index	Weighting sub index/year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FDI	0,224	1,999.647	4,126.684	10,895.54	1,140.107	1,034.201	1,574.173	1,8.695.473	2,20.649.12	1,590.7645	1,529.7103	2,3.789.4412	2,6.351.024
FDI	0,206	4,173.5833	1,14.935.353	1,95.7094.00	1,61.9485	4,4.935.6703	4,5.112.9529	4,9.362.404	1,54.4110.4	1,425.6492	4,334.9009	0,1.234.4025	0,1.235.749
FDI	0,255	1,7571.647	1,10.012.94	1,2.549.02	2,4.624.62	1,976.2323	2,389.3534	2,3.100.734	2,30.059.02	1,731.6756	1,948.0064	1,1.225.5025	1,4.049.506
WBCI	0,235	1,5515.345	1,2.204.0025	1,3.813.931	1,5.3629.70	1,534.1407	1,4.955.4395	4,4.306.945	1,5.355.716	4,440.0047	4,4.063.5365	1,5.658.2953	1,2.363.236
FDI	0,255	1,952.083	4,14.093.524	1,16.027.17	1,4.100.028	1,3.95.0024	1,3.993.085	1,4.463.167	1,104.911.90	1,285.76204	1,3429.3451	1,1345.0100	1,10.2536.983

قائمة الملاحق

الملحق 9: بيانات مؤشرات النظام المالي للصين للفترة 2000-2021

Sub-indicator	Year	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EI	1 Bank capital to total assets (%)	5.2	5.2	5.2	3.8	4	4.4	5.1	5.7	6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	7.2	8.44	8.14	8.56	9.07	9.31	9.24	7.75
	2 Bank non-performing loans to gross loans (%)	22.4	28.79999	26	28.4	33.2	6.888888	7.899999	6.999999	2.488888	1.6	1.333333	0.862500	0.953674	1.999728	2.248734	1.573880	2.744793	2.744546	1.832948	1.862745	1.878625	1.834894
	3 Bank credit to bank deposits (%)	117.579	108.6475	109.3878	117.5464	106.6261	108.2852	107.8807	105.8798	140.3712	134.8857	146.6481	136.6488	131.4572	121.2872	117.3517	106.7518	111.9894	111.2155	170.781	172.3447	181.9526	137.8819
	4 Bank liquid assets to total assets (%)	32.8	32.8	32.8	32.8	32.8	2.5	4.9	8.4	32	32.4	35.38	32.71	33.25	32.29	33.38	33.45	33.28	33.65	34.2	34.84	34.7	35.75
	5 Liquid assets to deposits and short-term borrowings (%)	38.27886	38.28323	38.03834	37.73685	37.57838	38.47046	34.88635	38.73723	22.36756	18.23663	35.59435	38.76877	25.47883	22.25448	26.83842	35.68849	33.94345	32.38219	29.28487	38.54722	38.6287	38.88791
	6 Deposits to money banks' assets to GDP (%)	118.3856	118.8389	128.4648	119.64856	129.9802	122.2845	119.4745	116.5852	111.4583	115.3128	117.7129	113.2762	119.5387	144.8387	151.2689	168.5785	179.2077	201.1123	186.5857	206.5384	218.7431	214.2289
	7 Central bank assets to GDP (%)	1.688373	2.72226	2.52588	2.261125	1.978889	1.579744	1.331878	1.065078	5.887838	4.584488	3.747948	3.167388	2.847983	2.986638	2.881288	2.333128	2.857228	1.848883	1.683893	1.548848	1.584883	1.332633
	8 Bank deposits to GDP (%)	38.36129	39.81489	44.88544	46.88855	45.98566	44.38889	45.82588	45.7973	43.34883	52.58515	53.88623	49.88172	47.38288	47.88423	44.78513	49.83853	56.83842	56.88383	52.84836	52.58338	51.48284	48.83
	9 Bank 2-curve	28.23782	21.57558	28.88882	6.752125	9.585338	28.64838	28.28869	28.36638	29.71214	38.67485	28.88638	28.63889	29.78628	28.68847	28.26338	23.6885	21.8828	22.5863	23.28285	24.55732	24.44535	25.82787
FI	1 Inflation rate, non-weighted (annual %)	0.3478223	0.7187543	0.7128788	1.2278348	1.8348744	2.7842488	1.648418	4.8267676	5.525233	7.7818254	7.552475	5.518888	2.6382418	2.627888	2.9276438	2.4378238	2.8888888	1.981136	2.9247884	2.8882428	2.4284288	1.9881254
	2 Net and money (% of GDP)	115.588426	141.188628	145.288245	153.588893	148.78855	151.888884	157.488532	148.378887	148.378887	175.881178	171.628877	174.527772	188.878884	186.68817	188.878882	202.11388	207.678788	201.488288	205.838878	207.888547	211.888388	203.817873
	3 Net and money to total reserves ratio	0.5615889	0.5873883	0.5888385	0.5253732	0.7888883	0.5548888	0.8388888	0.4284882	0.4788882	1.6488882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882	1.6788882
	4 Short-term debt (% of total assets)	1.6251887	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888	1.5848888
	5 Liquid liabilities to GDP (%)	115.5884	141.1886	145.2882	153.5889	151.8889	151.8889	151.8889	151.8889	151.8889	175.8812	171.6289	174.5278	188.8789	186.6882	188.8789	202.1139	207.6789	201.4883	205.8389	207.8886	211.8884	203.8179
	6 Official exchange rate of CNY to US dollar (annual %)	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427	0.2788427
	7 Private credit by deposit money banks to GDP (%)	111.8182	118.8388	127.2895	127.5224	118.5233	121.8873	128.2878	125.784	181.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887	174.8887
	8 Current account balance (% of GDP)	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888	1.8888888
	9 Bank concentration (%)	34.25451	46.28192	42.2344	49.64882	71.48777	78.28888	74.58888	78.28888	78.28888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888	68.88888
FDI	1 Net foreign capital inflows to total domestic companies (% of GDP)	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888	28.88888
	2 GDP Growth rate (annual % of change)	9.888888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888
	3 Financial system deposits to GDP (%)	38.36129	39.81489	44.88544	46.88855	45.98566	44.38889	45.82588	45.7973	43.34883	52.58515	53.88623	49.88172	47.38288	47.88423	44.78513	49.83853	56.83842	56.88383	52.84836	52.58338	51.48284	48.83
	4 Interest rate spread	3.6	3.6	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33
	5 Short-term debt to total value of Net FDI	62.13	34.35	23	23.37	26.35	27.36	42.31	27.6	85	253.48	235.68	88.38	58.82	88.43	21.436	355.52	362.86	138.91	94.87	127.8	275.83	226.48
NEO	1 GDP growth	4.888888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888	10.48888
	2 Inflation rate, non-weighted (annual %)	1.4335263	0.8657826	1.8878888	1.8358428	1.5788888	4.1875738	4.2877482	4.8888888	4.8888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888	5.5888888

الملحق 10: بيانات مؤشرات النظام المالي للصين للفترة 2000-2021

بعد التطبيق

Sub-indicator	Year	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EI	1 Bank capital to total assets (%)	0.25488348	0.25488348	0	0.8162874	0.8888888	0.22593488	0.3448258	0.8887485	0.3367877	0.3266787	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877	0.3267877
	2 Bank non-performing loans to gross loans (%)	0.7494882	0	0.8888834	0.8742253	0.4245878	0.2837218	0.2187218	0.3818754	0.881218	0.8248882	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874	0.8882874
	3 Bank credit to bank deposits (%)	0	0.7254882	0.5225281	0.4288884	0.3123488	0.3388444	0.228888	0.2728888	0.788825	0	0.3218248	0.4288884	0.8884884	0.8452222	0.8788887	0.8752217	1.4288888	0.4888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888
	4 Bank liquid assets to total assets (%)	0.76	0.7778888	0.7778888	0.7778888	0.7778888	0	0.8888888	0.4288888	0.7888888	0.6788888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888	0.7888888
	5 Liquid assets to deposits and short-term borrowings (%)	0	0.3283485	0.2458881	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888
	6 Deposits to money banks' assets to GDP (%)	0.8848888	0.8788888	0.8888888	0.8848888	0.8728888	0.8888888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888	0.8728888
	7 Central bank assets to GDP (%)	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888	0.8758888
	8 Bank deposits to GDP (%)	0	0.8788888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888
	9 Bank 2-curve	0.6278888	0.1248888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888	0.8848888
FI	1 Inflation rate, non-weighted (annual %)	0.3828888	0.2788888	0	0.2788888	0.8848888	0.7888888	0.3578888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888
	2 Net and money (% of GDP)	0	0.7824888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888	0.2884888
	3 Net and money to total reserves ratio	0.8888888	0.7888888	0.5284272	0.3784248	0.2782288	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888	0.3818888
	4 Short-term debt (% of total assets)	0	0.5287888	0.	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888	0.3888888
FCI	1 Official exchange rate (LCU per US\$, ex-ante average)	0	0.8991255	0.5284888	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255	0.8991255
	2 Credit to and by deposit money banks to GDP (%)	0.2225955	0.8748888	0.8888888	0.2888888	0.2478888	0.2228888	0.8888888	0.4488888	0	0.2778888	0.3888888	0.8888888	0.3388888	0.4888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888
	3 Current account balance (% of GDP)	0.2555281	0.2458888	0.2588888	0.2458888	0.2458888	0.2588888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
	4 Bank concentration ratio	0	0.8168888	0.2228888	0.3888888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
NEO	1 Market capitalization of listed firms net to economy (% of GDP)	0.3825888	0.2488888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888	0.3825888
	2 M2 (bank deposits and deposits in payment channels)	0.2258888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888	0.2488888
	3 Financial system deposits to GDP (%)	0	0.8788888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888	0.8888888
	4 Net credit to gross fixed capital formation (% of GDP)	0	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
FCI	1 Net credit to gross fixed capital formation (% of GDP)	0.2258888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
	2 Net credit to gross fixed capital formation (% of GDP)	0.2258888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
	3 Net credit to gross fixed capital formation (% of GDP)	0.2258888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
NEO	1 Net credit to gross fixed capital formation (% of GDP)	0.2258888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
	2 Net credit to gross fixed capital formation (% of GDP)	0.2258888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888
	3 Net credit to gross fixed capital formation (% of GDP)	0.2258888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888	0.2458888

قائمة الملاحق

الملحق 11: بيانات مؤشرات النظام المالي للصين للفترة 2000-2021

بعد التطبيق وإدخال إشارة التأثير

sub-indicator	unit	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FSI	1	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	2	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	3	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	4	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	5	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	6	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	7	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	8	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	9	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
FII	1	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	2	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	3	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	4	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	5	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	6	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	7	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	8	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	9	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
FDI	1	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	2	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	3	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	4	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	5	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	6	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	7	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	8	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	9	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
NEO	1	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834
	2	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834	0.254834

الملحق 12: قيم المؤشر التجميعي والمؤشرات الفرعية للاستقرار المالي المرجح بالأوزان للصين

للفترة 2000-2021

sub-indicator	Weight (g sub index/year)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FSI	0.271	-0.9447005	-0.4044184	0.3251804	0.2041158	0.5841454	0.6607277	0.94074705	2.3107169	2.30769357	3.00121073	3.05593144	2.50164120	2.32316660	2.2071026	2.4937665	3.20851699	3.21078099	3.53535807	3.51294821	3.66107457	3.74470547	3.05469436
FII	0.290	-0.1004629	-0.0193301	0.71071707	-1.12624620	-1.23531853	-0.0430120	0.30106733	-0.0915110	0.25546125	0.34352216	0.20100039	0.10716019	-0.2034028	-0.36492157	0.6045601	1.09313073	1.10751640	0.75655932	-0.1064155	0.37401133	0.70105143	0.52119079
FDI	0.244	-0.4403217	-0.4975883	0.0701463	0.9342174	0.23601254	0.11051209	0.6350100	2.01960173	0.27162170	2.26531018	1.00174914	0.99233055	1.35919340	1.3215930	1.4041343	2.44631099	2.33944070	2.51061209	1.44220108	1.91601391	2.00144259	2.00102212
NEO	0.194	0.55153452	0.2204001	0.3813391	0.4536297	0.53414079	0.47554055	0.47006145	0.51519570	0.44400472	0.00639149	0.5650100	0.20653236	0.2167003	0.46916006	0.53791017	0.63964940	0.61057342	0.5500100	0.51071304	0.00569119	0.73104759	0.73104759
AFI		-0.20595321	-0.4244960	-0.0790134	0.0450125	-0.01371500	-0.16601215	0.0400100	1.1006457	0.6402107	1.410665	1.44102108	0.99010024	0.9934017	0.9591002	1.3093154	1.94071002	1.01061076	1.93601743	1.53001000	1.67120100	1.04501449	1.72104759