



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله  
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع: 2015/.....

القسم: علوم التسيير

الميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية و بنوك

مذكرة بعنوان:

دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية  
دراسة حالة: الأزمة المالية العالمية 2008-2009

مذكرة مكمله لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية و بنوك

إشراف الدكتور:

إعداد الطالبة:

- ريغي هشام

- حداد أمينة

لجنة المناقشة:

| الرقم | اسم و لقب الأستاذ | الجامعة                                  | الصفة         |
|-------|-------------------|------------------------------------------|---------------|
| 1     | بوفنش وسيلة       | المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله | رئيسا         |
| 2     | لمزاودة رياض      | المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله | مناقشا        |
| 3     | ريغي هشام         | المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله | مشرفا و مقررا |

السنة الجامعية: 2014/2015

# شكر وتقدير

نشكر الله عز وجل ونحمده حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه ملء السماوات وملء الأرض الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا في انجاز هذا العمل من أجل المواصلة، ونصلي ونسلم ونبارك على الحبيب المصطفى محمد النبي الأمي الذي علم الأمم .  
أتوجه بالشكر والتقدير مقرونا بخالص الدعاء إلى الله سبحانه وتعالى أن يجزي خير الجزاء كل من:

الدكتور المشرف ريغي هشام لما بدله من جهد واهتمام في متابعة هذه الدراسة، وما قدمه من توجيه وتشجيع كان له بالغ الأثر في إتمام هذا العمل على النحو الذي هو عليه.  
كما أتقدم بالشكر والامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبولهم مناقشة هذه الدراسة.

وأتوجه بالشكر الجزيل إلى الأستاذة كنيذة زليخة التي أمدتني بالنصح والإرشاد لإتمام هذه الدراسة .  
أخيرا وليس بآخر أتقدم بالشكر الجزيل لكل أولئك الذين تعاونوا معي بشكل أو بآخر لإتمام هذه الدراسة ولو بكلمة طيبة.

# إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم  
" قل لو كان البحر مدادا لكلمات ربي لنفد البحر قبل أن تنفذ كلمات ربي ولو  
جننا بمثله مدادا"

الآية 109 من سورة الكهف.

ما تعلمنا إلا قليلا، هذا القليل كان دليلا، دليل جيد جعلناه نجاحا عظيما

فالحمد لله بكرة وأصيلا

وباسم الله وضعنا حجر الأساس

و نشكر الله من أعماق الأنفاس

و بالحمد لله أهدي ثمرة جهدي إلى من ولن نوفيهم حقهم ولو حيننا الدهر كله  
إلى الذين قال فيهما ربي

"و اخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا"  
إلى أبي أطل الله في عمره، وزاد الله رزقه إن شاء الله.

إلى أمي أدامها الله ، وجعل الجنة تحت أقدامها ، وحفظ الله صحتها.

إلى أعز الناس إلى قلبي الذي قاسمني لحظات الحياة وسندي في  
التعثرات إلى الذي وقف إلى جانبي وزرع في قلبي الصبر والعزيمة  
زوجي الغالي عصام أطل الله في عمره.

إلى الذين شاركوني حلاوة العيش ومرارته إخوتي رندة، محمد، نافع.

إلى أختي الثانية التي مدت لي العون خالتي لويضة.

إلى جميع صديقاتي ورفيقات دربي في الجامعة.

إلى كل من امتدت يداه لتصفح أوراق هذه المذكرة.

# فهرس المحتويات



| الصفحة | الموضوع                                                                    |
|--------|----------------------------------------------------------------------------|
| I      | البسمله                                                                    |
| II     | الشكر والتقدير                                                             |
| III    | الإهداء                                                                    |
| IV     | قائمة المحتويات                                                            |
| VII    | قائمة الجداول                                                              |
| VII    | قائمة الأشكال                                                              |
| أ-هـ   | المقدمة العامة                                                             |
|        | <b>الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية</b>                          |
| 02     | تمهيد الفصل                                                                |
| 03     | <b>المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية</b>                                 |
| 03     | المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية                                        |
| 04     | المطلب الثاني: مراحل تطور السياسة النقدية                                  |
| 06     | المطلب الثالث: أنواع السياسة النقدية                                       |
| 07     | المطلب الرابع: قنوات إبلاغ السياسة النقدية                                 |
| 09     | <b>المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية</b>                                |
| 09     | المطلب الأول: الأهداف الأولية                                              |
| 11     | المطلب الثاني: الأهداف الوسيطة                                             |
| 14     | المطلب الثالث: الأهداف النهائية                                            |
| 17     | <b>المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية</b>                                |
| 17     | المطلب الأول: الأدوات الكمية                                               |
| 22     | المطلب الثاني: الأدوات النوعية                                             |
| 23     | المطلب الثالث: أدوات الرقابة المباشرة للسياسة النقدية                      |
| 26     | <b>المبحث الرابع: أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية</b> |
| 26     | المطلب الأول: مفهوم استقلالية البنك المركزي                                |
| 28     | المطلب الثاني: أنواع وأسباب الدعوة إلى استقلالية البنك المركزي             |
| 31     | المطلب الثالث: معايير ومبررات استقلالية البنك المركزي                      |
| 33     | المطلب الرابع: أثر استقلالية البنك المركزي على مصداقية السياسة النقدية     |
| 34     | خلاصة الفصل                                                                |

| الفصل الثاني: الأزمات المالية                                       |                                                                                           |
|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 36                                                                  | تمهيد الفصل                                                                               |
| 37                                                                  | المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمات المالية                                           |
| 37                                                                  | المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية                                                       |
| 40                                                                  | المطلب الثاني: مراحل الأزمات المالية                                                      |
| 41                                                                  | المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية                                                      |
| 43                                                                  | المبحث الثاني: أنواع الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها، مؤشرات وقنواتها               |
| 43                                                                  | المطلب الأول: أنواع الأزمات المالية                                                       |
| 46                                                                  | المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية                                           |
| 49                                                                  | المطلب الثالث: المؤشرات الدالة على إمكانية التعرض للأزمات المالية وقنوات انتشارها         |
| 52                                                                  | المبحث الثالث: نماذج عن بعض الأزمات المالية                                               |
| 52                                                                  | المطلب الأول: أزمة الكساد العظيم 1929م                                                    |
| 54                                                                  | المطلب الثاني: أزمة البورصات 1987                                                         |
| 56                                                                  | المطلب الثالث: بعض أزمات التسعينات                                                        |
| 61                                                                  | خلاصة الفصل                                                                               |
| الفصل الثالث: دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية |                                                                                           |
| 63                                                                  | تمهيد الفصل                                                                               |
| 64                                                                  | المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأزمة المالية العالمية                                    |
| 64                                                                  | المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية                                               |
| 70                                                                  | المطلب الثاني: أسباب ومظاهر الأزمة المالية العالمية                                       |
| 79                                                                  | المطلب الثالث: قنوات انتشار الأزمة المالية العالمية وتحولها إلى أزمة عالمية               |
| 84                                                                  | المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية والجهود المبذولة لمواجهة هذه الأزمة        |
| 84                                                                  | المطلب الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية                                             |
| 86                                                                  | المطلب الثاني: الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية                            |
| 93                                                                  | المبحث الثالث: دور إجراءات السياسة النقدية لمعالجة الأزمة المالية العالمية                |
| 93                                                                  | المطلب الأول: إجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية في الدول المتقدمة |

|     |                                                                                           |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 100 | المطلب الثاني: إجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية في الدول العربية |
| 111 | خلاصة الفصل                                                                               |
| 113 | الخاتمة العامة                                                                            |
| 117 | المراجع                                                                                   |
|     | الملخص                                                                                    |

# قائمة الجداول والأشكال

أولاً: قائمة الجداول.

| الرقم | العنوان                                                                               | الصفحة |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| 1-3   | الإجراءات المالية المتخذة من دول مجلس الخليج لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية. | 92     |
| 2-3   | أسعار الفائدة في الدول المتقدمة (2006-2011).                                          | 96     |
| 3-3   | معدلات الفائدة القصيرة الأجل لبلدان مختارة (2007-2009).                               | 98     |
| 4-3   | سعر الخصم للبنوك التجارية لبعض الدول العربية (2004-2009).                             | 105    |

ثانياً: قائمة الأشكال.

| الرقم | العنوان                                                          | الصفحة |
|-------|------------------------------------------------------------------|--------|
| 1-2   | قنوات انتشار الأزمات المالية.                                    | 50     |
| 1-3   | أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1997 و2008. | 67     |
| 2-3   | القروض المقدمة سنوياً للأسر الأمريكية.                           | 73     |
| 3-3   | سعر الخصم للبنوك التجارية لبعض الدول العربية (2008-2011).        | 107    |

# المقدمة العامة

لقد شهد العالم خلال القرن العشرين العديد من الأزمات المالية التي تشكل أكبر خطر تعاني منه اقتصاديات العالم، التي شغلت فكر العديد من الاقتصاديين من أجل التصدي لها والحد من تفاقمها. حيث ظهرت أزمات مالية عديدة في آسيا وأوروبا وبعض دول أمريكا ومن أبرزها حدة أزمة الكساد العظيم 1929، وأزمة المكسيك، وأزمة جنوب شرق آسيا. تمخضت عنها نتائج كارثية هزت أركان الرأسمالية وتتميز أغلبها بطابعها الشمولي، فيمكن أن تظهر في سوق بلد معين ثم سرعان ما تنتشر انتشارا سريعا وذلك بفعل ترابط الاقتصاديات الوطنية ببعضها البعض. وتعد الأزمة المالية العالمية 2008 الأسوأ والأكثر حدة، والتي تعتبر امتدادا لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إذ تعد من أقوى الأزمات المالية من حيث عمقها ومدى انتشارها العالمي وهي أزمة عالمية كانت الشارة الأولى لها هي انفجار فقاعة القروض الرهنية الثانوية ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة وانهاية أنشطة التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية، وسرعان ما انتشرت العدوى إلى الكثير من الشركات والمؤسسات المالية المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بقطاع العقار وكذلك القطاعات الأخرى، حيث أثبتت حدة تداعياتها منذ اندلاعها وحتى الآن على أنها أخطر بكثير من الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي منذ نشأته بما في ذلك أزمة الكساد الكبير، لأن نتائجها طالت الاقتصاد الحقيقي وسادت تقريبا معظم دول العالم الرأسمالي في وقت واحد.

ولقد عملت الدول المتضررة من تداعيات الأزمة، المتقدمة والنامية على حد سواء، إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لمعالجتها والتخفيف منها. وكانت السياسة النقدية أحد أهم الأدوات التي تم استخدامها لهذا الغرض.

لما لها من أهمية بالغة باعتبارها وسيلة في يد الدولة لتحقيق أهداف اقتصادية محددة من خلال ما تلعبه من دور مركزي في تسيير الاقتصاد وتنشيطه بحيث أن التحكم في أدوات السياسة النقدية يعتبر من الأساليب الضرورية لنجاح السياسة الاقتصادية كما أنها تعتبر إحدى أهم الوسائل الضرورية واللازمة التي تستعملها الحكومات المعاصرة بهدف التأثير على الرصيد النقدي المتداول والائتمان بغرض تحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة.

### أولا: إشكالية البحث

بناء على ما تم استعراضه تتبلور إشكالية البحث التي يمكن صياغتها في التساؤل الرئيسي الآتي:

**ما هو دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008-2009؟**

و انطلاقا من السؤال الجوهرى السابق ولغرض الإلمام بموضوع الدراسة، تبرز لنا الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- ما مفهوم السياسة النقدية وأدواتها وأهدافها؟
- 2- ماهي أسباب نشوب الأزمة المالية العالمية 2008؟
- 3- كيف أسهمت السياسة النقدية في التخفيف من تداعيات الأزمة المالية العالمية ومعالجتها؟



## ثانياً: فرضيات البحث

قصد الاجابة على هذه الأسئلة نتقدم في هذا الإطار بالفرضيات الآتية:

- 1- السياسة النقدية إحدى أهم السياسات الاقتصادية التي تساهم في تحقيق الأهداف الكلية في الاقتصاد.
- 2- يعد التعامل بالمشتقات المالية من أحد الأسباب المسببة للأزمة المالية العالمية باعتبارها تقنية جديدة يتم تداولها في الأسواق.
- 3- ساهمت السياسة النقدية في التخفيف من الأزمة من خلال انتهاج سياسة نقدية توسعية تتمثل في ضخ السيولة اللازمة من قبل البنك المركزي للتقليل من إفلاس العديد من البنوك المتعثرة.

## ثالثاً: أسباب اختيار البحث

ترجع أسباب اختيار الموضوع في مجملها إلى ما يلي:

### أسباب موضوعية:

- ✓ إبراز وتأكيد دور السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي.
- ✓ لجوء العديد من الدول إلى إستخدام السياسة النقدية كأحد الحلول لمعالجة تداعيات الأزمة ما يدفع إلى بحث مدى فعاليتها.
- ✓ إن الأزمة المالية العالمية أثبتت منذ بداية انتشارها أنها أزمة عارمة لم يعرف النظام الرأسمالي مثلها منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، تؤثر بصورة كبيرة ومباشرة على كل تكوينات الاقتصاد الحقيقي، شملت تداعياتها حتى المجالات الاجتماعية والسياسية، لذلك فهذه الأزمة جديرة بالاهتمام والدراسة.

### أسباب ذاتية:

- ✓ باعتبار الموضوع يتماشى مع التخصص (تقنيات بنكية ومالية).

## رابعاً: أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى ما يلي:

- ✓ إظهار نجاعة السياسة النقدية باعتبارها أداة للسياسة الاقتصادية التي يتم إستخدامها لمحاصرة مشكلات اقتصادية عديدة مثل: نقص السيولة... الخ.
- ✓ التعرف على جذور الأزمة المالية العالمية.
- ✓ معرفة دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008.



#### خامسا: أهمية البحث

✓ تكمن أهمية البحث أساسا في تسليط الضوء على موضوع في غاية الأهمية، ألا وهو الأزمة المالية العالمية 2008، فالتحديات الراهنة التي تفرضها هذه الأزمة أفرزت ولازالت تفرز أثارا سلبية الأمر الذي يقودنا إلى تشخيص هذه الأزمة.

✓ إبراز دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008، باعتبارها جزء هام ضمن السياسة الاقتصادية الكلية.

#### سادسا: منهج البحث

استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي في استعراض ووصف الملامح الأساسية للسياسة النقدية وكذلك المنهج التاريخي الذي استخدم في عرض التطور التاريخي للأزمات المالية بداية بأزمة الكساد العظيم 1929 إلى غاية التطرق للأزمة المالية العالمية 2008.

#### سابعا: الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الأزمات المالية بصفة عامة والذي يعد من بين المواضيع التي لازالت تطرح للنقاشات والأزمة المالية العالمية بصفة خاصة، كما اهتمت دراسات أخرى بموضوع السياسة النقدية وفيما يلي بعض الدراسات التي تم الإطلاع عليها:

**الدراسة الأولى:** لمعيزي قويدر: **فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي "دراسة حالة الجزائر (1990-2006)"**، أطروحة دكتوراه (2007-2008) من كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر والتي تناولت الإطار النظري للسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي من خلال الإشكالية التالية: إلى أي مدى ساهمت السياسة النقدية في الجزائر في تحقيق التوازن الاقتصادي خلال الفترة (1991-2006) ؟ والتي توصلت إلى مجموعة من النتائج أهمها ما يلي: يتطلب التوازن والاستقرار الاقتصادي دورا فعالا للسياسة النقدية ودورا مساندا من السياسات الاقتصادية الأخرى، وخاصة السياسة المالية كما يستهدف التوازن والاستقرار الاقتصادي، تعظيم النمو الاقتصادي المرتفع والدائم والحد من التقلبات الدورية في الإنتاج والأسعار والقضاء على البطالة وتعظيم مستوى التشغيل التام ورفع الناتج الداخلي الخام، وتحقيق التوازن بين العرض والطلب الكليين.

**الدراسة الثانية:** لعززي حسيبة: دور وفعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي "دراسة حالة الجزائر"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (2010-2011) من كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، والتي تناولت الإشكالية التالية: ما مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الخارجي في الجزائر؟ ومن بين أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة ما يلي: تكمن فعالية السياسة النقدية في مدى قدرتها للتأثير على مجمل النشاط الاقتصادي بغية تحقيق الأهداف التي تسعى إليها والمتمثلة في تحقيق مستوى قبول من الاستقرار النقدي والاقتصادي.

**الدراسة الثالثة:** لنادية العقون: العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه (2012-2013) من كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر باتنة، حيث تمحورت إشكالية الدراسة حول: ما مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية وتوسع نطاقها؟ وهل يمكن رصد مجموعة من المؤشرات التي تسمح بالإنداز المبكر بحدوث الأزمات المالية؟ وما هي أهم الإجراءات والبدائل التي يمكن تقديمها للوقاية من هذه الأزمات على ضوء أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية؟ ومن بين النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: تعددت الأسباب الكامنة وراء حالة عدم الاستقرار وتفاقم ظاهرة الأزمات التي أصبحت تميز الأسواق المالية العالمية، وتتمثل تلك الأسباب في التحرير المالي المفرط، استئصال ظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية وغياب الشفافية والافصاح عن المعلومات. كما أنه ليس هناك أي بلد محصن من الأزمات من ناحية أخرى، وهو ما يجعل الجهات الفاعلة في النظام النقدي والمالي الدولي في بحث دائم عن حلول جديدة تمكن من التغلب عليها ومواجهتها.

#### ثامنا: صعوبات البحث

من أهم الصعوبات التي واجهتنا أثناء قيامنا بهذه الدراسة:

- ✓ نقص المراجع باللغة العربية في الموضوع خاصة فيما يتعلق بإجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية.
- ✓ ضيق الوقت اللازم لإكمال البحث.
- ✓ قلة الدراسات والبحوث الأكاديمية التي تناولت هذا الموضوع.



تاسعا: هيكل البحث

للإجابة على الإشكالية، ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول سبقتهم مقدمة عامة لتنتهي الدراسة بخاتمة عامة.

✓ تناول الفصل الأول منه الإطار النظري للسياسة النقدية وذلك من خلال أربعة مباحث، فالأول خصص لماهية السياسة النقدية، وفي المبحث الثاني تعرضنا إلى أهداف السياسة النقدية، وفي المبحث الثالث لأدوات السياسة النقدية، وأثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية في المبحث الرابع.

✓ أما الفصل الثاني منه فخصص للحديث عن الأزمات المالية، فقد تناول المبحث الأول مفاهيم أساسية حول الأزمات المالية، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى أنواع الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها وقنوات انتشارها، وفي المبحث الثالث إلى نماذج عن بعض الأزمات المالية.

✓ أما الفصل الثالث فخصصناه لدراسة دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية، تناولنا في المبحث الأول الإطار المفاهيمي للأزمة المالية العالمية وفي المبحث الثاني تداعيات الأزمة المالية العالمية والجهود المبذولة لمواجهة هذه الأزمة، وفي المبحث الثالث دور إجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية.



# الفصل الأول

## الإطار النظري للسياسة النقدية

## تمهيد:

لقد أصبحت السياسة النقدية إحدى الوسائل الرئيسية التي تستخدمها الدول لتحقيق أهدافها الاقتصادية، وأداة لتعديل الاختلال الاقتصادي. ونجد مفهوم السياسة النقدية والدور الذي يلعبه قد عرف تطورا كبيرا ويرجع ذلك إلى نمو اقتصاديات الدول من جهة وإلى التطورات التي حصلت على مستوى الأفكار الاقتصادية والنظرية النقدية من جهة أخرى فهي تتعرض باستمرار للإضافة والتطوير من طرف الاقتصاديين على اختلاف مذاهبهم في ظل الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي الذي شهده العالم خاصة في السنوات الأخيرة. وتمارس السياسة النقدية عملها من خلال التأثير في حجم المعروض النقدي والائتمان بإحداث تغيرات بما يتلاءم والظروف الاقتصادية السائدة وذلك بهدف امتصاص السيولة الزائدة أو من خلال تزويد الاقتصاد بالسيولة من خلال انتهاج سياسة توسعية. وتتبع السلطة النقدية سياسة نقدية معينة بهدف الوصول إلى تحقيق هدف معين من خلال التأثير على مختلف أدواتها أو قنوات إبلاغها ولهذا أصبح للسياسة النقدية دور فعال وهام ضمن تشكيلة السياسة الاقتصادية الكلية. ولهذا نحاول في هذا الفصل التطرق إلى السياسة النقدية من جانبها النظري وذلك من خلال أربعة مباحث كالآتي:

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.

المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية.

المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية.

المبحث الرابع: أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية.

## المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

لقد ظهر الاهتمام بالسياسة النقدية في الفكر الاقتصادي خلال القرن الماضي ثم أخذ هذا الاهتمام يتزايد خاصة أثناء الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي الذي شهده القرن الحالي، لذلك إعتبرت السياسة النقدية جزء لا يتجزأ من السياسة العامة للدولة.

### المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية

تعبر السياسة النقدية عن الاجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود ومعدلات الفائدة.

ويمكن تعريف السياسة النقدية كما يلي:

**تعريف أول:** يقصد بالسياسة النقدية "مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع، بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه، بما يتفق وتحقيق الأهداف الاقتصادية التي تصبوا إليها الحكومة"<sup>1</sup>.

**تعريف ثاني:** تعرف السياسة النقدية بأنها "مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة للسيطرة على عرض النقد من أجل تحقيق أهداف معينة تحقق مصلحة اقتصادية لأفراده"<sup>2</sup>.

**تعريف آخر:** للسياسة النقدية معنيين<sup>3</sup>:

**المعنى الضيق للسياسة النقدية:** عرفت السياسة النقدية بأنها "الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة". أوهي "مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين كالاستخدام الكامل تبعا للاقتصادي Kent، في حين عرفها شو Shaw بأنها "أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير في كلفة الحصول عليه".

**السياسة النقدية بمعناها الواسع:** و تعني "جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد القومي وهي بذلك تعني "العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي".

<sup>1</sup> - محمد مروان السمحان وآخرون: مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي والكلي)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص256.

<sup>2</sup> - حسين محمد سمحان، اسماعيل بونس يامن: اقتصاديات النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص263.

<sup>3</sup> - عباس كاظم الدعيمي: السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، صص26-27.

**تعريف رابع:** يمكن القول بأن السياسة النقدية: هي "مجموعة الأدوات التي يستطيع البنك المركزي من التأثير أو السيطرة على عرض النقد في البلاد أو السيطرة وإدارة حجم الائتمان الممنوح وشروطه".<sup>1</sup>

**تعريف خامس:** كما يعرفها آخرون بأنها "مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطات المالية (البنك المركزي) لتؤثر على النقود المتداولة لتحقيق أهداف معينة".<sup>2</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للسياسة النقدية بحيث يمكن تعريفها بأنها مجموعة الاجراءات والوسائل التي تقوم بها أو تستخدمها السلطات النقدية للتأثير في حجم النقد و الائتمان من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة.

### المطلب الثاني: مراحل تطور السياسة النقدية

نظرا لأهمية السياسة النقدية والدور الفعال الذي تلعبه في عملية التنمية هذا ما جعلها تتطور، وتمر بعدة مراحل وعقبات حتى أصبحت على وضعها الحالي ويمكن أن تقسم مراحل هذا التطور إلى أربعة مراحل كما يلي:

#### الفرع الأول: المرحلة الأولى

كانت السياسة النقدية قبل حدوث أزمة الكساد العظيم سنة 1929، الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الاستقرار، والتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش، إلا أن حدوث الأزمة الاقتصادية التي سادت تلك الفترة وما خلفته من أثار وخيمة على اقتصاديات العالم أثبتت عدم قدرة السياسة النقدية وحدها أنداك للخروج منها، وأصبح ينظر إليها على أنها عاجزة عن تقديم الحلول في تلك الفترة.<sup>3</sup>

#### الفرع الثاني: المرحلة الثانية

تميزت هذه المرحلة بظهور الفكر الكينزي على يد الاقتصادي البريطاني جون ما ينرد كينز الذي كان ينظر إلى النقود نظرة حركية وليست ستاتيكية، ولكن بسبب عجز السياسة النقدية عن الخروج من أزمة 1929، بدأ كينز يدعو للاهتمام بالسياسة المالية للخروج من ذلك في الفترة ما بين الحربين، وهكذا بدا لكينز أن السياسة المالية تأتي في المرتبة الأولى قبل السياسة النقدية، وثم إعطاء دورا أكبر للدولة للتدخل عن طريق السياسة المالية أولا ثم السياسة النقدية عن طريق الإنفاق بالعجز الذي يسنده الإصدار النقدي أو الدين العام، وقد تبنى كينز نظريته على جمود الأسعار والأجور في الأجل القصير

<sup>1</sup>-خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي: مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 304.

<sup>2</sup>-عرف محمود الفكر اوي: السياسة المالية والنقدية في ظل اقتصاد إسلامي دراسة تحليلية مقارنة، ط2، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006، ص121.

<sup>3</sup>-الشيخ أحمد ولد الشيباني: فعالية السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة فرحات عباس-سطيف-2012-2013، ص14.

وشكك في كفاءة تلائم السوق مع الصدمات وعالج أداء الاحتكار بدأ بالتضخم مما أدى إلى عجز الأدوات الكينزية في علاج الاختلالات<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: المرحلة الثالثة

إن التطور الاقتصادي أظهر بعض النقائص في السياسة المالية مما أدى إلى تراجع أهميتها فهي تتميز بعدم المرونة وبطئها تؤكد عدم جدواها في معالجة التضخم، لذلك رأت بعض الدول المتقدمة سنة 1951 أن عليها الرجوع إلى تطبيق بعض أهداف السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الوطني، وبالتالي بدأت تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانتها الأولى، ولكن هذه العودة لم تكن كلية بل مازالت السياسة المالية تحتل مكانة هامة إلى أن جاءت موجة النقديين التي تسمى مدرسة شيكاغو بزعامة ميلتون فريدمان، التي حركت ساعة الفكر إلى الوراء إلى فكر النظرية الكمية للنقد، والدعوة إلى أن التحكم في عرض النقد هو السبيل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وذلك حتى بزيادة عرض النقد بصورة عامة بمعدل مساوي لمعدل النمو في الناتج القومي وتكون هذه الزيادة مستقلة عن الدورة التجارية، ويزداد عرض النقد بنفس المعدل في سنوات الكساد كما هو في سنوات الرخاء<sup>2</sup>.

### الفرع الرابع: المرحلة الرابعة

وهي المرحلة التي احتدم فيها النقاش والجدل بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، وقد بدأ هذا الجدل على يد الاقتصادي الأمريكي (ملتون فريدمان) الذي آمن ومجموعة معه بقدرة السياسة النقدية وحدها دون غيرها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وعلى النقيض من ذلك يرى المالون أن السياسة المالية لديها التأثير الأقوى في إعادة الاقتصاد إلى مستوى التوازن وتحقيق الأهداف الاقتصادية وتوالت الدراسات الاقتصادية التي تؤيد هذا الفريق أو ذاك حتى جاء فريق ثالث بزعامة الاقتصادي الأمريكي (والتر هالر) الذي يؤمن بأهمية كل من السياستين النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال المزج بين أدوات السياستين بالقدر المناسب لتحقيق الهدف المطلوب<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صالح مفتاح: النقد والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 91.

<sup>2</sup> عبد الله ولد محمد ولد المختار: دور السياسة النقدية في محاربة التضخم، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 15-16.

<sup>3</sup> محمد ضيف الله القطايري: دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية- تحليلية- قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 20.



### المطلب الثالث: أنواع السياسة النقدية.

هناك نوعان من السياسات النقدية التي تتبعها الدول وتستخدم كل سياسة بمعزل عن السياسة الأخرى، وفي ظل ظروف معينة وهذين السياستين هما<sup>1</sup>:

#### الفرع الأول: السياسة الانكماشية.

وتتبعها الدول إذا مر اقتصادها بظاهرة التضخم ويكون الهدف من هذه السياسة هو تخفيض حجم السيولة المتداولة في السوق من خلال اتباع إحدى أدوات السياسة النقدية وبالتالي تلجأ الدولة إلى إحدى الإجراءات التالية:

1-رفع سعر إعادة الخصم من قبل البنك المركزي وبالتالي سوف يقلل اقبال البنوك التجارية على إعادة خصم الأوراق التجارية و بدورها سوف تقوم البنوك التجارية برفع سعر الخصم مما يؤدي الى تقليل القطاعات الاقتصادية من خصم أوراقها التجارية وهذا الاجراء يؤدي الي تقليل حجم السيولة المتداولة في السوق.

2-دخول البنك بائعاً للسوق المفتوحة وبالتالي سوف يضخ المزيد من الأوراق التجارية مقابل امتصاصه المزيد من حجم السيولة المتداولة في السوق.

3-رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي، إذا رفع البنك المركزي سعر الاحتياطي الإلزامي سوف تقل مقدار السيولة المتوفرة لدى البنوك التجارية و بالتالي سوف تقل مقدراتها على الاقراض.

<sup>1</sup>-أنس البكري، وليد صافي: النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، صص 180-181.

### الفرع الثاني: السياسة التوسعية

هي الاجراءات التي تتبعها البنوك المركزية لمحاربة ظاهرة الانكماش عن طريق زيادة المعروض من السيولة النقدية وتقوم جراء ذلك بما يلي:

- 1- تخفيض الاحتياطي الالزامي.
- 2- تخفيض سعر الخصم.
- 3- دخول البنك المركزي مشتريا للأوراق المتداولة في السوق المالي.

### المطلب الرابع: قنوات إبلاغ السياسة النقدية

إن آلية انتقال أثر السياسة النقدية هو التعبير الأكثر شيوعا للطرق التي تؤثر من خلالها تغيرات السياسة النقدية للبنك المركزي بما فيها التغير في العرض النقدي على الناتج والأسعار، ويعتبر العرض النقدي قناة هامة تؤثر من خلالها السياسة النقدية على الأسعار والناتج إلى جانب عدد آخر من التي يمكن لأسعار الفائدة التأثير من خلالها.

### الفرع الأول: قناة سعر الفائدة

تؤدي السياسة النقدية التوسعية حسب وجهة النظر الكينزية إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية، مما يشجع الاستثمار الذي يدفع بدوره إلى زيادة نمو الانتاج والتشغيل، وبالمقابل تؤدي السياسة النقدية إلى رفع أسعار الفائدة مما يعمل على ارتفاع سعرها الحقيقي ومنه ارتفاع تكلفة رأس المال، وهذا ما سيؤدي إلى تقليص الطلب على الاستثمار مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض الطلب الكلي. يلعب سعر الفائدة دوره كصلة بين القطاع النقدي والقطاع الحقيقي من خلال ثلاث روابط:

- أ- الرابطة الأولى تتمثل في العلاقة بين العرض النقدي وبين سعر الفائدة.
- ب- الرابطة الثانية وتتمثل في العلاقة المفترضة بين سعر الفائدة والإنفاق على الاستثمار.
- ج- الرابطة الثالثة وتتمثل في العلاقة المفترضة بين الإنفاق الاستثماري ومستوى الطلب الكلي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> -لحلو موسى بوخاري: سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية للأثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان(بيروت)، 2010، ص 94.

### الفرع الثاني: قناة سعر الصرف

هي قناة موجهة للتأثير على الصادرات من جهة واستقطاب الاستثمار الأجنبي من جهة أخرى، وذلك بالموازاة مع سعر الفائدة، وترجع أهمية سعر الصرف من حيث استجابة الاقتصاد المحلي له من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية، وعلى حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: قناة الائتمان

إن عدم الرضا الذي قوبلت به القناة التقليدية لسعر الفائدة أدى إلى استحداث آلية جديدة لنقل السياسة النقدية والتي تركز على عدم تماثل أو تكافؤ المعلومات (*l'asymétrie d'information*) في أسواق رأس المال، إذ أن هناك قانتين لنقل السياسة النقدية تأخذ بعين الاعتبار عدم تماثل المعلومات في أسواق القروض وهما: قناة الإقراض البنكي وقناة الميزانية وهو ما أشار إليه Stiglitz et Weiss فيما يخص عدم تكافؤ المعلومات<sup>2</sup>.

- حيث تتكون قناة الائتمان من مجموعة من العوامل توزع آثار تغير سعر الفائدة الناتج عن تغير العرض النقدي ومن ثم فهي ليست قناة مستقلة وإنما الية تحسين أوضاع وتهتم دالة قناة الائتمان على ما يسمى علاوة التمويل الخارجي وهذه العلاوة هي الفرق بين تكاليف الأرصة المتولدة خارجيا-سواء من خلال اصدار سندات أو حقوق ملكية- وبين تكاليف الأرصة المتولدة داخليا- من خلال الاحتفاظ بجزء من الأرباح- وأي تصرف يقوم به البنك المركزي على سعر الفائدة ومن تقييم علاوة التمويل في نفس الاتجاه<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>-حسين كشيتي: إجراءات السياسة النقدية والمالية لتصحيح الاختلالات الاقتصادية الكلية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2011-2012، ص24.

<sup>2</sup>-بن الدين محمد أمين: دور السياسة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010، ص46.

<sup>3</sup>-لحلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص98.

## المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية جزءا من السياسة الاقتصادية، ذلك أنها تساهم في تحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية، إضافة لما للنقود من تأثير على المتغيرات الاقتصادية الأخرى. تختلف أهداف السياسة النقدية تبعا لمستويات التقدم والتطور الاقتصادي والاجتماعي للمجتمعات المختلفة، والنظم الاقتصادية والاجتماعية السائدة وظروف واحتياجات وأهداف هذه المجتمعات. ففي الدول المتقدمة تركز أهداف هذه السياسة في المقام الأول في المحافظة على العمالة الكاملة للاقتصاد في إطار من الاستقرار النقدي الداخلي كذلك في مواجهة التقلبات الاقتصادية المختلفة وتتبع الدول في هذا المجال الأدوات الكمية كعمليات السوق المفتوحة أو تعديل سعر الفائدة أو تغيير نسبة الاحتياطي النقدي لدى البنوك.

أما في الدول النامية فإن الأهداف الرئيسية لسياستها الاقتصادية، ومن بينها السياسة النقدية، تركز في خدمة أهداف التنمية وتوفير التمويل اللازم لها، بمعنى أن السياسة النقدية في هذه الدول تتجه في المقام الأول نحو تعبئة أكبر قدر ممكن من الموارد المالية الميسورة ووضعها في خدمة التنمية السريعة المتوازنة للاقتصاد الوطني، ويمكن أن نقسم أهداف السياسة النقدية إلى ما يلي:

### المطلب الأول: الأهداف الأولية للسياسة النقدية

تعتبر الأهداف الأولية كحلقة بداية في استراتيجية السياسة النقدية، وهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، ولهذا فالأهداف الأولية ماهي إلا صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة، حيث أنه من خلال الأهداف الأولية ترسل السلطة النقدية إشارات سريعة وواضحة ومحددة للمتعاملين وللسوق حول مضمون السياسة النقدية. تتكون الأهداف الأولية من مجموعتين من المتغيرات: المجموعة الأولى هي مجموعة الاحتياطات وتتضمن القاعدة النقدية، ومجموع احتياطات البنوك، واحتياطات الودائع الخاصة والاحتياطات غير المقترضة، أما المجموعة الثانية فهي تتعلق بظروف سوق النقد وتحتوي على الاحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>-اكن لونيس: السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصاد، جامعة الجزائر، 2010-2011، صص 38.

### الفرع الأول: مجتمعات الاحتياطات النقدية

تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور والاحتياطات المصرفية، حيث أن النقود المتداولة تضم الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع أما الاحتياطات المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي، وتضم الاحتياطات الإجبارية والاحتياطات الإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك أما الاحتياطات المتوفرة للودائع الخاصة فهي تمثل الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات الإجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى.

أما الاحتياطات غير المقترضة فهي تساوي الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات الإجبارية (كمية القروض المخصومة) وقد اختلفت البنوك المركزية حول ما هو المجمع الاحتياطي الأكثر فعالية وسهولة؟ إذ هناك بعض البنوك المركزية مؤيدة وأخرى معارضة حتى إنتقل النقاش إلى الاقتصاديين حول أهمية كل مجمع، وهكذا يبقى الموضوع محل جدل ونقاش لكونه يتصف بالتجربة وليس بالتقدير فقط ويتعلق الأمر بمدى تحكم السلطات النقدية في أي من المجاميع المذكورة ومدى علاقته بنمو العرض النقدي الذي يشكل الهدف الوسيط، وطالما الأمر كذلك فإن البنك المركزي يبقى يتسم بعدم الثبات عند استخدام هذه المجاميع كهدف أولي أو تشغيلي<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: ظروف سوق النقد

وهي المجموعة الثانية وتحتوي على الاحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية ويعني بشكل عام قدرة المقترضين وموافقتهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى وسعر فائدة الأرصدة البنكية هو سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة بين البنوك.

والاحتياطات الحرة تمثل الاحتياطات الفائضة وتكون سالبة إذا كانت الاحتياطات المقترضة أكبر من الاحتياطات الفائضة. كما استعملت ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدل الفائدة على أدونات الخزانة و الأوراق التجارية ومعدل الفائدة الذي تفرضه البنوك على أفضل العملاء ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص38-39.

وقد اختلف الاقتصاديون حول أفضلية استخدام المجموعة الأولى أو الثانية، إذ فضل النقدون استخدام مجاميع الاحتياطات التي هي ذات صلة كبيرة بالمجمعات النقدية التي تمثل الهدف الوسيط لديهم المفضل، غير أن الكينزيين يركزون على ظروف سوق النقد وذلك باعتقادهم أن الهدف الوسيط المفضل هو أسعار الفائدة في أسواق المال، حيث نقول أن أفضل هدف أولي هو ذلك الذي يتصف بالتأثير والتجاوب بسرعة مع تغير الأدوات النقدية المستعملة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الأهداف الوسطية للسياسة النقدية

يقصد بالهدف الوسيط "كل هدف من شأنه أن يكون سبيلا في حد ذاته لتحقيق هدف نهائي"<sup>2</sup>.

#### 1- معايير اختيار الأهداف الوسطية:

إن المنطق وراء اختيار استراتيجية الأهداف الوسطية يتمثل في معايير تتحكم في اختيار الهدف الوسيط، أي يجب أن يكون الهدف الوسيط قابل للقياس ويمكن السيطرة عليه من قبل البنك المركزي كما يجب أن تكون آثاره على الهدف النهائي قابلة للتنبؤ بها<sup>3</sup>.

أ- **القابلية للقياس:** يعتبر القياس الدقيق والسريع لمتغير الأهداف الوسطية ضروريا لأن الهدف الوسيط هو إشارة لما إذا كانت السياسة النقدية تسير في الاتجاه الذي يحقق الهدف النهائي أم خارج مسارها. لذا فإن أسعار الفائدة قابلة للقياس بالمقارنة بالعرض النقدي والقاعدة النقدية ومن ثم تصبح أكثر فائدة كأهداف ووسطية.

فالبيانات عن سعر الفائدة ليست فقط متاحة بدرجة أسرع من بيانات القاعدة النقدية والعرض النقدي. ولكن أيضا تقاس بيانات سعر الفائدة بدقة أكثر ونادرا ما يعاد مراجعتها بالمقارنة بالقاعدة والعرض النقدي والتي تخضع لقدر كبير من المراجعة.

فسعر الفائدة يقاس بسرعة وبدقة، وهو سعر الفائدة الاسمي، ولكنه مقياس رديء للتكلفة الحقيقية للاقتراض والذي يقرر لنا على وجه اليقين ماذا سيحدث للناتج الوطني، وهذه التكلفة الحقيقية للاقتراض أكثر دقة في القياس بالمقارنة بسعر الفائدة الحقيقي وهو سعر الفائدة المعدل بالتضخم المتوقع، ولكن يصعب قياس سعر الفائدة الحقيقي لأنه لا توجد طريقة لقياس التضخم المتوقع وحيث أن

<sup>1</sup>- إكن لونيس، مرجع سابق، ص 39.

<sup>2</sup>- رحيم حسين: النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي والغربي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2006، ص 185.

<sup>3</sup>- بلعزوز بن علي: محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية الجزائر (بن عكنون)، 2008، ص 119-120.

كلا من سعر الفائدة والعرض النقدي والقاعدة النقدية لهم مشاكل قياس، فإنه يصعب تفضيل أحدهم على الآخر كهدف وسيط.

**ب- القدرة على السيطرة:** يجب أن يكون البنك المركزي قادرا على السيطرة على المتغير إذا ما استخدم كهدف وسيط، وإذا لم يستطع البنك المركزي السيطرة على الهدف الوسيط، فإن معرفة البنك المركزي أن السياسة النقدية خرجت عن المسار المطلوب، ويقترح بعض الاقتصاديين استخدام الناتج الوطني كهدف وسيط، ولكن طالما أن البنك المركزي لديه سيطرة ضئيلة عليه، فلن يستعمل الناتج الوطني كمرشد له في كيفية وضع أدوات سياسته. فإن البنك المركزي له قدر كبير في السيطرة على القاعدة النقدية وسعر الفائدة، فهو يمكن أن يمارس أثرا قويا على العرض النقدي، رغم أن أثر تحكم البنك المركزي في العرض النقدي ليس كاملا.

**ج- القدرة على التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي:** إن أحد المعايير الهامة هي أن يكون المتغير المستخدم كهدف له أثر يمكن التنبؤ به على الهدف النهائي، فمثلا إذا استطاع البنك المركزي قياس سعر النفط في السوق العالمية أمكنه السيطرة تماما على سعر النفط العالمي كهدف وسيط يؤثر على الناتج الوطني الجزائري.

## 2- الأهداف الوسيطة:

وستتناول كل من معدل الفائدة، معدل سعر الفائدة والمجمعات النقدية.

### الفرع الأول: معدل الفائدة

لنتذكر أن الكينزيون يتمنون تثبيت معدل الفائدة إلى الحد الأدنى الممكن، بينما لا يهتم النقديون بها كثيرا لأن كمية النقود هي المهمة بالنسبة لهم ويضيفون بأنه عندما نهتم بمعدلات الفائدة ينبغي ارتباطها بمستواها الحقيقي. إلا أن المستثمرين والعائلات على حد سواء شديدا الحساسية لمعدلات الفائدة من ناحية قروضهم ومن ناحية تلقي التعويضات عن توظيف مدخراتهم ولذلك يجب على السلطات العامة أن تهتم بتقلبات معدلات الفائدة، ولكن المشكل يكمن في تحديد المستوى الأفضل لهذه المعدلات، وعلى السلطات في هذه الحالة أن تحافظ على أن تكون تغيرات مستوى معدلات الفائدة ضمن هامش أو مجالات واسعة كثيرا و حول مستوى وسطي مقابل للتوازن في الأسواق لأن المجال الواسع لتقلبات معدلات الفائدة يمكن أن يحدث تذبذبا في الاستقرار الاقتصادي وأن عمليات متتالية من عدم التوازن يتولد عنها حالات أيضا من التضخم و الركود و لهذا السبب تكون السلطات مضطرة أن تترك هامشا

لخلق كمية من النقود أكبر أو أقل من تلك التي كان من المفروض تقييدها بالهدف الكمي بالنسبة للمجمعات النقدية.

فمعدلات الفائدة مهمة سواء على مستوى الصعيد الداخلي أو الخارجي: فعلى مستوى الصعيد الداخلي تؤثر على مستوى استثمارات المؤسسات مثل: السكن وعلى الاختيارات بين السندات و النقد، وعلى المستوى الخارجي تؤثر بشدة على تحركات رؤوس الأموال في الأجل القصير وفي المجموع يجب أن تكون معدلات الفائدة إيجابية لا هي مرتفعة ولا هي منخفضة و مستقرة قدرة الإمكان عبر الزمن<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: سعر الصرف

يعتبر معدل سعر الصرف مؤشرا هاما حول الأوضاع الاقتصادية لدولة ما، وذلك بالمحافظة على هذا المعدل حتى يكون قريبا من مستواه لتعادل القدرة الشرائية، غير أن أسواق صرف العملات ليست منظمة فهي تتعرض لتقلبات مستمرة، ويلعب معدل سعر الصرف دورا مهما في معرفة الاستراتيجية الاقتصادية والمالية للحكومة.

فالمحافظة على مستوى منخفض للعملة يشجع الضغوط التضخمية ويؤدي إلى إتباع سياسة سهلة في الأجل القصير يكون أثرها في الأجل الطويل إضعاف القدرة الصناعية للدولة والانخفاض النسبي لمستوى معيشة الأفراد.

أما المحافظة على مستوى مرتفع للعملة، يفرض على الأعوان الاقتصاديين ضغوطا انكماشيا وهو ما يؤدي إلى اختفاء بعض المؤسسات غير القادرة على الاستمرار في عملها، مما يؤدي إلى بطء في النمو وفي الأخير يؤدي إلى سياسة متشددة يمكن أن تؤدي الفشل<sup>2</sup>.

لذلك نجد في الاقتصاديات الأوسع والأكثر تنوعا والأقل انفتاحا على الخارج والأقل ارتباطا بشريك اقتصادي أساسي الاعتماد على هذا المعدل فقط، بل لا بد من هدف وسيطي داخلي، لأنه في حالة المضاربة على عملة معينة، يمكن للبنك المركزي أن يستنفذ احتياطاته من العملة الصعبة مقابل الإصدار المفرط للعملة الوطنية حيث يمكن تداولها محليا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- محمد فودوا: السياسة النقدية في ظل اقتصاديات العولمة وأهم الإصلاحات من أجل المسيرة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص11.

<sup>2</sup>- بوعزوز عمار: السياسة النقدية وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008، صص 73-74.

<sup>3</sup>- صالح مفتاح: النقود والسياسة النقدية، مرجع سابق، ص128.



### الفرع الثالث: المجمعات النقدية

وهي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان، ويرتبط عدد هذه المجمعات بطبيعة الاقتصاد ودرجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية، وتعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات. فالكتلة النقدية هي " حجم النقود المتداولة في اقتصاد بلد ما، فهي تضم إضافة لمجموع وسائل الدفع المستعملة، بعض التوظيفات المالية التي تحول إلى نقود في الأجل الطويل، ثم التغيير في الكتلة النقدية من خلال تغيرات الأجزاء المقابلة لها، وتتكون هذه الأجزاء من الذهب، الأصول الأجنبية، والديون على الحكومة والاقتصاد.

وتتمثل هذه المجمعات النقدية في:

- $M_1$ : النقود المتداولة خارج البنوك + ودائع تحت الطلب.  
 $M_1:M_2$  + ودائع لأجل في البنوك التجارية (شبه النقود).  
 $M_2:M_3$  + ودائع لأجل أو ادخارية لدى البنوك غير التجارية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تطورت أهداف السياسة النقدية مع تطور الفكر الاقتصادي، حتى أصبحت تتفق مع أهداف السياسة الاقتصادية بشكل عام، إذ توصل واضعو السياسة النقدية إلى أن الأهداف النهائية في الوقت الراهن سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية قد تركزت على تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وكان من أبرز الأهداف التي سعت إليها النظرية الكلاسيكية، والارتفاع في مستوى التشغيل الكامل الذي أضافته النظرية الكينزية بعد أزمة الكساد في ثلاثينيات القرن الماضي، ومن ثم تعزيز معدلات النمو الاقتصادي الذي أعطت له الأهمية الكبيرة خلال مدة الستينات، إلا أن الاقتصاديين قد أضافوا إلى السياسة النقدية هدفاً آخر يتمثل في الحد من معدلات الاختلال في ميزان المدفوعات.<sup>2</sup>

ويمكن تعريف الأهداف النهائية للسياسة النقدية بأنها " تلك المؤشرات التي يسعى بلد ما عادة إلى تحقيقها في إطار الأهداف الاقتصادية الكلية مثل: التشغيل الكامل".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> -برير محمد: السياسة النقدية ومدى فعاليتها في ظل استقلالية السلطة النقدية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة في الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان، 2008، ص40.

<sup>2</sup> -نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي: السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، ط2، دار البازوري للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2010، ص14.

<sup>3</sup> -فؤاد مطاطه : النظام المالي وإصلاح أدوات السياسة النقدية، جزء من متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة الجزائر، 1996-1997، ص55.

وتتمثل الأهداف النهائية فيما يلي:

- 1- **تحقيق العمالة الكاملة:** أي تحقيق التشغيل الكامل والاستغلال الأمثل لجميع الموارد الاقتصادي المتاحة في المجتمع، ويعتبر هذا الهدف في مقدمة الأهداف النهائية التي تعمل السياسة النقدية على تحقيقها، ولكن تحقيق العمالة الكاملة يعني السماح بمعدل بطالة منخفض قد يتراوح بين 3% إلى 5%<sup>1</sup>.
- 2- **تحقيق استقرار الأسعار:** تتمحور السياسة النقدية حول هدف أساسي يتمثل في إيجاد توازن مستمر بين الكتلة النقدية وحجم السلع والخدمات وهو ما يضمن تحقيق استقرار الأسعار، أي المحافظة على معدل تضخم منخفض ويكون على حساب معدل بطالة مرتفع، وبشكل عام تهدف السياسة النقدية إلى الحفاظ على المستوى العام للأسعار بحيث لا يتقلب على الأقل بشكل حاد يهدد حالة الاستقرار الاقتصادي. ويتحقق هذا الهدف من خلال مراقبة الائتمان المصرفي، لأن التغير في الأسعار يؤدي إلى إحداث أضرار جسيمة بفئة الدائنين ولصالح المدينين، وهذا ما يؤدي إلى توزيع سيئ للثروة بين الطرفين.

والمواقع أن لجوء السياسة النقدية لعلاج مشكلة استقرار مستويات الأسعار يعني أن هناك علاقة وثيقة بين عرض النقود ومستوى الأسعار مع ثبات العوامل الأخرى<sup>2</sup>.

- 3- **زيادة النمو الاقتصادي:** هو هدف عام يسعى إليه الجميع من خلال زيادة حجم الناتج الإجمالي وزيادة دخل الأفراد، ورفع المستوى المعيشي وزيادة الاستثمار، بالإضافة إلى تهيئة في النفط الأجنبي والمحلي للمساهمة في زيادة معدلات النمو والمساهمة في التنمية الاقتصادية المطلوب تحقيقها<sup>3</sup>.

- 4- **المساهمة في تحقيق توازن ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة:** ويتم ذلك في إطار إتباع سياسة وتقويم سعر الصرف، وفي ظل السيطرة على التضخم و تحقيق الاستقرار السعري الذي يحافظ بدوره على قيمة العملة من التدهور، و عموما يمكن أن تساهم السياسة النقدية في إصلاح و تخفيض العجز في ميزان المدفوعات، عن طريق قيام البنوك المركزية برفع سعر إعادة الخصم فيؤدي هذا بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض، وهذا يؤدي إلى تقليل حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يخفف من حدة ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة، ومن ثم تشجيع صادرات الدولة وتقليل إقبال المواطنين على شراء السلع الأجنبية، ومن ناحية أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة داخليا إلى إقبال الأجانب على إيداع أموالهم بالبنوك الوطنية وبالتالي

<sup>1</sup>-متولي عبد القادر: اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر، عمان، 2010، ص 195.

<sup>2</sup>-لعزازي حسبية: دور وفعالية السياسة النقدية في التوازن الخارجي، رسالة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 20-21.

<sup>3</sup>-الشيخ أحمد ولد الشيباني: فعالية السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي، مرجع سابق، ص 22.

إلى دخول المزيد من رؤوس الأموال إلى الدولة، مما يساعد على تقليل العجز في ميزان المدفوعات وهكذا نجد أن تقليل كمية النقود (الائتمانية) داخل الاقتصاد القومي ورفع أسعار الفائدة يلعب دورا كبيرا في خفض العجز في ميزان المدفوعات، إلا أن آثار هذه الإجراءات لا تتم بنفس الدرجة في كل حالة تطبق فيها، وإنما يعتمد الأمر على كثير من الظروف والعوامل الأخرى<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> -لعزاري حسيبة، مرجع سابق، ص21.

## المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية

تختلف أدوات السياسة النقدية وتأثيرها تبعاً للتطور الاقتصادي للدولة ونطور النظام المصرفي وحجم التعاملات في أسواقها المالية ومدى استقلالية بنوكها المركزية. وتقسم وسائل السياسة النقدية إلى وسائل كمية وأخرى نوعية نوضحها فيما يلي:

### المطلب الأول: الأدوات الكمية للسياسة النقدية

يقصد بها: "القوة التي تنظم سلوك السوق وفق أهداف السياسة النقدية، وتعمل من خلال علاقة الارتباط بين النقود وكل من النقود الاحتياطية Reserve Money من جانب، والسلطات النقدية من جانب آخر والتي من خلالها تخلق السلطات النقدية النقود الاحتياطية وتديرها". وتهدف بصفة عامة إلى التأثير على حجم الائتمان المصرفي دون مراعاة لأوجه استخدام هذا الائتمان، ويلاحظ أن هذه الأدوات تحدث أثرها عن طريق التأثير على حجم الأرصدة النقدية لدى النظام المصرفي وما يترتب على ذلك من التأثير غير المباشر على الحجم الكلي لقروض البنوك واستثماراتها<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: سعر إعادة الخصم

يعرف سعر إعادة الخصم بأنه: "سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير إعادة خصم ما لديها من كمبيالات، وأذون أو لقاء ما يقدمه إليها من قروض وسلف مضمونة قبل هذه الأوراق أو بغيرها. وتنتشر البنوك المركزية من وقت لآخر الأسعار التي تتأهب لإعادة الخصم بمقتضاها"<sup>2</sup>. أو تقديم ما لديها من أوراق تجارية بهدف خصمها لدى البنك المركزي وحصولها على السيولة اللازمة التي تمكنها من زيادة حجم الائتمان المقدم لعملائها، وعادة ما يكون سعر إعادة الخصم أقل من سعر الفائدة السائدة في السوق أو قد يكون قريباً منه، ويتحدد سعر إعادة الخصم وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة والتي ترجع إلى رغبة البنك المركزي في زيادة مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان أو الحد منها، وذلك من خلال زيادة أو تخفيض تكاليف الحصول على تلك الاحتياطات الإضافية التي تستخدمها البنوك التجارية وفقاً للسياسات التي يحددها البنك المركزي بناءً على الظروف الاقتصادية السائدة، وتتضح فعالية سياسة سعر إعادة الخصم من خلال تأثير رفع سعر إعادة الخصم أو تخفيضه بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ففي حالة التضخم الناتج عن الإفراط في الطلب على السلع والخدمات نتيجة زيادة كمية وسائل الدفع في الاقتصاد بصورة تزيد عن المستوى الطبيعي، مما يجعل من تدخل البنك المركزي أمراً ضرورياً، وذلك من خلال رفع سعر إعادة الخصم

<sup>1</sup>-محب خلة توفيق: الاقتصاد النقدي والمصرفي دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011، ص358.

<sup>2</sup>-سامر بوطرس جلد: النقود والبنوك، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2010، ص125.

والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف الحصول على السيولة النقدية الإضافية اللازمة لزيادة القدرة الائتمانية للبنوك التجارية مما يؤدي إلى التقليل من مقدرة البنوك التجارية الائتمان وذلك نظرا لارتفاع سعر الفائدة الذي تتقاضاه البنوك التجارية من عملائها كفوائد مقابل القروض المقدمة لهم، مما يدفع بعملائها إلى عدم الإقبال على الاقتراض أو خصم أوراقهم التجارية نظرا لارتفاع تكاليفها، وبالتالي التقليل من حجم وسائل الدفع في الاقتصاد وبما يساهم في تخفيض الطلب الكلي على السلع والخدمات والعمل على التقليل من حدة الضغوط التضخمية في الاقتصاد<sup>1</sup>.

### \*فعالية سعر إعادة الخصم:

ليس المقصود من سياسة سعر الخصم: "التأثير في قدرة البنوك التجارية في التوسع أو التقييد من حجم قروضها فحسب، بل التأثير أيضا في اتجاهات السوق النقدية ككل وخاصة ما يتعلق منه بأسعار الفائدة السائدة، أي أثمان اقتراض رؤوس الأموال للمدة القصيرة"، وفاعلية هذه السياسة بصفة عامة تستدعي ألا تكون هناك مصادر أخرى للسيولة أو للائتمان، سواء في السوق النقدية ذاتها أو في الأسواق الجانبية بخلاف البنك المركزي من شأنها أن تقلل من أهمية قروض الأخير وتكلفة هذه القروض، فإذا فرض وكان لدى المشروعات المختلفة الاحتياطات النقدية السائلة المخصصة للتمويل أو وردت في الاقتصاد القومي رؤوس أموال أجنبية قادمة من الخارج بغرض التوظيف والحصول على عائد مرتفع، فإن رفع سعر الخصم لا يؤثر في مقدرة السوق النقدية على تقديم الأصول السائلة وعلى زيادة حجم الائتمان وهذه نتيجة طبيعية للإحلال الجديد وما تترتب على ذلك من زيادة عرض كمية النقود السائلة.

وحتى للبنوك التجارية كوحدات مستقلة فالاتجاه إلى البنك المركزي لإعادة خصم ما لديها من أصول في شكل أوراق تجارية وسندات يفترض الحاجة إلى التمويل من جانب هذه البنوك ونقص السيولة اللازمة لها.

وهو ما لا يكون متوفرا بالضرورة، فقد تتمتع البنوك التجارية بسيولة مرتفعة لمواردها الذاتية التي يجب أن تغطي القروض الممنوحة، ومن مظاهر التناقض في هذا المجال أن رفع سعر الفائدة يزيد من إيداعات الأفراد والمشروعات للحصول على عائد مرتفع مما يزيد من سيولة البنوك التجارية، ويرفع من مقدرتها على إعطاء القروض وخلق الائتمان دون الاعتماد على البنك المركزي.

<sup>1</sup>- أحمد محمد صالح الجلال: دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص59.

وخلاصة القول أن سعر الخصم هو وسيلة توجيه للتأثير في أسعار الفائدة وفي حجم الائتمان واتجاهات السوق النقدية، وغالبا ما تحاول البنوك التجارية أن تراعي الأهداف التي دفعت البنك المركزي إلى تحديد سعر معين للخصم ولكنها وسيلة ناقصة تحتاج إلى عدة أساليب مكملة لتحقيق فاعلية أكثر<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: سياسة السوق المفتوحة

السوق المفتوحة وتعني " دخول البنك المركزي إلى السوق العالمي بائعا لأوراق مالية خاصة- السندات الحكومية- في حالات التضخم من أجل تقليل السيولة المتداولة بين الناس، مما يقلل من عرض النقد، أو أن يدخل السوق مشتريا مما يزيد من عرض النقد في حالات الكساد"<sup>2</sup>.

حيث أن البنك المركزي يمكنه ومن خلال السياسة النقدية التي يتبعها التأثير على حالة الاقتصاد وعن طريق عمليات السوق المفتوحة، والتي يتم بموجبها دخول البنك المركزي الأسواق النقدية والمالية بصورة مباشرة كمتعامل فيها، أي كبائع ومشتري في الأسواق هذه وحسب حالة الاقتصاد وحاجته، إذ أنه في الحالة التي يعاني فيها الاقتصاد من الركود والانكماش الاقتصادي، والتي تبرز فيه حاجته إلى توسيع عرض النقد في الاقتصاد من أجل توفير التمويل اللازم لتوسيع نشاطاته فإنه يدخل كمشتري للأوراق المالية في السوق النقدية وبذلك يضخ نقودا في الاقتصاد لتوسيع النشاطات الاقتصادية التي تعاني من الركود أو الانكماش الاقتصادي أما في الحالة التي يعاني فيها الاقتصاد من التضخم، وزيادة عرض النقد في الاقتصاد افتراضا ومنه تبرز حاجة الاقتصاد إلى تقليص عرض النقد فيه لمعالجة حالة التضخم، فإن البنك المركزي ومن خلال سياسته النقدية يقوم ببيع الأوراق المالية في السوق، وبهذا يتم سحب النقود من السوق مقابل بيعه الأوراق المالية فيه، وبذلك يتم تقليص عرض النقد ومعالجة حالة التضخم في الاقتصاد<sup>3</sup>.

### \*فعالية سياسة السوق المفتوحة:

تتوقف فعالية سياسة السوق المفتوحة على مدى نجاحها في تحقيق سيولة أو عدم سيولة السوق النقدية ككل. ويتوقف ذلك على إرادة البنك المركزي من جهة، ووجود أسواق المال متقدمة تقديما كبيرا وتعمل على نطاق واسع أو بعبارة أخرى أن تكون ذات طاقة كبيرة حتى تستطيع أن تستوعب هذه العمليات دون أن يصيبها انهيار من جهة أخرى، لذلك نجد هذا النوع من التدخل أكثر انتشارا في الدول الأنجلوساكسونية أين ساهم الحجم الميزاني المتراكم منذ سنوات عديدة في خلق سوق واسعة للأصول

<sup>1</sup>- منير إسماعيل أبو شاور، أمجد عبد المهدي مساعدة: نقود وبنوك، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 230، 232.

<sup>2</sup>- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني: النقود والبنوك والبنوك المركزية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2010، ص 265.

<sup>3</sup>- فليح حسن خلف: النقود والبنوك، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2006، ص 313.

العمومية ومما يميز سياسة السوق المفتوحة عن سياسة إعادة الخصم أنه في الأول البنك المركزي هو الذي يبادر بهذه العمليات بينما في الثانية المؤسسات المالية هي التي تقرر متى ولم يتم الاقتراض، كما أنه يمكن للبنك المركزي أن يقوم بعمليات السوق المفتوحة سواء في السوق الأولية أين يقوم بإصدارات جديدة مثلاً، أو في السوق الثانية أين يشتري ويبيع السندات المتوفرة، وعادة ما تفضل البنوك المركزية هذه السوق في الدول التي لديها سوق ثانوية متطورة<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: نسبة الاحتياطي القانوني

يقصد بالاحتياطي القانوني: "النسب التي تلتزم البنوك التجارية بالاحتفاظ بها من أصولها السائلة لدى البنك المركزي، وكان الهدف منها حماية المودعين من خطر عدم توفر السيولة الكافية لدى البنوك التجارية"<sup>2</sup>.

ويتحدد هذا القدر بصفة أساسية معينة من إجمالي أرصدة الودائع تحت الطلب التي يحتفظ بها العملاء لدى البنك التجاري، وقد يتسع ذلك القدر ليشمل نسبة إضافية من أرصدة الحسابات والودائع لأجل لدى هذه البنوك، وتأتي مقدرة البنك المركزي في التحكم في حجم الائتمان وإدارة السياسة النقدية باستخدام هذه الأداة عن طريق تغيير نسبة الاحتياطي رفعا (أو خفضا) مما يؤدي إلى نقص (أو زيادة) حجم الإحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية، وبالتالي إلى نقص (أو زيادة) قدرة هذه البنوك على الاقتراض ومنح التسهيلات الائتمانية فيتأثر بذلك الطلب على القروض بغرض الاستثمار، فعلى سبيل المثال يترتب على تعمد البنك المركزي رفع نسبة الاحتياطي على الحسابات الجارية تغيير قدرة البنوك التجارية على استغلال أرصدة هذه الحسابات، وهي أرصدة غير مكلفة بطبيعتها في تحقيق الإيرادات السهلة، كما أن رفع نسبة الاحتياطي على الحسابات الاستثمارية يؤدي هو الآخر إلى زيادة التكلفة على البنوك لضياح فرصة تحقيق أرباح كان من الممكن تحقيقها ويؤدي ذلك في مجموعه إلى تأثير حجم التكاليف لدى البنوك بصفة عامة واضطرابها إما إلى رفع سعر الفائدة المدينة على القروض الممنوحة للمستثمرين أو إلى خفض سعر الفائدة الدائنة على الودائع المحتفظ بها لديها، ويؤثر ذلك كله على حجم المتغيرات الكلية في الدولة كالاستثمار والادخار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- البحري عبد الله: أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004-2005، صص 64-65.

<sup>2</sup>- سوزي عربي ناشر: مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان (بيروت)، 2008، ص 276.

<sup>3</sup>- فهمي حسين كامل: أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، فهرس مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، جدة، 2006، صص 17-18.

### \*فعالية نسبة الاحتياطي القانوني:

تعتبر هذه الأداة ذات أهمية كبيرة في النظم الوضعية لكونها تتعلق مباشرة بقدرة البنوك التجارية على خلق الودائع والتوسع في الائتمان، إلا أن فعاليتها تعرضت لعدة انتقادات منها:

1- تصبح هذه الأداة عديمة الجدوى إذا كانت احتياطات البنوك التجارية كبيرة، فمهما عمد البنك المركزي إلى رفع نسبة الاحتياطي القانوني فإن قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان لا تتخف، ويشير الاقتصاد الحديث أن البنك المركزي يستطيع التأثير على معدل نمو المعروض النقدي، ولكن لا يستطيع التحكم بسلوك البنوك التجارية التي تحاول بدافع من مصالحها الخاصة التخلص من قيود البنك المركزي، بل يذهب البعض إلى أن الطلب على النقود يخلق العرض آلياً طالما توفر للبنوك التجارية الحق في خلق النقود الخطية واستمرار البنك المركزي في القيام بوظيفة المقرض الأخير للجهاز المصرفي، وعليه فلا يمكن للسلطات النقدية التحكم في عرض النقود.

2- إن حجم الائتمان يتأثر أولاً بالظروف الاقتصادية والمالية، ونظرة المستثمرين إلى مستقبل الاقتصاد إذا كانت نظريتهم متفائلة، فإن زيادة الاحتياطي القانوني لا يغني عن التوسع في الائتمان لإنشاء مشاريع استثمارية جديدة، فإذا كانت نظرتهم متشائمة، فإن حجم الائتمان سيقبل مهما خفض البنك المركزي من نسبة الاحتياطي القانوني بسبب قلة الطلب على القروض للاستثمار.

3- إن لجوء البنك المركزي إلى هذه الأداة يدفع البنوك التجارية لاستعمال أدوات أخرى للحصول على السيولة كبيع الأوراق المالية، حيث تؤدي زيادة عرضها إلى خفض أسعارها، مما يجعل من المفيد استعمال البنك المركزي لمختلف الأدوات في آن واحد لتفادي الآثار العكسية لاستعمال أداة دون أخرى.

4- يرى كثير أن الإفراط في استعمال أداة الاحتياطي القانوني قد يؤثر سلباً على الأسواق المالية، إلا أنه يخلق حالة من عدم التأكد، وبالتالي يجب إعلام البنوك التجارية بأي نية في ذلك لتتجهى له، وأن نسبة التغير منخفضة حتى تستوعبها البنوك، ولهذا يصفها بعض الاقتصاديين بأنها أداة مولدة لعدم الاستقرار النقدي والمالي في الاقتصاد.

-إن جملة هذه الأسباب تفيد أن أداة الاحتياطي القانوني تصبح عديمة الفعالية في الاقتصاديات الحديثة، لعدم إمكانية استخدامها على نطاق واسع وبالتالي قلة حجم تأثيرها على النشاط الاقتصادي، إضافة إلى



أثارها العكسية على الاستقرار الاقتصادي والنقدي، فضلا عن قدرتها على التحكم في حجم الائتمان عموما بدافع المصالح الخاصة للبنوك وعدم القدرة على مراقبتها في حجم التوسع النقدي<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الأدوات النوعية للسياسة النقدية

يقصد بالأدوات النوعية السياسة النقدية: "تلك الأساليب المباشرة التي يستخدمها البنك المركزي بهدف التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية معينة."<sup>2</sup>

وتستعمل هذه الأدوات بشكل كبير في الدول النامية، لأنه يتعذر عليها استعمال الأدوات الكمية بسبب ضعف نمو أسواقها المالية وأجهزتها المصرفية.

\* تتضمن الأدوات النوعية مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية لغرض تشجيع أنواع معينة من الإنفاق أو الاستثمارات المنتجة، بتوجيه التوسع المرغوب فيه أو وقف التوسع غير المرغوب فيه في أنواع أخرى من الاستخدامات عن طريق التأثير المباشر على الائتمان المصرفي، كاستخدام هذه الوسائل للحد من القروض المفتوحة لمستوردي السلع الاستهلاكية غير الضرورية، أو كبح القروض الموجهة لبناء وشراء السندات لغرض المضاربة<sup>3</sup>.

ويمكن تلخيص أهم الأدوات النوعية المستعملة من طرف البنوك المركزية عبر العالم فيما يلي:

### الفرع الأول: سياسة تأثير القرض

تهدف هذه السياسة إلى الحد من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان بشكل مباشر وذلك عن طريق فرض سقف أعلى للائتمان لا يمكن لأي بنك تجاوزه بهدف الحد من خلق نقود الودائع المباشرة.

ويقوم البنك المركزي بتطبيق هذه السياسة في حالة حدوث تضخم بهدف توجيه منح الائتمان، حيث يمنح الائتمان للقطاعات ذات الأولوية والتي لم تتسبب في إحداث التضخم ويقيد الائتمان عن القطاعات التي تكون سببا في حدوث التضخم، ويمكن أن تكون هذه السياسة متعلقة بمعياري أجل القروض (قصيرة الأجل، متوسطة أو طويلة الأجل) وعند ارتفاع حدة التضخم تقوم الدولة ممثلة في البنك المركزي بوضع سياسة تأثير القروض الإلزامية عن طريق تحديد الحد الأقصى لحجم القروض الممكن منحها من طرف البنوك أو تحديد معدل نمو القروض، ولقد استخدم هذا الأسلوب لأول مرة في فرنسا عام 1948، وعادة

<sup>1</sup>-جمال بن دعاس، محمد خزار: السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي دراسة مقارنة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2004-2005، ص 135-136.

<sup>2</sup>-أكرم حداد، مشهور مذلول: النقود والبنوك، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2008، ص190.

<sup>3</sup>-زكريا الدوري، يسرا السامرائي: البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2013، ص210.

ما ترفق هذه السياسة ببرامج استقرار الكتلة النقدية عن طريق التقليل من النفقات العمومية وتشجيع الادخارات وإصدار السندات وغيرها من الوسائل الكفيلة بتخفيض فائض الكتلة النقدية<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: السياسة الانتقائية للقروض

تهدف هذه السياسة الانتقائية للقروض إلى توجيه القروض إلى القطاعات التي تعتبرها السلطات النقدية أكثر نفعا للاقتصاد الوطني، بحيث تأخذ هذه السلطات القرارات الضرورية بإعطاء بعض التسهيلات إلى القروض الخاصة بهذه القطاعات... وهكذا تتخذ هذه عدة أشكال:

أ- إقرار معدل إعادة خصم مفضل: خاص بالأوراق التجارية المرتبطة بالقروض التي تطلبها القطاعات الإنتاجية التي تقرر الدولة تشجيعها على حساب القطاعات الأخرى. وهذا المعدل يكون بطبيعة الحال أصغر من معدل إعادة الخصم العادي.

ب- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي لا تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية: وذلك سعياً وراء تشجيع بعض القطاعات الحيوية وتمكينها من الحصول على القروض بسهولة.

ج- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف: إذا أراد البنك المركزي تشجيع بعض أنواع القروض (قروض للصادرات) أمكنه أن يقبل تعبئة (أي إعادة الخصم) للأوراق المرتبطة بهذه القروض، حتى بعد تجاوز السقف مع استعمال معدل إعادة الخصم العادي.

د- تغيير مدة استحقاق القروض ومعدل فوائدها: تقوم السلطات النقدية في بعض الأحيان بالتأثير على البنوك لكي تمنح القروض الخاصة ببعض القطاعات بشروط معينة أي في مدة معينة وبمعدل فائدة معين<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> -بناني فتحة: السياسة النقدية والنمو الاقتصادي -دراسة نظرية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2008- 2009، ص 115-116.

<sup>2</sup> -خباية عبد الله: الاقتصاد المصرفي (البنوك الإلكترونية-البنوك التجارية-السياسة النقدية)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008، ص 209-210.

## المطلب الثالث: أدوات الرقابة المباشرة للسياسة النقدية

يقصد بأدوات الرقابة المباشرة: "الإجراءات والتدابير المباشرة التي يتخذها البنك المركزي اتجاه المؤسسات والأجهزة المالية والمصرفية بهدف تحقيق أهداف السياسة النقدية"<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: الودائع الخاصة

وبمقتضى هذه السياسة يطلب البنك المركزي من البنوك التجارية أن تحتفظ لديه ( بخلاف الاحتياطي القانوني) بنسبة معينة من أرصدها على شكل ودائع مجمدة حتى يفرج عنها بواسطة السلطات النقدية في الدولة مقابل فائدة معينة وقد لجأ بنك إنجلترا عام 1960 إلى هذه السياسة مقابل فائدة مقدارها 1% وذلك حتى يقلل من مقدار بنوك إنجلترا التجارية على خلق الائتمان<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: الإعلام

تتزايد أهمية الكلمات التي يوجهها المسؤولون في البنك المركزي إلى الرأي العام بواسطة أجهزة الإعلام المختلفة في السنوات الأخيرة ، وبشكل مستمر يعرب المسؤولون فيها عن حالة الاقتصاد القومي والمشكلات (الاقتصادية) النقدية التي يتعرض لها، الأدوات والإجراءات التي يعتقدون أنها مناسبة وكفيلة بحل المشكلات، وتحقيق مصلحة الاقتصاد القومي، ويعبر هذا الإعلام من البنك المركزي عن سياسة معينة للائتمان وإعلامه للجمهور وسيلة من وسائل السياسة النقدية التي قد يتبعها البنك المركزي للرقابة على الائتمان، وتوجيهه نحو الهدف المنشود.

ولا يهدف الإعلام إلى إذاعة المعلومات والحقائق والأرقام المتوفرة لديه، بل يهدف كذلك إلى تفسير الوقائع والاعتبارات التي تدعو إلى تغيير اتجاه السياسة النقدية، وتبرير اللجوء إلى الوسائل والأدوات الفنية المعنية للتوسع أو للتقليل من الائتمان وتوضيح النتائج التي يمكن أن تتحقق، والفوائد التي سوف تنعكس على الاقتصاد القومي، ومعالجة المشكلة التي يتعرض لها. والواقع قد أصبح هذا الإعلام من البنك المركزي أمراً لا يغنى عنه في الوقت الحاضر الذي يتزايد فيه اهتمام الرأي العام بالشؤون النقدية والمصرفية وتدخله فيها، ولا شك أن البنك المركزي يكسب بهذا الإعلام، ثقة الجمهور والرأي العام، ووقوفه إلى جانبه، وكذلك تفهم وتعاون البنوك التجارية مع البنك المركزي في سياسته الجديدة، التي يقررها لتوجيه ورقابة الائتمان المصرفي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- طاهر فاضل البياني، خالد توفيق الشمري: مدخل إلى علم الاقتصاد والتحليل الجزئي والكلّي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 378.

<sup>2</sup>- رشاد العصار، رياض الحلبي: النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 158.

<sup>3</sup>- أحمد زهير شامية: النقود والبنوك، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 337.

### الفرع الثالث: الأوامر والتعليمات اللازمة

وبمقتضى هذا الأسلوب يصدر البنك المركزي القرارات الملزمة للبنوك التجارية بما يتماشى مع متطلبات الإدارة النقدية التي تستهدف وتحقيق أغراض السياسة النقدية، مثال ذلك أن يحدد البنك المركزي الحد الأقصى لجملة قروض البنوك التجارية واستثماراتها أو معدل الزيادة خلال الفترة المستقبلية، إعطاء أوامر بزيادة قروض البنوك التجارية للصناعات الصغيرة لتمكين من زيادة إنتاجها للتصدير وإلى الصناعات المنتجة للسلع الاستهلاكية الضرورية للسوق المحلي، وتخفيض القروض للصناعات المنتجة للسلع الكمالية..... الخ.

ولا شك في نجاح هذا الأسلوب خاصة وأن البنك المركزي قد يلجأ إلى قرض الجزاءات على البنوك التي تنتهج سياسة مخالفة للسياسة الائتمانية للبنك المركزي مثال ذلك حرمانها من الاقتراض أو تحميلها فوائد أعلى<sup>1</sup>.

### الفرع الرابع: الإقناع الأدبي

تعتبر هذه السياسة سلاح من أسلحة البنك المركزي في توجيه النصح للبنوك التجارية وذلك بعدم التوسع في تقديم القروض وخاصة القروض التي توجه للمضاربة إذا ما رأت في ذلك ثمة خطر على الاقتصاد القومي ويأخذ هذا التوجيه أشكال مختلفة منها: إرسال مذكرات إلى البنوك الأعضاء بالامتناع عن قبول أوراق معينة أو عدم الإقراض لمشروعات معينة، كما تأخذ شكل تحذير بعدم قبول إعادة الخصم لبعض الأوراق التجارية أو عدم تقديم الأموال المطلوبة، كما تعمل أيضا لإقناع البنوك على التوسع في الائتمان كما حدث في أثناء الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة حينما أوعزت البنوك المركزية إلى البنوك الأعضاء لتقديم ما تحتاجه الصناعات الأساسية من ائتمان.

ولكن مدى نجاح هذه السياسة يتوقف على:

أ- مدى أهمية البنك المركزي بالنسبة للبنوك الأخرى.

ب- مدى التعاون بين البنوك التجارية والبنك المركزي.

وفي أحيان معينة قد يضطر البنك المركزي إلى إتباع النصح والإرشاد وتقديم المشورة إلى البنوك التجارية والتي تعتبر أو تمثل جزء من سياسته في توجيه الائتمان والتي تهدف إلى تحقيق أهداف معينة لها علاقة بالائتمان المصرفي، وهذه التوجيهات والإرشادات قد تتم عن طريق اجتماعات تضم

<sup>1</sup> -حسين أحمد عبد الرحيم: اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص ص103-104.

ممثلين من البنك المركزي والبنوك التجارية، كما يمكن أن تتم عن طريق المراسلات والكتب الرسمية من أجل توضيح بعض المسائل المعنية<sup>1</sup>.

#### الفرع الخامس: قيام البنك المركزي ببعض عمليات البنوك التجارية

ظهرت فكرة قيام البنك المركزي بجزء من أعمال البنوك التجارية في بعض الدول أين لم تتمكن الإجراءات التقليدية للسياسة النقدية من تحقيق الاستقرار النقدي، عندما يقوم البنك المركزي ببعض وظائف البنوك التجارية كأن ينوب عنها في تقديم القروض لبعض القطاعات الأساسية كانت البنوك التجارية قد امتنعت أو عجزت عن تمويلها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - محمود حسين الوادي، زكريا أحمد غرام: مبادئ المالية العامة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 227.  
<sup>2</sup> - بلجبلية سمية: أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009-2010، ص 140

## المبحث الرابع: أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية

تبين من معظم الدراسات والبحوث أن المحافظة على استقرار الأسعار يمثل الهدف الأكثر أهمية للسياسة النقدية، التي أضحت بدورها تمثل الوظيفة الأساسية للسلطة النقدية، وأهمية استقرار الأسعار لا يمكن للبنك المركزي أن يقوم به على أكمل صورة إلا إذا توفر له المناخ المناسب لذلك. ثارت مشكلة تبعية البنك المركزي للسلطة التنفيذية، واضطراره للخضوع للضغوط السياسية وتنفيذ الأوامر المتعلقة بتوجيه السياسة النقدية، للوصول إلى أهداف ترغب الحكومة تحقيقها، لكن هذه الأهداف قد تتصادم مع هدف استقرار الأسعار، لهذه الاعتبارات جعلت قضية استقلالية البنك المركزي محل اهتمام المعنيين بذلك، باعتبارها الشرط الأساسي والضمان الرئيسي لقيام البنك المركزي بوضع وتوجيه سياسته النقدية على نحو يحقق هدف استقرار الأسعار ومحاربة التضخم والحفاظ على قيمة العملة.

### المطلب الأول: مفهوم استقلالية البنك المركزي

وفي هذا المطلب سوف نتطرق إلى تعريف استقلالية البنك المركزي وإلى أهمية الاستقلالية كآليات:

#### الفرع الأول: تعريف استقلالية البنك المركزي

ومن بين تعاريف استقلالية البنك المركزي نذكر منها ما يلي:

**تعريف أول:** يقصد بالاستقلالية "إعطاء البنك المركزي شخصية تمكنه من التصرف بحرية في تحقيق الأهداف الموضوعية والسعي وراء تنفيذها"<sup>1</sup>.

**تعريف ثاني:** يقصد باستقلالية البنك المركزي "منحه الاستقلال الكامل في إدارة السياسة النقدية، عن طريق عزله عن أية ممارسات سياسية من طرف السلطة التنفيذية من جهة، ومنحه حرية تصرف كاملة في وضع وتنفيذ السياسة النقدية"<sup>2</sup>.

**تعريف آخر:** كما يمكن تعريف الاستقلالية كما يلي<sup>3</sup>:

**1- الإستقلالية بالمفهوم القانوني:** تعني "حجم السلطات الممنوحة للبنك المركزي في صياغة السياسة النقدية وإدارتها ومن ثم مدى إمكانية مساءلة البنك المركزي عن تحقيق الأهداف والإبقاء على استقرار الأسعار وذلك على ضوء النظام الأساسي للبنك المركزي والدستور".

<sup>1</sup>- لخلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص 104.

<sup>2</sup>- حورية حماني: آليات رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية وفعاليتها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006، ص 38.

<sup>3</sup>- عيسى الزاوي: أثر الإصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية، رسالة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 32.

2- الإستقلالية بالمفهوم الاقتصادي: من بين أفضل الآراء التي توضح جوانب الاستقلالية يذكر رئيس البندز بنك (shesinger) بأن استقلالية البنك المركزي تعني:

- استقلالية مؤسسية: يعني ذلك " استقلالية التعليمات والأوامر عن الحكومة و البرلمان.
- استقلالية الأدوات: يعني ذلك " تعيين الاشخاص المكلفين بصناعة القرار من الاعضاء الذين يستقلون في آراءهم عن أي رأي خارج البنك المركزي".
- استقلالية شخصية: يعني ذلك " تعيين الأشخاص المكلفين بصناعة القرار من الأعضاء الذين يستقلون في آراءهم عن أي رأي خارج البنك المركزي".

**تعريف رابع:** يقصد باستقلالية البنك المركزي " استقلاليته؛ كسلطة نقدية عن الحكومة في وضع أهداف السياسة النقدية وتحديد الأدوات المناسبة لتحقيقها. وبمعنى أكثر تحديد استقلاليته في إدارة الكتلة النقدية وتحقيق هدف استقرار قيمة النقد؛ باعتباره الهدف الرئيسي لأية سياسة نقدية"<sup>1</sup>.

**تعريف خامس:** تعني استقلالية البنك المركزي: "مدى الاستقلالية التي يتمتع بها المسؤولون الرئيسيون في البنك وخصوصا فيما يتعلق بعمليات التعيين وعدم الاستغناء عن خدماتهم قبل الفترة المحددة لهم بموجب القانون، وما لا شك فيه أن هذه الاستقلالية أو ما يطلق عليها الاستقلالية الشخصية تلعب دورا هاما في استقلالية البنك المركزي في اتخاذ قراراته"<sup>2</sup>.

ومن خلال التعاريف السابقة الذكر نتوصل إلى تعريف شامل لاستقلالية البنك المركزي: يقصد بها إعطاء أو منح البنك المركزي الحرية الكاملة في وضع أهداف السياسة النقدية بعيدا عن تدخل الحكومة والسعي وراء تحقيق الأهداف المسطرة وتحديد الأدوات المناسبة لتحقيقها.

### الفرع الثاني: أهمية استقلالية البنك المركزي

تكمن حجة استقلالية البنك المركزي في مصداقية السياسة النقدية وعلى مدى قدرتها في المحافظة على استقرار الأسعار في المدى الطويل، وتحسن هذه المصداقية إذا كانت السلطات النقدية تتمتع باستقلالية من الحكومة تجعلها تأخذ في الاعتبار الأهداف طويلة الأجل فمثلا: محاربة التضخم ينتج عنه في الأجل ضغوط على أسعار الفائدة وانخفاض الاستثمار وزيادة البطالة، والمدى الطويل انخفاض مستمر للتضخم وبالتالي الفترة الفاصلة بين الأجلين التي تم فيها فاعلية السياسة النقدية، ويتم أيضا تقييم سياسة محاربة التضخم من ناحية الآثار الايجابية طويلة الأجل أو التكاليف قصيرة الأجل، وبالتالي الاستقرار في البنك المركزي مهم جدا من حيث الزمن وهنا تظهر مشكلة السياسة وتأثيرها

<sup>1</sup>-رحيم حسين: الاقتصاد المصرفي مفاهيم، تحليل، تقنيات، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2008، ص120.

<sup>2</sup>-زكريا الدوري، يسرا السامرائي، مرجع سابق، ص116.

بالزمن، إذ لم تتعهد الحكومة بالالتزام بالاستمرار في هذه السياسة والالتزام بالقواعد المقبولة التي يحددها صانعي السياسة النقدية.

ولنا في ذلك وهو الألماني، لمدى تأثير استقلالية البنك المركزي عن سلطة الحكومة في تحقيق الاستقرار النقدي، إضافة إلى الدور الرئيسي في التحكم في كل من عرض النقود، عرض الائتمان وحماية العملة، واستقرار سوق النقد وسوق رأس المال<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: أنواع وأسباب الدعوة إلى استقلالية البنك المركزي

وفي هذا المطلب سوف نتطرق في الفرع الأول إلى أنواع استقلالية البنك المركزي أما في الفرع الثاني سوف نتطرق إلى أسباب الدعوة إلى استقلالية البنك المركزي.

#### الفرع الأول: أنواع استقلالية البنك المركزي

حتى نفهم استقلالية البنوك المركزية لابد من التعرف على أشكالها، وعموما يتعلق الأمر باستقلالية وظيفية تشمل الجانب القانوني، واستقلالية اقتصادية تتعلق بوضع السياسة النقدية حيز التنفيذ، حيث تشمل استقلالية الأهداف واستقلالية الأدوات وعليه تلمس أربعة أشكال ويتمثل الشكلين الأولين في<sup>2</sup>:

#### 1- الشكل القانوني والشكل الحقيقي للاستقلالية:

ازداد التوجه نحو دعم المدى القانوني لاستقلالية البنك المركزي في عديد من الدول بما يمكنه من تحقيق أهداف السياسة النقدية، لا بدرجة أكبر من الدقة و الفعالية فقط، ولكن أيضا بمزيد من الشفافية والإفصاح.

##### 1-1- الاستقلالية القانونية.

فالاستقلالية القانونية هي " تلك التي تقوم على المبادئ المقيدة أو المسجلة في التشريع و الخاصة ب:

- إجراءات تعيين أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي (غالبا المحافظ ومدة خدمته)؛
- الهدف اللازم إتباعه؛
- إلزامية تقديم تقارير دورية حول تسيير شؤون البنك المركزي لجهاز تشريعي أو تنفيذي (المجلس الشعبي الوطني، الحكومة)؛
- تواجد ممثل للحكومة أمام المجلس أم لا؛

<sup>1</sup>-دريس رشيد: استراتيجية تكيف المنظومة المصرفية الجزائرية في ظل اقتصاد السوق، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006.

2007، ص79.

<sup>2</sup>-ظافري سميرة: استقلالية البنك المركزي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص94-95.



- إجراءات حل النزاعات المحتملة مع الحكومة؛
  - دور وزارة المالية؛
  - السماح أو منع التمويل النقدي لعجز الميزانية (خدمة الدين العام) أو تقديم قروض للدولة، أو توزيع الأرباح؛
  - التحديد الحر لمعدل الفائدة؛
  - دور الحكومة في تحديد دخل أعضاء مجلس الإدارة.
- إن الاستقلالية المنصوص عليها في التشريع لابد من ترجمتها في الواقع العملي لتكون هناك استقلالية حقيقية.

## 1-2-الاستقلالية الحقيقية:

بالرغم من أهمية الاستقلالية القانونية، غير أنها ليست كافية للاستقلالية الحقيقية، حيث تتوقف هذه الأخيرة، إضافة إلى ما ينص عليه التشريع على مدى التأثير الفعلي للحكومة على البنك المركزي، ويمر هذا التأثير بعدة قنوات كالتصريح عبر الصحافة، تعيين أعضاء مجلس إدارة البنك حسب انتمائهم السياسي، ومدى سيطرة وتأثير السياسة الضريبية على السياسة النقدية.

## 2-استقلالية الأهداف و الأدوات:

ويجب علينا التمييز بين الاستقلالية في تحديد الأهداف والاستقلالية في تحديد الأدوات.

## 2-1-الاستقلالية في تحديد الأهداف:

وتعني "استقلالية البنك المركزي في تحديد أهداف السياسة النقدية"<sup>1</sup>. وتعني "هل البنك المركزي حر في وضع الأهداف النهائية للسياسة النقدية"، أو بمعنى آخر "حرية الهدف". وتصل هذه الحرية إلى أقصى درجة لها من الناحية النظرية، إذ ما خول للبنك المركزي صلاحيات وقد أثبتت الدراسات أن ذلك يتم في الدول النامية بصعوبة أكثر منها في الدول الصناعية التي يحصل فيها الانتقال من قانونية إلى حقيقية بصورة تكاد مباشرة. إدارة السياسة النقدية دون أي تحديد، غير أن معظم البنوك المركزية لها أهداف تشريعية خاصة هذا ما يفقدها استقلاليته، كذلك الأمر إذا ارتبط استقرار الأسعار بأهداف رقمية تحددها الحكومة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>-رحيم حسين، مرجع سابق، ص120.

<sup>2</sup>-عجلان صباح، استقلالية البنك المركزي ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، 2007-2008، ص59.

## 2-2- الاستقلالية في تحديد الأدوات:

إن البنك المركزي يعتبر مستقلاً إذا كان حراً في اختيار أدواته التي يراها مناسبة لأجل تحقيق أهدافه النهائية، فالبنك المركزي لا يعد مستقلاً إذا ما التزم بقاعدة نقدية محددة، أو ما إذا كان ملزماً بتمويل عجز الميزانية.

إذن فاستقلالية البنك المركزي تكمن في استقلالية الأدوات أين تكون له السلطة في اختيار أدواته من أجل تنفيذ أو تحقيق الأهداف المحددة بالتشريع، دون البحث عن الموافقة من الجهاز التنفيذي أو التشريعي وللاخذ بمبدأ استقلالية البنك المركزي يجب توافر ثلاث شروط أساسية مسبقة نوجزها فيما يلي:

- التعرف الواضح بمفهوم استقلالية البنك المركزي من خلال إيضاح السياسة النقدية التي يراد اعتمادها، مع تحديد الوسائل المفتوحة والكفيلة بتحقيق الأهداف المعلنة.

- إطلاع الحكومة والرأي العام على برامج السياسة النقدية المعتمدة وبصورة مستمرة، مع ضرورة إيجاد صيغة رسمية لعرض ومتابعة ومناقشة أعمال البنك من الحكومة والبرلمان<sup>1</sup>.

- في إطار اتخاذ القرارات و الوسائل التنفيذية المناسبة، يتعين ضرورة إيجاد إطار مؤسسي كفؤ لعمل البنك المركزي مثل: استقلالية الأداء، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، واستقلالية الوسائل بالإضافة إلى الاستقلال المالي القادر على توفير المصادر المالية المطلوبة والسيطرة عليها.

### الفرع الثاني: أسباب الدعوة إلى استقلالية البنك المركزي.

أدت التطورات المالية والاقتصادية وخصوصاً في عقد السبعينيات وجزء من عقد الثمانينيات من القرن الماضي إلى ظهور أهمية استقلالية البنوك المركزية في بعض دول العالم وكان من أهم الأسباب الرئيسية التي أدت إلى المناداة باستقلالية البنوك المركزية هي<sup>2</sup>:

1- سعي الحكومات للسيطرة على البنوك المركزية لتوجيه السياسة النقدية بما يخدم سياستها المالية والاقتصادية من خلال تطبيق بعض السياسات النقدية التي تساهم في التضخم وتخدم الميزانية العامة كالإصدار النقدي بذون مقابل.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 60.

<sup>2</sup> - خلف محمد الجبوري، دور استقلالية البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية مع الإشارة إلى التجربة العراقية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 23، 2011، ص 14-15.

2- انهيار نظام بريتن وودز وظهور ظاهرة التضخم في كل من الدول الرأسمالية المتقدمة والنامية، حيث كان ينظر إلى هذه الظاهرة كنتائج للسياسة النقدية المطبقة من قبل البنوك المركزية.

3-عدم فعالية وكفاءة السياسة النقدية خصوصا في المجال مكافحة التضخم في الدول نتيجة لتدخل الحكومة بدرجة كبيرة في رسم السياسة النقدية إذ أظهرت نتائج بعض الدراسات أن هناك علاقة بين استقلالية البنك المركزي وخفض معدلات التضخم دون التأثير السلبي على معدل النمو، وهذه الدراسات نادى بضرورة استقلالية البنك المركزي.

بالإضافة إلى أسباب أخرى نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

1-نتائج بعض الدراسات التي قامت بقياس استقلالية البنك المركزي بالاعتماد على عدة مقاييس ومؤشرات ونذكر من بين هذه الدراسات: دراسة PARKIM\_BADE (1985)، دراسة A\_ALESINA (1988).

2-الارتباط بين استقلالية البنك المركزي، وبين استقرار الأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية حيث كان للبنك المركزي أهداف عديدة مجبر على تحقيقها وهذه الأهداف معظمها أهداف خاصة بالسياسة الاقتصادية الكلية للدولة (كالتشغيل وتمويل عجز الميزانية...الخ).

3-تأثير الاقتصاد السياسي على السياسة النقدية، وذلك (ما يسمى بالدورة السياسية الاقتصادية للنشاط الاقتصادي)، والتي يرجع أساسها إلى ما لوحظ من تأثير لنتائج الانتخابات على الوضع الاقتصادي قبل وأثناء الانتخابات، وذلك يهدف إلى إحداث رواج اقتصادي قبل تاريخ الانتخابات حتى لو كان رواج قصير المدى، فالمهم عندهم أن يستمر الرواج لحين نجاحهم في الانتخابات.

### المطلب الثالث: معايير ومبررات استقلالية البنك المركزي

وهنا سنحاول التطرق إلى معايير ومبررات استقلالية البنك المركزي كآلاتي:

#### الفرع الأول: معايير استقلالية البنك المركزي

وتتمثل أهم المعايير التي تقاس بها مدى استقلالية البنك المركزي فيما يلي<sup>2</sup>:

-سلطة وحرية البنك المركزي في وضع وتنفيذ السياسة النقدية ومدى التدخل الحكومي في ذلك والهيئة الفاصلة بين الطرفين في حال الاختلاف بشأن هذه السياسة؛

-مدى التزام البنك المركزي في تمويل العجز في الميزانية؛

<sup>1</sup>-عزوز علي، مداخله بعنوان: قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الإصلاحات المصرفية الحديثة مداخله في إطار المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، جامعة ورقلة، 11-12 مارس 2008، صص 4-5.

<sup>2</sup>-عياش قويدر، إبراهيمي عبد الله: أثر استقلالية البنك المركزي على أداء سياسة نقدية حقيقية -بين النظرية و التطبيق-، مداخله في الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية "واقع وتحديات"، بجامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2004/12/15، صص 58-59.

- مدى التزام البنك بشراء أدوات الدين الحكومية المباشرة؛
- مدى التزامه بمنح التسهيلات الائتمانية للحكومة ومؤسساتها؛
- سلطة الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزي؛
- سلطة الحكومة في تعيين وعزل محافظي البنوك المركزية وأعضاء مجالس إدارتها ومؤسساتها ومدتها ومعدل استقرارهم في وظائفهم؛
- تمثيل الحكومة في المجالس وما إذا كان التمثيل للحضور والاستماع أم يمتد إلى حق التصويت والمشاركة والاعتراض عن اتخاذ القرارات؛
- بالإضافة إلى تلك المعايير هناك معايير أخرى نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:
- مدى خضوع البنك المركزي المحاسبة والمساءلة.
- أهمية هدف المحافظة على استقرار الأسعار وقيمة العملة بالنسبة لبقية الأهداف الأخرى.

### الفرع الثاني: مبررات استقلالية البنك المركزي

#### أولاً: المبررات المؤيدة للاستقلالية

وتتمحور هذه المبررات في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- 1-إن قدرة البنك المركزي على تحقيق الإبقاء على استقرار الأسعار في الأجل الطويل مع حد أدنى من التكاليف الاقتصادية سوف تتحسن، إذا كانت صياغة سياسة نقدية من توجيه مسؤولين عن السياسة.
- 2-بما أن البنك المركزي هو الجهة الوحيدة التي تقوم بالإصدار النقدي، فينبغي المحافظة على استقلال البنك المركزي، لأن الصلاحية المعطاة له في هذا الإطار قد تستغل من طرف السلطات العامة، ولذلك يجب أن البنك المركزي بعيداً عن التأثيرات الخاصة حتى يبقى قادراً على مقاومة الضغوطات التي يمكن أن يمارسها عليه المستفيدون من القروض.
- 3-إن البنك المركزي المستقل يستطيع أن يمنع الرئيس أو الأعضاء الآخرين من الأجهزة التنفيذية من استخدام عرض النقود للأغراض السياسية.

<sup>1</sup>-حورية حماني، مرجع سابق، ص38.

<sup>2</sup>-معيزي قويدر: فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008، صص 106-107.

4- إذا فقد البنك المركزي استقلاليته، فهذا يفقده أيضا مرونته بالنسبة للسياسة النقدية، فمن المعروف أن أحد مزايا السياسة النقدية المرنة هي أنها تتميز بفجوة إنجاز قصيرة، أما إذا كان البنك المركزي تابعا للحكومة أو للبرلمان فإن فجوة الإنجاز تصبح أكثر تباطؤا، وتصبح السياسة النقدية المضادة للدورات الاقتصادية أقل احتمالا في تحقيق الاستقرار.

5- حصيلة الدراسات الميدانية التي بحثت في العلاقة بين استقلالية البنك المركزي وبين معدلات التضخم، وتوصلت هذه الدراسات في النهاية إلى العلاقة التي تنص على أنه كلما ارتفعت درجة استقلالية البنك المركزي كلما كان معدل التضخم منخفضا.

### ثانيا: المبررات المعارضة للاستقلالية

ويستند أنصار هذا الرأي إلى المبررات التالية<sup>1</sup>:

- 1- يرى أنصار هذا الرأي بأن السياسة الاقتصادية يجب أن يقوم بصياغتها موظفون منتخبون حتى إذا فشلوا في تحقيق رغبات الناخبين فإنهم يستبدلون بمنخبين آخرين؛
- 2- إن السياسة النقدية ينبغي أن تتسق مع السياسات الاقتصادية الأخرى لتحقيق الأهداف العامة الاقتصادية، وبما أن البنك المركزي الذي يكون يتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية فلا يوجد ضمان لهذا الاتساق، ويرى أنصار هذا الرأي بأن موقف نظام البنك المركزي كمنظم لعرض النقود يتميز بميل السلطات النقدية لصالح السياسات الموضوعية للحفاظ على قيمة النقود، وهكذا فهم يفضلون السياسات التي تحقق استقرار الأسعار على السياسات التي تستهدف تحقيق العمالة الكاملة؛
- 3- كذلك إن المعارضين على استقلالية البنك المركزي يرون أن السلطات النقدية شديدة التأثير بالضغوط السياسية، ويعتقدون بأنها قد استخدمت سياسات مصممة لتحقيق منافع لأصحاب المناصب الإدارية الهامة؛
- 4- مشكلة التكاليف المحتملة للخلافات التي قد تحدث بين هيئة مستقلة في مجال النقد ومجالات السياسات الأخرى خصوصا سياسات الضرائب وأسعار الصرف؛
- 5- إمكانية عدم القيام بالمهمة في مجال التضخم في المدى الطويل، فما دام البنك المركزي أهدافه داخلية محصنة فيمكن أن تتعارض مع تطبيق سياسة نقدية غير تضخمية.

### المطلب الرابع: أثر استقلالية البنك المركزي على مصداقية السياسة النقدية

تعمل استقلالية البنوك المركزية على ضمان مصداقية السياسة النقدية، ذلك أن السياسة النقدية المستقلة تكون أكثر جدارة من السلطات السياسية في المحافظة على استقرار عملها ومهامها لتحقيق هدفها، لأنها تكون بعيدة عن التناقضات والصراعات السياسية، كما أن السلطة النقدية المستقلة بإمكانها

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص 107-108.

نشر وتوفير المعلومات النقدية والمالية للجمهور بمنطق ضرورة الشفافية، إذ أنها تؤدي دوراً أساسياً في ترسيخ فكرة الاعتماد على البنوك المركزية لدى المتعاملين الاقتصاديين وذلك لما تحقّقه من نتائج تؤدي إلى زيادة انضباط النظام الضريبي ورسم السياسة النقدية في تطبيقها.

## خلاصة الفصل:

تعددت تعاريف السياسة النقدية إلا أن التعريف الشامل لها هو: "أنها مجموعة الإجراءات والوسائل التي تقوم بها أو التي تستخدمها السلطات النقدية، للتأثير على حجم النقد والائتمان من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة".

لقد مر تطور السياسة النقدية بأربعة مراحل:

ففي المرحلة الأولى كانت السياسة النقدية قبل حدوث أزمة 1929م، الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الاستقرار وبعد حدوث هذه الأزمة أصبح ينظر إليها على أنها عاجزة عن تقديم الحلول في تلك الفترة. ثم المرحلة الثانية والتي تزامنت مع ظهور الفكر الكينزي الذي بدأ يدعو للاهتمام بالسياسة المالية وبالتالي تراجعت فيها السياسة النقدية وأصبحت ثانوية باعتبارها أقل فعالية.

في المرحلة الثالثة عادت السياسة النقدية وأخذت مكانتها الأولى من قبل النقديون بزعامة ملتون فريدمان. ثم المرحلة الرابعة التي احتدم النقاش فيها بين أنصار السياسة النقدية والسياسة المالية إلى أن جاء الاقتصادي الأمريكي (والتر هيلر) الذي يؤمن بأهمية كل من السياستين.

-تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق عدة أهداف والتي تسمى بالأهداف النهائية مثل: تحقيق التشغيل الكامل. وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف يستعمل البنك المركزي مجموعة من الأدوات التي تؤثر على بعض المتغيرات والمؤشرات تسمى بالأهداف الأولية والوسطية.

-يتحكم البنك المركزي باعتباره المسؤول الأول عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية في العرض النقدي وذلك من خلال استخدامه مجموعة من الأدوات من أجل تحقيق الأهداف المسطرة وتنقسم هذه الأدوات إلى أدوات كمية: وأدوات نوعية، وفي حالة عدم تحقق ما يسعى البنك المركزي فإنه يتدخل مباشرة من خلال أدوات الرقابة المباشرة كالإفناع الأدبي....الخ.

-أما عن أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية يكمن في كون أن البنك المركزي متى تتمتع بقدر عال من الاستقلالية كلما انعكس ذلك إيجاباً على أداء السياسة النقدية ومن ثم المساهمة في تحقيق الأهداف النهائية، وتختلف درجة الاستقلالية من دولة إلى أخرى حسب مدى تحقق معايير الاستقلالية.

الفصل الثاني

الآزمات المالية



## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

### تمهيد:

شكل تكرار الأزمات المالية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام لدى مختلف الاقتصاديين المنظرين مع اختلاف أفكارهم، ذلك أن أثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية وبالأخص النظام المالي، والذي ينعكس على السلوك الاقتصادي للأفراد والدول على المستوى الاقتصادي الكلي أو الجزئي.

ولعل تتبع الأزمات المالية يفيد في معرفة أسبابها ومسبباتها، ودور الحكومات في علاج أثرها، وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى بعض الأزمات المالية التي مرت بها مختلف الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمات المالية.

المبحث الثاني: أنواع الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها، مؤشرات وقنواتها.

المبحث الثالث: نماذج عن بعض الأزمات المالية.

### المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمات المالية

يعد موضوع الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها وارتباطها بالاقتصاد المالي والحقيقي، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى المفاهيم الأساسية للأزمات المالية من ناحية المفهوم، المراحل والأسباب.

#### المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

وينقسم هذا المطلب إلى فرعين على النحو التالي:

##### الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية

لقد تعددت تعريفات الأزمة المالية ومن بينها نذكر منها:

**تعريف أول:** الأزمة هي: " لحظة حرجية وحاسمة ينبغي أن يفهم أنها تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصابته، وتشكل بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة"<sup>1</sup>.

**تعريف ثاني:** وقد وضع آخرون تعريف الأزمة بأنها: " حدث مفاجئ غير متوقع له نتائج سلبية، حيث يرتبط به حدوث خسائر في الموارد البشرية والأموال والموارد والثروات الخاصة بالنظام موضوع الأزمة"<sup>2</sup>.

**تعريف ثالث:** الأزمة المالية هي: " انهيار ثقة مفاجئ لجزء أو كل النظام المصرفي أو اضطراب غير متوقع في سوق العملات بسبب انهيار أسعار الصرف مما يجعل البنوك المركزية تتدخل مستخدمة الاحتياطات النقدية دفاعاً عن العملة الوطنية برفع أسعار الفائدة هذا وقد تواجه الحكومات تعثر البنوك في رد أموال المودعين وسداد التزاماتها المحددة والقصيرة الأجل مما يجعل الحكومات تتدخل للحيلولة دون انهيار النظام البنكي برمته"<sup>3</sup>.

**تعريف رابع:** لقد عرفت الأزمة المالية بأنها: " هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو السندات أو المنازل بأسعارها الطبيعية أو الحقيقية"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>- ماجد سلام المهدي: مبادئ إدارة الأزمات الاستراتيجية والحلول، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2009، ص18.  
<sup>2</sup>- زكريا سلامة عيسى شنتاوي: الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص161.

<sup>3</sup>- محمد إبراهيم عبد الرحيم: اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014، ص198.

<sup>4</sup>- حسين كريم حمزة: العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، صص 239-240.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

**تعريف خامس:** الأزمة المالية هي: " تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات الاقتصادية والمالية وحجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، ومعدل صرف العملات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية"<sup>1</sup>.

ومن خلال التعاريف السابقة نتوصل إلى تعريف شامل للأزمة المالية إذ يمكن تعريفها بأنها: لحظة حرجية أو هي عبارة عن حدث غير متوقع أو هي تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً في المتغيرات الاقتصادية والتي ينتج عنها حدوث خسائر في الموارد البشرية والمالية الخاصة بموضوع الأزمة، والتي تؤدي إلى استفسار كامل من أجل التخفيف من حدثها أو التخلص من أثارها السلبية.

### الفرع الثاني: خصائص الأزمات المالية

ونجمل هذه الخصائص فيما يلي<sup>2</sup>:

**1-المفاجأة:** وتتسم الأزمات بأنها تحدث بشكل مفاجئ، إذ أنه لا يمكن التنبؤ بالأزمة وتعني المفاجأة أن الأزمات تحدث بدون سابق إنذار، أو فرع للأجاس بل بشكل مفاجئ مما يعني حدوث أمر غير متوقع لنا، وبما يؤدي إلى تدميرنا، أو إلى إلحاق الضرر بنا على أقل الأحوال، مما ينذر بوضع جيد أقل ما يوصف بأنه سيء.

**2-نقص المعلومات:** وتعني عدم توفر معلومات من المتسبب لهذه الأزمة أو التصرف، ويعود السبب إلى النقص في المعلومات، خصوصاً إذا كانت تحدث لك لأول مرة، حيث لا تعرف من المتسبب في حدوث الأزمة، ولا تعرف حجم الأزمة، ولا توجد ضوابط علمية لمعرفة كيفية التصرف.

**3- تصاعد الأحداث:** إن توالي الأحداث بسرعة يضيق الخناق على من يمر بالأزمة، وعلى صاحب القرار أيضاً.

**4-فقدان السيطرة:** إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته عن الأمور العادية.

**5-حالة الذعر:** حيث تصدر ردود أفعال شديدة من قبل جميع الجهات المتعلقة بالأزمة كأن يعتمد المدير أو المسؤول إلى إقامة كل من له علاقة بوقوع الأزمة، أو يلجأ إلى التشاجر مع معاونيه ومرؤوسيه.

<sup>1</sup>-دريد كامل آل شبيب: المالية الدولية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2011، ص173.

<sup>2</sup>-محمود جاد الله: إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2008، ص ص20-21.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

6- غياب الحل الجذري السريع: فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري، فضلا عن غياب هذا الحل أصلا، بل تهدد بتدمير سمعة المؤسسة أو الشركة أو غيرها في غمضة عين، وهنا لا بد من المفاضلة بين عدد محدود من الحلول المكلفة واختيار أقلها ضررا.

بالإضافة إلى خصائص أخرى نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

1- أن الأزمة تكون جو من الفزع والهلع والاندهاش وإحداث الصدمات العنيفة النفسية والفكرية والذهنية والمادية؛

2- أن تتسم بالسرعة والمباغطة في الوقوع والمفاجأة الموهلة في سرعة وقوع الأزمة؛

3- أن الأزمة تجهز وتختلف وتصنع في جو خفي وفي بيئة سرية وفي أجواء معتمة لا يستطيع الإنسان معرفتها إلا بواسطة التفكير الهادف والإبداعي والابتكاري في معرفة أسباب ومسببات الأزمة؛

4- أن الأزمة تتسبب في حصول الكثير من الخسائر والتضحيات المالية والبشرية؛

5- أن الأزمة تكون سببا في انهيار وضعف وتحطم الكثير من الشركات والمنظمات والهيئات والبنوك؛

6- أن تتسبب في العجز المالي وإعلان الإفلاس المادي والدخول في المراحل الحرجة مثل: عدم القدرة على تصفية الديون؛

7- أن تتسبب الأزمة في القيام بالفوضى وإحداث أمور الشغب والسرقعة والنهب.

<sup>1</sup>- محمد سرور الحريري: إدارة الأزمات الاقتصادية وطرق حل المشكلات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص ص85-86.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

### المطلب الثاني: مراحل الأزمات المالية

يمكن رصد الأزمات المالية بمراحل زمنية مختلفة حيث تنقسم هذه الأخيرة إلى أربعة مراحل: مرحلة الميلاد، مرحلة النمو، النضج، مرحلة انحسار الأزمة وتلاشيها.

#### 1- مرحلة ما قبل اندلاع الأزمة:

وتعد هذه المرحلة هي مرحلة ميلاد الأزمة حيث تتكون أحداث ومواقف غير محددة المعالم أو الاتجاه أو الحجم أو المدى، وتتمثل أهمية هذه المرحلة في محاولة استشراف الأزمة والاستعداد للحيلولة دون وقوعها أو الإعداد لمواجهة عند حدوثها، وبعد ذلك تنفيساً للأزمة لإفقادها مرتكزات النمو ومن ثم تحجيمها والقضاء عليها.

والأزمات المالية لا تحدث فجأة وإنما تسبقها مقدمات ومؤشرات كثيرة تتبئ بقرب وقوعها. ومن هذه المؤشرات ما يتعلق بارتفاع نسب العجز المالي، والاستهلاك الحكومي، وارتفاع حجم الائتمان المصرفي والديون الخارجية قصيرة الأجل المستحقة على القطاعات المصرفية، والتقلبات في أسعار الأسهم وارتفاع نسبة الديون المعدومة، والتحويلات الكبيرة في الأسواق المالية، وضعف نظم الرقابة والإشراف، وغياب الشفافية والإفصاح وغيرها مما يعد مقدمات لمولد أزمة مالية<sup>1</sup>.

#### 2- مرحلة نمو الأزمة:

تنمو الأزمة في حالة حدوث سوء الفهم لدى متخذ القرار في المرحلة الأولى، وفي هذه المرحلة يتزايد الإحساس بها ولا يستطيع متخذ القرار أن ينكر وجودها نظراً للضغوط المباشرة التي تسببها<sup>2</sup>.

#### 3- مرحلة النضج:

حيث في هذه المرحلة تتطور الأزمة من حيث الحدة والجسام، نتيجة لسوء التخطيط، لأن متخذ القرار على درجة كبيرة من الجهل والاستبداد برأيه، والأزمة تصل إلى مراحل متقدمة من التطور<sup>3</sup>.

#### 4- مرحلة انحسار الأزمة وانتهائها:

وهذه المرحلة تبدأ بعد أن يقوم الجهاز المالي والنقدي بمواجهة الأزمة بعد انفجارها، وذلك بتغيير السياسات المالية والنقدية، وإجراء الإصلاحات الضرورية في الإدارة والضوابط الرقابية والنظم الخاصة بالعمل للخروج من هذه الأزمة المالية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>- عمر يوسف عبد الله عباينة: الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن (إربد)، 2011، ص 33.  
<sup>2</sup>- مرياح مليكة، ناصر قاسمي: استراتيجية إدارة الأزمات وفعالية التسيير دراسة نظرية وتطبيقية، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، القاهرة، 2012، ص 53.

<sup>3</sup>- المرجع السابق، ص 53.

<sup>4</sup>- عمر يوسف عبد الله عباينة: مرجع سابق، ص 34.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

### المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب معين بل هناك جملة من الأسباب نوجزها فيما يلي:

#### 1-عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

أ)-التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية فهي تؤثر على تكلفة الاقتراض وتؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

ب)-تقلبات أسعار الصرف الحقيقية حيث تعتبر من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشرا لحدوث العديد من الأزمات المالية.

كذلك اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث التبادل التجاري وأيضا التقلبات في شروط الأزمات المالية في العديد من دول العالم النامي<sup>1</sup>.

#### 2-اضطرابات القطاع المالي:

شغل التوسع في الائتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا. فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدمل خلال حقبة الثمانينات توسعا كبيرا.

وأدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان، سواء في نوع معين من القروض مثل: القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية أو لقطاع كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري، كما حدث في الأزمة المالية في تايلاند. ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية والصناعية، حصول انتعاش كبير في منح القروض<sup>2</sup>.

#### 3-يقوم النظام المصرفي الربوي على نظام الفائدة؛ أخذا وعطاء ويعمل في إطار منظومة تجارة الديون

شراء وبيعا ووساطة، وكلما ارتفع معدل الفائدة على الودائع كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والشركات والمستفيد هو البنوك والوسطاء الماليين والعبء والظلم يقع على المقترضين الذين يحصلون على القروض سواء لأغراض الاستهلاك أو لأغراض الإنتاج<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> -جمعة محمود عباد، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وأثرها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني ضمن مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجليل-لبنان، 2009، ص7.

<sup>2</sup> -شريط عابد: معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49 خريف-شتاء، 2009، ص51.

<sup>3</sup> -جمعة محمود عباد، مرجع سابق، ص8.

### 4-سياسة سعر الصرف:

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الحل الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية، حيث أن تلك تعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي، وحدث أزمة العملة مثل حالة المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية في القطاع المصرفي وفي المقابل، وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة، وإلى زيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم البنوك إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمن المصرفي<sup>1</sup>. وبالإضافة إلى تلك الأسباب هناك أسباب أخرى تتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- 1-الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.
- 2-التعثر في معدل التضخم وتأثير ذلك على أسعار السندات، وأسعار الصرف في أسواق العملات الحرة وأسعار الأسهم وما يرافقه من التغير في أسعار الفائدة.
- 3-التطورات التكنولوجية مثل: الاختراعات الجديدة، وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار.
- 4-الإشاعات وعدم شفافية المعلومات والمضاربات التي تصل إلى درجة المغامرة.

<sup>1</sup>- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2005-2006، ص 177.

<sup>2</sup>- دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص ص 174-175.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

### المبحث الثاني: أنواع الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها، مؤشرات وقنواتها

وفي هذا المبحث سوف نتطرق إلى: أنواع الأزمات المالية، النظريات المفسرة لها، والمؤشرات الدالة على إمكانية التعرض للأزمات المالية وقنوات انتشارها.

#### المطلب الأول: أنواع الأزمات المالية

ومن أهم أنواع الأزمات المالية ما يلي:

#### الفرع الأول: أزمة العملة وأسعار الصرف

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات (Payments crisis Balance of) وتحدث تلك الأزمة عند اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهايار تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند والذي كان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997 وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات كون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: أزمة أسواق المال "حالة الفقاعات"

تحدث الأزمات في الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة" (Bubble) والتي تظهر عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمته العادلة نتيجة شدة المضاربة، ويكون الهدف من شرائه هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار وتصل إلى أدنى مستوياتها، ويرافق ذلك حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص190.  
<sup>2</sup> فريد كورتل، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية في إطار المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان-لبنان، 13-14 مارس 2009، ص3.



## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

### الفرع الثالث: الأزمة المصرفية

تعرف **الأزمات المصرفية** بأنها: "الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إفسار مالي، بحيث يتطلب الأمر تدخلا من البنك المركزي لضخ أموال إضافية لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي"<sup>1</sup>. وتحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندلاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك، أو إخفاق البنوك، إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك<sup>2</sup>. وتأخذ الأزمة المصرفية الأشكال التالية<sup>3</sup>:

#### أولاً: أزمة السيولة

حيث تبدأ الأزمات المصرفية في الظهور عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، ولأن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسب بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات كل المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى عندئذ تأخذ الأزمة لقب **أزمة مصرفية (Systematic Banking crisis)**.

#### ثانياً: أزمة الائتمان

لكن عندما تتوافر الودائع لدى البنوك ورفضت تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرة المقترضين على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الاقتراض، وهو ما يسمى **بأزمة الائتمان** أو credit crush وتؤدي أزمة الائتمان إلى إحجام أصحاب رؤوس الأموال عن تمويل العمليات الاقتصادية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا بفوائد مرتفعة وبضمانات عالية. وتحدث الأزمة المصرفية نتيجة الأسباب التالية<sup>4</sup>:

- عدم الاتساق بين أصول وخصوم البنوك، بمعنى أن وجود التزامات قصيرة الأجل يقابلها أصول طويلة الأجل، أو عند وجود التزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية؛
- وجود ضمانات حكومية واسعة وإجراءات تحفز المقترضين على المخاطرة؛
- تحليل مالي مبكر وغير متدرج؛

<sup>1</sup>- عبد الغني حريري، مداخلته بعنوان: دور التحرر المالي في الأزمات والتعثر المصرفي ضمن الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص6.

<sup>2</sup>- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص162.

<sup>3</sup>- متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص318.

<sup>4</sup>- المرجع السابق، ص318.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

- زيادة المعاملات المالية التي تجري في إطار معلومات غير متكافئة (غير متماثلة) والتي يمكن أن تسبب تزايد درجة المخاطرة من قبل البنوك والمتعاملين؛
- الصدمات الخارجية مثل: تغير في معدلات التبادل الدولي أو ارتفاع في سعر الفائدة العالمي أو تدهور الصادرات؛
- يلعب نظام سعر الصرف المتبع دورا في إحداث الأزمة،
- توسع مفرط في الإقراض Lending Boon.

### الفرع الرابع: أزمة المدبونة

تعتبر أزمة الديون الدولية من أصعب القضايا التي تواجه الاقتصاد الدولي في الوقت الحاضر فقد بلغ عبء خدمة الديون حدا يضع البلاد المدينة أمام خيارين مريرين هما النمو والتنمية من ناحية وخدمة الديون الخارجية من ناحية أخرى ، فإذا أعطت الدول النامية أولوية لاعتبارات النمو والتنمية فإنها تجد نفسها عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها الدولية وإن هيا وضعت الوفاء بتلك الالتزامات في المرتبة الأولى فإنها لا بد أن تضحي إلى حد كبير بإمكانية النمو والتنمية.

فمع بداية الثمانينات من القرن العشرين، توسعت البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث مما أضعف من مراكزها المالية إلى حد كبير فقد بلغ إجمالي الديون المستحقة على الدول النامية 1812 مليار دولار مع نهاية 1993 أي بزيادة قدرها 7% مقارنة بنفس الفترة تقريبا من العام الأسبق والذي وصل إلى 1696 مليار دولار وقد زاد عام 1994 بنسبة 7% تقريبا لتصل القروض الخارجية للدول ذات الاقتصاديات الناهضة والنامية خلال عام 2003 إلى 2644.2 دولار مقابل 2526.6 مليار في عام 2002 و 2470 مليار عام 2001 و 2498.5 دولار عام 2000.

وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض هذه بتعثر تلك الحكومات وإعلان تلك الدول المدنية عن عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، كما فعلت المكسيك في عام 1982 وتبعها عدد من الدول نظرا لتدني قدرة دول العالم الثالث على التسديد فقد اضطرت المصارف الدائنة إلى اتخاذ عدة إجراءات منها:

- شطب الديون أو توريقها بخصومات عالية؛
- اعتبارها ديونا معدومة بسبب عدم القدرة على خدمة الفوائد، إضافة إلى أصل الدين؛
- استبدال جزء منها بمساهمات جزئية في المشروعات المفترضة أو غيرها من المشروعات في دول العالم الثالث.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

استمرت الأزمة على مدار عقدين من القرن الماضي وخضعت الدول المدينة لوصفة الدول المؤسسات الدولية تحت ما عرف ببرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية

ظهرت عدة نظريات تفسر حدوث التقلبات الاقتصادية والأزمات المالية ويمكن ملاحظة ثلاث مجموعات كالآتي<sup>2</sup>:

#### الفرع الأول: النظريات النقدية

تقيد النظريات النقدية حدوث الأزمات المالية والتقلبات الاقتصادية إلى اعتبار أن حجم النقود هو أهم عامل يؤثر في النشاط الاقتصادي وبالتالي يرى أصحاب هذه النظريات وعلى رأسهم هورتي (Hawtrey) أن الدورة الاقتصادية تنسب إلى أسباب نقدية بحتة، وذلك أن سلوك الدورة من مراحلها الأولى لا يمكن أن تحدث لولا تأثرها بعرض النقود، وتعتمد هذه النظريات على اعتبار أن عرض النقود في النظام المصرفي هو عرض مرن يقدر على التوسع والانكماش بحسب العرض والطلب والسياسات النقدية والمالية المتبعة، وهذا التوسع يؤدي إلى زيادة الأنشطة المختلفة، والعكس في حالة الانكماش، وقد يكون هذا سببا في إحداث دورة اقتصادية نتيجة التغيرات في عرض النقود الذي تحدثه الأنظمة المصرفية الحديثة. وقد أخذت هذه النظريات اتجاهات فكرية متعددة أهمها ما يلي:

#### 1-التغير في الائتمان المصرفي:

وقد بين أصحاب هذا الاتجاه وعلى رأسهم هورتي أن معظم أرباح البنوك تأتي من الإقراض وبالتالي تميل نحو التوسع في الائتمان، ولابد له ما يضبطه وخاصة في حالة الرواج والانتعاش، حيث تقوم المصارف برفع سعر الفائدة للحد من الائتمان والسيطرة عليه، وفي أوقات الكساد نجد أن تخفيض حجم الائتمان خوفا من آثار التضخم في مرحلة الرواج يؤدي إلى تراجع الأعمال وانحسارها مما يؤدي إلى مرحلة أخرى من الكساد.

#### 2-التغير في سعر الفائدة:

وقد فرق أصحاب هذا الاتجاه ومنهم ويكسل بين سعر الفائدة الطبيعي وسعر الفائدة النقدي، حيث تعتمد البنوك في إقراضها على السعر النقدي للفائدة والذي يتحدد بطلب السيولة وعرضها، بينما السعر

<sup>1</sup>- عبد الله خبابة، فائز لعراف: الأزمات المالية والمصرفية العالمية السمات والخصائص المشتركة-دراسة تحليلية-، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر-جسكرة-، العدد التاسع والعشرون، فيفري 2013، ص ص 68-69.

<sup>2</sup>- عمر يوسف عبد الله عبابنة، مرجع سابق، ص ص 38، 43.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

الطبيعي للفائدة هو العائد أو الربح الذي يأمل المستثمرون الحصول عليه من نشاطهم الاستثماري، وبالتالي إذا قل السعر النقدي عن السعر الطبيعي فإن الطلب الاستثماري يزيد، والذي ينعكس على التوسع في الائتمان المصرفي ويزيد من رواج الأنشطة وانتعاش الأعمال ، والعكس يؤدي إلى الانكماش والتراجع حتى مع تساويهما.

### 3- سعر الفائدة والاحتفاظ بالمخزون السلعي:

وينطلق هذا الاتجاه من تكاليف التخزين والتي تؤثر بكمية المخزون وبالتالي تنشيط عجلة الإنتاج، حيث يرى هورتي وجود علاقة بين سعر الفائدة وحجم الأصول، فارتفاع سعر الفائدة يرفع من تكاليف التخزين وهذا ما يدفع بأصحاب المتاجر إلى التخلص من المخزون أو تخفيضه والعكس في حالة انخفاض سعر الفائدة.

### الفرع الثاني: نظريات نقص الاستهلاك

وتفسر هذه النظريات قوة الدورة والتقلبات الاقتصادية من خلال نقص الطلب الاستهلاكي الناجم عن النقص بالدخول وهذا ما سنوضحه في النقاط التالية:

#### 1- القوة الشرائية:

ويرى أصحاب هذه النظرية ضرورة استمرار تزايد القوة الشرائية من قبل المستهلكين، بحيث يتناسب الحجم الكلي للنقود في المجتمع مع حجم الإنتاج، وقد لاحظ فريدمان أن استهلاك الفرد يعتمد على الدخل الدائم. (والدخل الدائم هو المستوى الثابت للدخل السنوي المتوقع)، وبذلك كلما زادت القوة الشرائية لدى المستهلكين فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الاستهلاكية وهذا يزيد من الإنتاج و الازدهار والعكس صحيح.

#### 2- المغالاة في الادخار:

ويرى هوبسن: أن الإفراط في الادخار يؤدي إلى انخفاض إنتاج السلع الاستهلاكية، وذلك لانخفاض الطلب عليها من قبل المستهلكين، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تراجع الإنتاج ويحول الرواج إلى الكساد.

#### 3- هيكل الإنتاج:

والمقصود بهيكل الإنتاج هو إمكانية تنظيم الموارد المخصصة للإنتاج على شكل درجات تمثل بعدا أو قربا عن المستهلكين، فالدرجات العليا هي البعيدة عن المستهلكين وهي التي يتم فيها إنتاج السلع الإنتاجية مثل المواد الخام، والدرجات القريبة هي السلع الاستهلاكية.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

ويرى هايك أن الأفراد عندما يوزعون دخولهم بين الاستهلاك والادخار، فإنهم يشترون السلع الاستهلاكية بما ينفقونه من دخل وادخارهم بالبنوك وشركات التأمين يقوم بإمداد المنظمين بالائتمان لتحويل مشترياتهم إلى السلع الإنتاجية وهذا هو الاستثمار.

### الفرع الثالث: نظريات فض الاستثمار

تفسر هذه النظريات حدوث الأزمات المالية والتقلبات الاقتصادية بسبب التقلب في الإنفاق الاستثماري، وهو انعكاس للاختلال بين الادخار والاستثمار، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل أهمها سعر الفائدة الذي تحدده البنوك في عملياتها الائتمانية.

هذه النظرية هي جزء من النظرية العامة لكينز الذي يرى أن السبب الرئيسي في انتظام الدورة وطول فترتها إنما يرجع إلى التقلبات في الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة النقدي، حيث طول فترة حياة الأصول المعمرة بالنسبة للمعدل العادي للنمو الاقتصادي في فترة معينة وتكلفة الاحتفاظ بالمخزون السلعي وسعر الفائدة هما ما يتوقف عليه انتظام الدورة وطول فترتها.

### المطلب الثالث: المؤشرات الدالة على إمكانية التعرض للأزمات المالية وقنوات انتشارها

وفي هذا المطلب سوف نتطرق في الفرع الأول إلى المؤشرات الدالة على إمكانية التعرض للأزمات المالية أما في الفرع الثاني سنتناول فيه قنوات انتشار هذه الأزمات المالية.

### الفرع الأول: المؤشرات الدالة على إمكانية التعرض للأزمات المالية

تصنف المؤشرات الاقتصادية التقليدية التي تعبر عن إمكانية تعرض الدولة لأزمات أو هزات في سوق الأوراق المالية أو تعرضها لأزمة في العملات إلى مجموعتين<sup>1</sup>:

**1-التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية:** التي تهز ثقة المستثمرين والتي من بينها: ارتفاع معدل التضخم، انخفاض في معدل نمو الصادرات، عجز مالي متزايد، زيادة الديون الخارجية، انخفاض النمو الاقتصادي.....الخ.

**2-الخصائص الهيكلية للسوق:** التي قد تؤدي إلى فقدان المستثمرين الثقة فيه والتي نذكر منها ما يلي:

ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية، انخفاض الاكتساب في سوق الأسهم، سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم، قطاع التصدير أكثر تركيزا.....

<sup>1</sup> -يوسف مسعداوي : دراسات في المالية الدولية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص287.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

وعلى غرار ذلك، يتوفر صندوق النقد الدولي على نظام انذار مبكر لتوقع حدوث الأزمات المالية وهو ما يعرف بنظام EWS ، والذي يعتمد على المعايير التالية:

- نسبة القروض القصيرة الأجل إلى احتياجات الصرف الأجنبي والتي يجب أن تكون أقل من الواحد الصحيح؛

- التشوهات التي قد تصيب سعر الصرف؛

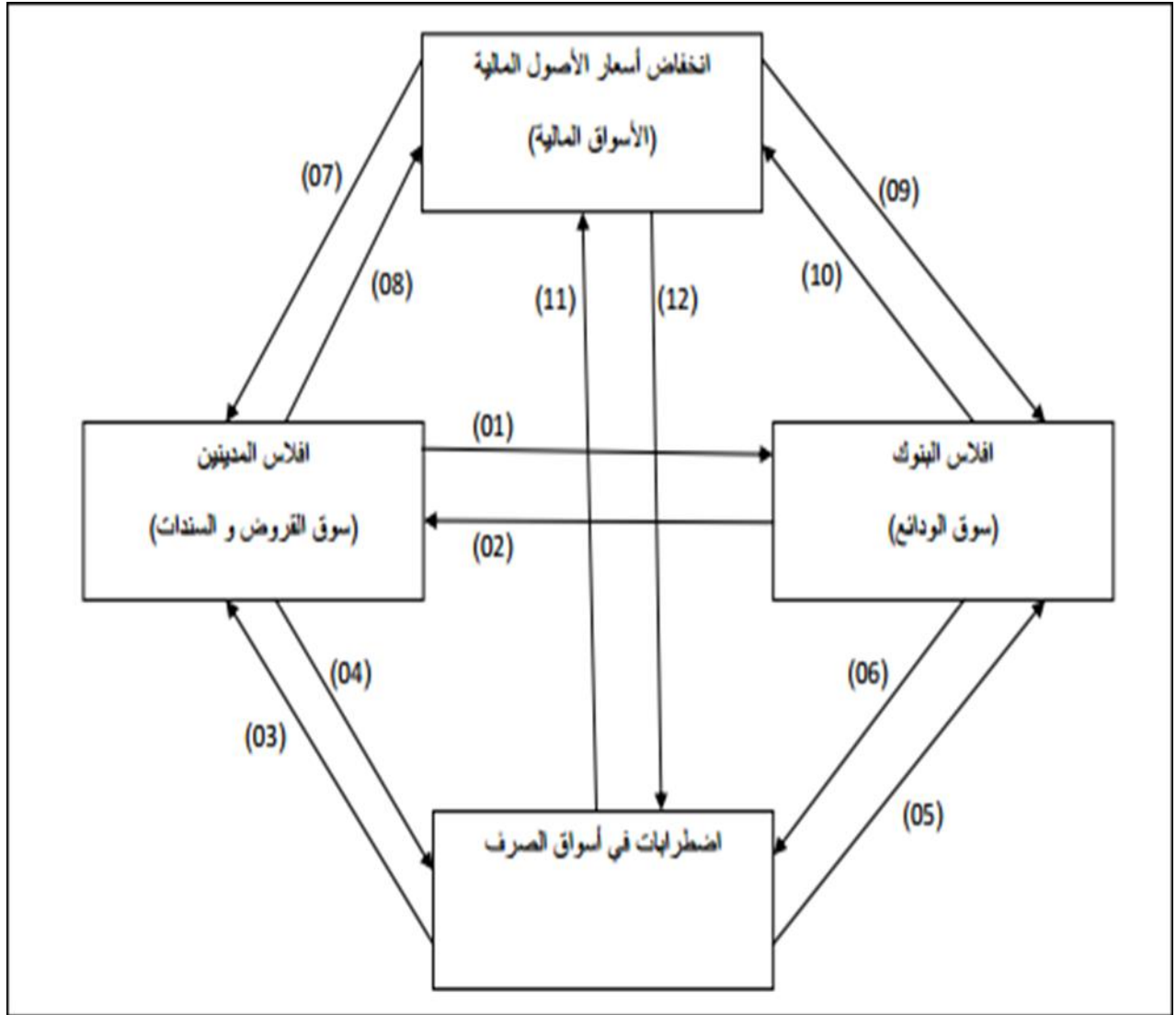
- العجز في الميزان التجاري.

### الفرع الثاني: قنوات انتشار الأزمات المالية

من خلال ما سبق تكون الأزمة المالية أول ما تظهر مرتكزة على أحد متغيرات النظام المالي، ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات بين مختلف الأسواق حيث يوضح الشكل أدناه أهم القنوات التي يمكن أن تنتشر عبرها الأزمات المالية بين مختلف الأسواق الأخرى: سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع البنوك وأسواق الصرف.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

الشكل رقم (01): قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: أحميمة خالد: أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2012-2013، ص12.

وتتمثل هذه القنوات فيما يلي<sup>1</sup>:

**القناة رقم 01:** توضح إمكانية انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، احتمال إفلاسها، وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982.

<sup>1</sup>-أحميمة خالد، المرجع السابق، صص12-13.

## الفصل الثاني.....الآزمات المالية

**القناة رقم 02:** تبين الحالة العكسية للقناة الأولى ، حيث أن ظهور حالات الإفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمال إفلاسهم كذلك، والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات الأمريكية سنة 1929.

**القناة رقم 03:** أزمة سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرون عنها والتحول إلى السندات بعملة أخرى.

**القناة رقم 04:** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين ( الأجانب خاصة)، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر الصرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

**القناة رقم 05:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما سبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

**القناة رقم 06:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

**القناتين رقم 07 و 08:** وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

**القناتين رقم 09 و 10 :** وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق الصرف إلى أسواق المال والعكس ، حيث أن عدد كبير من البنوك كمتعاملين في السوق المالية سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك وخاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة سوق المال.

**القناتين رقم 11 و 12:** وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول الى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلا عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة.



### المبحث الثالث: نماذج عن بعض الأزمات المالية

لقد شهد العالم خلال القرن العشرين عدد من الأزمات المالية والتي كان لها وقع وأثر كبيرا على اقتصاديات البلدان ومن أهمها: أزمة الكساد العظيم، أزمة الاثنين الأسود، وبعض الأزمات التي وقعت خلال التسعينات ومن بينها: أزمة النمر الأسود، أزمة المكسيك.

#### المطلب الأول: أزمة الكساد العظيم 1929

كان الكساد العظيم ذو انتشار واسع وعريض في العالم فقد بدأ في العديد من الأماكن في عام 1929. وانتهى عند عدة أوقات زمنية مختلفة في دول مختلفة وذلك في خلال الثلاثينات وبداية الأربعينات وهو يعتبر أهم أشكال الكساد الاقتصادي في العصر الحديث وقد نشأ هذا الأخير في الولايات المتحدة مع بداية انهيار سوق الأسهم في 1929م والمعروف بالثلاثاء الأسود، وقد امتدت هذه الحالة في الولايات المتحدة الأمريكية حتى بداية الحرب العالمية الثانية والتي قامت عام 1939م. وكان للكساد تأثير مختلف ومدمر على كل البلدان سواء كانت غنية أو فقيرة، فقد انخفضت التجارة الدولية من حوالي النصف إلى الثلثان تقريبا وكذلك حدثت انخفاضات هائلة في دخول الأفراد وفي الإيرادات الضريبية والأسعار والأرباح، وحدث تقلص في كثير من الأنشطة الهامة مثل: الصناعات الثقيلة والتشييد والبناء، كما عانت البلدان الزراعية والمناطق الريفية من انخفاض أسعار المحاصيل إلى حوالي 60% تقريبا وصاحب ذلك نقص هيكل الطلب مع انخفاض فرص العمل خاصة في المناطق التي تعتمد على قطاع الصناعات الرئيسية مثل: الزراعة والتعدين<sup>1</sup>.

#### الفرع الأول: خصائص أزمة 1929

لقد تميزت أزمة الكساد بالخصائص التالية<sup>2</sup>:

- 1- زعزعت الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله؛
- 2- كانت لها صفة الدوري انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الدورية في النظام الرأسمالي؛

<sup>1</sup>- صلاح الدين فهمي محمود، زينب صلاح الأشوح: الأزمات الاقتصادية العالمية، دار الكتاب المصرية، مصر، 2010، ص ص 117-118.

<sup>2</sup>- عبد المطلب عبد الحميد: إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2014، ص ص 30-31.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

- 3- استمرارها لفترة طويلة نسبيا؛
- 4- عمق وحدة هذه الأزمة ففي الولايات المتحدة انخفضت الودائع لدى البنوك ب33% كما انخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، ووصل عدد البنوك المفلسة من عام 1929 إلى 1933 إلى أكثر من 10000 بنك أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية؛
- 5- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة حيث كان سعر الخصم في بنك إنجلترا خلال الفترة 1930-1933 بحدود 3.1 % مقابل 5.5% في عام 1929 ويرجع سبب ارتفاع أسعار الفائدة مع بداية الأزمة إلى تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة. فالمستويات المتدنية لأسعار الفائدة تسببت في إطالة الأزمة، كما أن المقترضين كانوا يغالون في طلب الضمانات على القروض مما كان يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها؛
- 6- اختلاف مدة وحدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير؛
- 7- التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنها انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، ففي إنجلترا ثم إيقاف قابلية إبدال النقود الورقية بالذهب بتاريخ 21 سبتمبر 1931، مما نتج عنه تدهور في قيمة الجنيه الإسترليني، كما تسببت الأزمة في تخفيض قيم العملات الرئيسية الدولية بنسبة (50%-84%)؛
- 8- توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها: ألمانيا والنمسا...الخ.

### الفرع الثاني: أسباب أزمة الكساد 1929

وتتمثل الأسباب الرئيسية التي أدت إلى انفجار أزمة الكساد في<sup>1</sup>:

- 1- انهيار بورصة الأوراق المالية في نيويورك في أكتوبر، فعندما ارتفعت الأسعار إلى حدود لم تعرف من قبل بدأ الخبراء يتساءلون مما نتج عنه سلسلة من التصرفات أدت إلى زيادة التشاؤم السعي نحو بيع الأوراق، مما أدى إلى انهيارها بشكل أسرع؛
- 2- يرجع البعض سبب الكساد إلى نفاذ فرص الاستثمار سنة 1929، حيث أن النشاط الاقتصادي بلغ القمة ولم يجد مجال آخر للاستثمار فبدأت الأزمة وحل الكساد؛
- 3- نقص الاستهلاك، يقول البعض إن نقص الاستهلاك كان سببا هاما في حدوث الكساد، إلا أن نقص الاستهلاك يؤدي إلى كساد الصناعات الاستهلاكية وبالتالي خفض استثماراتها مما يؤثر بالطبع على صناعات السلع الرأسمالية؛

<sup>1</sup> - بوقرة رايح، خبابة عبد الله: الوقائع الاقتصادية (العولمة الاقتصادية- التنمية المستدامة)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2009، ص 108.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

4- وكان من أسباب الكساد انكماش التجارة، وانخفاض حجم الاستثمار الخارجي، إذا قامت حكومات الدول المتخلفة بوضع عراقيل في وجه التجارة الخارجية، وأصبحت القيود تفرض بصفة خاصة الواردات من المواد الغذائية والسلع الرأسمالية.

### الفرع الثالث: النتائج المترتبة على أزمة الكساد

وتمثلت النتائج المترتبة على أزمة الكساد الكبير فيما يلي<sup>1</sup>:

- 1- امتدت آثار الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب العديد من دول أوروبا الغربية وكادت تهدد أركان النظام الرأسمالي؛
- 2- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف وفق مقولة "دعه يعمل دعه يمر"، وسقوط النظرية الكلاسيكية التي كانت تقوم على وجود يد خفيفة توفق بين المصلحة الخاصة والعامّة التي تحدث التوازن الاقتصادي التلقائي دون تدخل الدولة؛
- 3- قيام الاقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.

### المطلب الثاني: أزمة البورصات (أزمة الاثنين الأسود) 1987

حدثت في يوم الاثنين الموافق ل 19/10/1987 أزمة مالية عالمية هزت أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم كله ويمكننا تلخيص هذه الأزمة بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل في أسواق العقود المستقبلية أيضا ويرجع العديد من علماء المال والاقتصاد أن سبب الخلل بين العرض والطلب هو لمحاولة المساهمون أو المستثمرون في الأوراق المالية في بورصة نيويورك وطوكيو والعواصم الأوروبية الأخرى التخلص من الأسهم. التي بحوزتهم، فزاد العرض على الطلب بشكل كبير جدا مما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار بشكل لم يشهد مثيل بتاريخ الأسواق المالية، حيث قدرت خسائر المستثمرين في هذا اليوم في بورصة نيويورك وحدها 500 مليار دولار خلال ساعة فقط<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص ص186-187.  
<sup>2</sup>- حسني علي خربوش وآخرون: الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص240.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

### الفرع الأول: أسباب أزمة الاثنين الأسود

وتتلخص أهم الأسباب المؤيدة إلى حدوث أزمة الاثنين الأسود في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- 1- نشاط السوق المالية الدولية بشكل مذل حيث بلغ ذروته سنة 1987؛
- 2- قوة ارتباط الأسواق المالية فيما بينها؛
- 3- ضخامة النفقات والعمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية؛
- 4- تنوع الأصول المتعامل بها؛
- 5- استخدام الأساليب في الاتصال، وأكثر التقنيات تطورا في إدارة الأنشطة والعمليات ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر؛
- 6- قوة العلاقات النقدية والمالية كان من أهم قنوات انتقال الأزمة ومثال ذلك تداول العملات الرئيسية كالดอลลาร์ تسبب تدهور قيمته في تقاوم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987؛
- 7- التفسيرات المتناقضة التي تتعلق بكفاءة السوق المالية.

### الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة لحل الأزمة

استوجبت الاضطرابات الخطيرة التي خلفتها أزمة أكتوبر في المعاملات النقدية والمالية الدولية تدخل السلطات النقدية في كل الدول التي شملتها الأزمة بهدف معالجتها ووضع الأسس الكفيلة بعدم تكرارها ومن أهم أشكال هذا التدخل<sup>2</sup>:

- 1- إيقاف التعامل مؤقتا لبعض البورصات؛
- 2- استخدام تخفيض أسعار الفائدة لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية؛
- 3- لجوء بعض الدول لشراء عدة مليارات من الدولارات بعملاتها الوطنية للحد من انخفاض قيمة الدولار مقابل عملات هذين البلدين بشكل خاص؛
- 4- قيام الحكومات بوضع قيود وضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصات والحد نوعا ما من اشتداد المضاربات؛

<sup>1</sup>- عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص32.

<sup>2</sup>- ديار حمزة: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2012-2013، ص14.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

5-مطالبة الدول الأوروبية واليابان للولايات المتحدة الأمريكية باتخاذ اجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة أوضاعها المالية، خاصة إيقاف انخفاض قيمة الدولار وتخفيض العجز في الميزان التجاري للموازنة العامة باستخدام مختلف السياسات؛

6-استخدام إجراءات اقتصادية أكثر شمولية، وفعالية في مواجهة مثل هذه الأزمات؛

7-لجوء بعض الحكومات لفتح تحقيقات حول بعض المضاريات المشبوهة في البورصة؛

8-إعلان الحكومة الأمريكية عن إجراء تخفيض آخر في عجز الموازنة العامة إضافة إلى تخفيض عام 1988؛

9-قيام الولايات المتحدة الأمريكية بالضغط على ألمانيا الاتحادية لكي تجري تخفيضات في أسعار فائدها بهدف تدهور الدولار مقابل المارك؛

10-تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء كمتعامل.

### المطلب الثالث: بعض أزمات التسعينات

وفي هذا المطلب سوف نتطرق إلى معظم الأزمات التي مست العالم خلال التسعينات ومن بينها نذكر ما يلي:

#### الفرع الأول: أزمة النمر الأسبوية

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب آسيا انهيار كبيرا منذ الاثنتين الموافق ل: 27/10/1997، بدأت الأزمة في تايلاند ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حيث سجلت أسعار الأسهم انخفاضا حادا، فانخفض مؤشر Hang seng، بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين عاما، اضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة دون أن يكون متوقعا لانهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول من معدلات نمو مرتفعة من 7% إلى 8% كمتوسط وتنوع قاعدتها التصديرية واندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية<sup>1</sup>.

#### -أسبابها:

يمكن تفسير أسباب الأزمة المالية التي داهمت دول جنوب شرق آسيا لسنة 1997 إلى عدة عوامل من بينها<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>- زغدار أحمد، ناصر المهدي، مداخل بعنوان: الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية.... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين ضمن الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009 صص 5-6.  
<sup>2</sup>- المرجع السابق، صص 5-6.

## الفصل الثاني.....الآزمات المالية

- الإفراط في الإقراض والاقتراض: أدت اجراءات التحرير المالي إلى زيادة حجم التدفقات الخاصة إلى دول الآزمة، وحسب بيانات معهد التحويل الدولي فإن قيمة تلك التدفقات زادت من 80،4 بليون دولار أمريكي سنة 1995 إلى 102 بليون دولار أمريكي سنة 1996 ثم انخفضت إلى الصفر سنة 1997 بصفة مفاجئة ثم إلى السالب (27.6-) بليون دولار سنة 1998.

- التحرير المالي: ويشتمل بشكل أساسي على تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات كما يسمح التحرير المالي للبنوك بتلقي الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج مباشرة، واقتراض الأموال في الداخل والخارج.

- الاختلالات الاقتصادية داخل الدول الآسيوية التي جعلتها عرضة للآزمات ومن بينها نذكر:

- 1- الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو؛
- 2- الاعتماد الكبير على التدفقات المالية في شكل قروض أو استثمارات أجنبية مباشرة، هذا بالإضافة إلى الاقتراض غير المغطى من قبل القطاع الخاص المحلي؛
- 3- الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية؛
- 4- ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساسا؛
- 5- نقص الشفافية، وخاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي مما تسبب في فقدان كبير للثقة وهروب رؤوس الأموال للخارج.

### -نتائجها:

وتتمثل النتائج التي خلفتها الأزمة في دول جنوب شرق آسيا فيما يلي<sup>1</sup>:

- 1- تكبد أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا خسائر بحوالي 600 مليار دولار، أو ما يساوي ثلثي النتائج المحلي الاجمالي لهذه الدول حيث نتج عن الأزمة انخفاض حاد في القيم فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة 1997/7/1 إلى 1998/2؛
- 2- تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق اسيا، مما جعلهم يسارعون الى بيع حجم كبير من الاسهم لتقليص خسائرهم، وهو ما زاد من تدهور قيمة الاسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين؛
- 3- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي اسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة؛

<sup>1</sup>-دبار حمزة، مرجع سابق، ص15.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

- 4- إفلاس وانهيار العديد من البنوك والشركات مما أدى الى ارتفاع نسبة البطالة والتضخم؛
- 5- فشل النظام المصرفي في أداء مهامه الرئيسية وتردي أوضاع المؤسسات المالية والاقتصادية الأخرى؛
- 6- تراجع الثقة الناجمة عن انخفاض البورصة قد أدى إلى الحد من الاستهلاك وتردد الشركات في توظيف استثمارات جديدة؛
- 7- انخفاض النتائج المحلي الاجمالي وتراجع النمو الاقتصادي وهروب رؤوس الأموال وخفض الانفاق العام والخاص وزيادة عجز الحسابات الجارية وموازن المدفوعات وتفاقم المديونية للخارج بدول الأزمة.

### الفرع الثاني: أزمة المكسيك (1994-1995)

الأزمة المكسيكية هي واحدة من مشاكل عدم الاستقرار المالي ولغاية 1994 كانت المكسيك محط أنظار المستثمرين فقد استثمروا فيها مليارات الدولارات فحققوا فوائد وإيرادات ضخمة لارتباط عملة المكسيك (البيزو) بالدولار الأمريكي والتطور المتحقق فيها هو الطريق الصحيح لتنظم إلى دول جنوب شرق آسيا من حيث قدرتها في التغلب على أزمة المديونية. سرعان ما تغيرت الظروف لتظهر حاجة المكسيك إلى مليار دولار لضمان قدرة الدولة الائتمانية، معلنة آلاف الشركات عن افلاسها وتحول مئات الألوف إلى عاطلين عن العمل.

اندلعت الأزمة في كانون الأول عام 1994 عند بدأ العمل في منطقة التجارة الحرة الشمال لأطلسي(النافتا) التي ضمت أمريكا، كندا والمكسيك البلد الدامي حيث أرادت أمريكا بانضمامه إلى المنطقة بتقديم نموذج بوضع يسمح لبلدان الجنوب من اللحاق واختزال الزمن من خلال التجارة الحرة. وقد كان اقتصاد المكسيك عند تطبيق "النافتا" قريبا من إعلان العجز المالي، وقد كان للديون الحكومية للمكسيك تأثيرها في حدوث الأزمة المالية كما هو الحال في العديد من دول الجنوب بالرغم من أن ديون الجنوب هي أقل كثيرا من الديون الدولية لإيطاليا، بلجيكا واليونان بثلاث مرات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وحتى وقوع الأزمة اتسم اقتصاد المكسيك بالاستقرار من حيث أدائه (توازن الميزانية)<sup>1</sup>.

### -أسبابها:

- تعود الأسباب الرئيسية لتفاقم أزمة سعر الصرف المكسيكي إلى النقاط التالية<sup>2</sup>:
- 1- تقييم العملة الوطنية بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية، وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية؛

<sup>1</sup>- هيفاء عبد الرحمن ياسين التكريتي: أليات العولمة الاقتصادية وأثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، صص 210-211.

<sup>2</sup>- زواري فرحات سليمان : دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، صص 77.

## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

2- إلغاء قيود تحويل العملة الوطنية وتطبيق نظام التعويم الكامل، وفتح أسواق المال على مصارعيه للاستثمار الأجنبي؛

3- التوسع في استيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سترتفع فيما بعد، وهذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقييم عملة البيزو؛

4- ارتفاع أسعار الفائدة، وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل، والتوسع في منح الائتمان من قبل البنوك هي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، والتي دفعت بالحكومة المكسيكية إلى انتهاج سياسة نقدية انكماشية للمحافظة على استقرار العملة.

### -آثارها:

وتتمثل في<sup>1</sup>:

1- تأثر رأس المال لفترة قصيرة بالأحداث اليومية وبشكل سريع فلو منحت المكسيك قروضا حكومية طويلة الأجل لأمكن تفادي وقوع الأزمة وتبعاتها مما هي عليه لو تعرضت عشرات الآلاف من الشركات للإفلاس وتعرض ملايين العاملين للبطالة وقد أصابت الأزمة جميع الفئات الاجتماعية فمن أصل خمس وعشرون مليونيرا كانوا قبل وقوع الأزمة لم يبقى بعدها إلا عشرة مليونيرا؛

2- موجات المضاربة دفعت بالأزمة للتفاقم ونقلها إلى أسواق أخرى فسببها تخفيض العملة الإندونيسية والهنغارية وخوف المضاربين هناك فقط أظهرت الأزمة عدم مصداقية أسواق رأس المال وخطأ الارتهان لاشتغالها بدون رقابة شديدة توجب على الأرجنتين مضاعفة أسعار الفائدة لوقف نزوح الرساميل المستثمرة هناك؛

3- مواجهة منطق السوق، فالعصيان في شيل باس يعتبر تمردا مضادا لليبرالية الجديدة والرد الذي فرضته منطقة الأزمة وقد دفع ذلك رأس المال من الهروب فزادت الأحوال في المكسيك سوءا وباستمرار مما هي عليه قبل الأزمة؛

4- العقوبات الاقتصادية التي تعرضت لها المكسيك كانت قاسية في بلد كان يفعل كل شيء صحيحا. قبل ستة أشهر فقط وبسبب انخفاض قيمة البيزو ارتفع معدل التضخم بمعدل سنوي وصل إلى 60% تقريبا ونتيجة ذلك انخفض مستوى المعيشة للمواطن المكسيكي طيلة الفترة من 1982 - 1995 من أجل تنفيذ اصلاحات السوق الحر؛

<sup>1</sup>- هيفاء عبد الرحمن ياسين التكريتي، مرجع سابق، ص ص 215-216.



## الفصل الثاني.....الأزمات المالية

---

- 5- عالميا كانت الوصفة المكسيكية ناجحة-فقد أعادت تثبيت أركان الاقتصاد المكسيكي بشكل سريع مع حلول أواخر صيف 1995 غير أن الواقع الاقتصادي للشعب المكسيكي كان مترديا ولم يتحسن-فقد تضاعفت البطالة بشكل كبير وانخفضت مبيعات التجزئة بنسبة 40% وقد أطبقت الأزمة على المكسيك ولم تلوح في الأفق ملامح لنمو النشاط الاقتصادي في خريف عام 1995؛
- 6- اختلاف الأزمة المكسيكية عن الأزمات السابقة لها إذ فقدت الدولة قدرتها التفاوضية أمام القوة المالية لأصحاب الرساميل، فقد استفاد المضاربون من قرض المليارات.

### خلاصة الفصل:

لقد رافقت الأزمات المالية الاقتصاد الرأسمالي منذ الثورة الصناعية، ولكنها تباينت في حدتها ومداهها بين أزمة وأخرى، بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه الدول، ومع ذلك فقد دفعت الكثير من علماء الاقتصاد الرأسمالي إلى دراسة هذه الأزمات ومعرفة أسبابها والحلول اللازمة للخروج منها وتجاوزها، إذ تعرضت مختلف اقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة وحتى الدول النامية إلى أزمات مالية عديدة اختلفت في الأسباب والحلول حسب الأنظمة النقدية والمالية المتبعة في تلك الدول كنظم الصرف غير الملائمة للأوضاع الاقتصادية.

ولقد بينت مختلف الأزمات المالية التي مست اقتصاديات هذه الدول، أن أزمة سعر الصرف أو أزمة العملة هي الأكثر تكررا من الأزمات الأخرى، حيث تتضمن انخفاضا حادا في العملة الوطنية، وهبوطا في الاحتياطات الدولية، واحتمال تخلي البلد عن نظم الصرف غير الملائمة لأوضاعه الاقتصادية والمالية، أما الأزمة المصرفية فتشير إلى حدوث تسرب كبير للودائع عبر الجهاز المصرفي، وينبع ذلك أساسا من الانخفاض المتواصل في نوعية موجودات البنوك وارتفاع حجم الديون المتعثرة، والتقلب في أسعار الأصول، وفشل المنشآت الصناعية والتجارية في تسديد ديونها للقطاع المصرفي .

ولقد تسارعت الأزمات المالية الحالية أكثر من السابق في ظل عولمة الأسواق المالية، وحدثت تدفق مفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية من بلدان الأزمة، إضافة إلى عوامل الاختلال على الصعيد الاقتصادي الكلي والجزئي والتشوهات في القطاع المالي وضعفه وعدم ملائمة نظام الصرف الأجنبي.

# الفصل الثالث

دور السياسة النقدية في

معالجة الأزمات المالية العالمية

### تمهيد :

يعرف الاقتصاد العالمي منذ سنة 2007 أزمة مالية حادة، تعتبر الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، تسببت فيها أزمة الرهون العقارية الأقل جودة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت تداعياتها إلى الأسواق المالية لمختلف الدول وبات علاجها عسيراً، كما أن تزايد ظاهرة الذعر المالي لدى المواطنين في الدول التي ضربتهم الأزمة وتوجههم نحو البنوك لسحب أموالهم، وتسارع حلقات هذه الموجة أدى بشكل واضح إلى انهيارات مالية في كبريات البنوك الائتمانية، بحيث اضطرت هذه الأخيرة ومختلف المؤسسات المالية إلى بيع أصولها بأسعار متدنية مما زادت من تنامي الخسائر الأمر الذي أدى إلى تراجع الثقة في الأسواق بشكل كبير.

وكان لازماً على الدول المتضررة اتخاذ الإجراءات المناسبة للتخفيف من تداعيات الأزمة، ولعبت السياسة النقدية دوراً هاماً في هذا الصدد .

وسنتناول في هذا الفصل مختلف الجوانب المتعلقة بالأزمة المالية العالمية ودور السياسة النقدية في معالجة تداعياتها من خلال المباحث الثلاثة التالية :

#### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأزمة المالية العالمية

المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية والجهود المبذولة لمواجهة هذه الأزمة

المبحث الثالث: دور إجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأزمة المالية العالمية

تعتبر الأزمة المالية العالمية التي يشهدها الاقتصاد العالمي منذ شهر أوت 2008 من أسوأ الأزمات التي يمر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام المالي الدولي عن احتوائها والتخفيف من أثارها بشكل سريع وفعال .

#### المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية

وفي هذا المطلب سوف نتطرق إلى تعريف الأزمة المالية العالمية وجذور نشأتها وأهم المراحل الكبرى التي مرت بها .

#### الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية العالمية

1- يمكن القول بأن الأزمة المالية العالمية هي: " الشدة والقحط في الأموال والتي نجمت عن أزمة الرهون العقارية التي في ظهرت عام 2007 ولكنها تفجرت في 2008 بسبب تعثر المقترضين في تسديد الديون للبنوك والتي أدت إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، والتي انتقلت تداعياتها إلى أوروبا وأسيا مما أدى إلى سقوط الكثير من البنوك والمؤسسات المالية العالمية ومازالت تداعياتها مستمرة لحد الآن ومن الممكن أن تطيح بنظم اقتصادية عالمية"<sup>1</sup>.

2- الأزمة المالية العالمية هي: "أزمة رهون ( Sub prime crisis ) عقارية بالأساس بسبب قيام السماسرة (المؤسسات غير المصرفية) بالعمل كوسيط للحصول على التمويل العقاري من جهات غير موثوقة والذي ازداد بشكل غير طبيعي إلى حد وصول البنوك ومؤسسات الرهن العقاري تخسر بمرور الوقت جزء من قروضها بسبب انخفاض أسعار العقارات مما أدى إلى امتناع المقترضين على سداد التزاماتهم للبنوك هذا دفع إل التشدد في شروط القروض لاحقا والذي أدى بدوره إلى انخفاض الطلب على القروض وبالتالي عدم الاستقرار وانخفاض معدل النمو الإجمالي وفقدان ثقة المستثمرين"<sup>2</sup> .

<sup>1</sup>-حسن عبد الكريم سلوم، بتول محمد نوري، دراسة بعنوان: دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية مقدمة إلى المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال " التحديات-الفرص-الأفاق"، جامعة الزرقاء، الأردن، 10-11 نوفمبر 2009، ص 23.

<sup>2</sup>-خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال " التحديات-الفرص-الأفاق"، جامعة الزرقاء، الأردن، 10-11 نوفمبر 2009، ص 23.

3- كما تعرف الأزمة المالية العالمية: " هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، وصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العامة، ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعتمل حتى السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية، لم يخف الكثير من المسؤولين خشيتهم من أن تطيح بنظم اقتصادية عالمية وأن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم"<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: نشأة وجذور الأزمة المالية العالمية

يمكن القول أن جذور الأزمة المالية تتمثل في قرار الرئيس الأمريكي السابع والثلاثون ريتشارد نيكسون في أغسطس بفصل العلاقة بين الذهب والدولار إذ يمثل بداية الأزمة عمليا، فضلا عن تقلب أسعار الصرف وأسعار الفائدة والمضاربة التي فجرت فقاعة العقارات، فانفجرت أزمة قروض عالية المخاطر، وأسواق السندات والأسهم المرتبطة بها وأيضا الفساد المتمثل في منح قروض عقارية سخية لزبائن غير قادرين على السداد، طمعا في تحويل هذه القروض إلى سندات على أمل إغراق الأسواق بها .

ورغم أن حجم الناتج الحقيقي في العالم يبلغ 60 تريليون دولار فقط، فإن حجم التعاملات في الأصول والمنتجات المالية بصورة غير رسمية بعيدا عن الرقابة التي تمارسها السلطة النقدية في أمريكا أو غيرها بلغ 630 تريليون دولار، فقد تبادت بعض المؤسسات في منح الائتمان دون التقيد بقواعد الأمان، لأن كثيرا من هذه الأنشطة بعيدة تماما عن رقابة السلطات المسؤولة، مع عدم الالتزام باتفاقية بازل التي حددت القروض بنسبة من رأس المال واحتياطي الصرف، وهو ما يعرف بالرافعة المالية. بالإضافة إلى ذلك عدم خضوع بنوك الاستثمار الأمريكية لرقابة البنك المركزي، فبلغت قروض بعضها أكثر من سنتين ضعف رأسمالها، ويقال إن الوضع بالنسبة لبنك (Lyman) كان أكبر دون مراعاة للمخاطر الناجمة عن ذلك، طمعا في الحصول على مزيد من الأرباح قصيرة الأجل والتي

<sup>1</sup>-زوارى فرحات سليمان، مرجع سابق، ص70.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

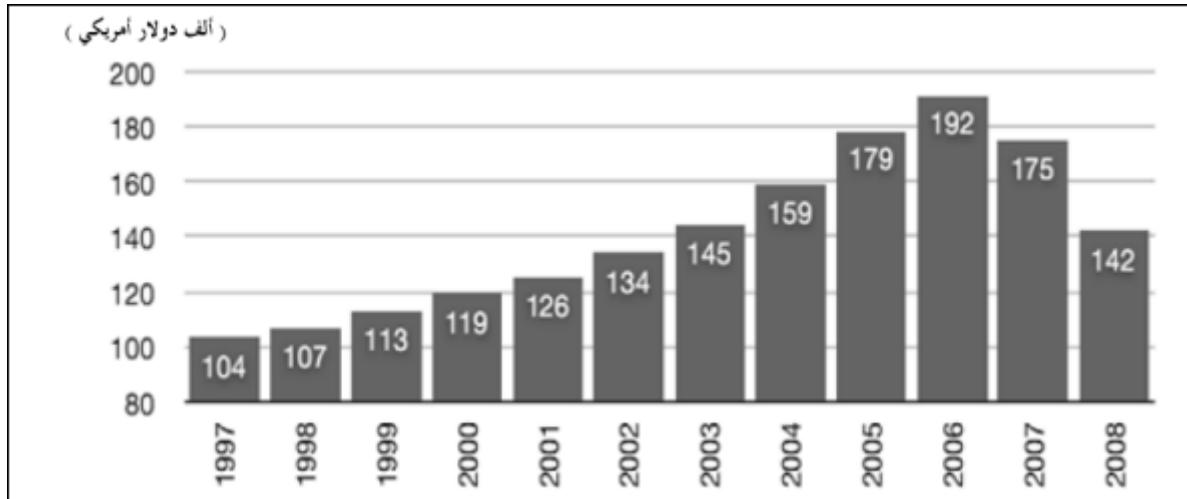
تحدد مكافآت الادارة، كما أثر أيضا نقص أو انعدام الرقابة أو الاشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة.<sup>1</sup>

ومن وجهة نظر ثانية نعتقد أنه تاريخيا يمكن القول أن إرهابات أزمة قروض الرهن العقاري الفعلية بالولايات المتحدة الأمريكية بدأت تتراكم منذ بدايات القرن الراهن عام 2001. حيث قام البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار فائدة الاقراض بين البنوك استجابة لتوقعات الاقتصاديين باحتمال وقوع ركود اقتصادي في عام 2001 وذلك من 6% في شهر جانفي 2001 إلى 1.75% في شهر ديسمبر من نفس السنة.<sup>2</sup>

والواضح أن تلك السياسة النقدية وبقدر ما خدرت مشكل الركود بقدر ما أحدثت بفعل التفريط فيها وعوامل أخرى غير قليلة، تضخما حاد كانت آثاره مباشرة تجاوز أسعار الكثير من السلع الاستهلاكية في الأسواق الأمريكية (خاصة منها العقارات المساكن تحديدا) لأسعارها الحقيقية وشكلت ما يعرف بالفقاعة الاقتصادية العقارية نظريا عبر العلاقة النقدية المباشرة والطرديّة بين حجم الكتلة النقدية والمستوى العام للأسعار وميدانيا بسبب التدفق الهائل لرؤوس الأموال الأجنبية تجاه الاقتصاد الأمريكي الذي ساهمت تلك السياسة النقدية في تعاظمه.

والشكل الموالي يوضح الفقاعة العقارية السكنية في الولايات المتحدة الأمريكية ما بين 1997 و2008.

**الشكل رقم (01): أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1997 و2008**



**المصدر:** عبد الرحمان روابح: حركة التجارة الدولية في ضوء التغيرات الاقتصادية الحديثة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة خيضر بسكرة-، 2012-2013، ص 151.

<sup>1</sup>- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، دار إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، صص 46-47.

<sup>2</sup>- ساعد مرابط، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية 2008 "الجذور والتداعيات"، في إطار الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 7.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

يلاحظ من الشكل السابق تزايد أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1997 و2008، حيث ارتفعت من 104 ألف دولار أمريكي عام 1997 إلى 192 ألف دولار أمريكي عام 2006 ثم بدأت في التراجع عام 2007 و2008 على التوالي، وهو ما يؤكد بداية الأزمة المالية العالمية من قطاع العقارات في الولايات المتحدة<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: المراحل الكبرى التي مرت بها الأزمة المالية العالمية

شهدت أزمة الرهن العقاري عدة محطات بارزة منذ اندلاعها في منتصف عام 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية، وبدأت عدوى انتقالها تمس بقية دول العالم، وفيما يلي أبرز تلك المحطات<sup>2</sup>:

- **فيفري 2007**: الولايات المتحدة الأمريكية شهدت ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، مما أدى إلى ظهور أولى عمليات الإفلاس في المؤسسات المصرفية المتخصصة؛

- **أوت 2007**: تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة والبنوك المركزية تتدخل لدعم السوق بالسيولة؛

- **أكتوبر - سبتمبر 2007**: بنوك كبرى أعلنت انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري؛

- **22 جانفي 2008**: تخفيض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لمعدل الفائدة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 2% بين جانفي ونهاية أبريل؛

- **17 فيفري 2008**: الحكومة البريطانية تؤمّن بنك "نورذرن روك"؛

- **11 مارس 2008**: تضافر جهود البنوك المركزية مجددا لمعالجة سوق الاقتراض؛

- **16 مارس 2008**: إعلان "جي بي مورغان تشيس" شراء بنك الأعمال الأمريكي "بيرستريت" بسعر متدني ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي؛

- **24 أبريل 2008**: قام بنك "يوبي أس" السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب

الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكي والتي أدت إلى شطب 20 مليار دولار من أصوله في أكبر خسارة يتعرض لها أول بنك سويسري والمصنف الثالث أوروبا، والأول عالميا في مجال إدارة الثروات الخاصة؛

- **30 ماي 2008**: المسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية يعلن أن الأزمة بدأت تتقلص بعد الجهود التي قام بها الاحتياطي الاتحادي والبنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية وقال "كلي

<sup>1</sup>- عبد الرحمن روابح، المرجع السابق، ص 151-152.

<sup>2</sup>- الداودي الشيخ، مداخلته بعنوان: الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها في إطار مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان-لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 9، 11.



## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

لوري" مساعد وزير الخزانة للشؤون الدولية أن الاحتياطي الاتحادي والبنوك الأخرى تتسق جهودها لحماية النظام المالي من الاضطراب بعد ما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007، كما أشار " كوري" إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر زادت عن 300 مليار دولار بسبب الأزمة، لكن تم تخفيض هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية، مما ساعد البنوك في توفير القروض؛

- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و" فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 800 مليار دولار؛

- 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية وهو بنك "أوف أمريكا" شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك "ميريل لينش"، كما اتفقت عشرة بنوك دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 10 مليار دولار لمواجهة الأزمة، في حين وافقت البنوك المركزية على فتح مجالات الإقراض، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية؛

- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤمnan أكبر مجموعة تأمين في العالم "ايه أي جي" المهددة بالإفلاس عن طريق منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79% من رأسمالها؛

- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها وتكثف البنوك المركزية تقديم السيولة للمؤسسات المالية؛

- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويدتي إسبي" يشتري منافسه "اتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس، والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 100 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها غير القابلة للبيع؛

- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي "جورج بوش" يوجه نداء من أجل التحرك فوراً لإنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة؛

- 23 سبتمبر 2008: الأزمة تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام ماطلة الخطة الأمريكية؛

- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب الشكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، في الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفيدرالية؛

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية وضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعميم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا يجري تأميم بنك "برادفورد وبنغل"؛
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، بورصة "وول ستريت" تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البوصات الأوروبية بشدة في حين واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها؛
- أول أكتوبر 2008: مصادقة مجلس الشيوخ الأمريكي على خطة الإنقاذ المالية المعدلة؛
- 8 أكتوبر 2008: بريطانيا تعرض 50 مليار جنيه أسترليني على أكبر البنوك البريطانية لمساعدتها على تخطي الأزمة؛
- 14 أكتوبر 2008: تراجع بورصة اسلندا بـ 67% بعد استئناف معاملاتها، والولايات المتحدة تعرض شراء حصص في 9 بنوك بقيمة 250 مليار دولار؛
- 16 أكتوبر 2008: حصول بنك "يو بي إس أي جي" السويسري على مبلغ 6 مليارات فرنك سويسري من الحكومة مقابل حصة تبلغ 3.9 مليار دولار؛
- 18 أكتوبر 2008: كشف كوريا الجنوبية عن خطة إنقاذ بـ 130 مليار دولار، تعرض من خلالها ضمانات على الديون الأجنبية.

### المطلب الثاني: أسباب ومظاهر الأزمة المالية العالمية

نشأت الأزمة الحالية بعد عصف إعصار مالي بالسوق الأمريكية وامتد أثره إلى باقي الأسواق العالمية، وتتباين كثيرون بامتداد أثره فترة طويلة من الزمن. وقد أعلنت عدة دول أن اقتصادها دخل فعلا مرحلة الكساد ويخشى من تحول الكساد إلى انهيار عالمي يقضي على شركات ودول برمتها . ونستطيع أن نرجأ الأزمة المالية العالمية إلى مجموعة من الأسباب .

### أولا: الأسباب الأخلاقية

وتتمثل في <sup>1</sup> :

- 1- غياب منظومة القيم عن الأنظمة العالمية أدى إلى تحكم الجشع والأنانية بحركة هذا العام، فأصبح الإنسان منتجا للشر باسم التطور والحضارة، ويحرك الفساد باسم التمدن، ويدمر العالم باسم الترفيه؛

<sup>1</sup>- طارق الحاج، بحث بعنوان: الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد الفلسطيني مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات- الفرص- الأفاق، جامعة الزرقاء-الأردن- 10-11 نوفمبر 2009، ص3.

2- الاستعلاء العالمي الذي جعل الإنسان يخرج من دائرة انسانية إلى دائرة التوحش ما يؤدي إلى توحش في الأنظمة التي تحكم الانسان؛

3- ارتكاز الأنظمة العالمية على فلسفة تمجد الفرد حتى تكاد تلغي المجتمع إلى فلسفة تسحق الفرد باسم مصلحة المجتمع.

ثانيا: أسباب أخرى لانفجار الأزمة المالية العالمية وتتمثل في :

### 1- الأزمة المالية العالمية أزمة نظام :

حيث أن كل نظام اقتصادي يقوم على ثلاث ركائز أساسية هامة وهي الركن الفلسفي أي الإحساس بالأمان والاستقرار، أهداف النظام وهي تحقيق الرفاهية والشغل والتنمية البشرية وإعداد الإنسان الصالح، آليات النظام وهي عبارة عن مجموعة من الوسائل والأدوات التي تحرك النظام وتسيره، بالنسبة إلى الركن الفلسفي فقد افتقده النظام الرأسمالي. أي افتقد الأمان ولازمه الإحساس بالخطر الدائم وذلك نتيجة لعدم ثقة الأفراد بهذا النظام.

وبالنسبة للأهداف أصبح هناك تفاوت واسع بين الأغنياء والفقراء واصبح هناك انسان جشع مملوء بالحد والغل أي طغيان المادة والجشع في المجتمع الرأسمالي، أما بالنسبة لآليات النظام فإن طائفة من مراهقي وول ستريت هي التي أصبحت تدير هذا النظام، وبالتالي فإن التراجع في هذه الركائز الأساسية بمجرد حدوث الأزمة المالية العالمية يدل امر واحد لا غير وهو عدم وجود مبادئ أصلا<sup>1</sup>.

### 2- نظام بطاقات الائتمان :

يعتبر التوسع والافراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد أي السحب على المكشوف والتي تحل تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة، وعندها يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية، يتم زيادة الفائدة وهكذا حتى يتم العجز عليه أو رهن سيارته أو منزله وهذا ما حدث فعلا للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكانت سببا في أزمة بعض البنوك التي تتعامل بالفوائد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- عبد الرحمان روابح، مرجع سابق ص152.

<sup>2</sup>- شنوف شعيب، الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بومرداس- الجزائر، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص116.

### 3- الأزمة المالية العالمية أزمة رهن عقاري :

بدأت الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة واندلعت من القطاع العقاري نتيجة الغموض وانعدام الشفافية الذي يلف عمل النظام المصرفي عموماً في الولايات المتحدة الأمريكية، فضلاً عن غياب الرقابة الحكومية الفيدرالية في عملية منح القروض العقارية، وخلال عام 2006 ازدهر العقار الأمريكي بسبب انخفاض أسعار الفائدة إلى مستويات كبيرة وشرعت البنوك الأمريكية في ضخ القروض الراهنة العقارية المخاطرة بقوة، أي قروض ممنوحة لبيوت أمريكية لا تقدم ضمانات مالية للحصول على قروض عادية، وكانت البنوك تعتقد أنها تستطيع دائماً وضع يدها على المنزل وإعادة بيعه ربما بثمان أكبر إن عجز المقرض عن التسديد، ففي عام 2006 حوالي 40% من القروض العقارية التي منحتها البنوك المركزية هي قروض فيها مخاطرة.

بدأت الأزمة من بنك "ليمان براذرز" في أمريكا فقد أعطى قروضا أكبر بكثير من الأصول التي يملكها وشجع المواطنين الأمريكيين على الاقتراض بدون ضمانات لقروضهم وعندما حان وقت دفع أقساط القروض للبنك عجزت العائلات الأمريكية عن السداد، وعجز البنك عن تسديد المسحوبات على الودائع لديه من قبل العملاء نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة بفعل ارتفاع معدلات التضخم في الولايات المتحدة خلال عامي 2005-2006، فمعظم القروض التي منحتها البنوك الأمريكية عام 2006 هي قروض فيها مخاطرة، أي قروض ممنوحة غير كافية أو بدون ضمانات، فقد تسابقت البنوك الاستثمارية الأمريكية على تقديم قروض فيها مخاطرة وقد استفاد 75% من الأمريكيين من الحصول على هذه القروض العقارية، مما تسبب في استفحال الأزمة عندما عجز المدينون من الأفراد والمؤسسات على سداد الأقساط المستحقة مما أدى إلى مشكلة نقص السيولة على مستوى الجهاز المصرفي ورغم أن نسبة غير القادرين على التسديد لا يتجاوز 8% ولكن حجم الاقتصاد الأمريكي الذي يمثل 40% من الاقتصاد العالمي كان له أثر سيئ على الأسواق المالية العالمية<sup>1</sup>.

### 4- التوسع في القروض العقارية:

هذه السياسة النقدية التوسعية قادت إلى توسع كبير في الاقتراض (خاصة القروض العقارية)، حيث ولدت معدلات الفائدة المنخفضة وفررة في السيولة وعوائد ومخاطر جد منخفضة. بالإضافة إلى الإطار

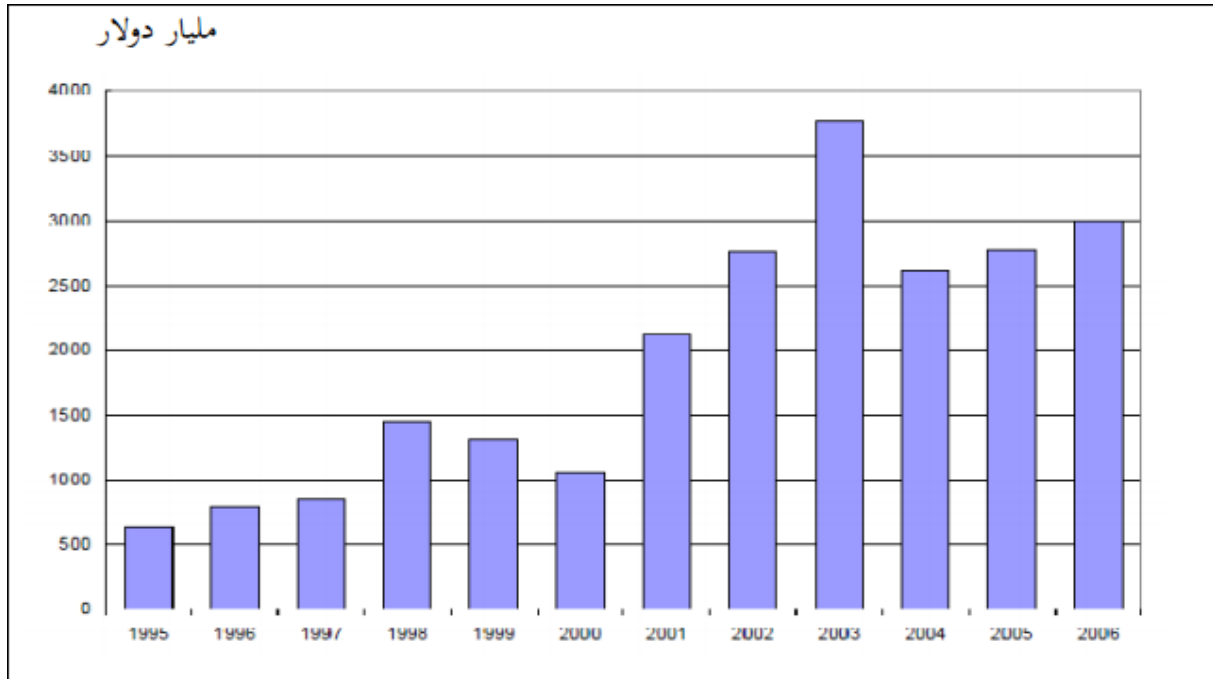
<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، صص 7-8.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

التشريعي الأمريكي الذي يشجع التوسع في القروض العقارية المقدمة للأسر. وذلك عبر سن عدة قوانين منذ السبعينات لخصم تكاليف قروض الإسكان.

والشكل الموالي يوضح النمو الكبير للقروض العقارية والذي تسارع منذ عام 2001، والذي وصل أقصاه خلال عام 2003<sup>1</sup>.

الشكل رقم(02): القروض المقدمة سنويا للأسر الأمريكية



المصدر: موسى مبارك خالد: المرجع السابق، ص62.

### 5-التوريق :

وهو قيام البنوك وشركات التمويل العقاري ببيع دين القروض المتجمعة لديها على العملاء الذين اشتروا العقارات إلى إحدى الشركات المتخصصة والتي تسمى قانونا "شركات التوريق"، وهذا البيع يكون بمقابل معجل أقل من قيمة الدين، ثم تقوم شركة التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون بقيمة إسمية لكل سند وتطرحها للاكتتاب العام (بيعها) للأفراد والمؤسسات بقيمة أكبر أو أقل من القيمة

<sup>1</sup>-موسى مبارك خالد: صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة-، 2012-2013، ص62.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

الإسمية (أي بعلاوة أو خصم إصدار) ويحصل حملة السندات على فوائد القروض وتتولى شركة التوريق مع شركة التمويل عملية تحصيل الأقساط والفوائد من المقترضين الأصليين وتوزيعها على حملة السندات وبذلك تحصل شركة التمويل على سيولة وتكسب شركة التوريق الفرق بين قيمة القروض وبين ما دفعته لشرائها ويكسب حملة السندات الفوائد كما يمكن تداول هذه السندات في سوق المال بالبيع لغيرهم بأسعار أكثر من سعر شرائهم يقل سعر الفائدة أو يحتاجون لسيولة عاجلة، وباستمرار تداول السندات تنتقل الملكية إلى عدة أشخاص في داخل البلاد وخارجها.

وفي المقابل فإنه عندما يقترض مشترو العقارات من مؤسسات مالية أخرى برهن نفس العقارات تقوم هذه المؤسسات ببيع هذه القروض إلى شركة التوريق التي تصدر بها السندات وتطرحها في الأسواق وبالتالي يصبح للعديد من الناس والمؤسسات حقوقا على العقار وتزداد قيمة الأوراق المصدرة عن قيمة العقارات.<sup>1</sup>

### 6- نمو ظاهرة المضاربة:

أصبحت الأسواق المالية تعاني من حالة عدم الاستقرار وحدة وتيرة الأزمات المالية نتيجة لتنامي المخاطر بفعل اتساع ظاهرة المضاربة أو ما يعرف بفقاعة المضاربة، التي يساعد على انتفاخها وانفجارها الاستعمال المكثف للمشتقات المالية، حيث أن استعمال هذه الأخيرة لغرض المضاربة يجعل من نتائجها تركيز الأخطار في محفظة عدد من المتعاملين هم المضاربين الراغبين في تحمل المخاطر بحثا عن العائد الكبير، ومن ثم إفلاسهم بمجرد تعرضهم لخطر عدم الدفع أو لانهايار الأسعار. وهكذا تنتقل العدوى المالية من مؤسسة مالية إلى أخرى من خلال قناة الأسعار، أي نتيجة لتغير أسعار الأصول المالية، إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية تمس النظام المالي برمته، وأكثر من ذلك فهي تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعدا عالميا كما حدث في الأزمة المالية العالمية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> -ياسين بوناب، مداخلة بعنوان: جذور الأزمة المالية الحالية ودور صناديق التحوط فيها في إطار الملتقى الوطني التاسع حول : إدارة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة سكيكدة 9-10 ماي 2011 ص 343-344.

<sup>2</sup> -سرارمة مريم: دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص 140.

### 7- المشتقات المالية:

إن الهدف الأساسي من التعامل بالمشتقات المالية هو التحوط والتغطية ضد المخاطر (تقلب أسعار الفائدة، أسعار الصرف، المواد الأولية، المؤشرات، خطر عدم الدفع. . . الخ) وهي عقود تشمل السلع، النقود، الأسهم، السندات، أسعار الصرف، أسعار الفوائد ومؤشرات البورصات. . . الخ.

ولقد زاد التعامل بهذه المشتقات إلى حد كبير جداً، فبينما تبلغ قيمة الأوراق المالية في السوق العالمي حوالي 60 تريليون دولار، وهي تعبر عن الاقتصاد الوهمي. ويرجع النمو الكبير الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية إلى تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة، استفحال ظاهرة المضاربة بالإضافة إلى أن منتجاتها المالية تتطوي على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية. لكن وفي نفس الوقت، هذه المنتجات تعتبر أكثر خطورة، وذلك راجع لعدة أسباب منها:

سوء تقدير الأخطار المرتبطة بها، بعض التجاوزات القانونية، تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والإحصائية المعقدة، كل هذا ما جعل من هذه المنتجات وسيلة تعطي لمستعملها انطباع بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل وبالتالي عدم إمكانية التحكم في الأخطار في كل الأحوال.

ويضاف إلى الخطورة التي تتطوي عليها هذه المنتجات، أنها ساهمت بشكل كبير في تركيز الأخطار التي تكون عادة سببا في ظهور الخطر النظامي الذي أدى بدوره إلى الوقوع في الأزمة المالية العالمية بعدما انهار السوق المالي بشكل عام<sup>1</sup>.

### 7- التحرر المالي والتطور التكنولوجي:

أبرزت الأزمة المالية العالمية أن البنوك المركزية في الدول الصناعية الكبرى لم تعد تهتم منذ عقود إلا بالتغير في نسبة التغير وتغير سعر الفائدة حسب تغير نسب التضخم بحوالي 0.01% أو 0.02% ونسبت تماماً أنها يجب أن تحافظ على سلامة الأوضاع المصرفية المالية في أسواقها المحلية، وتركت موجة المنسوجات المالية بدون أي نوع من التأثير القانوني والتشريعي والتنظيمي، بل إن حاكم الاتحاد الاحتياطي الفيدرالي السابق قد رفض بإصرار أن يقوم بوضع ضوابط أو معايير على إصدار كل هذه المنسوجات المصرفية والمالية الجديدة .

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص 141.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

ومما لا شك فيه أنه نتيجة للتطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الإلكترونية والإصلاحات في الأسواق المالية تمكنت هذه الأسواق من معالجة حجم كبير جدا من المعاملات المالية، كما أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال إلى توصيل التطورات على نحو أسرع وأوسع والاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة وابتكار أدوات وإجراءات تجارية وربط الأسواق التي تقع في مناطق أمانة مختلفة، وكانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية بسرعة تفوق كثيرا معدل نمو الدخل القومي الإسمي في البلدان الصناعية الرئيسية، كما زاد المعدل اليومي لتداول العملات الأجنبية في الأسواق الرئيسية (لندن، نيويورك، طوكيو) وكان نتيجة التطور في تكنولوجيا الاتصالات أن ازداد التكامل العالمي للأسواق وأصبح الاقتصاد العالمي محصورا في رقعة صغيرة أو كازينو كما أطلق عليها الاقتصادي الإنجليزي كثير، وقد أوضحت أحداث الأزمة العالمية بجلاء أن الأسواق المالية في العالم غدت شديدة التكامل<sup>1</sup>.

### 8- غياب ونقص الرقابة والإشراف من وزارة الخزانة الأمريكية على المؤسسات المالية:

ففي معظم الدول توكل إلى البنك المركزي مهمة الرقابة الدقيقة والإشراف على البنوك التجارية داخل الدولة، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون والرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل: المشتقات المالية، أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية وصناديق التحوط وبالتالي تشجيع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية<sup>2</sup>.

غير أن هذه الرقابة والإشراف غابت لدى البنك المركزي الأمريكي للمؤسسات المالية السالفة ذكرها. حيث أن محافظ البنك المركزي الأمريكي، ووزارة الخزانة والشركات تقيم الأدوات المالية، والقيادات التنفيذية للشركات المالية كانوا جميعهم مقتنعين بتداولات الأسواق المالية (السوق يصحح أخطاءه بنفسه)، أي أن كل شيء على ما يرام حيث أن أغلب هذه المؤسسات أخذت تعمل خارج الطريقة النظامية، أو ما يسمى بالنشاط خارج الميزانية، أي بعيدا عن ميدان الرقابة، وهذا النشاط الخارجي يعادل 7/6 من مجمل النشاط الأمريكي، أي أن 7/1 فقط من هذا النشاط هو الذي يراقبه البنك المركزي. يضاف إلى ذلك أن القيادات التنفيذية والموظفين المختصين للشركات المالية ما كانوا يدركون حقيقة المخاطرة التي حملوها لمؤسساتهم في صفقات الأدوات المالية المستحدثة المعقدة، والتساهل وعدم التعامل مع الأمور بالجدية الكافية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 14-15.

<sup>2</sup>- زواري فرحات سليمان، مرجع سابق، ص 102.

<sup>3</sup>- خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم: الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، مرجع سابق، ص 30-31.



### 9-التحول من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الرمزي:

ونعني به التحول من اقتصاد قائم على الإنتاج والعمالة إلى اقتصاد وهمي قائم على المضاربة والمقامرة والمخاطرة في المشتقات المالية (الخيارات والمشتقات والمبادلات) وهذه كلها عبارة عن أدوات من ابتكار الرأسمالية الجديدة، حيث أشار العديد من الاقتصاديين إلى أن هيمنة الاقتصاد الوهمي أو الرمزي على الاقتصاد الحقيقي سيقود في النهاية إلى الانهيار، فلقد بلغ حجم التداول في بعض الأسواق المالية كسوق لسنة 2006 نحو 34 تريليون دولار بينما بلغ بالمقابل حجم الناتج المحلي الاجمالي نحو 13 تريليون دولار الأمر الذي يشير إلى وجود فجوة كبيرة وواضحة ما بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي وهي ما يطلق عليه حاليا بالفقاعات المالية التي تهدد بالانفجار في أية لحظة.

وتجدر الإشارة إلا أن التدخل من قبل حكومات الدول الرأسمالية لانقاذ الوضع سيزيد من صعوبة الأمر، فعلى سبيل المثال تلك المبالغ الضخمة التي تعهدت الحكومات بتقديمها إلى المؤسسات والبنوك المنهارة، سيتم انتزاعها من الاقتصاد الحقيقي، أي من ميزانيات كانت مخصصة للإنتاج والعمالة والاستثمار وغيرها ليتم الانتقال بذلك من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية<sup>1</sup>.

### 10-التعامل بالربا والقروض الربوية:

لاشك أن الربا من أعظم المعاصي والجرائم، وأنه أحد سيئات النظام الرأسمالي العالمي وأحد أسباب تدهور وانهياره.

وصور الربا التي كان لها أثر في هذا الانهيار كثيرة ومتداخلة ومعقدة. ومن أكبرها أزمة الرهون العقاري في أمريكا، حيث قامت البنوك بإغراء الناس ودفعهم للشراء بشتى الوسائل. ونشط الوسطاء في جلب الناس للبنوك وإقناعهم بجدوى العملية، حتى إذا جاء وقت السداد عجز الناس عن تسديد قروض الرهن العقاري، فانهارت البنوك وتلتها الأسواق في الولايات المتحدة، وبدأت الآن تطل أوروبا .

فالتوسع الهائل في الاقراض لجني الأرباح حتى أصبحت العوائد الربوية فيروسا سرطانيا، يدمر خلايا الاقتصاد. وتزايدت حجم المديونيات حتى صارت أكبر من نمو الاقتصاد الحقيقي نفسه.

وقد قال الله تعالى: " لا تأكلوا الربوا أضعافا مضاعفة". {ال عمران: 130}.

<sup>1</sup>-محمد بن بوزيان، سمية زيرار: انتشار عدوى الأزمات المالية، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص36.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

و ما حرم الله شيئاً إلا وكان في ذلك مصلحة للعباد، والربا له أضرار كثيرة، وعل مستويات مختلفة، على المستوى العقدي والأخلاقي والاقتصادي والسياسي والاجتماعي. فهو من أكبر الكبائر التي توعدها الله عليها بالوعيد الشديد في الدنيا والآخرة.

والمعامل بالربا يتجرد من القيم الإنسانية والأخلاقية الفاضلة، فهو جشع وشرير وبخيل وقلبه أشد قسوة من الحجارة، لا يتورع عن التضحية بكل المثل والأخلاق السامية من أجل درهم ربا<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية

وتتمثل مظاهر الأزمة المالية العالمية فيما يلي<sup>2</sup>:

- 1- تدهور مؤشرات الأسواق المالية بصفة عامة، وتدهور أسعار الأسهم (انخفاض سعر بنك أوف أمريكا من حوالي 98 دولار عام 2007 إلى حوالي 29 دولار أو أقل 2008)؛
- 2- بلغ العجز الأمريكي 164 مليار دولار خلال شهر من سنة 2008؛
- 3- بنك أوف أمريكا يعترف بإلغاء 35 ألف وظيفة بعد اندماجه مع بنك ميريل لينتش؛
- 4 - شركة جنرال موتور تعترف بإعلان إفلاسها؛
- 5- دخلت العديد من الاقتصاديات مثل الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد الألماني والاقتصاد الانجليزي والروسي مرحلة الركود؛
- 6- انتقال الأزمة من دولة إلى أخرى، وأيضا في داخل كل دولة من قطاع إلى آخر بصورة تلقائية؛
- 7- تراجع الانفاق الخاص وهو ما أدى إلى كساد شديد؛
- 8- تراجع أسعار النفط إلى مستويات قياسية بعد ارتفاعها إلى مستويات قياسية؛
- 9- فقدان عام للوظائف وانتشار ظاهرة البطالة بصورة عامكة في كثير من الدول ومن المتوقع أن يفقد 20 مليون شخص وظائف عام 2009 ليصل إلى 210 مليون عاطلا عن العمل؛
- 10- تسجيل خسائر كبيرة لنتائج عام 2008 والخسائر الضخمة المعلن عنها في الجهاز المصرفي تجاوزت 3 تريليون دولار؛
- 11- إعلان شركة التأمين AIG وهي أكبر شركة في العالم عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريبا مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 799 من رأسمالها؛

<sup>1</sup>-محمد صالح المنجد: الأزمة المالية، مجموعة زاد للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص ص14، 16.  
<sup>2</sup>-مفتاح صالح: الأزمة المالية العالمية، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص ص7-8.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

12-إعلان كثير من المؤسسات المالية مثل: مورجان ستانلي، جولد مان ساكس، إفلاسها وأخرها في سبتمبر 2008؛

13-طلب العديد من الشركات تقديم مساعدات حكومية لها مثل: جنرال موتور، وفورد، وبي إم دبليو وتويوتا. . . . (الخ).  
وعليه تتلخص مظاهر الأزمة المالية في ثلاث أزمت رئيسية هي:

- 1-أزمة سيولة: انتقلت الأزمة بشكل سريع إلى بقية البلدان المتطورة وإلى الأسواق المالية؛
  - 2-أزمة تسديد: كان التسديد قناعا لقروض هالكة أصلا مغطاة برهونات منتفخة (فقاعة)؛
  - 3-أزمة ثقة بأسواق رأس المال: اضطراب وخلل في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية
- لـ 8 مؤسسات عالمية بحوالي 574مليار دولار خلال العام من أعلى مستوياتها إلى أدناها Morgan Stanley تراجعت المؤشرات خلال السنتين الماضيتين: مؤشر Morgan Stanley خلال السنتين 2007-2008.

### المطلب الثالث: قنوات انتشار الأزمة المالية العالمية وتحولها إلى أزمة عالمية

سوف نتطرق في الفرع الأول إلى قنوات انتشار الأزمة المالية العالمية أما في الفرع الثاني إلى أهم العوامل التي أدت تحول أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية.

#### الفرع الأول: قنوات انتشار الأزمة المالية العالمية

فما يخص قنوات انتشار الأزمة المالية وتحولها إلى أزمة عالمية فهناك من يحصرها في ثلاث قنوات ويمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

#### أولاً: قناة الأسواق المالية

قد يؤدي أي خلل مالي في إحدى الأسواق المالية الدولية إلى اختلالات موازية في الأسواق المالية العالمية الأخرى ما تلبت أن تتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، نظرا لتعاظم دور سوق الأوراق المالية في الدول، وتوجه الكثير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استنادا إلى عمليات المضاربة التي تتم في هذه السوق. وبما أن السوق الأمريكي يلعب دور القائد للأسواق العالمية (بشكل حوالي ثلث حجم السوق المالي العالمي)، ونظرا لارتباط السوق الأمريكي ارتباطا عضويا وخاصة

<sup>1</sup>-نادية العقون: العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر باتنة-، 2012-2013، ص ص186، 188.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

بالاقتصاد الأوروبي والأسوي، فإن أي تراجع في نشاط الاقتصاد الأمريكي يجعل الشركات في هذه الدول تعاني من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها. وعندما تظهر مؤشرات هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في التقهقر، وينعكس ذلك في انخفاض أسعار الأسهم على المستوى العالمي أخدين في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة، وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية.

وعلى هذا الأساس كانت إحدى الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي تم ملاحظتها تتمثل في انخفاض وتراجع أهم مؤشرات البورصات العالمية، حيث تراجع مؤشر Dow Jones بنسبة 12%، مؤشر Nikkei بنسبة 26% ومؤشر CAC40 بنسبة 22% ومؤشر Dax بنسبة 19%. وتراجعت أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وأندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان، في حين كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية، باعتبار أن الصين لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي. كما عرفت كل الأسواق المالية الأوروبية هبوطا حيث تراجعت أسواق السويد، هولندا، النرويج، بلجيكا، النمسا، الدنمارك، فنلندا، بريطانيا وألمانيا، بينما فقد مؤشر "ناسداك" نحو من قيمته. وهذا التراجع لم يقتصر على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المدرجة، وذلك يعكس أن الصعوبات التي تواجهها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي.

### ثانيا: قناة سعر الصرف

يعتبر سوق النقد جزء من أسواق المال وفيه تتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل وفي مقدمتها العملات، وهذه السوق أكثر عرضة للتأثير من غيرها بالأزمة الاقتصادية العالمية. فقد ساهم الدولار الأمريكي، باعتباره من أهم العملات المتداولة في هذه السوق، في تدويل الأزمة وإعطائها بعدا عالميا فيما يعرف "بالاحتباس الدولار" باعتبار أنه ومنذ نهايات الحرب العالمية الثانية والاقتصاد العالمي محتبس ضمن العملة الأمريكية الدولار: عملة "التجارة العالمية" دون منازع و"وحدة الاحتياطات الدولية" دون شريك و"آلية التسوية الدولية" دون أدنى تحفظات.

لقد كان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية أثر على أسواق النقد الأجنبي، إذ انخفض سعر الصرف الفعلي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في منتصف 2007 بما يقارب 15% منذ بداية ديسمبر 2008 مقابل اليورو، في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية نتيجة لانخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها. كما سجلت قيمة الدولار في احتياطات

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

العملات العالمية تراجعاً، حيث كانت في منتصف عام 2008 تشكل 4.62% فقط من العملات التي تحتفظ بها البنوك المركزية، مقارنة بنحو 2.71% في نهاية 2000 وخلال الفترة ذاتها ارتفع نصيب اليورو من 17% إلى 28% على المستوى العالمي، أما الين الياباني الذي يقف شاهداً على اليابان خلال الفترة (1970-1990) فقد تدهور هو الآخر من 1.6% إلى 3.4%. فمُنذ اللحظة الأولى لتطبيق خطة الانقاذ الأمريكية تهاوى الدولار في جولة من جولات التهاوي المتكررة والمستمرة. وفي ظل هذه المعطيات فإن السياسة النقدية التي تقوم على الارتباط بالدولار في دول العالم تحتاج إلى وقفة للوقاية من عدوى الأزمة الأمريكية واستفحالها وذلك للاعتبارات التالية:

- إن استمرار تراجع الدولار يلقي بظلاله على اقتصاديات الدول المرتبطة عملاتها بالدولار، وذلك نتيجة الارتباط المرتفع عبر قناة الصفقات التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية، فانخفاض سعر صرف الدولار له تأثير مزدوج على اقتصاديات هذه الدول، نتيجة للارتباط الدولار من جهة، وبسبب تسعير الصادرات والواردات السلعية من جهة أخرى، وبذلك تكون الخسائر مزدوجة.

- من جهة التحليل الاقتصادي الكلي فإن ارتباط عملات الدول التابعة بالدولار الأمريكي يؤدي قسراً إلى تبني السلطات النقدية في هذه الدول نفس مسار الدولار الأمريكي، ففي حالة انتهاء الولايات المتحدة الأمريكية سياسة نقدية توسعية عن طريق آلية خفض سعر الفائدة على الدولار، فإنه يستوجب خفض معدل الفائدة تلقائياً على عملات الدول التابعة رغم اختلاف طبيعة البنيان الاقتصادي لهذه الدول عن الاقتصاد الأمريكي، وقد تدخل السياسة الاقتصادية لهذه الدول حالة من "اللاتوافق" على اعتبار أن اقتصاد هذه الدول قد لا يعاني من أزمة ولا يشكو من تباطؤ في النمو ولا تخيم عليه حالة الركود.

- هذا المنحنى في السياسة النقدية، وإن كان يناسب الاقتصاد الأمريكي المتعثر، فإنه لا يناسب اقتصاديات الدول التابعة، ويقلل من أليات ضبط التضخم، كنتيجة لارتفاع المعروض النقدي، كما أنه يؤدي إلى انخفاض قيمة احتياطات الدول في مقابل العملات الأخرى، وهو ما يعني خسارة المليارات من العملات المحلية بسبب تراجع الدولار، ولعل هذا ما يدفع بالعديد من الدول إلى الخروج من مظلة الدولار. ولكن رغم كل ما حدث، بقي الدولار الأمريكي كعملة عالمية إلى حد ما، ويتبين ذلك عند مقارنته بباقي العملات إذ تقدر حصة الدولار 36% من إصدار السندات و52% من فواتر التجارة العالمية و65% من وعموماً، فإنه وفي كل مرة يتراجع فيها الدولار مقابل العملات الأخرى الرئيسية فهو يعني خسارة نقدية للاستثمارات احتياطات الصرف في البنوك المركزية، كما يبلغ حجم السوق المالي الأمريكي حوالي 58 تريليون دولار.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

وعموما، فإنه وفي كل مرة يتراجع فيها الدولار مقابل العملات الأخرى الرئيسية فهو يعني خسارة نقدية للاستثمارات المالية بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها. وتمتد هذه الخسارة أيضا وبنفس النسبة تقريبا إلى الدول التي تثبت قيم عملاتها المحلية مع الدولار الأمريكي. ويقود إلى سحب الاستثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات أقل عرضة لمخاطر الانهيار.

### ثالثا: قناة المعاملات التجارية

إضافة إلى تدفقات الأموال والأصول بين الدول فإن التحرير التجاري المصاحب لتعزيز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات التجارية، وتعتبر السوق الأمريكية من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية، فهي الأولى على صعيد صادرات الخدمات التجارية، حيث تصل مساهمتها إلى حوالي 14% من تجارة الخدمات التجارية العالمية، كما تعتبر الولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم. وهذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دوليا، فإلى جانب تأثير الدولار على أسعار السلع الأساسية يمكن أن يساهم أيضا في انتشار الأزمة من خلال قناة التجارة، نظرا لحجم الدولار في فورة التجارة العالمية، وهو ما يعني أن دخول الولايات المتحدة في ركود سيقود تراجعاً بدرجات متفاوتة في اقتصاديات كافة الدول الأخرى.

### الفرع الثاني: تحول أزمة الرهون العقارية إلى أزمة مالية عالمية

يمكن تحليل الأزمة المالية العالمية بالاعتماد على ثلاثة عوامل يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العالم الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، وتنصب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية، ويمكن تحليل هذه العوامل وفق ما يلي<sup>1</sup>:

- العامل الأول والأساسي هو ظهور بؤر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 5.15% من الواردات العالمية.

<sup>1</sup>- محمد الهاشمي حجاج: أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسويق، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2011-2012، ص105.

- أما العامل الثاني فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في أن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما إلى الخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى لا تصيبها الخسارة.

- وفيما يتعلق بالعامل الثالث فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، وهبطت قيم الأسهم بين مطلع 1987 ومطلع 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية سبع مرات بنسب عالية. وفي كل مرة يتراجع سعر الدولار مقابل العملات الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة، وهذا التراجع يعني خسارة في الاستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها وتحدث هذه الخسارة أيضا وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار كما هو حال غالبية أقطار مجلس التعاون الخليجي وعلى هذا الأساس فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب استثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وجنوب شرق آسيا.

## المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية والجهود المبذولة لمواجهة هذه الأزمة

في هذا المبحث سوف نتطرق إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة على النحو التالي:

### المطلب الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن تداعيات هذه الأزمة لم تتوقف في مكان نشوئها في الولايات المتحدة الأمريكية بل امتدت إلى كل أقطار العالم وبدأ الجميع في البحث عن مخرج من هذه الأزمة بسبب الخسائر الفادحة الحالية التي ظهرت تداعياتها في أشكال متعددة ما يلي<sup>1</sup>:

1- فقدان نسبة كبيرة من رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسات المالية والاقتصادية والبورصات والسندات الحكومية. علما بأنه لا توجد إحصائيات دقيقة تحدد قيمة هذه الخسائر وذلك لعدم وجود الشفافية والمصادقية في المعلومات الصادرة عن الحكومات في هذا الشأن لأنها لا تريد ان تطمئن الناس حتى لا تزداد الأزمة عمقا ويحدث الانهيار الأكبر ولكن توجد تقديرات من بعض المراكز المحايدة بأن نسبة الخسارة لا تقل عن 30% من حجم الاستثمارات؛

2- فقدان الناس معظم ثقتهم في استثمار أموالهم في البنوك والمؤسسات المالية فقد اتجهوا عادة إلى الاكتناز خوفا على أموالهم من الضياع في المؤسسات المصرفية. وهذا ما أدى إلى كساد اقتصادي قاد إلى انهيار وتصفية الشركات التي كانت تعتمد على الاقتراض من البنوك للقيام بمشاريعها والسبب في ذلك إحجام الناس عن إيداع أموالهم في البنوك بسبب انعدام الثقة. وهذا ما أدى إلى نقص السيولة في البنوك وعدم تمكنها من الاقتراض؛

3- زيادة العبء الضريبي على المواطنين لدعم ميزانية الدولة التي وضعت الخطط لإعانة البنوك والمؤسسات والشركات المتعثرة بسبب الأزمة، وهذا يعني حرمان دافعي الضرائب من جزء من أموالهم التي كانت تدخر وتساعد في عملية التنمية، ويترتب على ذلك خسارة تظهر أثارها في الأمد القصير وذلك بانخفاض مؤكد في معدلات التنمية؛

<sup>1</sup>- علي عبد الفتاح أبو شرار: الأزمة المالية الاقتصادية الراهنة أحداثها، أسبابها، تداعياتها، إجراءاتها، دار البازوري، عمان، 2011-2012، ص 127-128.



- 4- حرمان الدول الفقيرة من المعونات التي كانت تحصل عليها من الدول الغنية وذلك لأن الدول الغنية تفضل معالجة مشاكل مواطنيها الناتجة عن الأزمة عن إعانة الغير وهذا أيضا يؤثر على ميزانيات المنظمات الدولية الاجتماعية والتي تعتني بشؤون اللاجئين والمهاجرين والفقراء والمرضى والجوعى في دول آسيا وإفريقيا وعليه فإن الطبقات المسحوقة سوف تزداد فقرا وجوعا ومرضا؛
- 5- انخفاض أسعار الفائدة إلى الصفرية على الدولار، وإلى 1% على الجنيه الإسترليني في بريطانيا واقتربه من الصفر لأول مرة منذ 315 سنة؛
- 6- كساد تجاري وخوف وهلع بفعل التغيرات في حالة السوق وتراجع التجارة الخارجية بنسبة 201% خلال عام 2009 للمرة الأولى منذ عام 1981م؛
- 7- إنتقال الأزمة من دولة إلى دولة ومن قطاع إلى آخر بصورة تلقائية وانتهاء البنوك الاستثمارية لصالح البنوك التجارية؛
- 8- تراجع الإنفاق الخاص وهذا يؤدي إلى خفض الطلب على الانتاج وهو ما يندر بكساد شديد ما لم تقم الحكومات بتعويض ذلك بإنفاق حكومي؛
- 9- إرتباك سياسات وأساليب الائتمان في البنوك خشية إفلاس المقترضين؛
- 10- تراجع دور الدولار: وذلك لعدة أسباب من ضمنها العجز المستمر في الميزان التجاري الأمريكي قبل ظهور الأزمة الراهنة وبعدها وذلك لعدة أسباب من ضمنها العجز المستمر في الميزان التجاري الأمريكي والمقترن بتدهور سعر صرف الدولار على المدى الطويل.

### المطلب الثاني: الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية

اتخذت العديد من الدول والمجموعات الاقتصادية في العالم إجراءات وأعلنت خططاً لإنقاذ الأسواق المالية ومواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، وفيما يلي تلخيص لمضامين أهم هذه الخطط والإجراءات:

#### الفرع الأول: الخطة الأمريكية

ونستعرضها كما يلي<sup>1</sup>:

وهي الخطة التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية "هنري بولسون" وذلك لإنقاذ النظام المالي الأمريكي، بعد أزمة الرهن العقاري، والتي ظهرت على السطح سنة 2007، واستمرت تداعيات أزمة الرهن العقاري حتى العام 2008، ولقد أثرت على قطاع البنوك والأسواق المالية الأمريكية مهددة بانهيار الاقتصاد الأمريكي، وتداعي الاقتصاد العالمي.

وتهدف الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية، والتي تعود إلى دافعي الضرائب، كما تهدف إلى حماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي، وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

كما وضعت الخطة التي جاءت لمواجهة أخطر أزمة عقارية شهدتها الولايات المتحدة منذ تعرضها لأزمة الركود الكبير عام 1929، لمساعدة المقترضين الذين يواجهون صعوبات في تسديد أقساطهم، عن طريق رفع سقف القروض العقارية التي بإمكانهم تقاضيها مقابل ضمانات عامة.

وتضمنت خطة الإنقاذ أيضاً جانباً خاصاً بشركتي "فاني ماي" و"فريدي ماك"، كبرى شركات التمويل لقاء الرهن والمعرضتين للإفلاس بعدما أشرفتا على الانهيار، وتملك وتدعم الشركتان المتضررتان رهونا عقارية قيمتها 5 تريليونات دولار، وهي تعادل نحو 50% من الرهونات العقارية في الولايات المتحدة، وبموجب الخطة تضمن إدارة الاسكان الفدرالية زيادة سقف الرهون التي تشتريها الشركتان إلى 625 ألف دولار، وتتضمن بنود الخطة:

1- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة سبعمائة دولار، وتكون مرتبطة بالرهن العقاري؛

2- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة الأمريكية إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من

<sup>1</sup> - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص ص 129-130.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

- رئيس الولايات المتحدة الأمريكية، ويملك أعضاء الكونغرس الأمريكي حق النقض (الفيتو) على عمليات الشراء، التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بسبعمئة مليار دولار؛
- 3- تساهم الدولة الأمريكية في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق؛
- 4- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والبنوك المركزية لدول أخرى، لوضع خطط مماثلة؛
- 5- رفع سقف الضمانات للمودعين من مائة ألف دولار، إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد؛
- 6- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو مائة مليار للطبقة الوسطى والشركات؛
- 7- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم؛
- 8- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وتحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية بخمسائة ألف دولار؛
- 9- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد؛
- 10- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة؛
- 11- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضور الاجتماعات الدورية في الخزانة، وذلك لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات؛
- 12- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة؛
- 13- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة؛
- 14- اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

### الفرع الثاني: خطة منطقة اليورو

ونستعرضها كما يلي<sup>1</sup>:

تبنى قادة مجموعة اليورو خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأمين جزئي للمؤسسات المالية المتضررة وتستند أساسا إلى ضخ أموال عامة في البنوك المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين البنوك، مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها.

وأعلن الرئيس الفرنسي نيكولا ساركوزي- الذي تتولى بلاده حاليا رئاسة الاتحاد الأوروبي- أن حكومات الدول الـ 15 التي تعتمد اليورو عملة رسمية لها مستعدة لتملك حصص في البنوك، كما تعهد القادة الأوروبيون بالمساعدة والاكتتاب بشكل مباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك.

أ-فرنسا: اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ البنوك بمبلغ 360 مليار يورو(491 مليار دولار)، وتسعى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة الراهنة في الأسواق وضمان إعادة تمويل البنوك في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين البنوك، وتوفير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال تلك المتعثرة منها، واعتبر العديد من المراقبين أن الخطة لن تمنع الانقراض الفرنسي من الانزلاق نحو الركود، وأن الأمر يتطلب اتخاذ قرارات أكثر تكلفة من أجل تحفيز الاقتصاد وتوجيهه نحو النمو.

وقد حصر الرئيس نيكولا ساركوزي على تأكيد أن ما ستقدمه الدولة من مساعدات لن يكون هدية للبنوك، وقال إن المبلغ المرصود في الخطة هو المبلغ الأقصى، وإنه ربما لا يضخ كاملا في حالة عودة الأسواق إلى العمل بشكل اعتيادي مجددا.

ب- ألمانيا: وافقت الحكومة الألمانية على خطة لإنقاذ البنوك التي تتضمن تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق، وخصصت له أربعمئة مليار يورو(أكثر من 540 مليار دولار)، وقال وزير المالية الألماني بير شتاينبروك إن الخطة تهدف إلى تحقيق ميزانية متوازنة، ودعا إلى تقييد رواتب مسؤولي البنوك التي تستفيد من حزمة الإنقاذ الحكومية وتحديد العلاوات ومستحقات إنهاء الخدمة.

<sup>1</sup> - محمد أحمد زيدان: فصول الأزمة المالية العالمية أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية ورقة بحث مقدمة إلى مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009، صص 18-19.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

ومن جهة أخرى توصلت مجموعة من البنوك وشركات التأمين في ألمانيا إلى اتفاق بشأن تفاصيل الخطة لإنقاذ ثاني أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي هيبو ريل ستيت (إتش آر إس). ورصد لهذه الخطة حوالي 35 مليار يورو (50 مليار دولار) غير أنها انهارت لأن الضمانات الخاصة بالقروض التي حصلت عليها الشركة من العديد من المؤسسات المالية قد انتهت صلاحيتها.

الحكومة قالت إنها لن تؤم الشركة، لكنها ستقدم لها ضمانات بقيمة 26.6 مليار يورو (38 مليار دولار) بينما ستحميها البنوك التجارية الألمانية بإقراضها 8.5 مليارات يورو (12.14 مليار دولار).

**ج-بريطانيا:** أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها ما يصل 250 مليار جنيه (نحو 450 مليار دولار) من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد، وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل، وتشترط الخطة البريطانية على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين وتخفيض التوزيعات النقدية في هذه البنوك.

### الفرع الثالث: خطة قمة مجموعة دول العشرين

فتوصلت قمة الدول العشرين إلى خطة عمل لتنظيم أسواق المال العالمية بشكل أفضل، واتخاذ خطوات لوقف التراجع الاقتصاد العالمي وإنقاذ الاقتصاد العالمي من الركود. وأكدت القمة على ضرورة إصلاح نظام السوق المالي عقدت في العاصمة الأمريكية واشنطن القمة الاقتصادية العالمية لمجموعة دول العشرين في 15/11/2008 لوضع خارطة طريق لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وعقدت القمة في ظل تطلعات العالم بأن تلعب الصين وروسيا والقوى الناشئة الأخرى دورا كبيرا لمواجهة الأزمة العالمية، وأن تكون بمثابة المحرك لانعاش الاقتصاد العالمي من دواعي الأزمة المالية.

العالمي وضرورة الالتزام بالمعايير الدولية ومنها "المحاسبة العالمية التنظيمية" وقد تركزت خطة العمل التي اتفق عليها القادة في ست نقاط رئيسية:

1- تعزيز شرعية وفاعلية المؤسسات المالية القائمة كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي والاتفاق على إجراءات جوهرية لإصلاح النظام المالي لتفادي الأزمات المالية المستقبلية بسبب القروض المصرفية القائمة على المخاطرة؛

2- الوصول لاتفاق بنهاية عام 2008 تمهيدا لاتفاق عالمي للتجارة الحرة ومراجعة بنود اتفاقية الدوحة عام 2001 من أجل التوصل لاتفاق لتحرير التجارة العالمية والانتهااء من حل الملفات العالقة؛

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

- 3- تحقيق الشفافية في أسواق المال الدولية، وضمان الإفصاح الكامل عن أوضاعها المالية من خلال شركات تقوم بمراجعة أدائها في السوق؛
- 4- الإشراف الكامل ومراقبة البنوك والمؤسسات المالية وضمان عدم دخولها في عمليات شديدة المخاطرة مثل قروض الرهن العقاري واستحداث أدوات مالية جديدة مثل صناديق التحوط التي كانت سببا رئيسيا من أسباب الأزمة المالية؛
- 5- قيام وزراء المالية في دول المجموعة بوضع قائمة بالمؤسسات المالية التي يمكن أن يؤدي انهيارها إلى تعرض الاقتصاد العالمي إلى مخاطرة كبيرة وضرورة مساعدة هذه المؤسسات؛
- 6- تحسين نظام الرقابة المالية لكل دولة، كما أن لكل دولة الحق في التحكم في أدوات سياساتها المالية والنقدية مثل أسعار الفائدة حسب أحوالها الاقتصادية.

في قمة أبريل 2009، تبنت قمة العشرين عدة تدابير هي الأضخم في التاريخ لإنعاش الاقتصاد العالمي والحيلولة دون تكرار الأزمة المالية العالمية، ووضع حد لما يوصف بانفلات الرأسمالية العالمية. وتم الاتفاق على زيادة موارد صندوق النقد الدولي إلى ثلاثة أمثاله لتصل إلى 750 مليار دولار. وتوقعت المجموعة إنفاق خمسة تريليونات دولار بحلول العام المقبل، كما جرى الاتفاق على تخصيص 250 مليار دولار إضافية لتمويل التجارة العالمية. وقررت القمة فرض قواعد جديدة على أجور ومكافآت رؤساء الشركات الكبرى. كما اتفقت قمة لندن على ضخ تريليون دولار من أجل تحفيز الاقتصاد العالمي<sup>1</sup>.

### الفرع الرابع: خطة الدول الصناعية الكبرى

أعلنت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى في اجتماعها في العاصمة الأمريكية واشنطن عن "خطة تحرك" من خمسة نقاط لمواجهة الأزمة المالية العالمية، كما تعهد أعضاؤها بمنع إفلاس البنوك الكبرى.

وبعد اجتماع شارك فيه وزراء المالية ورؤساء البنوك المركزية في الدول السبع، وهي الولايات المتحدة وبريطانيا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وكندا، اتفقت المجموعة على أن الوضع الراهن "يتطلب عملا عاجلا واستثنائيا". وتعهدت بمواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، كما تم الاتفاق على اتخاذ إجراءات حاسمة واستعمال جميع الوسائل الممكنة لدعم المؤسسات المالية الكبرى والحيلولة دون إفلاسها.

<sup>1</sup> -بن منصور نجيم: الأزمات المالية العالمية والمهام الجديدة لصندوق النقد الدولي-دراسة تحليلية تقييمية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد -تلمسان-، 2009-2010، ص ص176-177.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

كما تعهدت مجموعة السبع باتخاذ "جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة والرساميل"، فضلا عن المطالبة بتحركات ملموسة لاستعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق ضمانات قوية ومتماسكة من قبل السلطات العامة<sup>1</sup>.

### الفرع الخامس: خطة دول الخليج العربي

اضطرت البنوك المركزية في دول الخليج العربي إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد مما أحدث ارتباكا في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطات النقدية بالبنوك العربية. وعموما يبقى تأثير الأزمة المالية محدودا خاصة بعد اجتماع وزارة المالية ومحافظو البنوك المركزية لاتخاذ إجراءات وسياسات تحول دون انتقال تبعات الأزمة المالية للقطاع المصرفي العربي، ومن أبرزها ضخ أموال في النظام المصرفي لمواجهة نقص السيولة، وتحديد نسبة التمويل الموجه للرهن العقاري، ومراقبة المؤسسات المالية العربية المرتبطة بالمؤسسات الدولية. وعقب ذلك قامت العديد من الدول باتخاذ مجموعة من الإجراءات كما هي موضحة في الجدول رقم(01).

الجدول رقم (01): الإجراءات المالية المتخذة من دول مجلس التعاون الخليجي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية.

| الدولة   | الإجراءات المتخذة                                                                                                              |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| الكويت   | -خفض نسبة الفائدة 1. 5%.<br>-خفض الأجل 1. 5%.<br>-ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق.<br>-عرض أموال لليلة واحدة، ولأسبوع، ولشهر. |
| الإمارات | -قروض قصيرة الأجل بقيمة 13. 6 مليار دولار أمريكي.<br>-إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم.                    |
| قطر      | -شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة.<br>-شراء أسهم محلية لدعم الأسعار.                                                |
| السعودية | -طرح خيار للبنوك بإقراض 75% من الأوراق الحكومية.<br>-خفض نسبة الفائدة 5% وخفض معدل الاحتياطي الإجباري.                         |

<sup>1</sup>-طالبي صلاح الدين: تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية(الأزمة الحالية وتداعياتها -حالة الجزائر-)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان،-2009- 2010، ص200.

|         |                                               |
|---------|-----------------------------------------------|
| البحرين | -عدم اتخاذ أي إجراءات لسلامة الأوضاع البنكية. |
|---------|-----------------------------------------------|

المصدر: نادية العقون، مرجع سابق، ص205.

ولعل أهم ما ترتب على تداعيات الأزمة المالية على دول مجلس الخليج العربي الست هو تضرر عملاتها، وهو ما جعلها تدرك أن ربط عملاتها بالدولار لم يعد مناسباً في ظل الانخفاض الحاد في أسعار البترول وأسعار الأسهم، وهو ما دعا إلى عقد اجتماع يومي 29-30 ديسمبر 2008 للاتفاق على وحدة نقدية موحدة ووضع مقر إطار عمل البنك المركزي الخليجي<sup>1</sup>

<sup>1</sup>نادية العقون، مرجع سابق، ص205.



## المبحث الثالث: دور إجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

نظرا للتداعيات التي خلفتها الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي امتدت إلى كل أقطار العالم عملت هذه الأخيرة إلى البحث عن حلول للخروج منها والتصدي لها فقد سارعت معظم دول العالم إلى ضخ السيولة اللازمة للتقليل من حدتها كما انتهجت سياسة نقدية متمثلة في تخفيض أسعار الفائدة سعيا منها لإنعاش الاقتصاد لذلك سوف نتطرق إلى دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية في الدول المتقدمة ثم في الدول العربية.

### المطلب الأول: إجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية في الدول

#### المتقدمة

من خلال الجدول أدناه الذي يوضح أسعار الفائدة في الدول المتقدمة (2006-2011) فقد شهد متوسط أسعار الفائدة الرسمية قصيرة الأجل في سنة 2007 من 5.3 % إلى 3 % في سنة 2008، وذلك لتشجيع الاتفاق الاستهلاكي الخاص؛ ومن تم دعم النمو الاقتصادي؛ وانخفضت أسعار الفائدة في المملكة المتحدة 6.0 % في سنة 2007 إلى 5.5 % سنة 2008 وخفضت كندا سعر الفائدة قصيرة الأجل إلى 3.3 % في سنة 2008 مقارنة مع 4.6 % سنة 2007 ؛ بينما بقي سعر الفائدة في اليابان عند مستوى 0.7 %؛ ويعني ذلك أن السلطات النقدية اليابانية كانت حريصة على موازنة مخاطر الانكماش كإمكانية تعزيز التضخم ؛ في حين ارتفع سعر الفائدة قصير الأجل من 4.3 % إلى 4.6 % سنة 2008؛ وبالنسبة لتحركات أسعار السوق للفوائد طويلة الأجل؛ فقد شهدت في غالبيتها انخفاضا في سنة 2008 مقارنة مع سنة 2007.

و الغرض من هذا الإجراء هو محاربة ظاهرة الانكماش عن طريق زيادة المعروض النقدي من السيولة النقدية وذلك للحد من آثار الأزمة المالية العالمية الحاصلة سنة 2008.

❖ ففي الولايات المتحدة انخفض سعر الفائدة طويل الأجل إلى 3.7 % بعد ما كان 4.6 % سنة 2007 أما في المملكة المتحدة فقد انخفض من 5 % إلى 4.6 % سنة 2007.

أما في منطقة اليورو فقد كان سعر الفائدة طويل الأجل 4.3 % سنة 2007؛ لينخفض إلى 4.2 % سنة 2008.

أما في كندا فقد انخفض من 4.3% إلى 3.6% سنة 2008. وكذلك الوضع بالنسبة لليابان فقد بلغ سعر الفائدة سنة 2008 1.5% مقارنة مع 1.7% سنة 2007.

❖ أما في سنة 2009 فقد لوحظ استمرار تيسير السياسة النقدية لتنشيط الاقتصاد في مختلف دول العالم من خلال زيادة حجم السيولة والاستثمار في اقتصاداتها، وسجلت أسعار الفائدة خلال نفس العام انخفاضاً في مختلف دول العالم؛ ففي الولايات المتحدة تم تخفيض أسعار الفائدة الرسمية قصيرة الأجل من 3% إلى 1.1%.

❖ في عام 2009 ليصل إلى 0.5% مقارنة بسنة 2010. وذلك لتشجيع الاتفاق الاستهلاكي الخاص؛ ومن تم تشجيع النمو الاقتصادي كما انخفضت أسعار الفائدة قصيرة الأجل في منطقة اليورو من 4.6% سنة 2008 إلى 1.2% في سنة 2009 إلى 0.8% سنة 2010 وفي المملكة المتحدة من 5.5% إلى 1.2% إلى 0.7% خلال نفس الفترة.

وخفضت كندا سعر الفائدة قصيرة الأجل إلى 0.7% خلال سنة 2009 مقارنة مع سنة 3.3% في سنة 2008 تم ليعود أو ليرتفع مرة أخرى إلى 0.8% خلال سنة 2010 مقارنة مع سنة 2009؛ بينما خفض اليابان سعر الفائدة قصيرة الأجل إلى 0.7% سنة 2009.

وكذلك انخفضت أسعار الفائدة طويلة الأجل؛ واد كانت بنسب أقل؛ ففي الولايات المتحدة من 3.7% في سنة 2009 إلى 3.3% سنة 2010.

و في منطقة اليورو من 4.2% إلى 3.2% سنة 2009 إلى 3.1% سنة 2010.

أما فيما يخص كندا فقد انخفض سعر الفائدة طويل الأجل من 3.6% في سنة 2008 إلى 3.2% سنة 2009 ويبقى ثابتاً إلى غاية سنة 2010.

وفي المملكة المتحدة انخفض من 4.6% سنة 2008 إلى 3.6% سنة 2009 ليبقى على نفس الوضع إلى غاية 2010.

كما شهدت سنة 2011 استمرار السياسة النقدية لتنشيط الاقتصاد لكن ذلك يقتصر على دول دون أخرى وذلك من خلال زيادة حجم السيولة والاستثمار في اقتصاداتها. حيث سجلت أسعار الفائدة انخفاضاً. ففي الولايات المتحدة بقي سعر الفائدة ثابتاً مقارنة بسنة 2010 أي بنسبة 0.5%؛ أما اليابان فقد عملت على تخفيض سعر الفائدة من 0.4% سنة 2010 إلى 0.3% سنة 2011. وذلك لتشجيع الاتفاق الاستهلاكي الخاص؛ ومن تم تشجيع النمو الاقتصادي . أما منطقة اليورو فقد عملت على الرفع من سعر الفائدة قصيرة الأجل من 0.8% سنة 2010 إلى 1.4% سنة 2011

وكذلك الشأن بالنسبة للمملكة المتحدة فقد ارتفع سعر الفائدة قصيرة الأجل إلى 0.8% سنة 2011 بعدما كان 0.7% سنة 2010.

أما بالنسبة لكندا فقد عملت على رفع سعر الفائدة قصيرة الأجل إلى 1.2% سنة 2011 بعدما كان 0.8% خلال سنة 2010 .

و كذلك انخفضت أسعار الفائدة طويلة الأجل وإن كانت بنسب أقل؛ ففي الولايات المتحدة انخفض من 2.3% سنة 2010 إلى 3% سنة 2011؛ وفي اليابان لم يتغير سعر الفائدة طويلة الأجل بل بقي ثابت في كلتا السنتين حيث بلغ 1.2% وكذلك الحال بالنسبة للمملكة المتحدة فقد بلغ 3.4% سنة 2011 بعدما كانت 3.6% سنة 2010. وفي كندا خفض سعر الفائدة طويلة الأجل من 3.2% سنة 2010 إلى 3% سنة 2011.

أما منطقة اليورو فقد ارتفع سعر الفائدة طويلة الأجل من 3.1% إلى 3.4% في 2011 وهذا يعود إلى أسباب أو أهداف تسعى الدولة إلى تحقيقها بعد تجاوز الأزمة المالية العالمية الحاصلة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009 ، ص ص 6-7.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

الجدول رقم(02): أسعار الفائدة في الدول المتقدمة  
(2011-2006)

(نسبة مئوية)

| 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |                                     |
|------|------|------|------|------|------|-------------------------------------|
|      |      |      |      |      |      | سعر الفائدة قصير الأجل              |
| 0.5  | 0.5  | 1.1  | 3.0  | 5.3  | 5.3  | الولايات المتحدة                    |
| 0.3  | 0.4  | 0.7  | 0.9  | 0.7  | 0.7  | اليابان                             |
| 1.4  | 0.8  | 1.2  | 4.6  | 4.3  | 3.1  | منطقة اليورو                        |
| 0.8  | 0.7  | 1.2  | 5.5  | 6.0  | 4.8  | المملكة المتحدة                     |
| 1.2  | 0.8  | 0.7  | 3.3  | 4.6  | 4.2  | كندا*                               |
|      |      |      |      |      |      | سعر الفائدة طويل الأجل <sup>1</sup> |
| 3.0  | 3.2  | 3.3  | 3.7  | 4.6  | 4.8  | الولايات المتحدة                    |
| 1.2  | 1.2  | 1.3  | 1.5  | 1.7  | 1.7  | اليابان                             |
| 3.4  | 3.1  | 3.2  | 4.2  | 4.3  | 3.8  | منطقة اليورو                        |
| 3.4  | 3.6  | 3.6  | 4.6  | 5.0  | 4.5  | المملكة المتحدة                     |
| 3.0  | 3.2  | 3.2  | 3.6  | 4.3  | 4.2  | كندا                                |

\* معدلات الفائدة للأشهر التسعة الأولى لعام 2011.

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2012، ص314.

- كما اتخذت البنوك المركزية الرئيسية تحركات قوية لمعالجة خسائر السيولة عن طريق تسهيل الوصول -على نطاق واسع -إلى التمويل القصير الأجل باستخدام التسهيلات القائمة، ولكن ذلك لم يحقق إلا نجاحاً أولياً جزئياً. ونظراً لأن علاوات السيولة ظلت عند مستويات عالية قام البنك المركزي الأوروبي في ديسمبر 2007 بتوسيع جديد في نطاق عملياته، وقام مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا (المركزي) بتوسيع كبير في نطاق الضمانات الإضافية المقبولة ونطاق المقترضين المسموح لهم بالوصول إلى أموال البنك المركزي.

<sup>1</sup>-العائد على السندات الحكومية طويل الأجل.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

وأعلنت البنوك المركزية الرئيسية مبادرة منسقة ترمي إلى ضمان السيولة الملائمة بما في ذلك توفير خطوط المبادلات (swaps) من قبل مجلس الاحتياطي الفدرالي للسماح للبنوك المركزية الأوروبية بتوسيع نطاق سيولة الدولار.

وقد اتخذ مجلس الاحتياطي الفدرالي إجراءات كفتح نافذة خصم فعلية أمام المضاربين ذوي الجدارة الائتمانية العالية، وقام عدد من البنوك المركزية أيضا بتخفيف مواقف السياسات النقدية تحت تأثير الزيادة المستمرة في مخاطر النتائج دون المتوقعة المحيطة بالآفاق المستقبلية للنمو في هذه الفترة.

وكان أكثر تلك المبادرات حدة، قيام مجلس الاحتياطي الفدرالي منذ أغسطس/آب 2007 بتخفيض سعر الفائدة على الأموال الفدرالية، بينما قام بنك كندا المركزي وبنك إنجلترا المركزي أيضا بتخفيض أسعار الفائدة المستخدمة كأداة للسياسة النقدية، وتناول البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان المركزي عن إحداث زيادات جديدة في أسعار الفائدة كإجراء أولي ثم تخفيض معدلات الفائدة بشكل تدريجي، كما يظهر في الجدول رقم (03) معدلات الفائدة المنخفضة منذ بداية الأزمة للولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان والصين وكندا، حيث يظهر في الجدول الانخفاض الكبير في معدلات الفائدة وخصوصا الولايات المتحدة حيث المعدل السنوي لسنة 2009 (0,56%) مقارنة بـ (5,27%) في 2007 و (2,97%) سنة 2008، وهذا راجع إلى السياسة النقدية التوسعية المتبعة من طرف الاحتياطي الفدرالي، أما في منطقة اليورو فإن البنك المركزي الأوروبي لم يرد تخفيض المعدل في البداية وهذا نظرا لهدف البنك في محاربة التضخم عند تأسيسه ونلاحظ أن المعدل بلغ أقل من 01% ابتداء من جويلية 2009 فقط، بينما في الولايات المتحدة منذ أبريل من نفس السنة، أما البنك المركزي البريطاني فقط هذا حذو البنك المركزي الأوروبي ولم يكن التخفيض بالسرعة نفسها وبلغ المعدل ابتداء من أوت 2009، وهذا قصد المحافظة على قوة الجنيه الإسترليني أما بالنسبة لليابان فقط حافظت تقريبا على معدلاتها المنخفضة أصلا.

بالنسبة للمعدلات السنوية 2009 فقد كان أقل معدل هو المسجل في الولايات المتحدة وتتقاسم معها اليابان ذلك بفرق 0,02%، وأعلى معدل سجلته منطقة اليورو بـ 1,23% والمملكة المتحدة بـ 1,2% للمعدلات السنوية، وفي العموم فقد كانت تخفيضات معدلات الفائدة منسقة وأعادت الانتعاش للأسواق المالية خلال العام 2009 تقريبا<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - طالبي صلاح، مرجع سابق، ص ص 201، 203.

الجدول رقم (03): معدلات الفائدة القصيرة الأجل لبلدان مختارة (2007، 2009)

| و. م. أ                           | المملكة المتحدة | منطقة اليورو | اليابان | الصين | كندا |      |
|-----------------------------------|-----------------|--------------|---------|-------|------|------|
| المعدل السنوي 2007                | 27.5            | 95.5         | 28.4    | 75.0  | 51.3 | 62.4 |
| المعدل السنوي 2008                | 97.2            | 49.5         | 63.4    | 85.0  | 03.4 | 31.3 |
| المعدل الفصلي - الربع الثالث 2008 | 06.3            | 81.5         | 98.4    | 86.0  | 23.4 | 26.3 |
| المعدل الفصلي - الربع الرابع 2008 | 82.2            | 60.4         | 21.4    | 84.0  | 23.3 |      |
| المعدل السنوي 2009                | 56.0            | 2.1          | 23.1    | 58.0  | ..   | 69.0 |
| المعدل الفصلي - الربع الأول 2009  | 08.1            | 06.2         | 01.2    | 59.0  | 55.1 | 28.1 |
| المعدل الفصلي - الربع الثاني 2009 | 62.0            | 33.1         | 31.1    | 58.0  | 15.1 | 70.0 |
| المعدل الفصلي - الربع الثالث 2009 | 30.0            | 82.0         | 87.0    | 54.0  | 72.1 | 40.0 |
| المعدل الفصلي - الربع الأول       | 22.0            | 59.0         | 72.0    | 5.0   | ..   | 38.0 |

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

| 2009                             |       |       |       |       |       |        |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| المعدلات<br>الشهرية لسنة<br>2009 |       |       |       |       |       |        |
| يناير                            | 02 .1 | 28 .2 | 46 .2 | 72 .0 | 3 .2  | 57 .1  |
| فيفري                            | 16 .1 | 08 .2 | 94 .1 | 71 .0 | 09 .1 | 22 .1  |
| مارس                             | 07 .1 | 83 .1 | 64 .1 | 65 .0 | 27 .1 | 06 .1  |
| أفريل                            | 89 .0 | 48 .1 | 42 .1 | 6 .0  | 12 .1 | 89 .0  |
| ماي                              | 57 .0 | 3 .1  | 28 .1 | 57 .0 | 14 .1 | 63 .0  |
| جوان                             | 39 .0 | 21 .1 | 23 .1 | 56 .0 | 2 .1  | 57 .0  |
| جويلية                           | 35 .0 | 03 .1 | 98 .0 | 55 .0 | 68 .1 | 396 .0 |
| أوت                              | 3 .0  | 8 .0  | 86 .0 | 54 .0 | 7 .1  | 42 .0  |
| سبتمبر                           | 25 .0 | 62 .0 | 77 .0 | 54 .0 | 78 .1 | 40 .0  |
| أكتوبر                           | 24 .0 | 56 .0 | 74 .0 | 53 .0 | 81 .1 | 39 .0  |
| نوفمبر                           | 21 .0 | 6 .0  | 72 .0 | 51 .0 | 08 .2 | 38 .0  |
| ديسمبر                           | 22 .0 | 61 .0 | 71 .0 | 46 .0 | ..    | 38 .0  |

المصدر: المرجع السابق، ص202.

### المطلب الثاني: إجراءات السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية في الدول العربية

شهدت السياسة النقدية في الدول العربية خلال عام 2008 تطورات هامة نتيجة الجهود المبذولة من جانب السلطات النقدية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أثرت على الاقتصاديات العربية بدرجات متفاوتة حسب درجة انفتاح تلك الاقتصاديات على الأسواق المالية العالمية وحسب درجة تطور القطاع المصرفي فيها، وتضمنت تلك الجهود في إطار السياسات النقدية اتخاذ إجراءات شملت تخفيضات متتالية في أسعار الفائدة بهدف تشجيع ودعم قدرة المؤسسات المالية على منح الائتمان والتي كانت السمة الرئيسية للأزمة المالية العالمية. وفيما يتعلق بتطورات أسعار الفائدة في الدول العربية فقد شهدت معدلات الفائدة الأساسية في معظم هذه الدول تخفيضات وصلت أسعار الفائدة على ضوئها إلى مستويات متدنية، وذلك نتيجة ارتباط قيمة عملات العديد من الدول العربية بالدولار كدول مجلس التعاون الخليجي باستثناء الكويت، وارتباط العديد من الاقتصاديات العربية بدرجة كبيرة باقتصاديات الدول المتقدمة والتي كانت مصدرا للأزمة المالية العالمية حيث وصلت أسعار الفائدة الرئيسية في الولايات المتحدة على سبيل المثال، إلى مستويات قريبة من الصفر.

#### الفرع الأول: إجراءات السياسة النقدية خلال عام 2008

كانت السمة الرئيسية للإجراءات التي اتخذتها الدول العربية في مجال السياسة النقدية خلال عام 2008 هو النهج التوسعي في السياسة النقدية نتيجة ارتباط عملات العديد من الدول العربية بالدولار الأمريكي؛ وهو ما حتم إحداث تخفيضات في أسعار الفائدة الأساسية تمشيا مع التخفيضات التي أجراها البنك الفيدرالي الأمريكي واقترب الفائدة على الأموال الفيدرالية من الصفر. وفيما يتعلق بالتضخم؛ فقد استمرت معدلات التضخم في الدول العربية عند مستويات مرتفعة خلال عام 2008 في ظل ارتفاع أسعار النفط والغذاء في الأسواق العالمية والتي كانت إحدى الأسباب الرئيسية في زيادة وتيرة التضخم في معظم الدول العربية؛ حيث تمثل السلع الغذائية ما بين 30 - 40 في المائة من سلة أسعار المستهلك في هذه الدول. هذا بالإضافة إلى لجوء العديد من الدول غير النفطية إلى تقليص الدعم المقدم للمنتجات البترولية وبعض السلع الغذائية في إطار الإصلاحات الهيكلية التي تنفذها في المالية العامة؛ بالإضافة إلى ارتفاع الطلب المحلي نتيجة ما تضمنته الإصلاحات الاقتصادية من زيادة في الإنفاق الحكومي؛ خاصة في بند الرواتب والأجور وزيادة معدلات الاستثمار.

ولقد واجه العديد من الدول العربية أزمة في السيولة المحلية؛ ارتفعت على إثرها أسعار الفائدة للإقراض ما بين البنوك؛ كما ازدادت تكاليف التمويل طويل الأجل. ويعود ذلك إلى حالة عدم التيقن



التي سادت الأسواق منذ اندلاع الأزمة؛ وارتفاع حالات التعثر؛ والتخوف من احتمال مخاطر إضافية مستقبلية عالية؛ وهي مخاوف عززها انهيار العديد من المؤسسات المالية والبورصات العالمية من جانبها؛ أقدم عدد من البنوك المركزية ومؤسسات النقد في الدول العربية على تطوير السياسات النقدية المتبعة بهدف دعم الاستقرار النقدي والمحافظة على استقرار الأسعار؛ وذلك من خلال الاتجاه نحو استخدام السياسات والأدوات غير المباشرة. وفي هذا السياق؛ قام عدد من الدول العربية بتنفيذ الإجراءات التي تمكن السلطات النقدية من إدارة السيولة بصورة أكثر فاعلية وملائمة للنشاط الاقتصادي المحلي وذلك في مواجهة الصدمات المالية العالمية. كما واصلت بعض هذه الدول إدخال تعديلات في الأدوات التقليدية للسياسة النقدية؛ مثل تخفيض سعر الخصم؛ وتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي. وفيما يلي بعض الإجراءات المتعلقة بالسياسة النقدية والتي اتخذها عدد من الدول العربية لمواجهة الأزمة المالية العالمية خلال عام 2008 .

**(1) دولة الإمارات:** تم خلال شهر يناير 2008 الإعلان عن تخفيضين متتاليين خلال شهر واحد لسعر الفائدة على إعادة شراء شهادات إيداع البنك المركزي (الريبو) من 4.25 في المائة إلى 3.5 في المائة؛ ثم إلى 3.0 في المائة؛ وذلك تماشياً مع التخفيضات التي أجراها بنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة على سعر الفائدة قصير الأجل على الأموال الفيدرالية. وفي ذات السياق تم الإعلان عن تخفيض آخر لهذا السعر في مارس 2008 من 3 في المائة إلى 2.25 في المائة؛ ثم إلى 2 في المائة في أول مايو من ذات العام. وفي سبتمبر 2008 أعلن البنك المركزي عن وضع تسهيلات مبلغها 50 مليار درهم لصالح البنوك العاملة بدولة الإمارات؛ كما قامت الحكومة بتحويل 70 مليار درهم لوزارة المالية؛ وتكليف البنك المركزي ووزارة المالية بوضع الآليات المناسبة لضخ هذه السيولة في القطاع المصرفي. وحدد البنك المركزي سعر الفائدة على التمويل الممنوح للبنوك في إطار تلك التسهيلات؛ وهو سعر الريبو السائد في تاريخ منح التمويل مضافاً إليه 300 نقطة أساس. وفي أكتوبر 2008؛ عزز البنك المركزي من إمكانية استفادة البنوك العاملة في الدولة من التسهيلات المقدمة بتخفيض سعر الفائدة على تسهيلات دعم السيولة اعتباراً من 8 أكتوبر 2008 من 5 في المائة إلى 3 في المائة. بالإضافة إلى تخفيض سعر الفائدة على إعادة شراء شهادات إيداع البنك المركزي (الريبو) من 2 في المائة إلى 1.5 في المائة.

**(2) دولة الكويت:** بدأ البنك المركزي اعتباراً من نهاية سبتمبر 2008 في تقديم تسهيلات قصيرة الأجل (لبيلة واحدة؛ أسبوع؛ شهر) لتعزيز السيولة في القطاع المصرفي وهو ما أدى إلى انخفاض

سعر الفائدة بين البنوك (kibor) في نهاية الأسبوع الأول من أكتوبر 2008 ليصل إلى 4.1 في المائة مقابل 4.8 في المائة في نهاية شهر سبتمبر 2008. كما قام البنك المركزي بخفض سعر الخصم بمقدار 125 نقطة أساس ليصبح 4.25 المائة اعتباراً من 8 أكتوبر 2008؛ وتخفيض سعر إعادة الشراء بمقدار 100 نقطة أساس ليصبح 2.5 في المائة.

**(3) مملكة البحرين:** قرر بنك البحرين المركزي في بداية أكتوبر 2008 تخفيض سعر الفائدة على تسهيل الإيداع لمدة أسبوع بمعدل 25 نقطة أساس وذلك من 2.0 المائة إلى 1.75 في المائة؛ وتخفيض سعر الفائدة على تسهيل الإيداع لمدة يوم واحد بمعدل 25 نقطة أساس وذلك من 1.5 في المائة إلى 1.25 المائة. هذا إلى جانب تخفيض سعر تسهيل إعادة الشراء (الريبو) وسعر الإقراض بمعدل 50 نقطة أساس، وذلك من 5.25 المائة إلى 4.75 المائة.

**(4) المملكة العربية السعودية:** تم تخفيض سعر إعادة الشراء من 5.5 في المائة إلى 3.0 المائة؛ وتخفيض الاحتياطي الإلزامي من 13.9 في المائة إلى 7 المائة. كما قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بإتاحة السيولة للبنوك بنحو 150 مليار ريال سعودي بضمان الأوراق المالية الحكومية التي تمتلكها البنوك العامة في السعودية؛ كما تم منح هذه البنوك احتياجاتها من السيولة في حدود 75 في المائة من قيمة الأوراق المالية الحكومية التي تمتلكها البنوك في السعودية؛ والتي تقدر قيمتها بنحو 200 مليار ريال سعودي.

**(3) المملكة الأردنية الهاشمية:** تم تخفيض أسعار الفائدة الرئيسية بمقدار نصف نقطة مئوية؛ وتخفيض الاحتياطي الإلزامي من 15 في المائة ليصبح 9 في المائة فقط.

**(4) الجمهورية اليمنية:** قام البنك المركزي بتخفيض الاحتياطي الإلزامي من 10 في المائة إلى 7 في المائة.

**(5) سلطنة عمان:** تم تخفيض الاحتياطي الإلزامي من 8 في المائة إلى 5 في المائة. وأعلن البنك المركزي عن إتاحة السيولة للبنوك تتراوح بين 2 و 5 مليار دولار لاستخدامها في حال الحاجة إليها.

وفي ضوء تطورات الأزمة المالية العالمية والتي ستلقي بظلالها المزيد من الأعباء على الاقتصادات العربية، أصبح دور السياسة النقدية في مواجهة الأزمات يكتسب أهمية متزايدة للتصدي للمخاطر التي تهدد الاستقرار المالي والاقتصادي العالمي.

### الفرع الثاني: إجراءات السياسة النقدية خلال عام 2009

استمرت الدول العربية خلال عام 2009 في تبنيها للسياسات النقدية للحد من تكاليف الإقراض وتشجيع المؤسسات المالية على منح الائتمان. ووصلت معدلات الفائدة الأساسية إلى مستويات متدنية، متأثراً بوصول أسعار الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر في معظم الدول المتقدمة. وعادة ما يتوقف ظهور تأثير التغيرات في السياسات المالية والنقدية على باقي القطاعات الاقتصادية على العمق المالي للاقتصاد. وعلى سبيل المثال، فإن انتقال أثر السياسات المالية والنقدية إلى باقي الاقتصاد يستغرق حوالي عام للتأثير في باقي القطاعات الاقتصادية في الدول المتقدمة، بينما يستغرق انتقال تأثير هذه السياسات فترة أطول في الدول النامية، ومنها الدول العربية التي لا تملك أسواقها عمقا ماليا كافيا. ويلزم الدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى التحرك بوقت أطول، والإنفاق بصورة أكبر للتأثير في اقتصاداتها.

و على الرغم من الجهود الحديثة من جانب معظم الدول العربية لاحتواء تداعيات الأزمة المالية خلال عام 2009 والتي تباينت حسب درجة التأثير من جهة، ودرجة ارتباطها بالأسواق المالية العالمية من جهة أخرى، فإن المخاوف من عودة الضغوط التضخمية إلى الظهور لا تزال قائمة، وإن كان البعض يرى أن عودتها بشكل أكبر مما كانت عليه قبل الأزمة سيكون أقل وطأة من الوقوع في الكساد الاقتصادي.

و فيما يتعلق بالسياسة النقدية في الدول العربية خلال عام 2009 في إطار الجهود المستمرة لاحتواء الآثار المترتبة على الأزمة، قام عدد منها بإجراء تخفيضات متتالية على أسعار الفائدة الرئيسية في سعيها لتخفيض تكلفة الائتمان المصرفي وإنعاش الاقتصاد الوطني.

فبالنسبة للأردن: تم تخفيض أسعار الفائدة عدة مرات وكذلك تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي، وتوقف البنك المركزي عن إصدار شهادات الإيداع التي كان يستخدمها لأغراض سحب السيولة من السوق. وفي الإمارات، قامت السلطات بإتاحة تسهيلات كبيرة للمصارف لدعم السيولة في السوق.

أما في البحرين، تم تخفيض سعر إعادة الشراء لمدة ليلة واحدة بمقدار نصف نقطة مئوية ليصل إلى 2. 25 في المائة، بالإضافة إلى خفض سعر الفائدة الرئيسي (العائد على الودائع لمدة أسبوع) بمقدار ربع

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

نقطة مئوية ليصل إلى 0.5 في المائة واستمرت أسعار الفائدة على الإيداع لمدة ليلة واحدة عند مستوى منخفض بلغ 0.25 في المائة.

و في تونس، تم العمل على تنشيط الإقراض للفعاليات الاقتصادية من خلال خفض أسعار الفائدة الأساسية واعتماد تسهيلات جديدة للإيداع والاقتراض، وذلك لمساعدة البنوك على إدارة سيولتها.

و بالنسبة للسعودية ، فقد تم تخفيض معدلات العائد على اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس ،إلى جانب ما تم ضخه من سيولة إضافية خلال الأشهر الأولى من الأزمة.

و في الكويت، تم تخفيض أسعار الفائدة على القروض وكذلك سعر الخصم بالإضافة إلى اتخاذ العديد من الإجراءات كان من أبرزها قانون الاستقرار المالي الذي صدر خلال عام 2009. وفي لبنان عمل بنك لبنان على مواصلة تخفيض أسعار الفوائد المختلفة.

و في مصر، تم تطبيق تخفيضات متتالية لسعر الإقراض والخصم ليصل إلى 8.5 في المائة في نهاية عام 2009 مقابل 11.5 في المائة في نهاية عام 2008. وكذلك تم تخفيض سعري الإيداع والإقراض لمدة ليلة واحدة بصورة تدريجية خلال عام 2009 لتصل إلى 8.25 في المائة لسعر الإيداع 9.75 في المائة لسعر الإقراض مقارنة مع 11.50 في المائة للإيداع و 13.5 في المائة للإقراض في نهاية عام 2008. كما قامت السلطات النقدية في دول أخرى باستخدام سعر الخصم للبنوك التجارية للتعامل مع تداعيات الأزمة المالية العالمية ،الجدول رقم(04).

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

### الجدول رقم (04) :

سعر الخصم للبنوك التجارية لبعض الدول العربية  
(2009-2004)

(نسبة مئوية)

| 2009  | 2008  | 2007  | 2006  | 2005  | 2004  |          |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 4.75  | 6.25  | 7.00  | 7.5   | 6.50  | 3.75  | الأردن   |
| 1.59  | 2.18  | 3.99  | 4.82  | 4.42  | 2.45  | البحرين  |
| 0.89  | 2.82  | 4.83  | 5.15  | 3.93  | 1.93  | السعودية |
| 8.83  | 16.75 | 20.00 | 10.42 | 6.33  | 6.00  | العراق   |
| 4.33  | 3.36  | 4.77  | 4.38  | 3.76  | 3.25  | قطر      |
| 3.00  | 3.75  | 6.25  | 6.25  | 6.00  | 4.75  | الكويت   |
| 10.00 | 12.00 | 12.00 | 12.00 | 12.00 | 20.00 | لبنان    |
| 8.50  | 11.5  | 9.00  | 9.00  | 10.00 | 10.0  | مصر      |

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، ص140.

و لقد انعكست الإجراءات التي اتخذتها السلطات النقدية في الدول العربية على قدرة البنوك على منح الائتمان وتشجيع القطاع الخاص على الاقتراض ليضطلع بدوره في دفع عجلة النمو واحتواء الانكماش الاقتصادي الذي أعقب اندلاع الأزمة المالية العالمية فعلى سبيل المثال، ارتفعت في الإمارات قيمة القروض الممنوحة للقطاع الخاص لتبلغ نحو 34.2 مليار درهم في عام 2009. وفي الكويت بلغ الائتمان الممنوح للقطاع الخاص نحو 29 مليار دينار خلال عام 2009 مقابل 27.4 مليار دينار خلال عام 2008.

و على صعيد جهود السلطات النقدية الدولية لمواجهة تبعات الأزمة المالية العالمية، فقد قامت مجموعة دول العشرين باتخاذ خطوات تنسيقية هامة في إطار دولي مشترك وبما يسمح بتبني أطر تحفيزية وطنية متسقة مع بعضها البعض فيما يتعلق بتوفير السيولة اللازمة للنظام المصرفي والمالي والعالمي. ولقد أوكلت أيضا مجموعة دول العشرين لبنك التسويات الدولية وصندوق النقد الدولي ومجلس الاستقرار المالي مسؤولية وضع القواعد التي تعزز دور المؤسسات المالية في تفعيل السوق المالية العالمية كاستحداث عملية مشتركة للإنذار المبكر، بهدف تقليص الترابط الممكن في حالة انهيار إحدى

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

البنوك أو مؤسسات الاستثمار العالمية ببقية أسواق المال العربية، واتخاذ تدابير احترازية تؤدي إلى احتواء المخاطر النظامية التي قد تهدد أنظمة مصرفية دولية أخرى<sup>1</sup>.

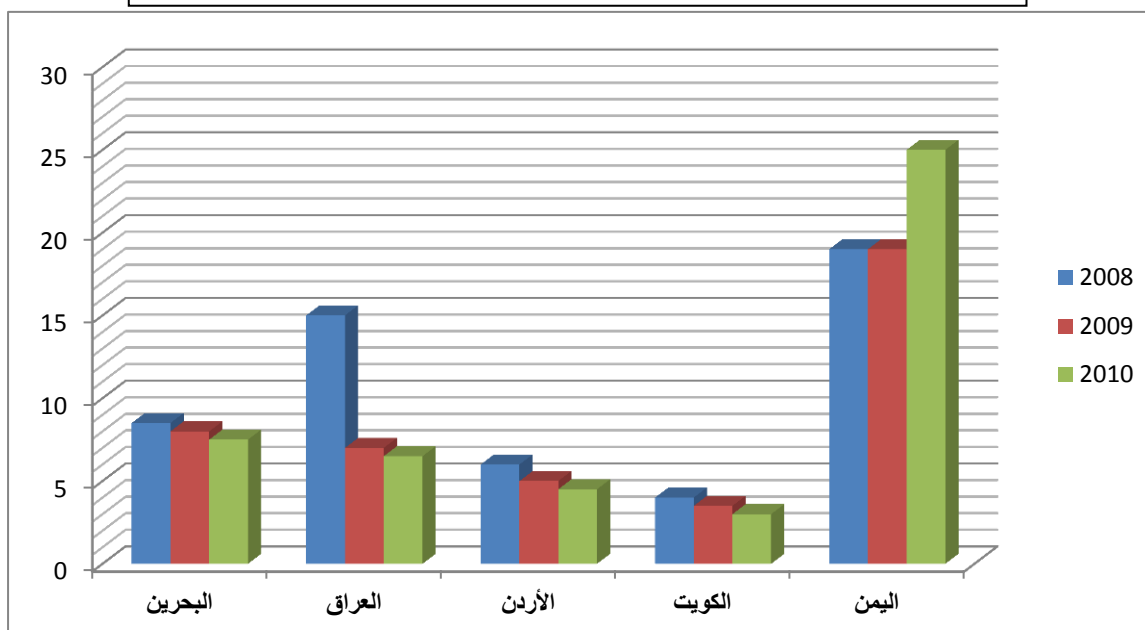
### الفرع الثالث: إجراءات السياسة النقدية خلال عام 2010

اتسمت السياسة النقدية المتبعة في غالبية الدول العربية خلال عام 2010 بالتوسع الحذر وتنوع الأدوات التي تم استخدامها من جانب السلطات النقدية، ففي بعض الدول العربية تم استخدام سعر الخصم بصورة أساسية لتحقيق أهداف السياسة النقدية؛ في حين ركزت مجموعة أخرى من الدول على استخدام عمليات السوق المفتوحة؛ ونافذة الكور يدور، والتحكم في المعروض النقدي لتحقيق تلك الأهداف.

ويتضح من خلال البيانات المتاحة فاعلية استخدام سعر الخصم فيما يتعلق بالمساهمة في التأثير على النشاط الاقتصادي في الدول التي قامت بإحداث تغييرات في سعر الخصم لديها؛ حيث قامت كل من البحرين والعراق والكويت والأردن بإجراء تخفيضات على أسعار الخصم بنسب متفاوتة. وانعكس ذلك على قدرة البنوك في تلك الدول على منح الائتمان وخاصة للقطاع الخاص؛ حيث سجل الائتمان الممنوح للقطاع الخاص والمقوم بالعملة المحلية ارتفاعاً في الدول التي قامت بتخفيضه خلال عام 2010 بنسبة بلغت 2.6 في المائة في البحرين؛ و8.3 في المائة في العراق؛ و7.3 المائة في الأردن؛ و1.9 المائة في الكويت. هذا في حين أن رفع سعر الخصم في اليمن بنحو 7 نقاط مئوية لم يكن له أثر على حجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص حيث اتضح أنه على الرغم من الارتفاع الكبير في سعر الخصم؛ سجل الائتمان الممنوح من البنوك اليمنية للقطاع الخاص ارتفاعاً بلغه نسبته 8.5 المائة؛ مقارنة مع عام 2009. بينما أبقت كل من الجزائر؛ ومصر؛ وموريتانيا؛ والمغرب؛ وقطر والسعودية على سعر الخصم دون تغيير يذكر خلال عام 2010؛ وتوسعت في استخدام الأدوات غير المباشرة الأخرى كعمليات السوق المفتوحة للتحكم في المعروض النقدي وتحقيق معدل نمو السيولة المحلية يقل عن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي؛ وهو ما انعكس في غالبية تلك الدول في تراجع معدل التضخم أو بقاءه عند مستواه خلال عام 2009، الشكل (03).

<sup>1</sup>- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، ص ص138-140.

الشكل (03): سعر الخصم للبنوك التجارية لبعض الدول العربية  
2011-2008



المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011، ص126.

و بالنسبة لأدوات السياسة النقدية الأخرى التي استخدمتها الدول العربية خلال عام 2010؛ فقد كان التحكم في المعروض النقدي باستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية كعمليات السوق المفتوحة أو التعاملات في سوق ما بين البنوك الوسيلة الأكثر استخداما في الدول العربية في سبيل تحقيق أهداف السياسة النقدية<sup>1</sup>.

#### الفرع الرابع: إجراءات السياسة النقدية خلال عام 2011

استمر النهج التوسعي للسياسة النقدية في غالبية الدول العربية خلال عام 2011 بهدف دفع النشاط الاقتصادي وحفز الائتمان المصرفي. فقد تأثرت معدلات النمو الاقتصادي سلبا بتباطؤ معدلات نمو الطلب الخارجي نتيجة تراجع معدلات النمو في الاقتصادات المتقدمة والدول الأوروبية الشريك التجاري الأبرز لعدد من الدول العربية، وتراجع مستويات الطلب المحلي نتيجة ظروف عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي شهدتها بعض دول المنطقة.

وعلى ضوء ما سبق، حرصت معظم البنوك المركزية العربية على تبني بيئة نقدية محفزة للنمو الاقتصادي. وساعد على ذلك تحرك معدلات التضخم في مستويات مقبولة دون مستوى الخمسة بالمائة

<sup>1</sup> - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011، ص ص126-127.

## الفصل الثالث. . . . . دور السياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

في عدد كبير من الدول. وقد تبنت معظم البنوك المركزية العربية سياسات نقدية توسعية خلال العام استنادا إلى عدد من المؤشرات السعيرية والكمية التي تهتم برصد وضعية السياسة النقدية **Monetary Policy Stance**. فبالرجوع إلى مؤشر التغيرات في أسعار الفائدة الرسمية للسياسة النقدية يتضح اتجاه معظم البنوك المركزية العربية إلى تيسير السياسة النقدية من خلال الإبقاء على أسعار الفائدة المنخفضة التي تم تبنيها مسبقا أو خفض أسعار الفائدة لحفز النمو الاقتصادي بما يتلاءم مع متطلبات النمو الاقتصادي. وفي المقابل اتجه عدد محدود من الدول العربية (ثلاث دول عربية وهي مصر والأردن وسورية) إلى تقييد السياسة النقدية على ضوء عدم الاستقرار التي تأثرت بها هذه الدول بشكل مباشر أو غير مباشر والتي أثرت على توجهات السياسة النقدية في هذه البلدان. حيث عانت هذه الدول من نقص الموارد الداخلية والخارجية على ضوء تزايد فجوة الموارد الداخلية والخارجية (عجز الموازنة العامة وعجز ميزان المدفوعات) بما أثر سلبا على مستويات السيولة المحلية. وقد اضطرت البنوك المركزية بهذه الدول للتدخل لتعزيز مستويات السيولة والدفاع عن العملات المحلية من خلال رفع أسعار الفائدة بعد تفاؤل هامش السياسات المتاحة للتدخل من خلال السحب من الاحتياطات الأجنبية.

أما بالاستناد إلى بعض المؤشرات الكمية الخاصة برصد وضعية السياسة النقدية، ومن أهمها مؤشر معامل الاستقرار النقدي، يتضح أن تسع دول عربية من أصل ست عشرة دولة عربية توافرت لها بيانات لهذا المؤشر خلال عام 2011، قد استمرت في تبني سياسات نقدية توسعية بهدف توفير الائتمان وحفز النمو الاقتصادي، وهي: الأردن والجزائر وجيبوتي والسعودية وعمان ولبنان ومصر وموريتانيا والسودان، حيث زادت معدلات نمو السيولة بتلك الدول بمعدلات تفوق معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. في المقابل اقتربت ست دول عربية أخرى وهي: الإمارات وقطر والكويت والمغرب والبحرين والعراق من تحقيق الاستقرار النقدي بمعامل يقترب من الواحد الصحيح، وهو ما يعني حرص السلطات النقدية بتلك الدول على إدارة التوسع النقدي بما يتلاءم بشكل كبير مع معدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي للحد من الضغوط التضخمية، في حين تبنت سورية سياسات نقدية انكماشية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2012، صص 130-131.



### الفرع الخامس: أدوات أخرى للسياسة النقدية في معالجة الأزمة المالية العالمية

كما استخدمت البنوك العربية عددا من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة لإدارة السيولة خلال عام 2011. حيث استخدمت بعض الدول سياسة الاحتياطي الإلزامي لحفز السيولة المحلية (تونس واليمن، وسورية)، فيما استخدمت دول أخرى عمليات السوق المفتوحة من خلال التعاملات على سندات وأذون الخزانة مثل: مصر والأردن، ولبنان وليبيا، وقطر والكويت والعراق للتأثير على مستويات السيولة المحلية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل وفقا لمتطلبات الظروف الاقتصادية .

في المقابل، لجأت دول عربية أخرى إلى تسهيلات الإيداع والاقراض للتأثير على أسعار الفائدة قصيرة الأجل للحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار وإدارة السيولة (مصر، قطر، البحرين، الأردن، السودان). من جهة أخرى اعتمدت بعض البنوك المركزية العربية وخاصة دول مجلس التعاون على الإجراءات الاحترازية مثل: نسب كفاية رأس المال، والسيولة ونسب القروض إلى الموارد المالية المستقرة، والحد الأقصى للقروض الشخصية، والحد الأقصى للتركيزات الائتمانية لإدارة السيولة النقدية وضمان الاستقرار المالي. وقد تزايد اعتماد الكثير من الدول العربية خلال عام 2011 على أداة شهادات وتسهيلات الإيداع وخاصة فيما يتعلق بالدول التي تواجه بنوكها فائضا هيكليا في السيولة، حيث تم استخدام شهادات وتسهيلات الإيداع من قبل عدد من البنوك المركزية العربية، مثل الكويت وعمان والبحرين وقطر لسحب فائض السيولة من الجهاز المصرفي. في المقابل لجأت البنوك المركزية في بعض الدول العربية الأخرى التي عانت من نقص السيولة، وهي مصر وتونس واليمن والمغرب، إلى الاستخدام المنتظم لعمليات إعادة الشراء لتوفير السيولة اللازمة للجهاز المصرفي .

من جهة أخرى اهتم عدد من البنوك المركزية العربية بتطوير أدوات لإدارة السيولة النقدية بما يتلاءم مع الشريعة الإسلامية واستخدمت الإصدارات الحكومية من الصكوك إلى جانب أذون وسندات الخزانة للتأثير على السيولة المحلية (قطر، وعمان، والبحرين). ففي البحرين قام البنك المركزي العام بإصدار صكوك بقيمة 750 مليون دولار بهدف تنويع أدوات إدارة السياسة النقدية وتطوير منحى للعائد على إصدارات الدين الحكومية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بما يساهم في تطوير الإصدارات من أدوات الدين الخاص. أما في قطر فقد بلغت قيمة إصدارات صكوك مصرف قطر المركزي نحو 10 مليار ريال قطري بنهاية عام 2011. ويتجه البنك حاليا للسماح بتداول تلك الصكوك في سوق الأوراق

المالية خلال الفترة المقبلة، وهو ما يتوقع على ضوءه نشاط ملحوظ لسوق الأوراق المالية عام 2012<sup>1</sup>.

### أسعار الفائدة الرسمية :

لجأ عدد من البنوك المركزية العربية والتي تتبنى نظاماً ثابتة لأسعار الصرف إلى خفض أسعار الفائدة بما يتراوح بين 0.25 نقطة و0.75 نقطة، بما يتماشى مع الخفض المسجل في أسعار الفائدة الأمريكية، وخاصة بالنسبة للدول العربية التي يرتفع فيها الهامش بين أسعار الفائدة المحلية والفائدة على الدولار. ففي قطر قام البنك المركزي بخفض أسعار فائدة تسهيلات الإيداع مرتين خلال عام 2011 لتتخفض من 1.5 بالمائة إلى 0.75 نقطة لتقليل الفارق بين سعر الفائدة في سوق النقد القطري وسعر الفائدة الأمريكية بهدف كبح التدفقات المالية قصيرة الأجل الهادفة للمضاربة والتي تدفقت من خلال البنوك التجارية للاستفادة من فارق أسعار الفائدة. وقد نتج عن هذه التدفقات ظهور عدد من التحديات على السياسة النقدية في عام 2011<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، نفس المرجع السابق، ص130.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص130.

### خلاصة الفصل:

يواجه العالم اليوم أزمة مالية خطيرة مصدرها النظام الرأسمالي، تعود بوادرها إلى أزمة الرهون العقارية التي ظهرت إلى السطح عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين في تسديد ديونهم للبنوك مما أدى إلى حدوث عاصفة هزت الاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، وذلك عبر قنوات عديدة أهمها: قناة أسواق المال، قناة سعر الصرف، وقناة التجارة الخارجية ولم تتوقف تأثيرات هذه الأزمة على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعدته إلى الاقتصاد الحقيقي. وتمثلت أهم مظاهرها في انهيار بنوك ومؤسسات مالية دولية عملاقة أدت إلى فقدان ثقة الناس في استثمار أموالهم لدى هذه الأخيرة. وأمام حدة هذه الأزمة وتفاقم تداعياتها سارعت معظم الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لاحتواء هذه الأزمة والحد من توسعها ولعبت السياسة النقدية في هذا الصدد دور جد هام خاصة من خلال، تخفيض أسعار الفائدة.

# الختمة العامة

من خلال ما سبق يمكن القول بأن الاقتصاد العالمي مر بالعديد من الأزمات المالية التي تعددت أسبابها وأثارها وتعد الأزمة المالية العالمية 2008 من أخطر وأساء الأزمات المالية التي عرفها التاريخ الاقتصادي والتي عصفت بكبريات الاقتصاديات العالمية وطاولت أعرق وأكبر البنوك والمؤسسات الدولية في أمريكا وأوروبا فقد خلفت تداعيات مست معظم بلدان العالم سواء الدول المتقدمة أو الدول النامية، وتعد السياسة النقدية من أهم الإجراءات التي اتخذت لاحتواء هذه الأزمة والتخفيف من حدتها فقد لعبت دورا هاما وذلك بانتهاج سياسة تخفيض معدلات الفائدة والذي كان الغرض منها توفير السيولة اللازمة في الاقتصاد.

### أولاً: اختبار الفرضيات

فيما يتعلق بالفرضيات المقترحة في مقدمة الدراسة فقد تم التوصل إلى:

❖ تم إثبات صحة الفرضية الأولى فمن خلال الدراسة تبين أن السياسة النقدية تعتبر من أهم السياسات الاقتصادية، فهي تهدف إلى ضمان توازن النشاط الاقتصادي على المدى القصير وكذلك على المدى الطويل فهي تسعى بالأخص إلى تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية (تحقيق العمالة الكاملة، تحقيق استقرار الأسعار، زيادة النمو الاقتصادي، تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات)، كما أنه في السنوات الأخيرة لوحظ التركيز على أدواتها خاصة الأدوات الغير المباشرة.

❖ تم إثبات صحة الفرضية الثانية حيث تعتبر المشتقات المالية أدوات فعالة في تسيير المخاطر لكنها تؤدي في المقابل إلى اتساع نشاط المضاربة وزيادة حالات عدم الاستقرار وتكرار الأزمات المالية مثل الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

❖ تم إثبات صحة الفرضية الثالثة حيث من خلال الدراسة تبين أنه انتهجت العديد من الإجراءات لمعالجة الأزمة المالية العالمية وتعد السياسة النقدية من أبرزها وذلك من خلال ضخ السيولة اللازمة من طرف البنوك المركزية بالإضافة إلى تخفيض أسعار الفائدة.

## ثانياً: نتائج الدراسة

من خلال الدراسة تم التوصل إلى النتائج التالية:

- ❖ سبب حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 هو التوسع في منح القروض العقارية بصورة لم يسبق لها مثيل حيث قدمت هذه الأخيرة لعدد كبير من المقترضين ذات الجدارة الائتمانية الرديئة.
- ❖ انهيار العديد من المؤسسات المالية بالإضافة إلى زوال العديد من البنوك الأمريكية نتيجة سحب الودائع بصورة مفاجئة.
- ❖ حدوث حالة عدم التأكد وفقدان معظم الناس ثقتهم في استثمار أموالهم في البنوك والمؤسسات المالية.
- ❖ لقد أدى الاستخدام الكبير للمشتقات المالية وتقنية التوريق في أغراض المضاربة إلى نقص الشفافية التي تعتبر من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية مما أدى إلى أزمة ثقة.
- ❖ تتفاقم الأزمات المالية السابقة مع الأزمة المالية العالمية نفس التداعيات، وإن لم تكن في كلها ففي غالبية أجزائها.
- ❖ بالنسبة لتداعيات الأزمة عالمياً فقد تأثرت الدول المتقدمة وفي مقدمتها الولايات المتحدة ثم الاتحاد الأوروبي حيث شهدت ركوداً اقتصادياً لم تشهده منذ أزمة الكساد 1929. أما بالنسبة الدول النامية فالتأثر يبقى أقل حدة من الدول المتقدمة.
- ❖ لعبت السياسة النقدية دوراً هاماً في التخفيف من تداعيات الأزمة المالية العالمية سواء في الدول المتقدمة وكذلك في الدول النامية.
- ❖ اللجوء إلى ضخ السيولة من طرف البنوك المركزية لمعالجة الأزمة المالية العالمية باعتبارها أزمة سيولة.

## ثالثاً: الاقتراحات والتوصيات

بناءً على النتائج المتوصل إليها ومن خلال هذه الدراسة إرتأينا إلى تقديم الاقتراحات التالية:

- ❖ ضرورة تشديد الرقابة من قبل البنوك المركزية على المؤسسات المالية بما في ذلك بنوك الإستثمار وسماسرة الرهون وكذلك الرقابة على المنتجات الجديدة واتخاذ الإجراءات المناسبة قبل الوقوع في الأزمة.

- ❖ وضع قوانين واتخاذ الإجراءات الكفيلة للحد من المضاربة التي ينتج عنها ارتفاع في الأسعار إلى مستويات غير معقولة مثل: فرض ضرائب على التعاملات.
- ❖ بالرغم من فعالية السياسة النقدية في معالجة بعض تداعيات الأزمة المالية العالمية فلا بد من الإعتماد على بعض الأدوات الأخرى مثل السياسة المالية من خلال زيادة النفقات وهي الأداة التي تم استعمالها أيضا في معالجة الأزمة.
- ❖ الاستمرار في ضخ السيولة في شرايين الاقتصاد حتى لا تنهار أساسيات القاعدة الإنتاجية.
- ❖ إن تخفيض الأسعار تخفيضا ملموسا سوف يساعد كثيرا على رفع مستوى مدخرات الأموال المتبقية من دخول الأفراد والأرباح الصافية للشركات، مما سيؤدي بالنتيجة إلى زيادة معدلات السيولة النقدية المستخدمة في الإنفاق والتي سيكون لها الأثر الفاعل في تنشيط حركة الطلب الكلي.
- ❖ التقليل من الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الرمزي(الوهمي) وزيادة الرقابة المالية خصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي.

# قائمة المراجع



قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

1-المصحف القرآن الكريم، سورة آل عمران، الآية 130.

**1-الكتب:**

- 1- أحمد زهير شامية: النقود والمصارف، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 2- أنس البكري، وليد صافي: النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 3- بلعزوز بن علي: محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية الجزائر (بن عكنون)، 2008.
- 4- بوقرة رابح، خبابة عبد الله: الوقائع الاقتصادية (العولمة الاقتصادية- التنمية المستدامة)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2009.
- 5- حسني علي خربوش وآخرون: الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 6- حسين أحمد عبد الرحيم: اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 7- حسين كريم حمزة: العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 8- حسين محمد سمحان، اسماعيل يونس يامن: اقتصاديات النقود والمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 9- خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي: مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
- 10- خبابة عبد الله: الاقتصاد المصرفي (البنوك الإلكترونية-البنوك التجارية-السياسة النقدية)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008 .
- 11- دريد كامل آل شبيب: المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2011.
- 12- رحيم حسين: الاقتصاد المصرفي مفاهيم، تحاليل، تقنيات، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2008.
- 13- رحيم حسين: النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي والغربي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2006.
- 14- رشاد العصار، رياض الحلبي: النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010 .

- 15- زكريا الدوري، يسرا السامرائي: البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2013.
- 16- زكريا سلامة عيسى شنطاوي: الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس النشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 17 - سامر بوطرس جلدة: النقود والبنوك، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2010.
- 18- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني: النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2010.
- 19- سوزي عربي ناشر: مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان(بيروت)، 2008.
- 20- صالح مفتاح: النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 21- صلاح الدين فهمي محمود، زينب صلاح الأشوح: الأزمات الاقتصادية العالمية، دار الكتاب المصرية، مصر، 2010.
- 22- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 23- طاهر فاضل البياني، خالد توفيق الشمري: مدخل إلى علم الاقتصاد والتحليل الجزئي والكلي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 24- عباس كاظم الدعيمي: السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 25- عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 26- عبد المطلب عبد الحميد: إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2014.
- 27 - عرف محمود الفكراوي: السياسة المالية والنقدية في ظل اقتصاد إسلامي دراسة تحليلية مقارنة، ط2، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
- 28- علي عبد الفتاح أبو شرار: الأزمة المالية الاقتصادية الراهنة أحداثها، أسبابها، تداعياتها، إجراءاتها، دار اليازوري، عمان، 2011-2012.
- 29- عمر يوسف عبد الله عابنة: الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن(إربد)، 2011.
- 30- فليح حسن خلف: النقود والبنوك، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، 2006.

- 31- فهمي حسين كامل: أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، فهرس مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، جدة، 2006.
- 32- لعلو موسى بوخاري: سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية للأثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان (بيروت)، 2010.
- 33- ماجد سلام المهدي: مبادئ إدارة الأزمات الاستراتيجية والحلول، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2009..
- 34- متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 35- متولي عبد القادر: اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 36- محب خلة توفيق: الاقتصاد النقدي تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011.
- 37- محمد إبراهيم عبد الرحيم: اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014.
- 38- محمد سرور الحريري: إدارة الأزمات الاقتصادية وطرق حل المشكلات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 39- محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، دار زاد للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 40 - محمد ضيف الله القطابري: دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية- تحليلية- قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 41- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 42- محمد مروان السمحان وآخرون: مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي والكلي)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 43- محمود جاد الله: إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2008.
- 44- محمود حسين الوادي، زكريا أحمد غرام: مبادئ المالية العامة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
- 45- مرياح مليكة، ناصر قاسمي: استراتيجية إدارة الأزمات وفعالية التسيير دراسة نظرية وتطبيقية، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، القاهرة، 2012.

- 46- منير إسماعيل أبو شاور، أمجد عبد المهدي مساعدة: نقود وبنوك، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 47- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي: السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، ط2، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن (عمان)، 2010.
- 48- هيفاء عبد الرحمن ياسين التكريتي: أليات العولمة الاقتصادية وأثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 49- يوسف مسعداوي: دراسات في المالية الدولية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.

## 2- الرسائل والأطروحات:

- 1- أحمد محمد صالح الجلال: دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 2- أحميمة خالد: أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2012-2013.
- 3- البحري عبد الله: أثر العولمة على فعالية السياسة النقدية -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004-2005.
- 4- الشيخ أحمد ولد الشيباني: فعالية السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة فرحات عباس-سطيف- 2012-2013.
- 5- اكن لونيس: السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصاد، جامعة الجزائر، 2010-2011.
- 6- برير محمد: السياسة النقدية ومدى فعاليتها في ظل استقلالية السلطة النقدية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان-، 2008.
- 7- بلجبلية سمية: أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009-2010.
- 8- بن الدين محمد أمين: دور السياسة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010.
- 9- بن منصور نجيم: الأزمات المالية العالمية والمهام الجديدة لصندوق النقد الدولي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان-، 2009-2010.

- 10- بناني فتيحة: السياسة النقدية والنمو الاقتصادي دراسة نظرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2008-2009.
- 11- بوعزوز عمار: السياسة النقدية وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008.
- 12- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2005-2006.
- 13- جمال بن دعاس، محمد خزار: السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني دراسة مقارنة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر -باتنة-، 2004-2005.
- 14- حسين كشيتي: إجراءات السياسة النقدية والمالية لتصحيح الاختلالات الاقتصادية الكلية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2011-2012.
- 15- حورية حماني: أليات رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية وفعاليتها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006.
- 16- دبار حمزة: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013.
- 17- دريس رشيد: استراتيجية تكيف المنظومة المصرفية الجزائرية في ظل اقتصاد السوق، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006.
- 18- زواري فرحات سليمان : دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- 19- سرارمة مريم: دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.
- 20- طالبي صلاح الدين: تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية(الأزمة الحالية وتداعياتها-حالة الجزائر)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان-، 2009-2010.
- 21- ظافري سميرة: استقلالية البنك المركزي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.
- 22- عبد الرحمان رواج، حركة التجارة الدولية في إطار التكامل الاقتصادي في ضوء التغيرات الاقتصادية الحديثة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة خيضر -بسكرة-، 2012-2013.

- 23- عبد الله ولد محمد ولد المختار: دور السياسة النقدية في محاربة التضخم، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2010-2011.
- 24- عجلان صباح، استقلالية البنك المركزي ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2007-2008.
- 25- عيسى الزاوي: أثر الإصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية، رسالة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 2، 2007-2008.
- 26- فؤاد مطاطه: النظام المالي وإصلاح أدوات السياسة النقدية، جزء من متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة الجزائر، 1996-1997.
- 27- لعزاري حسيبة: دور وفعالية السياسة النقدية في التوازن الخارجي، رسالة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
- 28- محمد الهاشمي حجاج: أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- 29- محمد فودوا: السياسة النقدية في ظل اقتصاديات العولمة وأهم الإصلاحات من أجل المسايرة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 30- معيزي قويدر: فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008.
- 40- موسى مبارك خالد: صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة، 2012-2013.
- 41- نادية العقون: العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر-باتنة، 2012-2013.
- 3-الملتقيات والمؤتمرات:**
- 1- الداودي الشيخ، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها ضمن مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان-لبنان، 13-14 مارس 2009.

- 2- جمعة محمود عباد، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وأثرها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني ضمن مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان-لبنان-، 13-14 مارس 2009.
- 3- حسن عبد الكريم سلوم، بتول محمد نوري، دراسة بعنوان: دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية مقدمة إلى المؤتمر العلمي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال "التحديات-الفرص-الأفاق"، جامعة الزرقاء، الأردن، 10-11 نوفمبر 2009.
- 4- زغدار أحمد، ناصر المهدي، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية.... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، ضمن الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي، الجزائر، 2009.
- 5- ساعد مرابط، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية 2008 "الجذور والتداعيات"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سطيف-، 20-21 أكتوبر 2009.
- 6- طارق الحاج، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد الفلسطيني مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات-الفرص-الأفاق، جامعة الزرقاء -الأردن-، 10-11 نوفمبر 2009.
- 7- عبد الغني حريري، مداخلة بعنوان: دور التحرر المالي في الأزمات والتعثر المصرفي ضمن الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف-، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 8- عزوز علي، مداخلة بعنوان: قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الإصلاحات المصرفية الحديثة في إطار المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، جامعة ورقلة، 11-12 مارس 2008.
- 9- عياش قويدر، إبراهيمي عبد الله: أثر استقلالية البنك المركزي على أداء سياسة نقدية حقيقية بين النظرية و التطبيق مداخلة في الملتقى الوطني الأول حول: المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية "واقع وتحديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي -الشلف-، يومي 14-15/12/2004.
- 10- فريد كورتل، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات الدول العربية في إطار المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان- لبنان-، 13-14 مارس 2009.



- 11- محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة بحث مقدمة إلى مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي الإسلامي، جامعة الجنان-لبنان-، 13-14 مارس 2009.
- 12- ياسين بوناب، مداخلة بعنوان: جذور الأزمة المالية الحالية ودور صناديق التحوط فيها في إطار الملتقى الوطني التاسع حول: إدارة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 9-10 ماي 2011.

#### **4-المجلات:**

- 1- خلف محمد حمد الجبوري، دور استقلالية البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية مع الإشارة إلى التجربة العراقية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 23، 2011.
- 2- شريط عابد: معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 48-49 خريف 2009 - شتاء 2010.
- 3- شنوف شعيب، الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بومرداس- الجزائر-، العدد الثامن، ديسمبر 2010.
- 4- عبد الله خبابة، فائزة لعراف: الأزمات المالية والمصرفية العالمية السمات والخصائص المشتركة- دراسة تحليلية-، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، العدد التاسع والعشرون، فيفري 2013.
- 5- مفتاح صالح: الأزمة المالية العالمية، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010.

#### **5-التقارير:**

- 1- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009 .
- 2- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010.
- 3- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011.
- 4- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2012.



## الملخص:

عرف الاقتصاد العالمي ابتداء من سنة 2007 أزمة مالية حقيقية عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، حيث تعد الأزمة المالية العالمية من أسوأ الأزمات المالية وأكثرها حدة منذ أزمة الكساد الكبير لسنة 1929، خلفت العديد من التداعيات في معظم دول العالم بدأ بالاقتصاد الأمريكي لتنتقل إلى باقي الدول، مما دفع بالعديد منها للتصدي لها من خلال اتخاذ التدابير والاجراءات اللازمة لمواجهتها والحد من أثارها ومن بينها السياسة النقدية.

فقد عملت السياسة النقدية على التخفيف من تداعيات الأزمة حيث شملت تخفيضات متتالية في معدلات الفائدة إلى أن وصلت إلى مستويات متدنية وذلك بهدف تشجيع ودعم قدرة المؤسسات المالية في منح الائتمان بالإضافة إلى ذلك عملت على ضخ السيولة اللازمة في البنوك المتضررة لتقادي أي إفلاس وضمان الودائع للمقترضين.

## Abstract:

The global economy known as of the year 2007 a real financial crisis hit the economies of the developed and developing countries alike, where is the global financial crisis of the worst financial crises and most units since the Great Depression of 1929, left many consequences in most countries of the world began the US economy to move to other countries. Prompting many of them to address them by taking the necessary measures to confront and reduce their impact, including monetary policy and procedures.

Monetary policy has worked to alleviate the repercussions of the crisis which included successive cuts in interest rates that reached the low levels in order to encourage and support the capacity of financial institutions in the granting of credit in addition to that worked to pump liquidity into the affected banks to avoid bankruptcy and guarantee deposits to borrowers.