

السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية
 دراسة تجريبية التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا.
**Unconventional monetary policy for managing financial crises -A study of
 quantitative easing strategy in USA and Britain-**

- نييلة دودو :أستاذ مساعد صنف أ، جامعة فرحات عباس سطيف ، nabiladoc14@gmail.com
 - فوزي عبد الرزاق :أستاذ محاضر أ، جامعة فرحات عباس سطيف، abderzagfouzi20018@gmail.com

تاريخ النشر: 2020/06/21

تاريخ القبول: 2020/05/13

تاريخ الإرسال: 2020/02/18

ملخص

إن تزايد التحرير المالي وتطور الابتكارات المالية وظهور ممارسات مالية جديدة، أدى الى انتشار الازمات المالية الأكثر حدة مقارنة مع سنوات التسعينات من القرن الماضي، ومع تبني البنوك المركزية للدول التي عانت من هذه الازمات لاستخدام أداة معدل الفائدة في فترات الازمات واجهت هذه الأخيرة فشلا ذريعا في معالجتها من خلال عجزها عن اجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة خاصة خلال فترة الازمة المالية العالمية 2008؛ وعليه فشلت أدوات السياسة النقدية التقليدية في إدارة الازمات المالية؛ مما ألزم البنوك المركزية على اللجوء الى استخدام سياسة نقدية حديثة يطلق عليها اسم "السياسة النقدية غير التقليدية" قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة تهدف الى كبح التضخم وتنشيط الاقتصاد.
 الكلمات المفتاح: السياسة النقدية غير التقليدية، الأزمات المالية، التيسير الكمي، البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، بنك إنجلترا.

Abstract:

The increase of financial liberalization and development of financial innovations as well as appearance of new financial practices, led to spread of the most severe financial crises compared to ones in the 1990s. When central banks of the countries that suffered from these crises adopted using deposit rate tool, they faced catastrophic failure in managing these crises as they were unable to reduce the deposit rate, especially during the global financial crisis in 2008.

Therefore, the conventional monetary policy failed to manage financial crisis, which obliged the central banks to use a new monetary policy, which is called "unconventional monetary policy" and based on recent economic principles aim to control inflation and economic revitalization.

Key words: *unconventional monetary policy, financial crisis, quantitative easing, the US Federal Reserve Bank, the Bank of England.*

- مقدمة:

تعتبر البنوك المركزية من أهم المؤسسات الحكومية التي تعتمد عليها مختلف الدول في تنفيذ برامجها وسياساتها الاقتصادية؛ وذلك من خلال الدور الذي تأمل حكومات تلك الدول ان تؤديه هذه البنوك في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال إدارتها للسياسة النقدية ومراقبة أعمال الائتمان بصفة عامة. ومن اجل هذا تخص معظم دول العالم البنوك المركزية بصلاحيات معينة تميزها عن سائر البنوك الأخرى، وتسمح لها باستخدام أدوات واتخاذ قرارات سيادية لتمكينها من أداء الوظائف والمهام الموكلة اليها في خضم تحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة.

وعليه تحتل السياسة النقدية مكانة هامة بين أدوات السياسات الاقتصادية الأخرى؛ لما لها من تأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية؛ من خلال ارتباط حل المشكلات الاقتصادية كالبطالة والتضخم وتدهور قيمة العملات بالتدخل عن طريق إجراءات وأدوات السياسة النقدية، لتكثيف عرض النقود مع مستوى النشاط الاقتصادي والتلاؤم مع الظروف الاقتصادية التي تعيشها الدولة مما يؤدي الى التوازن والاستقرار الاقتصادي.

وعقب حدوث الازمة المالية العالمية 2008 اتجهت العديد من البنوك المركزية على المستوى العالمي على غرار البنك المركزي الأوروبي والبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الى اتباع "سياسات نقدية غير تقليدية" واسعة النطاق لتوفير الحوافز لتنشيط الطلب بهدف تعزيز النشاط الاقتصادي، كما كان لليابان أيضا تجربة في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية والتي تعتبر أولى التجارب على المستوى العالمي.

وعليه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

هل نجحت الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا في معالجة الأزمات المالية من خلال تطبيق السياسة النقدية

غير التقليدية؟

ويندرج ضمن هذا التساؤل الرئيسي مجموعة التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي أسباب تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا؟
- متى يمكن استخدام السياسة النقدية غير التقليدية؟
- هل نجحت تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية أم في بريطانيا؟

الفرضيات:

كإجابات مبدئية عن التساؤلات الفرعية ندرج الفرضيات التالية:

- إن عجز السياسة النقدية التقليدية في معالجة الازمات المالية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا أدى الى اللجوء الى تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية؛
- يمكن استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في كل الظروف الاقتصادية.
- نجحت تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية ولم تنجح في بريطانيا.

أهمية البحث:

تتجلى أهمية البحث، من خلال موضوع السياسة النقدية غير التقليدية، والذي يعتبر موضوع حديث ومتداول بكثرة في الآونة الأخيرة خاصة بعد الازمة المالية العالمية 2008 وانتقالها الى باقي دول العالم خاصة دول الاتحاد الأوروبي.

أهداف البحث:

نسعى من خلال هذا البحث تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- معرفة مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الازمات المالية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا؛
- التطرق الى اهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا؛
- التوصل الى أهم معايير نجاح السياسة النقدية غير التقليدية.

المنهج المتبع:

قصد الإجابة على إشكالية البحث، وتحقيق الأهداف المرجوة، سيتم اتباع المنهج الوصفي التحليلي في وصف ظاهرة الازمات المالية، وكذا التعرف بالدراسة والتحليل على موضوع السياسة النقدية غير التقليدية، بالإضافة الى الاستعانة بالمنج التاريخي، لسرد بعض الأحداث الخاصة بتطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات المالية، في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا.

I. السياسة النقدية غير تقليدية

I-1. تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية حسب الأهداف المراد تحقيقها، وحسب الأدوات المستخدمة.

I-1-1 تعريف السياسة النقدية غير التقليدية حسب الأهداف:

تعرف السياسة النقدية غير التقليدية، على أنها مجموعة الوسائل والإجراءات المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطات النقدية، للتأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة، وهذا يعني ان السياسة النقدية غير التقليدية، تقوم على أساس استهداف متغير اقتصادي حقيقي محدد كالنمو الاقتصادي، التشغيل وغيره من المتغيرات الأخرى. (علي، 2013، صفحة 60)

I-1-2 تعريف السياسة النقدية غير التقليدية حسب الأدوات المستخدمة:

هي سياسة نقدية يتم اللجوء اليها وقت الازمات وتقوم على تنفيذ تسهيلات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة في أسواق الاوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، بهدف دعم القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الازمة المالية. (Michel Joyce, 2012, p. 276)

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على انها قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان، مع سهولة حصوله على الأموال عن طريق اصدار سندات الحكومة بلا قيود وذلك بهدف تحفيز الاقتصاد (Mark Gerteler, 2010, p. 2).

وتشتمل السياسة النقدية غير التقليدية على جملة من الخصائص أهمها: (علي، 2013، صفحة 60)

- ان هدف السياسة النقدية غير التقليدية هو التركيز على المتغيرات الكمية كمعدل التشغيل أو مستوى انتاج معين، على عكس السياسة النقدية التقليدية التي كان هدفها استهداف معدل التضخم والعمل على استقرار الأسعار؛
- أصبحت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية كالتيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية وغيرها، بعد ان كانت أدوات السياسة النقدية التقليدية أدوات مباشرة وغير مباشرة؛
- يتم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في التعامل مع مشكلة السيولة؛ الامر الذي يعمل على توفير التمويل الكافي دون تكاليف للأنشطة الاقتصادية؛
- في فترة الازمات المالية ونقص السيولة، يمكن للبنك المركزي التدخل في إطار السياسة النقدية غير التقليدية لدعم تدفقات الائتمان والعمل كوسيط عن طريق اقتراض الأموال من المدخرين ثم اقراضها للمستثمرين.

I-2 دواعي استعمال السياسة النقدية غير التقليدية :

بشكل عام يتم اللجوء الى السياسة النقدية غير التقليدية في حالة فشل السياسة النقدية التقليدية عن تحقيق الأهداف المسطرة من قبل البنوك المركزية، حيث تؤثر هذه الأخيرة في الاقتصاد من خلال قناتين هما قناة معدل الفائدة وقناة الائتمان؛ وبالتالي تعثر هاتين القناتين يؤدي حتما الى فشل السياسة النقدية التقليدية، ويمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي (قلادي، الادوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية العالمية 2007-2008)، 2019، الصفحات 210-212):

- قناة معدل الفائدة وأسباب فشلها: عند القيام بتخفيض معدل الفائدة في إطار سياسة نقدية تقليدية ووصول المعدل الى الصفر، فانه لا يمكن اجراء تخفيضات أكثر لان معدل الفائدة لا يكون سالب، وفي هذه الحالة تفقد البنوك المركزية قدرتها على التأثير على المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيسي؛
- قناة الائتمان وأسباب فشلها: اغلب المتعاملين الاقتصاديين يعتمدون بشكل رئيسي على القروض البنكية، وبالتالي قناة الائتمان هي مهمة جدا لانتقال السياسة النقدية، كما تعتبر قناة مكملة لقناة معدل الفائدة؛ وعليه تتوقف قناة الائتمان عن العمل بشكل طبيعي في الحالات التالية:

- تسجيل خسائر في البنوك خلال الازمات ومنه انخفاض في مقدرتها على الإقراض؛
- انخفاض عملية الإقراض وارتفاع المخاطرة يزيد من تردد المقترضين؛
- عند توقف سوق ما بين البنوك الذي يعتبر مصدر تمويل البنوك التجارية بسبب فقدان الثقة بن الأطراف المتعاملين.

وعليه عند فشل السياسة النقدية التقليدية المطبقة من قبل البنوك المركزية لاحتواء الآثار الحادة للازمات المالية يتم اللجوء الى السياسة النقدية غير التقليدية.

I-3 أهداف السياسة النقدية غير التقليدية :

وعليه تسعى البنوك المركزية من خلال تطبيقها للسياسة النقدية غير التقليدية الى تحقيق ثلاث أهداف أولية تتمثل فيما يلي: (قبو، 2019، صفحة 53)

I-3-1 الرفع من كمية الأموال المتداولة في السوق :

يهدف تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين، ففي الظروف العادية لا يمكن تبني هذا الهدف لان الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير؛ أما في حالة الازمات المالية فيمكن اعتماده لان البنك المركزي مستعد لضخ الأموال بكميات محدودة كما انه يتم توجيه عرض النقود للدولة لأنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنها نفق هذه الأموال لمعالجة عجز الميزانية.

I-3-2 التأثير على انخفاض نسب الفائدة:

حيث يلتزم البنك المركزي بشكل صريح على إبقاء سعر الفائدة منخفضة جدا حتى مستوى الصفر لفترة طويلة وذلك بهدف الوصول الى أهداف معينة كمستوى معين من التضخم.

I-3-3 إزالة عوائق السيولة في أسواق القرض:

عن طريق شراء السندات مباشرة، وعليه كخطوة أولى يمكن للبنك المركزي أن يقوم عوض البنوك التجارية بالتوسيع في منح القروض للاقتصاد، وشراء السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد (سندات خاصة)، والهدف من هذه العمليات إعادة الحيوية لسوق السندات وتوفير التمويل للاقتصاد بشكل مباشر.

يمكن القول أن أهداف السياسة النقدية تطورت بعد أحداث الازمة المالية العالمية 2008 في ظل السياسة النقدية غير التقليدية والهدف الأساسي هو تحفيز الاقتصاد من خلال تحقيق هدف وسيط هو إعادة الاستقرار للقطاع المالي من خلال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي تكون أكثر فعالية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات عبر السوق المالي والتي تتوفر على ثقافة تسديد القروض الممنوحة للأسر والمؤسسات، مع الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الوساطة البنكية في التمويل وهذا للتأثير على نسب الفائدة المتعامل بها.

I-4 أدوات السياسة النقدية غير التقليدية :

I-4-1 التيسير الكمي: هو قيام البنك المركزي بإصدار فائض من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل؛ للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وبالتالي فالتيسير الكمي هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد عند عدم فعالية السياسة النقدية التقليدية؛ حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد. (علي، 2013، صفحة 60)

I-4-2 التسهيل النوعي: هو أداة أخرى من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، كما انه في بعض الأحيان يمكن اعتبارها نوع من أنواع التيسير الكمي، وفي ظل هذه يقوم البنك المركزي بتركيز أصوله على السندات بدلا من زيادة الكتلة النقدية (Gailla, 2013-2014) حيث يقوم البنك المركزي بشراء سندات أو أسهم خاصة أو

عمومية، مما يؤدي الى ارتفاع جانب الخصوم في البنك المركزي من خلال اصدار السيولة وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول، ومن انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتحفيز الاقتصاد عن طريق تشجيع الاستثمارات.

I-4-3 سعر الفائدة المنخفضة: هي إجراء يقوم من خلاله البنك المركزي بخفض معدل الفائدة عند ملاحظة وجود بطء في معدلات النمو الاقتصادي من اجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل الى مرحلة الانتعاش الاقتصادي (بوظرة، 2010، صفحة 317) وعلى هذا الأساس يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي قريب من الصفر لفترة معينة في إطار سياسة نقدية غير تقليدية وتوسعية، مع الإعلان عن مستوى تضخم مستهدف أعلى من السابق الذي كان سائدا في فترة الازمة والكساد (LTO, (2009, pp. 67-74 فمن المتعارف عليه أن بعض البنوك المركزية للدول تقوم باتباع سياسة استهداف التضخم؛ حيث يتم ضبط وتعديل سعر الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف. (علي، 2013، صفحة 60)

I-4-4 أداة توجيه استباقات المتعاملين (FG) Forward guidance

ترتكز هذه الأداة على ارسال إشارات إلى المتعاملين الاقتصاديين في الأسواق تخبرهم باتجاهات أسعار الفائدة في المستقبل، بعبارة أخرى يتم الإعلان من قبل البنك المركزي عن اتجاهات أسعار الفائدة في المستقبل، واستوحيت هذه الفكرة من نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد والتي من خلالها يتم استباق المتعاملين لارتفاع المستوى العام للأسعار الامر الذي يؤدي الى تحفيزهم على رفع انفاقهم الحقيقي الحالي.

حسب الاقتصادي Woodford فان أهمية أداة توجيه استباقات المتعاملين تبرز من خلال عاملين هما: (نظيرة، 2019، صفحة 215)

- الأول: إذا حاولت البنوك المركزية إقناع المتعاملين بأن السياسة النقدية ستكون أكثر مرونة من التي سائدة حاليا فان مستوى المعدلات المرتفعة خلال الفترة الحالية ستكون اقل ضررا على النشاط الاقتصادي في المدى القصير؛
- الثاني: ان التزام السلطات النقدية بتنفيذ قراراتها بفضل أداة توجيه FG يعزز من مصداقيتها ومن صحة الاستباقات.

الهدف من هذه الأداة هو الإبقاء على أسعار الفائدة في ظل الظروف الاستثنائية منخفضة نتيجة الإعلان عن معدلات الفائدة المستقبلية وهو الامر الذي يؤدي الى خفض تكلفة القروض وإعادة تنشيط الاقتصاد.

II. الأزمات المالية

II-1 مفهوم الأزمات المالية

يُقصد بالأزمة المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول، ومن أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهمته الرئيسية؛ مما يؤدي إلى تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، وتنتقل الآثار السلبية إلى قطاع الإنتاج والعمالة (زيدان، 2009، صفحة 10)

كما يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها: "حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة اقتصادية ثم انكماش اقتصادي، وعادة ما يصاحبها

انحصار القروض، أزمات السيولة، ضعف في الاستثمار، وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال". (الشيخ، 2009، صفحة 3)

II-2 أنواع الازمات المالية

II-2-1 الازمات المصرفية

يستخدم المصرف نسبة كبيرة من الودائع في عمليات الإقراض، ويحتفظ بنسبة محددة منها لتلبية طلبات السحب اليومية؛ إلا أنه عند حدوث ارتفاع مفاجئ ومتزايد على هذه الطلبات يواجه المصرف أزمة في شكل أزمة سيولة، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى المصارف الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية في بلد ذلك المصرف أو في مجموعة من البلدان الأخرى (فارة، بلا تاريخ) فسبب حدوث الأزمة المصرفية هو حالة الخوف التي تنتاب المودعين قد يكون سببها إخفاق أحد البنوك في الوفاء بالتزاماتها اتجاه المودعين، فيتجهون إلى سحب وداائعهم منها وهو ما يُعرف "بالذعر المالي"، وتستمر الازمات المصرفية وقتاً أطول بالمقارنة مع أزمات العملة كما أن لها آثاراً كبيرة على النشاط الاقتصادي، ويمكن التمييز بين نوعين من الازمات المصرفية هما (الدين، 2000)

- **الأزمة المصرفية العادية:** وفيها تضعف قدرة البنوك على الوفاء بالتزاماتها، وتتأثر ملاءتها نتيجة لزيادة الأصول المتعثرة؛
- **الأزمة المصرفية النظامية:** وفيها يصاب النظام المصرفي بالكامل بالعجز؛ إذ أن ضعف عدد من البنوك يزعزع الثقة في النظام كله.

وقد حدثت العديد من حالات التعثر المالي للبنوك مثل ما حدث في بريطانيا لبنك "Gurney & Over end"، وما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عندما انهار بنك الولايات المتحدة "Bank of United States" في عام 1931 وبنك "Bear Stearns" (زهان، 2010، صفحة 659).

II-2-2 أزمات العملة

تحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على العملة إلى تخفيض قيمتها، فعند اتخاذ السلطات النقدية لبلد ما قرار تعويم عملتها بهدف زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، يؤدي هذا إلى زيادة المضاربة على العملة في الأسواق النقدية؛ مما يتسبب في تخفيض قيمتها، وهو ما حدث في تايلاند عند قيام الحكومة التايلاندية بتخفيض قيمة عملتها "الباخت"، وقد كان هذا الإجراء السبب في حدوث الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997.

وحسب بعض المحللين الاقتصاديين يمكن التمييز بين نوعين من أزمات العملة: (مقران، 2009، صفحة 7)

- **أزمات العملة ذات الطابع التقليدي أو ذات الحركة البطيئة:** وهي التي تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة الذي يؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري؛ مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض في قيمة العملة من قبل السلطات النقدية؛

• أزمات العملة ذات الطابع الجديد: وتحدث نتيجة القلق الذي ينتاب المستثمرين حول جدارة الاقتصاد؛ مما يؤدي في حالة الأسواق المالية الأكثر تحملاً إلى الضغط السريع على سعر الصرف، وبالتالي انخفاض قيمة العملة.

ومنه فإن حدوث تغير في أسعار الصرف بسرعة بالغة يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة "ميزان المدفوعات".

II-2-3 أزمات أسواق المال

تحدث أزمة الأسواق المالية كنتيجة لارتفاع أسعار الأصول ارتفاعاً يفوق القيمة العادلة (الحقيقية) لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهو ما يعرف بظاهرة الفقاعة (*Bubble*)، ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول (الأسهم) عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الذي ينجم عن ارتفاع الأسعار وليس عن قدرة هذه الأصول على تحقيق الدخل (أي بسبب المضاربة)، مما يؤدي إلى زيادة الاتجاه نحو بيع الأسهم فتبدأ الأسعار في التراجع وتحدث حالة الانهيار وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأسهم الأخرى (فارة، بلا تاريخ) سواء في نفس القطاع أو في القطاعات الأخرى.

II-2-4 أزمات المديونية

تحدث أزمة المديونية عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى داخل البلد، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي، وأحسن مثال على ذلك أزمة المديونية لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية (ملدر، 2009، صفحة 6).

هذه الأنواع المختلفة من الأزمات المالية قد تحدث منفردة أو مجتمعة، فعلى سبيل المثال كانت أزمة جنوب شرق آسيا عبارة عن أزمات عملة وأزمات مصرفية وأزمات مديونية، كما قد تبدأ الأزمة في شكل نوع واحد ثم تتطور لتشمل عناصر الأنواع الأخرى من الأزمات؛ الأزمات المصرفية على سبيل المثال غالباً ما تسبق أزمات العملة.

III. الأزمات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا

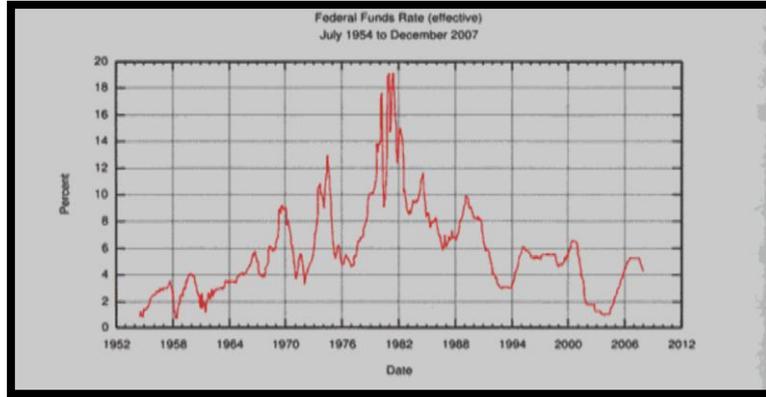
III-1. أزمة الرهن العقاري الأمريكية 2008:

III-1-1. جذور أزمة الرهن العقاري الأمريكية:

على الرغم من أن بؤادر الأزمة المالية العالمية ظهرت في سبتمبر 2007، إلا أن جذورها بدأت تتكون مع بداية الثمانينات داخل الاقتصاد الأمريكي؛ حيث تم تحرير أسواق الرهن العقاري، مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة وكذلك إنشاء سوق ثانوية للرهن العقاري؛ مما أدى إلى سهولة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق المال، وقد أدى ذلك التطور إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية إلى دخول سوق الرهن العقاري (السلام، 2009، الصفحات 3-4).

وبعد انفجار فقاعة الأنترنت في 2000 واستجابة لتوقعات الاقتصاديين وتوقعات البنك الاحتياطي الفدرالي باحتمال حدوث ركود اقتصادي عام 2001، قام هذا الأخير بتخفيض سعر فائدة الإقراض ما بين البنوك ليصل خلال عام 2001 إلى 1.75% والذي يعتبر أدنى مستوى له منذ عام 1961 مثلما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (1): تطور مؤشر أسعار الفائدة الاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك خلال الفترة 1954-2008



المصدر: على قندح، الأزمة المالية العالمية... الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، على الموقع الإلكتروني:

http://www.abj.org.jo/AOB_Image/63382117794859.pdf، الأردن: جمعية البنوك، (تاريخ الزيارة: 2020/04/02).

وقد أدت عملية تخفيض أسعار الفائدة إلى توجيه الاستثمار إلى القطاع العقاري الأمر الذي سمح بتشكيل الفقاعة العقارية وانفجارها في صيف 2007، بالإضافة إلى انتهاج الولايات المتحدة الأمريكية ما يعرف بسياسة مكافحة الإرهاب بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 وتخصيصها القسم الأكبر من حجم الائتمان لتنفيذ هذه السياسة، إلى جانب الاقتراض من الخارج لمواجهة الإنفاق الكبير على الحروب في أفغانستان والعراق.

III-1-2. أسباب أزمة الرهن العقاري الأمريكية:

يمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية في النقاط التالية.

• الإفراط في منح القروض العقارية الأقل جودة (الفقاعة العقارية)

وهي قروض تمنح للذين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55%، أو الذين تكون لديهم نسبة مبلغ القرض إلى قيمة الثروة تزيد عن 85%؛ أي أنها تُمنح للراغبين في اقتناء مساكن دون الاشتراط بأن يكون لديهم ملاءة مالية (العقون، 2009، الصفحات 5-6)، وقد شهدت أسواق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ازدهاراً كبيراً خلال الفترة من 2001 إلى 2006؛ مما شجع المصارف والمؤسسات المالية الأمريكية على منح القروض العقارية بدرجة عالية من المخاطر بهدف تحقيق أرباح عالية؛ حيث بلغت قيمة القروض العقارية الممنوحة في نهاية 2006 حوالي 700 مليار دولار (فارة، ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية، 2009، صفحة 10).

ونتيجة لقيام البنوك بمنح تسهيلات ائتمانية تمثلت في منح قروض الرهن العقاري الأقل جودة أو ما يُعرف بالقروض العقارية ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة "Subprime"، أدت هذه السهولة في تمويل شراء العقارات إلى تزايد الطلب عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها إلى مستويات عالية جداً، حتى تشكلت في سوق العقارات ما يُعرف بظاهرة "الفقاعة" (Bubble)؛ أي ارتفاع الأسعار إلى حدود ليس لها علاقة بالقيمة الحقيقية للعقارات.

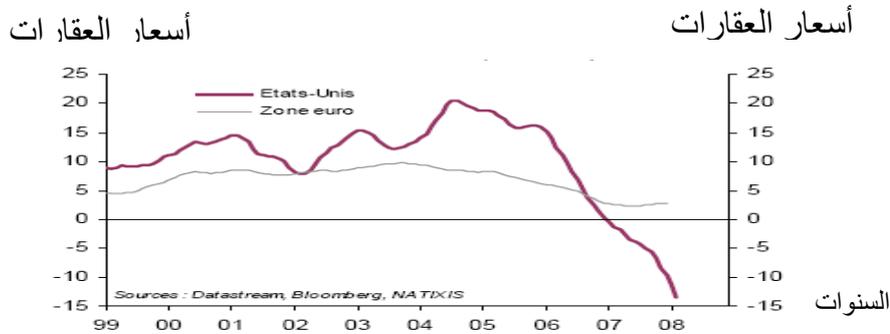
• **التوريق (la titrisation):** عملية التوريق من الأسباب التي أدت إلى تفاقم وتدويل الأزمة المالية؛ حيث قامت البنوك الأمريكية بتحويل القروض العقارية إلى مجموعة من السندات المرهونة بالعقار وبيعها لبنوك استثمار ومؤسسات مالية أمريكية وأجنبية، وخلال الفترة من 2001 إلى 2006 تم تحويل من 60% إلى 80% من القروض العقارية عالية المخاطر إلى سندات يتم تداولها في الأسواق المالية.

• **التعامل بالمشتقات المالية (الفقاعة المالية):** ازداد التعامل بالمشتقات المالية في السنوات الأخيرة لتصل قيمتها إلى أكثر من 600 تريليون دولار، وساهمت بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية العالمية لأن التعامل بها لا يتم على أساس الاقتصاد الحقيقي وإنما يتم على أساس الرهان والمضاربة، بالإضافة إلى أنها تتضمن عدة مخاطر منها المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق والمخاطر الرقابية والقانونية (قريد، 2009، صفحة 260).

• **رفع سعر الفائدة:** خلال عام 2007 اتخذ البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي قراراً مفاجئاً، يتمثل في رفع سعر الفائدة إلى 5%، بعدما كان 1% خلال عام 2003، وهذا راجع إلى ارتفاع قيمة الدولار، في محاولة منه للحد من ارتفاع نسبة التضخم، وحتى تتمكن المصارف من تمويل احتياجاتها، قامت هي الأخرى برفع أسعار الفائدة على القروض العقارية؛ مما أدى إلى عجز المقترضين عن سداد ديونهم للمصارف، الأمر الذي دفعهم إلى اللجوء إلى عرض عقاراتهم للبيع من أجل سداد ديونهم (لشهب، 2010، صفحة 68).

وخلال هذه الفترة ارتفعت نسبة العقارات المعروضة للبيع من قبل الأفراد والشركات، وكنتيحة طبيعية للزيادة الكبيرة للعرض على الطلب، بدأت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في الانخفاض، مما يعني انفجار فقاعة العقارات في صيف 2007، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح تطور أسعار العقارات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو خلال الفترة من 1999 إلى 2008.

الشكل رقم (2): أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو خلال الفترة 1999-2008



Source: Patrick ARTUS, 'Comment éviter une finance procyclique ?', Flach économie, mai 2008, N° 200, P.2. Site internet :

III-1-3 تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي

وظهرت أعراض هذه الأزمة على كافة مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي للولايات المتحدة على النحو التالي:
(الاقتصادية، 2008، صفحة 68)

- تفاقم العجز في الميزانية، والذي وصل لأقصاه في الربع الأول من عام 2008، حيث أصبح يمثل حوالي 9.2 % من الناتج المحلي الإجمالي. كما تمّ التوقع بارتفاع عجز الموازنة في نهاية عام 2008 من حوالي 100 مليار دولار إلى 258 مليار دولار دون تكاليف خطة إنعاش الاقتصاد مقابل 163 مليار دولار عام 2007؛
- ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 36 تريليون دولار، فحسب إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية، فقد ارتفعت الديون الحكومية لتشكّل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل إلى 6.27 تريليون دولار، منها حوالي 2.09 تريليون دولار ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري، وحوالي 4.18 تريليون دولار ديون على الشركات؛
- تزايد تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي منذ شهر جانفي 2008، حيث شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفاً في أنشطتها نتيجة لارتفاع أسعار المواد والسلع الأولية والطاقة؛
- ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت 5.4%، علاوة على ارتفاع معدلات البطالة إلى 1.5 % وفقدان أكثر من 3 مليون شخص لوظائفهم بمعدل 80 ألف وظيفة شهرياً ليصل إجمالي من فقدوا وظائفهم في الاقتصاد الأمريكي بسبب أزمة الرهن العقاري حتى ماي 2008 أكثر من نصف مليون شخص؛
- انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ عام 1992 نتيجة تخوف المستثمرين، حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك، ومؤشر الطلب على الاستهلاك إلى أدنى قيم لهما منذ أكتوبر 2001؛
- تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 50%، لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح كافيًا فقط لسد العجز في الميزان التجاري الأمريكي، الذي بلغ حوالي 60 مليار دولار؛
- الهبوط السريع في سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني وهو أدنى سعر له منذ التسعينات، كما وصل اليورو إلى ما بعد حاجز الدولار والنصف لأول مرة منذ صدور اليورو، وهو ما أدى لتزايد التحول عن التعامل بالدولار سواء من الأفراد أو الدول؛
- تراجع أرباح البنوك الأمريكية، وذلك بسبب عدم تحصيل الديون العقارية، وتوالي الإعلان عن انهيار صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك، بسبب القروض العقارية الرديئة، وحدوث عمليات بيع واستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جداً، بعد تراجع أسعار أسهم المصارف بشكل كبير.

• زيادة مشتريات الأجانب لخصص في الشركات والمصانع الأمريكية، وذلك بسبب تراجع أسعار الأسهم وتراجع قيمة الدولار، حيث بلغت هذه المشتريات حوالي 414 مليار دولار في نهاية الربع الأول من عام 2008، وذلك بنسبة زيادة حوالي 90 % مقارنة بنفس الفترة من عام 2006 .

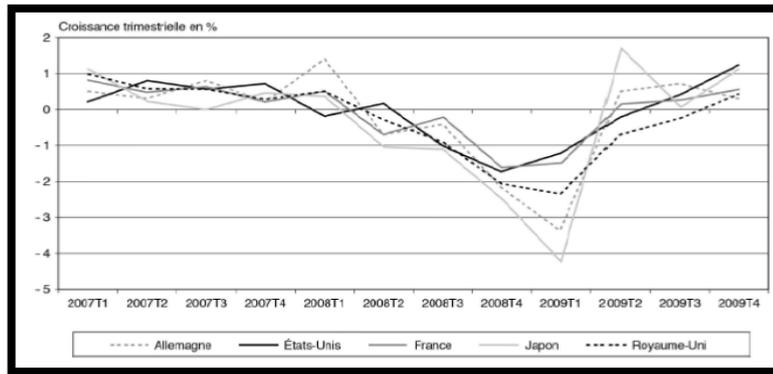
وبالإضافة لما سبق قدّرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إجمالي الخسائر الاقتصادية الأمريكية بسبب أزمة الرهن العقاري بحوالي 350 إلى 540 مليار دولار، بينما قدر صندوق النقد الدولي هذه الخسائر بحوالي 945 مليار دولار.

III-2. أزمة الديون السيادية في بريطانيا:

شهدت منطقة اليورو منذ نهاية 2009 وبداية 2010 أزمة مالية حادة عرفت بأزمة الديون السيادية لأنها كانت مرتبطة بعجز بعض دول المنطقة على تسديد ديونها، وتعتبر هذه الأزمة كامتداد لازمة الرهن العقاري الأمريكي والتي مست الاقتصاد العالمي منذ 2008، وقد ظهرت الشرارة الأولى لأزمة الديون السيادية الأوروبية في اليونان التي عجزت عن تسديد ديونها اتجاه البنوك ومؤسسات مالية وصناديق الاستثمار وازدادت حدتها مع بداية 2011 بانتقالها الى كل من البرتغال وإيرلندا وإيطاليا وإسبانيا وكذلك بريطانيا.

رغم أن بريطانيا ليست عضو في منطقة اليورو؛ إلا انها تأثرت بأزمة الديون السيادية الأوروبية؛ حيث واجهت ركود اقتصادي كبير منذ حدوث الأزمة، وهذا راجع الى التباطؤ الاقتصادي العالمي خلال تلك الفترة الامر الذي أدى الى انخفاض الناتج الداخلي الخام في بريطانيا وبعض الدول الأخرى مثلما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (3): تطورات معدلات نمو الناتج الداخلي الخام في بريطانيا وبعض الدول الأخرى



المصدر: بوعروج لمياء، الاقتصاديات الأوروبية في مواجهة الأزمة المالية وأزمة الديون السيادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 47، جوان 2017، ص 433، نقلا عن: Comptes nationaux trimestriels, instituts de statistiques nationaux des pays représentés.

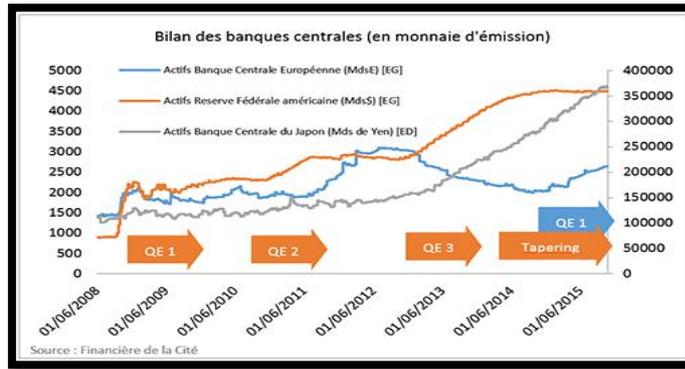
من خلال الشكل نلاحظ انه مع نهاية 2007 وبداية 2008 عرفت معدلات الناتج الداخلي الخام في بريطانيا انخفاضا شديدا حيث قدر بـ 3.5% سالبة؛ وهذا راجع الى أن هذه الفترة هي بداية الأزمة المالية العالمية 2008 وانتقالها الى أوروبا بصفة عامة وبريطانيا بصفة خاصة.

بالإضافة الى تراجع الأسواق المالية في بريطانيا وانخفاض مؤشر البورصة مما دفع بالمملكة المتحدة الى الإسراع في تطبيق خطط انقاذ وتبني سياسة نقدية غير تقليدية بهدف تحقيق مستوى أفضل للنمو الاقتصادي وتجنب الركود.

IV. تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا

يمكن القول أن استخدام سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان من خلال الإجراءات التي اتخذها بنك اليابان في الفترة 2001-2006، فبعد الوضع الاقتصادي الذي شهده اليابان في نوات التسعينات جعل العديد من الاقتصاديين أمثال Paul Krugman بتحليل أثر السياسة النقدية في ظل معدلات الفائدة المنخفضة وهو ما أعاد الجدل حول وجود مصيدة السيولة. وبعدها تم استخدام التيسير الكمي بعد أزمة الرهن العقاري 2008 من قبل كل من بنك اليابان، والبنك المركزي الأوروبي، والبنك الاحتياطي الأمريكي مثلما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (03): التيسير الكمي في كل BCE/FED/BOJ



Source : Emmanuel Sales, Quelle sortie pour les politiques d'assouplissement quantitatif?, Question d'Europe n°374, 7 décembre 2015, P04.

IV-1 التجربة الأمريكية:

نتيجة للآثار الحادة التي خلفتها أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي، سارعت الحكومة الأمريكية إلى اتخاذ العديد من الإجراءات تمثلت في صياغة خطة الإنقاذ الأمريكية من قبل وزير الخزانة الأمريكية "هنري بولسون"؛ حيث تقوم هذه الخطة على السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة مرتبطة بالرهن العقاري بقيمة 700 مليار دولار، ويُعد هذا الأمر أكبر تدخل حكومي في الأسواق المالية منذ أزمة الكساد الكبير الذي تعرض له العالم في الفترة 1929-1932، وتهدف هذه الخطة إلى توفير السيولة اللازمة لمنع انهيار النظام المالي العالمي، بالإضافة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار.

IV-1-1 التيسير الكمي الأمريكي

تمثلت أهم اهداف سياسة التيسير الكمي للبنك الفدرالي الأمريكي في النقاط التالية: (الرفاعي، بلا تاريخ)

- زيادة الثقة بأداء الاقتصاد الأمريكي وتحسين مؤشراتته خاصة في سوق العمل ومعدلات النمو الاقتصادي؛
- دعم سوق العمل ومكافحة التضخم؛
- أن تشمل التغييرات خفضاً أولياً في مشتريات السندات مع استمرار الخفض المتتالي حتى نهاية عام 2015 مع توقع التوقف تماماً عن شراء السندات وزيادة عرض الدولار عوض الانسحاب بسرعة من سياسة التيسير الكمي؛
- استهداف معدلات الفائدة الصفرية؛ حيث سيظل معدل الفائدة المستهدف بين صفر و0.25% بهدف استمرار رفع مستويات الإقراض وزيادة مستويات الانفاق الاستثماري حتى نهاية 2015.

IV-1-2 مراحل التيسير الكمي الأمريكي :

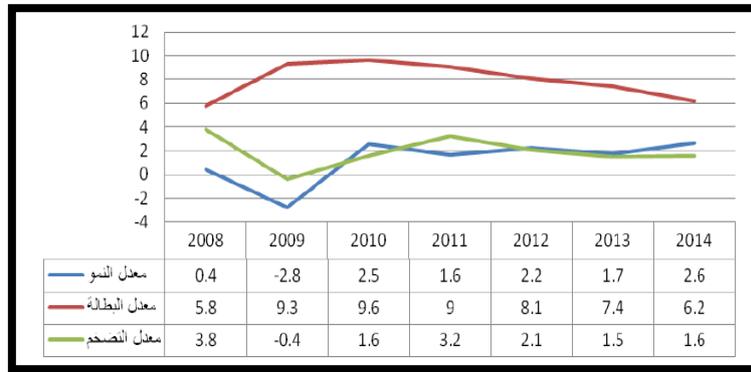
وفيما يلي مراحل التيسير الكمي الأمريكي والتي نلخصها في النقاط التالية: (فتيحة، 2016، صفحة 19)

- قبل أزمة الرهن العقاري 2008 قام الاحتياطي الفدرالي بضخ ما يقارب 700 بليون دولار من الخزينة من خلال سياسة السوق المفتوحة؛ أي بمعدل 100 مليون دولار أسبوعياً، وبعد الأزمة قام البنك بضخ 2 ترليون دولار من الخزينة متبوعاً بشراء 10 بليون دولار من سندات الحكومة طويلة الأجل شهرياً؛
- تطبيق الخطة الأولى من سياسة التيسير الكمي QE1 بداية من نوفمبر 2008 والتي ركزت على شراء سندات الرهن العقاري بقيمة 100 بليون شهرياً، ومع انتهاء QE1 سنة 2010 استحوذ الاحتياطي الفدرالي على 1.25 ترليون دولار من سندات الرهن العقاري و30 بليون دولار من سندات الحكومة و175 بليون دولار من ديون الوكالات؛
- بداية الخطة الثانية من التيسير الكمي QE2 في نوفمبر 2010 ثم من خلالها شراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية وامتدت الى غاية جوان 2011؛
- اتباع الخطة الثالثة من التيسير الكمي QE3 في سبتمبر 2012 والتي طبقت الى غاية ديسمبر 2013 حيث تم شراء 85 بليون دولار من السندات منها 45 بليون دولار سندات حكومية و40 بليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة، مع إقرار التخفيض من السندات الحكومية التي تم شراؤها بـ 10 بليون دولار.
- مع نهاية 2014 قرر مجلس المحافظين في الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وقف خطة التيسير الكمي بعد أن بدأت في نوفمبر 2008 الى ديسمبر 2014 وذلك بضخ في الاجمال 4.4 ترليون دولار، ليبدأ التمهيد لسياسة التراجع عن سياسة التيسير الكمي بالاتجاه الى رفع سعر الفائدة من خلال ما يلي: (فتيحة، 2016، صفحة 19)
- حث المقترضين على تقليص حجم القروض المطلوبة؛
- تسوية القروض عن طريق الخصم؛
- الرفع من سعر الفائدة على الودائع لتشجيع المستثمرين على إيداع أموالهم لدى البنوك؛
- الرفع من نسبة الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي؛
- استرجاع قيمة السندات عن طريق بيعها من خلال عمليات السوق المفتوحة.

يمكن القول أن تطبيق السياسة النقدية التقليدية من خلال تطبيق خطط التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية يكون في الفترات الاستثنائية فقط؛ أي في حالة الركود الاقتصادي الذي حدث بعد أزمة الرهن العقاري 2008، وما إن بدأ الاقتصاد الأمريكي بالتعافي حتى تم التراجع تدريجياً عن تطبيق أداة التيسير الكمي، والعودة إلى أداة السوق المفتوحة في ظل سياسة نقدية تقليدية.

اتبع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لسياسة التيسير الكمي في ثلاث برامج، استهدف البرنامج الأول تنشيط السوق المالي وإنقاذ المؤسسات المالية الكبرى من الإفلاس، أما البرنامج الثاني والثالث فههدف من خلاله البنك إلى دعم وتحفيز الاقتصاد الحقيقي من خلال ضخ السيولة اللازمة؛ مما أثر ذلك على المتغيرات الاقتصادية الكلية مثلما يوضحه الشكل الموالي.

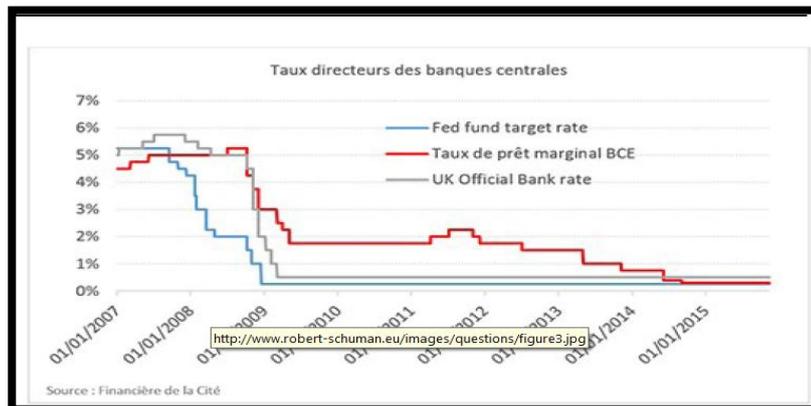
الشكل رقم (02): تطور بعض متغيرات الاقتصاد الكلي الأمريكي خلال فترة تطبيق سياسة التيسير الكمي



المصدر: هدى هذباء يونس، ماجدة مدوخ، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد، 2019، ص 344، نقلا عن: <https://data.albankaldawli.org/country/united-states?view=chart>

IV-2 التجربة البريطانية : تضمنت خطط الإنقاذ البريطانية في بداية الأمر امداد البنوك بنحو 37 مليار جنيهه إسترليني، وبالنظر إلى عمق تأثير بريطانيا بالأزمة المالية فقد قامت بضخ 500 مليار جنيهه إسترليني، بالإضافة إلى تخفيض أسعار الفائدة وهذا منح الاقتصاد الأموال اللازمة لدفع عجلة النمو الاقتصادي وتجنب الكساد، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح نسب الفائدة الرئيسية لبعض البنوك المركزية العالمية ومن بينهم بنك إنجلترا.

الشكل رقم (3): معدلات الفائدة الرئيسية لبعض البنوك المركزية وبنك إنجلترا



المصدر: بوعروج لمياء، الاقتصاديات الأوروبية في مواجهة الازمة المالية وأزمة الديون السيادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 47، جوان 2017، ص 433، نقلا عن: <https://www.financieredelacite.com>، retrieved from *financière de la cité*.

من خلال الشكل نلاحظ أنه مع نهاية 2008 وبداية 2009 وهي فترة حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية قام بنك إنجلترا بتخفي معدل الفائدة من 2% الى 0% واستمرت معدلات الفائدة الصفرية الى غاية نهاية 2015.

كما اشتملت خطة الإنقاذ البريطانية أيضا على استثمار 25 مليار جنيه إسترليني مباشرة في حصة الأسهم، كما كانت تدخلات الحكومة البريطانية لإدارة الأزمة المالية من خلال ما يلي (الكساسة، صفحة 29):

- تدخلت الحكومة البريطانية لإنقاذ بنك "أتش بي أو أس" عن طريق قيام بنك "لويدر" بشراؤه بمبلغ 12 مليار جنيه إسترليني؛

- قيام البنك البريطاني (*Lloyds TSB*) بالاستحواذ على (*HBOS*) وهو من أكبر البنوك العقارية المقرضة في بريطانيا؛

- إنعاش سوق العقارات من الركود بتكلفة تصل إلى نصف مليار جنيه إسترليني؛

- قيام الحكومة البريطانية في فيفري 2008 بتأميم بنك *Northern Rock*؛

- ضمان 250 مليار جنيه إسترليني، أي ما يعادل 450 مليار دولار من القروض التي تمنحها الشركات لبعضها البعض؛

- توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي تبلغ 37 مليار جنيه إسترليني، أي ما يعادل 64 مليار دولار لدعم عدد من المصارف الكبرى في البلاد من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل؛

- توفير السلطات لضمان كامل للودائع من أجل المساعدة على استرداد ثقة المودعين مع اشتراط على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين لهذه المصارف وتخفيض التوزيعات النقدية

وقد استفادة بريطانيا من حرية أكبر في تطبيق سياستها النقدية وذلك لأنها ليست عضو في منطقة اليورو، وكغيره من البنوك المركزية في العالم تبنى إنجلترا سياسة نقدية غير تقليدية لمواجهة تداعيات أزمة 2008 وتمثلت اهم أدوات هذه السياسة فيما يلي: (طالب، 2016)

- برنامج لشراء الأصول من قبل بنك إنجلترا دخل حيز التنفيذ مارس 2009 وبلغت قيمته حتى نوفمبر 2012 حوالي 375 مليار جنيه إسترليني وهو يعتبر أكبر اجراء غير تقليدي اتخذته بنك إنجلترا من خلال شراء سندات الخزينة البريطانية المتوسطة وطويلة الأجل؛ حيث بلغت قيمتها حوالي ربع الناتج الداخلي الخام السنوي وهذا بهدف خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل من اجل تحسين شروط الإقراض داخل الأسواق البريطانية وكل هذا في ظل سياسة التيسير الكمي؛

- قام بنك إنجلترا بتبني احتياطي من السيولة موجه للاستجابة للضغوطات ذات الطابع المتزايد يتم تقديمها في شكل خطوط سيول تفتح بشكل شهري وهو ما يعرف بـ **Extended Collateral Term Repo Facility**

يمكن القول أن السياسة النقدية الغير تقليدية في بريطانيا لم تتضمن التيسير الكمي فقط بل تم تبني أدوات أخرى كاستخدام سعر الفائدة المنخفض؛ حيث اتخذ بنك إنجلترا منذ جويلية 2012 إجراء آخر غير تقليدي وهو Funding For Lerdin Shem للسماح للبنوك بالحصول على التمويل بمعدلات فائدة أقل عن معدلات الفائدة السائدة في السوق وهذا كرد فعل لاشتداد أزمة منطقة اليورو، ويختلف هذا الاجراء عن إجراء إعادة التمويل على المدى الطويل الذي تبناه البنك المركزي الأوروبي في كونه مرتبط بالقروض التي تمنحها البنوك للمؤسسات، كما سمح أيضا بخفض معدلات التمويل على المدى الطويل وكذلك معدلات القروض العقارية (طالب، 2016).

ومن خلال الجدول الموالي يمكن توضيح أهم عمليات التيسير الكمي التي قام بها بنك إنجلترا.

الجدول رقم (1): عمليات التيسير الكمي لبنك إنجلترا

التاريخ	القيمة (مليار أورو)	نوع الأصول المشتركة
سبتمبر 2009	150	سندات الخزينة وكمية محدودة من الأوراق المالية ذات الجودة العالية التي يصدرها القطاع الخاص
أكتوبر 2010	75	
ديسمبر 2010	50	
فيفري 2012	50	
جويلية 2012	50	
المجموع	375	

المصدر: عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 02، المجلد 04، جامعة كركوك، العراق، 2014، ص ص: 131.

وبحلول عام 2014 قام بنك إنجلترا بضخ 410 تريليون جنيه إسترليني، وهو الامر الذي أدى الى ظهور نوع من الانتعاش في الاقتصاد البريطاني؛ إلا أن انخفاض التضخم الى ما دون المستوى المستهدف 2%؛ حيث وصل الى 0%، ومع بداية 2014 أصبح الاقتصاد البريطاني مهدد بالانكماش الحاد، وبالتالي فعدم وصول بنك إنجلترا الى الأهداف المسطرة لسياسته النقدية دليل على عدم نجاح السياسة النقدية غير التقليدية في بريطانيا.

أما بالنسبة للتجربة الامريكية فيرى العديد من الاقتصاديين أنها التجربة الوحيدة الناجحة في مجال تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية وبشكل خاص سياسة التيسير الكمي، فقيام الاحتياطي الفدرالي الامريكي ببرنامج تخفيف كمي تمثلت فكرته الأساسية في شراء أكبر عدد ممكن من الأصول المالية، وبالتالي بدء البرنامج بسلسلة تخفيضات في أسعار الفائدة ما نتج عنه ضخ 3.7 تريليون دولار إضافية في الاقتصاد الأمريكي، وبحكم المكانة الاقتصادية العالمية له، أثر ذلك على باقي الاقتصاد العالمي؛ وهو ما سمح بتعافي الاقتصادي الأمريكي واللجوء الى رفع معدلات الفائدة بداية من عام 2018 وهو ما يعني الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية والرجوع الى تطبيق السياسة النقدية التقليدية، كما أن الزيادة في أسعار الفائدة التي كانت مع بداية عام 2019 كانت بهدف تخفيض قيمة الدولار لصالح الصادرات الامريكية في ظل حرب تجارية خاصة مع الصين.

الخاتمة:

من خلال معالجتنا لموضوع السياسة النقدية غير التقليدية تبين لنا أن هذه الأخيرة ورغم تطبيقها لأول مرة في اليابان في 2001 إلا أنها بدأت تظهر للعيان بعد الأزمة المالي العالمية 2008؛ حيث اتجهت العديد من البنوك المركزية العالمية كالبنك الاحتياطي الأمريكي وبنك إنجلترا إلى اتباع أدوات غير تقليدية في تسيير السياسة النقدية لإدارة الازمات المالية التي حدثت ومن أجل دفع عجلة النمو الاقتصادي وتجنب الانهيار المالي وخفض مستويات البطالة، وقد تمثلت هذه الأدوات في الأساس سياسة التيسير الكمي والنوعي وسياسة سعر الفائدة المنخفضة.

ومن خلال مقارنة التجربة البريطانية مع التجربة الأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تبين أن التيسير الكمي نجح في الولايات المتحدة الأمريكية ولم ينجح إلى حد ما في بريطانيا لأن هذه الأخيرة كانت ضمن الاتحاد الأوروبي، خاصة بعد ارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية في 2018؛ الأمر الذي ساعد على ازدهار الاقتصاد الأمريكي نتيجة انخفاض البطالة ووصول معدلات التضخم إلى المستويات المستهدفة.

اختبار الفرضيات:

- تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية كبديل للسياسة النقدية التقليدية عند فشل هذه الأخيرة في معالجة الاختلالات الاقتصادية التي نتجت عن الأزمة المالية العالمية 2008، وهو ما لاحظناه في كل من بريطانيا في ظل أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، وكذا الولايات المتحدة الأمريكية، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

- يتم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الفترات الاستثنائية، فاستخدامها، في الظروف العادية يؤدي إلى نتائج عكسية، فلو فرضنا أن معدلات التضخم مرتفعة ووصلت إلى مستوياتها المستهدفة فعند استخدام التيسير الكمي مثلاً يؤدي إلى ارتفاع التضخم وربما يصل إلى مستويات أتين يصبح خطر على الاقتصاد وما ينتج عنه من إضعاف العملة، فاستخدام السياسة النقدية غير التقليدية في كل من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية كان عقب حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الثانية.

- من خلال تطرقنا ولو بالجزء القليل إلى تجربة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا في مجال تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية تبين أن هذه الأخيرة كانت أكثر فعالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وأقل فعالية في بريطانيا التي تندرج ضمن كتلة اقتصادي، وذلك لأن البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي طبق السياسة النقدية غير التقليدية في ظل سياسة مالية أمريكية واحدة، بينما بنك إنجلترا طبقها في ظل سياسات مالية مختلفة وهو الأمر الذي حال دون الوصول إلى الأهداف المسطرة وبالتالي عدم فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في بريطانيا، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

نتائج الدراسة:

من خلال التطرق إلى دراستنا هذه توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- إدارة الأزمات المالية في دول مندرجة ضمن اتحاد اقتصادي مثلما هو الحال بالنسبة لبريطانيا تكون أصعب من معالجتها في دولة منفردة، وخير مثال على ذلك الولايات المتحدة الأمريكية التي استطاعت احتواء آثار أزمة الرهن العقاري في فترة قصيرة، على عكس بريطانيا التي عانت من ضعف في النمو الاقتصادي عقب أزمة الديون السيادية الأوروبية؛
- من جهة أخرى عند مقارنة إدارة أزمة الديون السيادية في بريطانيا مع دول أخرى عضو في الاتحاد الأوروبي ولكن مندرجة ضمن منطقة اليورو، نجد أن بريطانيا كان لها نوع من الحرية في تطبيق السياسة النقدية الخاصة بها؛ فبإقضي الدول الأعضاء في منطقة اليورو تخضع لسياسة نقدية موحدة يديرها البنك المركزي الأوروبي.
- أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي بصفة عامة وبريطانيا بصفة خاصة كانت ناتجة عن انتقال أزمة الرهن العقاري الأمريكية الى أوروبا، وبالتالي هي تعد اختبارا حقيقيا للوحدة الاقتصادية الأوروبية؛
- اللجوء الى السياسة النقدية غير التقليدية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا كان بعد فشل السياسة النقدية التقليدية في إدارة الأزمات المالية والتخفيف من آثارها؛
- تعتبر أداة التيسير الكمي من اهم أدوات السياسة النقدية الغير تقليدية المستخدمة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، نظرا لاستخدامها بشكل واسع مقارنة بالأدوات الأخرى كالتيسير النوعي وتوجيه استباقات المتعاملين من جهة، ومساهمتها بشكل كبير في تشجيع البنوك على الإقراض للشركات والأسر من جهة أخرى؛ الامر الذي اعطى دفعة مهمة للنمو الاقتصادي والتخفيف من بعض الآثار الحادة للأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا؛
- تعافي الاقتصاد الأمريكي بعد تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية لمواجهة أزمة الرهن العقاري الأمريكية التي سرعان ما تطورت الى أزمة مالية عالمية وكذا الوصول الى معدلات التضخم المستهدفة دليل على نجاح سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية، في المقابل نجد عدم تحقيق الأهداف المسطرة من قبل بنك إنجلترا خاصة فيما يتعلق بتحقيق معدل تضخم مستهدف (2%) دليل على فشل برنامج التيسير الكمي في بريطانيا.

قائمة المراجع:

1 المراجع باللغة العربية:

- 1- الداوي الشيخ، " الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها"، على الموقع الالكتروني : <http://www.jinan.edu.lb/conf/Money/3/drdaouicheikh.pdf> ، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان- طرابلس، لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009.
- 2- الطاهر هارون، نادية العقون، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي بدليل البنوك الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الانسانية، جامعة الامير عبد القادر للعلوم الاسلامية، قسنطينة، يومي 5 و 6 ماي 2009.
- 3- إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي"، على الموقع الالكتروني: <http://www.jinan.edu.lb/conf/Mony/1/dreljouzi.pdf> ، مجلس الغرف السعودية، 10 أكتوبر 2008
- 4- زايد عبد السلام، يزيد مقران، " الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية- دراسة حالة: الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر-"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و 6 ماي 2009.

- 5- بربش عبد القادر، طرشي محمد، "التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية - أزمة الرهن العقاري"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2009.
- 6- بدعة لشهب، "الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 52، 2010.
- 7- بوعروج لمياء، الاقتصاديات الأوروبية في مواجهة الأزمة المالية وأزمة الديون السيادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 47، جوان 2017.
- 8- صاري علي، "السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والاهداف"، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013.
- 9- عمر عبو، كمال قبو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد-عرض تجارب دولية- مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسة بن بوعلج، الشلف، المجلد 5 العدد 1، جانفي 2019
- 10- عرفات تقي الحسني، " التمويل الدولي " عمان: دار مجدلاوي للنشر، 1999
- 11- عمرو محيي الدين، أزمة النور الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، القاهرة: دار الشروق للنشر، 2000.
- 12- عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 02، المجلد 04، جامعة كركوك، العراق، 2014،
- 13- على فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، "الأزمة المالية العالمية: حقيقتها.. أسبابها.. تداعياتها.. وسبل علاجها"، على الموقع الإلكتروني: <http://www.fichier-pdf.fr/2012/01/01/03/fichier-sans-nom/fichier-sans-nom.pdf>
- 14- سمير بوعافية، مصطفى قريد، "التعامل بالمشترقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 15- محمد أحمد زيدان، " فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية"، على الموقع الإلكتروني: <http://www.jinan.edu.pb/conf/Money/4/Dr-zidane.pdf> مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان - طرابلس، لبنان، يومي 13 و14 مارس 2009،
- 16- محمد سهو زنهان، "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد الثاني، 2010
- 17- محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر 2016.
- 18- محمد الأمين وليد طالب، نظرية قلادي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008) مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جوان 2019.
- 19- كريستيان ملدر، "عين العاصفة"، يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002
- 20- نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، "فاعلية ادوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الاوروي في مواجهة أزمة الديون السيادية الاوروية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 44، 2010.
- 21- نورا الرفاعي، "انتهاء سياسة التيسير الكمي وتداعياتها على أداء الاقتصاد الأمريكي"، المركز الدبلوماسي للدراسات الاستراتيجية، التقرير الدولي في العدد 44 من تقرير الاقتصاد والأعمال على الموقع الإلكتروني: http://www.dccs-center.org/business_economy_report/arc.php?rw=41
- 22- هدى هذباء يونس، ماجدة مدوخ، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد، 2019، ص 344، نقلا عن: <https://data.albankaldawli.org/country/united-states?view=chart>
- 23- يوسف أبو فارة، "ملاحم وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية"، الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2009.
- 2- المراجع باللغة الأجنبية:

- 24- Alan S.Blinder, **Quantitative easing : Entrace and exit stratigies**, Prince ton University, 2010
- 25- Alexandre Gaillard, les politiques monétaires non conventionnelles, **Approches Monétariste et Neo-Wicksellienne**, Mémoire d'étude économique Institut d'économie et de management de Nantes (IGMN), Université de Nantes, 2013-2014
- 26- Amanda A.Schaible, **Quantitative easing effect on shadow banking**, Scholarship@euc charement.edu.2014, P.P/ 5-6
- 27- Emmanuel Sales, **Quelle sortie pour les politiques d'assouplissement quantitatif ?**, Question d'Europe n°374, 7 décembre 2015, P04.

- 28- Jacques Sapir, **Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe**. Site Internet : <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400>.02/03/ 2009.
- 29- Mark Gertler and Peter Karadi, « **Model of Unconventional Monetary Policy** », NY University, April 2010
- 30- Michel Joyce, David Miles, « **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy** », the Economic Journal, November 2012
- 31- Peter Rousseau, Tong Kim, "**Credit Markets and the Propagation of Korea's 1997**", Vol.74, N°.2,
- 32- Peter, Rosenblum, "**The World's Banker: A Story of Failed States Financial Crises and the Wealth and Poverty of Nations**", *Ethics &International Affairs*, 2005. Vol. 19, No. 2