

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Ferhat Abbas Sétif -1-
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Économiques



جامعة فرحات عباس سطيف -1-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية، بنوك وتأمينات
تحت عنوان:

أثر التيسير الكمي على استقرار النظام المالي
- دراسة قياسية -

إشراف الأستاذة الدكتورة:
عولمي بسمة

إعداد الطالبة:
عزالدين نادية

أعضاء لجنة المناقشة			
رئيسا	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د. حاج صحراوي حمودي
مشرفا ومقررا	جامعة عنابة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. عولمي بسمة
مناقشا	جامعة الجزائر 3	أستاذ التعليم العالي	أ.د. كيسرى مسعود
مناقشا	جامعة بومرداس	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بوزيدة حميد
مناقشا	جامعة سطيف 1	أستاذ محاضر قسم أ	د. خاسف جمال الدين
مناقشا	جامعة سطيف 1	أستاذ محاضر قسم أ	د. بن عامر نبيل

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرّفان

الحمد لله على فضله وإحسانه، وأشكره على توفيقه وامتنانه، هداي لي لطلب العلم ويسر لي طرق تحصيله، فله الحمد والمنة، وحده لا شريك له، وأصلي وأسلم على المبعوث رحمة للعالمين، نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

أتقدم بجزيل الشكر وخالص التقدير والعرّفان إلى الأستاذة الدكتورة بسمّة عولمي على قبولها الإشراف على هذا العمل، وعلى نصائحتها وإرشاداتها القيمة التي أسدتها لي طيلة مرحلة إنجاز الأطروحة.

كما أتوجه بوافر الشكر والتقدير إلى السادة الأساتذة والدكاترة الذين قبلوا مناقشة هذه الأطروحة، فلهم مني كل التحية والاحترام والتقدير.

كما لا يفوتني أن أتوجه بشكري وامتناني إلى الأستاذ الدكتور محفوظ جبار الذي قدم لي يد المساعدة طيلة مشواري البحثي.

أتقدم بأسمى تشكراتي وعرّفاني وتقديري إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد.

الباحثة

إهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى:

الوالدين الكريمين، حفظهما الله وبارك لهما في عمرهما

زوجي وأولادي

إخوتي وأخواتي

جميع الأصدقاء والأقارب

جميع أساتذة وموظفي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1

جميع أساتذة وموظفي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة

وكل من يفرحون بنجاحي.

الباحثة

لا اله الا الله
محمد بن عبد الله
صلى الله عليه وسلم

تمهيد:

أصبح الحفاظ على استقرار النظام المالي من أولويات السياسة النقدية خاصة بعد الأزمات المالية التي مست أغلب اقتصاديات الدول المتقدمة وفي مقدمتها الأزمة المالية العالمية 2008 أو ما يسمى بأزمة الرهن العقاري التي انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي وخلقت حالة من الركود الاقتصادي. وبظهور بواذر فشل وقصور أدوات السياسة النقدية التقليدية في التصدي للأزمة، بادرت البنوك المركزية باستحداث مجموعة من الأساليب والإجراءات الاستثنائية لكسر حالة الجمود التي سادت وإعادة الانتعاش الاقتصادي، فاستخدمت أدوات نقدية غير تقليدية مثل سياسة سعر الفائدة الصفرية، التيسير الائتماني، التيسير الكمي وغيرها من المستهدفات الخاصة بالسياسة النقدية غير التقليدية.

وتعتبر سياسة التيسير الكمي من الأدوات المستحدثة التي ظهرت في بداية القرن الحادي والعشرين والتي انتهجتها البنوك المركزية في أغلب الدول المتقدمة، بوصفها أفضل الاختيارات التي تلجأ إليها في الظروف غير الطبيعية عندما تبلغ أسعار الفائدة الصفر أو تقترب منه لفترة طويلة، من أجل تحفيز النمو الاقتصادي ومعالجة أزمة السيولة التي عصفت بالبنوك والمؤسسات المالية وزعزعت استقرار النظام المالي وقادت إلى حدوث أزمة اقتصادية. وتستهدف البنوك المركزية من خلال هذه السياسة شراء أنواع معينة من السندات من السوق الثانوية عن طريق إصدار فائض من النقود، أملا في رفع حجم القروض المقدمة للاقتصاد الحقيقي بهدف إنعاش الاقتصاد، وذلك الذي يراه بعض الاقتصاديين بمثابة طوق النجاة للخروج من الركود الاقتصادي. بينما يرى البعض الآخر أن هذه السياسة بمثابة "المسكن محدود الأثر"، وأنها تساهم في تفاقم الأزمة على المدى البعيد.

ولقد طبقت سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان في مارس 2001، لمواجهة الركود الذي كان يعاني منه الاقتصاد الياباني. ومع بداية الأزمة المالية العالمية، أعلن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تبنيه لسياسة التيسير الكمي في نوفمبر 2008 كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل تداعيات هذه الأزمة. أما البنك المركزي الأوروبي فلم يستطع انتهاز هذه السياسة فعليا إلا في جانفي 2015 بسبب تعدد السياسات المالية للدول الأعضاء.

وقد قام الاحتياطي الفيدرالي بتطبيق ثلاث جولات من عمليات التيسير الكمي بشكل متتابع إلى غاية أواخر سنة 2014، في محاولة منه لتحسين ظروف الاقتصاد الأمريكي. وفي سنة 2017، قرر الاحتياطي الفيدرالي الشروع في تطبيع ميزانيته العمومية التي ارتفعت إلى مستويات حادة وغير مسبقة من خلال جولات

التي سير الكمي. وبالتالي أصبحت الاشكالية في كيفية تخلصه من هذا الكم الهائل من الأصول عندما عكس سياسته النقدية نحو التطبيع.

إشكالية البحث:

بناءً على ما تقدم، يمكن القول بأن توجه العديد من البنوك المركزية نحو تطبيق سياسة التيسير الكمي يعتبر مؤشراً واضحاً على الثقة في فعاليتها، وعليه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية؟

وتفرع عن هذه الإشكالية مجموعة من التساؤلات التي يمكن صياغتها على النحو التالي:

- 1- ما المقصود بسياسة التيسير الكمي وما هي دوافع استخدامها؟
- 2- ما هي المؤشرات التي تدل على مدى سلامة واستقرار النظام المالي؟
- 3- ما مدى فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية؟
- 4- هل استطاع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تحقيق أهدافه من سياسة التيسير الكمي؟
- 5- ما مدى نجاعة سياسة التطبيع التي اعتمدها الاحتياطي الفيدرالي للخروج من سياسة التيسير الكمي؟
- 6- ما مدى استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بعد تطبيق سياسة التيسير الكمي؟
- 7- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2018؟

فرضيات البحث:

على ضوء ما سبق، يمكن صياغة الفرضية الرئيسة التالية:

تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل ايجابي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.

وبغرض دراسة هذه الفرضية فقد تم صياغة الفرضيات الفرعية التالية:

- 1- سياسة التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية تستخدم لتحفيز الاقتصاد أثناء الأزمات؛
- 2- إن قياس مدى استقرار النظام المالي يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل بغية تكوين مؤشر تجميعي لالتقاط الظواهر الاقتصادية المختلفة؛
- 3- تختلف فعالية سياسة التيسير الكمي من دولة إلى أخرى تبعا لظروف وطريقة استخدامها؛
- 4- أدى تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى إعادة الانتعاش الاقتصادي والحد من تداعيات الأزمة؛

- 5- نجح الاحتياطي الفيدرالي في تطبيق سياسة التشديد الكمي للخروج الآمن من سياسة التيسير الكمي؛
- 6- تمتع النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بحالة من الاستقرار بعد تطبيق سياسة التيسير الكمي؛
- 7- يوجد أثر إيجابي ذو دلالة احصائية لسياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.

أسباب اختيار الموضوع:

لقد تم اختيار هذا الموضوع للأسباب التالية:

- 1- موضوع التيسير الكمي من بين المواضيع الحديثة والجديرة بالاهتمام والدراسة؛
- 2- الاهتمام المتزايد بموضوع التيسير الكمي نظرا لكونه موضوع حيوي مهم في مظهره ومعقد في تحليله ودراسته؛
- 3- المساهمة في إثراء الساحة الفكرية الجامعية بهذا النوع من الدراسات باللغة العربية.

أهمية البحث:

يعتبر موضوع التيسير الكمي من المواضيع الحديثة التي لم تنل نصيبها من الدراسة والبحث باللغة العربية خاصة من الجانب القياسي. لذلك حاولنا من خلال هذه الدراسة استقصاء أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي، مما قد يساعد متخذي القرارات الحكومية للمساهمة في تحسين أداء الاقتصاد وتحقيق استقرار النظام المالي. وقد ركزت الدراسة على الولايات المتحدة الأمريكية لأنها تشكل أكبر اقتصاد في العالم وأول من بادر إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي بعد حدوث الازمة المالية العالمية.

أهداف البحث:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدف بحثي يواكب أهم التطورات المحلية والدولية الحاصلة في المجال المالي والنقدي، وهو التعرف على مفهوم إحدى الأدوات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في أداة التيسير الكمي، من حيث نشوئها وآلية استخدامها، وكذلك آثارها على المتغيرات الاقتصادية.

كما تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي إلى استقصاء أثر سياسة التيسير الكمي المنتهجة من طرف الاحتياطي الفيدرالي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية. ولتحقيق هذا الهدف قامت الدراسة ببناء نموذج قياسي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود ARDL Bounds Testing Approach بالاعتماد على بيانات ربع سنوية.

منهج البحث:

نظرا لخصوصية وحدانية الموضوع وأهميته فقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بأهم المفاهيم المتعلقة باستقرار النظام المالي وسياسة التيسير الكمي وفعاليتها في معالجة الأزمات المالية، وعلى المنهج التجريبي باستخدام الأساليب الرياضية والإحصائية في تقدير النموذج القياسي المستخدم في اختبار أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.

الحدود المكانية والزمانية للبحث:

يتمثل الإطار المكاني للدراسة في الاقتصاد الأمريكي، وذلك من منطلق أن الدراسة تركز على قياس أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، أما الحدود الزمانية للموضوع فتتمدد خلال مجال زمني من الربع الثالث لسنة 2008 إلى الربع الأخير من سنة 2018، وذلك من منطلق أن الدراسة تتمثل في بناء نموذج قياسي لأثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، والربع الثالث لسنة 2008 يوافق بداية فترة تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية.

الدراسات السابقة:

من خلال المسح المكتبي الذي قمنا به، قبل الشروع في الدراسة، على العديد من المراجع والدراسات العربية والأجنبية، وجدنا أن سياسة التيسير الكمي من الموضوعات الحديثة التي لم تنل نصيبها من الدراسة والبحث باللغة العربية خصوصا الدراسات القياسية. ومن بين الدراسات التي تناولت بعضا من متغيرات الدراسة الحالية، نذكر ما يلي:

1- دراسة أعدها هيروشي يوكي (Hiroshi Ugai, 2006)، بعنوان:

Effects of quantitative easing policy: a survey of empirical analyses,

تناول فيها آثار سياسة التيسير الكمي التي تم تنفيذها من طرف بنك اليابان في الفترة الممتدة من مارس 2001 إلى مارس 2006، أكدت بأن الالتزام بهذه السياسة عزز التوقعات بأن سعر الفائدة الصفري سيستمر في المستقبل، وهذا يعني أن هذا الالتزام ضمن ثقة السوق. وكانت هناك مراحل عززت فيها هذه التوقعات زيادة أرصدة الحسابات الجارية التي تحتفظ بها المؤسسات المالية في بنك اليابان. بالإضافة إلى أن هذه السياسة ساهمت في الحفاظ على استقرار السوق المالية وخلق بيئة مالية ملائمة.

2- دراسة مايكل جويس وآخرون (Michael Joyce et al., 2011)، بعنوان:

The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact,

تناولوا فيها نظرة عامة حول تصميم وتشغيل وتأثير برنامج شراء الأصول للبنك المركزي للمملكة المتحدة الذي بدأ في مارس 2009 استجابة للأزمة المالية لسنة 2008، وأشاروا في هذه الدراسة إلى أن هذه السياسة كانت لها آثار مهمة اقتصادياً، حيث خفضت معدل الفائدة بمقدار 150 إلى 300 نقطة أساس، ولكن هناك قدر كبير من عدم اليقين حول الحجم الدقيق للتأثير.

3- دراسة أعدها ماثيو روبينو (Matthew Rubino, 2015)، بعنوان:

The effects of quantitative easing in the United States: implications for future central bank policy makers,

تناول فيها آثار سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية باستخدام نماذج مختلفة تشمل نموذج منحني العائد ونموذج التضخم ونموذج عرض النقد ونموذج النشاط الاقتصادي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن جهود التحفيز وسياسة التيسير الكمي أضافت قيمة للاقتصاد الأمريكي وبنسب متفاوتة، وإن كانت جولة التيسير الكمي الأولى QE1 قد أثرت سلباً على الاقتصاد الأمريكي في بعض النواحي.

4- دراسة أعدها كريستوف بلوت وآخرون (Christophe Blot et al., 2015)، بعنوان:

Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE?,

أشاروا فيها إلى أن سياسة التيسير الكمي التي اتخذت من قبل البنك المركزي الأوروبي في جانفي 2015 قد كان لها تأثيراً كبيراً على قيمة اليورو وتوقعات التضخم. وقد كانت الشروط مماثلة لتلك التي اعتمدت من قبل البنوك المركزية الأخرى، خاصة الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا، بحيث يمكنه الاستفادة من آثار هذه السياسة غير التقليدية التي أدت بشكل عام لظروف مالية أفضل في الاقتصاد الكلي. على الرغم من أن الآثار على الاقتصاد الحقيقي لا تزال غير مؤكدة.

5- دراسة أعدها مايكل وودفورد (Michael Woodford, 2016)، بعنوان:

Quantitative easing and financial stability,

قارن فيها بين ثلاثة أبعاد بديلة لسياسة البنك المركزي (سياسة سعر الفائدة التقليدية، سياسة التيسير الكمي، السياسة الاحترازية الكلية) من حيث أثرها على الطلب الكلي والاستقرار المالي. وتوصل إلى أن توسيع الميزانية العمومية للبنك المركزي بشكل منهجي مع التشديد المناسب للسياسة الاحترازية الكلية يمكن أن يكون له أثر توسعي على الطلب الكلي دون زيادة خطر الاستقرار المالي. وأشار إلى أن سياسة التيسير الكمي قد تكون مفيدة ليس فقط عند تعذر استخدام سياسة سعر الفائدة التقليدية، ولكن أيضاً عند عدم الرغبة في خفض أسعار الفائدة بسبب مخاوف الاستقرار المالي.

6- دراسة أبيودن وجامس (Abiodun Shogbuyi & James Steeley, 2017)، بعنوان:

The effect of quantitative easing on the variance and covariance of the UK and US equity markets,

تناولوا فيها تأثير سياسة التيسير الكمي على كل من التباين والتغاير في أسواق الأسهم في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، وقد وجدوا أن عمليات التيسير الكمي قد قللت من تقلبات أسعار الأسهم بشكل عام، إلا أنها أدت إلى زيادة التباين بين أسواق الأسهم في المملكة المتحدة والولايات المتحدة.

7- دراسة سليمان الجسار وعماد مصعب (Sulaiman Al-Jassar & Imad Moosab, 2018)، بعنوان:

The effect of quantitative easing on stock prices: a structural time series approach,

تم فيها تقدير واختبار نموذج السلاسل الزمنية الهيكلية لفحص تأثير سياسة التيسير الكمي على أسعار الأسهم الأمريكية. وقد أظهرت النتائج أن سياسة التيسير الكمي كان لها تأثير كبير، ولكن ليس حصريًا، على أسعار الأسهم التي تأثرت أيضًا ببعض المتغيرات الأخرى. وقد تم تقديم العديد من التفسيرات للارتفاع في سوق الأسهم الأمريكية في فترة ما بعد التيسير الكمي، خاصة منذ انتخاب دونالد ترامب.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

معظم الدراسات التي تم الاطلاع عليها، ركزت على جانب من الموضوع، فبعضها تطرق إلى أثر سياسة التيسير الكمي على الطلب الكلي أو قيمة العملة أو الأسواق المالية أو بعض متغيرات الاقتصاد الكلي، والبعض الآخر تناول آثار سياسة التيسير الكمي من خلال تطبيق نماذج مختلفة تشمل نموذج منحني العائد، ونموذج التضخم، ونموذج العرض النقدي، ونموذج النشاط الاقتصادي.

أما في الدراسة الحالية فقد تم الربط بين متغير التيسير الكمي كمفهوم حديث ومتغير الاستقرار المالي الذي يمثل ظاهرة اقتصادية متعددة الأبعاد تلقي الضوء على أداء الأسواق المالية، البنوك التجارية، المؤسسات المالية، جودة الائتمان، ثقة المستهلك وأداء الاقتصاد الكلي. وهذا يهدف التوصل إلى نتائج تطبيق سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.

هيكل البحث:

بناءً على الأهداف والفرضيات الموضوعية سابقا، وفي حدود الإشكالية المطروحة تم تقسيم الدراسة إلى مقدمة وأربعة فصول وخاتمة، تهتم المقدمة بمعالجة بعض النواحي المنهجية المستخدمة في البحث، أما الفصول فقد كان تقسيمها كالآتي:

الفصل الأول يتضمن الإطار النظري للسياسة النقدية وسياسة التيسير الكمي، حيث تم التطرق إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية وسياسة التيسير الكمي، وقد تم تسليط الضوء على سياسة التيسير الكمي بشكل خاص من خلال إبراز أهدافها وآثارها وقنوات انتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي للقضاء على الأزمة أو التخفيف من حدتها.

أما الفصل الثاني فقد خصص لعرض المفاهيم الأساسية لاستقرار النظام المالي، حيث تم تسليط الضوء على وظائف وأساليب النظام المالي وأهم تحدياته والعوامل المؤثرة في أدائه، ليتم التعرف بعدها على مفهوم وأهمية استقرار النظام المالي وأسباب عدم استقراره، وفي الأخير تم التطرق إلى أهم الطرق التي تهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي والتخفيف من حدة الاضطرابات التي تصيب النظام المالي.

وفي الفصل الثالث تم التطرق إلى فعالية سياسة التيسير الكمي في معالجة الأزمات وتحقيق الاستقرار المالي من خلال التعرف على دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، ومدى فعالية تطبيق سياسة التيسير الكمي في بعض الدول المتقدمة، بالإضافة إلى عرض تجربة الاحتياطي الأمريكي في تطبيع سياسته النقدية من خلال رفع سعر الفائدة الرئيسي وتقليص حجم ميزانيته العمومية.

أما الفصل الرابع فقد خصص لدراسة أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال بناء نموذج قياسي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود بالاعتماد على بيانات ربع سنوية للفترة الممتدة من الربع الثالث لسنة 2008 إلى الربع الأخير من سنة 2018.

وأخيراً تم التعرض إلى الخاتمة التي تضمنت النتائج التي تم استخلاصها من دراسة الموضوع، وأهم الاقتراحات التي من شأنها أن تساعد في تعزيز أهداف سياسة التيسير الكمي وتحقيق استقرار النظام المالي.

صعوبات البحث:

لا يخلو إنجاز أي بحث من مواجهة بعض الصعوبات والعراقيل، ولعل أهم الصعوبات التي واجهت هذا البحث هو صعوبة الحصول على البيانات الربع سنوية التي تخص تطور بعض المؤشرات الفرعية للمؤشر التجميعي لاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.

وفي الأخير، أرجو أن أكون قد وفقت في دراسة هذا الموضوع، وأن تساهم هذه الدراسة في إثراء المكتبة العربية في هذا المجال.

تمهيد:

تعتبر السياسة النقدية إحدى الركائز الأساسية التي تقوم عليها السياسة الاقتصادية، حيث أنها تؤدي دوراً مهماً في تنظيم العلاقة بين النقود والنشاط الاقتصادي بهدف خدمة أهداف التنمية الاقتصادية، حيث يقوم البنك المركزي بإتباع استراتيجية معينة من خلال استخدام مختلف الأدوات المتاحة لأجل بلوغ الأهداف المنشودة والمسطرة للسياسة الاقتصادية. وتستخدم البنوك المركزية أدوات السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية التي تختلف باختلاف درجة تقدم الدول، ومع التطور الذي شهدته المعاملات المالية وأدوات التمويل في الأسواق المالية للدول المتقدمة ظهرت أوضاع اقتصادية جديدة لم يسبق للبنوك المركزية التعامل معها، وعجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية عن معالجتها.

وفي ظل التطورات والتحولات الاقتصادية، وخصوصاً بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008، لم تبق البنوك المركزية بصفتها المسؤولة على الاستقرار النقدي والاستقرار المالي مكتوفة الأيدي بل حاولت التأقلم مع التحديات التي تواجهها باستحداث تدابير وإجراءات جديدة للتعامل مع الأوضاع السائدة ومحاولة كسر حالة الجمود التي سادت من خلال تحفيز النشاط الاقتصادي، عرفت هذه الإجراءات بالسياسة النقدية غير التقليدية.

وقد عرفت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تطبيق واسع النطاق، خاصة سياسة التيسير الكمي بوصفها أفضل الاختيارات التي تلجأ إليها البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية، عندما تبلغ أسعار الفائدة الصفر أو تقترب منه لفترة طويلة.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية؛

المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية؛

المبحث الثالث: سياسة التيسير الكمي.

المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية

تقوم السلطة النقدية بضبط الأوضاع النقدية من خلال آليات السياسة النقدية، التي تهتم بالمتغيرات النقدية وت تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المختلفة، ولكي تكون السياسة النقدية أكثر فعالية يجب توفر أسس معينة لتحقيق الأهداف السابقة وتختلف هذه الأسس من الدول المتقدمة إلى الدول النامية.

المطلب الأول: تعريف وأهداف السياسة النقدية التقليدية

لقد ظهر الاهتمام جليا بالسياسة النقدية في الفكر الاقتصادي خلال القرن الماضي، ثم أخذ هذا الاهتمام يتزايد خاصة أثناء الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي الذي شهده القرن الحالي، وقد اختلفت مفاهيمها بتعدد واختلاف الأفكار والنظريات الاقتصادية.

1. تعريف السياسة النقدية التقليدية:

تسترشد السياسة النقدية بأهداف البنوك المركزية، والتي تحافظ في المقام الأول على التضخم بالقرب من المستوى المستهدف (في معظم الاقتصاديات المتقدمة تكون بالقرب من معدل سنوي 2 %) على المدى المتوسط، وفي بعض الحالات تسعى أيضاً لتحقيق هدف التوظيف¹. وللسياسة النقدية تعريف عديدة ومفاهيم متنوعة، يتفق أغلبها في المضمون والأهداف، ومن هذه التعاريف، نذكر ما يلي:

السياسة النقدية هي تنظيم كمية النفود المتوفرة في المجتمع بغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية المتمثلة في تحقيق التنمية الاقتصادية، ولهذا فإن السياسة النقدية هي المهمة الرئيسية للسلطة النقدية في التأثير على عرض النقد وأسعار الفائدة ويتم ذلك باستخدام الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية، والتي تكون في متناول البنك المركزي كمثل عن الحكومة في تنفيذ السياسة النقدية². وتعرف أيضا على أنها الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النفود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، وعلى معدلات الفائدة وعلى شروط الفروض³.

¹Simon Potter and Frank Smets, **Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis**, CGFS Papers No. 63, Committee on the Global Financial System, Bank of International Settlement, 2019, p.8.

²جمال خريس وآخرون، **النقود والبنوك**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص.109.

³عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسة الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص.53.

كما تعرف على أنها تلك الاجراءات التي تستخدمها الدولة لتأثير في عرض النقود لإيجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع¹.

كما يمكن تعريفها بأنها إدارة التوسع والانكماش في حجم النقد لغرض الحصول على أهداف معينة².

وتعرف بالمفهوم الكينزي بأنها مراقبة التغيرات في عرض النقد التي تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال الأثر على سعر الفائدة في السوق النقدي³.

ويقصد بها كذلك تنظيم كمية النقود المتوفرة في المجتمع بغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، المتمثلة في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على البطالة وتحقيق التوازن في الميزان المدفوعات والمحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار⁴.

وأيضاً هي جميع الوسائل التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي بهدف التأثير على مقدار وتوفير واستعمال النقد والائتمان⁵.

كذلك هي مجموعة الإجراءات والأدوات التي تعتمدها الدولة من خلال السلطة النقدية بهدف التحكم في عرض النقود، بما يحقق الاستقرار النقدي خصوصاً والاستقرار الاقتصادي عموماً⁶.

وأيضاً هي أهداف البنك المركزي من ممارسة رقابته على النقد، وأسعار الفائدة، وشروط الائتمان. أدوات السياسة النقدية هي في المقام الأول عمليات السوق المفتوح، والاحتياطي القانوني، وسعر الخصم⁷.

كما يمكن تعريفها بأنها السياسة التي تشتمل على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي⁸.

¹ بن علي بلعزوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص.112.

² لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية: دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2010، ص.59.

³ هيل عجمي وآخرون، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص.259.

⁴ جمال بن دعاس، السياسة النقدية بين النظامين الإسلامي والوضعي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص.86.

⁵ Sophie Brana et al., *Economie monétaire et financière*, Dunod, Paris, 1999, p.151.

⁶ ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص.197.

⁷ بول سامويلسون وويليام نورد هاوس، الاقتصاد، دار الأهلية للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006، ص.782.

⁸ زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص.185.

ومن خلال التعاريف السابقة فإن أي تعريف شامل وكافي للسياسة النقدية لا بد أن يضم مجموعة من العناصر الهامة، وهي¹:

- الإجراءات والأعمال التي تقوم بها السلطات النقدية؛
 - تستعمل الإجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية وبالتأثير في سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية؛
 - تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطات النقدية.
- وفيما يلي تحليل موجز لهذه العناصر:

● إن السياسة النقدية تختلف عن النظرية النقدية، فالأولى تعني مجموعة الإجراءات والتدابير العملية التي تقوم بها السلطات النقدية المتمثلة عادة في البنك المركزي لحل مشاكل اقتصادية قائمة أو الحماية ضد وقوع مشاكل محتملة، في حين أن النظرية النقدية تهتم بمحاولة تفسير تلك الظواهر الاقتصادية، وتبيان طرق معالجتها، فهي تنظر إلى المشكلة الاقتصادية نظرة علمية مجردة، وفي ظروف معينة، فتوصي مما ينبغي أن يكون عليه النظام الاقتصادي.

● إن وسائل العمل للسلطات النقدية تستطيع أن تؤدي إما إلى رقابة مباشرة من طرف السلطات للمتغيرات النقدية (القرض، الصرف، معدل الفائدة)، وإما إلى تدخلات في سوق الأموال بهدف التأثير في سلوك خلق النقود لمؤسسات القرض (عرض النقود) وسلوك الأعوان غير المالكين من ناحية التمويل وحيازة السيولة.

● إن السياسة النقدية تعمل على تحقيق أهداف ويجب التفرقة بين أهداف وسيطة للسياسة النقدية وأهداف نهائية، فالأهداف الوسيطة هي المتغيرات النقدية المراقبة من السلطات النقدية والمرتبطة بشكل كاف مستقر ومقدر بالأهداف النهائية مثل معيار النمو السنوي للكتلة النقدية، أما الأهداف النهائية التي تتأثر فعليا بالمتغيرات النقدية وتميز بين أهداف نهائية للتوازن الداخلي مثل مكافحة التضخم، ومعدل نمو عال، وأهداف نهائية للتوازن الخارجي مثل استقرار سعر صرف العملة الوطنية.

2. أنواع السياسة النقدية:

يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين للسياسة النقدية، هما: السياسة النقدية التوسعية والسياسة النقدية الانكماشية.

¹ صالح مفتاح، السياسة النقدية والمعلومات اللازمة لوضعها وعلاقتها بالسياسات الأخرى، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية واقع وآفاق، جامعة أبوبكر بلقايد، تلمسان، 29-30 نوفمبر 2004، ص.2.

1.2. السياسة النقدية التوسعية:

تتمثل في مجموع الإجراءات التي تتبعها البنوك المركزية في حالة الانكماش الاقتصادي عن طريق زيادة المعروض من السيولة النقدية¹، وذلك بنسبة أكبر من كمية السلع المعروضة بعد في زيادة حجم وسائل الدفع وتسريع وتيرة النشاط الاقتصادي، حتى لو أدى ذلك إلى معدل تضخمي مقبول وزيادة في الأسعار. إلا أن إتباع هذه السياسة يؤدي إلى زيادة الطلب الاستثماري وتحقيق التشغيل الكامل. ومن الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي لتنفيذ هذه السياسة تخفيض سعر الفائدة بهدف تشجيع الائتمان².

2.2. السياسة النقدية الانكماشية:

تعرف بأنها سياسة التشدد النقدي على العكس من السياسة السابقة التي يطلق عليها سياسة التساهل النقدية³، وتتمثل في الحركة والفعل اللذان يقوم بهما البنك المركزي والتي من شأنها تحجيم دور النقود في النشاط الاقتصادي، وامتصاص الزيادة في الرصيد النقدي⁴. فعندما ترى السلطة النقدية أن هناك معدلا تضخيميا مرتفعا وزيادة في الأسعار تقابلها دائما المطالبة بالزيادة في الأجور، فإنها تسعى لتقييد الإنفاق والائتمان، ويعمل البنك المركزي على الإقلال من حجم وسائل الدفع، وتقييد الائتمان والإقراض في محاولة لتثبيت الأجور والأسعار، ويقوم كذلك برفع سعر الفائدة لتشجيع الأفراد على الادخار والإقلال من حجم الاستهلاك⁵. ما يعاب على هذه السياسة أنها قد تضر بالاقتصاد الوطني إن لم تكن مدروسة بما فيه الكفاية، ذلك أن هذه السياسة قد تزيد من عبء دين المشاريع والشركات التي قد تجد نفسها غير قادرة على المنافسة في الأسواق الخارجية، نتيجة لارتفاع تكاليف الإنتاج⁶.

إن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان بسبب انخفاض سعر الفائدة، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال المصارف الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل أي قيام المقترضين بإحلال مهمة الاقتراض من سوق المالية إلى المصارف التجارية، والذي

¹Carole Sexton et Dat Vo Van, **Introduction à l'économie**, Sainte-Foy(Québec, Canada): Presses de l'Université du Québec, 1988, p.258.

²حسين بني هاني، **اقتصاديات النقود والبنوك**، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص.153.

³سامويلسون بول، نوردهاوس وويليام، **الاقتصاد**، ترجمة عبد الله هشام، الأهلية للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2006، ص.790.

⁴أسامة محمد الفولي، مجدي محمود شهاب، **مبادئ النقود والبنوك**، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999، ص.96.

⁵مصطفى رشدي شيخة، **النقود والمصارف والائتمان**، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999، ص.86.

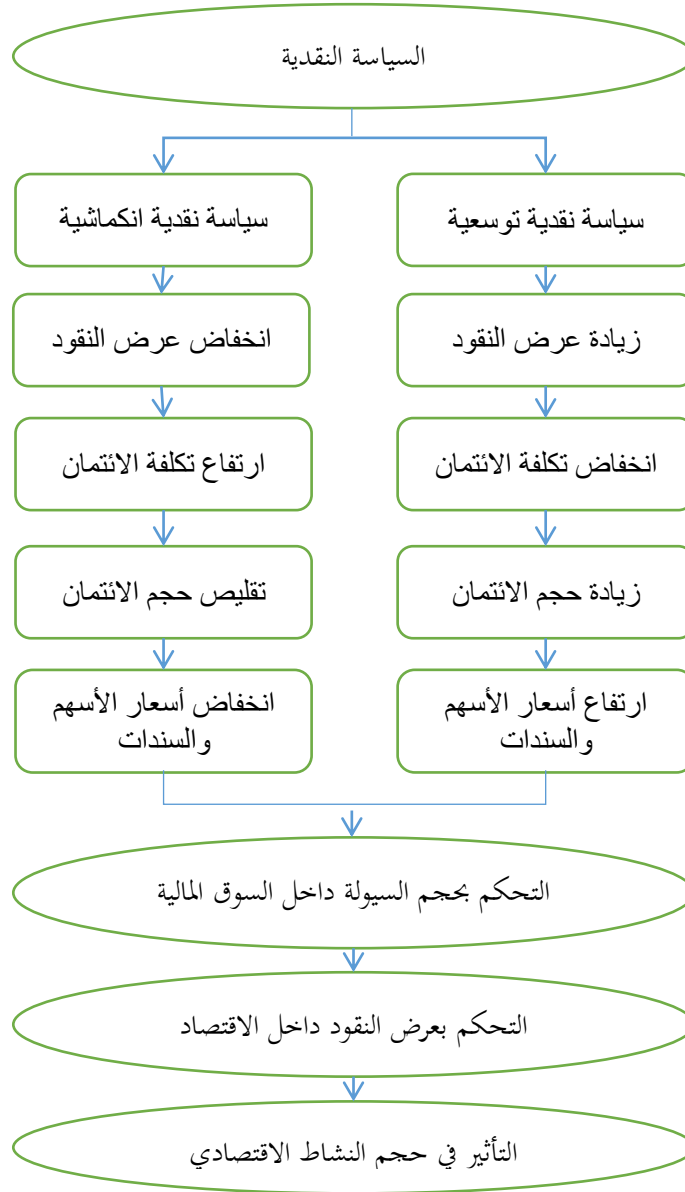
⁶حسين بني هاني، مرجع سابق، ص.153.

يؤدي بدوره إلى انخفاض عرض السندات ومن ثم ارتفاع أسعارها، أما علاقة أسعار الفائدة بالأسهم فهي الأخرى علاقة عكسية، وهذا ما يمكن ملاحظته عند إتباع سياسة نقدية توسعية¹.

ويمكن تلخيص آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى السوق المالية والنشاط الاقتصادي في الشكل (1-1)

أدناه.

الشكل رقم (1-1): آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى السوق المالية والنشاط الاقتصادي



المصدر: من إعداد الباحثة.

¹Flavio Padriani, *Velocity innovations, financial markets, and the real economy*, Journal of Monetary Economics, vol. 49, 2002, p.522.

3. أهداف السياسة النقدية:

يتفق الكثير من الاقتصاديين على أنه يجب إتباع استراتيجية معينة للوصول إلى الأهداف التي ترمي إليها السياسة النقدية، والمتمثلة في الاستقرار العام للأسعار، والبطالة المنخفضة ونمو اقتصادي مقبول، واستقرار قيمة العملة في السوق الدولية، وهي تعتبر كأهداف عامة للسياسة النقدية، ولا تتحقق هذه الأهداف إلا بإصابة الأهداف الأولية (التشغيلية) التي تؤثر على الأهداف الوسيطة والتي بدورها تؤثر على الأهداف النهائية. ويمكن حصر الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها السياسة النقدية، فيما يلي:

1.3. الأهداف النهائية:

تسعى السياسة النقدية دوماً إلى بلوغ الأهداف النهائية التي تسعى لها السياسة الاقتصادية العامة، وذلك نظراً لاعتبار السياسة النقدية تمثل أداة أو وسيلة من الوسائل الظرفية للسياسة الاقتصادية في أي اقتصاد كان. وبلوغ تلك الأهداف النهائية لن يتأتى إلا من خلال المرور بأهداف وسيطة تعتبر حلقة الوصل لتحقيق الأهداف النهائية¹، التي قد تختلف من دولة إلى أخرى تبعاً لمستويات التقدم والتطور الاقتصادي والاجتماعي. ويمكن تلخيص هذه الأهداف النهائية، فيما يلي:

● **تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار:** يعمل هذا الهدف على محاربة التغيرات العنيفة في مستوى الأسعار وذلك لما ينتج عنه من أخطار، مما يؤدي إلى تقلبات واسعة في قيمة النقود، ومن ثم التأثير سلباً على توزيع الدخل والثروات وتخصيص الموارد الاقتصادية². إن تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار أصبح أهم أهداف السياسة النقدية، وذلك لأن التضخم يخلق حالة من عدم التأكد، الأمر الذي يعرقل عملية النمو الاقتصادي بوجه عام، فالارتفاع المستمر للأسعار يزيد من صعوبة عملية اتخاذ القرار من قبل المستهلكين والوحدات الإنتاجية والحكومية، وفي ظل بيئة تضخمية يصعب على الوحدات الإنتاجية تمويل القدر المناسب من الاستثمارات المستقبلية، الأمر الذي قد يصيب عمليات الإنتاج بالارتباك وعدم الاستقرار. وقد ينشأ عن التضخم بعض التوترات الاجتماعية الناتجة عن المنافسة بين فئات المجتمع المختلفة، حيث تسعى كل فئة إلى تحقيق مستويات مرتفعة من الدخل بما يتناسب مع الارتفاع المستمر للأسعار³.

¹ محمد شاهين، أسعار صرف العملات العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017، ص.188.

² رجاء الربيعي، دور السياسات المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي: الولايات المتحدة الأمريكية-العراق، دراسة حالة للمدة 1970-2008، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، 2010، ص.74.

³ محمود يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، 2013، ص.328-329.

● **العمالة الكاملة (زيادة مستوى التوظيف):** تسعى السياسة النقدية لتحقيق مستوى مرتفع من التشغيل حيث يعد من بين الأهداف الأساسية وذلك من خلال قيام السلطات النقدية على تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلي مستوى ممكن من التوظيف للموارد الطبيعية والبشرية وذلك باتخاذ جميع الإجراءات الكفيلة بتجنب الاقتصاد من مشاكل البطالة¹.

● **تحقيق معدل نمو مرتفع:** إن النمو الاقتصادي لديه علاقة وثيقة بمستوى التوظيف، لأن تحقيق معدلات نمو مرتفعة يتضمن ارتفاع في مستوى التوظيف، فالنمو الاقتصادي يتطلب ارتفاع مستوى استخدام ومستوى كفاءة الموارد الاقتصادية التي تتضمن العمل. إن تحقيق النمو الاقتصادي الذي بدوره يؤدي إلى تحسين مستوى المعيشة وبالتالي الاستقرار الاجتماعي والسياسي، يتطلب تضافر جهود الدولة والأفراد نحو تقدم الفن الإنتاجي وتحسين استخدام الموارد الطبيعية وزيادة إنتاجية العمل، ولكي يحدث النمو الاقتصادي يجب أن يزداد هذا الدخل بنسبة أسرع من الزيادة السكانية².

● **تحقيق الاستقرار في ميزان المدفوعات:** تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، و معالجة الخلل الذي قد يطرأ عليه من فائض أو عجز وذلك عن طريق تخفيض معدلات الفائدة في الدول التي ميزان مدفوعاتها في حالة فائض ورفعها في الدول التي تعاني من العجز، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات يمكن للسياسة النقدية علاج هذا العجز عن طريق قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم، الذي يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض الذي ينجم عنه تقليل حجم الائتمان و الطلب المحلي على السلع و الخدمات، وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار داخل الدولة مما يشجع الصادرات المحلية و يقلل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة داخليا يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على معالجة العجز في ميزان المدفوعات والعكس في حالة الفائض فهو يعالج عن طريق خفض معدلات الفائدة، أما بالنسبة لأثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات في حالة العجز تلجأ الدولة إلى تخفيض قيمة عملتها الخارجية أي رفع سعر الصرف الأجنبي و هذا يجعل السلع المستوردة اغلى بالنسبة للمستهلك المحلي والسلع المصدرة أرخص بالنسبة للمستهلك الأجنبي مما يؤدي إلى زيادة الصادرات و تقليل الواردات³.

¹ رجاء الربيعي، مرجع سابق، ص.75.

² جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص.91.

³ عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص.276.

إن تحقيق معدل نمو مرتفع والعمل على استقرار قيمة النقود، يتطلب تحقيق تطور في المؤسسات المصرفية والمالية بما يتلاءم وطبيعة النظام الاقتصادي والأهداف المراد تحقيقها ويعتمد ذلك على الأسس التالية¹:

✓ تطوير النظام النقدي بمكوناته المختلفة، مما يمكن المصرف المركزي من التحكم في حجم الكتلة النقدية ونشاطات المصارف التجارية، وهذا التطوير يكون على مستوى المؤسسات التي تعمل في النظام النقدي أو القوانين التي تحكمه والسياسات المتبعة؛

✓ إيجاد المؤسسات اللازمة والآليات المناسبة لتعبئة المدخرات الكافية؛

✓ اتخاذ الإجراءات الوقائية لتفادي الوقوع في الاعتلالات النقدية التي تؤثر سلباً على مسار النشاط الاقتصادي وتوزيع الموارد، ثم اتخاذ السياسات النقدية المناسبة كلما استدعى الوضع الاقتصادي ذلك.

وتختلف هذه الأهداف من دولة لأخرى تبعاً لحالتها الاقتصادية ولنظامها الاقتصادي والاجتماعي وما تمر به من ظروف وما تتطلبه من احتياجات. وقد تتناقض وتتعارض هذه الأهداف، فعلى الحكومة بالتعاون مع سلطاتها النقدية أن تضع أولويات تحقيق هذه الأهداف².

وتستهدف السياسة النقدية بالدرجة الأولى التأثير على كمية النقود المتداولة في الاقتصاد (تنظيم وتسيير العرض النقدي) ومعدلات الفائدة، قصد التأثير على مستوى الأداء الاقتصادي بشكل عام. وتسعى السياسة النقدية إلى ضمان التوازن الاقتصادي العام، بشطريه التوازن الاقتصادي الداخلي والتوازن الخارجي، فالأول يتحقق نتيجة ضمان استقرار المستويات العامة للأسعار (محرابة التضخم)، تحقيق العمالة أو التشغيل الكامل محاربة البطالة وتحقيق النمو الاقتصادي، أما الشطر الثاني فيتمثل في توازن ميزان المدفوعات من خلال ضمان استقرار قيمة العملة الوطنية بالمقارنة مع نظيراتها الأجنبية ومحاولة تحقيق التوازن في الميزان التجاري، المالي والرأسمالي³. هذه الأهداف النهائية الأربعة تعرف بأهداف المربع السحري لكالدور (Caldor, 1966)، الموضح في الشكل رقم (1-2) أدناه، والذي نلاحظ من خلاله أنه كلما اقتربنا من المركز كلما كانت الوضعية أحسن، غير أنه هناك مشكلة تواجه مخططي وواضعي السياسة الاقتصادية تتعلق بتصادم أهداف السياسة النقدية حيث أن الاقتراب من أحد الأهداف قد يرافقه ابتعاد عن آخر⁴.

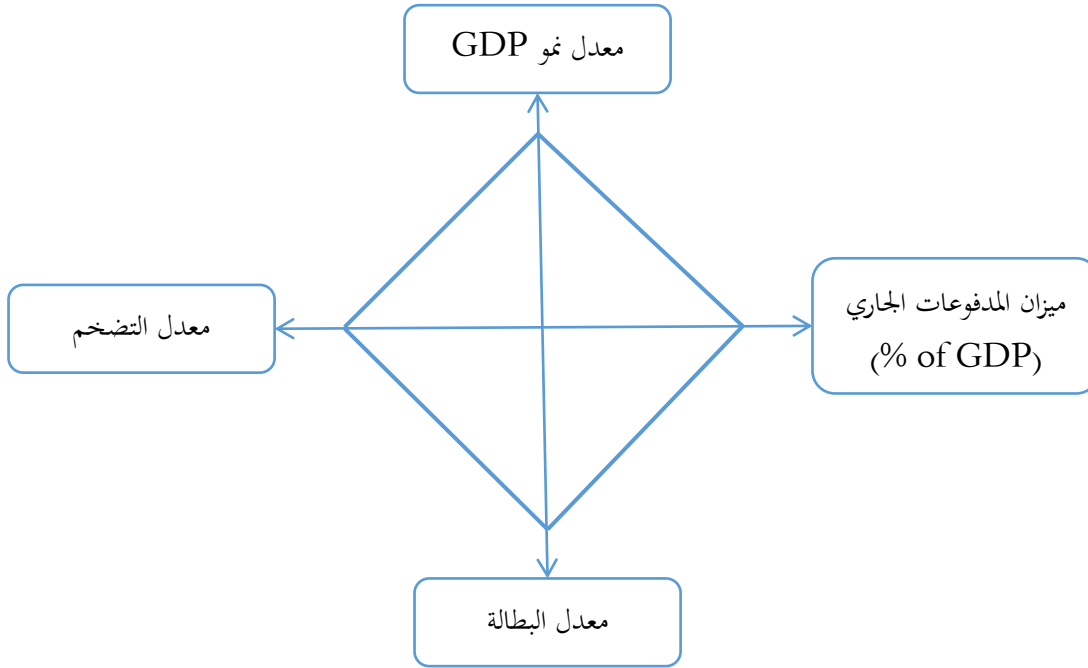
¹ جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص.93.

² عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، مركز الإسكندرية للكتاب، الطبعة الأولى، مصر، 1997، ص.161.

³ محمد شاهين، مرجع سابق، ص.188.

⁴ Thomas Jean-Paul, *Les politiques économiques au XXe siècle*, 2ème édition, Armand Colin, Paris, 1994, p.102.

الشكل رقم (1-2): مسار الأهداف النهائية للسياسة النقدية



Source: Marie Delaplace, **Monnaie et financement de l'économie**, Dunod, Paris, 2007, p.118.

وعلى الرغم من أنه مبدئياً لا يوجد تصادم بين النمو الاقتصادي والتوظيف الكامل، فالتعارض قد يكون بين التوظيف الكامل وتوازن ميزان المدفوعات، وأيضاً بين البطالة والتضخم، وكذلك بين النمو الاقتصادي واستقرار الأسعار، لذا من المهم لوضعي السياسات النقدية مراعاة الأبعاد المختلفة للهدف المطلوب تحقيقه، نظراً لأهمية الهدف النهائي بالنسبة للسياسة النقدية فلا بد من تحديد الهدف واختياره بشكل دقيق بما يخدم الأوضاع الاقتصادية¹.

2.3. الأهداف الوسيطة:

تحاول السلطات النقدية تحقيق الأهداف النهائية بالتأثير على متغيرات وسيطة، وذلك لعدم قدرة هذه السلطات الوصول مباشرة إلى الهدف النهائي فتقوم بالاستعانة بمتغيرات وسيطة. والأهداف الوسيطة هي عبارة عن متغيرات نقدية يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق الأهداف النهائية، بشرط أن تكون هنالك²:

- ✓ علاقة مستقرة بينها وبين الأهداف النهائية.
- ✓ إمكانية مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات.

¹Norman C. Miller, **Macroeconomics**, Houghton Mifflin Company, USA, 1983, p.5.

²عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص.54.

فالهدف الوسيط هو متغير اقتصادي يمكن للبنك المركزي التحكم به بفارق زمني معقول وبدرجة نسبية من الدقة، وهو في علاقة ثابتة (مستقرة) نسبيا أو يمكن التنبؤ به على الأقل مع الهدف النهائي للسياسة النقدية¹. وتمثل الأهداف الوسيطة فيما يلي²:

● **سعر الفائدة كهدف وسيط:** إن الكينزيين يفضلون أن تتخذ السلطات النقدية أسعار الفائدة كاستهدافات وسيطة لتوجيه سياساتها النقدية من خلال تشييته إلى الحد الأدنى الممكن، فبالنسبة إليهم تبدو ملاحظة تغيرات سعر الفائدة أكثر سهولة من ملاحظات التغيرات الأخرى، بينما النقديون لا يهتمون بها كثيرا إذ يرون أن معدلات الفائدة تشكل مؤشرا سيئا بالنسبة للسياسة النقدية لأن هذه المعدلات تتأثر بتغيرات الطلب على النقد، ويضيفون بأنه عندما تهتم بمعدلات الفائدة ينبغي ارتباطها بمستواها الحقيقي³. تعرف الفائدة على أنها السعر النقدي لاستخدام الأموال القابلة للاقتراض وترجع أهميتها في النشاط الاقتصادي إلى قرون عابرة، وتزايدت أهميتها في العصر الحديث وقد تبنت البنوك المركزية أسعار الفائدة كأهداف وسيطة للسياسة النقدية عند انتهاء الحرب العالمية الثانية.

أما فيما يتعلق بتحديد أسعار الفائدة فمن الواضح أنه غير منفصل عن تحديد نمو الكتلة النقدية، لكن من الواضح أيضا أن السلطات العاملة لا تستطيع أن تتجاهل من جهة أخرى مستوى أسعار الفائدة، لأن مستوى هذه الأسعار يعتبر أحد المحددات الهامة لسلوك كل من الأفراد والمشروعات.

يتوجب على السلطات النقدية أن تراقب مستويات أسعار الفائدة وأن تبقى تغيرات هذه الأسعار ضمن هوامش غير واسعة نسبيا وحول مستويات وسطية تقابل التوازن في الأسواق، هذا التوازن يقود إلى الإعلان عن هرمية معينة في الأسعار الفائدة، فالأسعار في الأجل الطويل أعلى مبدئيا من المعدلات في الأجل القصير، وهذه الهرمية في الأسعار هي ضرورة استقرار الادخار ولكي تنتقي الاستثمارات تبعا لإنتاجها، كما أنه يستخدم كهدف وسيط يمكن أن يستخدم كقناة إبلاغ وسيلة للسياسة النقدية.

● **سعر الصرف:** يعتبر سعر الصرف النقد مؤشرا نموذجيا لمعرفة الأوضاع الاقتصادية لبلد ما وذلك بالحفاظ على استقراره عند مستوى قريب من مستوى تكافؤ القدرات الشرائية، كما أن التدخل المقصود والهادف إلى رفع سعر الصرف النقد تجاه العملات الأخرى قد يكون عاملا لتخفيض التضخم، فرفع سعر الصرف يؤدي إلى

¹Bindseil Ulrich, **The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine**, Working Paper Series 372, European Central Bank, 2004, p.9.

²خلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص ص.65-66.

³Philippe Jaffré, **Monnaie et politique monétaire**, 4ème édition, Economica, Paris, 1996, p.102.

تخفيض الأسعار عند الاسترداد، ويرفع من القدرة الشرائية للعملة وهذا ما يتطابق مع الهدف النهائي للسياسة النقدية.

● **العرض النقدي:** يشترط في استخدام العرض النقدي كهدف وسيط أن تكون هناك قدرة على تحديده إحصائيا، أي أن يستطيع القائمون على السياسة النقدية تحديد الأصول المالية.

إن تحديد العرض النقدي أصبح مسألة صعبة للغاية بدءا من الثمانينات ولم تعد مسألة سهلة كما كانت في السابق، وذلك بسبب تغير سرعة تداول النقد نتيجة الحركات رؤوس الأموال الرسمية وغير الرسمية وظهور المشتقات المالية الحديثة، ولهذا يبقى الأشكال مطروحا وهو أي العرض النقدي الذي يمكن ضبطه بسهولة؟ وهل يتم اللجوء إلى العرض النقدي بالمعنى الضيق M1 أو العرض النقدي بالمعنى الواسع M2 أو العرض النقدي M3، في ظل وجود المشتقات المالية، ويلاحظ أن ضبط المجمع النقدي الموسع هو الذي أصبح يجنب اهتمام البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة والنامية معا.

● **الأهداف الأولية:** نظرا لتنوع الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، استلزم الأمر تحديد أهداف عملية، وهي متغيرات نقدية يمكن للسلطات النقدية الوصول إليها بصفة جيدة باستخدام أدوات في حوزتها، هذه الأهداف العملية تسمى بالأهداف الأولية وهي عبارة عن متغيرات تستخدم للتأثير على الأهداف الوسيطة، وتمثل في¹:

✓ **مجمعات الاحتياطات النقدية:** تعرف الاحتياطات النقدية على أنها الأصول التي يمكن استخدامها في المعاملات و تكون القاعدة النقدية من زاوية استخداماتها من العملة في التداول والاحتياطي النقدي للمصارف التجارية، والذي ينقسم بدوره إلى الاحتياطي القانوني والاحتياطي الاختياري. ولكل من مجاميع الاحتياطي مؤيدون ومعارضون، فلقد دافعت البنوك المركزية في أمريكا ولسنوات عديدة عن القاعدة النقدية، كما دافعت فروع أخرى واقتصاديون مجلس المحافظين عن مختلف أنواع مجاميع الاحتياطي المصرفي الأخرى كهدف أولي وانتقال النقاش إلى الاقتصاديين حول كل مجمع، وهكذا بقي الموضوع محل جدل نظرا لكونه يتصف بالتجربة، ألا وهو أي من مجاميع الاحتياطات أكثر مراقبة من قبل السلطات، وأيها أكثر ارتباطا بنمو مجمل النقود التي تشكل الأهداف الوسيطة².

✓ **ظروف سوق النقد:** يقصد بهذا المصطلح مدى سهولة أو صعوبة أسواق الائتمان، ويعني ذلك قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل النمو الائتماني ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة

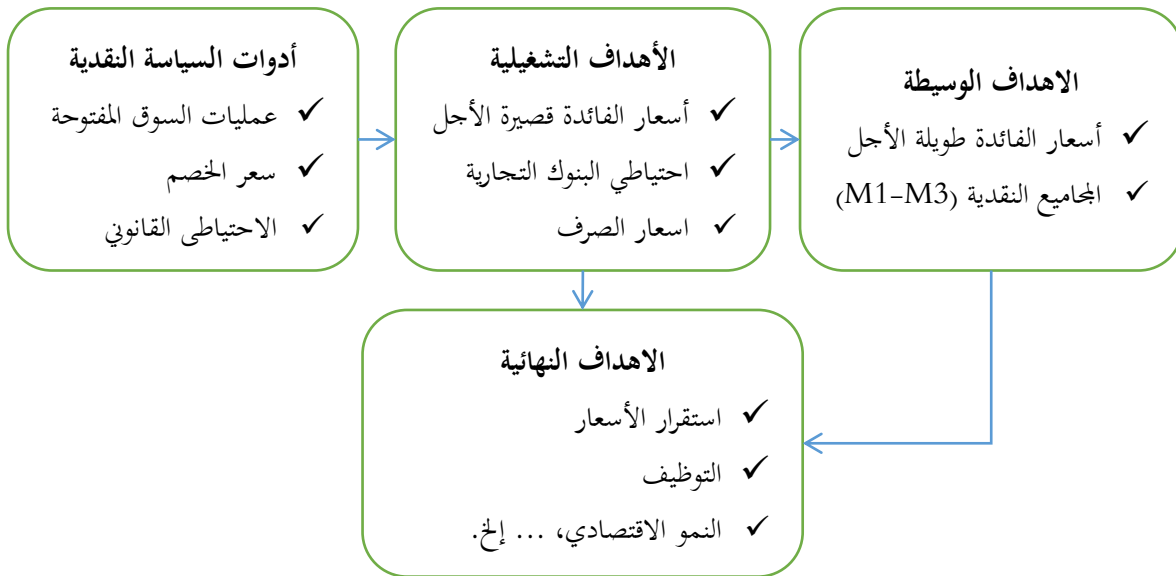
¹ فريدة بخراز يعدل، تقنيات وسياسات التيسير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص.363.

² لخلو موسى بوخاري، مرجع سابق، ص.61.

وشروط الإقراض الأخرى وسعر فائدة الأرصد البنكية، ويتمثل في سعر الفائدة على الأرصد المقترضة لمدة قصيرة وذلك لمدة يوم أو يومين بين البنوك. هذه المجموعة تحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصد المصرفية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد، كما تم استخدام أنواع مختلفة من الأرقام القياسية ومن أهم هذه الأرقام ما كان مستخدماً في الخمسينات والستينات من هذا القرن وهو الاحتياطات الحرة وهي تشمل على الاحتياطات الزائدة البنوك الأعضاء في البنك المركزي مأخوذة منها الاحتياطات التي اقتترضها هذه البنوك من البنك المركزي، وثاني هذه الأرقام القياسية لأوضاع سوق النقد هو أسعار الفائدة على أذونات الخزينة والأوراق التجارية وسعر الفائدة الذي تفرضه البنوك على أفضل العملاء وسعر الفائدة ما بين البنوك¹.

والعلاقة بين المتغيرات النقدية المختارة كأهداف وسيطة ومتغيرات الأهداف النهائية يجب أن تكون مستقرة على الأمد الطويل، أي أن العلاقة بينها لا تتغير بشكل كبير حينما تتعرض لصددمات خارجية. والشكل أدناه يوضح العلاقة بين الأهداف الوسيطة وعلاقتها بالهدف النهائي.

الشكل رقم (1-3): العلاقة بين أدوات السياسة النقدية وأهدافها



Source: Barbara Casu et al., **Introduction to Banking**, Prentice Hall, Pearson Education, England, 2006, p.117.

يوضح الشكل أعلاه، مسار السياسة النقدية في تحقيق الهدف النهائي عن طريق توجيه أدواتها المباشرة (عمليات السوق المفتوحة والاحتياطي القانوني وسعر الخصم)، وبما أن الأدوات المذكورة لا تؤثر مباشرة بالهدف

¹ أحمد أبو الفتوح ناقة، نظرية النقود والبنوك والاسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، 1998، ص.134.

النهائي، تقوم السلطة النقدية باستهداف متغيرات أخرى تسمى الأهداف الوسيطة تعمل كمثبت لتحقيق الهدف النهائي وتشمل هذه المتغيرات (سعر الصرف والمجاميع النقدية ومعدل الفائدة والتضخم المتوقع) وفي حالة هذه الأهداف لا تتأثر مباشرة بأدوات السياسة النقدية ويتم استخدام أهداف قصيرة الأمد تسمى الأهداف التشغيلية، وهذه الأخيرة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة عن طريق الأهداف التشغيلية. ترسل السلطة النقدية إشارات سريعة وواضحة ومحددة للمتعاملين والسوق عن مضمون السياسة النقدية.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية وفعاليتها

تتلخص آلية عمل السياسة النقدية في استخدام مجموعة من الأدوات التي يستطيع البنك المركزي من خلالها التأثير أو السيطرة على عرض النقود وإدارة حجم الائتمان الممنوح، إذ يمكن من خلال أدوات السياسة النقدية تحقيق الأهداف الاقتصادية ذات الأولوية. ويختلف مدى اعتماد البنك المركزي على هذه الأدوات باختلاف النظام السائد الذي يمارس فيه عمله.

1. الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية (الكمية):

تعتبر الأدوات الكمية مجموعة من الإجراءات التي تهدف بشكل غير مباشر في التأثير على تكلفة الحصول على الأموال و التأثير على مستوى السيولة من أجل إحداث تغيير في كمية النقود المتداولة ويتعلق الأمر في هذه الحالة بكل من : معدل إعادة الخصم و عمليات السوق المفتوحة ، وتغيير نسبة الاحتياطي الإلزامي.

1.1. معدل إعادة الخصم:

يعتبر من أقدم الأدوات التي لجأ إليها البنك المركزي في التأثير على السيولة والائتمان. فهو عبارة عن السعر الذي يفرضه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه لأوراق تجارية أو مالية قصيرة الأجل أو عمليات إقراض قصيرة الأجل للبنوك التجارية لمواجهة نقص السيولة أو الائتمان قصيرة الأجل¹.

ويقوم البنك المركزي بموجب هذه الأداة بتغيير سعر خصمه للأوراق المالية المقدمة إليه من البنوك التجارية قبل موعد استحقاقها، فيرفع البنك المركزي سعر خصم الأوراق المالية (الكمبيالات التجارية و حوالات الخزينة) أثناء فترات التضخم الاقتصادي، ويخفض سعر خصمه لهذه الأوراق أثناء فترات الركود والانكماش الاقتصادي بهدف زيادة مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان المصرفي، ثم تنشيط الطلب الفعلي في السوق².

¹ بن علي بلعوز، مرجع سابق، ص.122.

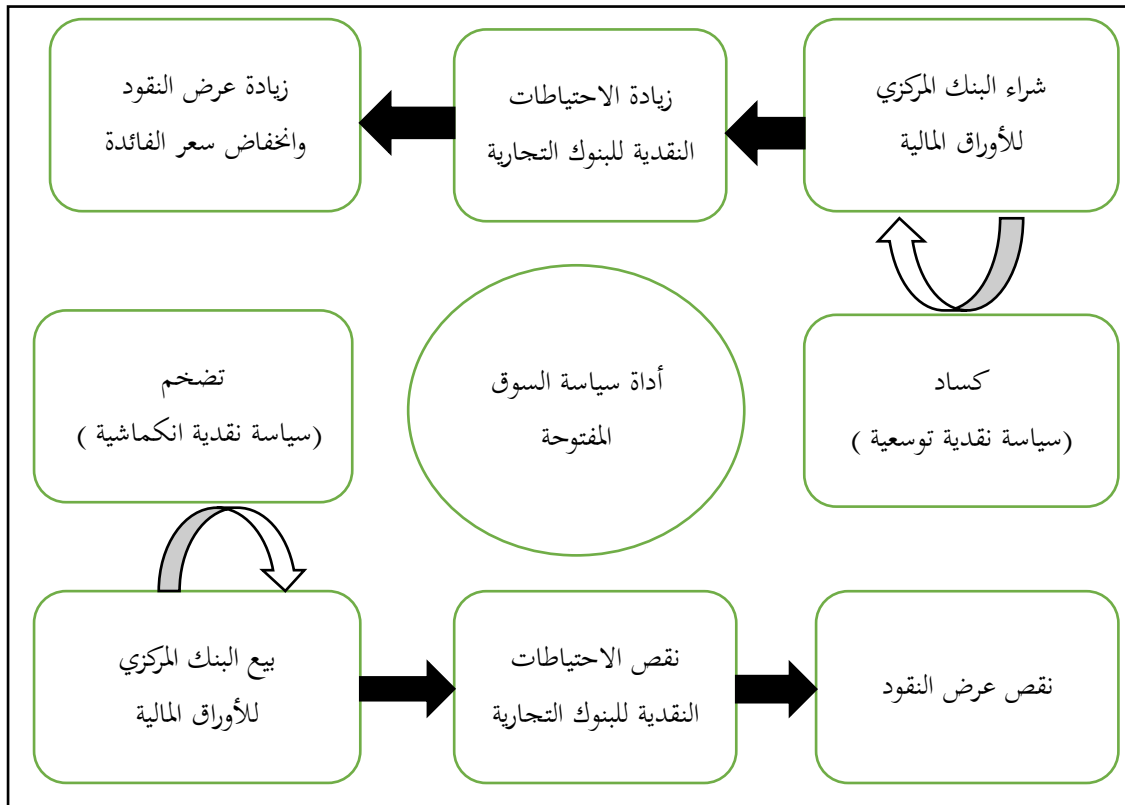
² طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص.243.

2.1. عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بها قيام البنك المركزي بالدخول إلى السوق المالي بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية، بهدف التأثير على كمية النقود المتداولة في المجتمع، وتعتبر هذه الوسيلة الأكثر فعالية في هذا الصدد يقوم البنك المركزي ببيع السندات أثناء فترة التضخم الاقتصادي بهدف تخفيض كمية وسائل الدفع ومن ثم تخفيض حجم الإنفاق النقدي، ويدخل كمشتري أثناء فترات الكساد الاقتصادي بهدف زيادة قدرة المصارف على منح الائتمان ومن ثم زيادة حجم الإنفاق النقدي وتنشيط الطلب الفعلي في السوق¹.

وتعد سياسة السوق المفتوحة من أهم أدوات السياسة النقدية في اقتصاد السوق، فهي تمكن السلطة النقدية من إبقاء المبادرة في يدها دائماً، كما تسمح لها بأن تحقن العملة الوطنية أو تمتصها في الوقت المناسب لتصحيح الأخطاء النقدية². وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-4): ملخص لتأثير عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة



المصدر: محمد سعيد السمهوري، اقتصاديات النقود و البنوك، دار الشروق، الأردن، 2012، ص.202، بتصرف.

¹ نجيب نعمت الله وآخرون، مقدمة في اقتصاديات النقود والصرافة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص.213.

² هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، سوريا، 2010، ص ص.43-44.

3.1. معدل الاحتياطي الإجباري:

يقصد به تلك النسبة من أموال البنوك التجارية تودع في حساب خاص بكل بنك لدى البنك المركزي، وللاحتياطي أشكالاً عديدة، منها احتياطي على الودائع بالعملة المحلية، احتياطي على الودائع بالعملة الأجنبية، وتختلف النسب حسب مستويات هذه الودائع وطبيعة آجالها¹. ويقصد به أيضاً قيام البنوك التجارية بتحميد جزء من الودائع لديها على شكل احتياطي سائل لدى البنك المركزي².

2. الأدوات المباشرة للسياسة النقدية (الكيفية):

يستخدم البنك المركزي إلى جانب الأدوات الكمية التي تؤثر في حجم الائتمان أدوات كيفية للتأثير في نوعية هذا الائتمان واتجاهاته حيث أن هذه الأدوات تستطيع التمييز بين الأنشطة المختلفة من حيث رفع حجم الائتمان لنشاط معين أو خفضه لنشاط آخر بمعنى آخر تهدف هذه الأدوات إلى التأثير على الكيفية التي يستخدم بها الائتمان، وذلك عن طريق توجيهه إلى المجالات المرغوبة وحجبه عن المجالات الأخرى، والتي تتمثل فيما يلي:

1.2. الأساليب الكيفية الانتقائية:

تتمثل الأساليب الكيفية الانتقائية فيما يلي:

● **سياسة تأطير القرض:** تستطيع الدولة أن تضع سياسة تأطيرية توجيهية وذلك بإعطاء توجيهات وإرشادات للبنوك تتعلق بمقادير القروض وطريقة منحها، ونوعية القطاعات التي يجب توقيف القروض لها وذلك عند ظهور البوادر الأولى للتضخم، أما عندما ينتشر التضخم بجدّة فإن الدولة تقدم على صياغة سياسة تأطير قرض إجبارية، فيقوم البنك المركزي بتحديد الحد الأعلى لمقادير القروض الممنوحة من طرف البنوك أو تحديد معدل نمو القروض. وعادة ما تكون سياسة تأطير القرض مرافقة برنامجاً استقرارياً يشمل التقليل من النفقات العمومية وتشجيع الادخارات وإصدار السندات العمومية والقيام بكل الإجراءات الكفيلة بتخفيض كمية النقود الفائضة المتداولة³.

● **السياسة الانتقائية للقرض:** يمكن تحديد سقف للمبالغ المقرضة أو لعدد المقترضين أو تحديد فترة لتسديد القرض وكلها وسائل للحد من توزيع القروض في قطاعات معينة. ينتهج البنك المركزي هذه السياسة التي تجعل

¹ محمود حميدات، النظريات والسياسات النقدية، دار الملكية للطباعة والإعلام والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 1996، ص.44.

² ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص.22.

³ عبد الله خيابة، الاقتصاد المصرفي، دار الجامعة الجديدة، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2013، ص.306.

من قراراته تتعلق بقطاعات معينة يعتبرها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني، فيقوم بتوجيه القروض إليها وذلك بمنح التسهيلات لمنح القروض لهذه القطاعات، وتأخذ هذه السياسة عدة أشكال:

✓ إقرار معدل الخصم المفضل؛

✓ إمكانية إعادة خصم الأوراق التي لا تتوفر فيها الشروط الضرورية؛

✓ قبول إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف؛

✓ إعطاء أو منح تمديد لمدة استحقاق القروض ومعدل الفائدة.

2.2. الأدوات الأخرى للسياسة النقدية:

وهي تلك الإجراءات المباشرة التي يتخذها البنك المركزي تجاه المؤسسات والأجهزة المالية والمصرفية عند عجز الأدوات الكمية والأدوات الكيفية عن تحقيق أهداف السياسة النقدية، وتتمثل فيما يلي:

● **الإقناع الأدبي:** حيث في هذه الحالة يقوم البنك المركزي بإقناع البنوك التجارية بإتباع سياسة معينة دون لجوءه إلى إصدار أوامر وتعليمات رسمية وتتوقف هذه السياسة على مدى تقبل البنوك التجارية بالتعامل مع البنك المركزي وثقتها بإجراءاته ومدى قدرة البنك المركزي في الإقناع¹.

● **إصدار التوجيهات والتعليمات:** وفي هذه الحالة وبصفة البنك المركزي السلطة النقدية في الدولة يصدر التعليمات المباشرة باتجاه البنوك التجارية محددًا فيها الضوابط التي تحكم أنشطة الائتمان والاستثمار بالبنوك، وتتميز هذه الأوامر والتعليمات بالإلزامية، حيث يتعرض البنك الذي يتجاهلها إلى عقوبات قد تبدأ بالتطبيق عليه في مجال الخصم ومنح التمويل المطلوب كما قد تصل العقوبة إلى التوقيف الجزئي أو الكلي للبنك².

● **الإعلام:** لقد كان البنك المركزي في ألمانيا وبنك السويد المركزي يقدمان بيانات دورية تشرح السياسة النقدية المتبعة لمراقبة الائتمان، حيث يقوم البنك المركزي في هذه الحالة باستخدام وسائل الإعلام المختلفة لشرح الحقائق الاقتصادية أمام الجمهور دعماً لجهود إصلاح الأوضاع النقدية وتحقيقاً لأهداف السياسة الاقتصادية³.

● **الإجراءات العقابية:** يلجأ البنك المركزي لفرض عقوبات على البنوك التي لم تنتهج السياسة الملائمة التي حددها، ومن هذه العقوبات رفض عملية إعادة الخصم لهذه البنوك، ورفض إمدادها بالاحتياطات النقدية في حالة تجاوز قروضها الحدود العليا المقررة للإقراض⁴.

¹ مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الطبعة الأولى، الوادي، الجزائر، 2007، ص.65.

² صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2006، ص.480.

³ جمال بن دعاس، مرجع سابق، ص.18.

⁴ زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص.254.

المطلب الثالث: أسباب فشل أدوات السياسة النقدية التقليدية

تمتلك البنوك المركزية لتحقيق أهدافها أداة أساسية هي تحديد معدلات الفائدة الرئيسية، ومعدل الفائدة الذي تفرضه على البنوك التجارية يكون عادة على المدى القصير جدا من يوم إلى بضعة أيام، يؤثر مستوى وتحركات سعر الفائدة الرئيسية التي يحدثها البنك المركزي على الاقتصاد من خلال قناتين رئيسيتين هما قناة معدل الفائدة وقناة الائتمان، وتعثر هاتين القناتين عن العمل سيؤدي حتما إلى فشل السياسة النقدية في أداءها ودورها¹.

1. قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها:

يوجد على مستوى الأسواق المالية عدد كبير من أسعار الفائدة، يتعلق كل واحد منهما بمدة معينة وبفئة معينة من المقترضين، ويمكن التعبير عن جميع معدلات الفائدة في ما يسمى بمنحنى المعدلات حيث يحدد بالنسبة لفئة معينة من المقترضين معدل الاقتراض لمختلف الفترات (ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة، سنتين، عشر سنوات... الخ)، وتنتقل التغيرات المسجلة في معدلات الفائدة الرئيسية إلى الاقتصاد عبر منحنى المعدلات الذي يتأثر بثلاثة عوامل رئيسية هي:

● التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة؛

● حالة عدم اليقين التي تؤثر على الاستباقات الخاصة بالمعدلات؛

● تتأثر المعدلات طويلة الأجل بالعرض والطلب على السندات باختلاف تواريخ استحقاقها.

يمكن أن تتوقف قناة معدل الفائدة عن العمل بشكل طبيعي في حالتين هما:

● **الحالة الأولى:** هي عندما يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر حيث لا يمكن عند هذا المستوى إجراء تخفيضات لأن معدل الفائدة لا يكون سالب، ويكون لهذا الوضع أثر سلبي خاصة إذا كان معدل التضخم المسبق سالب، حيث تفقد في هذه الحالة البنوك المركزية قدرا على التأثير في المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيسي.

● **الحالة الثانية:** حتى وإن لم يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر فقد لا يستطيع البنك المركزي تخفيض المعدل، ويحدث هذا الوضع عندما يسقط الاقتصاد حسب صيغة الاقتصادي "كينز" في مصيدة السيولة، ففي الأوضاع العادية يفترض أن يؤدي وجود فائض من السيولة داخل الاقتصاد إلى شراء سندات، ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، إلا أن هذا الميكانيزم يتعطل عن العمل إذا انخفض عائد السندات أو إذا زادت خطورة ما

¹Laurent Clerc, **Les mesures non conventionnelles de politique monétaire**, Focus n°4, Banque de France, 23 avril 2009, p.1.

بحوزتهم من أصول، ويفضل المتعاملون الاقتصاديون في هذه الحالة الاحتفاظ بالنقود وكنتيحة لهذا الوضع لن يكون هناك ارتفاع في أسعار السندات ولا انخفاض في معدلات الفائدة.

2. قناة الائتمان وأسباب تعثرها:

نظرا لعدم قدرة كل المتعاملين الاقتصاديين (عائلات ومؤسسات) الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية فإن جزء كبير منهم يعتمد بشكل رئيسي على القروض البنكية، وهو ما يجعل من قناة القروض البنكية أو الائتمان مهمة جدا لانتقال السياسة النقدية، كما تعتبر هذه القناة مكملة لقناة معدل الفائدة حيث أن معدلات الفائدة هي التي تحدد تكلفة الموارد التي تحصل عليها البنوك من الأسواق النقدية (قصيرة الأجل) أو من الأسواق المالية (طويلة الأجل)، فكلما ارتفعت تكلفة موارد البنوك كلما قل ميلها للإقراض وكلما اقتضت معدلات فائدة مرتفعة، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض وبالتالي فإن السياسة النقدية لها تأثير على كل من ظروف وحجم الائتمان الموزع في الاقتصاد. تؤثر هذه الاختلافات في حجم وشروط القروض المصرفية بدورها على الاستثمار والإنفاق الاستهلاكي¹.

تتوقف قناة القروض البنكية (الائتمان) عن العمل بشكل طبيعي لما يتوقف النظام البنكي عن العمل بشكل طبيعي، ولما يكون هناك تباطؤ أو توقف في تدفقات القروض نحو الاقتصاد، وعموما يحدث ذلك في الحالات التالية:

- لما تسجل البنوك خسائر (مثل الخسائر المتعلقة بالرهن العقاري) تخفض من قاعدة رأس مالها ومن مقدرتها على الإقراض؛
- لما تتدهور الأوضاع الاقتصادية بشكل كبير ما يجعل عملية الإقراض أكثر مخاطرة ويزيد من تردد المقترضين؛
- لما تزداد حالة عدم اليقين الاقتصادي التي تؤدي إلى ارتفاع منح المخاطر وتزيد من تكلفة موارد البنوك؛
- لما يتوقف سوق ما بين البنوك الذي يعتبر مصدر تمويل البنوك التجارية عن العمل بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعامل².

¹Ibid, p.2.

²Ibid, p.3.

المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية

تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية من أهم الموضوعات التي اهتم بها الباحثين الاقتصاديين منذ بروزها كحدث اقتصادي على الساحة الدولية، حيث لجأت العديد من البنوك المركزية العالمية إليها كحل استعجالي لاستعادة التوازنات النقدية والمالية، ولا تزال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تطبق في الاقتصاديات العالمية خاصة المتقدمة والناشئة، نظرا لأهميتها وبعدها غير التقليدي وارتباطها بالواقع النقدي العالمي.

المطلب الأول: تعريف وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية

في خضم الأزمة المالية العالمية 2008، واجهت العديد من البنوك المركزية قطاعًا ماليًا ضعيفًا واصطدمت بمحدودية ما يمكنها تحقيقه باستخدام الأدوات التقليدية، مما اضطرها إلى الإدخال التدريجي لمجموعة من السياسات النقدية غير التقليدية. وقد تم تصميم بعضها للتأثير على هامش أسعار الفائدة، في حين تم توجيه البعض الآخر للتأثير على السيولة وهامش الائتمان. ويفضل هذه الأدوات، أصبحت البنوك المركزية وسيطة لمجموعة أكبر من الأنشطة المالية.

1. تعريف السياسة النقدية غير التقليدية:

السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة من الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي لإنهاء حالة اقتصادية استثنائية. وتستخدم البنوك المركزية هذه الإجراءات فقط إذا فشلت أدوات السياسة النقدية التقليدية في تحقيق التأثير المطلوب¹.

السياسة النقدية غير التقليدية هي مصطلح شامل لأدوات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي عندما تكون أدواته التقليدية قد فقدت فعاليتها في مواجهة التحديات التي يواجهها².

كما يمكن تعريفها أيضا بأنها سياسة نقدية تستهدف مباشرة تكلفة وتوافر التمويل الخارجي للبنوك والأسر والمؤسسات غير المالية³.

¹Bruno Trader, **Definition of unconventional monetary policy**, Central Charts, 25/03/2019, available at: <https://www.centralcharts.com/en/gm/1-learn/9-economics/35-central-bank/976-definition-unconventional-monetary-policy>, consulted in: 03/01/2020.

²Holger Markmann, **Covered bonds under unconventional monetary policy**, Essays in Real Estate Research, Band 14, Gabler Verlag, Germany, 2018, p.23.

³Constantin Zopounidis et al., **Recent advances and applications in alternative investments**, IGI Global, USA, 2020, p.140.

كما يستخدم مصطلح السياسة النقدية غير التقليدية لوصف مجموعة واسعة من الإجراءات الموجهة نحو أهداف البنوك المركزية المتعلقة بالاستقرار المالي والاقتصادي¹.

أيضا تعرف بأنها قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، والميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود ولا مجازفة، وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد².

كما يمكن تعريفها أيضا من جانبي المستهدفات والأدوات (الوسائل) المستخدمة في مثل هذه السياسات، على أنها³:

● **من جانب المستهدفات:** السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي والتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة، ومن هذا التعريف، نجد أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد (نمو، تشغيل،...)؛

● **من جانب الأدوات المستخدمة:** السياسة النقدية غير التقليدية هي سياسة نقدية تستخدم وقت الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز، و تسهيلات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي، وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية.

وبناء على التعاريف السابقة، يمكن استنتاج ما يلي:

● السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة الوسائل والتدابير غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية، تقوم بها السلطات النقدية وقت الأزمة من أجل تحقيق هدفين متلاحقين أولهما هدف وسيط يتمثل في تشييط السوق المالي و الثاني هدف نهائي يتمثل في تحفيز الاقتصاد؛

● بعدما كانت أدوات السياسة النقدية التقليدية أدوات مباشرة وغير مباشرة أصبحت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أدوات غير تقليدية (تسيير كمي، حرب عملات، أسعار فائدة صفرية،...)

¹Jakub Janus, **The transmission mechanism of unconventional monetary policy**, Oeconomia Copernicana, Institute of Economic Research, vol. 7(1), 2016, p.8.

²Mark Gertler and Peter Karadi, **A model of unconventional monetary policy**, Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 58(1), 2011, p.18.

³علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 4، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013، ص.59.

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

● استخدام التيسير الكمي والتيسير الائتماني وأسعار الفائدة الصفرية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافي ودون تكاليف للأنشطة الاقتصادية؛

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

2. أهداف السياسة النقدية غير التقليدية:

دفع تفاقم الانكماش الاقتصادي العالمي بالسلطات النقدية منذ بداية الأزمة، إلى تنفيذ مجموعة من السياسات والممارسات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناتجة عن الانهيار وتيسير التعافي الاقتصادي. فوسعت ميزانياتها العمومية وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات ومن ثم تحفيز الطلب الكلي. وهذه المجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة، وفي هذا الإطار تتوسع مسؤوليات البنك المركزي لتشمل ما يلي¹:

● التحقق من سلامة النظام البنكي في حالة حدوث اختلالات تشكل في قدرته على مواجهة الصدمات؛

● البنك المركزي مقرض أخير ومسؤول عن المؤسسات البنكية المتعثرة؛

● التحقق من سلامة نظام المدفوعات والتسوية والمقاصة؛

● تطوير نماذج رياضية لتحديد قدرة النظام المالي على امتصاص تداعيات الأزمات، وتصميم اختبارات تحمل تقوم بها البنوك وتوافيه بنتائجها بصورة دورية.

وتسعى السياسة النقدية غير التقليدية لتحقيق ثلاث أهداف أساسية، تتمثل فيما يلي²:

● **الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:** يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي

عائق تجميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين، على

أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق

¹ أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، دراسات اقتصادية، العدد 27، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2014، ص ص. 52-58.

² علي صاري، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 2، العدد 1، جامعة الشلف، الجزائر، 2016، ص ص. 6-7.

الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية، فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعداً لضخ الأموال بكميات غير محدودة، بيد أنه في بعض الأحيان، يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود، ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية؛

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

● **إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جديداً على منح المخاطرة:** يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق لتمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التوسيع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، ويشترى مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد في خطوة ثانية، وتمكن هذه العمليات في نفس الوقت من إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات وتوفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر، ومع ذلك، يتعين على البنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تندرج ضمن مهامه العادية، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فاعلية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات بالأساس عبر السوق والتي يقع فيها تسديد القروض الممنوحة للأسر على نطاق واسع. وفي المقابل، حين توفر الوساطة المصرفية الجزء الأعظم من التمويل يتم بالأحرى استعمال إجراءات التيسير الكمي أو تلك التي تؤثر على منحني نسب الفائدة المتعامل بها.

ومن المتوقع أن تكون تدابير السياسة النقدية غير التقليدية مؤقتة، ويكون هدفها هو علاج فشل الأدوات التقليدية في التحكم في عرض النقود للتمكن مجدداً في التأثير على التوسع الائتماني، بحيث يكون الهدف النهائي للبنك المركزي هو التأثير على النمو الاقتصادي ومعدل التضخم وسيولة السوق. ويمكن استخدام أدواتها لمحاولة دعم النشاط الاقتصادي وخلق فرص عمل في حالة خطر الانكماش مثل حالة الركود الاقتصادي المطول في اليابان أو في حالة أزمة اقتصادية كبرى مثل أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة¹.

¹Bruno Trader, **Definition of unconventional monetary policy**, Central Charts, 25/03/2019, available at: <https://www.centralcharts.com/en/gm/1-learn/9-economics/35-central-bank/976-definition-unconventional-monetary-policy>, consulted in: 03/01/2020.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

بعد انفجار الأزمة المالية العالمية في أواخر سنة 2008، قامت البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة الرئيسة بمجموعة من التدابير والإجراءات غير التقليدية والتي يطلق عليها مصطلح السياسات النقدية غير التقليدية أو السياسات النقدية فوق العادة MP-plus، والتي يمكن تصنيفها إلى عدة مجموعات (مع بعض التداخل بينها)¹:

1. معدلات الفائدة الصفرية:

سادت أسعار الفائدة المنخفضة جدا لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي أو اليابان، وأحيانا تكون مقترنة بتوجيهات مستقبلية على طول الفترة المتوقع أن تظل فيها المعدلات منخفضة. فإذا كان الاقتصاد يمر بمرحلة انكماش يستطيع البنك المركزي الاستجابة من خلال تخفيض معدل الفائدة لغرض تحفيز الاقتصاد للحد من الوصول به إلى حالة الركود الاقتصادي، أي أن البنك المركزي لديه بعض الحرية للمناورة ويكون قادرا على الاستجابة بمرونة لمواجهة التقلبات السعرية التي تحصل بارتفاع أو انخفاض المستوى العام للأسعار².

ويتخذ البنك المركزي قرار خفض معدلات الفائدة عندما يلاحظ بطء في معدلات النمو الاقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي، و ترتكز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي بالحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة³.

ويعتبر موضوع المعدلات الصفرية لسعر الفائدة الاسمي القصير الأجل إحدى أهم المواضيع التي ركزت عليه السلطات النقدية في إدارة السياسة النقدية مع نهاية الألفية الثانية باليابان، وكذلك مع بداية الألفية الثالثة في مختلف الاقتصاديات العالمية على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، ومنطقة اليورو. حيث يعتبر موضوع محوري وأداة هامة بالنسبة للبنوك المركزية التي اهتمت بفعالية السياسة النقدية عندما تكون معدلات الفائدة الاسمية القصيرة الأجل في مستويات قريبة من الصفر. والأكد أن معدلات الفائدة الاسمية خلال الأزمات مرتبطة بعدة عوامل منها طبيعة، درجة ومدة الصدمة التي سببتها الأزمة المالية.

¹International Monetary Fund (IMF), **Global financial stability report: old risks, new challenges**, April 2013, p.95.

²Griffiths Alan and Wall Stuart, **Applied economics**, 10th Edition, Pearson Education, England, 2004, p.289.

³نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الاوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الاوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 44، العراق، 2015، ص.317.

للإشارة فسياسة استهداف المعدلات تكون محدودة عندما تكون قيمها قريبة من المستوى الصفري خاصة عندما تريد البنوك المركزية اعتماد سياسة نقدية توسعية، وبالتالي لا تستطيع تخفيض معدلات الفائدة لمستويات أقل من ذلك، وعلى هذا فالبنوك المركزية تكون أمام إلزامية تغيير إجراءاتها وتثبيت هدف آخر لتحديد حجم الاحتياطات البنكية اللازم لتحقيق أهدافها الاقتصادية في الأجل الطويل¹.

2. التسهيل الائتماني المباشر:

مع اشتداد الأزمة المالية في سنة 2008، أدخلت البنوك المركزية أنواعًا مختلفة من التسهيلات الائتمانية لتخفيف شروط الائتمان، وفي بعض الحالات، تدخلت مباشرة في الأسواق لمعالجة الاختلالات الوظيفية فيها بصفتها وسيطا. على سبيل المثال، قامت البنوك المركزية بالتدخل مباشرة في أسواق الائتمان من خلال شراء أصول القطاع الخاص التي تعرقل تشغيلها من أجل تعزيز السيولة في قطاعات كبيرة من سوق السندات في القطاع الخاص؛ مواصلة خفض أسعار الفائدة في السوق؛ وتشجيع المؤسسات المالية والبنوك على زيادة إقراضها للقطاع الخاص².

ويمكن تعريف التسهيل الائتماني المباشر على أنه عبارة عن عملية يقوم بموجبها البنك المركزي بتغيير تركيبة الأصول في ميزانيته دون التغيير من حجمها، حيث يقوم البنك المركزي بشراء الأصول السامة في السوق المالي (كالسندات المغطاة بالرهون العقارية)، من أجل التأثير على أسعارها النسبية وتوجيهها نحو سعر محدد ومرغوب، ثم إعادة شراء السندات ذات آجال استحقاق طويلة الأجل مقابل بيع سندات قصيرة الأجل في نفس الوقت، حيث لا يتم الشراء عن طريق طبع النقود كما تم في حالة التيسير الكمي، ذلك حتى يتم المحافظة على حجم ميزانية البنك المركزي، كما أن الرفع من سعر السندات المسمومة يساهم في تخفيض العائد منها وبالتالي عند قيام البنك المركزي بشراء هذه السندات يقوم المستثمرون بالمقابل بشراء سندات أخرى بدلا من السندات التي باعوها للبنك المركزي، وبالتالي تنشيط القطاعات الأخرى³.

3. التسهيل الائتماني غير المباشر:

يهدف التسهيل الائتماني غير المباشر إلى توفير السيولة طويلة الأجل للبنوك مع إمكانية تقليل شروط الاقتراض لتعزيز الائتمان المصرفي، كما يمكن أن يجعل المؤسسات المالية تعتمد على البنك المركزي على المدى

¹Lars E. O. Svensson, **Monetary policy and Japan's liquidity trap**, Working Papers 76, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, 2006. pp.1-3.

²Sharon Kozicki et Lena Suchanek, **L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle: l'achat d'actifs par les banques centrales**, Revue de la Banque du Canada, Printemps 2011, p.14.

³Kada Akacem et Asma Selka, **Les politiques monétaires dans le monde avant et après la crise financière et économique mondiale de 2008**, Recherchers Economiques Manageriales, N° 18, 2015, p.42.

الطويل من حيث التمويل، تأخير آجال الاستحقاق، توفير حوافز التخصيص الائتماني، فيقوم البنك المركزي بمنح القروض لفئات مُستهدفة مقابل سندات قصيرة الأجل (أوراق تجارية)، أو سندات متوسطة الأجل (أوراق مالية مدعومة بأصول) أو أخرى طويلة الأجل (سندات حكومية).¹

4. التيسير الكمي:

يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته الحد من تأثير الركود الاقتصادي، عن طريق إصدار فائض من النقود. فهو عبارة عن أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم ميزانية البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية.² وهذا بهدف ضمان الثقة بين البنوك التجارية والمستثمرين بأنهم لن يكونوا تحت قيد السيولة مع انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.

كما عرف بأنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. وتتميز عن السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية، حيث تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف. وتتم عملية التيسير الكمي في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتحول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية.³

وعرف أيضا بأنه سياسة نقدية يتم استخدامها في بعض الأحيان من طرف البنوك المركزية لزيادة عرض النقود في الاقتصاد من خلال شراء الأوراق المالية من السوق، وبالتالي زيادة سعة الإقراض والسيولة. فمن المفترض من الناحية النظرية أن يكون التيسير الكمي مفيدا للاقتصاد، لأن الأموال التي تحصل عليها المؤسسات المالية يمكن إقراضها للمقترضين. وبالتالي، فإن المستهلكين والشركات سوف يقترضون وينفقون أكثر كلما انخفضت أسعار الفائدة. كما يؤثر التيسير الكمي على الاقتصاد عن طريق خفض قيمة العملة المحلية، مما يجعل السلع التصديرية أكثر قدرة على المنافسة. لذلك يعتقد أن الزيادة في الإنفاق الحكومي ستؤدي إلى زيادة الاستهلاك، مما سيزيد من الطلب على السلع والخدمات، مما يعزز خلق فرص العمل، وخلق في النهاية حيوية اقتصادية.⁴

وعليه فإن عمليات التيسير الكمي تستهدف شراء مجموعة من الأصول المالية مختلفة المصادر، بعضها تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جدا، وهذا لغرض تنقية الأسواق المالية من الأصول المسمومة خاصة منها

¹International Monetary Fund (IMF), *Op. cit.*, p.95.

²Michael Joyce et al., **Quantitative easing and unconventional monetary policy: an introduction**, The Economic Journal, 2012, p.272.

³عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، العراق، 2014، ص ص.124-125.

⁴Anusha Magavi, **Quantitative easing: a blessing or a curse?**, Crisil Young Thought Leader, 2012, p.3.

التي ظهرت بشكل كبير خلال الأزمة المالية العالمية والرفع من حجم السيولة لتحفيز البنوك التجارية على القيام بعملية الإقراض وتمويل المشاريع الاستثمارية من أجل انعاش الاقتصاد.

ويمكن اللجوء إلى هذا النوع من السياسات على أساس أنها مكملّة لباقي الأدوات التقليدية التي تتركز بالضرورة على معدلات الفائدة، فبالرغم من وجود هامش للتغيير في معدلات الفائدة (مستويات قريبة من الصفر) إلا أن البنوك المركزية خاصة منها البنك المركزي الأوروبي قد لجأت إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي لضمان فعالية السياسة النقدية، وعبور تأثيرها من خلال قناة سعر الفائدة.

فالتابع غير التقليدي في سياسة التيسير الكمي ظهر جليا في اعتماد البنوك المركزية عليها ليس فقط لتمويل القطاع البنكي الذي يمثل الشريك التقليدي، وإنما تم توسيع ذلك ليشمل القطاع المالي بأكمله، بدليل تمويل مؤسسات مالية عملاقة كمؤسسات التأمينات بالولايات المتحدة الأمريكية¹.

ويقتضي على البنوك المركزية من خلال اعتماد برنامج التيسير الكمي شراء الأصول المالية طويلة الأجل بكميات هائلة محددة ومعلن عنها سابقا، من أجل الرفع من أسعارها وبالتالي التخفيض من العائد منها، وفي نفس الوقت من معدلات الفائدة الطويلة الأجل، وهذا لتشجيع الاستثمارات لدى المؤسسات، والاستهلاك لدى العائلات بتحفيزهم على شراء السلع المعمرة والعقارات... الخ، والمرتبطة بالأساس بتطور معدلات الفائدة طويلة الأجل².

5. معدلات الفائدة السالبة:

هي أداة يقوم بموجبها البنك المركزي بتخفيض معدلات الفائدة الاسمية إلى قيم سالبة على أوراق مالية مستهدفة، وكذلك التي تكون آجال استحقاقها محددة سابقا أو هي الحالة التي يفرض فيها البنك المركزي ضريبة على فوائض الودائع البنكية مما يترتب عليه التأثير على عمليات سوق ما بين البنوك وضمان التحكم الجيد وتحفيز ضخ المزيد من السيولة في الاقتصاد³.

واعتماد العديد من البنوك المركزية على معدلات فائدة سالبة يدل على حدة الأزمة المالية وظهور انكماش اقتصادي كبير خاصة بمنطقة اليورو، فعودة النشاط الاقتصادي إلى مستوياته السابقة ليس مرتبط بالضرورة بمعدلات الفائدة الاسمية وإنما بمعدل مردودية الاستثمارات الإنتاجية وهو ما يعرف بمعدل الفائدة الطبيعي الذي

¹Wouter J. Den Haan, **Quantitative easing: evolution of economic thinking as it happened on Vox**, Centre for Economic Policy Research, London, 2016, p.11.

²Kada Akacem et Asma Selka, **Op. cit.**, p.42.

³وليد العشي، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2018، ص ص.133-134.

يعتبر كمؤشر واضح على حالة الاقتصاد الكلي، وهذا ما يقودنا للقول أنه لاحتواء مخاطر الانكماش الاقتصادي يجب محاولة تحفيز ارتفاع معدلات الفائدة الطبيعية بدل تخفيض معدلات الفائدة الاسمية. ولقد تم اعتبار معدلات الفائدة السلبية حسب العديد من الاقتصاديين على أنها رسوم على فائض الاحتياطات البنكية لدى البنك المركزي، والهدف منها تحفيز البنوك التجارية على القيام بعملية الإقراض الاقتصادي وتمويل الاقتصاد من أجل العمل على الرفع من حجم السيولة في سوق ما بين البنوك، وتفادي تجميد هذه الفوائض من الاحتياطات البنكية في حساباتها لدى البنك المركزي خاصة في ظل عمليات الإصدار النقدي الضخمة التي قام بها البنك المركزي، والتي عرفت تزايد ملحوظ خلال الأزمة المالية 2008¹.

والهدف الأساسي الذي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقه من تطبيق سياسة معدلات الفائدة السالبة هو تعزيز دور السياسة النقدية التوسعية وبذلك القيام بتخفيف شروط التمويل الاقتصادي والرفع من توقعات معدلات التضخم².

ومن الناحية النظرية فإن أدنى مستوى يمكن أن يصل إليه سعر الفائدة هو الصفر في المائة، ومن المفترض كذلك أنه عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير عن طريق هذه الآلية، غير أن التطبيق العملي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى ما دون الصفر، لكن هذا المعدل يتم التعامل به ما بين البنوك التجارية والبنوك المركزية، بحيث تقتصر البنوك أموالا ولا تدفع عليها فائدة وإنما هي ستحصل على فائدة من المؤسسة المقرضة، في المقابل ستضطر البنوك التي تقوم بإيداع أموالها لدى البنوك التجارية الأخرى أو لدى البنك المركزي بدفع نسبة فائدة على إيداعاتها. في حين أنه لا يتم تطبيق هذه الفائدة السالبة في التعاملات بين الأفراد والبنوك التجارية، بل الأفراد سيحصلون على عائد من البنك³.

وتهدف البنوك المركزية من خلال تطبيق هذه الأداة إلى الوصول إلى جملة من الأهداف أهمها⁴:

● عدم السماح للبنوك التجارية بإبقاء الأموال في حسابات البنك المركزي وتحفيزهم على تقديم المزيد من القروض للاقتصاد؛

¹ Christophe Blot et Paul Hubert, *Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs*, Revue de l'OFCE, N° 148, 2016, p.213.

² محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 2015/03/19، متاح على الرابط: https://www.aleqt.com/2015/03/19/article_941661.html، تاريخ الاطلاع: 2018/08/24.

³ عبد القادر خليل، رضوان بن عروس، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث الدارة السياسة النقدية: دراسة تجارب بعض الدول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 9، العدد 1، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2018، ص.122.

⁴ نفس المرجع، ص.123.

● إنعاش الاقتصاد عبر زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء انكماش الأسعار وربما رفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للاقتصاد، كما أن أسعار الفائدة السالبة تقوم بتخفيض قيمة العملة، وهو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية؛

● تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية، كما يمكن لهذه السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة وتخفيض ضغوط ارتفاع أسعار الصرف؛

● دعم القوة الشرائية ودفع المواطنين للإنفاق أكثر، لأنهم سيحصلون على قروض رخيصة من البنوك التجارية بنسبة فائدة أقل، وأما من يملكون الأموال فسيضطرون للإنفاق مادام الادخار لا يجلب لهم منافع مادية وأن قيمتها ستتآكل ما دامت الفائدة سالبة؛

من بين الآثار الإيجابية نذكر ما يلي¹:

● **دعم تنافسية الصادرات**: يظهر ذلك من خلال أثر معدل الفائدة السالب على قيمة العملة؛ فعندما تصبح معدلات الفائدة على الودائع من عملة ما سالبة، فإن الطلب على تلك العملة يتراجع في سوق الصرف بفعل تراجع هيكل معدلات الفائدة عليها، وعندما يتراجع الطلب على عملة ما فإن قيمتها تنخفض، وهذا ما يرفع من القدرة التنافسية للمنتجات المحلية، حيث انخفاض قيمة العملة يحفز على زيادة الطلب عليها وبالتالي ارتفاع حجم الصادرات التي تتم بهذه العملة، بالمقابل ينخفض الطلب على الواردات نظرا لارتفاع تكاليف الواردات وبالتالي التحسين من وضعية الميزان التجاري للدولة؛

● **زيادة حجم الاستثمار والاستهلاك**: فزيادة حجم الاستثمارات مرتبط بانخفاض معدلات الفائدة الاسمية في سوق المال وانخفاض تكلفة التمويل، و مدى حاجة البنوك التجارية إلى التوسع في خلق الائتمان بهدف خلق أصول أخرى ذات عائد مرتفع، بينما زيادة حجم الاستهلاك مرتبط بتطور معدلات التضخم التي تتأثر بتغيرات معدلات الفائدة؛

● **زيادة حجم الإنفاق الحكومي**: معدلات الفائدة السالبة تساهم بشكل ايجابي في دعم الإنفاق الحكومي للدولة في تمويل مشروعاتها وذلك بانخفاض تكلفة التمويل، وهذا ما يخفض درجة مخاطر سندات الدين العام مما

¹Selva Demiralp et al., **Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area**, Working Paper N° 1708, Koç University-TÜSİAD Economic Research Forum (ERF), Istanbul, 2017, pp.3-5.

يساهم في ظهور توسع في حجم الدين العمومي وفي ظل المراقبة الدورية لتطوراته يمكن أن يؤثر إيجاباً على النشاط الاقتصادي؛

● **دعم الطلب على الاقتراض:** وهو أهم الأهداف التي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقها من خلال تطبيق معدلات الفائدة السالبة، حيث عندما تجد البنوك نفسها في وضع ترتفع فيه تكاليف احتفاظها باحتياطاتها في صورة سائلة، فإنها بالتأكيد ستفكر في التصرف في هذه الاحتياطيات على النحو الذي يجنبها الخسائر، والمسار الطبيعي المتوقع لهذه الاحتياطيات هو زيادة القروض للمستهلكين وقطاع الأعمال وبالتالي تزداد عمليات منح الائتمان، وعندما يحصل الجمهور ورجال الأعمال على هذه القروض يزداد الطلب الكلي ويخرج الاقتصاد من حالة الكساد وهو ما يستهدفه البنك المركزي من وراء هذه السياسة.

6. سياسة التوجيه المسبق:

بشكل عام، يتم تعريف التوجيه المسبق على أنه قيام البنك المركزي بإبلاغ المعلومات المتعلقة بإجراءات سياسته النقدية المستقبلية إلى المشاركين في السوق المالية والجمهور بشكل عام، من أجل التأثير على توقعات السوق ومختلف المتعاملين فيه¹. وقد تم استخدام سياسة التوجيه المسبق قبل الأزمة المالية العالمية 2008، وقد حاولت العديد من البنوك المركزية في الدول المتقدمة منذ ثمانينات القرن الماضي تحسين مستوى شفافتها، وقد كان بنك نيوزلندا المركزي أول من انتهج طريقة تحديد هدف معين للتضخم وأول من استعمل أداة التوجيه المسبق وكان ذلك سنة 1997 حيث تم الإعلان عن مستقبل معدلات الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر اللاحقة، وبالتالي فهي إعلانات يقوم بها البنك المركزي عن حالة الأسواق وعن مستويات المتغيرات الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة، وعن نواياه وسياسته اتجاه معدلات التضخم وأسعار الفائدة الفعلية من أجل التأثير في توقعات الأعوان الاقتصاديين، ذلك من أجل التحسين في قدرتهم على توقع التغيرات المستقبلية، كما أن البنك المركزي يهدف من خلال هذه السياسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها²:

● تحقيق انخفاض في معدل الفائدة الحقيقي طويل الأجل عن طريق الإعلان عن تخفيض معدلات الفائدة الاسمية لفترة زمنية طويلة ومستمرة مع التوقع بمعدلات تضخم مرتفعة، مثلما حدث أثناء الأزمة المالية؛

¹Salomon Fiedler et al., **Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?**, PE 587.330, European Parliament, 2016, p.37.

²Biagio Bossone, **Unconventional monetary policies revisited (Part I)**, Centre for Economic Policy Research Portal, 04/10/2013, available at: <https://voxeu.org/article/unconventional-monetary-policies-revisited-part-i>, consulted in: 03/09/2018.

- بما أنها سياسة إشارات فإن فعاليتها تزداد عندما تكون مرافقة بسياسة تيسير كمي ذات مستويات مناسبة، خاصة في حالة الانكماش الاقتصادي؛
 - تهدف هذه الأداة بالأساس إلى توجيه سلوك الأعوان الاقتصاديين حسب الطريقة المرغوبة من البنك المركزي لتحقيق أهداف السياسة النقدية من خلال الأسواق التي تعني السياسة النقدية التأثير فيها؛
 - ومن أهم ما يميز هذه الأداة عن غيرها أنها غير مرتبطة بمرحلة معينة من مراحل تطور السياسة النقدية غير التقليدية، ولكنها في الغالب تبدأ مع انتهاج البنك المركزي لسياسة معدلات الفائدة الصفرية، ولا تعمل بشكل منفصل عن الأدوات الأخرى، بل تعد في بعض الأحيان من محددات فعالية هذه الأدوات لاسيما التيسير الكمي والتيسير الائتماني¹؛
 - وتهدف أيضا إلى تخفيض حالة عدم التأكد التي تصيب الأسواق المالية بشكل عام في فترات الأزمات المالية، وبعث الطمأنينة المصرفية حول مستقبل الاقتصاد الكلي، مما يجنب الاقتصاد العديد من العواقب السلبية في فترات الأزمات المالية منها ظهور هجمات للمضاربة على انخفاض قيمة العملة، وهروب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية مما يساهم في تفاقم مشكل السيولة المصرفية؛
 - كما تهدف إلى تخفيض التقلبات الحادة التي تحدث للمتغيرات الاقتصادية الكلية، لاسيما تغيرات معدلات الفائدة، فمع الإفصاح المسبق عن الهيكل الكمي والمشروط لمعدلات الفائدة خلال الفترة المحددة سيقبل من حدة التقلبات التي تحدث في الأسواق².
- وقد تم تطبيق سياسة التوجيه المسبق من طرف البنوك المركزية لضمان ما يلي³:
- **الشفافية:** حيث يجب أن تكون صياغة هذه الأداة بشفافية حتى يتم الاسترشاد بها في بناء التوقعات المستقبلية لمعدلات التضخم والبطالة وبالتالي التأثير المباشر في مختلف العمليات الاقتصادية الخاصة بالإنتاج والاستهلاك وفي الأخير تحفيز النمو الاقتصادي؛
 - **الفعالية:** يجب أن تؤثر معدلات السياسة النقدية المنشورة، وكذلك نشر التنبؤات الخاصة بالتضخم والبطالة من طرف البنك المركزي على توقعات السوق المستقبلية، وبالتالي على منحنى العائد الذي له تأثير على الاقتصاد، وبهذه الطريقة تتوفر أكثر فعالية في تنفيذ السياسة النقدية؛

¹ وليد العشي، مرجع سابق، ص.143.

² Andrew Filardo and Boris Hofmann, **Forward guidance at the zero lower bound**, BIS Quarterly Review, March 2014, p.44.

³ Lars E. O. Svensson, **Forward guidance**, International Journal of Central Banking, Vol. 11, No. S1, 2015, pp.24-25.

● **المعلوماتية:** يجب أن يضمن البنك المركزي توفير معلومات مفيدة للقطاع الخاص والجمهور فهو الملجأ الأخير للمعلومة حول مسار السياسة النقدية؛

● **المساءلة:** تعتبر منشورات البنك المركزي الممثلة لسياسة التوجيه المسبق عبارة عن تقييم خارجي لمسار السياسة النقدية، ويسهل عملية مساءلة البنك المركزي حول فعالية سياسته النقدية غير التقليدية في تحقيق المستويات المستهدفة.

وتحدد فعالية سياسة التوجيه المسبق بثلاث اعتبارات أساسية¹:

● مدى التزام البنك المركزي والسلطات النقدية بالسياسة التي تم الإعلان عنها في وقت سابق، ولهذا السبب اعتنى صانع القرار الاقتصادي بوضع شروط في تنفيذ السياسات التي يفصح عنها مثل ارتباط زيادة معدلات الفائدة بانخفاض حجم البطالة؛

● وضوح توجهات السياسة النقدية غير التقليدية من خلال البيانات المعلنة عنها من طرف البنك المركزي، بمعنى التحلي بدرجة عالية من المصداقية وعدم استخدام عبارات تثير الشك حول مستقبل السياسة النقدية مما يخلق حالة من عدم التأكد في الأسواق وبالتالي ذلك سيؤثر على فعاليتها؛

● العمل الدوري على شرح مفصل لمستقبل السياسة النقدية غير التقليدية وتوجه أدواتها من خلال توضيح كافة الاعتبارات المعنية بالأمر، مثل التغيرات الحاصلة في سوق رأس المال وهدف التوسع الائتماني، وهدف برنامج شراء السندات بهدف التوسع النقدي وزيادة معدلات التضخم إلى المستوى المستهدف.

المطلب الثالث: مبادئ وشروط تنفيذ أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

لقد ارتبطت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ارتباطاً وثيقاً بالعديد من الأزمات التي ضربت مختلف مكونات الاقتصاد العالمي على مدى السنوات الماضية، بأحداث نقدية ومالية واقتصادية غير متوقعة وسريعة بشكل لافت للنظر. غير أن هذه التدابير غير التقليدية يجب أن تستوفي بعض الشروط لضمان فعاليتها في تحفيز النشاط الاقتصادي.

1. مبدأ الفصل بين التدابير التقليدية وغير التقليدية:

ظلت التغييرات في أسعار الفائدة الرئيسية قصيرة الأجل للبنوك المركزية الأداة التقليدية الرئيسية للسياسة النقدية خصوصاً في الاقتصاديات المتقدمة، حيث تم تحديد معدلاتها عند المستويات التي اعتبرتها البنوك المركزية مناسبة لتحقيق استقرار الأسعار على المدى المتوسط، وعند النظر في تنفيذ تدابير السياسة النقدية التقليدية

¹Marco Del Negro et al., **The forward guidance puzzle**, Staff Reports No. 574, Federal Reserve Bank of New York, 2015, p.4.

خلال الأزمة المالية، هناك مسألتان تستحقان اهتمامًا خاصًا؛ أولاً، كانت مجموعة واسعة من أسعار الفائدة السوقية قد تجاوزت أسعار السوق النقدية قصيرة الأجل ذات الصلة بموقف السياسة النقدية؛ النقطة الثانية تتعلق بمسألة التوجيه المسبق فيما يتعلق بالمسار المستقبلي لأسعار الفائدة الرئيسية للبنوك المركزية.

يجب الاعتراف بصعوبة تقرير فيما إذا كانت هناك مدرستين مفاهيميتين مختلفتين، تشدد إحداها على وجهة نظر البنك المركزي بشأن احتمالية تحقيق مسار معين لأسعار الفائدة قصيرة الأجل على مدى فترة زمنية طويلة، بينما تؤكد المدرسة الثانية على أهمية الحفاظ على استقرار الأسعار على المدى المتوسط والطويل، بما يتماشى مع التعريف الذي قدمه البنك المركزي؛ في هذا المفهوم الثاني، يجب التأكيد على وجود مسار منخفض لمؤشر آخر مهم، ألا وهو استقرار توقعات التضخم عند معدلات منخفضة في الأجلين المتوسط والطويل المدى. ولقد كان الأخذ الواسع النطاق لتدابير السياسة النقدية غير التقليدية من قبل البنوك المركزية الرئيسية سمة مميزة للأزمة المالية العالمية، ولم يكن هناك توحيد لهذه التدابير غير التقليدية. فقد كانت المناهج مختلفة ومصممة حسب الاقتصاديات وهيكلها، ولقد تمحورت بعض الإجراءات المتخذة حول التيسير الائتماني، والتيسير الكمي، والتدخلات في أسواق الصرف الأجنبي والأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملة الأجنبية. وقد استخدمت هذه الأدوات لدعم عمل القطاع المالي لحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية، وفي نهاية المطاف، للحفاظ على استقرار الأسعار على المدى المتوسط¹.

وهناك وجهتي نظر مختلفتين بشأن هذه التدابير غير التقليدية²، حيث يرى البعض أنها استمراراً للسياسة التقليدية بوسائل أخرى، فعندما يتعذر تخفيض أسعار الفائدة الاسمية أكثر، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية للمساهمة بالطريقة المرغوبة في التطورات الاقتصادية والمالية والنقدية سعياً إلى استقرار الأسعار. ولتوضيح هذا الرأي، يمكن مقارنته بإشراك الدفع الرباعي عند الوصول إلى نهاية الطريق. حيث تقوم البنوك المركزية بتوسيع ميزانيتها وضخ السيولة للتأثير على هيكل العوائد وبالتالي تحفيز الطلب الكلي. ويتماشى هذا النهج بشكل عام مع التحليلات النظرية لفريدمان Friedman أو توبين Tobin أو باتينكين Patinkin، بحيث أن منطق هذا النهج متسلسل في الأساس: أولاً الأدوات التقليدية، ثم الأدوات غير التقليدية. وإذا كان هذا المنطق التسلسلي سيطبق أيضاً على الخروج، فهذا يعني بشكل أساسي فك التدابير غير التقليدية أولاً ثم رفع أسعار الفائدة لاحقاً.

¹Jean-Claude Trichet, **Unconventional monetary policy measures: principles - conditions - raison d'être**, International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking, vol. 9(1), 2013, p.230.

²Ibid, p.231.

وبالنسبة لوجهة النظرة المختلفة بشأن التدابير غير التقليدية، يرى البعض أنه في عدة مناسبات، خاصة في أوقات الأزمات الحادة، واجهت السياسة النقدية غير التقليدية التي تم تحديدها خلال الأزمة عقبات عديدة لنقل أثرها إلى الاقتصاد، حيث كان أداء السوق ضعيفاً وأحياناً بعمق شديد خلال الأزمة المالية. ورداً على ذلك، يمكن للبنوك المركزية أن تعمل على التغلب على بعض معوقات قنوات انتقال السياسة النقدية، بحيث يمكن نقل موقف السياسة إلى الاقتصاد بالطريقة المقصودة. وبالتالي فإن منطلق هذا النهج متوازي وداعم، فإذا تم إعاقة انتقال التدابير غير التقليدية بشكل كبير، يمكن أن تقدم التدابير غير التقليدية الدعم. هذا المنطق له آثار واضحة محتملة للخروج. ففي هذا المنظور، يمكننا تحديد التدابير التقليدية وغير التقليدية إلى حد كبير بشكل مستقل عن بعضها البعض. ووفق هذا النهج لن يكون صانعو السياسات ملزمين بفك التدابير غير التقليدية قبل النظر في زيادة أسعار الفائدة، أو وضع أسعار الفائدة عند الحد الأدنى قبل النظر في إدخال التدابير غير التقليدية. في هذا المنظور، سيكون من الممكن اتخاذ هذه القرارات بشكل مستقل، بحيث تعتمد التدابير التقليدية على التوقعات المتوسطة والطويلة الأجل لاستقرار الأسعار، بينما تعتمد التدابير غير التقليدية على درجة الخلل في نقل السياسة النقدية من خلال النظام المالي والأسواق المالية.

2. شروط تنفيذ أدوات السياسة النقدية غير التقليدية:

نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية، قامت بعض البنوك المركزية بمجموعة من التدابير والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية لمواجهة تداعيات هذه الظروف والحيلولة دون الوقوع في حالة انكماش اقتصادي؛ غير أن هذه التدابير غير التقليدية، في رأي البعض، يجب أن تكون أولاً مستقلة تماماً عن التدابير التقليدية؛ ثانياً، تهدف كلياً إلى المساعدة في استعادة انتقال أفضل لقنوات السياسة النقدية في أوقات الأداء غير الطبيعي للأسواق النقدية والمالية؛ ثالثاً، هي إجراءات عابرة بطبيعتها؛ ورابعاً، لا يقصد بها ضبط آلية قنوات انتقال السياسة النقدية. ولتنفيذ مثل هذه الأدوات غير التقليدية، يجب أن تستوفي الشروط التالية¹:

● لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى إنقاذها، وفي أغلب الحالات لا بد من تفضيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية، وبخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة، اعتماداً على حجم الخلل في عمل النظام المالي؛

¹Ibid, pp.238-239.

● لا بد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأجل المتوسط، ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل غير التقليدي، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات؛

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

● بقدر ما يؤدي فيه مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة، إلى أحداث تغيير هيكل كبير للغاية في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، فمن حقها الدعوة إلى تعزيز الحوكمة العالمية وأن تكون مدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي، والتعديل الضروري للاختلالات في التوازن العالمي والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف؛

● في حالة أوروبا، هناك شرط إضافي يتمثل في مطالبة المؤسسات الأوروبية والحكومات بالمشروع بشكل جماعي في تحسين كبير لحوكمتها الاقتصادية، بما في ذلك المراقبة الدقيقة للسياسات الاقتصادية وسياسات الميزانية الخاصة بكل دولة. ويشرح هذا الشرط لماذا كان مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي، الذي دعا دائماً لتحسين الحوكمة الاقتصادية، صريحاً جداً بشأن هذه القضية منذ بداية الأزمة والقرارات التي تلت ذلك للمشروع في سياسة نقدية غير تقليدية.

المبحث الثالث: سياسة التيسير الكمي

تعتبر سياسة التيسير الكمي من السياسات المستحدثة التي انتهجتها البنوك المركزية في أغلب الدول المتقدمة لمعالجة أزمات السيولة التي عصفت بالبنوك والمؤسسات المالية وزعزعت استقرار النظام المالي، وذلك من خلال شراء الأوراق المالية من السوق بهدف تخفيض معدل الفائدة وزيادة السيولة في الاقتصاد.

المطلب الأول: تعريف وأهداف سياسة التيسير الكمي

يدل مصطلح التيسير الكمي على أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي يمكن للبنوك المركزية أن تستعملها في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمة المالية العالمية الأخيرة، حيث نجحت هذه السياسة في تفادي الوقوع في حالة الانكماش الاقتصادي.

1. تعريف سياسة التيسير الكمي:

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت لسياسة التيسير الكمي، نذكر منها ما يلي:

سياسة التيسير الكمي هي ممارسة يقوم بها البنك المركزي للحد من تأثير الركود الاقتصادي، عن طريق إصدار فائض من النقود. فهي عبارة عن سياسة نقدية غير تقليدية تقتضي الرفع من حجم ميزانية البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية¹.

كما يمكن تعريفها بأنها سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد المحلي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. حيث تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف. وتتم عملية التيسير الكمي في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتحول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية².

وعرفت أيضا بأنها سياسة نقدية يتم استخدامها في الظروف الاستثنائية من طرف البنوك المركزية لزيادة عرض النقود في الاقتصاد من خلال شراء الأوراق المالية من السوق، وبالتالي زيادة سعة الاقراض والسيولة. فمن المفترض من الناحية النظرية أن يكون التيسير الكمي مفيدا للاقتصاد، لأن الأموال التي تحصل عليها المؤسسات المالية يمكن إقراضها للمقترضين. وبالتالي، فإن المستهلكين والشركات سوف يقترضون وينفقون أكثر كلما انخفضت أسعار الفائدة. كما يؤثر التيسير الكمي على الاقتصاد عن طريق خفض قيمة العملة المحلية، مما يجعل السلع التصديرية أكثر قدرة على المنافسة. لذلك يعتقد أن الزيادة في الإنفاق الحكومي ستؤدي إلى زيادة

¹Michael Joyce et al., **Op. cit.**, p.272.

²عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، مرجع سابق، ص ص. 124 - 125 .

الاستهلاك، مما سيزيد من الطلب على السلع والخدمات، مما يعزز خلق فرص العمل، ويخلق في النهاية حيوية اقتصادية¹.

كما عرفت بأنها أداة من أدوات السياسة النقدية الحديثة يقوم من خلالها البنك المركزي بشراء السندات لزيادة المعروض النقدي².

والطابع غير التقليدي في سياسة التيسير الكمي ظهر جلياً في اعتماد البنوك المركزية عليها ليس فقط لتمويل القطاع البنكي الذي يمثل الشريك التقليدي، وإنما تم توسيع ذلك لتشمل القطاع المالي بأكمله، بدليل تمويل مؤسسات مالية عملاقة كمؤسسات التأمينات بالولايات المتحدة الأمريكية³.

وعليه فإن سياسة التيسير الكمي هي سياسة نقدية غير تقليدية تستهدف خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد عن طريق الرفع من حجم خصوم ميزانية البنك المركزي بأصول مالية متنوعة المخاطر.

وهناك مجموعة من الاختلافات بين السياسة النقدية التقليدية والتيسير الكمي، وهي⁴:

- يركز التيسير الكمي على شراء السندات طويلة الأجل وبيع السندات قصيرة الأجل؛
- ينطوي التيسير الكمي على شراء الأصول وحقن النقود بمعناها الواسع في الاقتصاد ومحاولة التأثير على الفائدة طويلة الأجل على عكس السياسة التقليدية التي تركز على الفائدة قصيرة الأجل؛
- عند استخدام التيسير الكمي يكون البائعون للأصول على الأغلب ليس البنوك وإنما المؤسسات المالية مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين الذين تتركز استثماراتهم في السندات الحكومية طويلة الأجل والرهون العقارية؛
- يؤدي التيسير الكمي إلى توسيع ميزانية البنوك المركزية بشكل كبير لأن كمية السندات المشتراة تكون كبيرة جداً.

2. نشأة سياسة التيسير الكمي:

ظهرت أولى الدراسات التي اهتمت بمدى جدوى الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في فترة الانكماش التي سادت في ثلاثينات القرن الماضي على يد الاقتصادي كينز، بينما لم تظهر أولى الأدوات غير التقليدية للسياسة

¹Anusha Magavi, **Op. cit.**, p.3.

²Stephen D. Williamson, **Scarce collateral, the term premium, and quantitative easing**, Journal of Economic Theory, vol. 164(C), 2016, p.137.

³Wouter J. Den Haan, **Op. cit.**, p.11.

⁴Bowdler Christopher and Amar Radia, **Unconventional monetary policy: the assessment**, Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, vol. 28(4), 2012, p.606.

النقدية ولم يتم تطوير ميكانيزمات انتقالها إلى الاقتصاد إلا في الآونة الأخيرة¹. ويعتبر استخدام سياسة التيسير الكمي رجوع إلى النظرية النقدية لميلتون فريدمان التي كانت شائعة في الثمانينات، وتم التخلي عنها لعدم فاعليتها، حيث تؤكد على ضرورة أن تتحكم الحكومات في كمية الأموال المتداولة من أجل الاستقرار الاقتصادي ومنع التضخم المفرط أو الانكماش، وكان خبراء النقد يقصدون من الناحية التاريخية احتياطات البنك المركزي (العملات المعدنية والورقية) بدلاً من الائتمان من البنوك التجارية، وتشير هذه النظرية إلى وجود ارتباط رياضي بين كمية الأموال الأساسية (الأساس النقدي) والودائع المصرفية حيث أن زيادة القاعدة النقدية للبنك المركزي يؤدي لزيادة الائتمان والعكس².

طبقت سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان، وهذا بعد حالة الانكماش التي عرفها الاقتصاد الياباني سنة 1990، حيث أن السياسات النقدية التقليدية والمتفق عليها عموماً تركز على أسعار الفائدة قصيرة الأجل والتي تطبق عن طريق سياسة السوق المفتوحة عن طريق شراء وبيع السندات الحكومية، أو عن طريق الاحتياطي لدى البنك المركزي ففي الحالات العادية تعتبر هذه الأدوات ناجحة، بينما في حالة عدم نجاحها في حل الأزمات لا بد من البحث عن سياسات جديدة تعتبر أكثر نجاعة ومنها سياسة التيسير الكمي التي تعتمد على سعر الفائدة الصفري، فالبنك المركزي الياباني استهدف من خلال هذه السياسة شراء السندات الحكومية من القطاع المصرفي، وبالتالي زيادة نسبة الاحتياطي النقدي الذي تحتفظ به البنوك في النظام، أملاً في الرفع من القروض المقدمة للاقتصاد الحقيقي، مما يزيد من السيولة بهدف تخفيف حدة الانكماش. ولقد اتبعت البنوك المركزية للولايات المتحدة ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة اليابان في اعتماد سياسات أدت إلى زيادات كبيرة في ميزانيتها العمومية، على الرغم من وجود اختلافات فيما بينها وبين اليابان في كيفية تنفيذ سياسة التيسير الكمي وغيرها من السياسات غير التقليدية³. ففي 19 مارس 2001، تم اعتماد بنك اليابان لسياسة التيسير الكمي فعلياً لمواجهة الركود الذي كان يعاني منه الاقتصاد⁴. ومع بداية الأزمة المالية العالمية سنة 2008، أعلن

¹ محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص. 158.

² Josh Ryan-Collins et al., **Strategic quantitative easing: stimulating investment to rebalance the economy**, New Economics Foundation, London, 2013, p.11.

³ Michael Joyce et al., **Op. cit.**, p.274.

⁴ Fukui Toshihiko, **Challenges for monetary policy in Japan**, Speech at the Spring Meeting of the Japan Society of Monetary Economics, on the occasion of its 60th anniversary, Tokyo, 1 June 2003, p.3.

الاحتياطي الفيدرالي تبنيه لسياسة التيسير الكمي في 25 نوفمبر 2008 كأداة لمعالجة الأزمة¹، أما البنك المركزي الأوروبي فلم يستطع انتهاج هذه السياسة فعليا حسب بعض الاقتصاديين إلا في 22 جانفي 2015.

3. أهداف سياسة التيسير الكمي:

من أهم أهداف سياسة التيسير الكمي نذكر ما يلي:

- **تخفيض معدل الفائدة طويل الأجل:** حيث يهدف البنك المركزي من خلال سياسة التيسير الكمي إلى التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل من أجل تحفيز الاقتصاد. فمشتريات البنك المركزي للسندات طويلة الأجل مصممة لوضع ضغوط لتخفيض أسعار الفائدة بشكل عام من أجل دعم النشاط الاقتصادي²؛
- **تعزيز توقعات التضخم:** حيث يهدف البنك المركزي أيضا من خلال سياسة التيسير الكمي إلى زيادة معدل التضخم المتوقع لتخفيض معدل الفائدة الحقيقي-سعر الفائدة الإسمي مطروحا منه التضخم المتوقع- أملا في إقناع الأسر والشركات بشراء المزيد من السيارات والمباني والمعدات؛
- **الحد من مخاطر التخلف عن السداد:** حيث أنه من خلال سياسة التيسير الكمي يمكن التقليل من مخاطر التخلف عن السداد (أي علاوة المخاطرة)، مما يؤثر إيجابا على العائد من السندات التجارية والاستثمارية ويشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق³؛
- **تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية:** يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقرضين من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن تبني سياسة التيسير الكمي يعمل على تحييد هذا الأثر وفق ما يوفره كخطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار، واستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد من انتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة المالية وترابط الأسواق المالية العالمية⁴؛
- **التقليل من مخاطر أسعار السندات:** حيث تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في سعر الفائدة وذلك خلال طول مدة السند، ولهذا فمن أهم الاعتبارات لبرنامج التيسير الكمي هو التقليل من هذه المخاطر على

¹ Amanda A. Schaible, **Quantitative easing's effect on shadow banking: have federal reserve purchases caused a collateral shortage in the repurchase agreement market?**, Scripps Senior Theses, Paper 423, 2014, p.31.

² عدلي قندح، سياسة التيسير الكمي وخطة بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لتقليص ميزانيته والآثار المحتملة، مجلة البنوك في الأردن، المجلد 36، العدد 9، 2017، ص.59.

³ Arvind Krishnamurthy and Annette Vissing-Jorgensen, **The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy**, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 42(2), 2011, p.222.

⁴ Bernardo Morais et al., **The international bank lending channel of monetary policy rates and QE: credit supply, reach-for-yield, and real effects**, International Finance Discussion Papers 1137, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2015, p.8.

السندات خاصة منها السندات السيادية التي تؤثر إيجاباً على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، وهذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق¹.

4. آلية عمل سياسة التيسير الكمي:

تنم هذه العملية بطبع نقود جديدة وبكميات هائلة تعتمد بالضرورة على الإصدار النقدي دون الالتزام بوجود مقابلات الكتلة النقدية، وهذا لزيادة المعروض النقدي خلال مدة زمنية مدروسة ومع وجود مصداقية للبنوك المركزية يكون الهدف منها هو الحفاظ على مستويات مستهدفة لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية أهمها استقرار معدلات التضخم، تحفيز النمو الاقتصادي، وتخفيض معدلات البطالة².

ويمكن اللجوء إلى هذا النوع من السياسات على أساس أنها مكملية للأدوات التقليدية التي تتركز بالضرورة على معدلات الفائدة. وتستهدف عمليات التيسير الكمي شراء مجموعة من الموجودات المالية مختلفة المصادر تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جداً، فالغرض منها هو تنقية الأسواق المالية من الأصول المسمومة خاصة منها التي ظهرت بشكل كبير خلال الأزمة المالية العالمية 2008.

أما عن كيفية عمل التيسير الكمي، فإن المشكلة الأساسية التي تواجهها البنوك المركزية قبل أن تلجأ إلى هذه السياسة هي أنه في أوقات الكساد تعمل البنوك المركزية على خفض معدلات الفائدة، وعندما تصل معدلات الفائدة إلى حدها الصفري، فإن الخيارات المتاحة أمام صانعي السياسة النقدية لتحفيز الاقتصاد تصبح محدودة جداً، ومن هذه الخيارات سياسة التيسير الكمي، ولكن إذا كان معدل الفائدة صفرياً أو قريباً من الصفر فكيف يسهم التيسير الكمي في رفع مستويات النشاط الاقتصادي والخروج من حالة الكساد؟. وللإجابة على هذا التساؤل، يمكننا على سبيل المثال وصف تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أن معدل الفائدة الأساسي على القروض ما بين البنوك، أو ما يطلق عليه معدل الأموال الفيدرالية، وهو المستهدف الأساسي للسياسة النقدية الأمريكية، منخفض جداً (صفر تقريباً)، معنى ذلك أن البنوك الأمريكية تقترض احتياجاتها من الأموال بمعدلات منخفضة جداً، ويتمثل الهدف الأساسي من ذلك في حث البنوك على اقتراض المزيد من الأموال، ثم إعادة ضخ هذه الأموال للمقترضين من المستهلكين لتمويل إنفاقهم الاستهلاكي، ولقطاع الأعمال الخاص لتشجيع عمليات الاستثمار الخاص، ومن ثم زيادة مستويات الطلب الكلي. لكن البنوك الأمريكية لا تقوم بالإقراض، على الرغم من الفارق الكبير بين تكلفة اقتراضها ومعدل الفائدة على تلك القروض؛ نظراً إلى

¹Arvind Krishnamurthy and Annette Vissing, **Op. cit.**, p.220.

²Mark Gertler and Peter Karadi, **A model of unconventional monetary policy**, Journal of Monetary Economics, vol. 58(1), 2011, p.29.

ارتفاع حالة عدم التأكد لديها حول احتمالات قيام المقترضين من المستهلكين وقطاع الأعمال الخاص بإعادة سداد هذه القروض، طالما أن الاقتصاد في حالة كساد، وبدلاً من ذلك تقوم باستثمار أموالها في شراء سندات طويلة الأجل، هذه السندات تقدم للبنوك معدلات فائدة منخفضة، لكن درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها منخفضة أيضاً. فالأموال إذن لا تتدفق من القطاع المالي إلى الاقتصاد للمساعدة في تنشيط حركة النمو، وتسريع عملية الخروج من حالة الكساد، وليس هناك أي سبيل لحث البنوك على القيام بذلك، طالما أن توقعاتها حول مستويات النشاط الاقتصادي في المستقبل تشاؤمية. لذا قام الاحتياطي الفيدرالي للخروج من هذا المأزق بطبع مئات المليارات من الدولارات، واستخدامها في شراء السندات طويلة الأجل من البنوك، مما أدى إلى رفع أسعار هذه السندات، ومن ثم انخفاض معدلات العائد الذي تحصل عليه البنوك من الاستثمار في هذه الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل عملية الإقراض للأفراد ومؤسسات الأعمال التي ترتفع درجة ملاءتها المالية نسبياً أمراً أكثر جاذبية من الاستثمار في تلك الأوراق. بهذا الشكل تصل النقود المصدرة من جانب الاحتياطي الفيدرالي إلى أسواق الائتمان الخاص، ومع زيادة عمليات الائتمان للقطاع الخاص ترتفع مستويات الطلب الاستهلاكي والاستثماري، ومن ثم ترتفع مستويات التوظيف والنمو وتتسارع عملية الخروج من الكساد¹.

ولقد وردت في الأدبيات الاقتصادية المعاصرة العديد من المقاربات لشرح آلية عمل سياسة التيسير الكمي، نذكر منها ما يلي:

● **مقاربة نيو-ويكسيليان Neo-Wicksellian approach**: تؤكد أن سياسة التيسير الكمي وزيادة حجم القاعدة النقدية عن طريق الإصدار النقدي يمكن أن تؤثر بطريقة غير مباشرة على الاقتصاد، ويتم ذلك عن طريق التأثير والتحكم في توقعات الأعوان الاقتصاديين بالرغم من تواجد الاقتصاد في حالة مصيدة السيولة أين تكون معدلات الفائدة منخفضة جداً قد تلامس معدلات صفرية، وقد أكدت هذه المقاربة على ضرورة وجود مصداقية للبنوك المركزية من أجل توجيه تلك التوقعات الخاصة بمسار معدلات الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل إلى جانب معدلات التضخم قصد إعادة الثقة وتنشيط الأسواق². وعليه، يمكن لسياسة التيسير الكمي أن تلعب دوراً مهماً في تغيير التوقعات المستقبلية، إذا وضع البنك المركزي أمواله المطبوعة لغرض هذه السياسة في مكانها الصحيح.

¹ محمد إبراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار: التيسير الكمي 2، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 2010/10/14، متاح على الرابط:

https://www.aleqt.com/2010/10/14/article_455787.html، تاريخ الاطلاع: 2018/11/20.

² Krugman Paul, **Thinking about the liquidity trap**, Journal of the Japanese and International Economies, vol. 14(4), 2000, p.234.

● مقارنة النقوديون: حسب أصحاب هذه المقاربة فإن التضخم ظاهرة نقدية مهمة والصدمات النقدية الناتجة عن برنامج التيسير الكمي تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي، وتخلق تعديل في الأسعار النسبية للأصول الحقيقية والمالية (قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل)، كما أنها تساهم في تعديل مكونات محفظة الأعوان الاقتصاديين، رغم معدلات الفائدة الصفرية. فزيادة حجم القاعدة النقدية يسمح بزيادة حجم الاستهلاك عن طريق أثر الثروة الذي يدفع إلى القيام بنفقات جديدة، وبالتالي تحفيز النشاط الاقتصادي، بشرط عدم وجود إحلال كامل بين النقود وباقي الأصول غير النقدية¹.

● مقارنة ريتشارد كoo: تركز اهتمامها على القطاع الخاص حيث أكدت أن نوع الأزمة المالية التي شهدتها مختلف الاقتصاديات هي أزمة موازنة، فهناك العديد من المؤسسات التي تشكل العصب الرئيسي للاقتصاديات تعاني من عجز في الموازنة، فقيمة الديون أكبر بكثير من قيمة الأصول، وفي هذه الحالة فالمعاملين الاقتصاديين لا يبحثون عن تعظيم الأرباح، وإنما عن كيفية تقليل مديونيتهم وهذا ما لا يشجعهم على الاقتراض من البنوك بالرغم من معدلات الفائدة المنخفضة، وعلى هذا فالخروج من حالة مصيدة السيولة التي عانت منها مختلف الاقتصاديات خلال الأزمة المالية 2008 تستدعي تغيير سلوكيات المقترضين وليس المقرضين، وفي كل الأحوال بالرغم من وجود إمكانيات كبيرة لدى البنوك التجارية في منح القروض إلا أنه في حالة غياب طلب للمقترضين يستحيل حصول عملية الائتمان، وعلى هذا عززت هذه المقاربة من المكانة الاقتصادية لسياسة التيسير الكمي ودورها في تخليص المؤسسات الاقتصادية من مديونيتهم وتنشيط سوق الائتمان، ولكن إذا استمرت هذه السياسة بعد عودة المقترضين إلى السوق، فقد تؤدي إلى ارتفاع كبير في نمو المعروض النقدي والتضخم².

المطلب الثاني: قنوات انتقال سياسة التيسير الكمي

تم تصميم برامج التيسير الكمي للتأثير بشكل إيجابي على الاقتصاد من خلال خفض أسعار الفائدة وتخفيض قيمة العملة. وهناك العديد من قنوات الانتقال الخاصة بسياسة التيسير الكمي، نذكر منها ما يلي:

1. قناة توازن المحافظ المالية:

إن شراء البنوك للأوراق المالية يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وأسعار الأصول الأخرى وذلك من خلال توفير السيولة للمستثمرين البائعين مما يشجعهم على إعادة توازن محافظهم من أجل الحفاظ على أدايتهم، وبالتالي

¹ Allan H. Meltzer, **Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective**, Journal of Economic Perspectives, vol. 9(4), 1995, p.56.

² Richard C. Koo, **The holy grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession**, John Wiley & Sons, 2008, p.77.

زيادة الطلب على الأصول البديلة فترتفع أسعارها وتنخفض عوائدها ومن ثم انخفاض تكاليف التمويل للعناصر الاقتصادية¹، فبرامج التيسير الكمي تغير العرض والطلب على أصل معين، مما يؤثر على سعره ومن ثم علاوة المخاطرة عليه، وفي الوقت نفسه يتسبب ارتفاع أسعار الأصول في تأثير إيجابي للثروة، مما يدفع الوكلاء إلى إعادة تقييم قراراتهم المتعلقة بالاستهلاك والاستثمار².

2. قناة الإقراض البنكي:

من خلال عمليات السوق المفتوحة، يولد تطبيق سياسة التيسير الكمي احتياطات زائدة في الميزانيات العمومية للبنوك التجارية، ومن ثم ارتفاع حجم الائتمان المقدم من طرفها للشركات والأفراد، مما يعزز الاستثمار وزيادة الطلب على القروض من قبل الشركات والأسر³، ويشترط لفعالية هذه الآلية أن تكون البنوك راغبة في تقديم الائتمان.

3. قناة سعر الصرف:

تعتبر قناة سعر الصرف إحدى أهم القنوات التي ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية، خاصة في الاقتصاديات التي تتسم بدرجة كبيرة من الانفتاح على الأسواق الخارجية. وتزيد أهمية هذه القناة في الدول التي تتسم أسعار الفائدة فيها بعدم المرونة، حيث يلعب اختلاف أسعار الفائدة المحلية عن أسعار الفائدة على العملات الدولية الرئيسية دوراً رئيسياً في تحول المدخرين إلى حيازة العملات ذات العائد الأعلى، التي تتسم أسعار صرفها بالثبات النسبي والقابلية للتحويل. ويختلف المدى الزمني لانتقال آثار تغيرات سعر الصرف وحجمها على الناتج والتضخم من دولة لأخرى، حسب درجة الانفتاح على العالم الخارجي، ودرجة تحرر القطاع المالي بها. كما يعد سعر الصرف أحد أدوات السياسة النقدية للتحكم في المستوى العام للأسعار في الدول المستوردة الصافية، إلا أنها قد تلعب دوراً في انتقال التحديات، التي قد تنشأ في الدول الشركاء الرئيسيين في التجارة، إلى الاقتصاد المحلي، وهو ما يعرف بالتضخم المستورد⁴. ونتيجة لشراء البنوك المركزية للأوراق المالية تنخفض عوائدها مما يدفع المستثمرين للتحويل إلى الأوراق المالية الأجنبية التي تحقق عوائد أعلى مما يؤدي إلى

¹Christophe Blot et al., **Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ?**, Revue de l'OFCE, N° 138, 2015, pp.11-12.

²Jens H. E. Christensen and James M. Gillan, **Does quantitative easing affect market liquidity?**, Working Paper Series 2013-26, Federal Reserve Bank of San Francisco, USA, 2013, p.8.

³Abeer Reza et al., **Quantitative easing as a policy tool under the effective lower bound**, Staff Discussion Paper 2015-14, Bank of Canada, 2015, p.3.

⁴أحمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، سلسلة دراسات اقتصادية، العدد 39، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2017، ص ص.20-21.

زيادة الطلب على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية للبلد وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية وتحسن القدرة التنافسية¹.

والأكيد أن هناك تنافسية كبيرة بين اقتصاديات الدول خاصة الناشئة منها في تخفيض عملاتها مقابل الدولار، وتعزيز تنافسية صادراتها ولو على حساب الشركاء التجاريين، وهذا ما يعرف بحرب العملات. وتعرف هذه التقنية على أن العملة القوية تميز الاقتصاد القوي، لكن العملة القوية جدا تضعف الاقتصاد، ولهذا نجد في الكثير من الاقتصاديات تعمل على إضعاف عملتها المحلية بالنسبة لباقي العملات قصد خلق أفضلية تنافسية، وهذا الإضعاف في العملة يكون متعمدا من طرف الدولة نفسها من خلال استعمال عدة وسائل كبيع العملة المحلية وشراء عملات أجنبية، خفض معدلات الفائدة، وأدوات السياسة النقدية غير التقليدية والتي في مقدمتها سياسة التيسير الكمي².

4. قناة السيولة:

يقوم البنك المركزي في برامج التيسير الكمي بعملية الإصدار النقدي، ويكون ذلك عن طريق نقود ورقية أو إلكترونية، هذا من أجل ضمان السيولة اللازمة في السوق، ويجب وجود إحلال غير كامل بين النقود والأصول طويلة الأجل لإنجاح تأثير هذه القناة على أسعار الأصول، وذلك من خلال تفادي ظاهرة الاكتناز النقدي لدى الأفراد. كما يمكن تسميتها بقناة القروض لأنها تسمح بتسهيل عملية تمويل الأعوان الاقتصاديين من خلال تحسين قيمة جانب الأصول لديهم، مما يسمح لهم بتقديم ضمانات جيدة للبنوك³.

والملاحظ أن السيولة النقدية التي تم ضخها بفعل سياسة التيسير الكمي تحولت إلى تراكمات في الاحتياطات البنكية بالرغم من تخفيض معدل الاحتياط الإجمالي، من جهة أخرى هناك العديد من المؤسسات غير المالية قامت باللجوء إلى السوق المالي من أجل ضمان احتياجاتها المالية عن طريق إصدار سندات وأسهم دون اللجوء إلى التمويل البنكي بالاقتراب، هذا أيضا ما ساهم في تراكم الاحتياطات لدى البنوك التجارية، مما دفع بالسلطات النقدية إلى تطبيق معدلات فائدة مالية على الودائع من أجل تحرير الاحتياطات البنكية⁴.

¹Gilbert Koenig, **La politique d'assouplissement quantitatif: limites et alternative**, Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe, N° 34, 2016, pp.12-13.

²صباحي إبراهيم مقار، حرب العملات وأثرها على الاقتصاد العالمي، الحوار التمدن، العدد 5603، 2017/08/07، متاح على الرابط:

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=567954&r=0>، تاريخ الاطلاع: 2018/06/14.

³Arvind Krishnamurthy and Annette Vissing, **Op. cit.**, p.218.

⁴أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2013، ص ص.89-90.

5. قناة التوقعات:

تمثل التوقعات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، وتوجهات سياسة البنك المركزي أهمية بالغة في نجاح الإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية في تحقيق الأهداف المرجوة منها. في هذا الصدد، تتضمن هذه القناة إعداد ونشر مجموعة من التوقعات بشأن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يمكن أن تؤثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة على المستوى العام للأسعار ومن ثم على مستقبل النمو الاقتصادي بوجه عام¹. حيث تتركز قناة التوقعات على إمكانية جعل الأعوان الاقتصاديين يتجاوبون مع الإجراءات المستقبلية التي ستقوم بها البنوك المركزية، وتبين كيف تساهم برامج التيسير الكمي في الحفاظ على الثقة المصرفية خلال الأزمة المالية، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار قنوات الإشارة والثقة التي تؤكد بدورها للمستثمرين والمستهلكين أن البنك المركزي قام بتعديل إجراءاته وراجع نظرتهم الاقتصادية المستقبلية، وقد قام بصياغة سياسة نقدية توسعية تتماشى مع طموحاتهم حتى يتم استعادة الثقة في مختلف الأسواق، فالمخرج الوحيد من حالة مصيدة السيولة هو التحكم في توقعات الأعوان الاقتصاديين، بالرغم من تسجيل معدلات فائدة اسمية قريبة جدا من الصفر، فمن خلال سياسة التيسير الكمي يمكن تعديل توقعات الأعوان الاقتصاديين حول المسار المستقبلي للسياسة النقدية، وهذا ما يعيد لها الفعالية اللازمة لتجاوز الأزمة المالية².

6. قناة الندرة:

إن الزيادة في شراء الأصول طويلة الأجل والمتمثلة أساسا في السندات الحكومية يؤدي إلى ارتفاع أسعارها في مقابل انخفاض أسعار الأصول الأخرى وثبات العائد يؤثر على عرض السندات، وهذا ما يسهم في الاتجاه نحو الاستثمار في الأصول قصيرة الأجل والاستثمار في الاقتصاد الحقيقي خاصة، وتعتبر هذه القناة جزء من قناة المحفظة إلا أنها تضم الأصول طويلة الأجل فقط³.

7. قناة التحذير:

تشير هذه القناة على ضرورة تغطية الاقتصاد الحقيقي مستقبلا لكمية النقود المطبوعة في الاقتصاد الحالي أي أنه على سياسة التيسير الكمي أن تكون فاعلة في الاقتصاد مستقبلا بحيث تؤثر بشكل إيجابي وبالشكل

¹ أحمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، مرجع سابق، ص.23.

² شريف بودري، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 16، جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص ص.78-79.

³ Inès Bou-Abdallah, **The transmission mechanism for quantitative easing: evidence from the United States at the zero lower bound**, Master Specialisation International Economics, Erasmus University Rotterdam, Rotterdam, Netherlands, 2015, p.34.

المطلوب، أي يجب على سياسة التيسير الكمي أن تخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل حالياً. ففي حالة أن سياسة البنوك المركزية أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل فعليه زيارة الأصول طويلة الأجل المشتراة وهذا ما يدفع في أسعار الفائدة إلى الانخفاض وعلى هذه السياسة أن تكون فعالة على المدى البعيد ما يؤثر على الاقتصاد الحقيقي مستقبلاً وهكذا يكون البنك المركزي قد قام بدوره بفعالية¹.

8. قناة علاوة الخطر المدفوعة مسبقاً:

يقوم البنك المركزي بخفض علاوة الخطر المدفوعة مسبقاً على السندات طويلة الأجل وبالتالي ينخفض الطلب على السندات طويلة الأجل ويزيد الطلب على السندات قصيرة الأجل مما يخفض في سعر الفائدة طويلة الأجل².

9. قناة خطر عدم السداد:

تعمل سياسة التيسير الكمي على خفض خطر عدم السداد من قبل المستثمرين مما يخفض في العائد على الأصول المعنية ويعمل على تحييد هذا الأثر وفق ما توفره كخطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس للحفاظ على أصولها من الانهيار، واستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد من انتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة المالية وترابط الأسواق المالية العالمية³.

10. قناة الإشارة:

من خلال الإعلان عن عمليات شراء الأصول المالية على نطاق واسع، توفر البنوك المركزية معلومات حول المسار المحتمل للسياسات النقدية المستقبلية للمشاركين في السوق من خلال قناة الإشارة⁴، حيث يدل هذا الإعلان على أن أسعار الفائدة ستظل منخفضة حتى نهاية البرنامج على الأقل وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل. وهناك عاملين أساسيين يؤثران على أسعار الفائدة طويلة الأجل: الأول، التوقعات بشأن أسعار الفائدة قصيرة الأجل المستقبلية؛ والثاني، علاوة الأجل. تؤثر قناة الإشارة على الأولى، بينما تؤثر قناة إعادة توازن المحفظة على الثانية⁵.

¹ عبد القادر مطاي، فتحة راشدي، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات: تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2016، ص.15.

² نفس المرجع، ص.16.

³ Bernardo Morais et al., **Op. cit.**, p.23.

⁴ Kjell Hausken and Mthuli Ncube, **Quantitative easing and its impact in the US, Japan, the UK and Europe**, Springer-Verlag, New York, 2013, p.5.

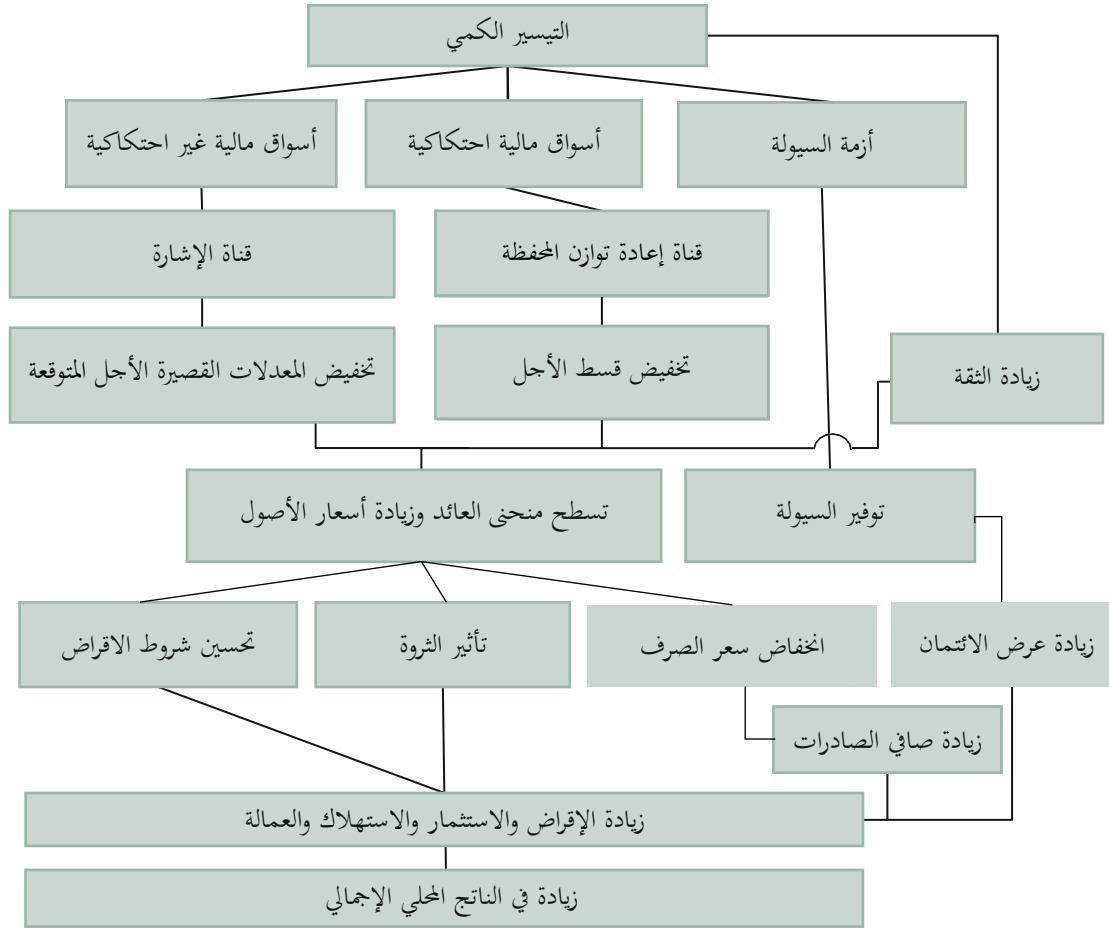
⁵ Klaus-Jürgen Gern et al., **Quantitative easing in the euro area: transmission channels and risks**, Intereconomics, Leibniz Information Centre for Economics, vol. 50(4), 2015, p.207.

11. قناة الثقة:

قد يكون لسياسة التيسير الكمي تأثير إيجابي على ثقة المستهلك والمنتج، وهذا سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستهلاك والاستثمار من جهة، كما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول وانخفاض عوائدها من جهة أخرى¹. ويمكن أن يكون لهذا تأثيراً أيضاً على الثقة من خلال تحسين التوقعات الاقتصادية؛ الحد من عدم اليقين؛ وخفض تقلبات السوق المالية، وخاصة في أوقات الضائقة المالية. وقد تعزز الثقة المعززة من خلال تحسين التوقعات الاقتصادية الإنفاق الاستثماري بشكل مباشر وقد تساهم في تقليل أقساط المخاطر، ويمكن لقناة الثقة هذه أن تؤثر على قرارات المحفظة وأسعار الأصول من خلال تغيير الرغبة في المخاطرة لدى المستثمرين².

ويمكن تلخيص آلية انتقال أهم قنوات سياسة التيسير الكمي في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-5): آلية انتقال قنوات سياسة التيسير الكمي



Sources: - Kiel Institute for the World Economy;

- Klaus-Jürgen Gern et al., Op. cit., p.208.

¹Wouter J. Den Haan, Op. cit., p.30.

²Salomon Fiedler et al., Op. cit., p.37.

نلاحظ من هذا الشكل أن برامج التيسير الكمي مصممة للتأثير بشكل إيجابي على الاقتصاد من خلال خفض أسعار الفائدة وتخفيض قيمة العملة. وهناك العديد من قنوات انتقال سياسة التيسير الكمي، وأبرزها قناة الإشارة وقناة إعادة توازن المحفظة. كلاهما يستهدف بشكل رئيسي تخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل. وهناك عاملين رئيسيين يؤثران على أسعار الفائدة طويلة الأجل. أولهما التوقعات بشأن أسعار الفائدة قصيرة الأجل المستقبلية، والثاني علاوة الأجل. حيث تؤثر قناة الإشارة على الأولى، وتؤثر قناة إعادة توازن المحفظة على الثانية.

كما تؤدي سياسة التيسير الكمي أيضًا إلى انخفاض سعر الصرف، وبالتالي قد تحفز الاقتصاد عبر قناة انتقال ثالثة، شريطة أن تكون قنوات الإرسال قوية بما يكفي لتحفيز الناتج المحلي الإجمالي بشكل ملحوظ. كل هذه القنوات قد يكون لها أيضًا تأثيرًا على الثقة من خلال تحسين النظرة الاقتصادية، وتقليل عدم اليقين وخفض تقلبات السوق المالية، لا سيما في أوقات ضائقة السوق المالية.

المطلب الثالث: آثار ومخاطر تبني سياسة التيسير الكمي

لا تعتبر تدخلات سياسة التيسير الكمي بمثابة غداء مجاني ولكنها تحمل العديد من المخاطر. وتتشابه معظم هذه المخاطر مع تلك التي تنبع من سياسة أسعار الفائدة الصفرية لفترة طويلة. ويأتي هذا من حقيقة أن سياسة التيسير الكمي تهدف إلى تخفيض أسعار الفائدة في السوق مرة أخرى بمجرد أن تصل البنوك المركزية إلى الحد الأدنى لأسعار الفائدة.

1. مخاطر تبني سياسة التيسير الكمي:

من بين مخاطر سياسة التيسير الكمي، يمكننا ذكر ما يلي¹:

- قد تساهم سياسة التيسير الكمي في حدوث فقاعات في أسعار الأسهم والسندات من خلال زيادة الطلب عليها مما يؤدي إلى احتمال حدوث أزمة مالية، فانفجار فقاعة أسعار العقارات كانت سبباً رئيسياً في الأزمة المالية العالمية 2008؛
- زيادة فترة وجود السياسة النقدية التوسعية بشكل غير عادي، ومن غير المحتمل أن تحمي السياسات الاحترازية الكلية الاقتصاد بشكل كامل في هذه الفترة؛
- قد يكون الخروج من سياسة التيسير الكمي صعباً للغاية. فمن الناحية العملية، هناك تجارب محدودة للغاية لتطبيق السياسة النقدية عندما تكون الميزانيات العمومية للبنوك المركزية كبيرة للغاية، ومن المرجح أن تواجه البنوك

¹Klaus-Jürgen Gern et al., *Op. cit.*, p.210.

المركزية مشاكل خطيرة في طريقها إلى تطبيع السياسة النقدية. وتشمل هذه المشاكل توقيت الخروج، وتعديلات ضخمة في أسعار الأوراق المالية ذات الفائدة الثابتة وأهداف السياسة المتضاربة (ولا سيما الاستقرار المالي مقابل استقرار الأسعار)؛

● عند تطبيع السياسة النقدية، قد تجد البنوك المركزية نفسها في وضع صعب للغاية إذا ارتفع التضخم إلى مستوى يساهم فيه تشديد السياسة النقدية في حدوث أزمة ديون سيادية بسبب زيادة عائدات السندات الحكومية، أو قد تضعف السلامة المالية لميزانيتها العمومية؛

● قد تؤدي سياسة التيسير الكمي إلى سوء تخصيص رأس المال وتعوق عمليات التعديل الضرورية. لا تؤثر تغيرات أسعار الفائدة على مستوى الاستثمار فحسب، بل تؤثر أيضاً على هيكل الاستثمار، فكلما بقيت أسعار الفائدة المنخفضة لفترة أطول في السوق بشكل مصطنع، كلما كانت قرارات الاستثمار غير فعالة. بطريقة مماثلة، تميل سياسة التيسير الكمي إلى منع أو تأخير عمليات التعديل الضرورية. وتسمح أسعار الفائدة المنخفضة للغاية بأن تكون أعباء الديون المرتفعة مستدامة للمدين؛

● تعد سياسة التيسير الكمي وسيلة سهلة تلجأ إليها السلطات في أوقات الأزمات لكسب الوقت لأنها تستجيب بشكل أسرع من إجراء الإصلاحات الهيكلية اللازمة للسياسة الاقتصادية، لذلك كلما زادت مدة شراء البنوك المركزية للأصول المالية كلما قل احتمال اتخاذ السلطات للإصلاحات الهيكلية الضرورية؛

● إن شراء البنك المركزي للأوراق المالية طويلة الأجل يؤدي إلى تضاعف حجم ميزانيته بعدة مرات لذلك فالخروج من سياسة التيسير الكمي ورفع أسعار الفائدة قد ينتج عنها خسارة في ميزانية البنك المركزي؛

● يمكن أن تؤدي سياسة التيسير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة إلى تقلبات في الأسواق المالية للبلدان الناشئة نتيجة لتدفق رؤوس الأموال لهذه الأخيرة من الدول المتقدمة عن طريق المستثمرين في الأصول المالية بحثاً عن عوائد مرتفعة ثم سحب هذه الأموال عند نهاية برنامج التيسير الكمي ورفع أسعار الفائدة؛

● يمكن أن تؤدي سياسة التيسير الكمي إلى ضعف استقلالية البنوك المركزية حيث أن عمليات الشراء التي تقوم بها للسندات طويلة الأجل قد يكون الهدف منها تمويل عجز الميزانية العمومية فقط مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم دون تحقيق معدلات نمو وتوظيف مستهدفة، لذلك يجب على البنوك المركزية تحديد أهدافها بدقة والعمل على تحقيقها¹؛

¹Abeer Reza et al., Op. cit., p.12.

- عند شراء سندات بكميات غير مدروس تأثيرها في العملة قد يدفع أسعار السلع إلى الارتفاع وتفقد العملة قيمتها الحقيقية بسبب زيادة المعروض النقدي وإحداث التضخم؛
- إن التيسير الكمي يضعف قيمة الدولار وترتفع أسعار النفط والذهب والغذاء وجميع التعاملات المالية الأخرى التي تتم بالدولار، وهو ما يضيف عبئا على الاقتصاد الذي لا يكون قد تعافى من الأزمة الخانقة بشكل كامل؛
- إن المبالغة في الاعتماد على التيسير الكمي قد يؤثر على الثقة في الاقتصاد مما قد يقود إلى نتائج عكسية¹.

2. آثار تبني سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد العالمي:

طبقت العديد من البنوك المركزية سياسات نقدية غير تقليدية خلال الأزمة المالية الأخيرة، منها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، بنك انكلترا، البنك المركزي الأوروبي، وبنك اليابان، حيث كانت تسعى في البداية إلى شراء الأصول غير التقليدية للتخفيف من ضائقة السوق المالي، ولكن سرعان ما توسعت أهدافها لتشمل تحقيق أهداف التضخم وتحفيز الاقتصاد الحقيقي.

1.2. أثر سياسة التيسير الكمي على معدل النمو الاقتصادي العالمي:

يعد ارتفاع معدل النمو الاقتصادي العالمي مؤشرا إيجابيا لتعافي الاقتصاد العالمي من آثار الأزمة المالية، مما يترتب عليه زيادة حركية التجارة الدولية، وتحقيق الاستقرار في مستويات الطلب العالمي، والتي تساهم في الخروج من حالة الكساد الاقتصادي التي أصابت الاقتصاد العالمي خلال فترة الأزمة المالية، والأکید أن سياسة التيسير الكمي قد ساهمت بشكل كبير في هذا التعافي الاقتصادي العالمي وإن كانت قد استغرقت فترة زمنية طويلة لتحقيق ذلك².

2.2. أثر سياسة التيسير الكمي على سعر صرف العملات:

مع التغيرات التي تحدث في قيم العملات الصعبة في السوق الدولي للنقد الأجنبي، حيث مع هذه السياسة النقدية غير التقليدية، فإن قيم العملات ستنخفض في الأجل القصير بدرجة كبيرة أو بجدة عنها في الأجل الطويل، ومن ثم ستنحسن قيم عملات الدول الأخرى لاسيما الدول النامية مما قد يترتب عليه مزيدا من الاستقرار في سوق الصرف الأجنبي، مع مراعاة أن هذه الفرضية غير مطلقة، ذلك أنها تعتمد على العديد من

¹ عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، مرجع سابق، ص 135-136.

² International Monetary Fund (IMF), **Global impact and challenges of unconventional monetary policies**, IMF Policy Paper, October 2013, p.14.

الاعتبارات المهمة منها كفاءة الجهاز الإنتاجي في الدول النامية ومرونة الصادرات إلى جانب التنوع الإنتاجي والعوامل التنافسية الأخرى¹.

3.2. أثر سياسة التيسير الكمي على السوق العالمي لرأس المال:

مع انخفاض معدلات الفائدة في الأجل القصير لدرجة تقترب من الصفر وفق سياسة معدلات الفائدة الصفرية أو معدلات الفائدة السالبة، والتي يترتب عنها التأثير على هيكل معدلات الفائدة في الأجل القصير، ويعزز الأمر برامج شراء السندات بمختلف أنواعها، والتي قد يترتب عليها التأثير على هيكل معدلات الفائدة في الأجل الطويل؛ ومن ثم قد يتيح الأمر، الاقتراض من السوق العالمي بمعدلات عائد منخفضة بالمقارنة مع أوقات أخرى، مما قد يترتب عليه تحسن في شروط خلق الائتمان في السوق العالمي لرأس المال. إلا أن هذه الفرضية ليست مطلقة، حيث أنه في السوق العالمي لرأس المال يتم النظر إلى مجموعة من الاعتبارات الأخرى بخلاف منحى العائد أو الأساس الذي يتم به تسعير الأصول المالية، وهو درجة المخاطر المصاحبة لهذا الأصل².

4.2. أثر سياسة التيسير الكمي على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الصاعدة:

تساهم السياسة النقدية غير التقليدية في زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى دول الأسواق الصاعدة، وأساس هذه الفكرة يتمثل في التحسن الذي يحدث في درجات المخاطر على الصعيد العالمي والنتيجة عن سياسة التيسير الكمي والذي يعود إلى مجموعة من الاعتبارات، أهمها انخفاض معدلات الفائدة ومعدلات العائد على أصول الدول المطبقة لسياسة النقدية غير التقليدية وذلك بالنسبة للاستثمارات غير المباشرة، فمع انخفاض معدلات العائد تبحث الاستثمارات الأجنبية على الدخول إلى الدول التي تدر عائد موجب ولو بهدف الحفاظ على القيمة الاسمية للأصل، والتي قد تتأثر بمعدلات العائد السالبة، على الجانب الآخر والخاص بالاستثمارات الأجنبية المباشرة فإنها قد تتأثر بشكل إيجابي بسبب التحسن في معدلات النمو العالمي وظروف المخاطر التي تتحسن بفعل برامج التيسير الكمي³.

5.2. أثر سياسة التيسير الكمي على درجة المخاطر في الأسواق:

قد تؤثر السياسة النقدية غير التقليدية إيجابيا على معدلات ودرجات المخاطر المصاحبة للأصول على الصعيد العالمي، فدرجة المخاطر دالة في مجموعة من العوامل لعل أهمها: مخاطر السيولة وهي التي تنخفض بفعل

¹Jeromin Zettelmeyer, **The impact of monetary policy on the exchange rate: evidence from three small open economies**, Journal of Monetary Economics, vol. 51(3), 2004, p.641.

²Tomohiro Sugo and Yuki Teranishi, **The zero interest rate policy**, IMES Discussion Paper Series 08-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2008, pp.5-6.

³International Monetary Fund (IMF), **Global impact and challenges of unconventional monetary policy**, Op. cit., p.14.

ضح المزيد من السيولة في سوق المال بفعل برنامج شراء السندات من السوق؛ كذلك تؤدي معدلات الفائدة المنخفضة إلى دعم السيولة في سوق المال، الأمر الذي قد يؤثر بشكل إيجابي على درجة المخاطر؛ ومع ارتفاع معدل النمو الاقتصادي العالمي تنخفض درجة المخاطر المصاحبة لتداول الأصول؛ والأهم كذلك هو انخفاض المخاطر المعنوية أو حالة عدم التأكد حول الاقتصاد العالمي وتوقع تعافيه من الأزمة الاقتصادية¹.

6.2. سياسة التيسير الكمي والبنوك المركزية:

قد تتأثر قرارات البنوك المركزية في رسم سياساتها النقدية وفق التغيرات التي تحدث في الدول المتقدمة من تغيرات مشابهة، ففي حين تؤثر السياسة النقدية التوسعية للدول المتقدمة لاسيما السياسة غير التقليدية في خفض قيمة العملة أمام العملات الأجنبية الأخرى، ومن ثم قد يؤدي ذلك إلى الحفاظ على الاستقرار في سوق الصرف الأجنبي وعدم انهيار الاحتياطي من النقد الأجنبي، إلا أن مكونات الاحتياطي من النقد بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي قد يكون لها تأثيرا مهما على هذا الاحتياطي، تقلل من فاعلية هذا الأثر مثل: درجة التحرير المالي والتوسع النقدي وخلق الائتمان. يظهر كذلك دور البنوك المركزية العالمية في احتواء اضطرابات سوق الائتمان المرتبطة بالأزمة المالية الدولية، الأمر الذي دفع البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم إلى الإقراض في حالات الطوارئ².

¹Ibid, pp.15-16.

²Rakesh Mohan and Muneesh Kapur, **Monetary policy coordination and the role of central banks**, IMF Working Paper No. 14/70, 2014, pp.7-8.

خلاصة:

عرفت السياسة النقدية تطورات عديدة للتكيف مع مختلف الأوضاع الاقتصادية السائدة، محاولة من القائمين عليها لإيجاد حلول للأزمات التي مست اقتصاديات الدول، ومع محدودية ما يمكن تحقيقه باستخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة، اضطرت البنوك المركزية إلى استخدام تدابير وإجراءات غير مسبقة عرفت بالسياسة النقدية غير التقليدية، أبرزها سياسة التيسير الكمي التي اعتمدها أغلب الدول المتقدمة للتعامل مع تداعيات هذه الأزمة، والهدف الأساسي من اعتماد هذه السياسة هو تحفيز الاقتصاد من خلال إعادة الاستقرار للسوق المالي الذي عرف حالة من الذعر.

وقد نجحت البنوك المركزية العالمية في إعادة تنشيط أسواقها المالية من خلال تحملها للمخاطر ودخولها في عمليات شراء الأصول المالية على نطاق واسع وبمبالغ مالية كبيرة، مما أدى إلى تخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتشجيع العودة للتداول وتنشيط الأسواق المالية، غير أنه كلما زادت مدة شراء البنوك المركزية للأصول المالية كلما تضاعف حجم ميزانيتها العمومية وقل احتمال اتخاذ السلطات للإصلاحات الهيكلية الضرورية.

الفصل الثاني والثمانون
في بيان ما في

تفصيل ما في أسئلة
الجملة من أسئلة
الأسئلة

الخطاب في
الخطاب

تمهيد:

أصبح الحفاظ على استقرار النظام المالي من أولويات السياسة الاقتصادية حيث أصبح صناع القرار في مختلف الدول يولون له أهمية بالغة في سياق صنع السياسات الاقتصادية، بهدف البحث عن آليات جديدة للحد من مخاطر الأزمات المالية والحفاظ على سلامة القطاع المالي، خاصة بعد تكرار حدوث الأزمات وزيادة مخاطر عودة الاضطرابات المالية التي كان لها أثرا كبيرا على الاستقرار الاقتصادي للدول.

ومن أسباب الاهتمام بقضايا الاستقرار المالي عدوى انتقال الأزمات، وخاصة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي أدت إلى حدوث نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وتزايد حالة الخوف في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار. الأمر الذي دفع بالبنوك المركزية إلى البحث عن أفضل الممارسات الدولية في أنظمة الرقابة المصرفية للزيادة من فعالية وكفاءة العمل المصرفي بهدف تحقيق السلامة المالية للقطاع المالي والمصرفي.

وسيتناول هذا الفصل موضوع استقرار النظام المالي، من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: النظام المالي؛

المبحث الثاني: استقرار النظام المالي؛

المبحث الثالث: طرق ضمان استقرار النظام المالي.

المبحث الأول: النظام المالي

يعتبر النظام المالي أحد المكونات الأساسية لاقتصاد أي دولة، حيث يستمد أهميته من تعاظم مشكلة التمويل، والتي تتطلب آليات فاعلة لتغطية احتياجات تمويل الاقتصاد، فهو يضم المؤسسات المالية (البنوك، صناديق الاستثمار، وشركات التأمين)، الأسواق المالية (أسواق الأسهم، السندات، النقد، والمشتقات)، ويضم كذلك البنية التحتية (النظم القانونية، نظم المدفوعات، نظم التسوية، والنظم المحاسبية). ويعمل النظام المالي على السماح لبعض الأعوان الاقتصاديين بالحصول على الموارد التمويلية خلال فترة زمنية معينة، وللآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم.

المطلب الأول: مفهوم وعناصر النظام المالي

إن تقدم الاقتصاد وتحقيق متطلبات التنمية يقتضي وجود نظام مالي فعال يوفر الموارد المالية اللازمة لسير النشاط الاقتصادي ويعتمد على نوعية الهيكل المالية التي يتصف بها الاقتصاد، والتي قد تختلف من بلد إلى آخر من حيث مكوناتها وآليات عملها. وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على مفهوم وعناصر النظام المالي.

1. مفهوم النظام المالي:

يمكن التوصل إلى مفهوم النظام المالي من خلال التعاريف التالية:

يعرف النظام المالي على أنه مجموعة المؤسسات والأسواق المالية التي يتم من خلالها انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين أو من المقرضين إلى المقترضين من خلال كافة الآليات التي تضمن تبادل وحياسة الأصول والأدوات المالية المختلفة¹.

النظام المالي لأي اقتصاد وطني هو عبارة عن مجموعة من الوحدات المدخرة وأخرى من الوحدات المستثمرة تتوسط بينها منشآت وأسواق مالية. لذلك فإن التعرف على مفهوم النظام المالي يتطلب التعرف على الوحدات الرئيسية ذات التأثير على النشاط الاقتصادي في الدولة².

يعرف النظام المالي على أنه شبكة من المؤسسات المالية (مصارف استثمار، مصارف تجارية، ...) والأسواق المالية التي تتعامل بعدة أنواع من السندات المالية (ودائع مصرفية، سندات خزينة، أسهم، ...)، والتي تسهل تحويل النقود واقتراض الأموال وإقراضها³.

¹ سعيد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001، ص.2.

² عبد المنعم سيد علي، نزار الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الاردن، 2005، ص.72.

³ بسام الحجار، علم الاقتصاد والتحليل الاقتصادي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، لبنان، 2010، ص.159.

كما أنه مجموع المؤسسات والأعوان التي تسمح لبعض الوحدات الاقتصادية ذات العجز خلال فترة زمنية بالإفناق أكثر مما تملك، ومن جانب آخر تسمح للوحدات ذات الفائض بتوظيف هذه الفائض¹. بشكل عام، يتألف النظام المالي من ثلاثة عناصر منفصلة ولكنها مترابطة بشكل وثيق، تتمثل في الوسطاء الماليون (البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق التحوط،...)، والأسواق المالية (الأسهم، السندات، النقد والمشتقات)، والبنية التحتية (النظم القانونية، نظم المدفوعات، نظم التسوية والنظم المحاسبية)². ويضم أيضا مفهوم النظام المالي وحدات في القطاع غير المالي التي لا تنجح في الحصول على خدمات من القطاع المالي الرسمي. الدولة هي أيضا جزء من النظام المالي، ليس فقط لأنها توفر لوازم ومطالب الخدمات المالية، لكن أيضا لأنها تقوم بدور المؤسس المنظم للقطاع المالي، ونظام حوكمة الشركات هو جزء لا يتجزأ من النظام المالي في أي بلد³.

ومن خلال هذه التعاريف نستنتج بأن النظام المالي ما هو إلا مجموعة من العملاء والمؤسسات المالية والأسواق والآليات التي تسمح بانتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.

2. عناصر النظام المالي:

يتكون النظام المالي من مجموعة عناصر تتفاعل فيما بينها لأداء الوظائف المختلفة والتي تضمن تحقيق الأهداف العامة لهذا النظام، وتتمثل فيما يلي⁴:

1.2. المتعاملون:

يشمل المتعاملون في ظل النظام المالي كلا من المستثمرين والمقترضين والمشاركين.

- **المستثمرون:** المستثمر هو ذلك الشخص الذي يمتلك أرصدة مالية فائضة يرغب في توظيفها، ويشمل المستثمرون الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة، والحكومة، والمنظمات والهيئات؛
- **المقترضون:** وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة، والحكومة، والمنظمات والهيئات، الذين يرغبون في الحصول على أموال من مصادر مختلفة سواء من الأسواق المالية أو بالاقتراض المباشر من المؤسسات المصرفية أو

¹Robert Ferrandier et Vincent Koen, **Marchés de capitaux et techniques financières**, Economica, 4^{ème} édition, Paris, 1997, p.9.

²Garry J. Schinasi, **Defining financial stability and a framework for safeguarding it**, Working Papers Central Bank of Chile No. 550, Central Bank of Chile, 2009, p.15.

³Reinhard H. Schmidt and Marcel Tyrell, **What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular?**, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 111, Goethe University, Frankfurt am Main, 2003, p.3.

⁴نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص.17.

المنظمات الدولية أو من الحكومات المختلفة، وتأخذ الأموال في إطار النظام المالي اتجاهاً، الأول تتدفق فيه الأموال من المدخرين إلى المقرضين، والثاني تتدفق فيه العوائد والأرباح من المقرضين إلى المدخرين؛

● **المشاركون:** يسمى المشاركون في النظام المالي بالسماسة والوسطاء الذين يتعاملون في الأسواق لحسابهم أو لحساب الغير، مثل البنوك، مؤسسات الادخار والاقتراض، وشركات التمويل، والصناديق المشتركة لسوق النقد، والمؤسسات التعاقدية مثل شركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي، وبنوك الاستثمار بالإضافة للشركات المتعددة الجنسيات، والأفراد. ويقوم المشاركون بالتعامل في الأسواق المالية باستثمار الأموال الفائضة لديهم لتحقيق عوائد وأرباح على هذه الأموال، وبالمقابل أيضاً يحصلون على أموال من هذه الأسواق عن طريق طرح أوراق مالية فيها.

2.2. الأسواق المالية:

تلعب الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في النظم الاقتصادية والمالية الحديثة، من خلال استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها، حيث تعمل على التقريب بين القطاعات الموفرة للادخار وتلك التي تقوم بالاستثمار وتكوين رؤوس الأموال.

وتعرف السوق المالية على أنها وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون من ذوي الاهتمامات بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصراف الأجنبي بغرض تداول الأصول المالية المختلفة لفترات متباينة اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات معتمدة محلياً أو دولياً¹.

وهناك عدة تصنيفات للأسواق المالية تقوم على أسس مختلفة حيث تقسم إلى: أسواق نظامية وأسواق غير نظامية؛ أسواق أولية وأسواق ثانوية؛ أسواق فورية وأسواق مستقبلية؛ أسواق رأس المال وأسواق النقد؛ أسواق محلية وأسواق دولية.

ونظراً للتطور الذي عرفته الأسواق والأدوات المالية في ظل التحولات الاقتصادية وعملة أسواق المال، برزت صعوبة وضع حدود فاصلة للتفريق بين هذه الأسواق. لذلك، سنعتمد على معيار أجل الاستحقاق لأنه الأكثر شيوعاً في دراسة أنواع السوق المالي، حيث يقسم هذا الأخير إلى: سوق النقد وسوق رأس المال.

● **سوق النقد:** هو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدّها بالقروض، وتتمثل أهم مؤسساته في البنك المركزي والبنوك التجارية، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها هي: أذونات الخزانة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع¹.

¹ معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003، ص.58.

• **سوق رأس المال:** يعرف سوق رأس المال بأنه ذلك السوق الذي يسمح بالتمويل الطويل الأجل لتحقيق الدخل المتتابع للمستثمر من خلال تداول الأدوات الاستثمارية والمتاجرة بالأوراق المالية المصدرة والتي تستحق بعد آجال متوسطة أو طويلة².

3.2. الأدوات المالية:

الأدوات المالية هي أحد المصطلحات الهامة التي لها دور في التأثير في القوائم المالية والإفصاح بها. وتعرف بأنها نوع من أنواع الأصول المتداولة سواءً كانت نقداً أو حق باستلام أو تسليم وفيها ضمان الحق لاتباعها شروط معينة. وتعتبر الأدوات المالية السلعة الرئيسية للمواجهة في الأسواق³.

وتختلف الأدوات المالية التي يتعامل بها المستثمرون حسب نوعية السوق، ففي السوق النقدي يتم التعامل بأدوات مالية قصيرة الأجل، مثل (أذونات الخزينة، شهادات الإيداع القابلة للتداول، والقبولات المصرفية، اتفاقيات إعادة الشراء، الأوراق التجارية،...). أما في سوق رأس المال، فإن أدوات الاستثمار فيه تكون متوسطة أو طويلة الأجل مثل (الأسهم، السندات، الرهانات العقارية،...).

وتتضمن الأدوات المالية جميع أصناف العقود المالية التي ترم بين الوحدات الاقتصادية، ويختلف تصنيفها من دولة إلى أخرى حسب المعيار المعتمد في كل دولة، وتصنف إلى⁴:

• **الأصول المالية:** هي مطالبات مالية ذات قيمة يمكن إثباتها مثل (العملة، الودائع، الأوراق المالية المشتقات المالية،...)، وتعتبر هذه العقود أساس العلاقات بين الدائن والمدين التي يكتسب مالكو الأصول من خلالها مطالبات غير مشروطة على موارد اقتصادية لدى وحدات أخرى.

• **الأدوات المالية الأخرى:** وهي احتمالية مشروطة بوقوع أحداث غير مؤكدة في المستقبل (مثل الضمانات المالية، والتزامات القروض،...). فمثلاً تكفل الضمانات إتاحة الأموال المطلوبة دون أن ينشأ أي أصل مالي، إلا في حالة عدم قدرة المدين عن السداد.

ويمكن توضيح العناصر الأساسية المكونة للنظام المالي في الشكل الموالي:

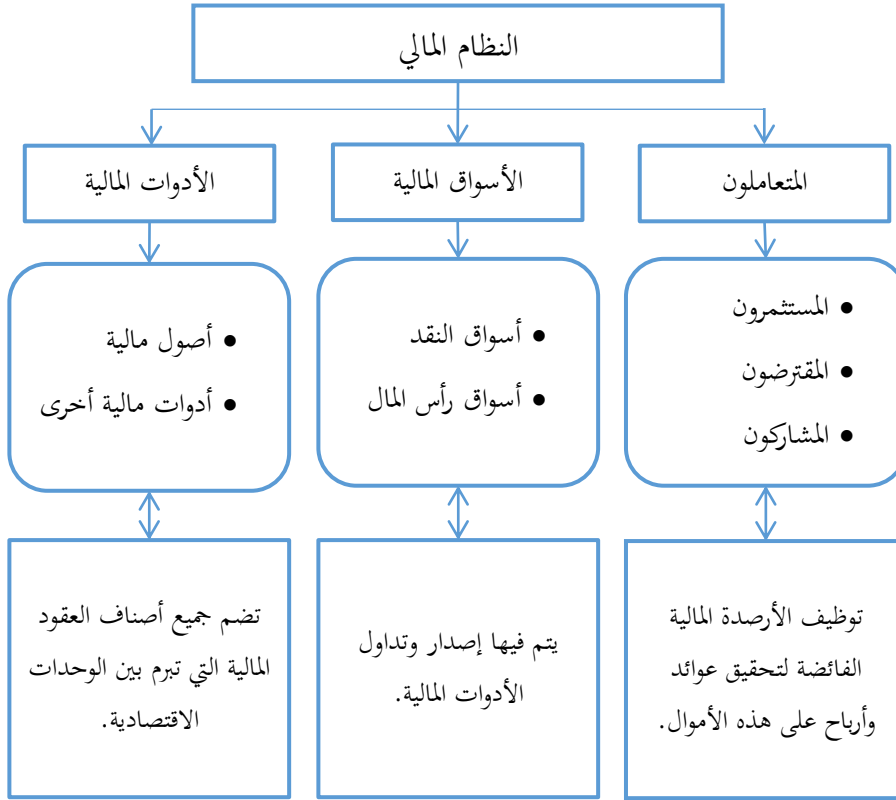
¹ حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص.15.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2005، ص.45.

³ إبراهيم إزم، الأدوات المالية، مفاهيم، 2018/10/25، متاح على الرابط: <https://mafahem.info/?p=2009/>، تاريخ الاطلاع: 2020/03/15.

⁴ صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2002، ص.36.

الشكل رقم (2-1): العناصر الرئيسية المكونة للنظام المالي



المصدر: من إعداد الباحثة.

المطلب الثاني: وظائف وأساليب النظام المالي

يعتبر النظام المالي من أهم الأنظمة التي يقوم عليها اقتصاد أي دولة باعتباره القناة التي تتم عبرها عملية التمويل وهو الذي يوضح القدرة المالية وقوة الاقتصاد في الدولة. ويقوم بمجموعة من الوظائف ويتبع العديد من الأساليب التي تساعده في تحقيق أهدافه.

1. وظائف النظام المالي:

حتى يتمكن النظام المالي من تحقيق أهدافه، فإنه يقوم بأداء عدة وظائف يمكن تناولها فيما يلي¹:

1.1. وظيفة تعبئة المدخرات:

يمثل النظام المالي من خلال مؤسساته المختلفة قناة لتوجيه المدخرات لاستثمارها في الاقتصاد من خلال الأسهم والسندات وغيرها من الأصول المالية.

¹Peter Rose and Milton Marquis, **Money and capital markets**, McGraw-Hill Education, New York, United States, 2008, pp.7-11.

وتعتبر النظم المالية أفضل وسيلة لتعبئة الادخار وتوفير التمويل المناسب لأصحاب المشاريع مقارنة بالأفراد. فالنظم المالية تحفز تعبئة الادخار من خلال تجميع مدخرات مختلف العائلات وجعلها متاحة للإقراض، مما يوفر للعائلات فرص لبناء محافظ متنوعة، الاستثمار في الشركات ذات الكفاءة العالية وزيادة سيولة أصولها. وبالتالي، من خلال قدرتها على تجميع الادخار تعمل النظم المالية على تحسين الابتكار التكنولوجي، مما ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي¹.

2.1. وظيفة الثروة:

تتميز الأصول المالية التي يوفرها النظام المالي بكونها مخزناً مثالياً للقيمة من حيث احتفاظها بقيمتها وانخفاض احتمال التعرض للتلف أو السرقة إضافة إلى سهولة تحويلها إلى سيولة وقت الحاجة إليها، وذلك من خلال بيعها في الأسواق المالية.

3.1. وظيفة توفير السيولة:

يقوم النظام المالي بتوفير السيولة (النقد الجاهز للإنفاق) لحملة الأصول المالية الذين سبق وأن قاموا بتخزين ثروتهم فيها، وذلك حتى يلبي حاجتهم للإنفاق المتوقع أو الطارئ. ويتطلب ذلك وجود أسواق مالية لتوظيفها حتى لا يحجم أصحاب الثروات عن توظيفها في هذه الأصول، وإبقائها على شكل نقود أو ودائع جارية دون أي عائد.

4.1. وظيفة الائتمان:

بالإضافة إلى توفير السيولة وتسهيل تدفق المدخرات إلى الاستثمار لبناء الثروة، يوفر النظام المالي للمؤسسات والوحدات الحكومية والوزارات فرصة الحصول على الائتمان من خلال إصدارات الدين العام، أو الأدونات أو السندات، وغيرها. وتقوم مؤسسات النظام المالي المختلفة (مثل البنوك وصناديق التقاعد، والأسواق المالية) بتقديم الائتمان مقابل سعر فائدة.

5.1. وظيفة المدفوعات:

يزود النظام المالي الاقتصاد بالوسائل والآليات اللازمة لأداء الالتزامات في شكل عملة نقدية وشيكات ووسائل الدفع الأخرى²، كبطاقات الائتمان والحسابات الجارية، انتهاءً بما يسمى بالنقود الإلكترونية.

¹Ross Levine, **Financial development and economic growth: views and agenda**, Journal of Economic Literature, vol. 35 (2), 1997, p.698.

²علي عبد الرسول، طبيعة النظام المالي ضرورة أم اختيار؟، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 71، جامعة بغداد، العراق، 2013، ص.307.

6.1. وظيفة الحماية من المخاطر:

يقوم النظام المالي من خلال مؤسساته المتخصصة بالتأمين لتغطية الخسائر المحتملة عن طريق بيع وثائق تأمين يتمتع حاملوها بحماية ضد الخسائر المتوقعة. يضاف إلى ذلك أن النظام المالي يسمح للأفراد والمؤسسات بتقاسم كل من المخاطر والحد من المخاطر. تحدث مشاركة المخاطر عندما يقوم فرد أو مؤسسة بتحويل التعرض للمخاطر إلى شخص على استعداد لقبول هذه المخاطر (مثل شركات التأمين)، بينما يحدث تقليل المخاطر عادة عند تنويع الثروة عبر مجموعة من الأصول المختلفة بحيث تكون الخسائر الإجمالية أكثر محدودية.

ولقد أظهر النموذج المقدم من قبل (Pagano, 1993) أن الوسطاء الماليين يحفزون الأفراد على الاستثمار في المشاريع الأكثر خطورة والأكثر إنتاجية من خلال تنويع وتقسيم المخاطر، مما يرفع إنتاجية رأس المال وبالتالي يعزز النمو الاقتصادي. كما أكد (Levine, 2005) على أن النظم المالية يمكن أن تسهل تقاسم المخاطر للقضاء على مخاطر السيولة، كما يمكن أن تزيد الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة التي يكون لديها تأثير إيجابي على النمو. بعض المشاريع المرتفعة العائد تتطلب حجز رأس المال لمدة طويلة، ولكن المستثمر غالباً ما يترددون في ربط مدخراتهم، ولهذا ومن أجل الحد من المشاكل المرتبطة بالسيولة، تقدم النظم المالية من خلال السماح للمستثمرين الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة والتي تسمح لهم ببيع هذه الاستثمارات بسرعة والحصول على النقد عند الضرورة¹.

7.1. وظيفة توفير المعلومات:

يمكن النظام المالي متعاطيه من الاطلاع على المعلومات المالية، وهو بذلك يساهم في تخفيض التكاليف التي يمكن أن يتحملها المقرضون والمقترضون في حال قيامهم بهذه العملية (الحصول على المعلومات وتحليلها)، الأمر الذي يمكنهم من المقارنة بين القرارات المختلفة واتخاذ القرار الدقيق والسليم².

8.1. وظيفة السياسة:

تلعب مؤسسات النظام المالي من أسواق مالية وبنوك وغيرها دوراً أساسياً في توفير قناة أساسية تستطيع من خلالها الحكومات تنفيذ سياساتها الهادفة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي والحد من التضخم، وتحفيز النمو الاقتصادي المستدام والتشغيل الكامل للموارد الاقتصادية. فمن خلال التأثير في أسعار الفائدة وتوافر الائتمان، يمكن التأثير على خطط الاقتراض والإنفاق، مما يؤثر على نمو الوظائف والإنتاج والأسعار.

¹Kaouther Gazdar, **Institutions, développement financier et croissance économique dans la région MENA**, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Reims Champagne-Ardenne, France, 2011, p.13.

²بسام الحجار، مرجع سابق، ص.174.

فالنظام المالي يلعب دوراً هاماً كوسيط يتم من خلاله تمرير السياسة النقدية للدولة، إذ يمكن للبنك المركزي بواسطة ممارسته دور فعال في تغيير أسعار الفائدة وأيضاً التحكم باحتياطيات العملات الأجنبية والمحافظة على استقرار النقد¹.

2. أساليب النظام المالي:

هناك عدد من الأساليب التي تستخدم في ترابطات متنوعة في كل شيء يفعله النظام المالي، نذكر منها ما يلي²:

1.2. التفويض:

يظهر التفويض في النظام المالي من خلال عمليات الإقراض غير المباشر، حيث يفوض المودع البنك أو أي وسيط مالي آخر في عمل القرض، ويوجد أيضاً تفويض في الإقراض المباشر، حيث يفوض المقرضون وكيلاً عنهم للقيام بإجراءات القرض، ويخفض التفويض تكاليف العمليات لعدد من الأسباب:

● الاستفادة من اقتصاديات الحجم نظراً لأن الوسطاء الماليين يقومون بالعديد من عمليات الوساطة المالية مما يتيح لهم تخفيض تكلفة العملية المالية الواحدة من خلال توزيع التكاليف على عدد أكبر من العمليات للكثير من تكاليف العملية غير قابلة للتجزئة؛

● يسمح التفويض بالتخصص، فالوكلاء لديهم الخبرة والمعرفة التقنية أكثر من الأفراد؛

● أن المفوض يكون في مركز تفاوضي قوي حيث يستطيع الحصول على شروط أفضل؛

● أن الكشف عن المعلومات إلى المفوض تكون مقبولة لدى المقرضين.

ولنجاح عملية التفويض، ينبغي أن تتوفر شروطا الضمان والسمعة، حيث يمكن أن يرسل المفوض ضماناً أو كفالة أداء، على سبيل المثال تمويل البنوك جزءاً من عمليات الإقراض من رأس مالها الذاتي إذا أصبحت الديون رديئة أو معدومة، وهنا يكون البنك أول من يتحمل الخسارة. وعندما تكون أموال البنك معرضة للخطر، فإن هذا يوفر له تحفيزاً للقيام بعمله بشكل جيد. أما السمعة، فالبنك ذو السمعة الجيدة والمصدقية يجذب المزيد من الإيداعات، وتعطي قيمة السمعة المفوض تحفيزاً، فالإحلال بالثقة يضر بسمعة المقرض ويكلفه ذلك ضياع الكثير من الأعمال في المستقبل.

¹ جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، الطبعة الأولى، الأردن، 2002، ص.33.

² ماثيير كوهين، النظم المالية والتمويلية: المبادئ، التطبيقات، ترجمة: عبد الحكيم الخزامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2007، ص.75-79.

2.2. الإحلال في الائتمان (المصدقية):

في كثير من الحالات يرتبط التفويض بالإحلال في الائتمان، فالبنك يضع مصداقيته بديلا لمصدقية المقترض، ويقرض المودعون أموالهم إلى البنك بديلا من المقترض النهائي، وقد لا تلتقي عملية التفويض والإحلال في الائتمان أو المصدقية دائما معا. فالضامنون لتغطية الاكتتاب لا يضمنون الإصدارات التي يروجونها، وعليه يوجد تفويض ولكن ليس إحلال في الائتمان؛ وعندما تستخدم أموال البنك في التسديدات فإن البنك يضع مصداقيته بديلا لمصدقية المشتري، هنا يوجد إحلال للمصدقية وليس للتفويض. ويعمل الإحلال في الائتمان أو المصدقية بنجاح، لأن وعد البنك أكثر قبولا من وعد المتعامل التجاري النهائي، ويرجع ذلك إلى سببين:

- **السبب الأول:** السمعة، فسمعة الشركة المالية في المحافظة على وعدها مسألة جوهرية لأعمالها؛
- **السبب الثاني:** أن المؤسسة المالية قد تكون قادرة بصورة أفضل على الوفاء بوعودها.

3.2. التجميع التراكمي:

يجعل التجميع التراكمي الالتزامات والوعود المطلوب إنجازها من قبل الوسيط المالي، أكثر أمانا وأكثر سيولة من أصوله، والتنوع أحد الأسباب التي تجعل التجميع التراكمي يعمل بنجاح.

4.2. التشبيك:

يحتاج تنفيذ العمليات إلى تكاليف قد تكون كبيرة، غير أن التشبيك يمكن له خفض التكاليف عن طريق التوازن والتعويض بين عملية وأخرى، مثلا النقل المادي للعمليات مكلف، لكن تشبيك أو ربط التزامات البنوك بين بعضها والبعض الآخر يخفض الحاجة إلى النقل المادي (عمليات المقاصة بين البنوك)، ومن ثم يخفض التكاليف.

يخلق التشبيك أيضا السيولة، على سبيل المثال يستطيع البنك الاحتفاظ بالأصول غير السائلة نسبيا لأنه يمكن أن يغطي طلبات السحب انطلاقا من الإيداعات الجديدة، دون حاجة إلى تسيل جزء من الأصول المهمة، وعن طريق التشبيك بين الإيداعات والمسحوبات، فإن البنك يخفض من حاجته إلى شراء وبيع أصوله، فمثلا: السهم يمثل حق غير سائل، يستطيع حامل السهم أن يجعله سائلا ببيعه إلى شخص آخر، بهذه الطريقة يشبك السوق حقوق البيع مقابل حقوق الشراء، بما يوفر السيولة دون المساس بالأصول.

المطلب الثالث: تحديات النظام المالي والعوامل المؤثرة في أداءه

أدت العولمة وتوريق القروض المصرفية واستحداث أدوات مالية جديدة وإحراز مستويات جديدة من التقدم التكنولوجي إلى تزايد تعقيدات الأسواق المالية، مما أدى إلى خلق بعض التحديات الجديدة التي قد تواجه النظام المالي وتؤثر في أداءه.

1. التحديات التي تواجه النظام المالي:

يواجه النظام المالي تحديات جديدة صعبة في أربعة مجالات واسعة النطاق، هي¹: الشفافية والإفصاح، وديناميكية السوق، والخطر المعنوي، والمخاطر على النظام.

1.1. تراجع الشفافية:

عادة ما يقوم بعض المستثمرين في الأسواق المالية ببعض المعاملات المالية التي تؤدي إلى زيادة فرص جمع الأموال والاستثمار وتوزيع المخاطر على من هم أكثر قدرة على تحملها، غير أن المعلومات المتعلقة بكثير من هذه الأنشطة لا تكون متاحة للمستثمرين وجهات الرقابة المصرفية، نظراً لأن الكثير منها يقيد خارج الميزانية.

2.1. ديناميكية السوق:

حدثت عولمة التمويل وتزايد اعتماد كثير من الشركات على أسلوب التمويل المباشر (الأسواق المالية) بدلا من أسلوب التمويل غير المباشر (البنوك) للحصول على الأموال اللازمة للتمويل، تغيرات على ديناميكية السوق، فقد انخفضت تكاليف المعاملات إلى الحد الأدنى، وأصبح بالإمكان إجراء قدر هائل من المعاملات في وقت وجيز، وعمليات البيع أو الشراء الضخمة والمتواصلة، مثل ما يحدث فيما يسمى سلوك القطيع، يمكن أن تؤدي إلى تفاقم حركات الأسعار، كذلك انتشار المشاكل من السوق المضطربة إلى السوق التي لم تتسرب إليها الاضطرابات بعد، وذلك إذا ما اعتقد المستثمرون أن ثمة أوجه تشابه بين السوقين.

3.1. الخطر المعنوي:

ينبغي للمشاركين في الأسواق المالية توخي الحذر بشأن تعاملاتهم من المخاطر الناتجة عن التحركات الحادة في الأسعار والتغيرات في حجم السيولة داخل الأسواق. غير أن بعض أهم المشاركين في الأسواق المالية يشكلون جانبا حيويا في نظم الدفع الوطنية والدولية، ومن ثم فإن إخفاقهم يمكن أن تترتب عليه عواقب وخيمة بالنسبة للنظام بأكمله، ولتفادي هذا الخطر وضع صناع السياسات شبكات أمان مالي لتوفير الحماية للمودعين (التأمين على الودائع)، والمؤسسات المالية (تسهيلات المقرض الأخير) والأسواق (ممارسات الحكومة لضخ السيولة

¹غازي شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية، العدد 36، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2005، ص.3.

النقدية). إن مثل هذه الإجراءات التدخلية من جانب القطاع العام لمنع وقوع الأزمات يضعف من الانضباط وفق شروط السوق ويخلق خطراً معنوياً، حيث يضعف الحافز لدى المشاركين على توخي الحذر في تعاملاتهم.

4.1. المخاطر على النظام:

انتقلت المخاطر التي تهدد النظام بأكمله من القطاع المصرفي إلى أسواق رأس المال، وقد تزداد صعوبة تحديد هذه المخاطر أمام جهات الرقابة الرسمية نتيجة تزايد اتساع الفجوة التكنولوجية والمعرفية بين الجهات التنظيمية والكيانات الخاضعة للتنظيم. غير أن الجمع بين التقدم التكنولوجي وهياكل الحوافز الخاصة بزيادة المنافسة في الخدمات المالية، من شأنه تشجيع المؤسسات المالية الخاصة على التوائم مع المتغيرات الهيكلية بوتيرة أسرع، بالمقارنة مع استجابة للأطر الرقابية والتنظيمية.

2. العوامل التي تؤثر في أداء النظام المالي:

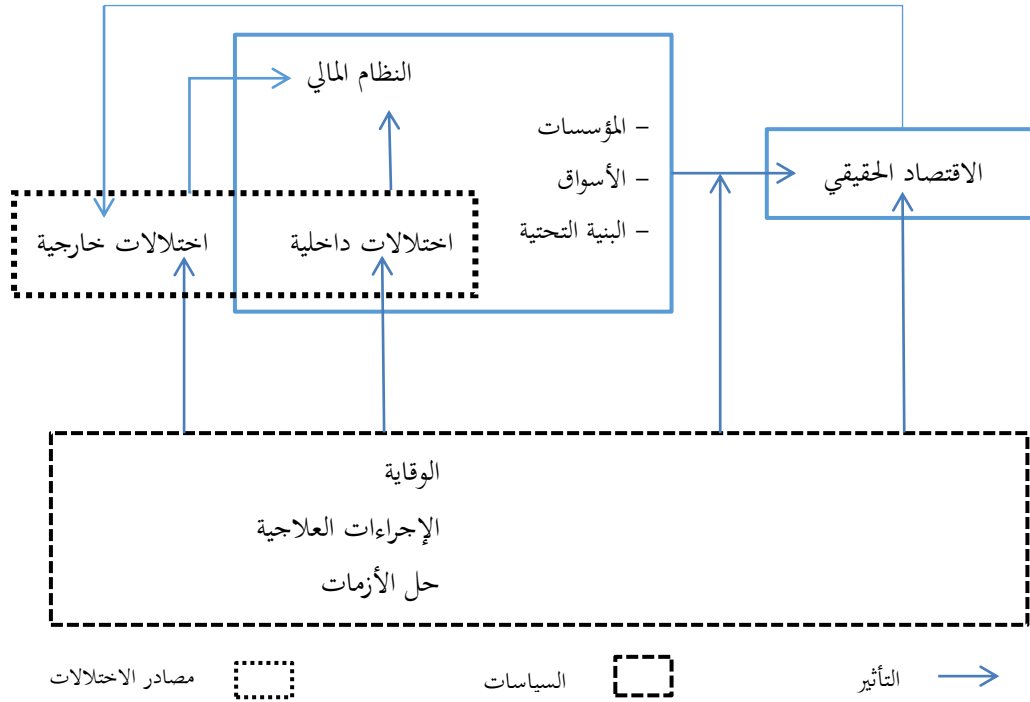
هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في أداء النظام المالي، وقد تشكل هذه العوامل مخاطر ومواطن ضعف في النظام إما داخلياً، من داخل النظام المالي نفسه، أو خارجياً، في الاقتصاد الحقيقي على سبيل المثال، مثلما هو موضح في الشكل رقم (2-2) أدناه. وتختلف الإجراءات المتخذة على صعيد السياسات باختلاف طبيعة هذه المخاطر، فالسلطات المالية في المعتاد قادرة على التأثير في حجم الاختلالات الداخلية وفي احتمالات وقوعها من خلال القيام بعمليات التنظيم أو الرقابة أو إدارة الأزمات، وعلى العكس يصعب التحكم في الاضطرابات الخارجية إلا من خلال تطبيق سياسات الاقتصاد الكلي على فترات زمنية طويلة وغير محددة، وينحصر دور السياسات غالباً عند وقوع الاضطراب الخارجي في الحد من تأثير على النظام المالي وذلك بعدة سبل منها على سبيل المثال، المحافظة على قدرة النظام من خلال استيعاب الصدمات وتشغيل النظم البديلة لحماية المعلومات الحيوية¹.

وعلى مدار السنوات الماضية، قام صندوق النقد الدولي بتحسين أدواته المستخدمة في التحليل المالي/الكلي وعمليات وضع السيناريوهات، فوسع نطاق الإطار المعني باختبارات قياس الضغوط لكي يشمل مجموعة أكبر من التهديدات المحتملة².

¹ المرجع نفسه، ص.5.

² توبياس آديان وآخرون، تقييم مخاطر تغير المناخ باختبار أثر ضغوطه على الصلابة المالية، صندوق النقد الدولي، 2020/02/05، متاح على الرابط: <https://www.imf.org/ar/News/>، تاريخ الاطلاع: 2020/03/24.

الشكل رقم (2-2) : العوامل المؤثرة في أداء النظام المالي



المصدر: غازي شيناسي، مرجع سابق، ص.5.

ويتعرض النظام المالي إلى مجموعتين من المخاطر¹: مجموعة المخاطر الداخلية ومجموعة المخاطر الخارجية.

1.2. المخاطر الداخلية:

قد تنشأ هذه المخاطر في عناصر النظام الثلاثة الأساسية وهي المؤسسات، الأسواق والبنية التحتية.

● **المؤسسات:** قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة وتنتشر لاحقاً إلى قطاعات أخرى من النظام المالي، أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظراً لتعرضها لمخاطر مماثلة.

● **الأسواق:** تكمن مصادر المخاطر المالية في التقلبات السوقية التي تؤثر بصفة مباشرة على مكونات السوق المالي، فهي تعبر عن إمكانية وقوع خسائر بسبب تباين أسعار الأوراق المالية بشكل كبير ما بين تقديرات قيم الأوراق المالية والقيم الحقيقية لها، بالاتجاهات التصاعدية والتنازلية التي تطرأ على سوق رأس المال، مؤثرة بذلك على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار، المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة في أسعار السوق².

¹ توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، السعودية، 2002، ص.70.

² برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، مصر، 2007، ص.149.

● البنية التحتية: قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية مثل (حالات توقف النظم التشغيلية، تركز المخاطر وسلسلة الآثار التعاقبية) حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية في نظامي المقاصة والتسوية، على سبيل المثال، وينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي. وفي المقابل، فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية، في الجهازين القانوني والمحاسبي، مثلاً قد يترتب عليها حالات من التوقف عن العمل.

2.2. المخاطر الخارجية:

يكون مصدر المخاطر الخارجية مشاكل خارج النظام المالي، فاستقرار النظام المالي يتصف بالحساسية تجاه الصدمات الخارجية مثل الكوارث الطبيعية، أو التغيرات في الميزان التجاري لبلد ما، أو الأحداث السياسية، أو تقلبات أسعار النفط، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في نظرة المستثمرين إلى السوق (تفاؤل، تشاؤم). وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي، مثل اخبار شركة كبرى، إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله.

ويمكن تلخيص أهم مصادر المخاطر المحتملة التي تهدد النظام المالي في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-1): مصادر مخاطر النظام المالي المحتملة

المخاطر الخارجية	المخاطر الداخلية
<p>1- اضطرابات اقتصادية كلية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - مخاطر قائمة على البيئة الاقتصادية؛ - اختلال السياسات. <p>2- الأحداث:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الكوارث الطبيعية؛ - التطورات السياسية؛ - انهيار الشركات الكبرى. 	<p>1- مخاطر على أساس المؤسسات:</p> <ul style="list-style-type: none"> - المخاطر المالية: الائتمان؛ السوق؛ السيولة؛ سعر الفائدة؛ العملة. - المخاطر التشغيلية: جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات؛ - المخاطر القانونية المتعلقة بالنزاهة؛ مخاطر السمعة؛ مخاطر استراتيجية الأعمال؛ تركز المخاطر؛ مخاطر كفاية رأس المال. <p>2- مخاطر على أساس الأسواق:</p> <ul style="list-style-type: none"> - مخاطر الطرف المقابل؛ - عدم اتساق أسعار الأصول: الائتمان؛ السيولة؛ العدوى. <p>3- مخاطر على أساس البنية التحتية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - مخاطر نظم المقاصة والدفع والتسوية؛ - مواطن الهشاشة في البنية التحتية: القانونية؛ التنظيمية؛ المحاسبية؛ الرقابية. - انهيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب؛ - سلسلة الآثار التعاقبية.

المصدر: غازي شيناسي، مرجع سابق، ص.6.

المبحث الثاني: استقرار النظام المالي

بعد الأزمات المالية التي شهدتها العالم والتي أدت إلى حدوث اضطرابات كبيرة خاصة في الدول التي يتسم نظامها المالي بالهشاشة، أصبح الحفاظ على الاستقرار المالي الهدف المهيمن في صناعة السياسات الاقتصادية. حيث تزايد الاهتمام بقضايا الاستقرار المالي وكيفية المحافظة عليه، خصوصا في ظل التوسع وتحرير التجارة وعملة النظم المالية، مما يزيد من احتمال تأثير عواقب عدم الاستقرار المالي على الأداء الاقتصادي.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية الاستقرار المالي

يعتبر تحليل الاستقرار المالي حديث العهد مقارنة بتحليل الاستقرار النقدي والاستقرار الاقتصادي الكلي. وقد أصبح الحفاظ على الاستقرار المالي على مدى العقد الماضي هدفا متزايد الأهمية في سياق صنع السياسة الاقتصادية، فالعديد من البنوك المركزية والمؤسسات المالية بما فيها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية يصدرن تقارير دورية عن الاستقرار المالي.

1. مفهوم الاستقرار المالي:

يكتسي تعريف الاستقرار المالي أهمية كبيرة لتطوير أدوات التحليل وكذا لتصميم السياسات ووضع الأطر التشغيلية، وعلى الرغم من الاهتمام المتزايد بقضايا الاستقرار المالي إلا أنه وُلد الآن يجد المهتمون بالموضوع (الأكاديميون والمشاركون في السوق كصانعي السياسات) صعوبة في إعطاء تعريف للاستقرار المالي يكون مقبولا على نطاق واسع. وتعود هذه الصعوبة لحدثة البحث النسبية في مجال الاستقرار المالي مقارنة مع تحليل الأسعار أو الاستقرار النقدي التي لها تاريخ طويل في مجال البحث¹.

1.1. المبادئ الأساسية لتحديد مفهوم الاستقرار المالي:

هناك عدد من المبادئ الأساسية التي ينبغي توفرها لإعطاء تعريف عملي للاستقرار المالي، والتي يمكن توضيحها فيما يلي²:

● **المبدأ الأول:** الاستقرار المالي مفهوم واسع يشمل مختلف جوانب التمويل والنظام المالي بمكوناته (البنية التحتية، المؤسسات والأسواق)، ونظرا للترابط الوثيق بين جميع مكونات النظام المالي فالاضطرابات التي تحدث على مستوى أي عنصر من عناصر النظام يمكن أن تضعف الاستقرار الكلي الأمر الذي يتطلب منظورا منهجيا؛

¹Abayomi A. Alawode and Mohammed Al Sadek, **What is financial stability?**, Financial Stability Paper Series No. 1, Central Bank of Bahrain, March 2008, p.6.

²Garry J. Schinasi, **Defining financial stability**, IMF Working Paper, WP/04/187, International Monetary Fund, 2004, p.6.

● **المبدأ الثاني:** الاستقرار المالي لا يعني فقط أن يحقق التمويل الكافي دوره في تخصيص الموارد، المخاطر، تعبئة المدخرات، وتسهيل تراكم الثروة والتنمية والنمو، ولكن أيضا أن تقوم أنظمة الدفع بوظيفتها الاقتصادية بكفاءة؛

● **المبدأ الثالث:** لا يتعلق مفهوم الاستقرار المالي فقط بغياب الأزمات الفعلية ولكن أيضا بقدرة النظام المالي على الحد واحتواء والتعامل مع ظهور الخلل في التوازن قبل أن يشكل تهديدا للنظام نفسه وللعمليات الاقتصادية، ففي نظام مالي مستقر ويعمل بشكل جيد فإن هذا يحدث من خلال التصحيح الذاتي. وفي هذا الصدد، قد يكون هناك مفاضلة متعلقة بالسياسات التي تنطوي على الاختيار بين السماح لآليات السوق للعمل على حل الصعوبات المحتملة كالتدخل بسرعة وفعالية من خلال ضخ السيولة عبر الأسواق وهكذا، يضم الاستقرار المالي كلا البعدين الوقائي والعلاجي؛

● **المبدأ الرابع:** يصاغ الاستقرار المالي بناء على الآثار المحتملة بالنسبة للاقتصاد الحقيقي. فليس من الضروري اعتبار الاضطرابات في الأسواق المالية أو في المؤسسات المالية الفردية تهديدا لاستقرار المالي إن لم يكن من المتوقع أن تلحق الضرر بالنشاط الاقتصادي ككل؛

● **المبدأ الخامس:** يتم التفكير في الاستقرار المالي كظاهرة مستمرة، لأن التمويل ينطوي في الأساس على عدم اليقين، فهو حركي (سواء عبر الزمن أو الابتكارات المالية) ويتكون من العديد من العناصر المترابطة والمتغيرة (البنية التحتية، المؤسسات، والأسواق)، يستند الاستقرار المالي إلى التوقعات، الديناميكية، ويعتمد على العديد من عناصر النظام التي تعمل بشكل جيد إلى حد معقول. وما قد يمثله الاستقرار في لحظة زمنية معينة يمكن أن يكون أكثر استقرارا أو أقل استقرارا في وقت آخر، اعتمادا على جوانب أخرى من النظام الاقتصادي مثل التطورات التكنولوجية والسياسية والاجتماعية. إضافة إلى ذلك يمكن أن ينظر إلى الاستقرار المالي بما يتوافق مع مجموعة مختلفة من شروط عناصره.

2.1. تعريف الاستقرار المالي وعدم الاستقرار المالي:

هناك العديد من الدراسات التي حاولت تعريف الاستقرار المالي، بينما فضلت دراسات أخرى تعريف عدم الاستقرار المالي للدلالة على الاستقرار المالي. ومن هذه التعاريف، نذكر ما يلي:

عرف بأنه الوضع الذي يكون فيه النظام المالي قادراً على ضمان التوفير الكفاء للمدخرات للاستفادة من فرص الاستثمار دون أي اضطرابات كبيرة¹.

¹Vítor Constâncio, **Commentary on monetary policy today: sixteen questions and about twelve answers**, Paper Presented at the Bank of Spain Conference on Central Banks in the 21st Century, Madrid, June 08, 2006, p.5.

كما عرف الاستقرار المالي بأنه الحالة التي يكون فيها النظام المالي قادراً على تسهيل أداء الاقتصاد وتبديد الاختلالات المالية التي تنشأ داخلياً أو نتيجة لأحداث سلبية غير متوقعة¹.

كما أنه يعني على نطاق واسع ضمان قوة وسلامة جميع المكونات داخل النظام المالي لضمان عدم حدوث أي ضرر للاقتصاد بشكل عام والحفاظ على تباين الأسعار عند مستوى يمكن التحكم فيه².

ولقد عرف بنك التسويات الدولي الاستقرار المالي بأنه حالة ينتفي فيها وجود عوامل تؤثر على تقلبات مفاجئة وغير مبررة لأسعار الأصول، ومقدرة المؤسسات المالية على مواجهة الالتزامات التعاقدية³.

ويشير مفهوم الاستقرار المالي عادة إلى الحفاظ على الوظائف الاقتصادية الأساسية للنظام المالي في توجيه المدخرات إلى الاستثمارات وتوفير آلية للدفع فعالة وآمنة. وفقاً لهذا الاتجاه، يمكن تعريف الاستقرار المالي على أنه الوضع الذي يكون فيه النظام المالي قادراً على مواجهة الصدمات دون أن يترك مجالاً لعمليات تراكمية من شأنها إعاقة تخصيص المدخرات للفرص الاستثمارية وتسوية عمليات الدفع في الاقتصاد⁴.

ويكون النظام المالي مستقرًا عندما تكون له القدرة على التسيير بكفاءة في توزيع الموارد الاقتصادية، مع الاستمرار في أداء الوظائف الأساسية حتى في حالة الصدمات⁵.

ويتسم النظام المالي بالاستقرار إذا كان قادراً على⁶:

- تخصيص الموارد بكفاءة بين الأنشطة وعبر الزمن، إلى جانب العمليات المالية والاقتصادية الأخرى (الادخار الاستثمار، الإقراض والاقتراض، خلق السيولة وتوزيعها، تحديد أسعار الأصول، وتراكم الثروة ونمو الناتج)؛
- تقييم وإدارة المخاطر المالية؛
- الاستمرار في أداء هذه الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصدمات الخارجية أو في حالة تراكم الاختلالات (امتصاص الصدمات).

¹Garry J. Schinasi, **Defining financial stability**, Op. cit., p.8.

²Supreena Narayanan and Rashmi Dalvi, **Assessment of financial stability report: Sveriges riksbank**, Finance 0501012, University Library of Munich, Germany, 2005, p.4.

³سلطة النقد الفلسطينية، الاستقرار المالي، متاح على الرابط: <http://www.pma.ps/Default.aspx?tabid=307&language=ar-EG/> تاريخ الاطلاع: 2018/07/12.

⁴Tommaso Padoa-Schioppa, **Central banks and financial stability: exploring a land in between**, Paper Presented at the Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24-25 October 2002, p.20.

⁵Garry J. Schinasi, **Defining financial stability**, Op. cit., p.8.

⁶Aerdts Houben et al., **Toward a framework for safeguarding financial stability**, IMF Working Paper, WP/04/101, International Monetary Fund, 2004, p.11.

أما عدم الاستقرار المالي فقد عرف على أنه الحالة التي يحدث فيها تداخل الصدمات التي يتعرض لها النظام المالي مع تدفق المعلومات مما يؤدي إلى عدم قدرة النظام المالي على تأدية عمله المتمثل في توجيه الأموال إلى الجهات التي لديها فرص الاستثمار الإنتاجي¹.

وهناك من عرف عدم الاستقرار المالي بأنه حالة تتميز بتذبذب أسعار الأصول وتدهور أداء السوق النقدي والمالي والتغيير المفاجئ لأسعار الفائدة (انخفاض أو ارتفاع) وعدم توفر التمويل مما يؤثر سلباً على الاستهلاك والاستثمار وبالتالي الإنتاج ومستوى التوظيف².

وعرف أيضاً بأنه الأوضاع في الأسواق المالية التي تسبب الضرر وتحدد الأداء الاقتصادي من خلال تأثيرها على أداء النظام المالي³.

وعرف عدم الاستقرار المالي من خلال الخطر النظامي الذي ينطوي على زيادة مخاطر الأزمة المالية، فالأزمة هي انهيار كبير للنظام المالي والذي يؤدي إلى عدم قدرته على توفير خدمات الدفع أو تخصيص الائتمان للفرص الاستثمارية المنتجة⁴.

ويحدث عدم الاستقرار المالي عند انقطاع تدفق المعلومات، مما يؤدي إلى عدم تحقيق النظام المالي لهدفه المتمثل في التخصيص والتوجيه الأمثل للمدخرات نحو الاستثمار، وبالتالي تعرضه لحالة ذعر وتضييق في منح الائتمان، قد يؤدي ذلك إلى حدوث أزمة اقتصادية⁵.

وأيضاً يحدث عدم الاستقرار المالي نتيجة سوء تخصيص الأموال أو الاختيار غير الكفاء للاستثمار، مما ينتج عنه مخاطر معنوية⁶.

وقد تختلف مفاهيم الاستقرار المالي من بنك مركزي لآخر شكلاً، وإن كانت تتفق في ضرورة العمل على تحقيق الاستقرار في كل المكونات الرئيسية للقطاع المالي. حيث يتبنى البنك المركزي الأوروبي وجهة نظر بعض الاقتصاديين الذين يرون أن الاستقرار المالي يتحقق عندما تتمكن المؤسسات المالية من الصمود أمام الصدمات

¹Frederic S. Mishkin, **Global financial instability: framework, events, issues**, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 13(4), 1999, p.6.

²أحمد محمد الحسن محمد، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة المصري، العدد 58، بنك السودان المركزي، 2010، ص.42.

³Chant John, **Financial stability as a policy goal: essays on financial stability**, Technical Report No 95, Bank of Canada, 2003, p.3.

⁴Frederic S. Mishkin, **The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers, in maintaining financial stability in a global economy**, Economic Policy Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 1997, p.62.

⁵Abouch Mohamed et al., **Financial stability: definitions, theoretical foundations and roles of the central banks**, International Research Journal of Finance and Economics, 2012, p.78.

⁶Alicia García Herrero, Pedro del Río, **Financial stability and the design of monetary policy**, Documento de de Trabajo N° 0315, 2003, p.8.

والاختلالات المالية التي من شأنها التأثير سلباً على كفاءة عملية توزيع المدخرات على الفرص الاستثمارية ذات الربحية. ويرى البنك أن هناك ارتباط كبير بين الاستقرار المالي والاستقرار النقدي، ويعزز وجود كل منهما من فرص تحقق الآخر. فمن ناحية، يساهم استقرار الأسعار بشكل كبير في زيادة مستويات كفاءة المؤسسات المالية وقدرتها على تخصيص الموارد وتوزيع المحافظ المالية ويعزز من قدرتها على تقييم المخاطر. ومن ناحية أخرى، يعمل الاستقرار المالي على تعزيز الاستقرار النقدي، من خلال المساهمة بفاعلية وبشكل تدريجي في نقل أثر السياسة النقدية للقطاع الحقيقي. في حين يتبنى مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وجهة نظر أخرى مفادها أن حالة عدم الاستقرار المالي هي الحالة التي تتسم بوقوع ثلاثة ظواهر رئيسية متتالية تتمثل في انحراف أسعار مجموعة من الأوراق المالية الأكثر أهمية عن أسعارها التي تتلاءم مع مقومات التحليل الأساسي للمؤسسات المالية المصدرة لهذه الأوراق، وحدث تشوه في اتجاهات الائتمان على المستوى المحلي والعالمي وهو ما يؤدي إلى تركيز الائتمان وتزايد احتمالات المخاطر المتعلقة بعدم القدرة على السداد، والانحراف الفعلي أو المحتمل لمستويات الإنفاق عن المستوى التوازني بما يقلص فرص النمو الاقتصادي¹.

ونظراً لأن النظام المالي يتكون من عدد من العناصر المختلفة المترابطة في نفس الوقت (البنية التحتية، المؤسسات، والأسواق)، فإن حدوث اضطراب في أحد هذه العناصر من شأنه أن يضعف الاستقرار في النظام المالي بأكمله. غير أنه في حالة كفاءة النظام على نحو يسمح له بأداء وظائفه الأساسية، فإن أي مشكل يصيب أحد عناصره لن يؤثر بالضرورة على الاستقرار الكلي، فالاستقرار المالي لا يقتضي أن تعمل عناصر النظام في كل الأوقات بأقصى طاقتها. والنظام المستقر هو النظام القادر على الحد من الاختلالات وتسويتها. وفي الوقت ذاته، فمعظم أدوات السياسات الاقتصادية المعدة بالفعل للحفاظ على الاستقرار المالي لها أهداف رئيسية أخرى، مثل توفير الحماية لصالح أصحاب الودائع (أدوات احترازية) أو دعم استقرار الأسعار (السياسة النقدية)، أو تشجيع التسوية العاجلة للمعاملات المالية (السياسات التي تحكم نظم الدفع والتسوية). وغالباً ما يكون تأثير هذه الأدوات غير مباشر على الاستقرار المالي ولا يظهر عادة إلا بعد فترة من التأخير. وربما يتعارض حتى مع الهدف الرئيسي من استخدام الأداة².

وبالنظر إلى المفاهيم السابقة، نستنتج ما يلي:

- الاستقرار المالي يعني قدرة النظام المالي على أداء وظائفه بكفاءة حتى في حالة تعرضه للصدمات؛

¹ أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، 2014، ص ص 14-15.

² غازي شيناسي، مرجع سابق، ص ص 2-3.

- النظام المالي يتفاعل مع البيئة الاقتصادية، حيث تؤثر البيئة الاقتصادية المتقلبة على استقرار النظام المالي وبدوره ينعكس عدم استقرار النظام المالي على القطاعات الأخرى المكونة للاقتصاد؛
- عدم الاستقرار المالي هو حالة تباين غير طبيعي بين الأسعار الفعلية والحقيقية للأصول، بالإضافة إلى تشوه كبير في أداء السوق المالي وقلة توافر الائتمان محليا وربما دوليا، وانحراف كبير في الإنفاق الكلي عن قدرة الاقتصاد على الإنتاج.

2. أهمية الاستقرار المالي:

- تبرز أهمية الاستقرار المالي من كونه يعكس سلامة النظام المالي، مما يؤدي إلى تعزيز الثقة في النظام وتمنع وقوع المخاطر التي يمكن أن تزعزع استقرار الاقتصاد. وتتجسد أهمية الاستقرار المالي في النقاط التالية¹:
- أن الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي. فقد أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي الذي صدر في جانفي 2008 وحمل عنوان "المخاطر العالمية 2008" أن النظم المالية المضطربة، وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في منتصف وأواخر سنة 2007، تمثل تحديا كبيرا يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي. لهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر. وأكد التقرير على أن التركيز المتزايد على الأسواق المالية المضطربة والتوترات السياسية المتفاقمة في سنة 2008، قد يدفعان الحكومات والشركات إلى تجاهل المخاطر الأقل إلحاحا مثل التغيرات المناخية، وهذا من شأنه أن يزيد في صعوبة التعامل مستقبلا مع هذه القضايا الحرجة بعيدة المدى؛
 - غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، فكلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت فترة بقائها كلما تراجع معدل النمو الاقتصادي، فبعد مضي أكثر من ثماني سنوات على أكبر وأعظم حالة ركود أصابت الاقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الثانية، لا يزال النمو الاقتصادي محدودا، ولا يزال التعافي يمضي بوتيرة تزداد تباطؤا وهشاشة. وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلا بالأسواق المالية، فإن تفاقمها يؤدي إلى آثار ضارة بالاقتصاد الحقيقي، مما يؤدي إلى حدوث أزمة اقتصادية، أو حتى ركود اقتصادي²؛

¹ بلواني أحمد مهدي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 21، العدد 2، جامعة الملك عبدالعزيز، السعودية، 2008، ص ص. 72-76.

² إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص. 19.

● انتشار الاضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الاقتصاد المحلي وعلى المستوى العالمي. فالاهتزازات المالية تحدث تأثيراً متزايداً على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الاقتصاديات المتقدمة، بينما تتزايد الأدلة على حدوث ضائقة ائتمانية واسعة النطاق. ويلاحظ تشديد معايير الإقراض المصرفي في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية، وتراجع حركة إصدار الأوراق المالية المهيكلة، وشدة اتساع فروق العائد على سندات دين الشركات¹؛

● نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة، الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية أو أزمة بنوك اليابان في نهاية الثمانينيات ومطلع التسعينيات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا سنتي 2001 و2002، والتي أدت إلى عشر العديد من المصارف، ثم أزمة الرهن العقاري التي يعيش الاقتصاد العالمي تبعاتها وآثارها، إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم يتعدى دورة حدوثها الواحدة تلوى الأخرى أكثر من عشرة سنوات كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية كيندلبرجر Kindleberger وغيره مثل الاقتصادي الأمريكي الشهير منسكي Minsky الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته وغير مستقر ومعرض للازمات المالية².

وتعد الأزمة المالية العالمية 2008 الأسوأ في عمر الجيل الحالي، فالخسائر المترتبة عليها بلغت 30 تريليون دولار في أسواق الأسهم العالمية. في حين خسرت أسواق العقار ما يقارب أيضا 30 تريليون دولار آخر. وأعلنت العديد من البنوك في عدة بلدان إفلاسها ولعل أبرزها بنك ليمان براذرز Lehman Brothers وهو رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية. ومن حيث حجم تكاليف الانقاذ، فقد بلغت في الولايات المتحدة الأمريكية ما يقارب 750 مليار دولار حسب تقرير البنك الدولي لسنة 2009³.

فبعد ثماني سنوات من بداية الأزمة، لا يزال تحقيق الاستقرار المالي العالمي غير مؤكد، فقد زادت المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي العالمي على الرغم من اتخاذ خطوات متنوعة لاحتواء ومعالجة القضايا التي تساهم في الأزمة على المدى المتوسط، وذلك بسبب زيادة عدم اليقين والنكسات التي أصابت النمو ومستوى الثقة، وتكثفت هذه الضغوط مع الاضطرابات التي شهدتها أسواق الاصول العالمية. وأدت الانخفاضات في أسعار النفط والسلع الأولية إلى استمرار مستوى المخاطر المرتفع في اقتصاديات الاسواق الصاعدة، وتسببت هذه

¹ صندوق النقد الدولي، البيئة الاقتصادية العالمية: ملخص واف، أبريل 2008، ص.2.

² بلواني أحمد مهدي، مرجع سابق، ص ص.75-76.

³ بشار ذنون الشكرجي، دور المصارف الإسلامية في الاستقرار المالي والتحديات التي تواجهها، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 35، العدد 114، جامعة الموصل، العراق، 2013، ص.13.

التطورات في زيادة ضيق الأوضاع المالية، وزيادة المخاطر الائتمانية، وتعطيل معالجة الخلل في الميزانيات العمومية، مما أثر على الاستقرار المالي¹.

● الاستقرار المالي أحد أهم الأركان الأساسية في تهيئة البيئة الملائمة لتشجيع الاستثمار المحلي والخارجي وبالتالي تحريك النشاط الاقتصادي، وتوضح أهمية الاستقرار المالي من خلال الآثار السلبية الناجمة عن حالات عدم الاستقرار، فالآثار السلبية لعدم الاستقرار المالي تكون أكثر وضوحاً إذا ما قورنت بالآثار الإيجابية للاستقرار المالي ومساهمته في النمو الاقتصادي. والهدف من تحقيق استقرار النظام المالي هو تجنب الاضطرابات فيه، والتي من شأنها أن تسبب أضراراً وتكاليف كبيرة للاقتصاد الحقيقي².

نتيجة لما سبق ذكره وغيره من آثار للاضطرابات المالية، فقد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي. فلا يكاد يخلو اجتماع مهم لقادة الدول الثمانية أو غيرها إلا ويضع ضمن برنامج أعماله الحديث عن الأمر والحث على ضرورة تكاتف الجهود للحد من النزيف الذي تحدثه هذه الاضطرابات، كما لا يكاد يخلو بنك مركزي إلا وبه وحدة خاصة ينصب عملها على الاستقرار المالي بإصدار التقارير والدراسات وتوجيه التحذيرات والتنبيهات³.

المطلب الثاني: أسباب عدم استقرار النظام المالي

عادة ما تنشأ الأزمات الاقتصادية والمالية بسبب عدم وجود استقرار مالي، مما يؤدي إلى انهيار الوساطة بين المدخرات وفرص الاستثمار، وارتفاع التكاليف المطلوبة لزيادة رؤوس أموال البنوك، فضلاً عن التكاليف الاجتماعية التي تزيد من الآثار السلبية المترتبة على فقدان الاستقرار المالي. ومن الصعب تحقيق هدف استقرار النظام المالي لوجود عدة أسباب، من أهمها:

1. معدل الفائدة أداة لعدم الاستقرار المالي حسب فرضية منسكي (Minsky, 1982):

يركز منسكي في فرضيته حول عدم الاستقرار المالي الداخلي على الخاصية الداخلية لوقوع الأزمات المالية، حيث يعتقد أن المتسبب في وقوع الأزمة المالية هو هيكل الاستدانة في الاقتصاد ويعبر عن ذلك بما يلي: أن منبع الأزمة المالية هو التوسع في منح القروض المصرفية. ويولي منسكي أهمية بالغة لهيكل الاستدانة وخاصة أثر

¹ صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي: ملخص واف، أبريل 2016، ص.1.

² Laker Jon, **Monitoring financial system stability**, Speech Held at the 52nd International Banking Summer School, Melbourne, 1 September 1999, p.2.

³ بلواني أحمد مهدي، مرجع سابق، ص.76.

الرفع المالي المستخدم بكثرة عند الموجات المضاربة. و تنطلق الأزمة المالية حسب منسكي بوجود ظواهر خارجية (حروب، أزمة سياسية، بروز قطاعات اقتصادية جديدة، ظهور تقنيات حديثة،...) تؤدي إلى خلق فرص ربح جديدة في قطاع اقتصادي جديد نتيجة تزايد الاستثمارات، وهذا ما يولد ازدهار اقتصادي. حاصل يتم تمويله و تغذيته بالتوسع في القروض المتأتمية من النظام المصرفي على اعتبار أن البنوك تستجيب بالإيجاب لهذا الطلب الجديد لغرض تحقيق فرص ربح جديدة¹. وتمر الأزمة حسب منسكي بمرحلتين²:

● **مرحلة الازدهار الاقتصادي:** إن الاستثمارات تعطي الانطباع لدى المستثمرين بتوفر فرص للأرباح مما يزيد من احتدام المضاربة ويدفع بمستثمرين آخرين إلى تقليد سلوكهم. ويرى الاقتصادي الأمريكي كيند لبرغر بأن مرحلة الازدهار تمثل المرحلة الأولى للفعل المضارب، وتمتاز بابتعاد تصورات المتعاملين الاقتصاديين عن الحقيقة أو الأساسيات الاقتصادية وبسلوك التقليد الجماعي لدى المضاربين. وتساعد السياسة النقدية التوسعية من خلال انخفاض معدلات الفائدة على التوسع في منح القروض مما يشجع على المضاربة ويؤدي إلى هشاشة ميزانيات الجهات المقرضة. إن مرحلة الازدهار التي تمثل مرحلة تصاعد حجم الاستثمارات تزيد من ثقة البنوك حول الوضعية الاقتصادية المستقبلية مما يؤدي بها إلى زيادة حجم القروض الممنوحة، كما تساعد معدلات الفائدة المشجعة على زيادة الطلب على القروض من طرف المستثمرين من أجل تمويل استثماراتهم.

● **مرحلة الأزمة المالية:** إن إمكانية حدوث الأزمة المالية يزداد مع احتمال ارتفاع معدلات الفائدة في الاقتصاد، ومع استمرار مرحلة الازدهار الاقتصادي فإن حجم القروض سيزداد مما يؤدي بالبنوك إلى حماية نفسها ضد المخاطرة الائتمانية من خلال رفع معدلات الفائدة مما يزيد من المصاريف المالية لدى المقترضين الذين قد يتحولون إلى فئة ذات مخاطرة عالية وبالتالي إمكانية تعرض هذه البنوك إلى الإفلاس.

2. مشكلات التكوين:

تشابه الأنواع الثلاثة لعدم الاستقرار المالي، المتمثلة في الذعر المالي، انهيار سوق الأوراق المالية وحالات عدم استقرار مستوى الأسعار، في أنها كلها مشكلات تكوين حيث أن سلوكيات الأفراد المنفصلة تكون لها انعكاسات مخطمة للجميع³.

¹ عابد شريط، سدي علي، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي: محاولة للفهم واقتراح حلول، مداخلة في المؤتمر العلمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، قطر، 18-20 ديسمبر 2011، ص.16.

² بجري هشام، حمز حسينة، تخفيض أسعار الفائدة في الاقتصاد العالمي، مداخلة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 09-10 ماي 2011، ص.4-5.

³ ماثيير كوهين، مرجع سابق، ص.116.

● **الذعر المالي:** ويقصد بالذعر المالي تلك الظاهرة التي ينتج عنها حدوث تهاافت على سحب الودائع من المصرف، والذعر المالي يكون لو أن كل المطالبين بحقوقهم رغبوا في تسيلها في وقت واحد، ولا توجد أمام المؤسسات المالية أو المصرفية إمكانية لمواجهة تلك السحوبات، ويكون ذلك بسبب مشاكل لدى المصرف في تراجع ثقة المودعين واندفاعهم لسحب أموالهم فعندما يعرف الجمهور أن أحد المصارف أو بعضها في أزمة، يسارع بسحب ودائعه من المصارف، سواء السليمة أو المصابة، فتقل احتياطات المصارف، وعندما تتلاشى الاحتياطات لا يستطيع المصرف بعد ذلك أن يفي بوعوده الخاصة بالسيولة، ويتحتم عليه بقوة القانون أن يغلق أبوابه، أو يتخذ مسلك لتخطي هاته العقبات.

● **انهيار سوق الأوراق المالية:** تمر أسواق المال كل فترة بأزمات تؤدي إلى تحطم أسعار عدد كبير من الأسهم خلال مدة قصيرة جدا بحيث تنخفض أسعار هذه الأسهم بصورة كبيرة وفجائية. هذا الأمر قد يؤدي إلى خسائر مالية فادحة وذلك بسبب الخسارة الكبيرة في قيمة السندات المالية التي يمتلكها المستثمر. أسباب هذا الانهيار قد تكون عوامل اقتصادية مجتة، ولكنها كذلك نابعة من ذعر لدى أصحاب الأسهم والسندات الذين فقدوا الثقة في الأوراق المالية التي يملكونها وباتوا يعتقدون أنها ستخسر من قيمتها الكثير، مما يؤدي بهم إلى عرض ما يملكون من أسهم للبيع بحيث يصبح العرض على هذه السندات أكبر بكثير من الطلب فتخسر قيمتها، وكثيرا ما يتم الحديث عن أن السبب في هذا هو ما يسمى فقاعات سوق المال النابعة من تنبؤات ومضاربات أسواق المال التي تؤدي إلى انتفاخ قيمة السندات المالية بدون أي أساس اقتصادي وبدون أي علاقة مع الواقع، وتنفجر هذه الفقاعات عند اصطدامها بأرض الواقع¹. هذا الاصطدام يؤدي إلى انخفاض قيمة السندات المالية بصورة فجائية وبسرعة بحيث تكون خسارة المستثمر فورية وفادحة.

● **عدم استقرار مستوى الأسعار:** يأخذ مستوى الاستقرار العام للأسعار أحد الشكلين التاليين:

✓ التضخم، أي الارتفاع المستمر في الأسعار؛

✓ التقلص والانعكاس في الأسعار، أي الهبوط المستمر والمتواصل.

ولكل شكل تأثيراته السلبية على الإقراض، حيث تعتبر التقلبات في معدل التضخم عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية، وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا

¹ أميرة بن مخلوف، آليات الحوكمة لإدارة المخاطر المصرفية وتعزيز الاستقرار المالي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2016، ص.179.

الفصل الثاني: مخاطر أساسية حول استقرار النظام المالي

الجنوبية ودول العالم النامي، بينما يزيد التقلص في الأسعار من قيمة الأموال المودعة للإقراض، نتيجة لذلك فإن التضخم غير المتوقع تكون آثاره سلبية على المقرضين، وعلى العكس تكون ايجابية للمقترضين، بينما الانعكاس في الأسعار غير المتوقع يكون له تأثير عكسي لما يعمله التضخم غير المتوقع. إن عدم التأكد حول المستقبل المتوقع للتضخم والتقلص يجعل القروض أكثر خطورة بالنسبة للمقترضين وللمقرضين وهو ما يجعل عملية الإقراض أقل جاذبية¹.

3. تأثير سوق الأصول المالية على الميزانية العمومية:

إن طبيعة الأصول التي يحتفظ بها البنك لها تأثير كبير على الميزانية العمومية وبالتالي على حصول الأزمات المالية².

4. تزايد عدم اليقين:

إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم اليقين، حيث أن ارتفاع عدم اليقين في الأسواق المالية قد يؤدي إلى الفشل المالي، وأن صدمة سوق الأسهم تجعل من الصعوبة على المقرضين تجنب مخاطر الائتمان الرديء نتيجة تفاقم مشكلة سوء الاختيار، وبالتالي فإن عدم قدرة المقرضين على حل سلبية مشكلة الاختيار المعاكس تجعلهم أقل رغبة في الإقراض، مما يؤدي إلى الانخفاض في الإقراض والاستثمار والنشاط الكلي³.

5. مشاكل في القطاع المصرفي:

باعتبار أن المصارف لها دور مهم في السوق المالية، نظرا لدورها ومساهمتها في إنتاج المعلومات لأنها على دراية ومعرفة بالوضع المالي لكل شركة تتعامل معها سواء بإقراضها أو بمسك ودائعها، وهو ما يسهل عملية خلق الاستثمار للاقتصاد.

وبالتالي فإن انخفاض قدرة المصارف على الدخول في الوساطة المالية وصنع القروض، سوف يؤدي مباشرة إلى انخفاض الاستثمار والنشاط الاقتصادي الكلي. إن وضعية الميزانية العامة للمصرف لها تأثيرا هاما في قدرته على منح القروض، حيث وفي حالة أن المصرف كان يعاني من تدهور في ميزانيته العمومية، فيحدث انكماش في رأس ماله أمامه خيارين:

● إما أن يخفض من القروض من أجل تقليص قاعدة أصوله؛

¹ ماثيير كوهين، مرجع سابق، ص.111.

² أميرة بن مخلوف، مرجع سابق، ص.179.

³ Frederic S. Mishkin, **Financial stability and the macroeconomy**, Working Papers No. 9, Department of Economics, Central Bank of Iceland, 2000, p.64.

• أو أن يحاول المصرف الرفع من رأس ماله.

ومع ذلك، عندما تواجه المصارف تدهورا في ميزانيتها العمومية، فمن الصعب جدا بالنسبة لها الرفع من رأسها بتكلفة معقولة، حيث غالبا ما تلجأ إلى تخفيض منح القروض والذي يؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي، حيث تشير الدراسات على سبيل المثال، أن هذه الآلية برزت خلال سنوات التسعينيات في الولايات المتحدة الأمريكية مما أعاق النمو الاقتصادي الأمريكي في ذلك الوقت¹.

المطلب الثالث: شروط إعداد إطار عام للاستقرار المالي وآلية العمل لتحقيقه

ينتقل عدم الاستقرار المالي من بلد إلى آخر عبر العناصر الرئيسية للنظام المالي (المؤسسات والأسواق والبنية التحتية) بالإضافة إلى الاقتصاد العالمي الذي يعتبر الأكثر نشرا لأوجه الضعف الاقتصادية والمالية عبر الحدود. ولقد تطور إطار الاستقرار المالي عبر الزمن، وكثيرا ما صور على أنه سلسلة من خطوات الدفاع ضد الاختلالات المالية التي يمكن أن تنشأ، والتي قد نشأت في كثير من الأحيان من عيوب السوق والصدمات غير المتوقعة. وقد صممت هذه الخطوات الدفاعية لمنع هذه الاختلالات من أن تصبح نظامية وحل الصعوبات النظامية في حالة اختراق واحد أو أكثر من الدفاعات.

1. شروط إعداد إطار عام للاستقرار المالي:

يشير مفهوم الإطار العام للاستقرار المالي إلى مجموعة الآليات والأطر والنظم، التي تعمل جميعها في ضوء استراتيجية محددة، لتعزيز قدرة القطاع المالي على مواجهة تداعيات الأزمات وتقليل فرص انتقال هذه التداعيات للاقتصاد الحقيقي. كما أنه من الضروري تضمين هذا الإطار مجموعة من المعايير والمؤشرات لاكتشاف مواطن الضعف والقوة بالنظام المالي، بحيث يتم مراقبتها ومتابعتها، بصورة دورية، من خلال جهات محددة لديها سلطة تحديد الإجراءات التصحيحية لمواطن الضعف في الأوضاع العادية، وكذلك سلطة توجيه القطاع المالي نحو مواجهة تداعيات الأزمات عند حدوثها لتمكينه من الاستمرار في أداء وظيفته كوسيط مالي. ويستهدف صانعي السياسات من وراء وضع إطار عام للاستقرار المالي، تصميم آليات للحيلولة دون تحول المشاكل المالية إلى مشاكل نظامية أو تهدد استقرار النظام المالي والاقتصادي، مع مراعاة الموازنة بين هدف تحقيق الاستقرار المالي وهدف تعزيز قدرة الاقتصاد على مواصلة النمو².

¹Ibid, p.67.

²أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص.41.

ومن الشروط الأساسية لإعداد إطار عام يضمن تحقيق الاستقرار المالي، نذكر ما يلي¹:

● وضع إطار فكري يرى أن الحفاظ على الاستقرار المالي هو هدف من أهداف السياسة يوازي الاستقرار النقدي الذي كان ينظر إليه لعدة عقود على أنه شرط أساسي من أجل استدامة النمو الاقتصادي والاستقرار الاقتصادي؛

● مما لا شك فيه أن أحد العناصر الهامة في هذا الإطار الفكري الجديد هو تعزيز القدرة على تقييم قدرة النظام المالي على مواصلة أداء وظائفه المالية والاقتصادية الرئيسية في ظل وجود صدمات كبيرة غير متوقعة؛

● يجب أن يستند تصميم الإطار إلى حد ما إلى مفهوم عملي لما يعنيه الاستقرار المالي والقدرة على استدامته. ولكي يكون التعريف والإطار مفيدين في تقييم احتمالات المخاطر والأحداث النظامية، يجب أن يربط التعريف والإطار بين أداء النظام المالي وقدرته على تيسير استمرار النمو الاقتصادي والاستقرار. وباختصار، فإن إطار تقييم الاستقرار المالي يجب أن يقوم على تقييم الأثر المحتمل لنقاط الضعف المالية على الاقتصاد الحقيقي.

ويتطلب وجود إطار فعال للاستقرار المالي ثلاثة معايير هامة²:

● يجب أن تكون هناك تعريف صارمة وفهم للمفاهيم الرئيسية، مثل ما هو المقصود بمصطلحات النظام المالي والاستقرار المالي وعدم الاستقرار، والمخاطر النظامية، على سبيل المثال لا الحصر؛

● لكي تكون مفاهيم وتعريف لإطار أكثر فائدة لرصد الاستقرار ووضع السياسات، يجب أن تكون إما قابلة للقياس أو مرتبطة مباشرة بالمقاييس Measures، وبعبارة أخرى يجب أن يكون للمفاهيم والتعاريف نظائرها التجريبية المفيدة المتعلقة بالسياسة العامة؛

● يجب أن تخدم مجموعة التعاريف والمفاهيم والمبادئ التنظيمية، إلى جانب نظائرها التجريبية، هدف ضمان الاتساق الداخلي في تحديد مصادر المخاطر وأوجه الضعف، وفي تصميم وتنفيذ السياسات الرامية إلى حل الصعوبات إذا ما ظهرت.

يفيد تحديد المفاهيم والتعاريف لإطار فعال للاستقرار المالي في تتبع مدى كفاءة النظام المالي في تخصيص الموارد الاقتصادية، وعملية الادخار والاستثمار، والنمو الاقتصادي في النهاية. ومراعاة الروابط ثنائية الاتجاه؛ حيث يمكن أن يتأثر الاقتصاد الحقيقي إيجاباً أو سلباً بالنظام المالي، ويمكن أن يتأثر أداء النظام المالي بأداء الاقتصاد الحقيقي. ومن الضروري أيضاً هنا التحديد المبكر للمخاطر التي تهدد الاستقرار والمصادر المحتملة للضعف في النظام المالي قبل أن تؤدي إلى اختلالات ونتائج لا يمكن تحملها والتي يمكن أن تكون مدمرة. وإلى

¹Garry J. Schinasi, **Defining financial stability and a framework for safeguarding it**, Op. cit., p.10.

²Ibid.

جانبا تحديد المصادر المحتملة للمخاطر ومواطن الضعف، ينبغي أيضا محاولة فحص شدتها وإمكانية أن يؤدي إلى مشاكل في النظام المالي والآثار النظامية المحتملة¹.

إضافة إلى ما سبق، توجد مجموعة من السمات ينبغي توفرها في إطار الاستقرار المالي، هي²:

• أي إطار عملي للاستقرار المالي سيكون له توجه احترازي كلي، بدلا من التوجه الاحترازي الجزئي، وسيركز على النظام المالي ككل بدلا من المؤسسات الفردية. ففشل المؤسسات الفردية، بغض النظر عن آثارها على النظام، لا يرقى إلى عدم الاستقرار المالي؛

• في حين أنه من الصعب التمييز بين المؤسسات ذات الأهمية بالنسبة للاستقرار المالي في القطاع المالي، فإن بعض المؤسسات تستحق اهتماما أكبر من غيرها. فإذا كانت المؤسسات تتمتع بدرجة عالية من الاستدانة و/أو انخرطت في تحول كبير في السيولة، فإنها أكثر ضعفا. وإذا كانت لديها التزامات كبيرة غير مسددة، ومتراصة إلى حد كبير، وتؤدي أدوارا رئيسية (مثل خدمات الدفع بالجملة، وصناعة الأسواق في أسواق المشتقات الهامة)، فإن فشلها سيكون معطلا بشكل خاص للنظام ككل. وفي الوقت ذاته، فإن التغطية الواسعة أمر بالغ الأهمية. فعلى سبيل المثال، يمكن لمجموعة كبيرة من المؤسسات، حتى ولو كانت صغيرة، أن تثير مخاطر جسيمة على المنظومة ككل إذا ما تعرضت لعوامل خطر مشتركة مماثلة. وعلاوة على ذلك، فإن السمات التي تجعل المؤسسات ذات أهمية خاصة بالنسبة للاستقرار المالي بالكاد تنطبق على البنوك فقط؛

• يسلط النهج الاحترازي الكلي الضوء على أهمية التعرض المشترك عبر المؤسسات المالية، أي التعرض للمخاطر النظامية. وهناك أمور أخرى متساوية، كلما زاد التعرض للمخاطر النظامية، كلما ارتفع الخطر على النظام المالي ككل، حيث من المرجح أن تتكبد المؤسسة خسائر في نفس الوقت الذي تتحمل فيه المؤسسات الأخرى خسائر، مما يجعل من الصعب استيعابها. ومن شأن ذلك أيضا أن يعزز آليات التضخيم الداخلية Endogenous amplifying mechanisms التي تولد ضائقة مالية وتزيد من كلفتها بالنسبة للاقتصاد الحقيقي. ونتيجة لذلك، فإن المبدأ الرئيسي في هذا النهج هو معاينة الأدوات التحوطية من أجل زيادة وزن المخاطر النظامية المتعلقة بالمخاطر التفضيلية أو الخاصة Idiosyncratic risk. في الوقت الحاضر، تم تحديد المتطلبات التحوطية بشكل عام على أساس المخاطر الكلية للمؤسسات الفردية دون إجراء أي تمييز بين الاثنين؛

¹ ليلي بوشنين، الاستقرار المالي وأثره على السياسات الاقتصادية: دراسة حالة بعض الدول الخليجية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، 2018، ص.41.

² Claudio Borio and Mathias Drehmann, **Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences**, BIS Working Papers No. 284, 2009, pp.25-27.

● في البعد الزمني، يتمثل المبدأ الرئيسي لنهج السلامة الاحترازية الكلية في كبح تقلبات الدورة الاقتصادية للنظام المالي (تقليص دورية النظام المالي). وهذا يعني تشجيع إنشاء مصدات Build-up of buffers (على سبيل المثال، من حيث رأس مال المؤسسات وسيولة التمويل) في الأوقات الجيدة، بحيث يمكن تشغيلها خلال مرحلة التوسع بطريقة خاضعة للرقابة، كلما تحققت الأوقات الصعبة والضغوط المالية التي تحدد بالظهور. وهذا من شأنه (إنشاء مصدات) أن يعزز قدرة النظام على الصمود أمام نشوء ضائقة أولية ما دام يسمح للمصدات (مخفف الصدمة The buffers) بالعمل على هذا النحو. والأهم من ذلك أن ينطوي ذلك على استعداد للسماح لها بالتشغيل، وإلا فإنها تعمل كحد أدنى وتتحول من امتصاص الصدمات إلى مضخات للصدمات. وبالإضافة إلى ذلك، قد يؤدي إلى الحد من المخاطرة وأي زيادة مفرطة في الميزانية العمومية أثناء التوسع، وهذا بدوره يمكن أن يخفف من تأثير أي حوافز على تحمل المخاطر الناجمة عن توقع الدعم العام في حالة الأزمة (الخطر الأخلاقي)؛

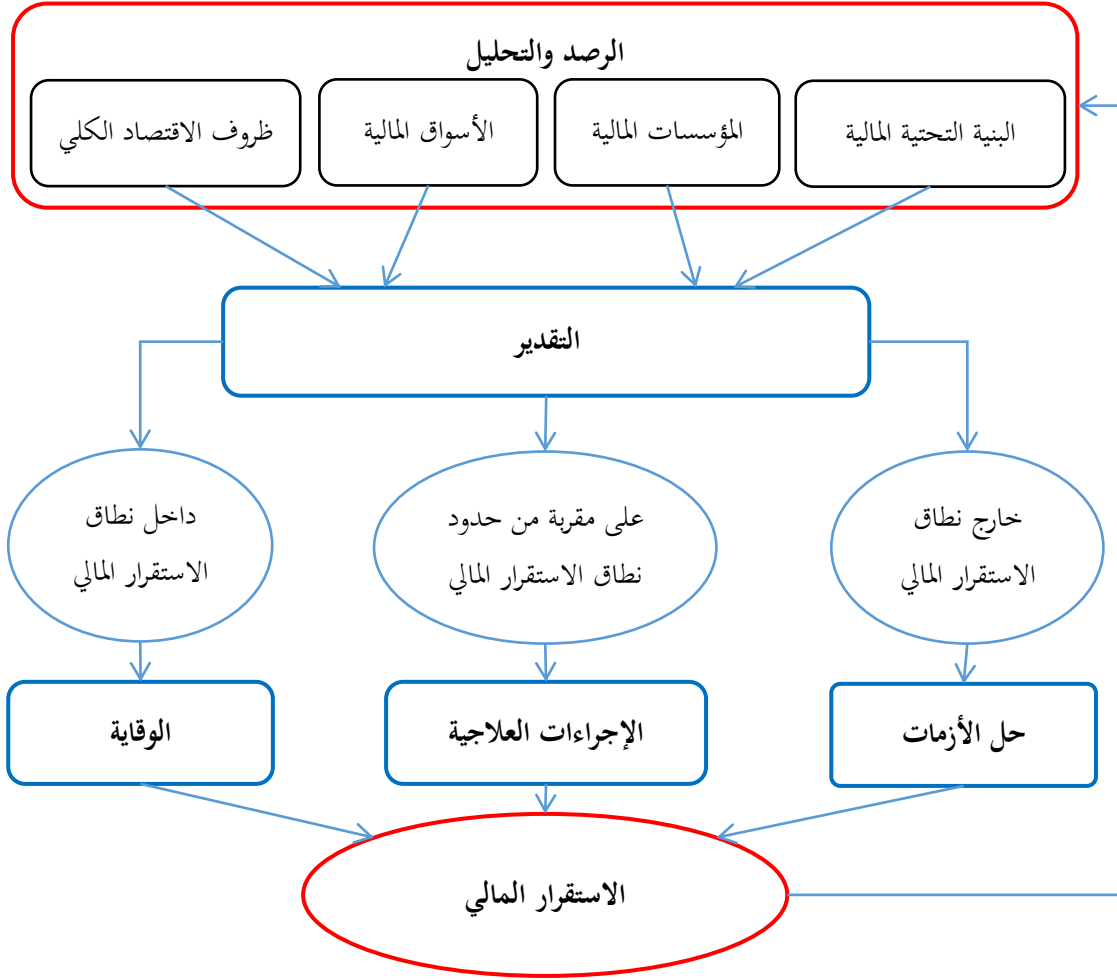
● سيعتمد الإطار التشغيلي بقدر الإمكان على عوامل الاستقرار التلقائية بدلا من السلطة التقديرية، وهذا من شأنه أن يساعد على معالجة القيود على قياس المخاطر الإجمالية في الوقت الحقيقي، والتي يمكن أن يجعل العمل التقديري عرضة للخطأ. وفي الوقت نفسه، لا ينبغي أن ينظر بالضرورة إلى عوامل الاستقرار التلقائية والتدابير التقديرية على أنها متنافية. ويمكن أن تكمل التدابير التقديرية عوامل الاستقرار التلقائية إذا واجهت الأخيرة قيودا على التصميم؛

● من الناحية المؤسسية، فإن أي إطار تشغيلي للاستقرار المالي سيتواءم أيضا مع الأهداف المتعلقة بالسيطرة على الأدوات ذات الصلة والدراية الفنية لاستخدامها.

2. آلية العمل لتحقيق الاستقرار المالي:

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

الشكل رقم (2-3): آلية العمل للحفاظ على استقرار النظام المالي



المصدر: غازي شيناسي، مرجع سابق، ص.13.

وفي ظل التقدير الواضح والدقيق لمدى خطورة مواطن الضعف على الاستقرار المالي، يتم اعتماد الإجراءات المناسبة على صعيد السياسات، والتي تحدد حسب ظروف النظام المالي كما يلي¹:

- إذا كان النظام ضمن حدود الاستقرار (نظام مالي سليم) ومن المرجح أن يظل كذلك في المستقبل القريب، فإن السياسة الوقائية في الأساس هي السياسة الملائمة له، والتي تهدف إلى الحفاظ على الاستقرار والحيلولة دون التراكم المحتمل للاختلالات التي يمكن أن تؤدي إلى وقوع أزمة بالاعتماد على الأدوات الرئيسية المتمثلة في الانضباط وفق شروط السوق؛ وعمليات التنظيم والإشراف والرقابة والاتصال الرسمية والسياسات الاقتصادية الكلية السليمة. وقد يلزم إجراء تصحيحات في الوقت المناسب من حيث أسلوب تقدير مواطن الضعف وتطبيق أدوات السياسات عند حدوث التغييرات التي من شأنها التأثير على النظام المالي؛

¹Aerd Houben et al., Op. cit., p.15.

- قد يكون النظام المالي ضمن نطاق الاستقرار ولكنه يتحرك نحو حدود هذا النطاق، نتيجة بدء ظهور الاختلالات مثلاً أو حدوث تغيرات خارج النظام المالي. ومن ثم، فإن حماية استقرار النظام قد تستدعي اتخاذ إجراءات علاجية، على سبيل المثال من خلال الاحتكام الأخلاقي (الإفناع المعنوي، الضغط المعنوي) والرقابة المكثفة. فقد يرجع السبب في تراكم الاختلالات على سبيل المثال، إلى سرعة نمو الائتمان المقترنة بتضخم أسعار الأصول وحدث انخفاض في رزمة الجهاز المصرفي أو حدوث تغير غير متوقع في البيئة المحلية أو الخارجية. ومن الجانب العملي، نجد أن هذه المرحلة الثانية المتوسطة هي أكثر المراحل الثلاثة غموضاً. فمواطن الضعف التي لم تظهر بعد يصعب تقييمها أصلاً، وتزداد الصعوبة في تحديد الأدوات العلاجية الملائمة لها أو تنفيذها وحث المشاركين على توشي المزيد من الحرص في غياب الاستقرار المالي الواضح. ولكن ينبغي لصناع السياسات السعي للتأثير في التطورات التي تحدث في هذه المرحلة أو تصحيحها وذلك من خلال ممارسة الضغط المعنوي وتكثيف الرقابة والإشراف. وقد يتعين قيامهم بتعزيز شبكات الأمان للحيلولة دون حدوث موجات السحب الجماعي من البنوك والعدوى أو إجراء التصحيحات للسياسات الاقتصادية الكلية؛
- قد يكون النظام المالي غير مستقر وبالتالي لا يكون قادراً على القيام بوظائفه على النحو الملائم. وفي هذه الحالة، لا بد أن تكون السياسات تفاعلية وتستهدف استعادة الاستقرار، الذي قد يشمل حل الأزمات. وفي هذه المرحلة، قد لا تتوفر لدى البنوك الرغبة أو القدرة على تمويل المشروعات ذات الربحية، أو تصبح أسعار الأصول لا تعكس قيمتها الحقيقية، أو يتعذر تسوية المدفوعات في الوقت المناسب أو تسويتها على الإطلاق. وفي الحالات بالغة التأزم، قد يؤدي عدم الاستقرار المالي إلى إطلاق شرارة السحب الجماعي للودائع من المؤسسات المالية أو حدوث حالة من التضخم المفرط، أو أزمة نقدية، انهيار مفاجئ لسوق الأوراق المالية. وفي هذه المرحلة سيكون من الملائم اعتماد سياسات أقوى بهدف استعادة الاستقرار وحل الأزمة، إذا لزم الأمر. وسوف يتعين زيادة تكثيف إجراءات الرقابة والإشراف، مع اعتماد المزيد من سياسات المبادرة الطوعية لاستعادة قدرات النظام وتعزيز الثقة. وسوف يلزم، في العادة، اتخاذ تدابير يستحيل تحديدها مسبقاً، والتي لا يمكن الإفصاح عنها أحياناً لأسباب استراتيجية. فعلى سبيل المثال، قد يجذب صناع السياسات الإبقاء على حالة من "الغموض البناء" أي أنهم لن يقدموا تأكيدات سابقة الأوان على التساهل في سداد القروض، أو تفعيل شبكات الأمان المالي، أو ضخ السيولة في فرادى المؤسسات أو في النظام المالي على النطاق الأوسع لكي لا تشجع المشاركين في الأسواق على الخوض في المخاطر غير المحسوبة. وإضافة إلى ذلك، فإن الاتصالات الرسمية والسياسات الاقتصادية الكلية يمكنها الإسهام في استيعاب اضطراب السوق.

ومن الواضح أن التمييز بين فئات السياسات نادرا ما يكون واضحا بسبب الطبيعة المتعددة الأوجه للاستقرار المالي. ويمكن اعتبار الصعوبات المالية المحتملة على أنها تقع ضمن إحدى الفئات العريضة التالية¹:

✓ الصعوبات التي تنشأ في مؤسسة واحدة أو سوق واحد ولا يَحتمل أن تترتب عليها عواقب على النظام بأكمله سواء النظام المصرفي أو المالي؛

✓ الصعوبات التي تنطوي عليها العديد من المؤسسات الهامة نسبيا والتي تشارك في أنشطة السوق مع احتمال بعض الآثار غير المباشرة والعدوى إلى المؤسسات والأسواق الأخرى؛

✓ المشاكل التي من المحتمل أن تمتد إلى عدد كبير من المؤسسات المالية المتنوعة وعبر الأسواق غير المرتبطة عادة بإدارة احتياجات السيولة، مثل الأسواق الآجلة، وبين البنوك، وحتى أسواق الأسهم.

وستتطلب المشاكل التي تحدث في كل فئة من هذه الفئات أدوات تشخيصية واستجابات سياساتية مختلفة تتراوح بين عدم القيام بأي شيء بتكثيف الإشراف أو مراقبة مؤسسة أو سوق معين، وحقن السيولة في الأسواق لتبديد التوتر، والتدخلات في مؤسسات معينة.

¹Garry J. Schinasi, **Defining financial stability and a framework for safeguarding it**, Op. cit., p.22.

المبحث الثالث: طرق ضمان استقرار النظام المالي

تعرضت العديد من البلدان في العقود الماضية إلى أزمات مالية كبدها خسائر كبيرة لمعالجتها فضلاً عن ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض حجم الصادرات والاحتياطيات الدولية، وزيادة الديون المتعثرة ونقص التمويل. لذا كان لا بد من الاهتمام بهذه الأزمات ومحاولة وضع سياسات وإيجاد مؤشرات تتسم بالقدرة التنبؤية بما قبل وقوعها، وقد كان ذلك موضع اهتمام العديد من المؤسسات الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية.

المطلب الأول: سياسات السلامة الاحترازية

تعتبر سياسات السلامة الاحترازية الكلية خط الدفاع الأول ضد التجاوزات المالية التي يمكن أن تهدد الاستقرار. وتهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي والتخفيف من حدة الاضطرابات التي تصيب النظام المالي برمته وتؤدي إلى زعزعة استقرار الاقتصاد. ويعتمد الاستقرار المالي في اطار هذه السياسات على ركيزتين أساسيتين، هما: المنظور الاحترازي الجزئي والمنظور الاحترازي الكلي.

1. مفهوم وأهمية السياسات الاحترازية:

تعرف السياسة الاحترازية الكلية على أنها السياسة التي يتم من خلالها تحديد ومراقبة وضبط المخاطر النظامية للحد من تراكم هذه المخاطر وتعزيز قدرة النظام المالي على تحمل الصدمات، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات بناءً على مجموعة من المؤشرات الأساسية، ويقصد بالمخاطر النظامية: مخاطر التطورات التي تهدد استقرار النظام المالي ككل وبالتالي الاقتصاد بالكامل¹.

وعليه فسياسات السلامة الاحترازية هي وسيلة تستخدم مجموعة من الأدوات بهدف توفير نظام مالي يتسم بالقوة والمتانة، وقادر على مواجهة الصدمات مع القيام بوظائفه في مجال الوساطة المالية بكفاءة عالية. ويتطلب الحفاظ على الاستقرار المالي أو استعادته تعزيز السياسات الاقتصادية الكلية والهيكلية المناسبة، حيث تتأثر مؤسسات الائتمان بالتغيرات التي تطرأ على الاقتصاد الكلي في البيئة التي تعمل بها².

وقد اكتسبت السياسة الاحترازية الكلية أهمية متزايدة منذ الأزمة المالية العالمية في سنة 2008. وحسب تصنيف لجنة النظام المالي العالمي المنبثقة عن بنك التسويات الدولية فإن أدوات السياسة الاحترازية الكلية تتضمن ثلاثة أنواع رئيسية وهي: أدوات تعتمد على رأس المال، وأدوات تعتمد على السيولة، وأدوات تعتمد

¹ البنك المركزي الأردني، الرقابة الاحترازية الكلية، متاح على الرابط: <http://www.cbj.gov.jo/Pages/viewpage.aspx?pageID=19>

تاريخ الاطلاع: 2018/07/12.

² Agence Monétaire de l'Afrique de l'Ouest (AMAO), **Stabilité financière et supervision bancaire au sein de la CEDEAO**, Bulletins de L' AMAO, Freetown, Sierra Leone, Novembre 2009, p.3.

على جانب الأصول. حيث تشمل الأدوات المستندة إلى رأس المال هامش رأس المال لمواجهة التقلبات الدورية والمخصصات الديناميكية ومتطلبات رأس المال على المستوى القطاعي، في حين أن الأدوات المستندة إلى السيولة تشمل نسبة صافي التمويل المستقر ونسبة تغطية السيولة، أما أدوات جانب الأصول فهي نسبة القرض إلى القيمة ونسبة الدين إلى الدخل. وهناك تصنيف آخر لأدوات السياسة الاحترازية الكلية وضعه صندوق النقد الدولي، حيث قسم هذه الأدوات إلى مجموعتين: أدوات مصممة خصيصا لتقليل المخاطر النظامية مثل الأدوات التي تعتمد على جانب الأصول، وأدوات أخرى مصممة لتعزيز قدرة النظام المالي على تحمل الصدمات مثل أدوات رأس المال والسيولة¹.

وتعد سياسات السلامة الاحترازية خط الدفاع الأول ضد التجاوزات المالية التي يمكن أن تهدد الاستقرار، وتساعد المؤسسات ذات الأهمية النظامية على اكتساب مزيد من الصلابة، كما تساعد على احتواء ديناميكية أسعار الأصول والائتمان المسايمة للاتجاهات الدورية، وتوفر هامشا للوقاية من عواقب عدم توفر السيولة عند عودة التقلبات.

وتعتمد تدابير السلامة الاحترازية الكلية على ثلاث خطوات. أولا، يجب أن تتوافر لصناع السياسات البيانات اللازمة لمراقبة تراكم المخاطر على الاستقرار المالي. ثانيا، يجب أن يتخذوا الاستعدادات اللازمة لضمان امتلاكهم السلطة القانونية والقدرة التحليلية الضروريين لاستخدام أدوات السياسة الاحترازية الكلية التي قد تنشأ الحاجة إليها. ويكتسب ذلك أهمية كبيرة في القطاع غير المصرفي، حيث لم يتحقق بعد إرساء الإطار التنظيمي بشكل كامل وحيث ينبغي توسيع نطاق هذا الإطار ليتعامل مع المخاطر الناشئة. ثالثا، يجب أن يكون لدى صناع السياسات تكليف واضح يخول لهم التحرك عند الحاجة، ولا يقل عن ذلك أهمية أن تكون لديهم شجاعة التحرك لمواجهة المستجدات، حتى إذا كانت التدابير المطلوبة لا تحظى بشعبية كبيرة. ومن المطلوب في هذا الصدد أيضا وجود تواصل فعال ومتوازن مع الجمهور لتوضيح التدابير المتخذة².

2. مؤشرات السلامة الاحترازية:

تشتمل سياسات السلامة الاحترازية على مؤشرات الحيلة الكلية التي تضم مجموعتين رئيسيتين، كما هو موضح في الجدول رقم (2-2) أدناه، وهما:

- مؤشرات الحيلة الجزئية المجمع لتقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي بشكل منفرد؛

¹ البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي لعام 2012، ص.74.

² صندوق النقد الدولي، المخاطرة، والسيولة، وصيرفة الظل: كبح التجاوزات وتشجيع النمو، ملخص واف، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أكتوبر 2014، ص.4.

- ومؤشرات متغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي ككل.

الجدول رقم (2-2): مؤشرات الحيطة الكلية

المؤشرات الاقتصادية الكلية	مؤشرات الحيطة الجزئية
<p><u>النمو الاقتصادي:</u> معدل النمو العام؛ تدهور القطاعات.</p> <p><u>ميزان المدفوعات:</u> عجز الحساب الجاري؛ كفاية الاحتياطي من النقد الأجنبي؛ الدين الخارجي.</p> <p><u>التضخم:</u> درجة تذبذب التضخم</p> <p><u>أسعار الفائدة والصراف:</u> التقلبات في أسعار الفائدة والصراف؛ مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلي؛ استمرارية ثبات سعر الصرف؛ ضمانات سعر الصرف.</p> <p><u>ازدهار الإقراض وسعر الأصول:</u> نوبات ازدهار الإقراض؛ نوبات ازدهار أسعار الأصول.</p> <p><u>إطار العدوى:</u> العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية؛ الآثار الجانبية للتجارة.</p> <p><u>عوامل أخرى:</u> الإقراض والاستثمار الموجه؛ لجوء الحكومة للنظام المصرفي؛ التزامات متأخرة السداد في الاقتصاد.</p>	<p><u>كفاية رأس المال:</u> نسب رأس المال التجميعية المعدلة بالمخاطر؛ التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال.</p> <p><u>جودة الأصول:</u> مؤشرات المؤسسة المقرضة: تركيز الائتمان القطاعي؛ الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية؛ القروض غير العاملة؛ القروض للمؤسسات العامة الخاسرة؛ مخاطر الأصول؛ الإقراض المرتبط؛ مؤشرات الرفع المالي.</p> <p>مؤشرات المؤسسة المقرضة: نسبة الدين إلى حقوق الملكية؛ ربحية الشركات؛ مؤشرات أخرى لظروف الشركات؛ مديونية القطاع العائلي.</p> <p><u>سلامة الإدارة:</u> معدلات الإنفاق؛ نسبة الإيرادات لكل موظف؛ التوسع في عدد المؤسسات المالية.</p> <p><u>الإيرادات والربحية:</u> العائد على الأصول؛ العائد على حقوق الملكية؛ معدلات الدخل والإنفاق؛ المؤشرات الهيكلية.</p> <p><u>السيولة:</u> تسهيلات البنك المركزي للبنوك التجارية؛ التجزئة في معدلات الإقراض بين البنوك؛ الودائع بالنسبة للإجمالي النقدي؛ نسبة القروض إلى الودائع؛ هيكل استحقاق الأصول والخصوم؛ تدابير سيولة السوق الثانوية.</p> <p><u>الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق:</u> مخاطر سعر الفائدة؛ مخاطر سعر الصرف الأجنبي؛ مخاطر أسعار الأسهم؛ مخاطر أسعار السلع.</p> <p><u>مؤشرات خاصة بالسوق:</u> أسعار السوق للأدوات المالية؛ مؤشرات على العوائد المفرطة؛ تصنيف الائتمان؛ هوامش العائد السيادي.</p>

Source: Owen Evans et al., **Macroprudential indicators of financial soundness**, Occasional paper 192, International Monetary Fund, April 2000, p.4.

1.2. مؤشرات الحيطة الجزئية:

تستخدم لتقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي كل على حدا، وتعتمد على ستة مؤشرات تجميعية أساسية، والتي تعرف بإطار CAMELS، لتحليل وضع المؤسسات المالية، والتي تتمثل في:

- كفاية رأس المال: Capital adequacy؛
- جودة الأصول: Asset quality؛
- سلامة الإدارة: Management soundness؛
- الأرباح: Earnings؛
- السيولة: Liquidity؛
- الحساسية المخاطر السوق: Sensitivity to market risk.

وتستخدم السلطات الرقابية هذه العناصر أو المكونات الأساسية لتقوم الأمان والسلامة المالية للبنوك¹، وفيما يلي عرض موجز لكل عنصر:

● **كفاية رأس المال:** تحدد مؤشرات كفاية رأس المال صلابة المؤسسات المالية في مواجهة الصدمات التي تصيب بنود الميزانيات العمومية لهذه المؤسسات، وتكمن أهمية مؤشرات كفاية رأس المال في أنها تأخذ بعين الاعتبار أهم المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات المالية مثل مخاطر أسعار الصرف ومخاطر الائتمان ومخاطر أسعار الفائدة، وتتعدى مؤشرات كفاية رأس المال احتساب المخاطر ضمن بنود الميزانية إلى بنود خارج الميزانية². إن البنوك التي تتمتع بنسبة جيدة من ملاءة رأس المال تكون قادرة على الحد من المخاطر التي يتعرض لها المصرف، وهذا ما دعا الهيئات والمؤسسات الرقابية مثل لجنة بازل للرقابة المصرفية الاهتمام بتحديد الحد الأدنى المطلوب لكفاية رأس المال والذي يعرف بقسمة رأس المال الأساسي على الأصول المرجحة بالمخاطر داخل وخارج الميزانية العمومية للمصرف، وما يشير قلق المؤسسات الرقابية هو تلك المصارف التي لا تتوفر لديها مقومات الأمان والسلامة المالية المتمثلة في انخفاض نسبة كفاية رأس المال والذي رافق مع تحديد تلك النسبة والبالغة 8 % حسب مقررات لجنة بازل الثانية مما تكون أكثر عرضة للمخاطر المصرفية، بينما المصارف التي

¹Thomas E. Lloyd , **Money, banking and financial markets**, South- Western, Thomson, USA, 2006, p.235.

²أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص.9.

تكون فيها ملاءة رأس المال عالية تتمكن بسهولة من استيعاب الخسائر المحتملة في نشاطها الائتماني وأكثر عرضة للبقاء في الصناعة المصرفية¹.

● **مؤشرات جودة الأصول:** تعتمد درجة مصداقية نسب رأس المال على درجة مصداقية جودة الأصول، فالمخاطر التي تتعرض لها الملاءة المالية في المؤسسات المالية غالباً ما تنبع من انخفاض قيمة الأصول نظراً لانخفاض نوعية الأصول وصعوبة تحويلها إلى سيولة. وتتضمن مؤشرات تقييم جودة الأصول مؤشرات على مستوى مؤسسات الإقراض، ومؤشرات على مستوى مؤسسات الاقتراض².

● **مؤشرات سلامة الإدارة:** يتم التأكيد في هذا المؤشر على مدى كفاءة المستويات الإدارية المختلفة، وكذلك مدى الالتزام بالقوانين والتعليمات الرقابية، ومدى سلامة نظم الرقابة الداخلية والتزام العاملين بها، فضلاً عن التأكد من قدرة المصرف على التخطيط والتأقلم مع التغيرات الطارئة في الظروف المحيطة بما يحافظ على سلامة المصرف وزيادة قدرته على النمو³.

● **مؤشرات الإيرادات والربحية:** وهنا يتم تقييم مقدرة إيرادات المصرف على مواجهة الخسائر وتدعيم كفاية رأس المال، والاتجاه الزمني للإيرادات والمقارنة مع المؤسسات المماثلة، وجودة تركيبة صافي الدخل، ومدى الاعتماد على التمويل الحساس لسعر الفائدة، ومدى كفاية المخصصات والدرجة التي تساهم بها البنود غير العادية، وعمليات الأسهم والأثار الضريبية على صافي الدخل، ويتم تحليل جودة الإيرادات ومقارنتها بالسنوات السابقة كما يتم احتساب بعض النسب مثل (معدل العائد على الموجودات، ومعدل العائد على حقوق المساهمين، ونسبة المصاريف التشغيلية إلى مجموع الإيرادات،...) ⁴.

● **مؤشرات السيولة:** عند تقييم سيولة المصرف يجب الأخذ بعين الاعتبار المستوى الحالي للسيولة، وكذلك الحاجة المستقبلية للسيولة نظراً للاحتياجات التمويلية، فضلاً عن مستوى إدارة السيولة لدى البنك مقارنة مع حجم ودرجة تعقيده وحجم المخاطر، وبشكل عام فإن إدارة السيولة لدى البنك يجب أن تكون قادرة على الإبقاء على مستوى كاف من السيولة لمقابلة التزامات المصرف في الوقت المناسب، وعند تقييم السيولة يتم فحص المكونات المتمثلة في نسبة الاستثمارات القصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، ومدى كفاية مصادر

¹Justin Paul, **Management of banking and financial services**, Second Edition, Dorling Kindersley, India, 2010, p.64.

²Owen Evans et al., **Macro prudential indicators of financial soundness**, Occasional paper 192, International Monetary Fund, April, 2000, p.5.

³حافظ كامل الغندور، محاور التحديث الفعال في المصارف العربية: فكر ما بعد الحداثة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2003، ص.185.

⁴خالد أمين عبد الله، نظام تصنيف البنوك المركزية للبنوك الخاضعة لرقابتها المحلية والأجنبية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 3 و4، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الاردن، 2011، ص.43.

السيولة إزاء الاحتياجات الحالية والمستقبلية والطارئة، ومدى التزام المصرف بنسب السيولة التي تقرها السلطة النقدية .

● **درجة الحساسية لمؤشرات المخاطر السوقية:** تشير مخاطر السوق إلى أثر انخفاض أسعار بعض الأصول على صافي ثروة النظام المصرفي، ويعزى سبب الانخفاض إلى عدة أسباب أهمها تركيز المحافظ المالية في أنواع معينة من الموجودات حيث تميل البنوك إلى تكثيف استثماراتها في الأصول التي تشهد أسعارها نشاطا ملحوظا كالأصول العقارية¹. وتعكس الحساسية لمخاطر السوق التغيرات في سعر الفائدة وسعر الصرف وأسعار الأوراق المالية، التي تؤثر سلبا في الوضع المالي للبنك. وفي ظل التطورات والتحديات التي تشهدها الصناعة المصرفية، لا بد من التركيز على حساسية هيكل الموجودات والمطلوبات وصافي الأرباح للتغيرات العكسية في أسعار الفائدة وأسعار الصرف والأسهم².

ويضاف إليها المؤشرات الخاصة بالسوق، وبالرغم من أن هذه المؤشرات لا تدخل ضمن إطار مؤشرات الحيلة الجزئية الستة الداخلة ضمن إطار CAMELS، ولكنها تبقى مؤشرات مهمة تدل على قوة المؤسسات المالية. ومن هذه المؤشرات الأسعار السوقية للأدوات المالية التي تصدرها المؤسسات المالية، العوائد المفرطة، التصنيف الائتماني، وهامش العائد السيادي.

ومعيار CAMELS هو عبارة عن مؤشر سريع للإلمام بحقيقة الموقف المالي لأي بنك ومعرفة درجة تصنيفه، ويعد أحد الوسائل الرقابية المباشرة التي تتم عن طريق التفتيش الميداني. وقد بدأ استخدام هذا المؤشر سنة 1979 بواسطة خمس جهات رقابية في الولايات المتحدة الأمريكية بما فيها البنك الاحتياطي الفيدرالي. ويمكن تلخيص أهم مميزات معيار CAMELS في الآتي³:

✓ تصنيف البنوك وفق معيار موحد؛

✓ توحيد أسلوب كتابة تقارير التفتيش؛

¹علياء بسبوني، مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصاديات المتنوعة، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، المجلد 12، العدد 2، 2010، ص.15.

²سجى فتحي محمد الطائي، ليلي عبد الكريم محمد، التنبؤ بالأزمات المصرفية باستخدام معيار الـ CAMELS: دراسة تطبيقية على مجموعة من المصارف التجارية الأردنية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 27، جامعة تكريت، العراق، 2013، ص.171.

³مالك الرشيد أحمد، مقارنة بين معياري CAMEL و CAEL كأدوات حديثة للرقابة المصرفية الميزات وعيوب التطبيق: كيف يستخدم معيار CAMEL في قياس أداء فروع المصرف و تصنيفها؟، مجلة المصرفي، العدد 35، بنك السودان المركزي، 2005، ص.4.

- ✓ اختصار زمن التفتيش بالتركيز على ستة بنود رئيسية، وعدم تشتيت الجهود في تفتيش بنود غير ضرورية أو مؤثرة على سلامة الموقف المالي للبنك؛
- ✓ الاعتماد على التقييم الرقمي أكثر من الأسلوب الإنشائي في كتابة التقارير مما يقلل من حجم التقارير؛
- ✓ عمل تصنيف شامل للنظام المصرفي ككل وفق منهج موحد وتحليل النتائج أفقياً لكل بنك على حدة ولكل مجموعة متشابهة من البنوك؛
- ✓ يعتمد عليه في اتخاذ القرارات الرقابية والإجراءات التصحيحية التي تعقب التفتيش؛
- ✓ يحدد درجة الشفافية في عكس البيانات المرسلّة بواسطة البنوك للبنك المركزي ومدى مصداقية المراجع.

2.2. المؤشرات الاقتصادية الكلية:

يؤثر ويتأثر الجهاز المالي بمجمل النشاط الاقتصادي، إذ أن بعض التطورات الاقتصادية الكلية تسبق الأزمات المصرفية، وعليه يجب مراقبة بعض المتغيرات على مستوى الاقتصاد ككل ولا سيما العوامل التي تؤثر على ضعف الاقتصاد أمام انعكاسات تدفق رأس المال وأزمات العملة. ومن عوامل الاقتصاد الكلي أو الصدمات الخارجية التي يمكن أن تؤثر على النظام المالي، نذكر ما يلي:

● **النمو الاقتصادي:** يتكون من معدلات النمو الاقتصادي الإجمالي، إذ أن انخفاض معدل النمو في الاقتصاد يضعف مقدرة المقترضين المحليين على خدمة الديون ويساهم في رفع مخاطر الائتمان، كما إن تدهور بعض القطاعات التي تتركز فيها قروض المؤسسات المالية واستثماراتها يؤثر بشكل مباشر على قوة المؤسسات المالية وبالتالي يؤدي إلى زعزعة وضع المحافظ المالية للمؤسسات المالية؛

● **ميزان المدفوعات:** يعد ارتفاع عجز الحساب الجاري مؤشراً على احتمال حدوث أزمات في سعر الصرف، مما يؤثر سلباً على النظام المالي لاسيما إذا تم تمويل هذا العجز بتدفقات مالية قصيرة الأجل، فضلاً عن أن انخفاض نسبة احتياطات الجهاز المصرفي إلى الالتزامات قصيرة الأجل تعد هي الأخرى مؤشراً على عدم الاستقرار في النظام المالي. كما تشير التجارب إلى أن التدهور الكبير في شروط التبادل التجاري كان سبباً رئيسياً في الأزمات المالية في الكثير من البلدان ولاسيما البلدان التي تتصف صادراتها بالتركز في سلع محدودة؛

● **التضخم:** إن التذبذب في التضخم يقلل من دقة التقييم المخاطر الائتمان والمخاطر السوقية، ذلك أن التضخم يرتبط بشكل مباشر مع تذبذب مستوى الأسعار الذي يزيد من مخاطر المحافظ المالية ويشوه المعلومات التي تعتمد عليها المؤسسات المالية في تقييمها المخاطر الائتمان والاستثمار. كما أن الانخفاض السريع والكبير في معدل التضخم يؤثر سلباً على مستوى السيولة ودرجة الإعسار المالي في المؤسسات المالية. كما أن التغير في

مستوى التضخم يؤثر على قيمة الضمانات حيث أنه يخفض قيمتها مقابل القروض الممنوحة خصوصا في عندما تكون حالات الإقراض غير تحوطية (عندما تكون نسبة القروض إلى الضمانات مرتفعة)¹؛

● **معدلات الفائدة وأسعار الصرف:** يعد التذبذب في هذه المعدلات مخاطرة في حد ذاته، وكلما زاد هذا التذبذب ارتفعت مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف بالنسبة للمؤسسات المالية. وبشكل عام فإن ارتفاع درجة التذبذب في أسعار الصرف يمكن أن يسبب في بعض المصاعب للمؤسسات المالية بسبب عدم التطابق في العملة بين أصول هذه المؤسسات وخصومها المالية. في حين أن ارتفاع أسعار الفائدة العالمية يمكن أن يؤثر في درجة تعرض الجهاز المصرفي في الأسواق الناشئة إلى الهزات العالمية؛

● **ازدهار الإقراض وأسعار الأسهم:** يعبر عن ازدهار الإقراض بالفارق بين نسبة النمو في الائتمان المقدم من البنوك ونسبة النمو في الناتج المحلي الإجمالي، مثل هذا النوع من الازدهار يسود عادة قبل الأزمات المالية الحادة. أما فيما يخص ازدهار أسعار الأسهم فتعد السياسة النقدية التوسعية أحد أسباب هذا الازدهار، إذ أن التغير المفاجئ في هذه السياسة لتصبح سياسة نقدية انكماشية يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم والعقارات، وتراجع النشاط الاقتصادي بشكل عام، مما يعلق الظروف الملائمة للإعسار المالي بالنسبة للمؤسسات المالية؛

● **آثار الانتقال بالعدوى:** بسبب الترابط بين النظم المالية في البلدان المختلفة من خلال التدفقات المالية وأسواق رأس المال والتجارة الخارجية، فإن انتقال الأزمات المالية عبر الحدود يصبح متوقعا. فعندما يعاني أحد البلدان من أزمة مالية تظهر على شكل انخفاض حاد في قيمة العملة، فإن البلدان الأخرى الشريكة لها في التجارة تعاني من الأزمة بانتقالها إليها من خلال التجارة بسبب تراجع تنافسية هذه البلدان مقارنة مع البلد المنكوب الذي انخفضت قيمة عملته بشكل حاد. ويزداد أثر العدوى كلما زادت درجة التشابك في النظام المصرفي، وبعد الهروب الجماعي للودائع (أسلوب القطيع) من أكثر مظاهر العدوى التي تصيب النظام المصرفي²؛

● **العوامل الأخرى:** من بين العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على النظام المالي، ما يلي³:

✓ **الإقراض والاستثمار الموجه:** إن توجيه الاستثمار والإقراض بصورة إجبارية إلى نشاطات على أسس غير سوقية تؤدي دائما إلى تخصيص غير كفاء للموارد، مما يؤثر سلبا على درجة الإعسار في المؤسسات المالية؛

✓ **علاقة الحكومة بالقطاع المصرفي والاختلالات في الموازنة:** إذ أن زيادة الائتمان الموجه من البنك المركزي إلى الحكومة يزيد من الضغوط التضخمية مما يؤثر على القطاع المالي؛

¹Owen Evans et al., **Op. cit.**, p.10.

²أحمد طلفاح، مرجع سابق، ص ص. 70-72.

³Owen Evans et al., **Op. cit.**, p.12.

✓ حجم المتأخرات في الاقتصاد: يعكس تراكم المتأخرات في الاقتصاد صعوبات في خدمة الدين من قبل الحكومة والقطاع الخاص، وهذا يؤثر مباشرة على درجة السيولة والإعسار المالي في المؤسسات المالية.

ويكون لأي إطار للاستقرار المالي توجه احترازي كلي، بدلاً من التوجه الاحترازي الجزئي، ويمكن توضيح أوجه المقارنة بين الحیطة الكلية والحیطة الجزئية في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3): مقارنة بين منظوري الحیطة الكلية والحیطة الجزئية

الحیطة الجزئية	الحیطة الكلية	
الحد من الأزمات على مستوى المؤسسات الفردية	الحد من الأزمات على مستوى النظام المالي	الهدف المباشر
حماية المستهلك (المستثمر/ المودع)	تجنب تكاليف الناتج (الناتج المحلي الاجمالي) المرتبطة بعدم الاستقرار المالي	الهدف الأقصى
ينظر إليها على أنها مستقلة عن سلوك العملاء الفرديين	ينظر إليها على أنها تعتمد على السلوك الجماعي	توصيف المخاطر
ليس له صلة	مهم	الارتباط و عدوى الازمة عبر المؤسسات
من حيث مخاطر المؤسسات الفردية، تصاعدي	من حيث المخاطر على نطاق المنظومة، من أعلى إلى أسفل	معايير الضوابط الاحترازية

Source: Claudio Borio and Mathias Drehmann, **Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences**, BIS Working Papers No 284, 2009 , p.26.

المطلب الثاني: المؤشر التجميعي

يمكن تحليل أية ظاهرة اقتصادية متعددة الأبعاد عن طريق اللجوء إلى مقياس مركب، يضم مجموعة من المؤشرات الأساسية التي تلقي الضوء على مختلف أبعاد الظاهرة محل الاهتمام. ولقد زاد الاهتمام مؤخرًا بالمؤشرات التجميعية كونها أداة هامة ومفيدة لاتخاذ القرارات وتقييم أداء الدول المختلفة من الناحية الاقتصادية والاجتماعية، والتكنولوجية. ونظرا لتعدد جوانب استقرار النظام المالي فإن تقييم مدى استقراره يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل.

1. مفهوم وأهمية المؤشر التجميعي:

المؤشر التجميعي هو مقياس كمي يجمع يضم مجموعة من المؤشرات الفردية التي تعكس جوانب الظاهرة محل الاهتمام، بحيث يتم دمج هذه المؤشرات المنفصلة بالاستناد على نموذج معين للحصول على مؤشر مركب يعبر عن الاتجاه العام المشترك لتلك المؤشرات الفرعية، وهو بذلك يعمل على تجميع المعلومات وعرضها بشكل مبسط يسهل فهمه وتفسيره¹.

كما يمكن تعريفه على أنه توليفة رياضية لعدة مؤشرات، تمثل مختلف أبعاد الظاهرة محل الدراسة. فهو عبارة عن قيمة مستمدة من مجموعة من المؤشرات المختلفة، استنادا إلى نموذج نظري لمفهوم متعدد الأبعاد. ولقد قامت العديد من المنظمات الدولية - مثل الأمم المتحدة وغيرها - باستخدام المؤشرات التجميعية كوسيلة سهلة للمقارنة بين أداء الدول وفقاً لبعض المعايير التي يتم تمثيلها بالمؤشرات الفرعية الأساسية. ومن أهم خصائص المؤشر التجميعي أنه يسهل على الجمهور تفسير نتائجه بدلاً من محاولة إيجاد اتجاه عام مشترك للعديد من المؤشرات المنفصلة، وبذلك فهو يعتبر أداة مفيدة لتحديد الاتجاهات والأولويات السياسية. فمثلاً، يهدف المؤشر التجميعي للاستقرار المالي إلى قياس درجة استقراره النظام المالي لمساعدة صناع القرار في اتخاذ الإجراءات اللازمة لتجنب الأزمات المالية التي يتعرض لها النظام وبلوغ نظام مالي ذو كفاءة عالية. ويعد مؤشر الاستقرار المالي طريقة متقدمة ومواكبة للتطورات التي شهدتها البنوك المركزية في العالم.

لذلك فقد زاد الاهتمام بتطوير أساليب بناء المؤشرات التجميعية حتى يمكن الاعتماد عليها والثوق في نتائجها، نظراً لأهميتها في تقييم التقدم الذي تحزه أي دولة عبر الزمن وأيضاً مقارنة بعضها من الدول، وهي

¹ مها عز الدين سيد، ندى محمد حافظ، دليل تكوين المؤشرات المركبة، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار في مجلس الوزراء، مصر، نوفمبر 2006، ص. 5.

أيضا وسيلة للتنبيه من الأخطار المحتملة والكشف عن الأسباب والإشارات التي تنبئ عن الأزمات قبل استفحالها.

2. خطوات بناء مؤشر تجميعي:

إن بناء مؤشر تجميعي جيد يمكن الاعتماد عليه والوثوق في نتائجه ليس بالعملية السهلة، فهناك خطوات أساسية لبناء تلك المؤشرات تعتمد على بعض الأساليب الإحصائية الهامة، ويعرض هذا الجزء كيفية بناء المؤشر التجميعي في شكل تسلسل مكون من عدة خطوات أساسية تتمثل في¹:

1.2. بناء الإطار النظري:

كل إطار نظري معرف بشكل سيئ من المرجح أن يقاس بشكل سيئ، لذا فالإطار النظري السليم هو نقطة البداية في بناء المؤشرات التجميعية. يجب أن يحدد الإطار بوضوح الظاهرة التي سيتم قياسها ومكوناتها الفرعية واختيار المؤشرات والأوزان الفردية التي تعكس أهميتها النسبية وأبعاد المؤشر المركب. لذا يتطلب من صانع المؤشر التجميعي أن يلتزم بالخطوات التالية²:

● **تعريف المفاهيم:** يجب أن يعطى التعريف صورة واضحة عما يتم قياسه بواسطة المؤشر التجميعي، لذلك فيجب أن يشير التعريف إلى كيفية بناء الإطار النظري وكيفية ربط المؤشرات الفرعية مع بعضها البعض، وعلى الرغم من ذلك نجد أن هناك بعض المفاهيم المعقدة التي يصعب تعريفها وقياسها بدقة أو تختلف الآراء عليها بحيث لا يوجد تعريف موحد لقياسها؛

● **تحديد المجموعات الثانوية:** من الممكن أن تقسم المفاهيم متعددة الأبعاد إلى مجموعات فرعية، ومن الجدير بالذكر أن هذه المجموعات الفرعية لا يشترط أن تكون مستقلة إحصائيا عن بعضها البعض، إلا أنه إذا وجدت ارتباطات بينها فلا بد من وصف تلك الارتباطات وتوضيحها بدقة. فمثل هذا البناء يساعد المستخدم على فهم القوة المحركة وراء المؤشر التجميعي، هذا بالإضافة إلى أنه يسهل من عملية تحديد الأوزان النسبية المناسبة للعوامل المختلفة. وحتى يتم إتمام هذه الخطوة بطريقة جيدة فلا بد من الاستعانة ببعض الخبراء والمحللين حتى تكون هناك وجهات نظر متعددة مما يكسب قوة للإطار والتعريف ومجموعة المؤشرات المختارة ويساعد على بناء إطار نظري جيد وشامل؛

¹Michela Nardo et al., **Handbook on constructing composite indicators: methodology and user guide**, OECD Statistics Working Papers, 2005/03, OECD Publishing, 2005, pp.12-29.

²مها عز الدين سيد، ندى محمد حافظ، مرجع سابق، ص ص.11-12.

● تحديد معايير الاختيار للمؤشرات الأساسية: يجب على صانع المؤشر التجميعي أن يقوم بتحديد مجموعة من المعايير التي تكون بمثابة المرشد لتحديد ما إذا كان مؤشر فرعي معين يجب أن يدخل في تكوين المؤشر المركب أم يستبعد، ولذلك فلا بد أن تكون هذه المعايير محددة وواضحة بقدر الإمكان، كما يجب أن تصف الظاهرة محل الاهتمام بشكل جيد ومعبر؛

● توثيق الإطار النظري: يعتبر توثيق الإطار النظري بما يتضمنه من تعريف للمفاهيم، وتحديد للمجموعات الفرعية، ووضع للمعايير اللازمة لاختيار المؤشرات الأساسية جزءاً أساسياً في الخطوة الأولى من خطوات تكوين مؤشر تجميعي جيد، حيث يمدنا بفكرة شاملة عن الهدف من بناء هذا المؤشر التجميعي في سياق سهل وواضح يمكن من خلاله فهم كيفية بناء المؤشر التجميعي والغرض منه، ويعتبر الهدف الأساسي من توثيق الإطار النظري هو إعطاء مستخدم هذا المؤشر معلومات كافية حتى يمكنهم تقرير ما إذا كانت البيانات المقدمة من خلال هذا المؤشر ملائمة للاستخدام المقصود أم لا.

2.2. اختيار المؤشرات الفرعية:

تعتمد قوة أو ضعف المؤشر التجميعي على مدى جودة وسلامة المؤشرات الفرعية المكونة له، لذلك فلا بد من اختيار هذه المؤشرات وفقاً لمدى أهميتها وارتباطها بالظاهرة محل الدراسة، وكذلك وفقاً لمدى إمكانية تحليلها، وحدائتها، وسهولة الوصول إليها¹. ويشترط في اختيار المؤشرات الفرعية ملاءمتها للدراسة وتوفر بياناتها في وقت مناسب لإنجاز الدراسة، فقد يجد عدم توافر البيانات الملائمة من القدرة على بناء مؤشر مركب سليم².

3.2. المعالجة الأولية للبيانات:

تتضمن تقدير البيانات المفقودة، والتأكد من جودة البيانات الأساسية³:

● تقدير البيانات المفقودة: تعتبر البيانات المفقودة من أكثر المعوقات التي تحد من متانة وجودة المؤشر المركب، لذلك فمن الضروري استخدام بعض الطرق لمعالجة وتقدير تلك البيانات، والتي من أهمها:

أ- حذف المفردة **Case deletion**: تعتمد هذه الطريقة على حذف المشاهدة -التي تحتوي على قيمة مفقودة لأحد المتغيرات- نهائياً من التحليلات، والقاعدة العامة التي يمكن الاعتماد عليها في هذه الطريقة هي عدم حذف أي من الحالات إذا كان المتغير لديه أكثر من 5% من القيم المفقودة؛

¹Michela Nardo et al., **Op. cit.**, p.23.

²مها عز الدين سيد، ندى محمد حافظ، مرجع سابق، ص.5.

³Michela Nardo et al., **Op. cit.**, pp.24-25.

ب- التقدير الفردي **Single imputation**: تعتمد هذه الطريقة على تقدير البيانات المفقودة من خلال عمل توزيع تنبؤي لهذه البيانات، ويجب أن يولد هذا التوزيع التنبؤي عن طريق توظيف البيانات من خلال تصميم إما نماذج ظاهرة **Explicit modeling**، أو نماذج ضمنية **Explicit modeling**.

وتعتمد النماذج الضمنية على نظام حسابي ذو افتراضات ضمنية يجب اختبارها كونها مناسبة وجيدة للغرض محل الاهتمام أو لا، ومن أمثلتها¹:

✓ **تقدير هوت دك Hot deck imputation**: حيث يتم تقدير البيانات المفقودة ببيانات مسحوبة من وحدات مشابهة، على سبيل المثال القيم المفقودة للدخل لأحد الأفراد يمكن التعويض عنها بقيم الدخل لأفراد لهم نفس الخصائص؛

✓ **التعويض Substitution**: تعتمد هذه الطريقة على إحلال الوحدات الغير مستجيبة بوحدات لم يتم اختيارها في العينة؛

✓ **تقدير كولد دك Cold deck imputation**: حيث يتم استبدال البيان الناقص ببيان من مصادر أخرى، كأخذ البيان من إصدار سابق لنفس الاستقصاء.

أما بالنسبة للنماذج الظاهرة، فيعتمد التقدير فيها على نماذج إحصائية حيث تكون الافتراضات واضحة وظاهرة، ومن أمثلة هذه النماذج²:

✓ **التقدير باستخدام المتوسط الحسابي، الوسيط، المنوال غير الشرطي**: وتعتمد هذه الطريقة على استبدال البيانات المفقودة بقيمة المتوسط أو الوسيط أو المنوال المقدر باستخدام المشاهدات الغير مفقودة؛

✓ **تقدير البيانات عن طريق تحليل الانحدار**: تعتمد هذه الطريقة على التعويض عن القيم المفقودة بالقيم المتنبأ بها من تحليل الانحدار، على أن يكون المتغير التابع في تحليل الانحدار هو المؤشر الفرعي الذي لديه قيم مفقودة، ويكون المتغير المستقل هو المؤشر الفرعي الذي يعكس علاقة قوية مع المتغير التابع، أي توجد درجة عالية من الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ومن الجدير بالذكر هنا أنه يجب أن يتم عمل الانحدار باستخدام المشاهدات الكاملة، أي التي لا يوجد بها قيم مفقودة للمتغير محل الاهتمام؛

✓ **التقدير باستخدام القيمة العظمى المتوقعة**: تعتمد هذه الطريقة على التعويض عن القيم المفقودة من خلال مقدرات يتم الحصول عليها من خلال عملية تقدير متكررة، حيث يتم أولاً التنبؤ بالقيم المفقودة

¹Ibid, p.55.

²مها عز الدين سيد، ندى محمد حافظ، مرجع سابق، ص ص.16-17.

بناءً على مقدرات أولية لقيم معالم النموذج، ثم تستخدم هذه التنبؤات بعد ذلك لتعديل قيم المعالم، ويتم تكرار عملية التنبؤ باستخدام معالم النموذج المعدلة حتى تقترب المعالم من تقديرات الإمكان الأكبر.

● **جودة البيانات الأساسية:** تعتمد جودة المؤشر المركب الكلية على جودة البيانات المبدئية المستخدمة في بنائه، مما يستدعي التأكد من جودة البيانات الأساسية حتى يتم اختيارها بشكل يعظم الجودة الكلية للنتائج النهائية.

4.2. تطبيع البيانات:

تعتبر عملية تطبيع أو تعيير البيانات من أهم الخطوات التي لا بد من إجرائها في حالة وجود اختلاف بين وحدات قياس المؤشرات الفرعية المكونة للمؤشر المركب، حيث يجب في هذه الحالة أن يتم توحيد هذه المقاييس لتجنب تجميع مقاييس مختلفة في مؤشر مركب واحد. وفيما يلي عرضاً لطرق التطبيع المختلفة¹:

● **إعطاء الرتب:** تتمثل هذه الطريقة في إعطاء رتب لقيم المؤشرات الفرعية بين الدول، بحيث تعتبر قيم الرتب، هي القيم الجديدة للمؤشر؛

● **المعيارية:** تقوم هذه الطريقة على إيجاد القيمة المطبوعة لكل مؤشر فرعي عن طريق طرح قيمة الوسط الحسابي من قيمة المؤشر ثم قسمة الناتج على الانحراف المعياري لكل قيم المؤشر؛

● **إعادة القياس:** تعتمد هذه الطريقة على إيجاد القيمة المطبوعة لكل مؤشر فرعي عن طريق طرح القيمة الصغرى للمؤشر من قيمة المؤشر، ثم قسمة الناتج على مدى المؤشر (الفرق بين القيمة العظمى والقيمة الصغرى) وفق المعادلة التالية²:

$$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t - \min_c(x_q^t)}{\max_c(x_q^t) - \min_c(x_q^t)}$$

حيث أن: x_{qc}^t هي قيمة المؤشر للبلد c في الزمن t ؛ $\min_c(x_q^t)$ و $\max_c(x_q^t)$ هما القيمة الصغرى والعظمى للمؤشر x_{qc}^t . وبذلك يكون للمؤشرات التي يتم تطبيعها I_{qc}^t قيمة تتراوح بين الصفر والواحد الصحيح؛

● **البعد عن النقطة المرجعية:** تقوم فكرة هذه الطريقة على اختيار دولة مرجعية ثم يتم حساب نسبة المؤشر الفرعي لبقية الدول بالنسبة للمؤشر الفرعي لهذه الدولة المرجعية؛

¹ نفس المرجع، ص ص. 21-25.

² Michela Nardo et al., Op. cit., p.30.

- المؤشرات فوق أو تحت الوسط الحسابي: تعتمد هذه الطريقة على عمل تحويلة تختص بدراسة المؤشرات الموجودة أعلى أو أدنى حد معين - يتم اختياره عشوائياً- حول الوسط الحسابي؛
- طرق المؤشرات الدورية: تستخدم هذه الطريقة عندما تكون المؤشرات في شكل سلاسل زمنية، حيث يتم عمل التحويلة عن طريق طرح الوسط الحسابي خلال الزمن، ثم القسمة على متوسط القيم المطلقة للاختلافات حول هذا الوسط الحسابي؛
- نسبة الاختلافات السنوية خلال السنوات المتتالية: في هذه الطريقة يتم تحويل كل مؤشر باستخدام الصيغة التالية:

$$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t - x_{qc}^{t-1}}{x_{qc}^t}$$

وبذلك يكون المؤشر المحول ذو بعد أقل، نتيجة لقلّة عدد المشاهدات المستخدمة.

5.2. الأوزان الترجيحية:

يعتبر جميع المؤشرات الفرعية من الخطوات الأساسية لبناء مؤشر تجميعي يضم أكبر قدر ممكن من المعلومات من هذه المؤشرات الفرعية، ويلاحظ أنه في كثير من الأحوال تكون بعض المؤشرات الفرعية أكثر أهمية من المؤشرات الأخرى للتعبير عن الظاهرة محل الاهتمام، الأمر الذي يجب مراعاته عند اختيار الأوزان الترجيحية للمؤشرات الفرعية.

وتؤثر الأوزان تأثيراً عميقاً على نتائج المؤشر التجميعي، لذلك فيجب أن يتم تحديد هذه الأوزان بناءً على طرق سليمة ومدروسة بعناية. وعلى الرغم من عدم وجود إجماع كامل على الوسيلة المستخدمة لإيجاد الأوزان، إلا أن ذلك لا يُعيق استخدام المؤشرات المركبة، لكنه يُبرز أخطار استخدام المؤشرات كوسيلة موضوعية لا تعتمد على الآراء الشخصية، حيث أن طريقة اختيار الأوزان عادةً ما تعتمد على الآراء الشخصية، وبالتالي لتجنب هذه الأخطار فلا بد عند اختيار الأوزان أن يتم توضيح كل الافتراضات والتطبيقات المستخدمة واختبار قوتها، كما يجب أن تتسم الطرق المستخدمة بالشفافية والقوة¹. وتتعدد طرق اختيار الأوزان الترجيحية للمؤشرات الفرعية، ولا توجد طريقة محددة للاختيار من بين هذه الطرق، حيث أن اختيار طريقة بعينها يعتمد على الآراء والأحكام الشخصية لصانع المؤشر المركب.

ويمكن تلخيص بعض الأساليب المستخدمة لوضع الأوزان الترجيحية للمؤشرات الفرعية المكونة للمؤشر التجميعي في الجدول الموالي:

¹مها عز الدين سيد، ندي محمد حافظ، مرجع سابق، ص.25.

الجدول رقم (2-4): الطرق المتبعة لترجيح المؤشرات الفرعية

تعريفها	الطريقة
<p>- تقوم طريقة الأوزان المتساوية على فكرة إعطاء نفس الوزن لكل مؤشر من المؤشرات الفرعية؛</p> <p>- يتم هذا في حالة عدم وجود دليل واضح على اختلاف أهمية كل مؤشر؛</p> <p>- يستخدم هذا الأسلوب أيضا إذا كانت كل الأبعاد (اقتصادية، اجتماعية، بيئية، ... إلخ) ممثلة في المؤشر المركب من خلال نفس عدد المؤشرات الفرعية؛</p> <p>- يولد هذا الأسلوب أوزان أكبر للأبعاد الممثلة بعدد أكبر من المؤشرات الفرعية؛</p> <p>- يستعان بهذا الأسلوب إذا كانت قوة الارتباط بين المؤشرات لا تعني التكرار في المعلومات.</p>	<p>الأوزان المتساوية Equal weights</p>
<p>- يتم عادة باستخدام تحليل المكونات الأساسية والتحليل العاملي FA؛</p> <p>- تقوم الفكرة الأساسية التي يعتمد عليها التحليل العاملي على تجميع المؤشرات الفرعية المرتبطة مع بعضها البعض لتكوين عامل واحد يضم أكبر قدر ممكن من المعلومات المشتركة بين هذه المؤشرات المرتبطة؛</p> <p>- لا بد من مراعاة أن يكون لكل المؤشرات الفرعية المتضمنة داخل هذا المؤشر نفس وحدة القياس؛</p> <p>- يمثل كل عامل مجموعة المؤشرات الفرعية ذات أعلى ارتباط به؛</p> <p>- تتدخل الأوزان لتصحيح التداخل المعلوماتي بين اثنين أو أكثر من المؤشرات الفرعية المرتبطة؛</p> <p>- يجب تجنب استخدام هذه الطريقة في حالة عدم وجود أي ارتباط بين المؤشرات الفرعية فلا يمكن حساب الأوزان بهذه الطريقة.</p>	<p>بناء الأوزان وفقا لنماذج إحصائية Weights based on statistical models</p>
<p>تعتمد هذه الطريقة على توظيف أدوات البرمجة الخطية لإيجاد حد الكفاءة واستخدامه كقيمة مرجعية لقياس الأداء النسبي للدول. وتتضمن هذه المنهجية نقطتين أساسيتين وهما: بناء القيمة المرجعية أو حد الكفاءة، وتحديد بُعد الدولة عن القيمة المعيارية.</p>	<p>تحليل البيانات المغلقة Data envelopment analysis</p>
<p>- تُعطي نماذج الانحدار الخطية صورة عن العلاقة بين عدد كبير من المؤشرات الفرعية $I_{1c}, I_{2c}, \dots, I_{Qc}$ ومقياس فردي \bar{Y}_c والذي يمثل الهدف المراد الوصول إليه؛</p> <p>- ويمكن الاستفادة من هذه الطريقة في حالة وجود عدد كبير من المؤشرات الفرعية، إلا أنه لا بد من الأخذ في الاعتبار أن هذا الأسلوب يعتمد على افتراضات الخطية والاستقلال بين المتغيرات المفسرة وبعضها البعض، فإذا كانت هذه المتغيرات مرتبطة فسوف يكون تباين المقدرات كبيراً جداً، أي أن المعلمات المقدرة لن تكون دقيقة.</p>	<p>طريقة الانحدار Regression method</p>
<p>تعتمد هذه الطريقة على إعطاء الخبراء ميزانية مكونة من N نقطة، ليقوموا بتوزيعها على عدد من المؤشرات الفرعية، بحيث يتم إعطاء المؤشر الفرعي الذي يُعتقد أنه أهم نسبياً عدداً أكبر من النقاط، ويتضمن هذا الأسلوب أربع مراحل أساسية تتمثل فيما يلي: اختيار الخبراء الذين سيقومون بالتقييم؛ توزيع الميزانية على المؤشرات الفرعية؛ حساب الأوزان؛ إعادة توزيع البيانات حتى نصل إلى نقطة تقارب.</p>	<p>توزيع الميزانية Budget allocation</p>
<p>تشابه هذه الطريقة مع طريقة توزيع الميزانية، إلا أنه بدلاً من تحديد الأوزان المناسبة للمؤشرات عن طريق الاستعانة بالخبراء، فإنه يتم هنا الاستعانة بالرأي العام.</p>	<p>الاستفتاءات العامة Public polls</p>
<p>غالبا ما تستخدم هذه المنهجية لتقييم أداء الاقتصاد الكلي، حيث يُعرف المؤشر المركب على أنه النسبة بين الأداء الفعلي للدولة وأدائها المرجعي.</p>	<p>أسلوب فائدة الشك Benefit of doubt approach</p>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- Michela Nardo et al., Op. cit., pp.101-102.

- مها عز الدين سيد، ندي محمد حافظ، مرجع سابق، ص.25.

6.2. التجميع:

يعتبر تجميع المؤشرات الفرعية من الخطوات الأساسية في بناء المؤشر التجميعي. ويهتم هذا القسم بدراسة بعض طرق تجميع المؤشرات الفرعية، والتي من أشهرها التجميع الإضافي، التجميع المضاعف، والتجميع من خلال اتجاه المعايير المتعددة غير التعويضية¹:

• **طرق التجميع الإضافي:** تقوم هذه الطرق بتجميع المؤشرات الفرعية عن طريق جمعهم، إلا أن أسلوب الجمع يختلف من طريقة لأخرى.

✓ **الطريقة الأولى:** تعتبر أسهل وأبسط هذه الطرق، حيث يتم حساب رتب كل دولة بالنسبة لكل مؤشر فرعي، ثم جمع هذه الرتب لكل دولة كالتالي:

$$CI_c = \sum_{q=1}^Q Rank_{qc}$$

حيث: c هي الدولة، q تمثل المؤشر الفرعي، CI_c هو المؤشر المركب للدولة c ؛

✓ **الطريقة الثانية:** تعتمد هذه الطريقة على عدد المؤشرات الأعلى والأدنى من قيمة معيارية معينة، حيث تقوم هذه الطريقة على حساب عدد المؤشرات الأعلى والأدنى من منطقة محايدة يتم تحديدها حول المتوسط باستخدام قيمة معينة p ، ومن الممكن أن يتم اختيار هذه القيمة بصورة عشوائية أعلى أو أسفل المتوسط؛

✓ **الطريقة الثالثة:** وتعتبر من أكثر طرق التجميع الإضافي انتشاراً. وهي تتمثل في جمع الأوزان مضروبة في القيم المطبقة للمؤشرات الفرعية كالتالي:

$$CI_c = \sum_{q=1}^Q w_q I_{qc}$$

حيث: w_q هي الوزن الخاص بالمؤشر الفرعي q ، I_{qc} القيمة المطبقة للمؤشر q والبلد c ، و CI_c هو المؤشر المركب للدولة c .

• **اتجاه المعايير المتعددة غير التعويضية:** يهتم هذا المنهج بترتيب الدول وفقاً لبعض المؤشرات الفرعية بطريقة غير تعويضية، بحيث لا يؤثر انخياز مؤشر معين لدولة ما على ترتيبها النهائي بين الدول، لتفادي الخصائص غير المرغوب فيها للتجميع الإضافي المتمثلة في قابلية التعويض الضمنية الكاملة بين المؤشرات، بمعنى أنه إذا كان هناك أحد المؤشرات الفرعية له قيمة ضعيفة فإنه يمكن تعويض هذا الضعف عن طريق وجود قيم

¹ نفس المرجع، ص ص. 33-38.

عالية للمؤشرات الأخرى. إذن في هذا المنهج يتم استخدام المعلومات السابقة لترتيب هذه الدول من أفضل دولة إلى أسوأ دولة، مع الأخذ في الاعتبار بعض النقاط الهامة مثل قوة التفضيل (إلى أي درجة تكون الدولة A أفضل من الدولة B وفقاً للمؤشر الفرعي q)، عدد الدول المنحازة لدولة معينة، الوزن الملحق بكل مؤشر، علاقة كل دولة بالنسبة للدول الأخرى.

● **التجميع الهندسي:** يأخذ التجميع الهندسي في اعتباره أوزان المؤشرات الفرعية وفقاً لأهميتها في تكوين المؤشر المركب، ويتم تجميع المؤشرات الفرعية وفق هذه الطريقة من خلال المعادلة التالية:

$$CI_c = \prod_{q=1}^Q x_{qc}^{w_q}$$

حيث: x_{qc} قيمة المؤشر q للبلد c و w_q وزن المؤشر q .

7.2. تحليل عدم التأكد والحساسية:

يتم إنشاء المؤشر التجميعي بعدة مراحل، يتم خلالها اتخاذ قرارات تحكومية، مثل اختيار المؤشرات الفرعية، وتطبيع البيانات، والأوزان وطرق التجميع، وما إلى ذلك. ويؤثر كل من هذه الاختيارات على متانة تكوين المؤشر التجميعي. ويمكن أن يساعد الجمع بين تحليل عدم اليقين والحساسية في قياس متانة المؤشر المركب وتحسين الشفافية¹.

يركز تحليل عدم التأكد على كيفية ظهور عوامل الإدخال غير المؤكدة - التي يقصد بها أي شيء يمكن تغييره قبل تنفيذ نموذج تكوين المؤشر المركب - ومدى تأثيرها على قيمة المؤشر المركب، بينما يدرس تحليل الحساسية مقدار إسهام كل عامل من عوامل الإدخال غير المؤكدة فردياً في تباين المخرجات (نتائج نموذج تكوين المؤشر المركب)².

¹Michela Nardo et al., *Op. cit.*, p.23.

²مها عز الدين سيد، ندي محمد حافظ، مرجع سابق، ص.39.

المطلب الثالث: نظم الإنذار المبكر واختبارات الإجهاد المالي

على الرغم من أهمية إدارة الأزمات وعلاجها حين تحدث بحكمة للتخفيف من آثارها السلبية، إلا أن الأهم من ذلك والأقل تكلفة هو التوفيق في إتباع سياسات وإجراءات تساعد على الوقاية منها وتفادي حدوثها أصلاً، وفي هذا الصدد فإن تصميم نظام للإنذار المبكر بالأزمات لتوجيه وتحذير متخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية يعتبر أداة في غاية الأهمية لتجنب التكاليف الكبيرة التي قد تنجم عنها في حال حدوثها. بالإضافة إلى اختبارات الإجهاد المالي التي تعزز نظم إدارة المخاطر في القطاع المالي بما يساعدها على الاستعداد لمواجهة أوضاع السوق الصعبة وتجاوزها.

1. نظام الإنذار المبكر:

قبل وقوع الأزمات توجد عدة دلائل أو إشارات تتنبأ بحدوث شيء غريب غير مرغوب فيه ربما يؤول تأويلاً خاطئاً مما يؤدي في النهاية إلى وقوع مشكلة حقيقية إن لم تعالج قد تتطور إلى كارثة أو أزمة حقيقية يصعب إيجاد حلول لها حين ذاك مما يؤدي إلى خسائر فادحة¹.

1.1. تعريف نظام الإنذار المبكر:

يقصد به رصد وتسجيل الإشارات وتحليلها، والتي توحي بعلامات أزمة تلوح في الأفق أو اقتراب وقوع أزمة حقيقية شديدة، وهذا النظام مهمته الحقيقية التفرقة بين الإشارات التي تشير إلى قرب وقوع الأزمة وبين الأحداث العرضية والضوضاء الناتجة عن مشكلات عادية تواجهها المؤسسة في عملياتها اليومية². ونظم الإنذار المبكر عبارة عن تصاميم أو أدوات أو أساليب لها القدرة على استيعاب الإشارات المتعلقة باحتمال حدوث الأزمات مما يمكن من اتخاذ كافة التدابير لتجنبها، وتقوم العملية على رصد وتسجيل الإشارات التي تنبئ عن قرب حدوث الأزمة. فمعظم الأزمات المالية ترسل قبل وقوعها بفترة سلسلة من إشارات الإنذار، أو الأعراض التي تنبئ باحتمال حدوثها³. ويعرف صندوق النقد الدولي نظم الإنذار المبكر على أنها نماذج من الاقتصاد القياسي، تستخدم من طرف الصندوق في سعيه للتنبؤ بأزمات العملة قبل حدوثها⁴.

¹ محسن أحمد الخضيرى، إدارة الأزمات، مجموعة النيل العربية للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003، ص.145.

² محمد أحمد الطيب هيكل، مهارات إدارة الأزمات والكوارث والمواقف الصعبة، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2006، ص.168.

³ عماد صالح سلام، محددات إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون دار نشر، أبوظبي، 2002، ص.63.

⁴ كريستيان ملدر، عين العاصفة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002، ص.6.

وتعكس عملية الإنذار المبكر بوجه عام مجموعة من المفاضلات، المفاضلة في الأساس بين التعقيد والكفاءة، والمفاضلة أيضا بين الاتساق الزمني والأهمية، وبين مواطن الضعف المطلقة والنسبية. وتهدف عملية الإنذار المبكر إلى تحديد مواطن الضعف وليس توقع الأزمة التالية، فقد ثبت أن نماذج التنبؤ بالأزمات لا تحقق نتائج مرضية، وبالتالي يجب النظر إلى عملية الإنذار المبكر على أنها أداة إنذار وليس أداة تنبؤ بالأزمات¹. وتقوم عملية اكتشاف إشارات الإنذار على رصد وتسجيل وتحليل الإشارات التي تنبئ عن قرب حدوث الأزمة، ونتائج الإنذار المبكر يمكن أن تكون وفق أربع احتمالات، وهي كما يلي²:

- **التوفيق:** ويعني ثبوت وصدق المعلومات والإشارات في التعرف على بؤادر الأزمة الوشيكة الوقوع؛
- **الفشل:** ويعني هذا فشل المسيرين أو المديرين لهذه المؤسسة في تحليل المعلومات والمعطيات تحليلًا صحيحًا، مما قد يؤدي إلى أزمة وكارثة حقيقية؛
- **الإنذار الكاذب:** ويقصد به محاولة تظليل متخذ القرار أو المدير بشأن حدوث أزمة وشيكة الوقوع، حيث تكون هذه المعلومات في الأخير مغلوطة أو كاذبة بشكل مقصود أو غير مقصود؛
- **الرفض الصريح:** حيث أنه في هذا الوضع يعزم المسير أو المدير على عدم صحة المعلومات بشأن حدوث أزمة أو بؤادها على الأقل، وهذا ما يؤكد فيما بعد على حنكة وخبرة المدير في مثل هذه الأوضاع وحسن اختيار القرارات الصائبة في المكان والزمن المناسب.

2.1. العوامل المؤثرة في فعالية نظام الإنذار المبكر:

توجد عدة عوامل مؤثرة في زيادة فعالية نظام الإنذار المبكر أو بالعكس التقليل من فعاليته والحد من نشاطه، أهمها:

- **فعالية نظام المعلومات:** يحتاج نظام الإنذار المبكر إلى توفير المعلومات في الوقت المناسب وبصورة فعالة، من خلال مؤسسات محددة تسمح للأفراد المعرضين للمخاطر باتخاذ الإجراءات لتجنب المخاطر التي يتعرضون لها أو الحد منها، وإعداد الاستجابة بصورة فعالة³.

¹ سيلين روشون، تقرير القضايا المختارة: تعزيز نظام الإنذار المبكر في قطر، التقرير القطري رقم 14/109، صندوق النقد الدولي، أبريل 2014، ص.17.

² محسن أحمد الخضيرى، مرجع سابق، ص.64.

³ الأمم المتحدة، التأهب للكوارث تحقيقا للاستجابة الفعالة: مجموعة الإرشادات والمؤشرات لتنفيذ الأولوية الخامسة في إطار عمل هيوغو، نشرة صادرة عن أمانة استراتيجية الأمم المتحدة للحد من الكوارث ومكتب الأمم المتحدة لتنسيق الشؤون الإنسانية، جنيف، سويسرا، 2008، ص.62.

● **فعالية نظام الاتصال:** ويقصد بالاتصال الوسيلة التي من خلالها يتم إيصال المعلومات إلى الطرف الآخر أو تبادلها، وهي القناة الناقلة للأوامر والتعليمات من الإدارة العليا إلى الدنيا، حيث كلما كانت هذه الوسيلة (الاتصال) تؤدي دورها بشكل سريع وفعال كلما ساعد في كفاءة عمل نظام الإنذار المبكر عن طريق اكتشاف الأزمات مبكراً وحصرها أو تداركها¹.

● **مهارات وكفاءة فريق إدارة الأزمات:** يعد من أهم العوامل التي تساعد في تعزيز وتفعيل نظام الإنذار المبكر لاكتشاف الأزمات، حيث أنه كلما كان فريق الأزمة أو إدارة الأزمة أشخاص مؤهلين وذوي خبرة وحنكة إدارية كلما أضيف على نظام الإنذار المصدقية والسرعة في حل المشكلات ومواكبتها قبل استفحالها وخروجها عن السيطرة، والعكس صحيح.

● **فعالية القيادة في اتخاذ القرارات الحاسمة:** إن نجاعة وحسن عمل فريق إدارة الأزمات في احتواء الأزمة والخروج بأقل الأضرار والخسائر، مرهون بحسن اختيار القائد في هذه المهمة أو من هو مسؤول عن تسيير هذه المؤسسة، حيث أن سلوكيات القائد الفطرية أو المكتسبة كلها مميزات تساعد على استشعار الأزمات وإيجاد الحلول المبكرة قبل فوات الأوان².

3.1. أهمية نظم الإنذار المبكر:

واجهت العديد من البلدان في العقود الأخيرة من القرن العشرين وبداية القرن الحالي سلسلة من الأزمات كان آخرها أزمة الرهن العقاري والتي أدت إلى انهيار العديد من البنوك، إذ استمر مسلسل التعثر للمؤسسات المالية الكبيرة الواحدة تلو الأخرى. وفي ظل عوامة القطاع المالي فإن عدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي حتماً إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي تعثر القطاع المالي والاقتصادي برمته³.

ويتوقف نجاح إدارة الأزمات على وضع كافة السيناريوهات المحتملة وكيفية التعامل مع كل سيناريو منها وخبرة متخذ القرار وقدرته على التنبؤ والإنذار. وتراكم الخبرات عن الأزمات السابقة ونجاحات وإخفاقات التعامل معها، وكذلك القدرة على الابتكار والمنطلق السليم في التعامل مع المشكلات. ويجب أن يضم فريق

¹ عفاف محمد الباز، دور القيادة في إدارة الأزمات، مجلة النهضة، العدد 11، جامعة القاهرة، مصر، 2002، ص.68.

² حلمي شحادة يوسف، نحو منهجية علمية لإدارة الأزمات، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد 12، العدد 1، السعودية، 1998، ص.109.

³ إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، العدد 9، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2009، ص.18-19.

العمل المتعامل مع الأزمات خبرات مختلفة في النواحي المالية والاقتصادية والقانونية والسياسية والسلوكية والمحاسبية والإدارة والإحصاء¹.

وتساعد نظم الإنذار المبكر عموماً فيما يلي²:

- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم، سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص؛
- التعرف على المؤسسات أو المواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها مشاكل أو يحتمل وقوعها في مشاكل؛
- المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص؛
- توجيه الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

4.1. نماذج نظم الإنذار المبكر:

اعتمدت معظم الدراسات التي استخدمت نظم الإنذار المبكر لغرض تحليل هشاشة النظام المالي أو من أجل دراسة احتمالية وقوع أزمة مالية، على النموذجين التاليين:

- نموذج الإشارات (منهجية المؤشرات الرائدة):

يعتبر هذا النموذج الأقدم استعمالاً كنظام للإنذار المبكر، وقد تم تطبيقه لأول مرة في مجال التنبؤ بالأزمات المالية ضمن العمل الذي قام به كل من Kaminsky و Reinhart في سنة 1999، حيث تمت دراسة 76 أزمة سعر صرف أصيبت بها 30 دولة على طول الفترة 1970-1995³، وهي طريقة مستوحاة من الأبحاث المهمة بدورة الأعمال، وبالخصوص تلك التي اهتمت بقدرة السلاسل الزمنية على التنبؤ بعودة الظروف⁴. وتعتمد هذه الطريقة على تحديد عتبة S لقيمة كل مؤشر X تبدأ منها إشارات الإنذار من طرف النظام. تعلن العتبة S عن إمكانية حدوث أزمة في فترة زمنية محددة تسمى أفق الإشارة للتنبؤ بالأزمة، والتي تكون عادة 8 أشهر أو 12 شهراً أو 24 شهراً، وبذلك نكون أمام الحالات الأربعة المبينة في الجدول التالي:

¹ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص. 26.

² Rajana Sahjwala, and Paul Van der Berg, **Supervisory risk assessment and early warning systems**, Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper No. 4, december 2000, p.7.

³ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, **The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems**, American Economic Review, vol. 89(3), 1999.

⁴ Mario Dehove, **Crises financières: deux ou trois choses que nous savons d'elles**, Conseil d'Analyse Economique, France, avril 2003, p.12.

الجدول رقم (2-5): الحالات الناتجة عن طريقة الاشارات

عدم وقوع الأزمة بعد الفترة θ	وقوع الأزمة بعد الفترة θ	
B	A	$x > s$
D	C	$x < s$
$B+D =$ إجمالي الأزمات التي لن تحدث	$A+C =$ إجمالي الأزمات التي سوف تحدث	

Source: Mario Dehove, *Crises financières: deux ou trois choses que nous savons d'elles*, Conseil d'Analyse Economique, France, avril 2003, p.12.

وتعكس مصفوفة المؤشرات المشار إليها في الجدول أعلاه الحالات التالية:

الحالة A: سوف تحدث أزمة بعد الفترة θ عندما يكون $x > s$ ؛

الحالة B: لن تحدث أزمة بعد الفترة θ عندما يكون $x > s$ ؛

الحالة C: سوف تحدث أزمة بعد الفترة θ عندما يكون $x < s$ ؛

الحالة D: لن تحدث أزمة بعد الفترة θ عندما يكون $x < s$ ؛

ويمكننا إضافة نسبتين للعتبة S، هما¹:

✓ نسبة الأزمات التي من الممكن لهذه العتبة التنبؤ بها: $A/(A + C)$ ؛

✓ نسبة الأزمات الخاطئة التي من الممكن لهذه العتبة التنبؤ بها: $B/(B + D)$.

وعليه يمكننا بناء مؤشر مركب متقدم للتنبؤ بالأزمة، يسمى بنسبة "ضجيج الإشارات الجيدة":

$$I = \frac{B/(B + D)}{A/(A + C)}$$

وكلما كانت هذه النسبة منخفضة، كلما ارتفع احتمال إعطاء الإشارة الصحيحة لحدوث الأزمة وانخفض

احتمال إعطاء الإشارة الخاطئة لعدم حدوث الأزمة.

• نماذج اللوجيت والبروبيت Logit and Probit models:

تسمح نماذج الانحدار من النوع LOGIT و PROBIT (غير الخطية) بنمذجة العلاقة بين المتغيرات

المختارة واحتمال حدوث الأزمة. ولا تختلف هذه المتغيرات عن تلك المستعملة في طريقة الاشارات، ولكن

الاختلاف عند استعمالها ضمن اطار هذه النماذج هو التخلص من الاجابة الثنائية للطريقة الأولى، حيث أن

هذه النماذج تأخذ بعين الاعتبار قيم المتغيرات.

¹Dehove Mario, *Op. cit.*, p.12.

✓ نموذج الانحدار اللوجستي: يستخدم نموذج الانحدار اللوجستي في التنبؤ باحتمال حدوث حدث معين، ويتجاوز هذا النموذج مشكلة عدم تجانس تباين الحد العشوائي لأنه يفترض توزيعاً مختلفاً لهذا الحد، وذلك باعتماد هذا النموذج على دالة التوزيع اللوجستي المتراكم. والذي يعتمد الصيغة¹:

$$\ln(P/1 - P) = a + bX$$

حيث: P عبارة عن نسبة احتمال حدوث الحدث المدروس إلى حجم العينة؛ $1-P$: نسبة احتمال عدم حدوث الحدث.

✓ نموذج الانحدار البروبيتي: يؤدي استخدام نموذج الانحدار البروبيتي نفس مهمة التخلص من مشكلة عدم تجانس تباين الحد العشوائي باعتماده دالة التوزيع الطبيعي الاحتمالي المتراكم، والذي يعتمد الصيغة².

$$\ln(P) = a + bX$$

2. اختبارات الإجهاد المالي:

في ظل السعي إلى تحقيق الاستقرار المالي والتأكيد على متانة وصلابة القطاع المصرفي، أنتجت الصناعة المصرفية إحدى الأدوات الهامة لقياس قدرة البنوك على مواجهة المخاطر المصرفية والأزمات المالية بشكل أكثر كفاءة وفاعلية والتي أطلق عليها اختبارات الإجهاد المالي.

ولقد دفعت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالبنوك المركزية إلى زيادة الحرص على مطالبة البنوك بتنفيذ اختبارات الإجهاد المالي، من خلال افتراض مجموعة من أسوأ السيناريوهات الاقتصادية محتملة الحصول والتي تؤثر على أنشطة البنوك بهدف تعزيز نظام إدارة المخاطر لديها ومساعدته في الاستعداد لمواجهة الأزمات.

1.2. تعريف اختبارات الإجهاد المالي:

يمكن إعطاء عدة تعاريف لاختبارات الإجهاد المالي، منها:

عرفت اختبارات الإجهاد بأنها مجموعة من التقنيات المستخدمة لتقييم قدرة البنوك على تحمل الخسائر المستقبلية التي يمكن أن تتعرض لها في ظل أوضاع وظروف استثنائية³.

¹عباس ناجي جواد، المفاضلة بين طرق تقدير الدوال الاقتصادية ذات المتغيرات التابعة النوعية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 18، جامعة تكريت، العراق، 2010، ص.106.

²نفس المرجع، ص.106.

³Mario Quagliariello, **Stress-testing the banking system: methodologies and applications**, Cambridge University Press, 1st Edition, USA, 2009, p.23.

كما يمكن تعريفها على أنها مجموعة من التقنيات المستعملة لتقييم مدى مقاومة النظام المالي لصددمات الاقتصاد الكلي الاستثنائية ولكن المعقولة¹.

2.2. أهمية اختبارات الإجهاد المالي:

أكدت الأزمات المالية عدم كفاية إدارة المخاطر على أساس أوضاع العمل العادية، لأنه في حالة التغيرات الفجائية في الأسواق (صددمات سوقية قوية) فإن البنوك قد تتعرض لخسائر كبيرة نتيجة للحالات التالية²:

- استجابة السوق بصورة مختلفة عن استجابته في حالة الظروف العادية؛
- ظهور مخاطر تركزات جديدة من خلال ترابط غير متوقع في الأسواق المختلفة؛
- تحركات سريعة في الأسعار وشح في السيولة داخل السوق؛
- ضغط مفاجئ في الأوضاع الاقتصادية في البلدان والأقاليم المتأثرة بتلك الأزمات؛
- الصعوبات التي عادة ما تواجهها البنوك في تغطية مراكزها خلال الأزمات.

3.2. مقاربات استعمال اختبارات الإجهاد المالي:

يمكن التفرقة بين نوعين اثنين من اختبارات الإجهاد المالي، النوع الأول موجه لقياس النظام المالي ككل، والنوع الثاني مستخدم من قبل المؤسسات المالية بشكل فردي. ومن هذا المنطلق تم استعمال اختبارات الإجهاد المالي وفق مقاربتين:

● **المقاربة التنافسية (اختبارات الاجهاد النظامية):** تهدف إلى تقييم الاستقرار المالي للنظام ككل، بتشكيلة واسعة من التقنيات والأساليب التي تسمح لها بالإحاطة بخطر العدوى المالية، غير أن هذه المقاربة لا تأخذ بعين الاعتبار المخاطر الفردية مثل الخطر التشغيلي، القانوني ونوعية الأصول. في حين أنه على المستوى التجمعي، فهي تؤمن نتائج تقريبية والتي تبسط حقيقة النظام المالي الذي هو في الواقع أكثر تعقيداً³.

● **المقاربة التصاعدية (اختبارات الإجهاد الفردية):** تهدف إلى التعرف على مصادر عدم الاستقرار والهشاشة التي تهدد المؤسسات المالية بتقييم فردي. استعملت من قبل البنوك العالمية الكبرى في بداية سنوات التسعينات، من خلال بناء اختبارات القياس درجة مقاومة محافظها المالية للصددمات الخارجية⁴. ثم تم ادراجها ضمن عملية الرقابة المصرفية سنة 1996، ضمن تعديل اتفاقية بازل الأولى بإدخال خطر السوق والسماح للبنوك باستعمال

¹Sorge Marco, **Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies**, BIS working paper, No.165, Bank for International Settlements, 2004, p.1.

²معهد الدراسات المصرفية، اختبارات الضغط، مجلة اضاءات مالية ومصرفية، العدد 5، الكويت، ديسمبر 2010، ص.2.

³Albulescu Claudiu Tiberiu, **La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Poitiers, France, 2009, p.328.

⁴Ibid.

نماذج داخلية لقياس المخاطر. حيث قرر في هذا التعديل قياس مدى فعالية النماذج الداخلية من خلال اختبارين، الاختبار الأول ما يسمى بـ **Back-testing** وهو اختبار يتم في الظروف العادية ثم اختبار ثاني **Stress-testing** يتم في ظروف الأزمات¹.

4.2. مضمون اختبارات الضغط:

تتم اختبارات القدرة على تحمل الضغوط غالباً بتقييم جانبين من وضع البنك، هما: الملاءة والسيولة، لأن وجود مشكلات في أحدهما يمكن أن يتسبب في خسائر ضخمة ويؤدي إلى وقوع أزمة مصرفية.

● **اختبار الملاءة:** يقوم هذا الاختبار بتقييم مدى كفاية رأس مال المنشأة المعنية لاستمرار ملاءتها. وهو يقدر أرباح البنك وخسائره والتغيرات التي تطرأ في قيمة أصوله. وتقاس الملاءة بنسب رأس المال المختلفة، وبنجاح أو فشل المؤسسات، أو النظام ككل في الاختبار تبعاً لمستوى نسبة رأس المال الذي ينبغي أن يظل أعلى من مستوى حدي مقرر مسبقاً، يسمى الحد الأدنى لمعدل العائد (وهو الحد الأدنى لرأس المال الإلزامي الذي لا بد أن يحتفظ به حتى يحتفظ بتصنيفه الائتماني الحالي وبقدرته على النفاذ إلى التمويل)، أثناء سيناريو الضغط².

● **اختبار السيولة:** يقصد به تقييم قدرة المؤسسة على أداء مدفوعاتها في ظل أوضاع معاكسة للسوق، سواء باستخدام النقد، أو بيع أصول، أو إعادة تمويل التزاماتها. وتتسم أوضاع السوق المعاكسة بعدم القدرة على بيع الأصول بسعر وبسرعة مقبولين (مشكلات السيولة السوقية)، أو الإخفاق في إعادة تمويل الالتزامات أو الحصول على تمويل إضافي (سيولة التمويل). ونتيجة لذلك، يمكن أن تؤدي التصورات السوقية بشأن مشكلة الملاءة إلى نقص في السيولة نظراً لفقدان ثقة المودعين أو المستثمرين أو قيامهم بطلب أسعار فائدة أعلى من البنك. وأحد الجوانب الأساسية لاختبار القدرة على تحمل الضغط هو تقييم ما إذا كانت مشكلة الملاءة أو السيولة في مؤسسة ما يمكن أن تؤدي إلى أزمة مصرفية على مستوى النظام³.

¹Blaschke Winfrid et al., **Stress-testing of financial systems: an overview of issues, methodologies, and FSAP experiences**, IMF Working Paper No. 01/88, June 2001, p.7.

²هيروكو أورا، ليليانا شوماخر، **بنوك تحت الضغط**، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 2، صندوق النقد الدولي، 2013، ص.ص. 38-39.

³نفس المرجع، ص. 39.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى أهمية تحقيق استقرار النظام المالي بالنسبة إلى صناع السياسة من كون النظام المالي الضعيف يؤثر سلبا بالاقتصاد الحقيقي، حيث أن حالات عدم الاستقرار في الأسواق المالية يمكن أن تولد حالات من عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي، والتي تولد بدورها تدهور أوسع في سلامة النظام المالي، ومن هذا اتجه اهتمام صناع السياسة إلى التحري عن مقاييس ومؤشرات كلية، لتكون كوسائل لمراقبة احتمالية نشوب الأزمات والتنبؤ بها. وإرسال إشارات إلى الجهات المعنية بطبيعة المخاطر المحتملة من أجل وضع التصورات الملائمة لكيفية التعاطي معها في حال وقوعها.

ولقد زاد الاهتمام مؤخرا بالمؤشرات التجميعية كونها أداة هامة ومفيدة لاتخاذ القرارات وتقييم أداء الدول المختلفة من الناحية الاقتصادية، والاجتماعية، والتكنولوجية. بالإضافة إلى إتباع سياسات وإجراءات تساعد على الوقاية من الأزمات وتفادي حدوثها أصلا، بتصميم نظم للإنذار المبكر بالأزمات لتوجيه وتحذير متخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية، لتجنب التكاليف الكبيرة التي قد تنجم عنها في حالة حدوثها. فضلا عن اختبارات الإجهاد المالي التي تعزز نظم إدارة المخاطر في القطاع المالي بما يساعدها على الاستعداد لمواجهة أوضاع السوق الصعبة وتجاوزها.

الفصل الثالث
في بيان ما...

فإنما... في بيان ما...
في بيان ما...

الآن... في بيان ما...
في بيان ما...

في بيان ما...

تمهيد:

منذ بداية الأزمة المالية التي انفجرت في أواخر سنة 2008، شهدت أغلب الاقتصاديات المتقدمة ركودا اقتصاديا دفع بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة إلى الانتقال من السياسة النقدية التقليدية إلى مجموعة من السياسات غير التقليدية التي استهدفت متغيرات كمية غير معتادة مثل معدل الفائدة الصفري والتيسير الكمي وغيرها من المستهدفات الخاصة بالسياسة النقدية غير التقليدية. ويعتبر التيسير الكمي من الأدوات المستحدثة التي انتهجتها البنوك المركزية في أغلب الدول المتقدمة لمعالجة أزمة السيولة التي عصفت بالبنوك والمؤسسات المالية وزعزعت استقرار النظام المالي وقادت إلى حدوث أزمة اقتصادية.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي؛

المبحث الثاني: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية في بعض الدول المتقدمة؛

المبحث الثالث: تجربة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في تطبيق سياسة التشديد الكمي.

المبحث الأول: دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي

يلعب البنك المركزي دوراً مهماً في تمثيل الدولة وبسط سيادتها على أنشطة الحياة اليومية (المالية، الاقتصادية، الاستثمارية، التجارية والاجتماعية) سواء للفرد أو المجتمع ككل، فالبنك المركزي يعكس دور الحكومة في النشاط المالي والاقتصادي وذلك من خلال التحكم باتجاهات التعامل النقدي في السوق، وضبط السياسة النقدية، وتوجيه الموارد ومجالات الإنتاج نحو الاستخدام الأمثل والفعال وفق الإمكانيات المتاحة للدول، وإصدار الأوراق النقدية، والمحافظة على مستويات الدخول والأسعار، ومراقبة أسعار الصرف، واتخاذ التدابير اللازمة لاستقرار الحياة الاقتصادية والمالية عموماً مستعينا بالأساليب والوسائل التي تمكنه من الأداء الكفء والفعال لهذه المهام¹.

ولقد أثارت الأزمة المالية الأخيرة تساؤلات مهمة حول دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي وكيف يؤثر تنفيذ هذه الوظيفة على حوكمة البنك المركزي. وهناك ثلاثة أسباب رئيسية وراء ضرورة أن يكون للبنوك المركزية دوراً بارزاً في سياسة الاستقرار المالي. أولها، يمكن أن يؤثر عدم الاستقرار المالي على بيئة الاقتصاد الكلي، مع عواقب وخيمة على النشاط الاقتصادي، واستقرار الأسعار وعملية نقل السياسة النقدية. ثانيها، البنوك المركزية هي المصدر النهائي للسيولة للاقتصاد، وتوفير السيولة المناسبة أمر حاسم للاستقرار المالي. أما ثالثها فهي أن أداء وظائف السياسة النقدية يسمح للبنوك المركزية بتوجيه الاقتصاد الكلي وفهم للأسواق المالية والمؤسسات والبنية التحتية اللازمة لممارسة وظيفة السلامة الاحترازية الكلية².

المطلب الأول: تطور أهداف البنك المركزي

لم تعد البنوك المركزية مسؤولة فقط على أداء مهامها التقليدية المتمثلة أساساً في ضمان استقرار القطاع وإنما امتدت مهامها إلى ضمان استقرار كامل النظام المالي، فلقد برزت الحاجة منذ البداية إلى إيجاد ضامن للسير الحسن داخل النظام البنكي ولعل ما زاد من شدة هذه الحاجة هو الأهمية الكبيرة التي يتمتع النظام البنكي داخل النظام الاقتصادي، إذ يسمح وجود سلطة عمومية بتجنب حالة الهلع البنكي حيث تملك هذه السلطة القدرة على تحويل الأصول البنكية إلى سيولة في أي وقت، كما يقدم البنك المركزي وسائل الدفع الضرورية للحفاظ على الاستقرار المالي.

¹ محمد فوزي، دور المصرف المركزي في تحقيق الاستقرار المالي و المحافظة عليه، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 30، سوريا، 2014، ص.41.

² Stefan Ingves, **Central bank governance and financial stability**, BIS study group report, Basel, Switzerland, 2011, p.1.

ويمكن إظهار الطريقة التي تطورت بها أهداف البنوك المركزية من خلال ما يلي:

1. مرحلة تحديد الاستقرار النقدي كهدف أساسي:

يرى الاقتصادي بول فولكر (Volkher, 1984) رئيس الاحتياطي الفيدرالي للفترة 1979-1987، بأن استقرار الأسعار لم يكن الهدف الرئيسي للبنوك المركزية عند نشأتها ويقدم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي كمثال على ذلك، حيث كان يهدف هذا الأخير في البداية إلى ضمان الاستقرار المالي قبل أن يتحول إلى ضمان الاستقرار النقدي¹.

بينما يرى الاقتصادي جان كلود تريشييه (Trichet, 1994) أن الدور الأساسي للبنوك المركزية قد كان منذ نشأتها هو الحفاظ على استقرار الأسعار، ويرى بأنه من بين الثلاث وظائف الرئيسية التي تؤديها البنوك المركزية: الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي، بنك البنوك، بنك الحكومة، تعتبر الوظيفة الأولى أهم هذه الوظائف وبأن وظيفة بنك البنوك تندرج في مفهوم واسع يسعى إلى ضمان استقرار القطاع البنكي، بينما تهدف وظيفة استقرار الاقتصاد الكلي إلى ضمان استقرار الأسعار².

لقد جاء تحديد استقرار الأسعار كهدف أساسي للبنوك المركزية نتيجة المواجهة التي دارت بين مدرستين للفكر الاقتصادي، إذ ترجع المدرسة النقدية ظهور التضخم إلى عوامل نقدية بينما ترجعه المدرسة الكينزية إلى وقوع صدمات في جانب العرض، وقد لاقت آراء المدرسة الأولى قبول أغلبية الاقتصاديين ما أدى إلى تركيز الاهتمام حول المجاميع النقدية قصد التحكم في الكتلة النقدية وتجنب التضخم وهو ما انعكس على أهداف البنوك المركزية³. حيث شهد النظام المالي الدولي خلال الفترة 1972-1973 تزايداً كبيراً في الضغوط التضخمية حيث بلغ معدل التضخم مستويات مقلقة، ما جعل البنوك المركزية تركز جل جهودها في محاربة التضخم وتجعل من هذا التوجه هدفها الأساسي⁴.

ويرى شيش وسيتز (Schich & Seitz, 1999) بأن مهام البنك المركزي تأثرت في القرن العشرين بحدثين بارزين، الأول هو ظهور الكساد الاقتصادي في بداية السبعينات حيث دفع عدد كبير من الاقتصاديين للتخلي عن فكرة وجود علاقة في المدى الطويل بين التضخم والبطالة، وأصبح ينظر لهدف تحقيق استقرار الأسعار من طرف البنوك المركزية على أنه أحسن وسيلة تلجأ إليها السياسة النقدية لتحسين الأداء الاقتصادي

¹Garry J. Schinasi, **Responsibility of central banks for stability in financial markets**, IMF, WP/03/121, 2003, p.7.

²Albulescu Claudiu Tiberiu, **La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Poitiers, France, 2009, p.154.

³Charles A. E. Goodhart, **Which lender of last resort for Europe?**, Central Banking Publications, London, 2000, p.22.

⁴Albulescu Claudiu Tiberiu, **Op. cit.**, p.155.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

مع مرور الوقت؛ أما الحدث الثاني فيتمثل في تحولات القطاع المالي التي تسارعت في الثمانينيات نتيجة للتحليل والابتكارات المالية والتي أدت إلى تزايد حركة رؤوس الأموال والقدرة على فرض العقوبات على الأسواق المالية. وقد أدت هذه العوامل إلى تغيير أو تطور مهام البنك المركزي، حيث قل الاهتمام بمراقبة سعر الصرف وتم توجيه سياسة البنك المركزي نحو استهداف التضخم وزيادة التركيز على تحقيق استقرار الأسعار والحفاظ عليه¹، لضمان السير الحسن للنشاط الاقتصادي الذي يتطلب توفر ثقة المستثمرين.

2. مرحلة استحداث هدف تحقيق الاستقرار المالي:

لوحظ خلال السنوات الأخيرة بروز هدف جديد للبنوك المركزية ألا وهو تحقيق الاستقرار المالي، وقد ساهم في ذلك عدة عوامل على غرار تطور أسواق رأس المال، واندماج اقتصاد الدول على المستوى الدولي، بالإضافة إلى أن الاحتلالات المالية لم تعد مقتصرة على اقتصادات الدول التي تعرف معدلات تضخم مرتفعة وأصبحت تسجل حتى في اقتصادات الدول التي تعرف معدلات تضخم منخفضة، وقد ساهمت كل العوامل السابقة في دفع السلطات النقدية لتركيز اهتمامها على الاستقرار المالي وما يقتضيه من معالجة للأزمات المالية.

لم تعد البنوك المركزية مسؤولة فقط على أداء مهامها التقليدية المتمثلة أساساً في ضمان استقرار القطاع وإنما امتدت مهامها إلى ضمان استقرار كامل النظام المالي، وتعتبر الثقة في قيمة النقود عامل أساسي لتحقيق هدف الاستقرار المالي، وفي المقابل يؤدي وجود نظام مالي مستقر إلى تحقيق هدف ثبات الأسعار.

عادة ما تسعى البنوك المركزية إلى تحقيق الاستقرار المالي ومعالجة الأزمات المالية بالرجوع إلى سياسة السوق المفتوحة، المساهمة في نظام ضمان الودائع المصرفية، أداء دور المقرض الأخير، ضمان السير الحسن لنظام المدفوعات ورقابة القطاع البنكي، كما يحتم البعد الاحترازي الكلي للاستقرار المالي ضرورة مراقبة الاستقرار داخل كامل النظام المالي من طرف البنوك المركزية، إذ تلجأ هذه الأخيرة إلى وسيلتين: تقدير الأخطار المحتملة التي تؤثر على استقرار النظام وتقدير مدى مكانة النظام المالي ومدى قدرته على مواجهة الصدمات، ونلاحظ في هذه الحالة وجود التقاء بين هدف السياسة النقدية التقليدي (استقرار الأسعار) وهدفها الحديث (الاستقرار المالي ومعالجة الأزمات المالية)².

¹Sebastian Schich and Franz Seitz, **Changing the institutional design of central banks**, SSRN Electronic Journal, 1999, p.1.

²Albulescu Claudiu Tiberiu, **Op. cit.**, pp.157-158.

3. الجدل القائم حول إمكانية توافق هدي الاستقرار النقدي والاستقرار المالي:

يعد هدف تحقيق الاستقرار المالي (محرارة الأزمات المالية) هدفا معقدا مقارنة بهدف تحقيق الاستقرار النقدي (محرارة التضخم) الذي يتم تحديده بشكل دقيق ويمكن تحقيقه خلال فترة زمنية معينة، ويتميز هدف الاستقرار المالي بكونه هدف غير دقيق حيث يرجع ذلك إلى غياب تعريف محدد له من جهة وإلى تعدد السياسات الهادفة إلى تحقيقه، ولقد قام الاقتصادي (Isarescu, 2006) بإنجاز دراسة حاول من خلالها دراسة العلاقة التي تربط بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي، وقد ميز هذا الأخير بين مقاربتين أساسيتين: تعتبر المقاربة الأولى تقليدية وهي ترى بأن كلا الاستقرارين يتعاونان ويتغذيان من بعضهما على المدى الطويل، في المقابل توجد مقاربة حديثة ترى بأن تثبيت الأسعار في مستويات متدنية سيخلق وضع اقتصادي جديد يتميز بعدم ضمان الاستقرار المالي¹.

عادة ما ينظر إلى التوافق الموجود بين كلا الهدفين أي التخلي عن أحد الهدفين مع الإبقاء على الآخر على أنه توافق المدى القصير، ويرى أصحاب هذا الرأي بأن أهداف استقرار الأسعار لا تتطابق دوما مع أهداف الاستقرار المالي حيث أن بعض أهداف استقرار الأسعار يمكن أن تؤدي إلى عدم استقرار النظام المالي وبالتالي وقوع أزمات مالية، كما ذهب بعض الاقتصاديين إلى حد القول بأن وجود نسبة تضخم ضعيفة ثابتة قد تجعل النظام المالي أكثر هشاشة أمام خطر ارتفاع أسعار الأصول.

ومن أمثلة الحالات التي تبين عدم التوافق بين هدف استقرار الأسعار وهدف الاستقرار المالي لدينا حالة اقتصاد يعاني من التضخم ويعاني أيضا من ضعف بنوكه، حيث يفترض أن يقوم البنك المركزي في حالة التضخم برفع معدلات الفائدة إلا أن هذا لن يحدث بسبب تراجع البنك المركزي عن هذا الإجراء بعد حصوله على معلومات تفيد بهشاشة النظام المالي، حيث أن أي إجراء يقتضي برفع معدل الفائدة سيزيد حتما من الهشاشة، وبالتالي سيفشل البنك المركزي في مواجهة التضخم².

من جانب آخر حاول مجموعة من الاقتصاديين إظهار إمكانية التوافق بين هدف استقرار الأسعار وهدف الاستقرار المالي، ففي هذا السياق يرى الاقتصادي (Mishkin, 1997) بأن هدف استقرار الأسعار لا يعني

¹Ibid, p.159.

²Tor Jacobson et al., **How can central banks promote financial stability?**, Economic Review, No. 2, Sveriges Riksbank, 2001, p.5.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

فقط أن التضخم يجب أن يبقى منخفضاً، ولكن أيضاً تجنب انكماش الأسعار، وكل ارتفاع في المستوى العام للأسعار وكذلك كل انخفاض في هذا الأخير قد يكون مصدراً لعدم الاستقرار المالي¹.

والصراع بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي لا يمكن أن يكون إلا على المدى القصير أي في حالة التضحية بهدف التضخم مقابل الحفاظ على الاستقرار المالي، وهذين الهدفين يلتقيان على المدى المتوسط والطويل، وهو ما تم ملاحظته خلال الأزمة المالية العالمية 2008 حيث قام عدد كبير من البنوك المركزية بضخ السيولة في السوق أي أنها قامت في المدى القصير بالتضحية بهدف التضخم لصالح هدف الاستقرار المالي².

وبناءً على كل ما سبق يمكن القول بأننا في حاجة إلى سياسة تمزج بين الجانب النقدي وبين جانب التنظيم والرقابة، وهذا حتى يتسنى تحقيق كلا الهدفين، لأنه سيكون لغياب الاستقرار المالي تأثيراً واضحاً على استقرار الأسعار وعلى النمو الاقتصادي حيث أن النظام المالي المستقر يؤثر إيجابياً على مردود الاقتصاد بينما يحد النظام المالي غير المستقر من مردود الاقتصاد.

المطلب الثاني: مهام البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي

يقوم البنك المركزي في معظم الدول بالتنسيق مع الجهات الأخرى ذات الصلة بمهمة تحقيق الاستقرار المالي والحفاظة عليه، وذلك من خلال إعداد ومتابعة تنفيذ السياسة النقدية وسياسة النقد الأجنبي والسياسات المصرفية والرقابية. وفي هذا الإطار أصدر بنك التسويات الدولي في ماي 2011 دراسة بعنوان الإدارة الرشيدة للبنك المركزي والاستقرار المالي، تناول الفصل الأول مهمة البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي والحفاظة عليه في ظل الأوضاع الاقتصادية العادية. واستعرض الفصل الثاني دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي خلال فترة الأزمات المالية والاقتصادية. أما الفصل الثالث فتعرض إلى السياسة الوقائية للبنك المركزي بالإضافة لبعض الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية 2008. ويمكن عرض، بصفة موجزة، ما تضمنته الدراسة المذكورة فيما يلي³:

1. وظيفة البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي في ظل الأوضاع الاقتصادية العادية:

شملت الدراسة 13 بنكا مركزياً، وأضحت نتائج المسح أن معظم هذه البنوك تقوم بأدوار مختلفة، ويعزى ذلك لعدد من العوامل أهمها اختلاف القوانين واللوائح والأوضاع السياسية والهياكل التنظيمية للمؤسسات

¹Frederic S. Mishkin, **The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers**, FED of Kansas, 1997, p.91.

²Albulescu Claudiu Tiberiu, **Op. cit.**, pp.160-161.

³محمد الحسن محمد أحمد، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة المصري، بنك السودان المركزي، العدد 58، السودان، 2010، ص ص.42-43.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

المختلفة، وتوزيع وتنسيق المهام مع الجهات الأخرى ذات الصلة. ومثال ذلك يقوم البنك المركزي بالرقابة الوقائية الجزئية وبالتالي يقوم بتوفير السيولة الطارئة للمصارف. ولوحظ أنه ليس هنالك بنك مركزي في عينة الدراسة قد استهدف بوضوح تحقيق الاستقرار المالي وإنما جاء ذلك ضمناً في أهداف السياسة النقدية والمصرفية.

2. وظيفة البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي خلال فترة الأزمات:

تقوم البنوك المركزية في الأحوال العادية بإعداد ومتابعة تنفيذ السياسة النقدية ونظام الدفع، والتدخل في بعض الأحيان إذا كان هنالك ضرورة، فمثلاً لمعالجة ارتفاع معدل التضخم وتدهور سعر الصرف، هذا بجانب دورها التقليدي في الرقابة والإشراف على البنوك مستخدمة الأدوات المباشرة وغير المباشرة وقد لوحظ من عينة الدراسة أن هذا الدور تقوم به البنوك المركزية في فرنسا وماليزيا والفلبين وتايلاند.

وخلال فترة الأزمات وخاصة الأزمة المالية العالمية الأخيرة، قامت البنوك المركزية في مجموعة دول الدراسة بدور المقرض الأخير بتوفير السيولة لعدد من البنوك والمؤسسات المالية مقابل ضمانات معينة وفق الحالات المستعجلة دون أن تطلب ضمانات.

وفيما يتعلق بالترتيبات والمقترحات ركز فريق الدراسة على السياسات التي تحد من حدوث الأزمات وإدارتها والتعامل معها، ويتطلب ذلك توفير البنوك المركزية للسيولة الطارئة للمؤسسات المالية التي تواجه نقص في السيولة، وكذلك تقديم التمويل الطارئ، وإعداد الترتيبات والإجراءات لإدارة عملية انهيار هذه المؤسسات والتي قد تكون بنوك أو شركات توظيف أموال.

وقد أشارت التجربة إلى أنه تم تعديل قانون البنك الاحتياطي الأمريكي البند 3 لتقديم التمويل للمؤسسات المالية غير المصرفية والتي واجهت مصاعب مالية نتيجة للأزمة المالية العالمية. وأيضاً تم تعديل البند 19 للسماح له بالحصول على خطوط تمويل بالعملاء الأجنبية من البنوك المركزية الأخرى¹.

3. السياسات الوقائية للبنك المركزي:

يرى البعض أن قيام البنك المركزي بإعداد وتنفيذ السياسات الوقائية الخاصة بالمؤسسات المالية قد أدى إلى تحسين فعالية هذه السياسات، وذلك نسبة لتوفير البيانات المتعلقة بأداء هذه المؤسسات ودرجة الترابط بينها وتأثيرها على بعضها. وتقوم الإدارة المعنية بالرقابة الوقائية بالبنك المركزي بتحليل الميزانيات وحساب الأرباح والخسائر بصورة دورية يتم تحديدها ومن ثم إعداد التقارير التي تتضمن التوصيات والمعالجات المالية والمحاسبية

¹ نفس المرجع، ص. 43.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

لأي اختلالات يتوقع حدوثها. وبالتالي يتم التحوط لاحتمال ظهور هذه الاختلالات، من خلال قيام الوحدات التابعة للمؤسسات المسؤولة عن تنفيذ سياسة الرقابة الوقائية الجزئية وتطبيقها بصورة¹:

- تتسق مع فعاليات الحوكمة الرشيدة؛
 - تراعي التنسيق مع أهداف السياسة النقدية والسياسات المصرفية والرقابية الأخرى؛
 - تعتمد تطبيق هذه السياسات على الهيكل المؤسسي ودرجة تطور السوق المالي والترتيبات السياسية والتجارب الماضية؛
 - تتفق مع الرأي الاقتصادي بأنه ليس هناك معالجات موحدة للاضطرابات في أداء المؤشرات المالية والمصرفية تتوافق مع الاقتصاديات المتنوعة للدول.
- وبخصوص التساؤلات التي أثارها الأزمة المالية الأخيرة حول دور البنك المركزي في سياسة الاستقرار المالي وكيف يؤثر تنفيذ هذه الوظيفة على حوكمة البنك المركزي، فقد توصلت الدراسة التي قام بها بنك التسويات الدولي في ماي 2011 إلى بعض الاستنتاجات العامة، نذكر منها²:
- يجب أن تشارك البنوك المركزية في صياغة وتنفيذ سياسة الاستقرار المالي حتى تكون هذه السياسة فعالة؛
 - يجب أن تكون تفويضات الاستقرار المالي وترتيبات الحوكمة الخاصة بالبنوك المركزية متوافقة مع مسؤوليات سياستها النقدية؛
 - إن تكليف البنك المركزي بمسؤولية الاستقرار المالي ليس كافياً، فالأدوات والسلطات والضمانات المناسبة ضرورية أيضاً؛
 - الوضوح المسبق بشأن أدوار ومسؤوليات جميع السلطات المعنية بسياسة الاستقرار المالي ذو أهمية قصوى في اتخاذ قرارات فعالة وسريعة، لإدارة المبادلات وللمساءلة؛
 - بشكل عام، لا يوجد هيكل بسيط لضمان سهولة التعرف على الإجراءات اللازمة لتحقيق جميع أهداف السياسة ذات الصلة واعتمادها في جميع الظروف. وبغض النظر عن التعقيدات والشكوك، يمكن أن تؤثر السياسات المختلفة على الأطراف المعنية بطرق مختلفة تولد توترات. وهذا يوفر أساساً منطقياً مقنعاً للاهتمام الدقيق بتصميم ترتيبات الحوكمة؛
 - هناك حاجة إلى الوضوح بشأن مسؤوليات الاستقرار المالي للحد من مخاطر عدم التوافق بين ما يتوقعه الجمهور وما يمكن للبنك المركزي تقديمه، وكذلك لتعزيز المساءلة. لا ينبغي مساءلة المؤسسات عن المهام التي لم

¹ محمد فوزي، مرجع سابق، ص.42.

² Stefan Ingves, *Op. cit.*, pp.1-2.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

يتم تكليفها بشكل واضح بمتابعتها أو تجهيزها لإنجازها. على الرغم من أنه من الصعب تحديد مفاهيم للاستقرار المالي وتفعيلها، إلا أنه من المهم أن يكون لدى البنك المركزي تفويض رسمي. حيث يمنح هذا التفويض للبنوك المركزية مسؤوليات واسعة للاستقرار المالي؛

● عندما يتحمل البنك المركزي مسؤوليات السياسة الاحترازية الكلية، يجب أن يكون لديه إما الأدوات التي يمكن أن يستخدمها بشكل مستقل أو الوسائل لمطالبة السلطات الأخرى التي لديها السلطة لاتخاذ الإجراءات المناسبة؛

● تحتاج البنوك المركزية إلى الوصول إلى مجموعة واسعة من المعلومات للاضطلاع بوظائف الاستقرار المالي. فهي بحاجة إلى معلومات حول جودة الضمانات المقدمة لائتمان البنك المركزي، وملاءة المؤسسات التي تسعى للحصول على دعم السيولة، وحالة المؤسسات ذات الأهمية النظامية، والصلة بين المؤسسات والأسواق والأنظمة. قد يتطلب هذا مشاركة واسعة النطاق للمعلومات بين الوكالات. كما يجب أن يتمتع البنك المركزي بسلطة الحصول على المعلومات مباشرة من المؤسسات المالية، من خلال السلطة القانونية للمطالبة بإعداد التقارير وإجراء عمليات التفتيش في الموقع عند الضرورة؛

● تحديد مدى وطبيعة تعاون البنوك المركزية مع السلطات العامة الأخرى من خلال كيفية تخصيص المسؤوليات المتعلقة بالإشراف والتنظيم، وحل البنوك، وتأمين الودائع، وتوفير الضمانات العامة ودعم الملاءة المالية. إن معرفة من المسؤول يمكن أن يساعد في اتخاذ القرار السريع، فقد تكون المجالس المشتركة بين الوكالات منتديات لتبادل المعلومات والمشورة، أو هيئات اتخاذ قرارات مشتركة؛

● الاستقلالية مطلوبة في تنفيذ سياسة الاستقرار المالي لضمان حمايتها من الضغوط السياسية قصيرة المدى والتأثير غير المبرر. نظرا لضرورة التعاون الوثيق بين مختلف الوكالات، فإن الترتيبات لضمان الاستقلال الذاتي يجب أن تسمح بالتعاون الفعال. يساعد التحديد الواضح للمسؤوليات في تحقيق توازن مناسب بين الاستقلالية والتعاون؛

● تعتمد مساءلة البنك المركزي عن إجراءات السياسة النقدية بشكل كبير على الشفافية. والإفصاح عن قرارات وإجراءات الاستقرار المالي وأسبابها أمر ضروري، على الرغم من أن التأخير في الكشف عن بعض عناصر القرارات قد يكون ضرورياً إذا كان الإفصاح الفوري قد يؤدي إلى سلوك مزعزع للاستقرار. بما أنه لا يمكن تحديد أهداف الاستقرار المالي بنفس درجة الدقة التي تحددها أهداف السياسة النقدية، فقد يلزم تحسين ترتيبات المساءلة؛

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

● من أجل إدارة السياسة النقدية بنجاح وبشكل مستقل، يحتاج البنك المركزي إلى السيطرة على ميزانيته العمومية. وكلما زادت المسؤولية الموكلة للبنك المركزي عن إجراءات الطوارئ لدعم الاستقرار المالي، كلما كانت قدرة البنك المركزي على تحمل المخاطر أكبر.

المطلب الثالث: التحديات التي تواجهها البنوك المركزية بعد الأزمة المالية 2008

وجدت البنوك المركزية نفسها خلال الأزمة المالية 2008 في الصف الأول لمعالجة الصدمة المالية ودعم عملية إعادة بعث الانتعاش الاقتصادي، وقد لجأت البنوك المركزية بغية تحقيق الهدف السابق إلى مختلف أدوات سياستها النقدية التقليدية المتمثلة أساسا في خفض معدل الفائدة وكذا أدوات سياستها النقدية غير التقليدية التي ركزت فيها على تسيير حجم ومكونات ميزانياتها.

إن إتباع البنوك المركزية لجملة من الإجراءات والأدوات بشكل استعجالي للرد على الأزمة المالية يدفعنا للتساؤل حول الآثار الثانوية المحتملة لمثل هذه الإجراءات لاسيما عن كيفية تطهير البنوك المركزية لميزانياتها في ظل افتقاد جل الدول للإمكانيات الضرورية لكبح الأزمة¹.

ويمكن عرض أهم التحديات التي تواجه البنوك المركزية فيما يلي²:

1. تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية:

قامت البنوك المركزية في الدول المتقدمة لاسيما الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا بتيسير كبير في شروطها النقدية خلال الأزمة، وقد قامت هذه البنوك المركزية في بادئ الأمر بخفض معدلات الفائدة ثم بعد ذلك بتضخيم حجم ميزانياتها من خلال قيامها بعمليات شراء كبرى لأوراق دين خاصة وعمومية، وكذلك من خلال تبني تسهيلات جديدة للإقراض وقيامها بتقديم قروض لمؤسسات مالية والعمل على إنقاذها، ضف إلى ذلك قامت أيضا البنوك المركزية في عدة حالات بتوسيع قائمة الأصول المقبولة في عمليات سياستها النقدية، كما قامت أيضا البنوك المركزية في الدول المتقدمة الأقل تضررا من الأزمة المالية كأستراليا وكندا مثلا بزيادة ميزانياتها العمومية لكن بدرجة أقل عما سجل في الدول المتقدمة الأكثر تضررا³.

¹Isabelle Job, **Politique monétaire: nouvelles frontières, nouveaux défis**, Eco Focus, N° 12/13, Etudes économiques de Crédit Agricole S. A., 2012, p.1.

²محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص ص. 167-173.

³Banque des Règlements Internationaux (BRI), **81^e Rapport annuel: 1^{er} avril 2010–31 mars 2011**, Bâle, 2011, p.57.

يمكن لارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل أن يؤدي إلى تسجيل خسائر مالية في حالة التخلي عن سندات أو في حالة اعتماد المحاسبة على قيمة السوق، إذ ستجد البنوك المركزية التي تملك حجم كبير من الأصول بالعملة الأجنبية نفسها عرضة لخطر الصرف، فهي ستعاني من خسائر كبيرة في حالة ارتفاع قيمة عملتها، كما سجلت مخاطر الائتمان بالنسبة للبنوك المركزية ارتفاعا كبيرا منذ بداية الأزمة نتيجة حيازة هذه البنوك على أصول ذات نوعية رديئة على غرار سندات الرهن العقاري، وهذا إما بسبب عمليات شراء الأصول أو بسبب توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمانات¹.

2. ضعف فعالية السياسة النقدية:

حتى وإن اتخذت البنوك المركزية عدة إجراءات للحد من تأثير الأزمة المالية وحتى إن نجحت في تحقيق ذلك فإن سياسات التيسير الكمي المتبعة في جل الدول المتقدمة لم تسفر إلا عن حالة انتعاش اقتصادي بطيء، ما يجعلنا نطرح عدة تساؤلات حول فعالية السياسات النقدية المطبقة بعد الأزمة.

يعود ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية المتبعة إلى عاملين أساسيين، الأول هو اعتماد البنوك المركزية على سياسة معدل الفائدة الاسمي المقارب أو المساوي للصفر، والثاني هو تداعيات انكماش ميزانية البنوك المركزية، وقد أدى إتباع سياسة معدل الفائدة المقارب للصفر إلى الحد من قدرة البنوك المركزية على خفض معدلات فائدتها وبالتالي ضيقت فرصة تنشيط الطلب، وهو ما يفسر لماذا اتجهت البنوك المركزية إلى تبني تحفييزات نقدية إضافية عبر تسيير الاستباقيات المتعلقة بمعدل الفائدة الرئيسي، وعبر عمليات الشراء الواسعة للأصول².

حتى وإن لم تحقق أداة التيسير الكمي كل النتائج المرجوة منها فإنه لا ينبغي الجزم بأن هذه الأداة لا تؤدي أي دور خاصة خلال مرحلة الانتعاش التي تتبع انكماش الميزانية، حيث بينت أحداث الأزمة المالية 2008 بأن إتباع قدر معين من التيسير الكمي منذ بداية الأزمة قد كان ضروريا للحد من تداعيات الأزمة.

تترجم محدودية فعالية أدوات السياسة النقدية المتبعة بعدم جدوى إتباع الإجراءات المتخذة بإصرار أكبر أو لمدة أطول، إن نتيجة وضع كهذا هي تنامي الآثار الثانوية غير المرغوب فيها (السلبية)، ولعل ما حصل خلال الفترة التي تلت الأزمة المالية 2008 خير دليل على ذلك³.

¹Ibid, p.58.

²محمد الأمين وليد طالب، مرجع سابق، ص.171.

³Banque des Règlements Internationaux (BRI), Op. cit., pp.101-102.

3. التراجع المفاجئ للتضخم وتنامي خطر الانكماش المالي:

تواجه العديد من البنوك المركزية منذ بضعة سنوات تراجع مفاجئ وغير منتظر للتضخم حيث أن معدلات التضخم ضلت دون المستوى المحدد في أهداف هذه البنوك، خاصة في الدول المتقدمة التي عانى اقتصادها كثيرا من تداعيات الأزمة المالية 2008، وهو الأمر الذي وضع البنوك المركزية أمام تحدي جديد تمثل في إيجاد السياسة النقدية المناسبة لمواجهة الوضع السائد.

عادة ما يؤدي حصول انخفاض مفاجئ في التضخم مقارنة بالهدف المسطر إلى إتباع البنوك المركزية لسياسات نقدية أخف، حيث سيخضع أي إجراء يقوم به البنك المركزي في هذه الحالة لعدة عوامل أهمها الإيجابيات والسلبيات المنتظرة من تراجع التضخم¹.

وهناك مجموعة واسعة من التدابير غير التقليدية التي تم اتباعها لمواجهة الأزمات، فقد جرب بنك اليابان فقط سياسة التيسير الكمي بين سنتي 2001 و 2006. وقد جعلت الأزمة المالية الحالية هذا الأمر أكثر استكشافا، فقد استخدمتها البنوك المركزية الرئيسية (الاحتياطي الفيدرالي، البنك المركزي الأوروبي، بنك إنجلترا، بنك اليابان، إلخ)، ولكن كل على طريقته الخاصة².

ولم يكن هناك اجماع حول فعالية هذه السياسات النقدية غير التقليدية، فالتجربة اليابانية في النصف الأول من العقد الأول من القرن الحادي والعشرين لم تنته بنجاح كبير. في أحسن الظروف، تمكنت البنوك من تحسين وضعها المالي، دون زيادة الائتمان بشكل ملحوظ. قد يكون المنظرون متفائلون بشأن هذا الموضوع، ويشيرون إلى القنوات التي من خلالها يمكن للسياسات النقدية أن تستمر في دعم الاقتصاد حتى عندما تكون معدلات الفائدة عند أدنى مستوياتها. وتسمح التجربة الحالية، في أحسن الأحوال، بالاستنتاج أن هذه الإجراءات البديلة للسياسة النقدية التقليدية مكنت من تجنب التورط في الانكماش³.

ولقد دفع المستوى المرتفع لمديونية البنوك المركزية إلى التساؤل حول الآثار المحتملة لانخفاض الأسعار، حيث يوجد إجماع على أن أي انخفاض عام للأسعار في ظل مديونية مرتفعة سيكون أكثر كلفة، إذ سترتفع قيمة المديونية ما لم تصحح معدلات فائدة العقود الموجودة. وهو ما يدفع إلى وجوب وجود مناقشات جادة حول كيفية العودة إلى التقشف في الميزانية العمومية للبنوك المركزية مع تجنب التورط في الانكماش.

¹Jézabel Coupepy-Soubeyran, **Les banques centrales au défi de l'après-crise**, L'économie mondiale 2012, La Découverte, Paris, 2011, p.54.

²Ibid, p.56.

³Ibid, p.57.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

في الأخير يمكننا القول بأن القلق المتعلق بالاستقرار المالي يؤدي إلى التشكيك في الإجراءات الهادفة إلى تقريب التضخم من المستوى المسطر (الهدف)، ويرى العديد من الاقتصاديين بأنه قد يكون من الأجدر تقبل مستوى تضخم أقل عن المستوى المسطر خاصة بالنسبة للدول التي تشهد تراكم في الاختلافات المالية، كما يرى نفس الاقتصاديين أن عدم تقبل الوضع السابق سيساهم في تنامي الضغوط الدافعة إلى انخفاض معدل التضخم، وهو الأمر الذي سيكون له آثار سلبية في مرحلة الانكماش.

المبحث الثاني: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية في بعض الدول المتقدمة

قامت البنوك المركزية الرئيسة في العالم باتخاذ اجراءات غير اعتيادية في السياسة النقدية لمواجهة الأزمات المالية، من بينها سياسة التيسير الكمي. فقد جرب بنك اليابان هذه السياسة بين سنتي 2001 و 2006. وقد جعلت الأزمة المالية الحالية هذا الأمر أكثر استكشافا، فقد استخدمتها العديد من البنوك المركزية، كل على طريقته الخاصة.

المطلب الأول: فعالية سياسة التيسير الكمي في اليابان

منذ مطلع التسعينات وبعد الانهيار الكبير الذي أصاب الاقتصاد الياباني وانهيار ما يسمى باقتصاد الفقاعة على إثر هبوط أسعار كل من الأسهم والعقارات، استخدمت اليابان سياسات مالية توسعية مختلفة بهدف الخروج من ظاهرة الانكماش المالي التي تعرض لها الاقتصاد.

1. تجربة بنك اليابان في تطبيق سياسة التيسير الكمي:

تعتبر اليابان أول دولة قامت بتطبيق سياسة التيسير الكمي للخروج من حالة الانكماش الحاد التي عرفها الاقتصاد الياباني في العقد الأخير من القرن الماضي، نتيجة انفجار فقاعة أسعار السندات سنة 1990، مما أدى إلى انهيار المستوى العام للأسعار وحدوث ركود في الاقتصاد الياباني، فبعد أن خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة إلى 0.5 % سنة 1995، وهي بداية ما يسمى بسياسة سعر الفائدة الصفرية (ZIRP) التي طبقها البنك المركزي الياباني ولكن بصورة بطيئة، حيث وصل معدل الفائدة سنة 1999 إلى 0.03 %. ليقرر في أوائل سنة 2000 تخفيض سعر الفائدة إلى 0 %¹. ليعتمد بعدها ولأول مرة سياسة التيسير الكمي في 19 مارس

¹Heike Schenkelberg and Sebastian Watzka, **Real effects of quantitative easing at the zero lower bound: structural VAR based evidence from Japan**, Journal of International Money and Finance, vol. 33 (C), 2013, p.334.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

2001 كأداة لمواجهة هذا الانكماش، وكان هدفه الأساسي هو منع انخفاض الأسعار ودعم النمو الاقتصادي¹. وقد تم اعتماد سياسة التيسير الكمي من مارس 2001 إلى مارس 2003، وفق الخطوات التالية²:

● في أوت 2001، تم رفع مبلغ مشتريات البنك المركزي الياباني من السندات الحكومية طويلة الأجل من 400 مليار ين شهريًا إلى 600 مليار ين شهريًا؛

● في ديسمبر 2001، تم زيادة مبلغ المشتريات الشهرية للسندات طويلة الأجل من 600 مليار ين إلى 800 مليار ين؛

● في فيفري 2002، تم زيادة مبلغ المشتريات الشهرية للسندات طويلة الأجل من 800 مليار ين إلى 1 تريليون ين؛

● في أكتوبر 2002، تم رفع مبلغ الشراء الشهري للسندات طويلة الأجل إلى 1.2 تريليون ين من 800 مليار ين.

وفي فترة التسهيلات الكمية، تعهد البنك بمواصلة سياسة التيسير الكمي إلى أن يسجل المعدل السنوي للتغير في مؤشر أسعار المستهلك صفراً أو أعلى بطريقة مستقرة. ومع ذلك، كانت هذه السياسة غير كافية للتغلب على الانكماش. وأحد الأسباب المحتملة هو أن المعدل الطبيعي للفوائد قد انخفض بأكثر من المتوقع، ولكن من المحتمل أيضاً أن يكون الالتزام في ذلك الوقت غامضاً إلى حد ما وأن معدل التضخم المستهدف منخفض جداً، بحيث كانت السياسات غير كافية لرفع توقعات التضخم³.

وبعد شهر مارس 2006، تحولت أسعار الفائدة إلى نتيجة إيجابية نتيجة لقرار البنك المركزي الياباني برفع سعر الفائدة مرتين في ضوء التطورات المواتية في النشاط الاقتصادي والأسعار: من 0% إلى 0.25% في جويلية 2006، وإلى 0.5% في فيفري 2007. وتم الحفاظ على هذا السعر حتى أكتوبر 2008⁴. وقد أدت أزمة 2008 إلى ضرب اقتصاد اليابان بشدة في صادراته، مما أدى إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5.6% في سنة 2009⁵.

¹Fukui Toshihiko, **Challenges for monetary policy in Japan**, Speech at the Spring Meeting of the Japan Society of Monetary Economics, on the occasion of its 60th anniversary, Tokyo, 1 June 2003, p.3.

²Takatoshi Ito and Frederic S. Mishkin, **Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem**, NBER Working Paper No. 10878, 2004, pp.15-16.

³Haruhiko Kuroda, **Quantitative and qualitative monetary easing and economic theory**, Bank of Japan, Speech at the University of Zurich in Switzerland, November 13, 2017, p.4.

⁴Shirai Sayuri, **Mission incomplete: reflating Japan's economy**, Second edition, Asian Development Bank Institute, 2018, p.20.

⁵Denise Flouzat-Osmont d'Amilly, **Le Japon face à la crise**, L'Année des Professions Financières, Nouvelles Responsabilités, Nouvelles menaces, Centre des Professions Financières, vol. 7, 2012, p.49.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

وفي 10 ماي 2010 تم الإعلان عن مشتريات السندات الحكومية اليابانية JGBs، الأوراق التجارية، سندات الشركات، الصناديق المتداولة في البورصة ETFs، صناديق الاستثمار العقاري اليابانية J-REITs. وكان إجمالي المشتريات المخطط لها 76 تريليون ين ياباني بحلول نهاية سنة 2013.¹

وفي أبريل 2013، تبني بنك اليابان سياسة التيسير الكمي والنوعي QQE، بدلا من سياسة التيسير النقدي الشامل CME التي تم تبنيها في 2010.² والتي كانت أكثر هجومية وذلك بشراء 80 ألف مليار ين سنوياً من السندات الحكومية، مقابل 50 ألف مليار ين سابقاً، و3000 مليار من صناديق المؤشرات المتداولة ETFs في سوق الأسهم اليابانية مقابل 1000 مليار من قبل.³

وفي 21 سبتمبر 2016، قرر بنك اليابان دعم سياسة QQE بسياسة أخرى جديدة تعرف باسم «التحكم في منحى العائد»، حيث اتخذ البنك أربعة تدابير تمثلت في:⁴

- قرر البنك إبقاء سعر الفائدة قصيرة الأجل دون تغيير عند -0.1%؛
- وعد بالحفاظ على عوائد السندات لعشر سنوات عند مستواها البالغ 0%؛
- قرر البنك الاستمرار في شراء ما قيمته حوالي 8 تريليونات من سندات الحكومة اليابانية سنوياً، وهو ما رأى فيه إجراءً كافياً للحفاظ على أسعار الفائدة طويلة الأجل عند مستوى الصفر؛
- وعد البنك بمواصلة مشترياته حتى يتجاوز معدل التضخم الأساسي النسبة المستهدفة 2% والبقاء على ذلك لفترة طويلة من الزمن.

وقد تجاوزت الميزانية العمومية للبنك 500 تريليون ين (4.48 تريليون دولار تقريباً) بنهاية شهر ماي 2017 مقابل 425.7 تريليون ين في سنة 2016، كما هو موضح في الشكل رقم (3-1). وهو نفس حجم الاحتياطي الفيدرالي تقريباً، حيث تضاعف أكثر من ثلاثة مرات منذ بداية برنامج التحفيز القوي في سنة 2013.⁵

¹International Monetary Fund (IMF), **Unconventional monetary policie: recent experience and prospects**, April 2013, p.40.

²Shirai Sayuri, **Op. cit.**, p.24.

³La finance pour tous, **Une succession de «quantitative easing» dans les économies développées**, 30 Juin 2017, disponible sur: <https://www.lafinancepourtous.com>, consulté le: 23/12/2018.

⁴بنك قطر الوطني، السياسة النقدية في اليابان تصل إلى سقف إمكاناتها، التقرير الأسبوعي، 2016/10/02، متاح على الرابط:

<http://www.alkhaleej.ae/economics/page/ca8d96d9-3849-49c2-816b-754cd4508cd7#>، تاريخ الاطلاع:

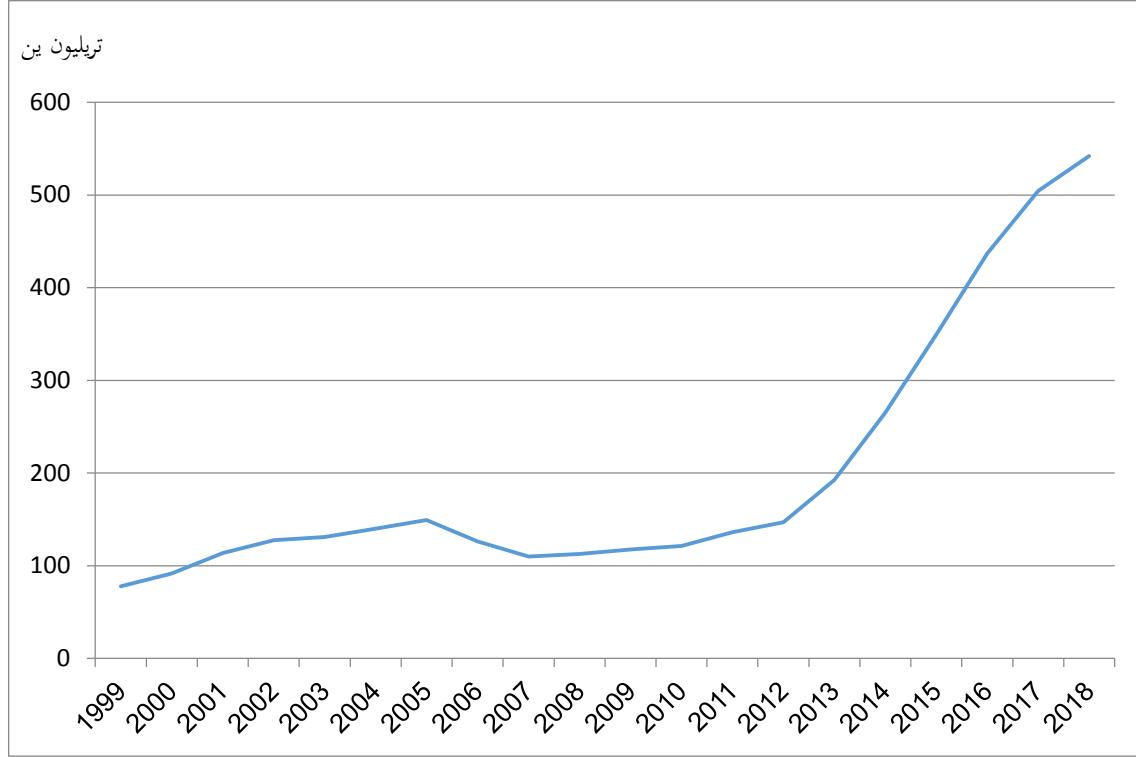
2018/11/21.

⁵Hideyuki Sano, **BOJ's balance sheet tops 500 trillion yen, on cusp of overtaking Fed**, 2017, available at: <https://www.reuters.com/article/>, consulted in: 03/09/2018.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

واستمرت وتيرة عمليات شراء الأصول من قبل بنك اليابان في التنازل حيث وصلت في سنة 2018 إلى معدل سنوي بلغ حوالي 45 تريليون ين ياباني (410 مليار دولار أمريكي)، على الرغم من الالتزام الرسمي بمشتريات سنوية تبلغ حوالي 80 تريليون ين ياباني¹.

الشكل رقم (3-1): تطور حجم الميزانية العمومية لبنك اليابان خلال الفترة 1999-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات بنك اليابان.

2. آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الياباني:

اختلف الاقتصاديون حول تأثير سياسة التيسير الكمي التي طبقها بنك اليابان خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2006، فالمؤيدون لهذه السياسة يعتقدون أنها أسهمت في الحيلولة دون تعمق تراجع الأسعار والنشاط الاقتصادي الياباني إلى مستويات أسوأ مما تم تسجيله. بينما يرى البعض أن سياسة التيسير الكمي لم ينجح، فبالرغم من زيادة حجم مشتريات السندات طويلة الأجل من 400 مليار ين شهرياً في سبتمبر 2001 إلى 1.2 تريليون ين شهرياً في أكتوبر 2002، إلا أن الانكماش ازداد سوءاً².

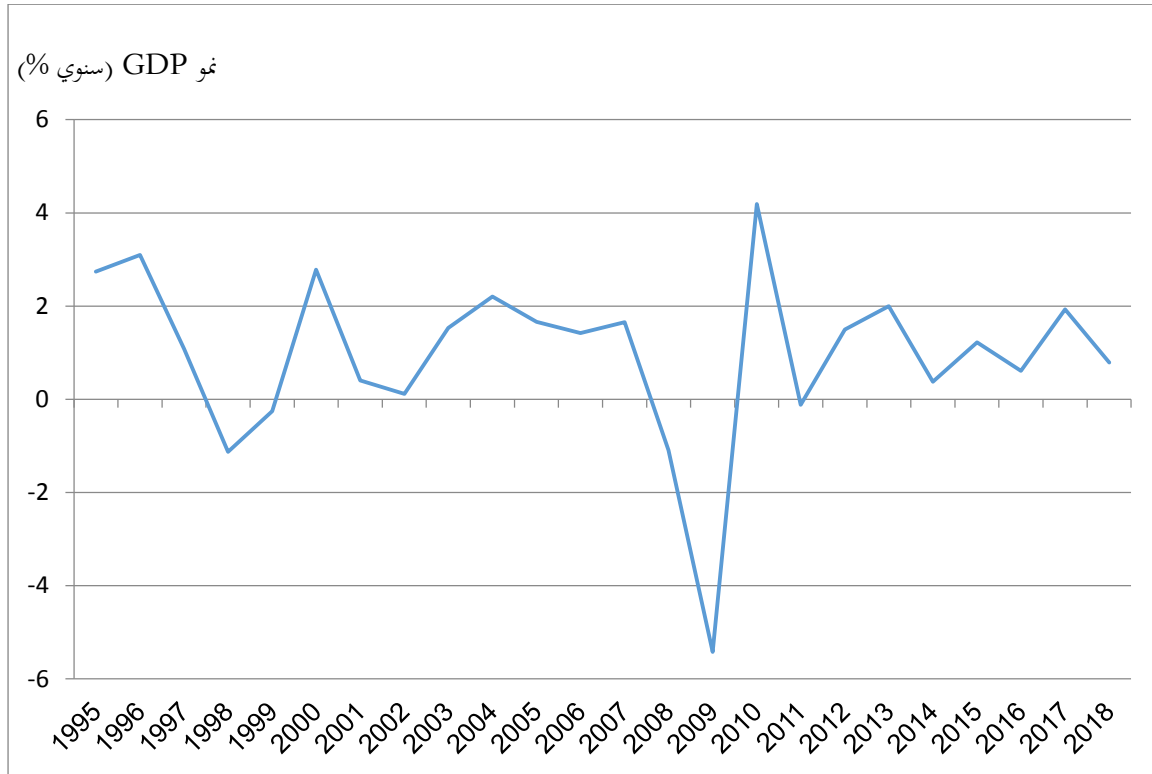
¹Maxime Darmet, **Bank of Japan asset purchases continue to slow sharply**, Fitch Ratings, Japan, 2018, available at: <https://www.fitchratings.com/site/pr/10036031>, consulted in: 11/12/2018.

²Takatoshi Ito, Frederic S. Mishkin, **Op. cit.**, p.147.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

ويشير الشكل رقم (3-2) إلى تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الياباني في بداية تطبيق سياسات التيسير الكمي ولكنها ارتفعت إلى أكثر من 2% بعد سنتين من بداية تطبيقها. واستمر النمو تقريبا حتى بداية الأزمة المالية العالمية 2008. وقد أدت أزمة 2008 إلى ضرب اقتصاد اليابان بشدة في صادراته، مما أدى إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5.6% في سنة 2009¹. ثم بدأ في التعافي بفضل برنامج المشتريات الذي تم اقراره من طرف بنك اليابان في 10 ماي 2010 والبرامج التي تلتها. ومع أن هذه المعدلات ليست مرتفعة إلا أن مؤيدي سياسة التيسير الكمي يرون فيها نجاحاً وأنها حالت دون استمرار التراجع في الأسعار والنمو الاقتصادي.

الشكل (3-2): تطور معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في اليابان خلال الفترة 1995-2018

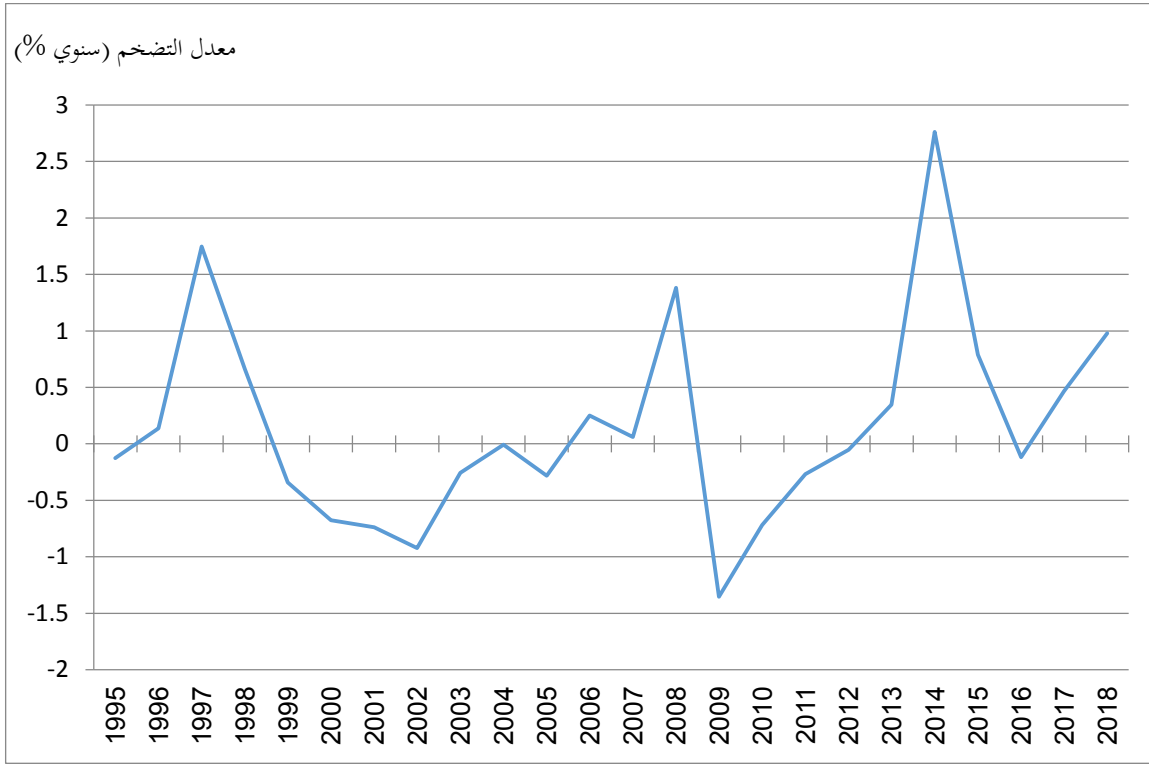


المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

وعلى الرغم من أن البنك المركزي الياباني قد واصل مشترياته من الأصول لمواجهة آثار انخفاض الاستهلاك، لا يزال التضخم المسجل في نهاية 2018 والمقدر بحوالي 1% بعيداً جداً عن 2% المستهدف من قبل بنك اليابان، كما هو موضح في الشكل رقم (3-3).

¹Denise Flouzat-Osmont d'Amilly, *Op. cit.*, p.49.

الشكل (3-3): تطور معدلات التضخم في اليابان خلال الفترة 1995-2018

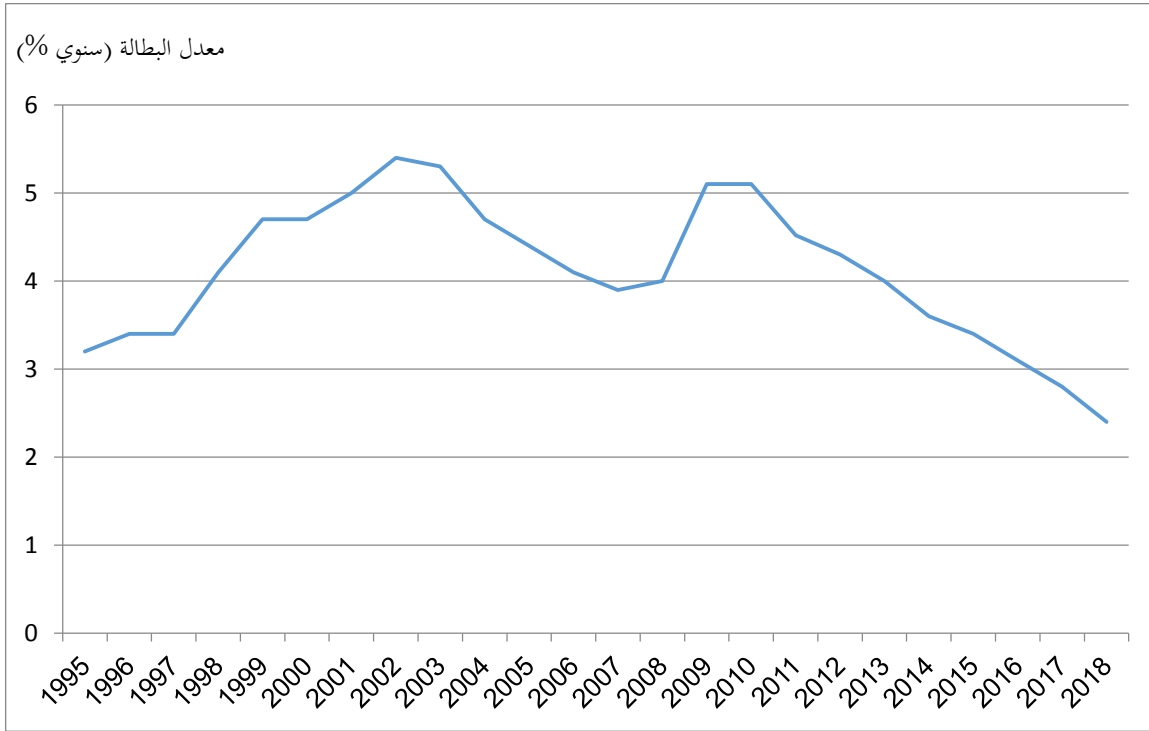


المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

ويشير الشكل رقم (3-4) أدناه، إلى أن معدلات البطالة قد انخفضت من مستوياتها المرتفعة التي وصلت إليها بعد انفجار فقاعة أسعار السندات سنة 1990 والتي بلغت 5.4 % سنة 2002 لتصل إلى 3.9 % قبل الأزمة المالية 2008. لتبدأ في الارتفاع من جديد لتصل إلى أعلى مستوياتها بعد الأزمة والمقدرة بحوالي 5.1 % سنة 2009، لتبدأ مرة أخرى في الانخفاض من مستوياتها المرتفعة لتصل إلى أدنى مستوياتها سنة 2018 والتي بلغت 2.4 %.

وتعتبر هذه المعدلات قريبة جداً من حالة التشغيل الكامل في الاقتصاد مما يدل على قدرة الاقتصاد الياباني على استحداث وظائف جديدة. ولاتجاه التنازلي لمعدلات البطالة تأثير إيجابي على عملة الين، حيث يميل العاملون إلى إنفاق المزيد من الأموال. كما تنعكس مسألة تراجع معدلات البطالة على تراجع طلبات التعويض عن البطالة في اليابان إلى أدنى مستوى لتؤكد تحسن التوظيف الملموس في سوق العمل.

الشكل (3-4): تطور معدلات البطالة في اليابان خلال الفترة 1995-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

ويرى معارضو سياسة التيسير الكمي أنها غير فعالة، وقد تسببت في إحداث فقاعة في سوق السندات وأحدثت اضطراباً في الأسواق المالية، حيث تضخمت أسعار السندات بسبب الطلب المفتعل من البنك المركزي. وقد أثرت هذه السياسة في ربحية البنوك التجارية مما هدد بمحدوث جمود في أرباحها. ويرى بعض المعارضين أن سياسة التيسير الكمي قد تساعد في حالة انكماش السيولة قصيرة الأجل عند نشوب الأزمات المالية، ولكنها ليست بديلة للإجراءات الصعبة والتي ينبغي اتخاذها للتصدي للأوضاع المالية والاقتصادية السيئة والتي منها التخلص من الأصول السامة، وضمان الودائع، ورفع رؤوس أموال البنوك، وإجبار البنوك على حذف الأصول المشكوك في تحصيلها أو السيئة.

ويرى المؤيدون لهذه السياسة أنها تستحق المحاولة لأن التجربة اليابانية لم تتسبب في إحداث آثار جانبية سيئة، فهي لم تؤد إلى ارتفاع معدلات التضخم إلى مستويات غير مقبولة، كما أنها لم تؤثر في معدلات صرف الين الياباني. وإضافة إلى ذلك هناك دلائل على خفضها لتكاليف الإقراض. ويرى بعض المؤيدين أن ضعف أداء التجربة في اليابان جاء نتيجة تأخر تبني هذه السياسة مما قاد إلى تعمق آثار الفقاعة العقارية في سنة 1990 ولو تصرف اليابان بسرعة لكانت أقدر على التصدي لمعضلة كساد الأسعار. وقد فشلت معظم محاولات القياس الاقتصادية في إيجاد علاقة بين رفع احتياطات المصارف والنمو الاقتصادي الياباني خلال تلك الفترة.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

وكان الهدف من توفير احتياطات إضافية لدى البنوك التأكيد للأسواق بوجود سيولة إضافية تدفع إلى الاعتقاد بتراجع معدلات الفائدة المستقبلية. وتفيد بعض الدراسات بوجود آثار إيجابية لرفع احتياطات البنوك على معدلات الفائدة على السندات طويلة الأجل. ومع كل هذا فإن هناك القليل من الدلائل على مساهمة هذه السياسة في رفع مستويات الائتمان، ولكن هناك بعض الدلائل على أن هذه السياسة أسهمت في دعم البنوك الضعيفة، حيث وفرت لها مصادر تمويل لتقدم الائتمان بشروط أيسر¹.

ومن أهم نتائج تجربة التيسير الكمي في اليابان أنها أسهمت في خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل كما ساعدت بعض البنوك في الصمود وقت الصدمات المالية. أما أهم مساوئها فهو أنها أخرت التصحيح الهيكلي اللازم تحاذه لإنقاذ الاقتصاد الياباني. من أهم النتائج لسياسة التيسير الكمي اليابانية الاعتقاد بأنها أسهمت في استقرار النظام المصرفي من خلال خفض تأثير الأصول غير الجيدة أو المشكوك في تحصيلها في النظام المصرفي، وذلك من خلال رفع كميات السيولة فوق المستويات المطلوبة. كما أسهمت في إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع عمليات الاستهلاك والاستثمار.

المطلب الثاني: فعالية سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

أدت الأزمة المالية العالمية إلى تدهور الاقتصاد الأمريكي ودخوله في دوامة مالية تسببت في ظهور فقاعة مالية في سوق الاستثمار الأمريكي عرفت بالفقاعة العقارية، مما أدى إلى عجز الكثيرين عن سداد هذه القروض بسبب ارتفاع سعر الفائدة، مما دفع بالاحتياطي الفيدرالي إلى تبني سياسات غير تقليدية لمواجهة هذه الأزمة.

1. تجربة الاحتياطي الفيدرالي في تطبيق سياسة التيسير الكمي:

عند انفجار الأزمة المالية العالمية، لجأ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى خفض معدل الفائدة ما بين البنوك من 5.25% إلى 2% بين سبتمبر 2007 وأفريل 2008، ومن 2% إلى ما بين 0% و 0.25% في نهاية سنة 2008، حيث ثبت أن استخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية غير كاف، باعتبار أن معدل الفائدة الاسمي لا يمكن له أن ينخفض لأقل من 0%. فقام الاحتياطي بتوسعة نشاطه بإتباع سياسة شراء قدر كبير من الأصول المالية، وبالتالي زيادة الطلب على هذه الأصول وزيادة أسعارها²، حيث قام الاحتياطي الفيدرالي بتطبيق ثلاث جولات من عمليات التيسير الكمي بشكل متتابع:

¹ سعود بن هاشم جليدان، تجربة التيسير الكمي اليابانية في الميزان، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 2010/12/22، متاح على الرابط:

https://www.aleqt.com/2010/12/22/article_481506.html، تاريخ الاطلاع: 2018/11/25.

² Association française des entreprises privées (AFEP), *Le quantitative easing de la réserve fédérale*, FLASH ECO, 18 Octobre 2013, disponible sur: https://www.afep.com/uploads/medias/documents/Flash_eco_du_18_octobre_Le_quantitative_easing_de_la_Reserve_federale.pdf, consulté le: 27/12/2018.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

● عملية التيسير الكمي الأولى QE1 بدأت من نوفمبر 2008 واستمرت إلى مارس 2010، حيث أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي في 25 نوفمبر 2008، أنه سيشتري 500 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية وما يصل إلى 100 مليار دولار من ديون وكالات فاني ماي وفريدي ماك وجيني ماي، والبنوك الفيدرالية لقروض المنازل. وعند انتهاء الجولة الأولى في 31 مارس 2010، كان مجموع مشتريات الفيدرالي 1.25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري، 300 مليار دولار من سندات الخزانة الأمريكية و 175 مليار دولار من ديون الوكالات. وقد كان الغرض الرئيسي من هذا الإجراء هو خفض التكلفة والحد من مخاطر ائتمان الشركات، لتدعيم أسواق الإسكان وتحسين الظروف في الأسواق المالية بشكل عام¹.

● عملية التيسير الكمي الثانية QE2 بدأت في نوفمبر 2010 واستمرت حتى جوان 2011، حيث اشترى الاحتياطي الفيدرالي خلال هذه الفترة 600 مليار دولار من سندات الخزانة طويلة الأجل، بمعدل 75 مليار دولار شهرياً². وقد كان الغرض الرئيسي من هذه العملية هو التزام الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض أسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية دون تعريض ميزانيته العمومية للخطر³.

● عملية التيسير الكمي الثالثة QE3 من سبتمبر 2012 إلى أكتوبر 2014، حيث قرر الفيدرالي استهداف سندات الرهن العقارية لمساندة السوق العقاري بشكل مباشر، وقد تضمنت في البداية مشتريات شهرية مفتوحة الأجل بقيمة 85 مليار دولار من السندات المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل⁴. منها 40 مليار دولار شهرياً للأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية و 45 مليار دولار شهرياً لسندات الخزانة طويلة الأجل⁵. وبدءاً من ديسمبر 2013 قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي البدء في تخفيض البرنامج من خلال تقليل كمية الأوراق المالية المشتراة بقيمة 10 مليارات دولار شهرياً⁶.

ونتيجة لهذه المراحل، تضاعفت أصول بنك الاحتياطي الفيدرالي خمس مرات تقريباً من 882 مليار دولار أمريكي في سنة 2007 إلى ما يقارب 4.5 تريليون دولار أمريكي في نهاية 2014. لتبدأ في التناقص التدريجي مع

¹Joanne Guo, **Essays on the impacts of quantitative easing on financial markets**, PhD Thesis in Economics, City University of New York, 2015, p.2.

²Hancock Diana and Passmore Wayne, **How the federal reserve's large-scale asset purchases (LSAPs) influence mortgage-backed securities (MBS) yields and U.S. mortgage rates**, Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 2014, p.26.

³Joanne Guo, **Op. cit.**, p.3.

⁴Virginie Montet, **Politique monétaire: la Fed à contre-courant**, 16 Septembre 2015, disponible sur: <https://www.lapresse.ca/affaires/economie/>, consulté le: 02/11/2018.

⁵Stephen Williamson, **Quantitative easing: how well does this tool work?**, The Regional Economist, Third Quarter 2017, p.10.

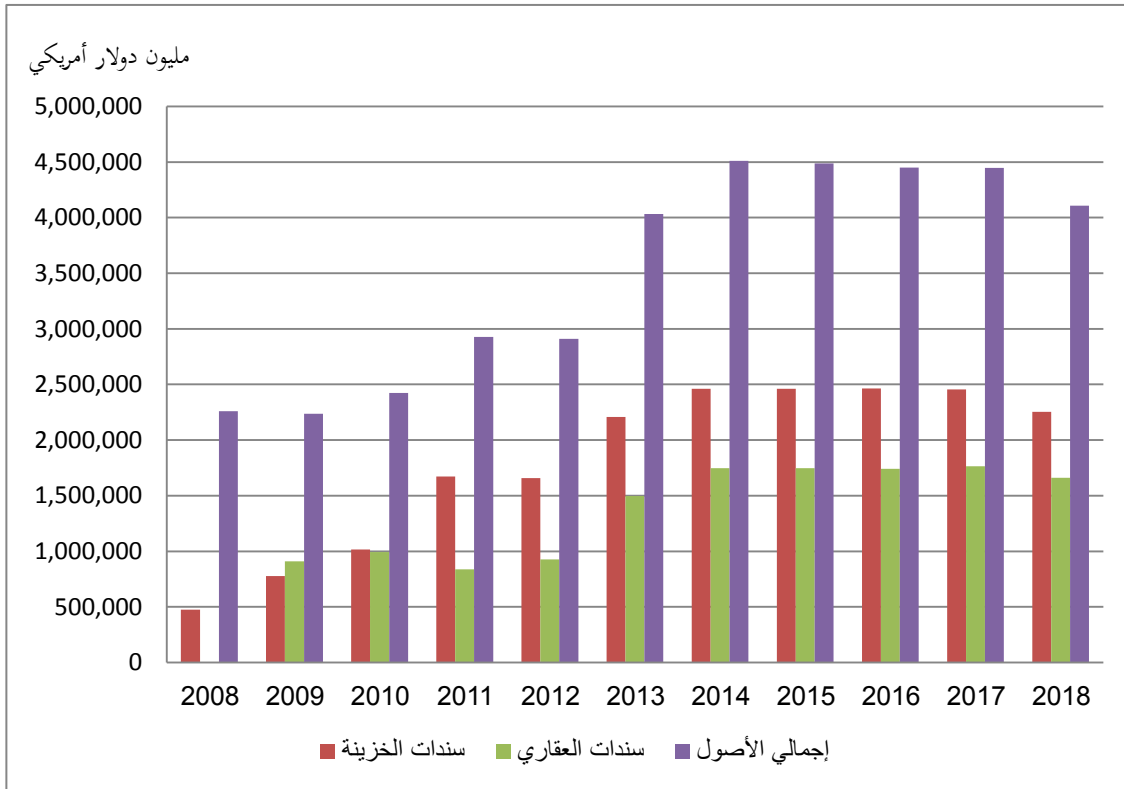
⁶Amanda Schaible, **Quantitative easing's effect on shadow banking: have federal reserve purchases caused a collateral shortage in the repurchase agreement market?**, Scripps Senior Theses, Paper 423, 2014, pp.6-7.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

نهاية برنامج التيسير الكمي لتصل إلى حوالي 4.1 ترليون دولار أمريكي في نوفمبر 2018، كما هو موضح في الشكل رقم (3-5).

وتجدر الإشارة إلى أنه خلال الفترة من سبتمبر 2011 إلى ديسمبر 2012، قام الاحتياطي الفيدرالي بمقايضة أكثر من 600 مليار دولار تتضمن مشتريات من سندات الخزينة ذات آجال الاستحقاق من 6 إلى 30 سنة ومبيعات سندات الخزينة ذات آجال الاستحقاق ثلاث سنوات أو أقل¹، في إطار عملية تويست (OT) أو ما يسمى ببرنامج مبادلة السندات والذي يتمثل في تبادل سندات خزينة ذات أجل قصير بسندات ذات أجل طويل. وهذه الخطوة لا تعني أن الفيدرالي ضح أموال إضافية في الاقتصاد وإنما صممت لخفض أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل في حين يتم الحفاظ على أسعار الفائدة قصيرة الأجل دون تغيير يذكر. والقصد من ذلك دفع أسعار الفائدة للانخفاض على كل شيء بدءاً من قروض الرهن العقاري وإعطاء المستهلكين والشركات حافز إضافي لاقتراض المال وانفاقه.

الشكل رقم (3-5): تطور أصول الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2008-2018



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير الاحتياطي الفيدرالي.

¹Stephen Williamson, *Op. cit.*, p.10.

2. آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الأمريكي:

عندما أعلن الاحتياطي الفيدرالي عمليات التيسير الكمي، كان هدفه الأساسي خفض أسعار الفائدة وتحفيز النمو الاقتصادي وتخفيض معدلات البطالة. حيث تسمح أسعار الفائدة المنخفضة للبنوك بتقديم المزيد من القروض. والقروض المصرفية تحفز الطلب من خلال منح الشركات المال للتوسع في نشاطاتها. وبنفس الوقت تقدم البنوك القروض للمستهلكين بشروط سهلة لشراء المزيد من السلع والخدمات.

ومن خلال زيادة عرض النقد، تحافظ عمليات التيسير الكمي على قيمة العملة منخفضة في الاقتصاد. وهذا يجعل الأصول المحلية أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، كما أنه يجعل الصادرات أرخص. فهل تحققت أهداف الاحتياطي الفيدرالي من سياسة التيسير الكمي؟

أجريت العديد من الدراسات لتحليل آثار سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الأمريكي، ولقد أشارت نتائج بعض الدراسات، باستخدام نموذج منحني العائد Yield model ونموذج التضخم Inflation model ونموذج عرض النقد Money supply model ونموذج النشاط الاقتصادي Economic activity model، إلى أن جهود التحفيز وسياسة التيسير الكمي أضافت قيمة للاقتصاد الأمريكي وبنسب متفاوتة، وإن كانت الجولة الأولى QE1 أثرت سلباً على الاقتصاد الأمريكي في بعض النواحي¹.

فعلى سبيل المثال، تمكن الاحتياطي الفيدرالي من تخفيض أسعار الفائدة على أدونات وسندات الخزينة طويلة الأجل 2-5 سنوات ورفع حجم النقود الاحتياطية وزيادة عرض النقد. وكان مؤكداً أن زيادة عرض النقد (السيولة) تعمل على تحفيز الانفاق والاستثمار بينما يعمل تخفيض أسعار الفائدة على زيادة الائتمان، حيث كان هذا هدفاً رئيسياً لسياسات الاحتياطي الفيدرالي².

للإجابة على التساؤل المطروح، سنقوم بدراسة تطور أربعة مؤشرات اقتصادية رئيسية للاقتصاد الأمريكي، وهذه المؤشرات هي: سعر فائدة أموال الاحتياطي الفيدرالي، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل البطالة ومعدل التضخم.

يشير الشكل رقم (3-6) إلى تمكن الاحتياطي الفيدرالي من المحافظة على مستويات أسعار الفائدة قريبة من الصفر لفترة طويلة امتدت من الربع الأول من سنة 2008 إلى الربع الثالث من سنة 2015، لتبدأ في الارتفاع التدريجي ابتداءً من الربع الأخير من سنة 2015، ولأول مرة منذ سنة 2006، على إثر البيانات

¹Matthew Q. Rubino, **The effects of quantitative easing in the United States : implications for future central bank policy makers**, Senior Honors Projects, College of Business, James Madison University, Harrisonburg, Virginia, 2015, p.5.

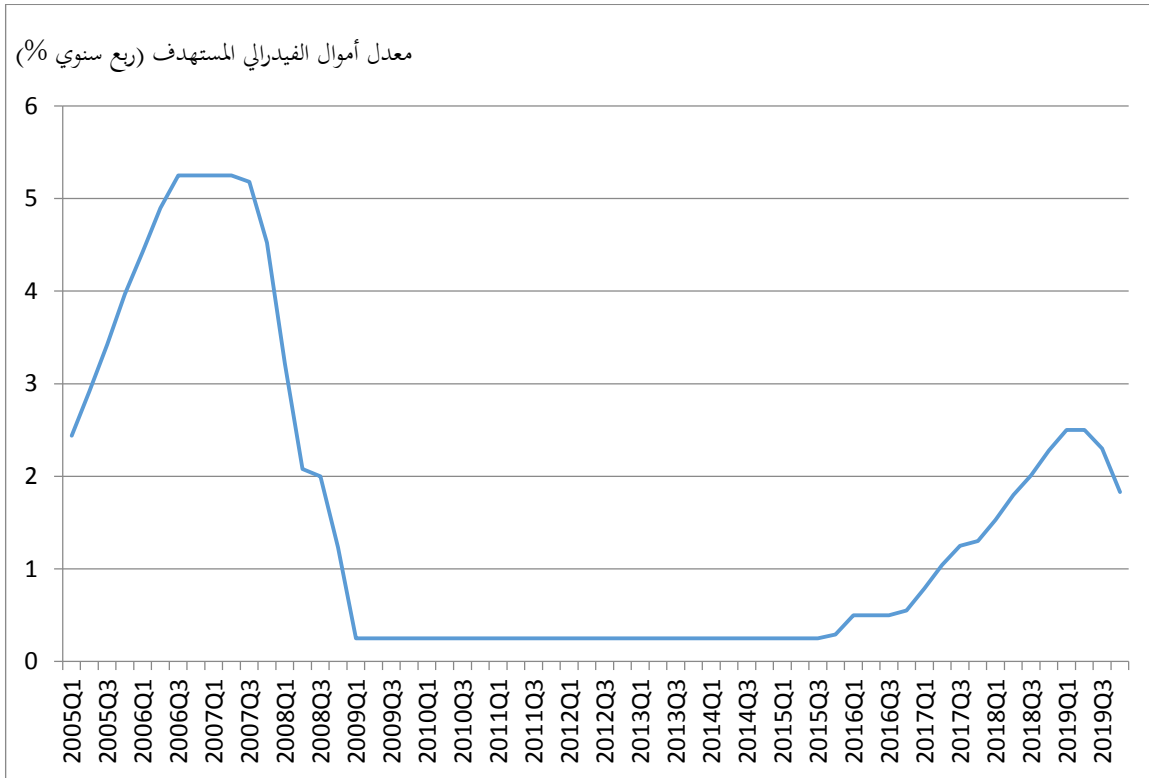
²عدلي قندج، مرجع سابق، ص.11.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

والمؤشرات الاقتصادية الجيدة في الولايات المتحدة، التي عززت بدورها من توقعات الاحتياطي الفيدرالي حول ارتفاع معدلات التضخم واضعاً بذلك نهاية لسياسة تثبيت سعر الفائدة التي استمرت لمدة سبع سنوات تقريباً. وقد كانت هذه الخطوة متوقعة على نطاق واسع، وكانت إشارة إلى مدي تعافي الاقتصاد الأمريكي من الركود التي أصابه منذ سنة 2008. فقد اعتقد الاحتياطي الفيدرالي أن الاقتصاد الأمريكي قوي آنذاك ولم يعد يحتاج إلى عكازات وأن هذه الخطوة تمثل بداية نهاية فترة غير عادية من المعدلات المنخفضة لأسعار الفائدة المصممة لتعزيز الانتعاش الاقتصادي.

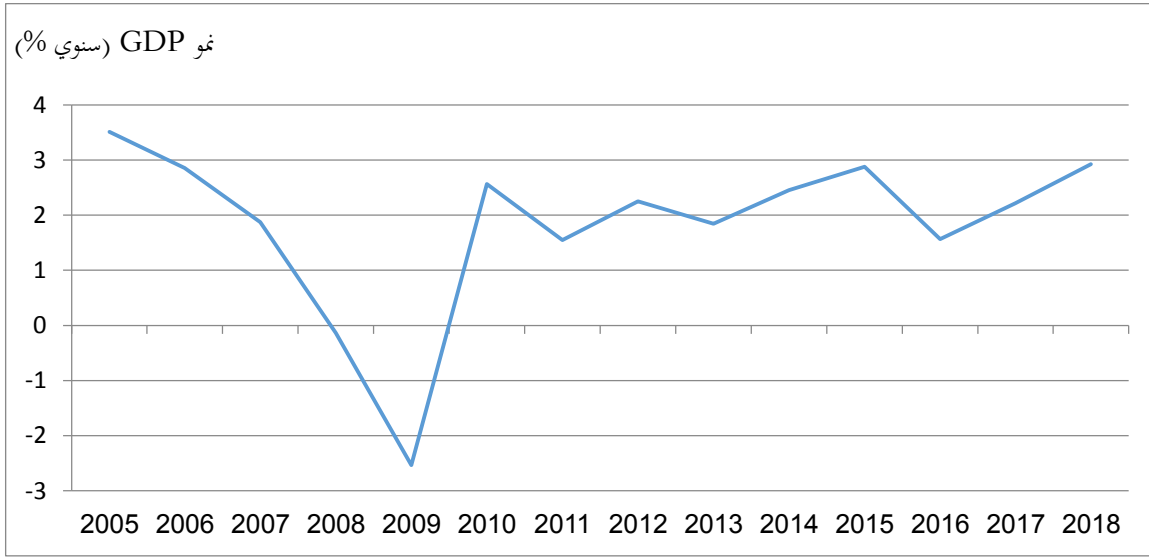
وبالفعل نلاحظ من خلال الشكل رقم (3-7)، أن الناتج المحلي الإجمالي قد عاد لينمو بمعدلات موجبة تراوحت ما بين 1.55% و 3% اعتباراً من سنة 2009 وأستمر بتحقيق هذه المعدلات حتى نهاية سنة 2018 وقد قارب معدل الناتج المحلي الإجمالي في هذه السنة 3%.

الشكل رقم (3-6): تطور معدلات فائدة أموال الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2005-2019



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير الاحتياطي الفيدرالي.

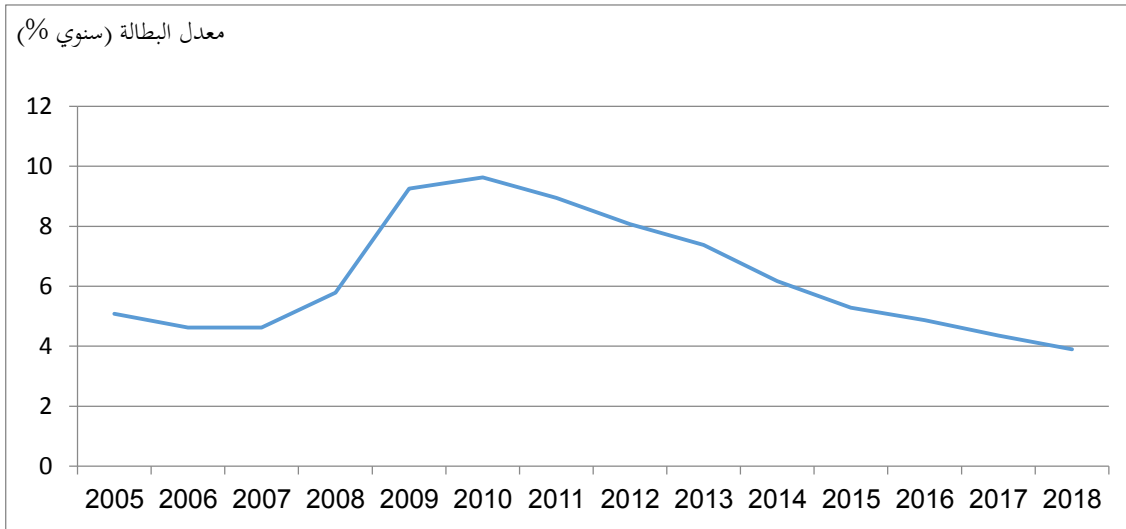
الشكل رقم (3-7): تطور معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي في الو م أ خلال الفترة 2005-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

وبخصوص معدلات البطالة، يشير الشكل رقم (3-8) إلى أنها قد انخفضت من مستوياتها المرتفعة التي وصلت إليها بعد الأزمة المالية العالمية لتصل إلى أدنى من مستوياتها قبل الأزمة حيث بلغت 3.9 % في نهاية سنة 2018.

الشكل رقم (3-8): تطور معدلات البطالة في الو م أ خلال الفترة 2005-2018



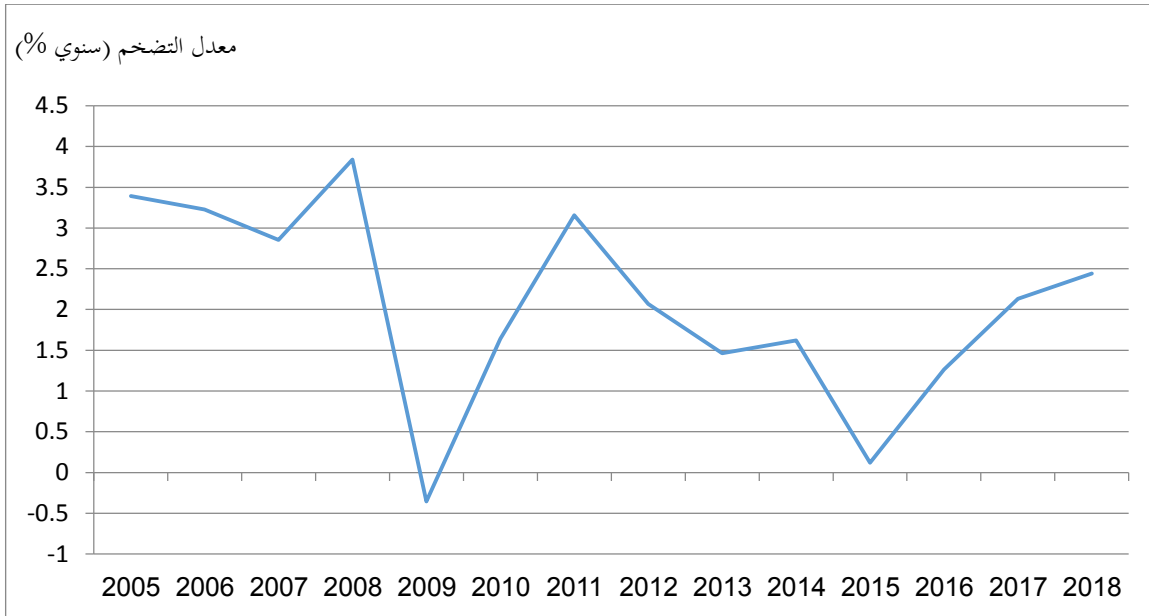
المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

وتعتبر هذه المعدلات قريبة جداً من حالة التشغيل الكامل في الاقتصاد، وللا اتجاه التنازلي لمعدلات البطالة تأثير إيجابي على عملة الدولار، حيث يميل العاملون إلى إنفاق المزيد من الأموال، ويشكل الاستهلاك الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية جزء كبير من الإنتاج المحلي الإجمالي. كما تنعكس مسألة تراجع معدلات البطالة

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

على تراجع طلبات التعويض عن البطالة في الولايات المتحدة إلى أدنى مستوى منذ سنوات طويلة لتؤكد تحسن التوظيف الملموس في سوق العمل. ويعكس تراجع معدلات البطالة قدرة الاقتصاد الأميركي على استحداث وظائف جديدة كل شهر بلا توقف منذ سبع سنوات لينخفض عدد طالبي العمل المتاحين ويجعل أصحاب العمل مترددين في صرف الموظفين خشية عدم العثور على بدائل لهم، وتفيد بعض الدراسات أن الشركات تجد صعوبة في إيجاد موظفين مؤهلين وهو ما يزيد الضغط لزيادة الأجور الذي ساعد بدوره في اقناع الاحتياطي الفيدرالي في زيادة أسعار الفائدة ابتداء من الربع الأخير من سنة 2015 على الرغم من تدني معدلات التضخم في تلك الفترة، كما هو موضح في الشكل رقم (3-9)، أدناه.

الشكل رقم (3-9): تطور معدلات التضخم في الوم أ خلال الفترة 2005-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

ومن المعلوم أن أحد أهداف الاحتياطي الفيدرالي هو المحافظة على معدلات التضخم عند مستوياتها المستهدفة عند 2 %، وقد كان من المتوقع لسياسة التيسير الكمي التي عملت على توفير السيولة للبنوك أن تعمل على رفع معدلات التضخم لمستويات كبيرة نتيجة لتأثيرها على القاعدة النقدية، وبالتالي على حجم السيولة في الاقتصاد. لكن ما حصل هو أن معدلات التضخم بقيت في الانخفاض من سنة 2011 مسجلة مستويات أدنى من المستويات المستهدفة، لتبدأ في التعافي والصعود من جديد بداية من سنة 2015 متجاوزة المستوى المستهدف سنة 2017، حيث بلغت نسبة 2.13 % في هذه السنة لتصل إلى معدل 2.44 % سنة 2018.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

وفضلا عن تراجع معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى مستويات لم يتم بلوغها منذ ما قبل 2007، وتقترب أيضا التدابير الأخرى لسوق العمل من مستوياتها ما قبل الأزمة، بما في ذلك مقياس أوسع لنقص العمالة في سوق العمل يشمل أولئك الذين يرغبون في العمل ولكنهم لم يبحثوا عن وظيفة والذين يعملون بدوام جزئي ويريدون العمل بدوام كامل¹. وقد ظل معدل المشاركة في القوى العاملة، الذي انخفض بشكل حاد بعد الأزمة، مستقرا تقريبا لمدة الثلاث سنوات والنصف الأخيرة، كما هو موضح في الشكل رقم (3-10) أدناه، وهو ما يمثل تحسنا ملموسا مقابل اتجاهه التنازلي السابق.

الشكل رقم (3-10): تطور معدل المشاركة في القوى العاملة في الوم أ خلال الفترة 2000-2017



Source: U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

Source: United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

إذن فالجواب على التساؤل المطروح أعلاه هو أن الاحتياطي الفيدرالي حقق أهدافه بشكل واضح. وهذا ما أشعره بالاطمئنان، حيث أن وضع الاقتصاد الأمريكي أصبح طبيعيا ويمر بحالة قريبة جدا من التشغيل التام ويحقق معدلات نمو موجبة ومستقرة منذ سنوات. لذا فقد أخذت لجنة السوق المفتوحة في الاحتياطي الفيدرالي قرارا بالبدء برفع أسعار الفائدة تدريجيا، وبنفس الوقت تخفيض حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي لتعيدها إلى مستوياتها الطبيعية التي تمكنها من ادارة السياسة النقدية بشكل فعال في ظل هذه الظروف الطبيعية التي يعيشها الاقتصاد الأمريكي حاليا. ويجدر التذكير بأن القلق الرئيسي أمام الاحتياطي الفيدرالي في الوقت الراهن هو أن

¹Jerome H. Powell, **Thoughts on the normalization of monetary policy**, Speech at the Economic Club of New York, USA, June 01, 2017, p.2.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

معدلات مؤشر الإنفاق الاستهلاكي الشخصي PCE الذي يعتبر المقياس المفضل للتضخم بالنسبة للاحتياطي الفيدرالي، ما تزال أقل من المستوى المستهدف الذي هو 2%¹.

وتفسر لجنة السوق الفيدرالية المفتوحة FOMC استقرار الأسعار على أنه يعني تضخماً قدره 2% باستخدام مؤشر أسعار نفقات الاستهلاك الشخصي PCE، لذلك ستشعر اللجنة بالقلق إذا استمر التضخم بأعلى أو دون هذا الهدف. ولقد أثبت التضخم الأساسي، الذي يستبعد أسعار المواد الغذائية والطاقة، تاريخياً أنه مؤشر أفضل للمكان الذي يتجه فيه التضخم، على الرغم من أنه يمكن أن يتأثر أيضاً بعوامل انتقالية مثل أسعار الواردات. وكان التضخم الأساسي 1.5% لمدة 12 شهراً حتى أبريل 2017. ارتفع هذا المعدل أيضاً منذ سنة 2015، على الرغم من أن الزيادة التدريجية قد توقفت بسبب قراءات التضخم الضعيفة لشهري مارس وأبريل من سنة 2017، ومن المتوقع أن يستأنف التضخم ارتفاعه التدريجي².

المطلب الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في منطقة اليورو

تعود جذور أزمة الديون السيادية التي برزت جلياً سنة 2010 في منطقة اليورو، إلى الأزمة المالية العالمية 2008، عندما اضطرت البنوك المركزية في الدول المتقدمة إلى اتخاذ تدابير هامة لدعم الاقتصاد ولإنقاذ القطاع المالي بغية تجنب الانكماش.

1. تجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيق سياسة التيسير الكمي:

لجأ البنك المركزي الأوروبي إلى اتخاذ إجراءات تحفيزية نقدية غير تقليدية، منها:

● في 2 جويلية 2009، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن تبني برنامج شراء السندات المحمية (أو المغطاة) CPBB1، بهدف دعم عملية تزويد القطاع غير المالي بالقروض البنكية اللازمة، وقد حدد تاريخ 30 جوان 2010 كآخر أجل لتنفيذ هذا البرنامج الأول من نوعه. وتعتبر السندات المحمية أو المغطاة بواسطة أصول عن القطاع الخاص أو العام أداة تمويل مهمة بحوزة البنوك في عديد من الدول داخل منطقة اليورو إلى جانب السندات الكلاسيكية، وتمثل مصدراً رئيسياً لتمويل الرهن العقاري، إلا أن ما حصل هو أن عائدها ارتفع بشكل كبير بعد انهيار بنك "ليمان برادرز" ما عرض تمويل عدد كبير من مؤسسات الاقراض للخطر. لذا حاول البنك المركزي الأوروبي من خلال هذا البرنامج إعادة تنشيط الأسواق التي تعطلت تقريبا عن العمل. ويتمثل جوهر CPBB1 في سماح البنك المركزي الأوروبي للبنوك المركزية لدول منطقة اليورو بشراء السندات المحمية بقيمة

¹Equiti Group, **World Economic Performance Report: Mid-Year 2017**, Londres, Royaume-Uni, 2017, p.9.

²Jerome H. Powell, **Op. cit.**, p.3.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

اسمية كلية مساوية لـ 60 مليار يورو، سعياً منه إلى إعادة انخفاض معدلات الفائدة على السندات المحمية حتى تتمكن الدول من الحصول على القروض بمعدلات فائدة معقولة¹.

● في 10 ماي 2010، قدم البنك المركزي الأوروبي ECB برنامج أسواق الأوراق المالية SMP، حيث قام مباشرة بشراء الديون الحكومية فقط من الدول المنكوبة، على الرغم من أن البرنامج أشار إلى أن المشتريات قد تشمل الديون الخاصة. وأسفرت عمليات الشراء عن حيازات بلغت حوالي 75 مليار يورو من الأوراق المالية حتى جويلية 2011. وخلال هذه المرحلة الأولى من البرنامج تم شراء سندات اليونان وإيرلندا والبرتغال فقط².

● في 7 أوت 2011، وسع البنك المركزي الأوروبي برنامج أسواق الأوراق المالية SMP، لتشمل الجولة الثانية من المشتريات إيطاليا وإسبانيا. وقد بلغت حيازات البنك المركزي الأوروبي ذروتها عند 219.5 مليار يورو في فيفري 2012، وقد تم تصميم هذا البرنامج للمساعدة في استعادة الانتقال الأفضل لقرارات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي - مع مراعاة قطاعات السوق المختلفة- وبالتالي ضمان استقرار الأسعار في منطقة اليورو³.

● في 3 نوفمبر 2011، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن تبني ثاني برنامج له لشراء السندات المحمية CBPP2 بقيمة اسمية حددت بـ 40 مليار يورو، وقد حدد تاريخ 31 أكتوبر 2012 كآخر أجل لتنفيذ هذا البرنامج، وكان يهدف عبر هذا البرنامج إلى تحسين شروط تمويل البنوك والمؤسسات، وأيضاً تشجيع المؤسسات الائتمانية على المحافظة على عملية الاقتراض وزيادتها⁴. ولكن على عكس البرنامج الأول CBPP1، فإن البرنامج الثاني CBPP2 لم يحقق الأهداف المرجوة حيث أنه كان يهدف إلى شراء سندات محمية بقيمة 40 مليار يورو، ولكنه لم يشتري سوى ما قيمته 16.42 مليار يورو من السندات المحمية من الأسواق الأولية والثانوية بين نوفمبر 2011 وأكتوبر 2012. وقد برر البنك المركزي الأوروبي في المؤتمر الصحفي الذي عقد في 4 أبريل 2012

¹The European Central Bank (ECB), **Décision de la Banque centrale européenne du 2 juillet 2009 relative à la mise en œuvre du programme d'achat d'obligations sécurisées (BCE/2009/16)**, available at: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704fr00180019.pdf, consulted in: 13/10/2018.

²Arvind Krishnamurthy et al., **ECB policies involving government bond purchases: impact and channels**, Review of Finance, vol. 22(1), 2018, p.7.

³Ibid, pp.7-8.

⁴Agence France-Presse (AFP), **La BCE annonce la fin d'un programme d'achats d'obligations sécurisées**, publié le 31/10/2012, disponible sur: https://lexpansion.lexpress.fr/actualites/1/actualite-economique/la-bce-annonce-la-fin-d-un-programme-d-achats-d-obligations-securisees_1453960.html, consulté le: 14/10/2018.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

إبطاء نطاق مشترياته، بالتزايد المستمر لطلب المستثمرين على السندات المحمية لمنطقة اليورو، وتراجع إصدارات هذا النوع من السندات¹.

● في 6 سبتمبر 2012، قام البنك المركزي الأوروبي باستبدال برنامج أسواق الأوراق المالية SMP ببرنامج المعاملات النقدية المباشرة OMT، وهو برنامج غير محدود (من حيث الكمية والوقت) لمشتريات البنك المركزي الأوروبي للسندات السيادية لبعض بلدان منطقة اليورو، تخص الاستحقاقات قصيرة الأجل (أقل من 3 سنوات) في السوق الثانوية². وقد كان الهدف الرئيسي من برنامج OMT هو إزالة المخاطر المرتبطة بالتجزئة النقدية والمالية لمنطقة اليورو³.

ولقد عرف معدل الفائدة من شهر أكتوبر 2008 تراجعاً سريعاً حيث انتقل من مستوى 4.25 % في الربع الثالث من سنة 2008 إلى مستوى 1 % في الربع الرابع من سنة 2009، كما هو موضح في الشكل رقم (3-11)، وقد فسّر هذا الانخفاض بإتباع البنك المركزي الأوروبي لسياسة نقدية توسعية بسبب انفجار الأزمة المالية 2008 وظهور بوادر أزمة الديون السياسية في دولة اليونان.

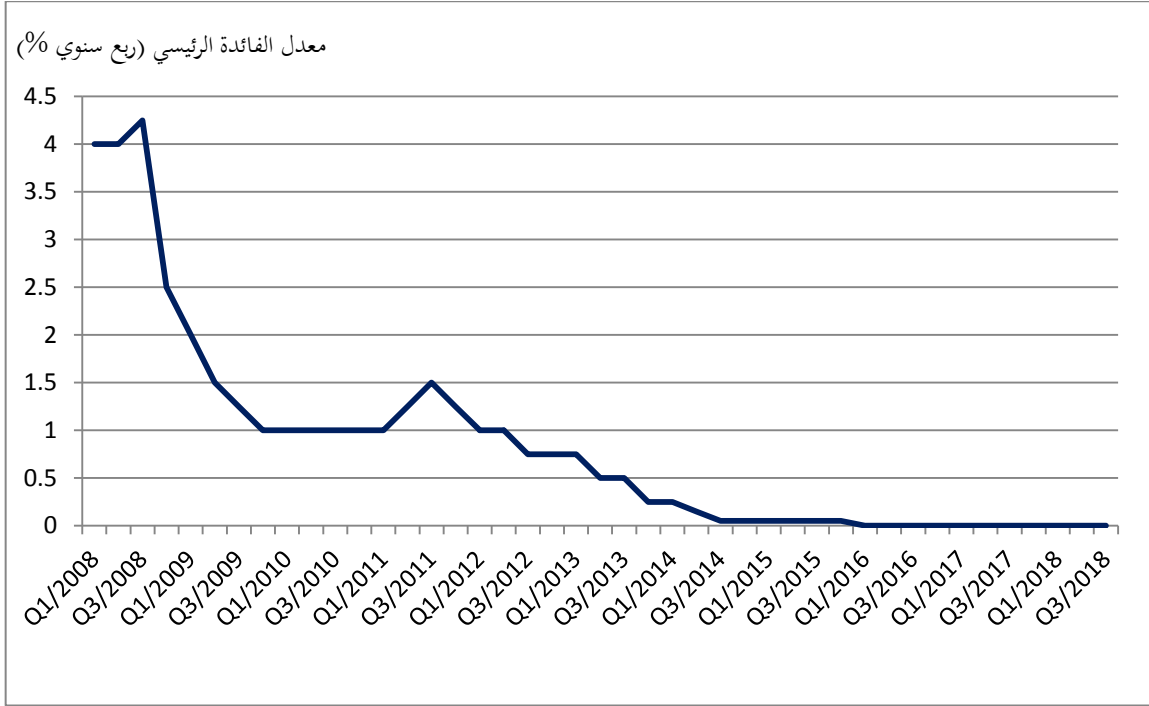
وقد عرف معدل الفائدة منذ الربع الأول من سنة 2011 بعض التذبذب الطفيف، حيث ارتفع من مستوى 1 % في الربع الأول من سنة 2011 إلى مستوى 1.5 % في الربع الثالث من نفس السنة 2011، ليبدأ في الانخفاض بعد ذلك إلى أن بلغ مستوى 0.05 % في الربع الثالث من سنة 2014 وبقي هذا المعدل ثابتاً إلى غاية الربع الرابع من سنة 2015، ثم انخفض من جديد ليستقر عند مستواه الصفري 0 % ابتداءً من الربع الأول من سنة 2016، تزامناً مع بداية سياسة التيسير الكمي، وقد فسّر استمرار البنك المركزي الأوروبي في اتباع توجه معدل الفائدة الصفري بعدم استقرار اقتصاد منطقة اليورو بسبب تفاقم أزمة الديون السيادية وانتقالها إلى عدة دول داخل المنطقة، وقد هدف البنك المركزي الأوروبي إلى تسهيل عمليات التمويل وتوفير السيولة اللازمة التي تحتاجها المؤسسات النقدية والمالية داخل منطقة اليورو.

¹The European Central Bank (ECB), **Décision de la Banque centrale européenne du 3 novembre 2011 relative à la mise en œuvre du deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées (BCE/2011/17)**, available at: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116fr00700071.pdf, consulted in: 13/10/2018.

²Esther Jeffers, **Sur la BCE et son nouveau programme OMT (Out right Monetary Transactions)**, Les économistes atterrés, Octobre 2012, p.2.

³Arvind Krishnamurthy et al., **Op. cit.**, p.9.

الشكل رقم (3-11): تطور معدلات الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2008-2018



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك المركزي الأوروبي.

وقد أعلن البنك المركزي الأوروبي في 22 جانفي 2015 عن تنفيذ برنامج شراء الأصول على نطاق واسع حيث تصل قيمة المشتريات إلى 60 مليار يورو شهريا بين مارس 2015 وسبتمبر 2016 على الأقل، وكان هذا هو التاريخ الذي اعتمد فيه البنك المركزي الأوروبي بالفعل سياسة التيسير الكمي حسب بعض الاقتصاديين، وكان الهدف في المقام الأول هو رفع توقعات التضخم. ومنذ مارس 2016، ارتفعت قيمة المشتريات الشهرية إلى 80 مليار يورو بالرغم من أنه كان من المقرر مراجعة هذا البرنامج في مارس 2017. وفي 8 ديسمبر 2016، وبالنظر إلى التحسن في حالة الاقتصاد الكلي وخاصة ارتفاع توقعات التضخم في منطقة اليورو (الشكل رقم (3-14))، قرر مجلس الإدارة تخفيض المشتريات الشهرية إلى 60 مليار يورو شهريا حتى نهاية سنة 2017، ويرتبط قرار تمديد البرنامج بحقيقة أن التضخم الأساسي لا يزال منخفضا جدا في منطقة اليورو. ويمثل هذا البرنامج حوالي 82% من إجمالي مشتريات الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي في فيفري 2017¹.

وينقسم حجم المشتريات من الأوراق المالية، العامة والخاصة، بين أربعة برامج مستهدفة²:

¹Jean Pierre Allegret, **Le renouvellement de la politique monétaire (I): quelle place pour la politique monétaire non conventionnelle dans le futur?**, SES-ens, École normale supérieure de Lyon, 2017, disponible sur: <http://ses.ens-lyon.fr/articles/>, consulté le: 10/09/2018.

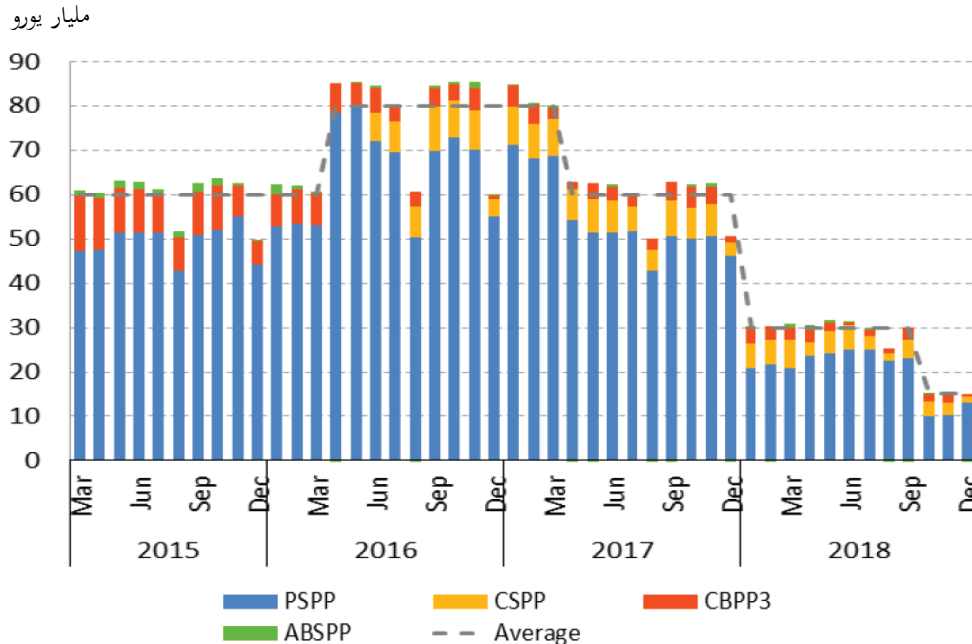
²La Banque de France (BF), **Cadre opérationnel de la politique monétaire**, disponible sur: <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/cadre-operationnel-de-la-politique-monetaire/>, consulté le: 10/12/2018.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

- برنامج شراء السندات المغطاة (CBPP3) الذي بدأ في 20 أكتوبر 2014؛
 - برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP) الذي تم إطلاقه في 21 نوفمبر 2014؛
 - برنامج شراء القطاع العام (PSPP) وقد بدأ في 9 مارس 2015؛
 - برنامج شراء السندات الصادرة عن الشركات (CSPP) في منطقة اليورو منذ جوان 2016.
- حيث يسعى البنك المركزي الأوروبي من خلال برنامج شراء الأصول إلى زيادة معدل التضخم في منطقة اليورو إلى المعدل المستهدف البالغ 2 %، ولكي يستطيع تحقيق هذا الهدف والحفاظ على أفضل مستوى لاستقرار الأسعار دون الوقوع في مخاطر الانكماش الاقتصادي، قام البنك المركزي الأوروبي بإجراء عمليات شراء شهرية للأصول بمعدل متوسط¹:

- ✓ 60 مليار يورو من مارس 2015 حتى مارس 2016؛
- ✓ 80 مليار يورو من أبريل 2016 حتى مارس 2017؛
- ✓ 60 مليار يورو من أبريل 2017 إلى ديسمبر 2017؛
- ✓ 30 مليار يورو من جانفي 2018 حتى سبتمبر 2018؛
- ✓ 15 مليار يورو من أكتوبر 2018 إلى ديسمبر 2018.

الشكل رقم (3-12): برامج شراء الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2015-2018



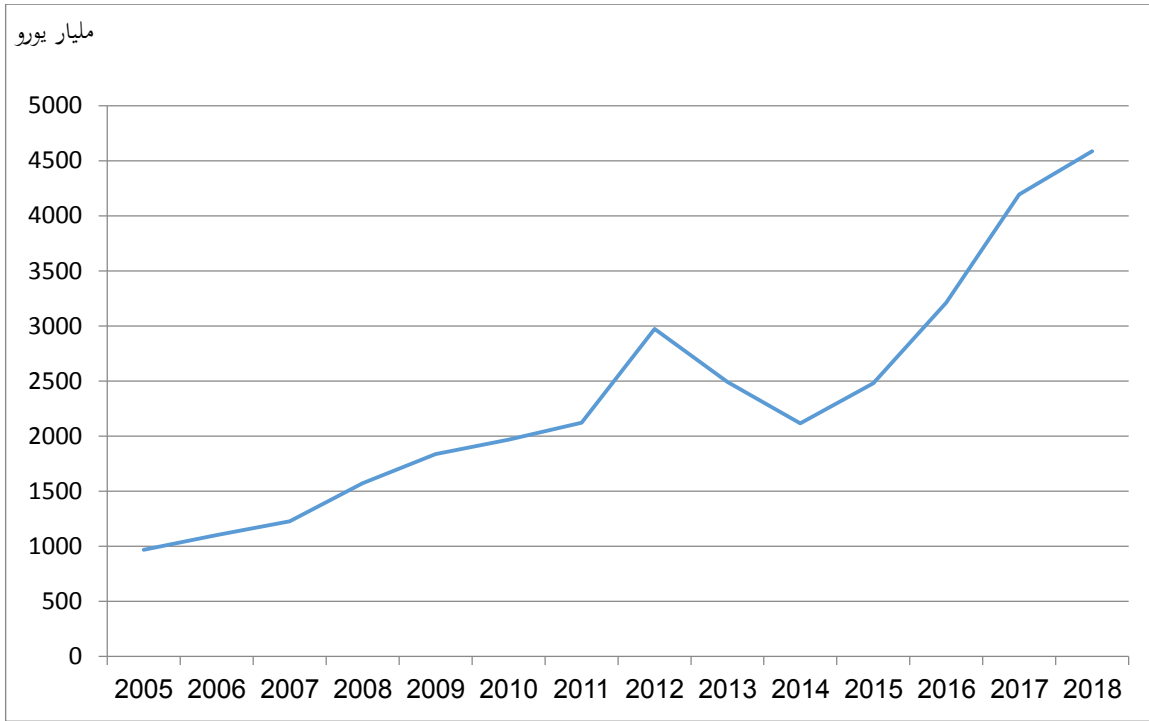
المصدر: البنك المركزي الأوروبي

¹The European Central Bank (ECB), **Asset purchase programmes**, available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, consulted in: 13/11/2018.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

ومن خلال الشكل أعلاه نلاحظ تباين أحجام شراء الأصول من قبل البنك المركزي الأوروبي، حيث بلغ متوسط حجم الشراء ذروته عند 80 مليار يورو شهرياً في الفترة من شهر أبريل 2016 إلى شهر مارس 2017، وقد انخفض صافي مشتريات البنك المركزي الأوروبي من 80 مليار يورو إلى 60 مليار يورو في أبريل 2017، ثم إلى 30 مليار يورو في جانفي 2018 و 15 مليار يورو في أكتوبر 2018، ثم إلى الصفر في نهاية ديسمبر 2018، وقد أضاف برنامج شراء الأصول موجودات بقيمة 2.6 تريليون يورو لميزانية البنك المركزي الأوروبي، لتتجاوز بذلك الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي 4.5 تريليون يورو بنهاية سنة 2018، كما هو موضح في الشكل رقم (3-13)، حيث زادت بأكثر من 70% منذ بداية برنامج التحفيز الكمي القوي في سنة 2015.

الشكل (3-13): تطور حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2005-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك المركزي الأوروبي.

وقد قرر البنك المركزي الأوروبي، بتاريخ 13 ديسمبر 2018، رسمياً، إنهاء برنامج شراء السندات البالغ حجمه 2.6 تريليون يورو والذي بدأ في مارس 2015، وفي حين انتظار الإفصاح عن مزيد من التفاصيل بشأن خطة التخلي التدريجي عن مشترياته من الأصول، سيواصل البنك المركزي الأوروبي إعادة استثمار السيولة المتحققة من السندات التي يحل أجل استحقاقها لفترة إضافية، طالما كان ذلك ضرورياً.

ولكنه عاد ليقرر إطلاق حزمة تحفيزات جديدة في اجتماع مجلس إدارته، بتاريخ 12 سبتمبر 2019 والذي كان مخصصاً للسياسة النقدية، حيث وافق البنك المركزي الأوروبي على معاودة العمل ببرنامج التيسير الكمي

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

فيما يتعلق بالإجراءات الكمية، وسيتم البدء بجرعة جديدة من صافي مشتريات الأصول بمقدار 20 مليار يورو كل شهر ابتداء من 1 نوفمبر 2019، ويتوقع مجلس الإدارة أن يستمر برنامج شراء الأصول لفترة طويلة لتخفيف الظروف المالية وينتهي قبل وقت قصير من بدء رفع أسعار الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي¹. وكان هذا الإجراء بمثابة نهاية فعالية لعملية تطبيع الميزانية العمومية التي تم الإعلان عنها في أواخر 2018. ومع الجولة الجديدة من التيسير الكمي، سيستفيد البنك المركزي الأوروبي قريبا السندات المؤهلة التي يمكن شراؤها من ألمانيا وهولندا وسلوفاكيا وفنلندا. من المرجح أن تكون الخيارات المحتملة لإزالة القيود وتوسيع نطاق الأصول المؤهلة للشراء بموجب سياسة التيسير الكمي قليلة بسبب القيود السياسية وانقسام مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي. لذلك، في ظل غياب أي صدمات شديدة، يتوقع أن ينتهي برنامج التيسير الكمي الجديد في أقل من سنتين أو قبل أن يبدأ تطبيع سعر الفائدة².

2. آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي على اقتصاد منطقة اليورو:

عندما أعلن البنك المركزي الأوروبي عمليات التيسير الكمي في 22 جانفي 2015 من تنفيذ برنامج شراء الأصول (APP) على نطاق واسع، كان هدفه في المقام الأول هو رفع توقعات التضخم وتجنب الانكماش الذي أصاب العديد من الدول الأوروبية، حيث يسعى البنك المركزي الأوروبي من خلال برنامج شراء الأصول إلى زيادة معدل التضخم في منطقة اليورو إلى المعدل المستهدف (أقل من 2 %، ولكنه قريب من هذا المعدل)³. فقد انخفض معدل التضخم من 1.2 % في سنة 2013 إلى 0.2 % في سنة 2014 ليصبح صفرًا تقريبًا في سنة 2015، كما هو موضح في الشكل رقم (3-14). لبدء في الارتفاع، مع بداية تنفيذ عمليات التيسير الكمي التي بدأت في شهر مارس 2015، ليصل إلى أعلى مستوياته سنة 2018 والتي بلغت في المتوسط 1.7 %، وهو معدل قريب من المعدل المستهدف من طرف البنك المركزي الأوروبي. وقد أكد مجلس إدارته أنه على استعداد، على أي حال، لتعديل جميع أدواته بشكل كافٍ لضمان تقريب دائم لمعدل التضخم إلى هدفه⁴.

¹The European Central Bank (ECB), **Asset purchase programmes**, available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, consulted in: 14/11/2019.

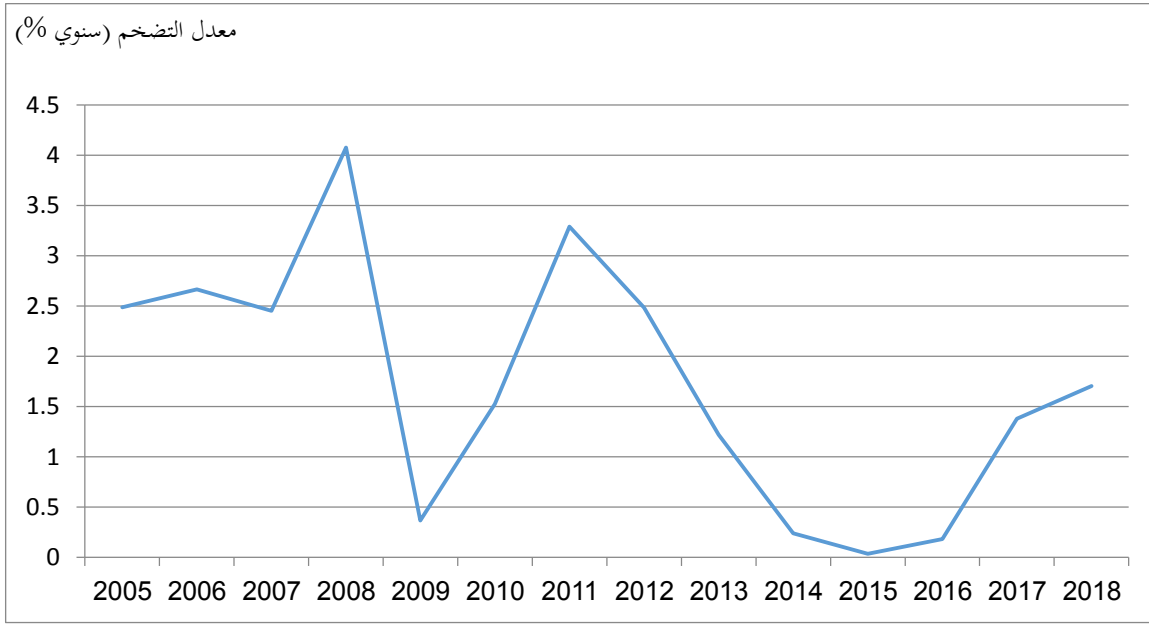
²بنك قطر الوطني، استمرار التحفيز النقدي للبنك المركزي الأوروبي، الأخبار، 2019/09/22، متاح على الرابط:

<https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomic22sep2019news>، تاريخ الاطلاع: 2019/11/16.

³Gilbert Koenig, **La politique d'assouplissement quantitatif: limites et alternative**, Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe, Observatoire des Politiques Économiques en Europe (OPEE), vol. 34(1), 2016, p.11.

⁴The European Central Bank (ECB), **The year 2018 at a glance**, 1 April 2019, available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.en.html>, consulted in: 17/11/2019.

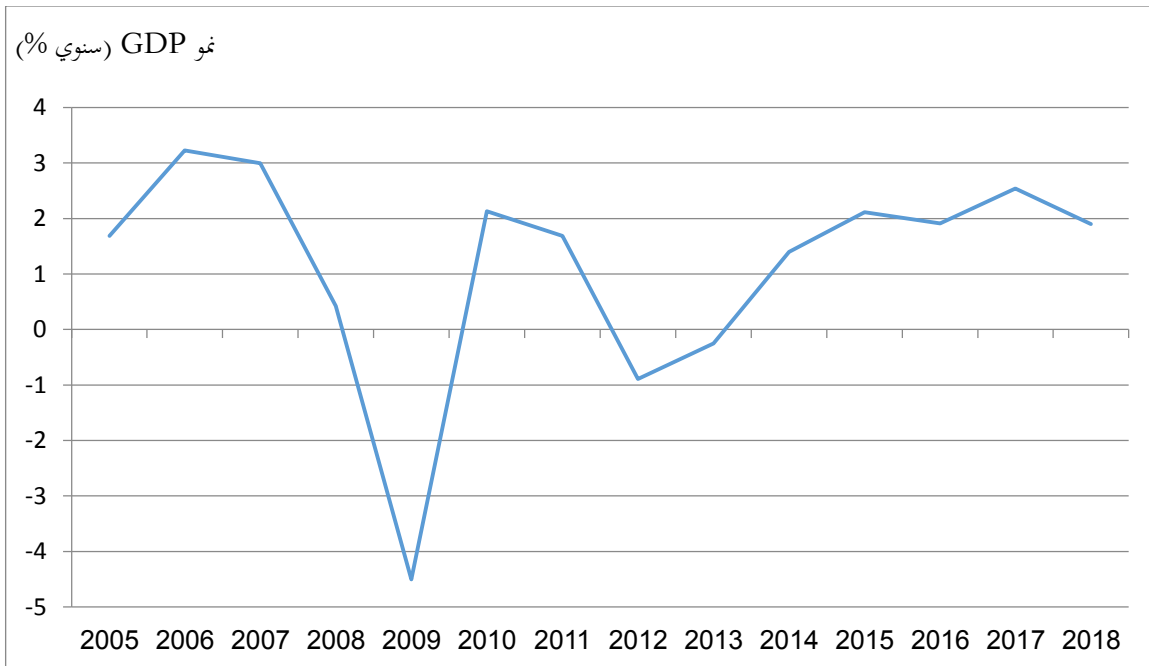
الشكل رقم (3-14): تطور معدلات التضخم في منطقة اليورو خلال الفترة 2005-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

وقد ساهمت سياسة التيسير الكمي في تقليل تكلفة القروض المصرفية مما شجع اقتراض الشركات والأسر في منطقة اليورو، وهذا ما أعطى دفعة جديدة للنمو الاقتصادي ولكن بوتيرة بطيئة، كما هو موضح من خلال الشكل رقم (3-15).

الشكل رقم (3-15): تطور معدلات النمو الاقتصادي في منطقة اليورو خلال الفترة 2005-2018

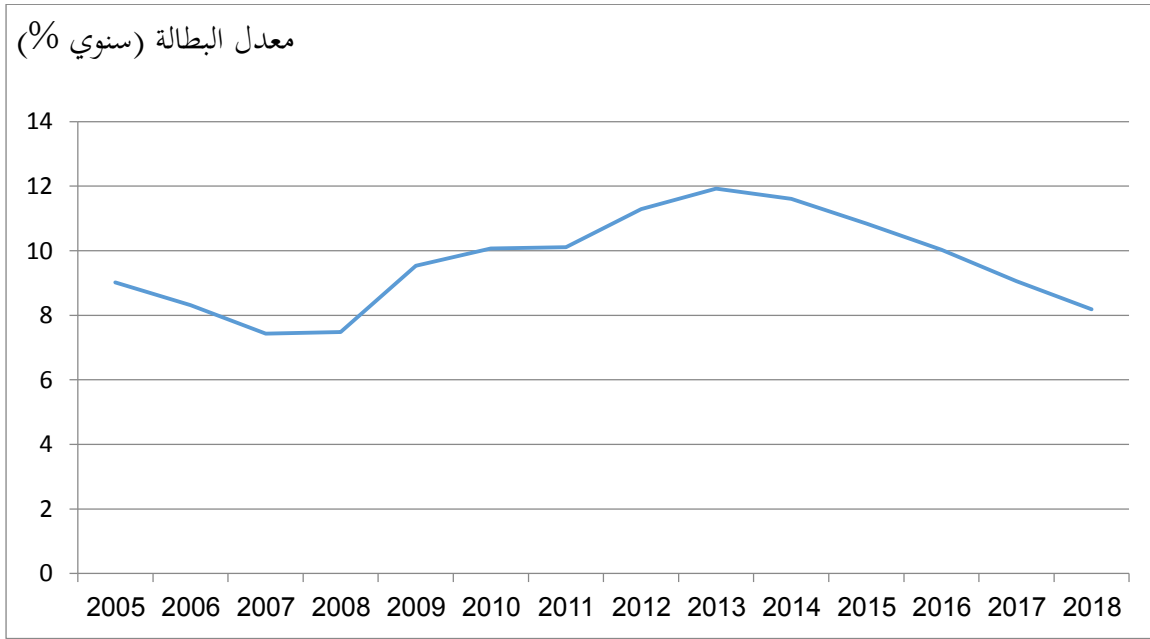


المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التبشير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

حيث تم تسجيل حالة نمو قوية بشكل استثنائي في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي سنة 2017 قدرت بحوالي 2.5 %، وقد انخفضت إلى حوالي 1.8 % سنة 2018، نتيجة لضعف التجارة العالمية والتطورات غير المتوقعة التي أثرت بشكل خاص على صافي الصادرات والتصنيع خلال هذه السنة. ففي النصف الأول من سنة 2018، أثرت الاضطرابات المرتبطة بالطقس والإجراءات الصناعية، خاصة في قطاع النقل، على الإنتاج في عدد من البلدان. وفي النصف الثاني من نفس السنة، وخاصة في الربع الثالث، كان هناك خلل كبير في إنتاج السيارات بعد إدخال اجراءات اختبار المركبات الخفيفة المنسقة في جميع أنحاء العالم WLTP في 1 سبتمبر 2018¹، والذي يقيس استهلاك الوقود والطاقة والمدى والانبعاثات في سيارات الركاب في أوروبا. وبخصوص معدلات البطالة، يشير الشكل رقم (3-16) إلى أنها قد تراجعت من مستوياتها المرتفعة التي وصلت إليها سنة 2011 والتي بلغت حوالي 11.9 %، لتصل إلى حوالي 8.1 % في 2018، وهو أدنى مستوى لها بعد الازمة المالية العالمية 2008.

الشكل رقم (3-16): تطور معدلات البطالة في منطقة اليورو خلال الفترة 2005-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

وتعتبر هذه المعدلات بعيدة جداً من حالة التشغيل الكامل في الاقتصاد، وللا اتجاه التنافس لمعدلات البطالة تأثير إيجابي على عملة اليورو، حيث يميل العاملون إلى إنفاق المزيد من الأموال، كما تنعكس مسألة تراجع معدلات البطالة على تراجع طلبات التعويض عن البطالة في منطقة اليورو.

¹Ibid.

وعلى الرغم من النتائج الإيجابية المشار إليها سابقا، إلا أنه يمكن القول أن منطقة اليورو لم تتمكن حتى الآن من تجاوز أزمة الديون السيادية التي مازالت تثقل كاهل البنك المركزي الأوروبي، فهو يعتبر البنك المركزي الأكثر عرضة للمخاطر، بمعنى أنه يمتلك نسبة كبيرة من الدين العام للدول الأعضاء وبالتالي فإن التخلف عن السداد يهدد ميزانيته العمومية في حالة انهيار الاتحاد الأوروبي. إضافة إلى ذلك، فعلى الرغم من ارتفاع معدل التضخم الكلي المعلن عند مستوى 1.7 %، يظل المعدل الأساسي للتضخم ضعيفا عند مستوى 1.1 %، ما يعني حتمية إبقاء البنك المركزي الأوروبي على سياسة نقدية توسعية.

المبحث الثالث: تجربة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في تطبيق سياسة التشديد الكمي

قام الاحتياطي الفيدرالي باتخاذ اجراءات غير اعتيادية في السياسة النقدية منذ بداية الازمة المالية 2008، من بينها ثلاثة برامج للتيسير الكمي QE تمكنت من زيادة السيولة، واستقرار ظروف الاقتصاد الأمريكي. ولتخفيض حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي التي تضخمت أربع مرات خلال مرحلة التيسير الكمي وإعادةها إلى مستوياتها الطبيعية، قرر الاحتياطي الفيدرالي في سنة 2017 بداية سياسة التشديد الكمي QT، والتي سُميت أيضا بسياسة تطبيع الميزانية العمومية.

المطلب الأول: أفكار حول تطبيع السياسة النقدية وآثارها المحتملة

عندما تبنت البنوك المركزية في الدول المتقدمة، سياسات نقدية توسعية غير تقليدية على مدى السنوات الماضية لممارسة ضغوط تنازلية إضافية على أسعار الفائدة طويلة الأجل، كان أول تأثير لهذه السياسات هو ارتفاع حجم الميزانيات العمومية لتلك البنوك إلى مستويات حادة وغير مسبوقة، وما نتج عليه من آثار جانبية. وبالتالي أصبحت الاشكالية في كيفية التخلص من هذا الكم الهائل من الاصول عندما تعكس سياساتها النقدية نحو تطبيع السياسة النقدية.

1. الآثار الجانبية لسياسة التيسير الكمي:

من أول آثار سياسة التيسير الكمي، أن الجولات المتعاقبة من عمليات شراء الأصول قد أدت إلى توسيع أصول الميزانية العمومية للبنوك المركزية بشكل كبير، والتي حذر المراقبين من أن يؤدي ذلك إلى عدم الاستقرار المالي. هذا وقد ارتفعت ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى مستويات قياسية بلغت 4.5 تريليون دولار مقارنة بنحو 925 مليار دولار قبل الازمة.

أما بالنسبة للبنوك التجارية والمؤسسات المالية، فلقد تكونت لديها احتياطات زائدة ضخمة، وتدر عليها فائدة، ويتعين عليها الاحتفاظ بها لدى الاحتياطي الفيدرالي، ولكنها تمثل ودائع بمساحات كبيرة في ميزانيات

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

الجهاز المصرفي وهذا يكبح دورهم كوسيط في نقل الأموال للاقتصاد الحقيقي. وكذلك لجأت بنوك بعض الدول إلى تنويع نشاطها في الخارج سعياً منها للوصول إلى منافذ أكثر ربحية، كما قامت بعضها بإقراض جزء من احتياطاتها الزائدة لشركات ومؤسسات كبيرة تعمل في الدول النامية والاقتصاديات الناشئة، مما أحدث تدفقات وأموال إلى داخل هذه الدول أثرت على الاستثمارات وأسعار الأصول فيها لدرجة أن بعضها قام بإجراءات لضبط دخول هذه الأموال خوفاً من أن تعكس اتجاهها فجأة، وقد حدث هذا بالفعل في بعض الأسواق الناشئة عندما اتجهت الولايات المتحدة الأمريكية نحو تشديد السياسة النقدية ورفعت أسعار الفائدة. كما أن جزءاً من هذه الاحتياطات الزائدة خرج يبحث عن فوائد وعائدات أعلى في دول أخرى من خلال فروق أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات¹.

ومن آثار هذه السياسات على الجهاز المصرفي هي الضغوط التي تحدثها في جانب الربحية. فمن الملاحظ أن سياسة التيسير الكمي قد وصلت بأسعار الفائدة عند مستوى الصفر، مما أدى ذلك إلى انخفاض الهوامش في مستويات الفائدة بين الإقراض والاقتراض مما قلل من ربحية البنوك. وكذلك من جانب المستثمرين فإن الطلب على الائتمان قد انخفض نتيجة للضعف الاقتصادي السائد، مما أدى إلى انخفاض الربحية في البنوك. ومن المتوقع عند الخروج من هذه السياسة والرجوع التدريجي نحو تطبيع الفوائد، أن تعود ربحية البنوك نحو الارتفاع بسبب ارتفاع هوامش الربحية، وكذلك تعود المنافسة بين البنوك مرة أخرى من خلال هذه الهوامش.

وبنفس السياق أثرت السياسات النقدية التيسيرية أيضاً على البنوك المركزية في دول الخليج، فقد كانت على نهج الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في رفع وخفض أسعار الفائدة الرئيسية، وذلك بالرغم من أن الظروف الاقتصادية في هذه الدول مختلفة تماماً عن تلك السائدة في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد فعلت ذلك لارتباط نظم أسعار الصرف بالدولار وكذلك أسعار النفط المقوم بالدولار الأمريكي، وبالتالي تخوفت من عملية الدخول والخروج السريع للأموال المضاربة وما تحدثه من أضرار في الاقتصاد. كما أن بعض البنوك التجارية سحبت بعض أموالها من الدول المتقدمة ذات الفوائد المنخفضة واتجهت نحو الاقتصاديات النامية والأسواق الناشئة على شكل محافظ مالية أو استثمارات مباشرة. كما أن الكثير من هذه البنوك التجارية قد احتفظت بالكثير من ودائعها في البنوك المركزية المحلية على شكل سندات حكومية وأذونات خزينة، حيث قل الطلب المحلي على التمويل بسبب انخفاض النشاط الاقتصادي المحلي، نتيجة لضعف الطلب العالمي، خاصة الطلب على النفط، وتدهور التجارة الدولية منذ الأزمة المالية وحتى منتصف سنة 2016.

¹ حسن الحاج، التغيير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، الكويت، 2018، ص ص. 24-25.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

وكما ذكرنا سابقاً، فإن من أهم عناصر آليات عمل سياسة التيسير الكمي هو قيام البنوك التجارية بإقراض الأموال التي تحصل عليها من البنوك المركزية، نتيجة لبيعها سندات القطاع العام والخاص. ولذلك فإنه من أشد الانتقادات التي واجهت هذه السياسة هو أنها لم تفعل سوى القليل من زيادة الإقراض المصرفي التجاري، حتى أنه في بعض البلدان المتقدمة ظل الإقراض المصرفي التجاري أقل من مستواه في فترة ما قبل الأزمة.

ولذلك فإن برنامج التيسير الكمي لم يسفر عن الزيادة المرغوبة التي كان يطمح لها في عمليات الإقراض من قبل المؤسسات المالية. وبصفة خاصة استمرت البنوك التجارية إما في شراء السندات أو الاحتفاظ باحتياطات زائدة ضخمة أو إيداع أموالها لدى البنوك المركزية ومن ثم لم يترتب على عمليات التيسير الكمي زيادة محسوسة في عرض الائتمان. وذلك إما لارتفاع درجة المخاطر المصاحبة لإقراض القطاع الخاص، أو لأن المقترضين الذين ترتفع درجة ملاءتهم المالية لا يقبلون على الاقتراض، في الوقت الذي ظلت فيه مؤسسات قطاع الأعمال الصغيرة ومتوسطة الحجم، غير قادرة على الوصول إلى سوق السندات، أو الحصول على التمويل اللازم بالشروط المناسبة لاحتياجاتها. وكذلك على الرغم من توافر السيولة اللازمة للإقراض من قبل البنوك وارتفاع أسعار الأصول التي تمثل ضمانات لها، إلا أنه قد امتنع كثير منها عن إقراض المؤسسات الاقتصادية والأفراد خوفاً من عدم استقرار الأوضاع الاقتصادية وبطء النمو العالمي بعد الأزمة وجود عدم اليقين الذي أفرزته طيلة هذه المدة، هذا بالإضافة إلى التنبؤات الاقتصادية المستقبلية التي كانت غير محفزة لهم آنذاك، طالما أن التوقعات تشاؤمية وأن درجة الثقة بمستقبل الأوضاع الاقتصادية على المستوى الكلي مازالت متدنية¹.

وعندما بدأت البنوك المركزية بتنفيذ سياسة التيسير الكمي لإنعاش الاقتصاد كانت هناك توقعات بأن ترتفع مستويات التضخم وذلك بسبب الأموال التي ضختها لشراء الأصول، ولكن بالرغم من ذلك لم يرتفع التضخم بل كان هناك تخوفاً من انكماش الأسعار، بسبب تراجع أسعار النفط، إلا أنه في نهاية الأمر ارتفع التضخم حتى اقترب في بعض البلدان من المستويات المستهدفة وبقي أقل منها في بعض البلدان الأخرى، وذلك نسبة لانخفاض الأجور وانخفاض معدلات الانتاجية والطاقة الانتاجية الفائضة، وبالتالي فإن انخفاض التضخم هو الأمر الذي أدى إلى التأجيل والبطء في رفع أسعار الفائدة في كثير من البلدان المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية.

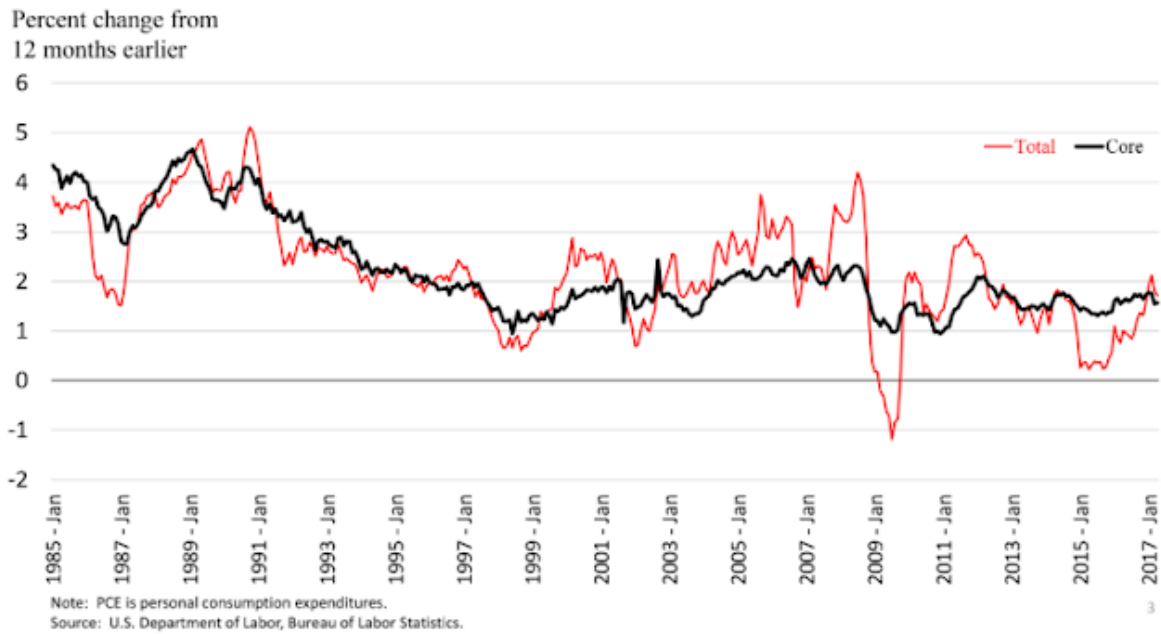
وتفسر لجنة السوق الفيدرالية المفتوحة FOMC استقرار الأسعار على أنه يعني تضخماً قدره 2 % باستخدام مؤشر أسعار نفقات الاستهلاك الشخصي PCE. لذلك ستشعر اللجنة بالقلق إذا استمر التضخم

¹ نفس المرجع، ص ص. 25-26.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

بأعلى أو دون هذا الهدف¹. انخفض معدل التضخم إلى أقل من 2% خلال معظم الفترة منذ الأزمة المالية، مما عكس الظروف الاقتصادية السيئة بشكل عام بالإضافة إلى العوامل الانتقالية مثل الانخفاضات السابقة في أسعار الطاقة. لكن خلال سنتي 2015 و 2016، اقترب التضخم تدريجياً من هدف الاحتياطي الفيدرالي. ارتفعت الأسعار 1.6% على مدى 12 شهراً المنتهية في أبريل 2017، مقارنة مع 0.2% فقط قبل سنتين من هذه الفترة، كما هو موضح في الشكل التالي.

الشكل رقم (3-17): تطور معدلات التضخم الكلي والأساسي في الوم أ خلال الفترة 1995-2017



Source: United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

ولقد أثبت التضخم الأساسي، الذي يستبعد أسعار المواد الغذائية والطاقة، تاريخياً أنه مؤشر أفضل للمكان الذي يتجه فيه التضخم، على الرغم من أنه يمكن أن يتأثر أيضاً بعوامل انتقالية مثل أسعار الواردات. وكان التضخم الأساسي 1.5% لمدة 12 شهراً حتى أبريل 2017. ارتفع هذا المعدل أيضاً منذ سنة 2015، على الرغم من أن الزيادة التدريجية قد توقفت بسبب قراءات التضخم الضعيفة لشهر مارس وأبريل. يمكن تفسير بعض نقاط الضعف الأخيرة بعوامل مؤقتة، ومن المتوقع أن يستأنف التضخم ارتفاعه التدريجي².

¹Jerome H. Powell, *Op. cit.*, p.2.

²*Ibid*, p.3.

كذلك من آثار سياسة التيسير الكمي، ارتفاع أسعار الأصول في أسواق المال داخل البلدان المتقدمة بسبب انخفاض أسعار الفائدة التي أدت إلى خروج كثير من المستثمرين نحو بلدان الاقتصاديات النامية والأسواق الناشئة بحثاً عن عوائد مرتفعة. وكانت هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم خاصة الدول الناشئة والنامية، في محاولة منها للدفاع عن أسواق الأصول بها، إلى وضع قيود على دخول رؤوس الأموال لتفادي التدفقات الضارة لرؤوس الأموال الساخنة إلى أسواقها، بصفة خاصة الدولارية، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في فقاعة أصول في تلك الدول.

كما أن برنامج التيسير الكمي أدى إلى انخفاض قيمة العملات في الدول المتقدمة وهو الأمر المتوقع أن يترتب عليه تغير واضح في الأوضاع النسبية للعملات العالمية، وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية للبلدان الأخرى التي سوف ترتفع عملتها مقابل هذه العملات الرئيسية. فعلى سبيل المثال أدت خطة التيسير الكمي في الولايات المتحدة إلى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع، وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه، وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان عند أقل من قيمته الحقيقية. فمن خلال خطة التيسير الكمي تكون الولايات المتحدة تلقائياً قد رفعت من قيمة اليوان في مواجهة الدولار الضعيف، ومن ثم فإن ما كانت تطالب به الولايات المتحدة عن طريق التفاوض، أصبحت تحصل عليه من خلال سياسات التيسير الكمي وبالتالي وضع الصين أمام الأمر الواقع. ومثل هذه الأوضاع يمكن أن تجر دول العالم في محاولة الدفاع عن مصالحها إلى اتخاذ ردود أفعال وقائية أو انتقائية، تشكل الأراضية اللازمة لانطلاق حرب بالعملات على نطاق واسع¹.

كذلك فإن استمرار تراجع قيمة الدولار بصورة حادة في أسواق الصرف الأجنبي يضع الدول التي ترتبط عمالاتها بالدولار مثل دول الخليج وكثير من الدول النامية في العالم في خطر. حيث أن تلك الدول مجبرة على أن تستورد السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والتي من الممكن أن تكون غير مناسبة لها نسبة لاختلاف الأوضاع الاقتصادية.

كما أن الدول النامية والناشئة تملك في الولايات المتحدة احتياطات ضخمة من الدولار وبالتالي فإن تراجع الدولار وارتفاع الفائدة طويلة الأجل سيؤدي إلى تحقيق أضرار على احتياطات هذه الدول وتراجع قيمتها، بينما نجد أن الخيارات المتاحة أمامها للتعامل مع هذه المواقف محدودة جداً، حيث لا تستطيع للأسف أن تفعل شيئاً

¹ حسن الحاج، مرجع سابق، ص ص. 13-14.

في الأجل القصير، لأن أي تحرك على نطاق واسع من جانبها لتخلص من احتياطاتها الدولارية يمكن أن يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار تدفع ثمنه هي وليست الولايات المتحدة.

وفي جانفي 2014، أعلن مجلس الاحتياطي الفيدرالي عن تخفيض حجم شراء السندات تمهيدا لعكس اتجاه السياسة النقدية التوسعية الأمريكية التي استندت إلى معدلات الفائدة الصفرية واستهدفت انخفاض منحني العائد طويل المدى من خلال قناة توازن المحافظ المالية لتشجيع عمليات الإقراض لأغراض محددة، ولقد استند الاقتراح على تحسن جوهرى في أداء الاقتصاد الأمريكي على الرغم من استمرار معدلات التضخم عند مستوى أقل من المستهدف. غير أن الاعلان عن تخفيض شراء السندات لم يصاحبه ارتفاع في معدلات الفائدة مباشرة، ومن المتوقع أن تتراجع سندات الخزانة في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى مستويات تقارب 1.5 ترليون دولار بحلول سنة 2021، وتراجع سندات الرهن العقاري إلى دون ترليون دولار في نفس الفترة الزمنية. وتشير التوقعات أنه بعد بدء تقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي أن أسعار الفائدة على المدى الطويل سترتفع بمقدار 0.1 % بشكل سنوي. هذا ولقد أكد مجلس الاحتياطي الفيدرالي في ذلك الوقت على أن الفائدة الصفرية ستستمر وأن عمليات رفع الفائدة سيتم بحذر شديد حتى لا تؤثر في مساعي التعافي للنشاط الاقتصادي¹.

2. أفكار حول تطبيع السياسة النقدية:

تشير الحالة الصحية لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية والتوقعات المواتية إلى أنه ينبغي على اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة مواصلة عملية تطبيع السياسة النقدية. لقد كانت اللجنة صبورة في رفع الأسعار، حسب رأي رئيس الاحتياطي الفيدرالي، وقد دفع هذا الصبر أرباحا. في حين أن أداء سوق العمل قد استلزم تسريع وتيرة التضيق، فقد ظل التضخم دون المستوى المستهدف لمدة خمس سنوات، وقد ارتفع ببطء فقط نحو 2 %، مما يدعو إلى استمرار الصبر، لا سيما إذا تباطأ هذا التقدم أو توقف. وإذا كان الاقتصاد يعمل كما هو متوقع من طرف الاحتياطي الفيدرالي، فإنه من المناسب، حسب رأي رئيس الاحتياطي الفيدرالي، الاستمرار في رفع أسعار الفائدة تدريجياً، إضافة إلى البدء في عملية تقليص حجم الميزانية العمومية في أواخر سنة 2017. بالطبع، كلا القرارين سيعتمد على أداء الاقتصاد. ولوضع هذه العملية في سياقها، يجب التفكير كيف كانت البداية. منذ عشر سنوات، في صيف سنة 2007، دخلت الولايات المتحدة الأمريكية في أكثر الأزمات الاقتصادية إيلاماً منذ الكساد العظيم، مما أدى إلى تدخلات سياسية واسعة النطاق من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي والسلطات الأخرى لتجنب انهيار النظام المالي ومنع الاقتصاد من التحول إلى الكساد. تم سحب

¹ نفس المرجع، ص ص 14-15.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

معظم الإجراءات المالية المستهدفة من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي، مثل تسهيلات السيولة لضمان تدفق الائتمان إلى الأسر والشركات، بعد فترة وجيزة من الأزمة مع استئناف الظروف المنظمة في الأسواق المالية¹. في المقابل، ازداد تخفيف السياسة النقدية للجنة السوق المفتوحة، حيث أصبحت الآثار الاقتصادية طويلة المدى للأزمة واضحة بشكل تدريجي. من 2007 إلى 2013، أضافت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة دعماً أكبر للاقتصاد. من أواخر سنة 2008، مع تحديد معدلات الفائدة عند الحد الأدنى الصفري، لجأت اللجنة إلى سياسات غير تقليدية لممارسة ضغوط تنازلية إضافية على أسعار الفائدة طويلة الأجل من خلال جولات التيسير الكمي. وقد تم تحديد كل من معدل الأموال الفيدرالية والميزانية العمومية عند مستويات تهدف إلى تقديم دعم كبير للنشاط الاقتصادي. إن تطبيع موقف السياسة النقدية سيعيد كلتا الأدوات إلى وضع أكثر حيادية بمرور الوقت. ويمكن القول أن هذه العملية قد بدأت في سنة 2014، عندما أُنهت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة عمليات شراء الأصول وبدأت مناقشات نشطة حول رفع سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية من الحد الأدنى. جاء أول ارتفاع لسعر الفائدة في ديسمبر 2015، وآخر في ديسمبر 2016، ثم توالى الزيادات كما هو مبين في الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-1): معدل الأموال الفيدرالية المستهدفة خلال الفترة 2008-2018

التاريخ	الزيادة (نقطة أساس)	النقصان (نقطة أساس)	المعدل (%)
16 ديسمبر 2008	...	100-75	0.25-0
17 ديسمبر 2015	25	...	0.50-0.25
15 ديسمبر 2016	25	...	0.75-0.50
16 مارس 2017	25	...	1.00-0.75
15 جوان 2017	25	...	1.25-1.00
14 ديسمبر 2017	25	...	1.50-1.25
22 مارس 2018	25	...	1.75-1.50
14 جوان 2018	25	...	2.00-1.75
27 سبتمبر 2018	25	...	2.25-2.00
20 ديسمبر 2018	25	...	2.50-2.25

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الاحتياطي الفيدرالي.

¹Jerome H. Powell, *Op. cit.*, pp.4-5.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

ومن المتوقع أن تستغرق عملية التطبيع عدة سنوات. في حالة معدل الأموال الفيدرالية، ستحدث نقطة النهاية لتلك العملية عندما يصل هدف الاحتياطي الفيدرالي إلى سعر الفائدة الطبيعي أو المحايد على المدى الطويل. وتخضع تقديرات هذا المعدل إلى حالة عدم يقين كبيرة. وقد كان متوسط التقدير لهذا المعدل بالنسبة للمشاركين في اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في مارس 2017 هو 3%، أي أكثر من نقطة مئوية كاملة دون تقديرات ما قبل الأزمة. ويقدر المشاركون في اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة أنه ستصل إلى مستوى محايد على المدى الطويل بحلول نهاية سنة 2019 إذا كان الاقتصاد يعمل كما هو متوقع¹.

ولقد أكد رئيس الاحتياطي الفيدرالي في خطابه بالنادي الاقتصادي في نيويورك، بتاريخ 28 نوفمبر 2018، أن معدلات الفائدة لا تزال منخفضة بالنظر إلى المستويات التاريخية، لكنها أقل بقليل من التقديرات للمستوى الذي سيكون محايداً للاقتصاد والذي لا يستهدف إبطاء أو تسريع النمو. وقد رفع المركزي الأمريكي معدلات الفائدة 4 مرات سنة 2018 لتصل إلى مستوى يتراوح بين 2.25% إلى 2.50%. وليس لدى الاحتياطي الفيدرالي مسار محدد مسبقاً للسياسة النقدية، بل سيتم تصميمها للحفاظ على مسار الاقتصاد في ضوء التوقعات المتغيرة للوظائف والتضخم حسب البيانات الاقتصادية القادمة.

وبالنسبة للميزانية العمومية، ففي سبتمبر 2014 حددت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة خططها الأولية لكيفية تقليصها، وتم استكمال هذا الإجراء الأولي مع مرور الوقت في اتصالات اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة، وآخرها في محضر اجتماع ماي 2017. ويمكن تلخيص النقاط الرئيسية التي حددتها اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة بخصوص تطبيع الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي فيما يلي²:

- لن يبدأ تطبيع الميزانية العمومية إلا بعد تطبيع مستوى سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية؛
- سيتم السماح للميزانية العمومية بالانكماش بشكل سلبي مع نزوح ممتلكات الاحتياطي الفيدرالي من الخزينة والأوراق المالية (أو الدفع المسبق)؛
- ستكون العملية تدريجية ويمكن التنبؤ بها. وعلى الرغم من عدم اتخاذ أي قرارات شهر ماي 2017، ناقشت اللجنة الدعوة إلى الإعلان عن جدول زمني للزيادة القصوى في قيمة الأوراق المالية بالدولار والتي سيسمح لها بالبداية في شهر معين؛
- ستواصل اللجنة استخدام سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية كأداة رئيسية لضبط موقف السياسة النقدية؛

¹Ibid, p.6.

²Ibid, pp.7-8.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

- بمجرد بدء عملية تطبيع الميزانية العمومية، ينبغي أن تستمر كما هو مخطط طالما لم يكن هناك أي تدهور مادي في التوقعات الاقتصادية؛
 - على المدى الطويل، لا ينبغي أن تكون الميزانية العمومية أكبر مما يجب أن يسمح للجنة بممارسة السياسة النقدية في إطارها المختار.
- عموما، تقدم رسائل اللجنة الخطوط العريضة لنهج الاحتياطي الفيدرالي المحتمل لتطبيع الميزانية العمومية. ومع انكماش الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، فإن الدين الذي يحتفظ به الجمهور سينمو، وهو ما من شأنه نظريا تشديد الظروف المالية من خلال الضغط التصاعدي على أسعار الفائدة طويلة الأجل. وأي تشديد من هذا القبيل يمكن أن يؤثر على قرارات اللجنة بشأن معدل الأموال الفيدرالية. ولقد أشارت لجنة السوق الفيدرالية المفتوحة إلى عزمها على تطبيع الميزانية العمومية حسب ما تسمح به الظروف الاقتصادية. ويشير استطلاع حديث للخبراء الاقتصاديين إلى أنهم يتوقعون أن يكون للتخفيض التدريجي المدرج جيدا في الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي آثار متواضعة. ومن المتوقع أن يؤدي التخلص التدريجي من الأصول المشتركة من خلال سياسة التيسير الكمي إلى خفض الميزانية العمومية بدرجة كبيرة عن مستواها البالغ 4.5 تريليون دولار. ويقارن الجدول التالي، الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي في ماي 2007 مع الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي في ماي 2017.

الجدول رقم (3-2): مقارنة الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي لسنتي 2007 و 2017

(Billions of dollars)

	As of May 24, 2017	As of May 23, 2007
Total Assets	4,470.85	877.68
Lending to financial institutions	0.06	0.12
Securities holdings	4,253.88	790.18
Treasury securities	2,464.66	790.18
GSE-related securities	1,789.22	0.00
Other assets (such as foreign exchange, bank premises)	216.91	87.38
Total Liabilities and Capital	4,470.85	877.68
Currency	1,504.77	774.12
Reserve balances	2,206.16	9.67
Treasury deposits	163.06	4.31
Other (such as foreign official deposits)	596.86	89.58

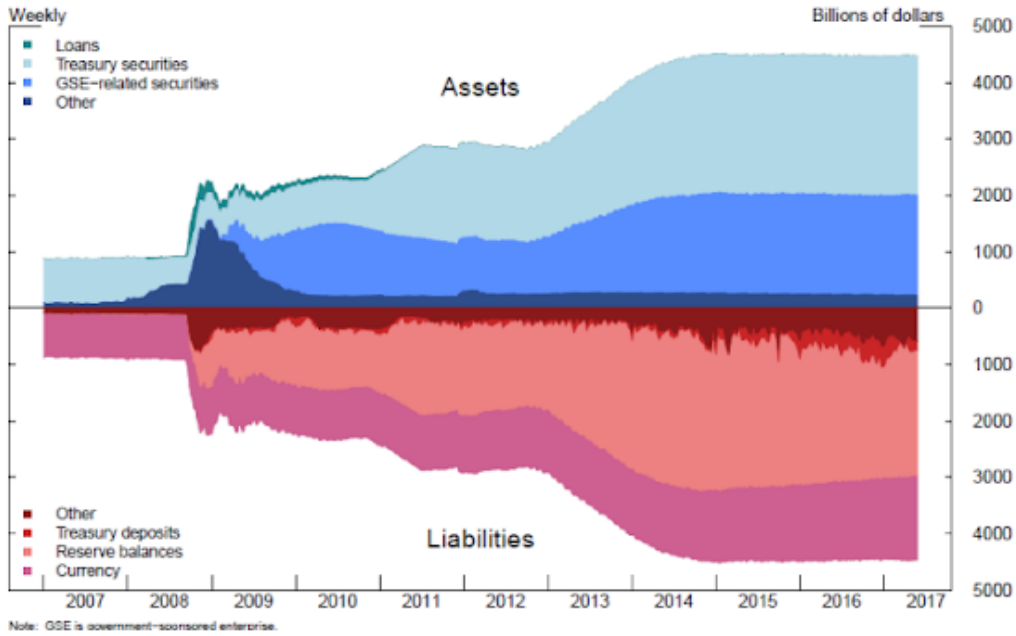
Note: GSE is government-sponsored enterprise.

المصدر: مجلس الاحتياطي الفيدرالي.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

على جانب الأصول، زادت الميزانية العمومية بنحو 3.5 تريليون دولار بعد قيام اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة بشراء الأوراق المالية وفق سياسة التيسير الكمي. تمت مطابقة هذه الأصول في جانب الخصوم من الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي بزيادة قدرها 2.2 تريليون دولار في أرصدة الاحتياطيات التي تحتفظ بها البنوك التجارية، وزيادة 730 مليار دولار في العملة القائمة، وزيادة بنحو 500 مليار دولار في الالتزامات الأخرى. وقد كانت العملة هي المسؤولة الرئيسية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي قبل الأزمة، كما هو موضح في الشكل التالي.

الشكل رقم (3-18): تطور الأصول والخصوم لميزانية الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2007-2017



Source: Jerome H. Powell, *Op. cit.*, p.10.

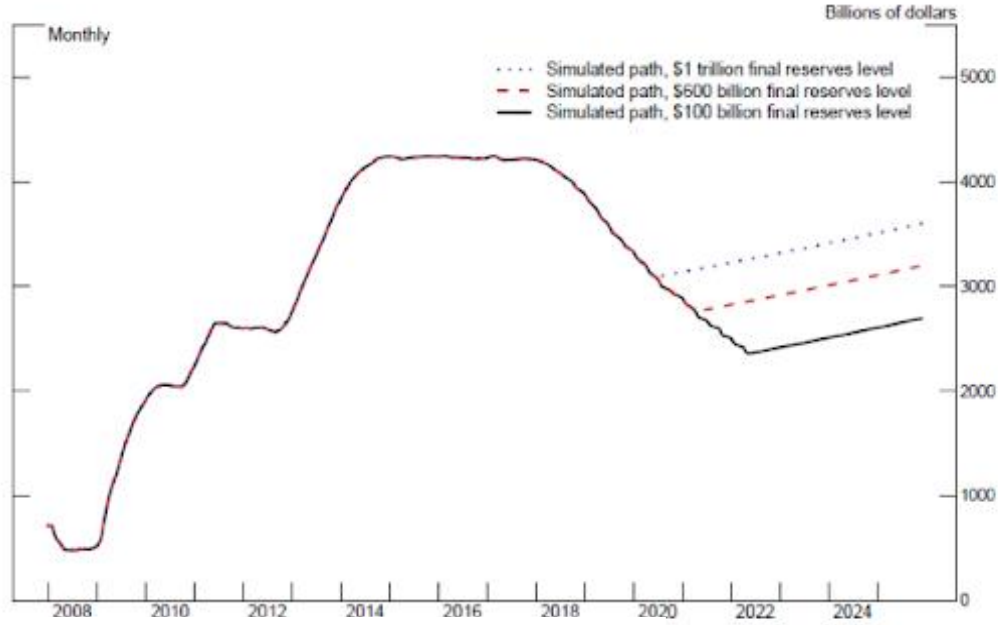
تضاعفت العملة القائمة تقريبا على مدار السنوات العشر الماضية إلى 1.5 تريليون دولار، حيث نمت بمعدل سنوي مركب بلغ 6.8%. هذا النمو يعكس الطلب المحلي والدولي القوي على العملة الأمريكية، والتي من المتوقع أن تستمر. ولقد كان المستوى النهائي للطلب على الاحتياطيات قليلا ولكن من المرجح جدا أن يتجاوز مستويات ما قبل الأزمة عندما يبلغ متوسط أرصدة الاحتياطي حوالي 15 مليار دولار فقط¹.

¹Ibid, p.10.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

وللتعرف على الحجم المحتمل على المدى الطويل للميزانية العمومية، يعرض الشكل التالي عملية محاكاة وفق ثلاثة افتراضات مختلفة للمستوى النهائي لأرصدة الاحتياطي: 100 مليار دولار و 600 مليار دولار و 1 تريليون دولار.

الشكل رقم (3-19): الحجم المحتمل للميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي بعد عملية التطبيع



Source: Jerome H. Powell, *Op. cit.*, p.11.

تُظهر هذه المحاكاة أنه نظرا لنمو العملات والخصوم الأخرى، ستبقى الميزانية العمومية أعلى بكثير من مستويات ما قبل الأزمة حتى لو انخفضت الاحتياطيات إلى 100 مليار دولار (الخط الأسود). عند معدل النمو الحالي، ستصل العملة المتداولة إلى 2 تريليون دولار بحلول سنة 2022 و 2.8 تريليون دولار في سنة 2027. وحتى في الحالة المنخفضة التي تنخفض فيها الاحتياطيات إلى 100 مليار دولار، فإن الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي ستكون حوالي 2.4 تريليون دولار في سنة 2022 وسوف تنمو من هناك في تماشي مع الطلب على العملات. وإذا كان مستوى الاحتياطيات على المدى الطويل 600 مليار دولار في سنة 2022، فإن الميزانية العمومية ستكون حوالي 2.9 تريليون دولار.

وقد دافع البعض عن العودة إلى إطار مماثل لنظام ما قبل سنة 2007، حيث من المحتمل أن يكون حجم الاحتياطيات أقل بكثير من مستواه في جوان 2017 وسيتم إدارة معدل الأموال الفيدرالية من خلال عمليات

السوق المفتوحة المتكررة. ولا يزال هذا خيارا ممكنا، رغم أنه، في رأي رئيس الاحتياطي الفيدرالي، قد يكون أقل قوة بمرور الوقت¹.

3. الخروج من سياسة التيسير الكمي وآثارها المحتملة:

بدأ الانتعاش الدوري العالمي يزداد قوة منذ منتصف سنة 2016، وأخذ النشاط الاقتصادي العالمي يكسب زخما لتسارع النمو في أوروبا واليابان والصين والولايات المتحدة، كما أصبحت الأوضاع المالية أقوى عبر البلدان، وقد ساعد ذلك في تشجيع كل من مجلس الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا والبنك المركزي الأوروبي على الاقرار بأنه قد حان الوقت لاتخاذ سياسات تطبيع أسعار الفائدة والابتعاد عن السياسات الاستثنائية للتيسير الكمي التي استخدمت لمواجهة الازمة، بعد أن ساعدت هذه السياسات في تعزيز أسعار الأصول ودفع النمو ولكن بدرجات متفاوتة عبر البلدان. كانت الولايات المتحدة الأمريكية من أوائل الدول المتقدمة في الخروج من سياسة التيسير الكمي، ولقد وضعت لذلك برنامجا مسبقا أسمته «خطة ومبادئ سياسة التطبيع» حيث أعلنت لجنة السوق المفتوح الفيدرالية FOMC التابعة لمجلس الاحتياطي الفيدرالي أن هناك مكونات لتطبيع السياسة النقدية: الأول هو رفع النطاق المستهدف لمعدل الفائدة الرئيسي حتى المستويات الطبيعية، والثاني الانخفاض التدريجي لحيازات مجلس الاحتياطي الفيدرالي من السندات عبر الزمن، وتقرر اللجنة توقيت وسرعة رفع معدل الفائدة حتى الوصول إلى المستويات الطبيعية².

وفي سنة 2014، أوقف مجلس الاحتياطي الفيدرالي شراء السندات، وهي أول خطوة نحو الخروج من برنامج التيسير الكمي، ولكنه واصل إعادة استثمار الأصول التي تمت آجالها. وفي أواخر سنة 2015، رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة للمرة الأولى منذ الأزمة المالية العالمية وبلغ معدل الفائدة نحو 0.5 %، وفي ديسمبر 2016 تم رفعها مرة ثانية، حيث بلغ معدل الفائدة 0.75 %، وخلال سنة 2017 قام الاحتياطي الفيدرالي برفع سعر الفائدة ثلاث مرات (مارس، جوان وديسمبر) بمعدل 25 نقطة مئوية في كل منها حيث بلغ معدل الفائدة نحو 1.50 %، وفي سنة 2018 تم رفعها أربع مرات (مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر) بمعدل ربع نقطة مئوية لتصل إلى 2.50 %.

كذلك قام بنك إنجلترا المركزي برفع سعر الفائدة الرئيسي لأول مرة منذ عقد من الزمن إلى نحو 0.5 % في نوفمبر 2017، حيث أعلن أنه يتوقع أن لا تستدعي الحاجة سوى زيادات أخرى بوتيرة تدريجية وبشكل محدود خلال السنوات الثلاث القادمة. أما بالنسبة لبرنامج شراء سندات الشركات فلقد أبقاه البنك المركزي البريطاني

¹Ibid, p.12.

²حسن الحاج، مرجع سابق، ص ص.19-20.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

عند مستوى 10 مليارات استرليني، كما ابقى مشتريات السندات الحكومية عند 435 مليار استرليني، ولم يجري أية تخفيض عليها.

وبالنسبة للبنك المركزي الأوروبي فإنه بدأ بالمرحلة الأولى من خطوات برنامج الخروج من التيسير الكمي وهي تخفيض مشتريات السندات من 80 مليار يورو إلى نحو 60 مليار يورو شهريا وذلك في ديسمبر 2016، حيث من المفترض أن تنتهي تلك المشتريات تماما بحلول ديسمبر 2017. وكان تبرير البنك المركزي الأوروبي نحو منهج الخروج التدريجي من سياسة التيسير الكمي من خلال تخفيض شراء السندات، هو قوة انتعاش اقتصاد منطقة اليورو وارتفاع الثقة وتسارع وتيرة النمو خلال ثلاث فصول متتالية مع ارتفاع ملحوظ في الانفاق والاستثمار. ومن الواضح أن البنك المركزي الأوروبي يعمل على ضمان استقرار مستوى الأسعار كشرط مسبق للاقتصاد ليتمكن من النمو على طريق متوازن يمكن الحفاظ عليه على المدى الطويل، وذلك هو المبدأ التوجيهي لجميع قرارات السياسة النقدية التي يتخذها، وعلى الرغم من ضغوط محافظي البنوك المركزية في ألمانيا وهولندا وفرنسا نحو الانتقال إلى مرحلة رفع أسعار الفائدة¹.

أما من ناحية آثار الخروج من سياسات التيسير الكمي والاتجاه نحو تشديد السياسة النقدية من خلال رفع أسعار الفائدة، فإن تأثير التغيير في سعر الفائدة لا يظهر فوراً، فهو يؤثر على بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات النمو والبطالة على المدى الطويل أما عن المؤشرات المالية والنقدية يكون التأثير على المدى القصير. فمن المعروف أن التأثير المباشر لرفع سعر الفائدة يرفع من كلفة الاقتراض فتتخفف الأعمال والاستثمارات ويقلل الأفراد من الإنفاق الاستهلاكي ويؤثر ذلك على معدل النمو الاقتصادي. وبالتالي يعني ذلك أن رفع الفائدة يؤدي إلى كبح عمليات الاقتراض وبالتالي تقليل السيولة في السوق مما يؤدي إلى خفض نسبة التضخم (أي ارتفاع مستوى الأسعار)، ولكن الانخفاض في النمو والتضخم لا يحدث في المدى القصير. لذلك اتجهت الولايات المتحدة أخيراً نحو تفعيل السياسة المالية، خاصة بعد تراجع مستويات العجز والديون، وتخفيف سياسات التقشف، حيث أقرت الحكومة الأمريكية مشروع خفض الضرائب على الشركات، بعد أن أصبحت هناك مساحة للسياسة المالية لتعزيز الطلب الكلي والنمو، كما ستقوم السياسة المالية في نفس الوقت بعملية إصلاح البنية التحتية التي لا تعمل فقط على زيادة الطلب الكلي، بل تساعد في زيادة العرض الكلي أيضاً، بفضل دعمها للإنتاجية وكفاءة القطاع الخاص، وكل ذلك يدفع النشاط الاقتصادي نحو نمو مستدام.

¹ نفس المرجع، ص ص 20-21.

أما التأثيرات غير المباشرة فإن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة المعنية مما يؤثر على اتجاه المستثمرين بالانتقال من أسواق الأصول كالأسهم والسندات وكذلك سوق السلع والخدمات إلى أسواق العملات. وذلك لأن رفع سعر الفائدة أو خفضه يتناسب عكسيا مع سعر السندات والاوراق المالية، وبالتالي فإن رفع سعر الفائدة في الولايات المتحدة يدفع بالمستثمرين إلى الاتجاه نحو الدولار حيث يزداد الطلب عليه، مما يرفع من قوته مقابل العملات الأخرى، وبالتالي يؤثر على التجارة الدولية، حيث ترتبط كثيرا من السلع والخدمات بالدولار، ويستخدم الدولار في نحو 95% من العقود التجارية على مستوى العالم، أي ما يقدر بنحو 5 ترليون دولار يوميا، ويستخدم 2 ترليون دولار في معاملات أسواق الصرف الأجنبي يوميا. وترتبط بعض الدول أسعار صرف عملاتها بالدولار، كما أنه يمثل نسبة كبيرة في الدول التي تتخذ سلة من العملات لنظام سعر الصرف فيها، لذلك فإن أي اضطراب في سعر الدولار يؤثر على أسعار تلك السلع والخدمات المرتبطة به وعلى تقييم العملات الأخرى مقابل الدولار¹.

كما أن من آثار رفع الفائدة الأمريكية أنه يزيد من أعباء ديون تلك الدول التي سوف تقترض مستقبلا من الولايات المتحدة الأمريكية بسبب ارتفاع تكلفة الأموال. كما أن ارتفاع الدولار نتيجة لارتفاع الفائدة الأمريكية سوف يزيد قيمة الأموال المقترضة عما كان عليه سابقا، وكل ذلك ينعكس سلبا على الموازنات العامة والحسابات الجارية لتلك الدول. وكذلك على صعيد الاقتصاديات المتقدمة كما في الاتحاد الأوروبي واليابان، يلاحظ أن رفع الفائدة الأمريكية قد زاد من الفارق على العوائد المتحققة من الاستثمارات بسبب انخفاض قيمة سعر صرف العملات الرئيسية مقابل الدولار، وبالتالي هناك مخاوف على قدرة تحسن النمو الاقتصادي في تلك الدول، في الوقت الذي تحتاج إلى استثمارات جديدة لرفع مستويات المعيشة وتقليل معدلات البطالة.

ولقد أوضحت التوقعات بأن حدوث تشدد متزامن للسياسات النقدية حول العالم في سنة 2018 تبدو منخفضة، وبالتالي ستظل وتيرة تطبيع السياسات متفاوتة بين منطقة وأخرى. ويبدو أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي متقدم على نظرائه من البنوك المركزية في مجال تطبيع السياسات، ومن المرجح أن تتسع الفجوة بينه وبين بقية البنوك المركزية. وحل إشكالية خفض ميزانيته العمومية، بدأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي في أكتوبر 2017 بالتقليص التدريجي لميزانيته العمومية، هذه العملية سوف تؤثر إيجابيا على أسعار الدولار الأمريكي لأن أسعار الفائدة ستتجه للارتفاع مستقبلا مع العائد على الاستثمار في السندات أيضا، الأمر الذي يؤثر سلبا على تداول الذهب، علاوة على ذلك فإن خفض ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، قد تبرر المزيد من رفع أسعار الفائدة.

¹ نفس المرجع، ص.22.

المطلب الثاني: الحجم الطبيعي لميزانية الاحتياطي الفيدرالي

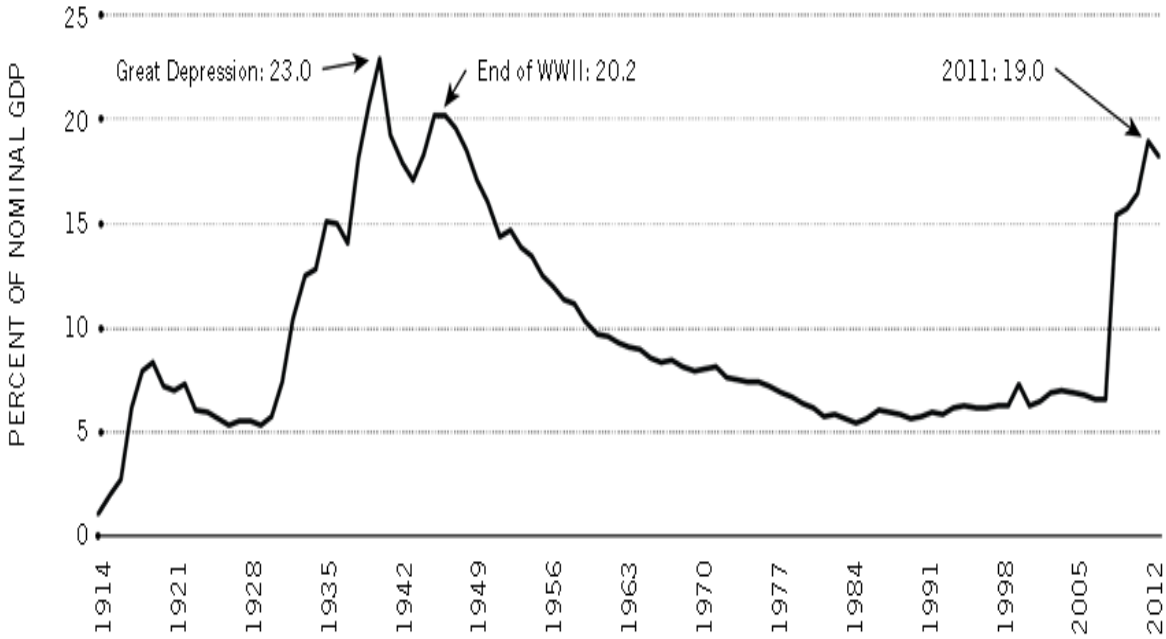
لمعرفة الحجم الطبيعي لميزانية الاحتياطي الفيدرالي يمكن الاستعانة بمعياريين رئيسيين، هما: حجم الميزانية نسبة لحجم الاقتصاد ومقارنته مع متوسط حجمها لفترات تاريخية سابقة؛ ومقارنة حجم الميزانية مع أحجام ميزانيات بنوك مركزية موثوقة.

1. حجم الميزانية نسبة لحجم الاقتصاد ومقارنته مع متوسط حجمها لفترات سابقة:

عرف حجم الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي منذ إنشائه في سنة 1913 اضطرابات عديدة، كما هو موضح في الشكل رقم (3-20) أدناه، الذي يبين التطور التاريخي لنسبة حجم الميزانية العمومية إلى الناتج المحلي الإجمالي للاحتياطي الفيدرالي من سنة 1914 حتى سنة 2012، حيث اشتملت هذه المدة الطويلة على فترات تضمنت حربين عالميتين وفترات من الكساد الاقتصادي بالإضافة إلى فترات من الانتعاش الاقتصادي.

الشكل رقم (3-20): تطور ميزانية الاحتياطي الفيدرالي نسبة إلى GDP خلال الفترة 1914-2012

Historical View of Federal Reserve Balance Sheet



المصدر: مكتب التحليل الاقتصادي، مجلس الاحتياطي الفيدرالي.

بعد الكساد الكبير الذي بدأ في سنة 1929، كان لا بد للاحتياطي الفيدرالي من زيادة ميزانيته العمومية من أجل إنقاذ الاقتصاد، حيث بلغت الميزانية العمومية حداً أقصى 23 % من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في بداية الحرب العالمية الثانية. وعند نهاية الحرب العالمية الثانية، بلغ حجم الميزانية 20.2 % من الناتج المحلي

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

الإجمالي الاسمي. لذلك، فإن حجم الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي الذي بلغ 22.3 % من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في العقد الأخير¹، قد شهدناه في سنوات سابقة في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية. ولكن في الظروف الطبيعية وظروف الانتعاش الاقتصادي، كان حجم الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي يتراوح ما بين 5 % و 10 % من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، وذلك طوال عقود الستينيات والسبعينيات والثمانينيات والتسعينيات والسنوات الثمانية الأولى من العقد الأول للقرن الحالي. فمن الواضح أن حجم الميزانية كان يتضخم عندما كان الاقتصاد الأمريكي يمر بحالة من الركود أو الكساد الاقتصادي أو الحروب، وكان يتقلص عندما كان الاقتصاد الأمريكي يمر بحالة الانتعاش. إذن، وفقا لهذا السيناريو، من المتوقع أن يتم تقليص حجم الميزانية إلى قرابة النصف كحد أقصى، وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون الاحتياطي الفيدرالي قادرا على تحقيق أهداف السياسة النقدية على المدى الطويل بأقل من نصف أصوله الحالية (4.5 تريليون دولار).

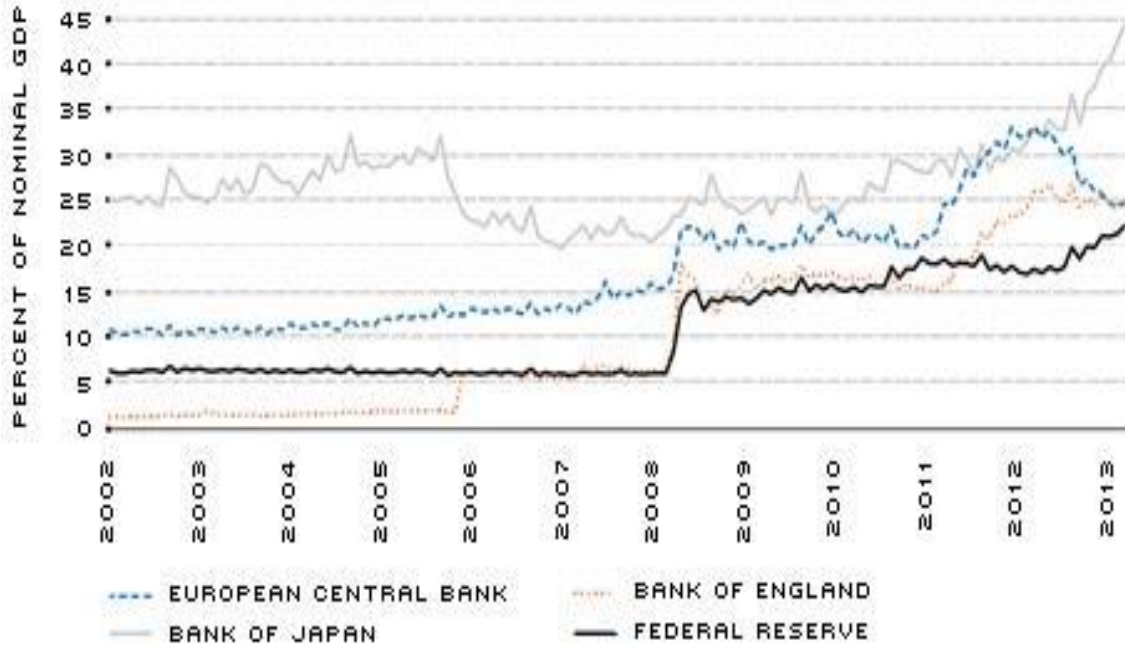
2. مقارنة حجم ميزانية الفيدرالي مع احجام ميزانيات بنوك مركزية موثوقة:

يختلف حجم الميزانيات العمومية للبنوك المركزية بشكل كبير من بلد إلى آخر. ففي الاقتصاديات المتقدمة، يتراوح النطاق اليوم من أقل من 5 % من الناتج المحلي الإجمالي في كندا إلى أكثر من 80 % في سويسرا، ولدى البنوك المركزية في الدول النامية ميزانيات تقارب ضعف معدل الاقتصاد المتقدم، وتتراوح ما بين 12 % من إجمالي الناتج المحلي في كولومبيا إلى ما يقرب من 140 % من إجمالي الناتج المحلي في هونغ كونغ. وبشكل عام، يعتمد الحجم الطبيعي لميزانية البنك المركزي على أهداف السياسة النقدية وطبيعة النظام المالي. يبين الشكل رقم (3-21) أدناه، قيم ميزانيات أربع بنوك مركزية رئيسية (الوم أ، المملكة المتحدة، منطقة اليورو، واليابان) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي لتلك الدول أو المناطق. وقد نفذت جميع هذه البنوك المركزية الرئيسية عمليات تيسير كمية واسعة النطاق، شبيهة بتلك التي نفذها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، لمواجهة تداعيات الأزمة المالية 2008.

يحتل الاحتياطي الفيدرالي، بحجم ميزانيته العمومية 22.3 % من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، أدنى مرتبة بين نظرائه في بعض الدول المتقدمة. في المقابل، يبلغ حجم الميزانية العمومية لبنك اليابان 44.3 % من الناتج المحلي الإجمالي الياباني، بينما يصل حجم ميزانية كل من البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو والمملكة المتحدة، على التوالي، إلى حوالي 25 %.

¹Christopher J. Waller and Lowell R. Ricketts, **The rise and (eventual) fall in the Fed's balance sheet**, The Regional Economist, Federal Reserve Bank of St. Louis, January 2014, p.2.

الشكل رقم (3-21): تطور حجم ميزانيات بعض البنوك المركزية خلال الفترة 2002-2013



Source: Christopher J. Waller and Lowell R. Ricketts, *Op. cit.*, p.2.

ويتيح تتبع ميزانيات البنوك المركزية الأخرى للجنة السوق المفتوحة في الاحتياطي الفيدرالي بعض البصيرة بشأن الحدود والهوامش التي يمكن أن يصل عندها حجم الميزانية العمومية. ووفقاً للأدلة التجريبية التي تمت ملاحظتها في هذه البنوك المركزية، لم يصل أي من نظراء الاحتياطي الفيدرالي في منطقة اليورو، المملكة المتحدة واليابان إلى نسبة سلبية نهائية¹. لكن، هذا السيناريو غير مناسب للحكم على الحجم الطبيعي لميزانية الاحتياطي الفيدرالي، لأن ما يقرر ذلك هو طبيعة السياسة النقدية الأمريكية وأهدافها وطبيعة الاقتصاد الأمريكي وحالته، وهي عوامل داخلية تخص الاقتصاد الأمريكي².

المطلب الثالث: خطة الاحتياطي الفيدرالي لتقليص ميزانيته العمومية

أوضحت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في الاحتياطي الفيدرالي نهجها إزاء تطبيع السياسة النقدية في وثيقة مبادئ وخطط تطبيع السياسات التي أصدرتها بعد اجتماعها في شهر سبتمبر 2014. وأشارت اللجنة إلى أنه سيكون هناك عنصرين رئيسيين في تطبيع السياسة: الأول، رفع المستوى المستهدف لسعر الفائدة الفيدرالي تدريجياً إلى مستويات أكثر تقليدية؛ والثاني، التخفيض التدريجي لحيازات الاحتياطي الفيدرالي من الأوراق المالية التي امتلكتها عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية سنة 2008. وعززت اللجنة هذه المبادئ والخطط في اجتماعها

¹Christopher J. Waller and Lowell R. Ricketts, *Op. cit.*, p.2.

²عدلي قندج، مرجع سابق، ص 17-18.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

في شهر مارس 2015 بالإعلان عن مزيد من التفاصيل حول النهج الذي ستستخدمه لرفع سعر الفائدة الفيدرالي وغيره من أسعار الفائدة القصيرة الأجل. وقررت اللجنة في اجتماعها المنعقد في شهر ديسمبر 2015 أن الظروف والآفاق الاقتصادية تبرر المضي في تنفيذ الخطوة الأولى في تطبيع موقف السياسة النقدية؛ وبناء على ذلك، صوتت اللجنة لرفع النطاق المستهدف لسعر الفائدة على الأموال الفيدرالية للمرة الأولى منذ ديسمبر 2008.

وواصلت اللجنة رفع النطاق المستهدف لمعدل سعر فائدة الأموال الاتحادية تدريجياً مع بدء تعزيز النمو الاقتصادي وتطور الآفاق الاقتصادية. وبعد اجتماع اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في شهر جوان 2017، أعلنت اللجنة تفاصيل إضافية عن النهج المخطط لها للحد تدريجياً من حيازات الأوراق المالية للاحتياطي الفيدرالي مع مرور الوقت. ووافقت اللجنة في اجتماعها في شهر سبتمبر 2017 على بدء برنامج التخفيض التدريجي لحيازات الأوراق المالية للاحتياطي الفيدرالي اعتباراً من شهر أكتوبر 2017.

1. مبادئ وخطط تطبيع السياسات المعلنة سنة 2014:

ناقشت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في الاحتياطي الفيدرالي، في ربيع وصيف سنة 2014، سبل تطبيع موقف السياسة النقدية وحيازات الأوراق المالية للبنك الفيدرالي. وكانت المناقشات جزءاً من التخطيط الحثيث ولا تعني ضمناً أن التطبيع سيبدأ بالضرورة قريباً. وواصلت اللجنة الحكم على أن العديد من مبادئ التطبيع التي اعتمدها في جوان 2011 لا تزال قابلة للتطبيق. غير أنه في ضوء التغييرات التي طرأت على محفظة حساب نظام السوق المفتوحة منذ سنة 2011 والتحسينات في الأدوات التي ستتاح للجنة لتنفيذ السياسة أثناء التطبيع، خلصت اللجنة إلى أن بعض جوانب عملية التطبيع النهائية قد تختلف عن تلك المحددة سابقاً. ووافقت اللجنة أيضاً على أنه من المناسب تقديم معلومات إضافية عن خططها للتطبيع. وفي سبتمبر 2014، اتفق جميع المشاركين في اللجنة الفيدرالية المفتوحة، باستثناء واحد، على العناصر الرئيسية التالية للنهج الذي يعتزمون تنفيذه عندما أصبح من المناسب البدء في تطبيع موقف السياسة النقدية¹:

● ستحدد اللجنة توقيت وسرعة تطبيع السياسة، أي خطوات رفع سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية وغيرها من أسعار الفائدة القصيرة الأجل إلى مستويات أكثر طبيعية والحد من حيازات الأوراق المالية لبنك الاحتياطي الفيدرالي، وذلك لتحقيق أكبر قدر من التشغيل واستقرار الأسعار. وعندما تستدعي الظروف الاقتصادية

¹ نفس المرجع، ص ص. 19-20.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الضمني في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

والتوقعات الاقتصادية سياسة نقدية أقل تيسيراً، سترفع اللجنة نطاقها المستهدف لمعدل سعر فائدة الأموال الفيدرالية.

● وخلال عملية التطبيع، يعتزم الاحتياطي الفيدرالي تحويل سعر الفائدة الفيدرالي إلى النطاق المستهدف الذي حددته اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في المقام الأول عن طريق تعديل سعر الفائدة الذي يدفعه على أرصدة الاحتياط الفائضة.

● أثناء التطبيع، يعتزم الاحتياطي الفيدرالي استخدام تسهيلات إعادة شراء عكسية لليلة واحدة وغيرها من الأدوات التكميلية حسب الحاجة للمساعدة في السيطرة على معدل سعر فائدة الأموال الفيدرالية. وسوف تستخدم اللجنة تسهيلات إعادة شراء عكسية لليلة واحدة فقط بالقدر الضروري وستتم إزالتها عندما لم تعد هناك حاجة للمساعدة في السيطرة على معدل سعر الفائدة الفيدرالية.

● وتعتزم اللجنة تخفيض احتياطات الأوراق المالية من الاحتياط الفيدرالي بطريقة تدريجية ويمكن التنبؤ بها في المقام الأول عن طريق التوقف عن إعادة استثمار مدفوعات أصل الدين على الأوراق المالية المحتفظ بها في حساب نظام لجنة السوق المفتوحة.

● وتتوقع اللجنة وقف أو البدء في الإلغاء التدريجي لعمليات إعادة الاستثمار بعد أن تبدأ في زيادة النطاق المستهدف لمعدل سعر فائدة الأموال الفيدرالية؛ وستتوقف التوقيت على كيفية تطور الظروف الاقتصادية والمالية والتوقعات الاقتصادية.

● ولا تتوقع اللجنة أن تبيع الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري كجزء من عملية التطبيع، على الرغم من أنه قد يكون هناك ما يبرر محدودية المبيعات على المدى الأطول لتخفيض أو التخلص من الحيازات المتبقية. وسيتم إبلاغ توقيت ووتيرة أي مبيعات إلى الجمهور مسبقاً.

● وتعتزم اللجنة أن يحتفظ الاحتياطي الفيدرالي، على المدى الأطول، بأوراق مالية أكثر من اللازم لتنفيذ السياسة النقدية بكفاءة وفعالية. واللجنة مستعدة لتعديل تفاصيل نهجها إزاء تطبيع السياسات في ضوء التطورات الاقتصادية والمالية.

2. مناهج تقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي:

من الناحية العملية، يمكن للاحتياطي الفيدرالي اللجوء إلى مناهجين للتخلص من جزء كبير من السندات في ميزانيته:

● المنهج الأول: منهج بيع السندات Selling securities approach؛

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

● المنهج الثاني: منهج الاستحقاق The maturing approach من خلال أن يختار عدم إعادة استثمار السندات التي تستحق.

وقد اتخذ الاحتياطي الفيدرالي خطوة بدء التخلص من السندات لاعتقاده بأن هذا النوع من التحفيز لم يعد ضروريا بعد أن أصبح أداء الاقتصاد الأمريكي جيدا ويحقق معدلات نمو جيدة، وبعد أن انخفضت معدلات البطالة لمستويات مقبولة من 9.6% في سنة 2009 إلى 3.9% في نهاية 2018. ويركز الاحتياطي الفيدرالي على رفع معدلات التضخم للمستويات المستهدفة عند 2% بعد أن استقرت معدلات التضخم عند مستويات أقل من المستهدفة لفترة طويلة.

وفي شهر ديسمبر 2016، أعلن الاحتياطي الفيدرالي بأنه لن يبدأ عملية تقليص ميزانيته حتى تعود مستويات أسعار فائدة أمواله (Fed fund rate (FFR إلى المستويات الطبيعية وهي الخطوة الأولى لعملية التطبيع. وفي شهر جانفي 2017، حذر بيرنانكي رئيس الاحتياطي الفيدرالي السابق من أية عملية بيع نشطة للسندات التي قد يلجأ إليها الاحتياطي الفيدرالي للتخلص من السندات التي يملكها، وذلك حفاظا على رد الفعل غير المتوقع للأسواق المالية. وطالب أن تكون عملية التطبيع تدريجية. وفي محضر اجتماع لجنة السياسات في الاحتياطي الفيدرالي في شهر مارس 2017، كشف الاحتياطي الفيدرالي بأن الخطة التي سيتبعها هي التخلص من السندات بالتدريج¹. وقد اتبع الاحتياطي الفيدرالي لتقليص ميزانيته الخطة المبينة في الجدول رقم (3-3) أدناه.

الجدول رقم (3-3): الخطة المعلنة لتقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي بداية من أكتوبر 2017

نوع السندات	الشهر الأول	الشهر الثاني	الشهر الثالث	الأشهر اللاحقة
السندات الحكومية	6 مليار دولار	6 مليار دولار	6 مليار دولار	30 مليار دولار
سندات الرهن العقاري وديون الوكالة	4 مليار دولار	4 مليار دولار	4 مليار دولار	20 مليار دولار
المجموع	10 مليار دولار	10 مليار دولار	10 مليار دولار	50 مليار دولار

المصدر: عدلي قندح، مرجع سابق، ص.21.

¹ نفس المرجع، ص ص.20-21.

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

كما يبين الجدول أعلاه، أنه سيتم التخلص من 6 مليار دولار من السندات الحكومية شهريا في أول ثلاثة أشهر ليزداد المبلغ بعد ذلك إلى 30 مليار دولار شهريا في الأشهر اللاحقة. وفيما يتعلق بالسندات المدعومة بالعقار وديون الوكالة، وضع الفيدرالي خطة شبيهة حيث سيتم التخلص من ما قيمته 4 مليار دولار سندات شهريا في أول ثلاثة أشهر لتصل بعد ذلك إلى 20 مليار دولار في الأشهر اللاحقة. وهذا يعني أنه سيتم تخفيض الميزانية بقيمة 10 مليارات دولار شهريا في الأشهر الثلاث الأولى، وبقيمة 50 مليار دولار شهريا بعد الأشهر الثلاث الأولى ولمدة سنتين تقريبا.

والمتابع لتطور ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، يلاحظ أن الاحتياطي الفيدرالي بدأ فعلا بتنفيذ خطته لتقليص ميزانيته العمومية. لكن في سنة 2019، وبعد عملية طويلة وتدرجية لتشديد السياسة النقدية خلال الفترة 2015-2018، قام الاحتياطي الفيدرالي بتحول كبير في سياسته النقدية نحو التيسير لمواجهة نقص السيولة الذي أدى إلى ارتفاع حاد في أسعار إعادة الشراء في سبتمبر 2019. وفي حين أشارت الإرشادات الاستشرافية في أواخر سنة 2018 إلى جولتين من جولات رفع أسعار الفائدة في سنة 2019، أجرى الاحتياطي الفيدرالي خلال سنة 2019 ثلاثة تخفيضات في سعر الفائدة مقدار كل منها 25 نقطة أساس، ليواصل تخفيضاته بقوه في سنة 2020 لتعود إلى ما كانت عليه في ديسمبر 2008 حيث وصلت إلى النطاق 0-0.25 % في مارس 2020¹. لكن التغيير في السياسة النقدية لم يركز فقط على حركة سعر الفائدة، بل قام الاحتياطي الفيدرالي أيضاً بتغيير موقفه من التدابير الكمية بشكل كبير، من التشديد الكمي وتطبيع الميزانية العمومية إلى جولات مستمرة من التوسع الكبير في الميزانية العمومية، كما هو موضح في الشكل رقم (3-22) أدناه.

وتحت برنامج التشديد الكمي، تقلصت ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي تدريجياً بأكثر من 600 مليار دولار أمريكي، حيث لم يتم استبدال الأصول التي بلغت أجل استحقاقها بأوراق مالية جديدة. وقد أشار رد فعل السوق على التشديد الكمي، بما في ذلك نقص السيولة الذي أدى إلى ارتفاع حاد في أسعار إعادة الشراء في سبتمبر 2019، إلى أن عملية تقليص حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي قد تجاوزت حدودها. فقد أظهرت نوبة الارتفاع الحاد في أسعار إعادة الشراء أن أسواق المال بحاجة لمزيد من السيولة، وأنه لا يتعين فقط إلغاء برنامج التشديد الكمي، بل يجب عكس اتجاهه. ومنذ ذلك الوقت، ظل رد الاحتياطي الفيدرالي على التقلبات الفعلية والمحتملة في أسواق المال سريعاً، بما في ذلك العمليات الدائمة في الأسواق المفتوحة، كما هو موضح في الشكل رقم (3-23) أدناه.

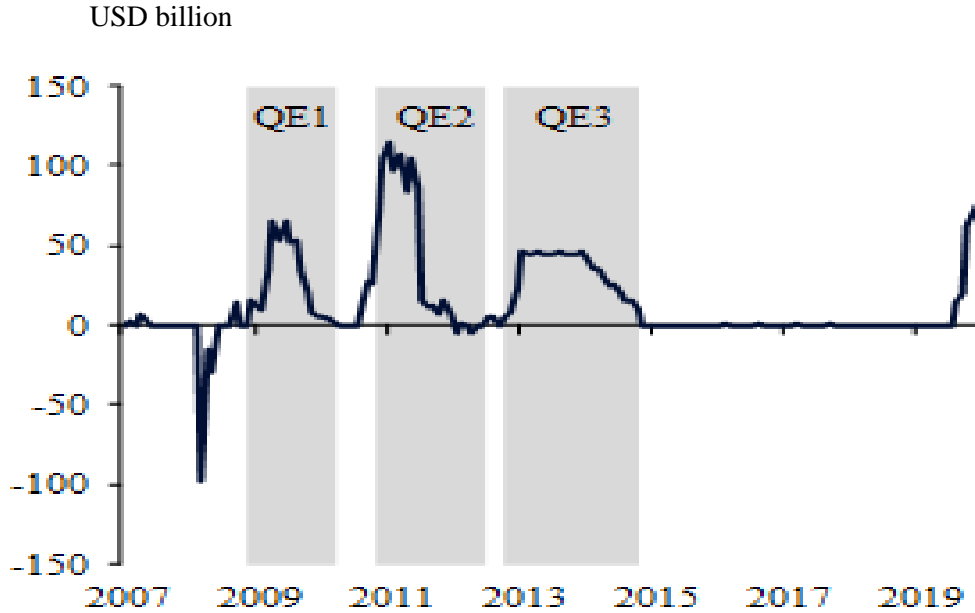
¹The Federal Reserve, **FOMC's target federal funds rate or range, change (basis points) and level**, available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, consulted in: 12/04/2020.

الشكل رقم (3-22): تطور ميزانية الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2007-2019



Sources: Haver, Fed, QNB analysis.

الشكل رقم (3-23): عمليات السوق المفتوحة الدائمة للاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2007-2019



Sources: Haver, Fed, QNB analysis.

ويعد قرار الاحتياطي الفيدرالي بتجاوز عمليات السوق المفتوحة المؤقتة قرار صحيح. فقد أثبتت التجارب الحديثة أنه، في ظل الظروف الاقتصادية الحالية، لا تستطيع أسواق المال أن تعمل بشكل جيد إلا إذا قام

الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي

الاحتياطي الفيدرالي بتأمين زيادة دائمة في الأموال لأسواق اتفاقيات إعادة الشراء. وعلى هذا النحو، يتطلب توفير السيولة المناسبة زيادة في كل من ميزانية الاحتياطي الفيدرالي وفوائض احتياطات البنوك. وبشكل عام، فإن الاحتياطي الفيدرالي سوف يواصل، على الأرجح، توسيع ميزانيته العمومية في النصف الأول من سنة 2020، وهو ما من شأنه أن يقدم مزيداً من الدعم لتسارع النمو المرتقب في الولايات المتحدة والعالم¹.

¹The Qatar National Bank (QNB), **Unpacking the US Federal Reserve balance sheet expansion**, 12 Jan 2020, available at: <https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/en/areconomics12jan20news>, consulted in: 18/03/2020.

خلاصة:

منذ اندلاع أزمة الرهن العقاري وبداية الركود الاقتصادي، كانت البنوك المركزية في الدول المتقدمة نشطة للغاية، حيث تم تخفيض أسعار الفائدة بشكل ملحوظ في غضون بضعة أشهر لتصل إلى مستويات قياسية خصوصاً في كل من اليابان ومنطقة اليورو. ونظراً لعدم كفاية التعامل مع الوضع الاقتصادي، استكمل هذا الإجراء بتنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية من بينها سياسة التيسير الكمي التي تهدف إلى الحفاظ على معدلات أسعار الفائدة طويلة الأجل في السوق عند المستوى المستهدف، من خلال شراء السندات، وبالتالي زيادة الطلب عليها، مما يؤدي إلى الارتفاع في السعر والانخفاض في العائد.

وقد أدت سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو إلى تفادي وضعية الانكماش التي كانت تهددهما وخاصة خلال الأزمة النفطية الأخيرة. وقد بلغ معدل التضخم 2.5 % في الولايات المتحدة الأمريكية و1.6 % في منطقة اليورو في نهاية 2018، مدعوماً بالارتفاع الهام لأسعار الطاقة. ولكن يتعين على بنك اليابان الاستمرار في توسيع الميزانية العمومية لتحفيز التضخم الذي لا يزال في مستوى منخفض لم يتجاوز 1.1 % سنة 2018 نتيجة الفجوة الإيجابية التي أصبحت هيكلية بشكل متزايد بين العرض والطلب في سوق السلع والخدمات لهذا البلد.

ولكن تطبيع ميزانية الاحتياطي الفيدرالي أصبح مسألة غامضة، فقد أدت التغيرات في تنفيذ السياسة النقدية إلى تعقيد عملية تقدير الحجم المثالي لميزانيته. وقد بدأ الاحتياطي الفيدرالي برنامج التشديد الكمي في سنة 2017، حيث تقلصت ميزانيته تدريجياً بأكثر من 600 مليار دولار. وقد كان رد فعل السوق على عملية تقليص حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي بأنها قد تجاوزت حدودها. فقد أظهرت نوبة الارتفاع الحاد في أسعار إعادة الشراء أن أسواق المال بحاجة لمزيد من السيولة، وأنه لا يتعين فقط إلغاء برنامج التشديد الكمي، بل يجب عكس اتجاهه، الأمر الذي اضطر الاحتياطي الفيدرالي بالرد على التقلبات الفعلية والمحتملة في أسواق المال، بتبني جولات تيسير كمي جديدة.

الفصل الرابع
في بيان ما

الذي ينبغي أن يكون عليه
العلماء في بيان ما

الذي ينبغي أن يكون عليه
العلماء في بيان ما

الذي ينبغي أن يكون عليه
العلماء في بيان ما

تمهيد:

منذ بداية الأزمة المالية التي انفجرت في أواخر سنة 2008، شهدت أغلب الاقتصاديات المتقدمة ركودا اقتصاديا دفع بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة إلى الانتقال من السياسة النقدية التقليدية إلى مجموعة من السياسات غير التقليدية التي استهدفت متغيرات كمية غير معتادة مثل معدل الفائدة الصفري، التيسير الائتماني، التيسير الكمي وغيرها من المستهدفات الخاصة بالسياسة النقدية غير التقليدية.

ومع تصاعد الأزمة المالية، اتجه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لتبني سياسة التيسير الكمي لمعالجة أزمة السيولة التي عصفت بالبنوك والمؤسسات المالية وزعزعت استقرار النظام المالي وذلك عن طريق إصدار فائض من النقود لشراء قدر كبير من الأصول المالية بهدف تخفيض معدل الفائدة وزيادة السيولة في الاقتصاد.

وعلى هذا الأساس لقيت هذه السياسة الكثير من التأييد والمساندة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية واحتواء حالة عدم الاستقرار، كونها تحمل تطورات تؤدي إلى تشكيل بيئة اقتصادية ومالية تجعل من البنوك والمؤسسات المالية والوحدات الاقتصادية تغير من نظرتها لطرق الاستثمار، مما ينعكس على سلوكها في طلب الأصول الآمنة، ويزيد من رغبتها في حيازة أصول بديلة تحقق عوائد أفضل، الأمر الذي يترتب عنه إعادة إنعاش عجلة الاقتصاد ووضع معالم للسياسة النقدية الفعالة المؤدية إلى تحقيق الاستقرار.

وسيتم في هذا الفصل قياس الاستقرار المالي للولايات المتحدة الأمريكية من خلال بناء مؤشر تجميعي للاستقرار المالي ودراسة أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على هذا المؤشر مستنديين في ذلك على القياس الكمي من البيانات الفعلية ومعالجتها بأساليب رياضية وإحصائية وتقديمها في شكل نماذج اقتصادية قياسية تسمح بشرح هذا التأثير، وذلك بتقسيم الفصل إلى المباحث الثلاث التالية:

المبحث الأول: رصد الاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية؛

المبحث الثاني: توصيف النموذج القياسي المعتمد في الدراسة؛

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2018.

المبحث الأول: رصد الاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

نظراً لتعدد جوانب الاستقرار المالي، فإن أي تغير يحدث لا يمكن قياسه باستخدام مؤشر كمي واحد، فآثار العدوى والعلاقات غير الخطية بين مختلف قطاعات النظام المالي تزيد من صعوبة التنبؤ بالأزمات المالية. وبالتالي فإن تقييم مدى استقرار النظام المالي يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل. وبغية تكوين مؤشر تجميعي للاستقرار المالي، استخدم بعض الباحثين مؤشرات تركيبيية من تجميع مؤشرات أساسية مختلفة لالتقاط الظواهر الاقتصادية متعددة الأبعاد.

المطلب الأول: المؤشر التجميعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له

يعرف أي مؤشر على أنه متغير قابل للملاحظة أو المراقبة، ويستخدم لوصف ظاهرة معينة. وباعتبار الاستقرار المالي ظاهرة اقتصادية متعددة الأبعاد، فلا يمكن تحليله إلا عن طريق اللجوء إلى مقياس مركب، يضم مجموعة من المؤشرات الأساسية التي تلقي الضوء على مختلف أبعاده، والمتمثلة في: تطور النظام المالي؛ تعرض الاقتصاد للمخاطرة؛ السلامة المالية؛ والمناخ الاقتصادي العالمي.

1. مؤشر التطور المالي (FDI) Financial development index:

يتكون هذا المؤشر من المؤشرات الفرعية الآتية¹:

● مؤشر رسملة السوق/الناتج المحلي الإجمالي Market capitalization/GDP:

يشير هذا المؤشر إلى مدى تطور سوق رأس المال. إن زيادة قيمة هذا المؤشر لها أثر إيجابي (+) على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي (AFSI) Aggregate financial stability index.

● مؤشر الائتمان الكلي/الناتج المحلي الإجمالي Total credit/GDP:

يعرض هذا المؤشر معلومات تخص الوساطة المالية، أي أنه يعكس مدى قدرة مؤسسات الائتمان على تنفيذ وظائفها المتعلقة بالوساطة، فكلما كان مستوى هذا المؤشر أعلى، كلما أعتبر النظام المالي أكثر تطوراً ونضجاً. وبذلك، فإن ارتفاع هذا المؤشر يؤثر إيجابياً في المؤشر AFSI.

● مؤشر هامش الفائدة Interest spread:

يمثل هامش أو فارق الفائدة الفرق بين متوسط معدلات الاقراض ومتوسط معدلات الاقتراض. ويعكس هامش الفائدة المتزايد تحقق ربحية عالية للقطاع المصرفي، وهو أمر ضروري لضمان استقراره، إضافة إلى أنه إشارة

¹ صبحي حسون السعدي، طرق قياس والتنبؤ بمستوى الاستقرار المالي: دراسة تحليلية في عينة من الدول للمدة (2000-2012)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 18، جامعة واسط، العراق، 2015، ص.6.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضمني على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

على كفاءة عالية في الوساطة وتوزيع الموارد. إلا أنه يشير، في نفس الوقت، إلى أن هذا القطاع المصرفي غير ناضج، أي غير متطور بشكل كامل Not fully developed، والمقترضون يتسمون بمخاطر عالية. بينما تعكس الهوامش المنخفضة تحسن مستويات كفاءة النظام المصرفي. ولذلك، ترتبط هوامش الفائدة العالية بشكل عكسي بالتطور المالي، ولها تأثير سلبي (-) على المؤشر AFSI. والسبب في ذلك، هو أن هامش الفائدة المتزايد يمكن أن يشير إلى فترات عدم الاستقرار المالي، عندما تتخذ مؤسسات الائتمان إجراءات حماية إضافية ضد المخاطر المحتملة من عدم قدرة المقترضين على السداد (أي أنها ترفع معدلات الفائدة على الاقتراض، بالمقارنة مع المعدلات على الاقتراض، لمواجهة تلك المخاطر).

2. مؤشر التعرض للمخاطرة المالية (FVI) Financial vulnerability index:

يضم هذا المؤشر المركب مجموعة من المؤشرات الفرعية، التي يعرضها صندوق النقد الدولي IMF في تقاريره عن الدول. وتصف هذه المجموعة الاستقرار الاقتصادي الكلي وهيكل التمويل السائد. ومن اليسر حصول الجمهور أو المستثمرين على البيانات السنوية لهذه المؤشرات والقيام بتحليلها، حيث تظهر القيم الإيجابية المستدامة لهذه المؤشرات بأن النظام المالي بوضع سليم، وقادر على الاستجابة والصمود أمام الصدمات المحتملة. ويتكون هذا المؤشر من المؤشرات الفرعية الآتية¹:

● مؤشر معدل التضخم Inflation rate:

يعد الهدف الأساسي لأي بنك مركزي هو تحقيق استقرار الأسعار. ويعمل المستوى المستقر لهذا المؤشر على رفع ثقة المستثمرين. ويؤثر هذا المؤشر سلباً على المؤشر AFSI.

● مؤشر عجز أو فائض الموازنة العامة (% GDP) General budget deficit/surplus:

يصف هذا المؤشر أداء الحكومة. فإذا كان عجز الموازنة مرتفعاً، يفقد المستثمرون ثقتهم بقدرة الحكومة على ضمان نمو اقتصادي مستقبلي مستدام. ومع ذلك، يؤثر هذا المؤشر إيجابياً على المؤشر AFSI.

● مؤشر عجز أو فائض الحساب الجاري (% GDP) Current account deficit/surplus:

يظهر العجز الكبير في الحساب الجاري وجود اختلال اقتصادي كبير، ويستلزم القيام بتصحيح مستقبلي، مما يؤثر على الاستقرار المالي. فالالاقتصاد الذي يعاني من عجز كبير في الحساب الجاري يعني أنه يستهلك أكثر مما ينتج، ويجب أن يقترض من الخارج، كالحصول على استثمارات أجنبية مباشرة لاستدامة هذا الاستهلاك.

¹Albulescu Claudiu Tiberiu, **Forecasting the Romanian financial system stability using a stochastic simulation model**, Romanian Journal of Economic Forecasting, 2010, pp.87-88.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

وإذا تعرضت هذه الاستثمارات الخارجية، لسبب أو لآخر إلى الانخفاض، يتعرض النظام المالي للمخاطرة. ومع ذلك، يرتبط هذا المؤشر إيجابيا مع المؤشر AFSI.

• مؤشر انخفاض أو ارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER):

سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER) Real effective exchange rate هو متوسط مرجح (موزون) لقيمة عملة دولة ما نسبة إلى سلة من عملات رئيسة أخرى، معدلة وفقا للفروقات في التضخم. ويستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس للقدرة التنافسية لصادرات الدولة. ويظهر التقلب الكبير في هذا المؤشر بأن الاقتصاد يخضع لتصحيحات كبيرة عن طريق سعر الصرف، والتي يمكن أن تؤثر بالاستقرار المالي سلبا. بمعنى، أن التغيرات المطلقة في سعر الصرف الفعلي الحقيقي تعكس تعديلات في أسعار الصرف كمقياس تصحيحي في الاقتصاد.

• مؤشر الائتمان غير الحكومي/اجمالي الائتمان Non-government credit/total credit:

يتمثل الائتمان الخاص هنا بالائتمان غير الحكومي، ويعكس تمويل ائتمان القطاع الخاص. وأصبح جزء كبير من هذه القروض قروض متعثرة Non-performing loans. ولذلك فإن انخفاض قيمة هذا المؤشر يعكس وجود موقف إيجابي. وتعد احتياطات البنوك بمثابة ضمانات ترتبط بقدرة هذه البنوك على الاستجابة لسحوبات الودائع. وقد يستخدم الحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي القانوني كأداة هامة للسياسة النقدية. وارتفاع هذا المؤشر يؤثر إيجابيا في المؤشر AFSI.

• مؤشر القروض/الودائع Loans/deposits:

تعد نسبة الاحتياطات إلى الودائع مرتفعة في الأنظمة المالية غير المتطورة، حيث يكون تفضيل السيولة مرتفع. وارتفاع هذه الاحتياطات يؤثر بالمبالغ المتبقية الممنوحة كقروض. وكلما كان تفضيل المدفوعات النقدية أكبر، كلما كانت احتمالية ارتفاع السحوبات أكبر. ويؤثر هذا المؤشر إيجابيا على المؤشر AFSI.

• مؤشر الودائع/عرض النقد بالمعنى الواسع Deposits/M2:

تعكس هذه النسبة العلاقة بين المدخرات والاستهلاك، حيث أن تدهور قيمة هذا المؤشر يظهر انخفاض قيمة العملة، وفي نفس الوقت، انخفاض المدخرات وزيادة الاستهلاك، وربما ارتفاع التضخم. ويرتبط هذا المؤشر إيجابيا مع المؤشر AFSI.

• مؤشر (الاحتياطات/الودائع)/(أوراق نقدية وعمليات معدنية/M2):

يعد مؤشر نسبة (الاحتياطات إلى الودائع) إلى (الأوراق النقدية والعمليات المعدنية إلى عرض النقد بالمعنى الواسع) (notes & coins/M2)/(Reserves/deposits)، من المؤشرات الهامة التي تشير إلى القدرة على إرسال إشارات بشأن وجود أزمة فعلية. وازدهار الائتمان الذي لا يترافق مع توسع في الودائع، يظهر وجود

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضمني على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

اختلال محتمل في النظام المالي (أي انخفاض الثقة بالعملة المحلية). وتعكس الاحتياطات كحصة من الودائع، قدرة القطاع المصرفي على الاستجابة للسحب الشديد للودائع. بينما تعكس نسبة الأوراق النقدية والعملات المعدنية إلى M2 تفضيل السيولة على مستوى الاقتصاد. وهكذا، فإن التفضيل الشديد للسيولة المرتبط مع الاحتياطات المنخفضة يعرض النظام المالي إلى المخاطرة¹. ويرتبط هذا المؤشر ايجابيا مع المؤشر AFSI.

3. مؤشر السلامة المالية (FSI) Financial soundness index:

يضم هذا المؤشر المركب مجموعة من المؤشرات الفرعية المقترحة والمستخدمه من قبل المؤسسات المالية الدولية في تقدير ممارسات سلامة النظام المالي. ويصعب الحصول على هذه المعلومات، خصوصا البيانات الربع سنوية. ومن المؤشرات الفرعية لهذا المؤشر، نذكر ما يلي²:

• مؤشر القروض المتعثرة/اجمالي القروض Non-performing loans/total loans:

يعكس هذا المؤشر جودة القروض الممنوحة من قبل البنوك والمؤسسات المالية. ويقصد بالجودة أنه عادة ما يزداد حجم القروض المتعثرة عند حدوث ازدهار في الائتمان، بينما تندهور قيمة هذا المؤشر بعد نشوب الأزمات، كما حصل بعد اندلاع أزمة الرهن العقاري سنة 2007. ويؤثر هذا المؤشر سلبا على AFSI.

• مؤشر نسبة رأس المال/اجمالي الأصول Capital/total assets ratio:

يصف هذا المؤشر مدى رصمة القطاع المصرفي، حيث ترتبط المعلومات الموجودة في هذا المؤشر بقدرة البنوك والمؤسسات المالية على أداء الالتزامات أو الديون المترتبة عليها. ويؤثر هذا المؤشر ايجابا على AFSI.

• مؤشر نسبة رأس المال الخاص/اجمالي الأصول Own capital/total assets ratio:

يصف هذا المؤشر أيضا مدى أو مستوى رصمة النظام المصرفي. ويقارن هذا المؤشر بين رأس المال الخاص واجمالي الأصول. وهو ما أكدت عليه لجنة بازل بشأن الملاءة المالية. ويتمثل هذا المؤشر بنسبة العائد على الأصول (Return on assets (ROA)، حيث أن الربح المتحصل من قبل المؤسسات الائتمانية يجب أن يعوض المخاطرة السائدة في السوق. والقيمة المرتفعة للمؤشر ROA تعكس وجود نظام مالي أكثر ربحية وسلامة. وبذلك، يكون أثر هذا المؤشر ايجابيا على المؤشر AFSI.

¹Verlis C. Morris, **Measuring and forecasting financial stability: the composition of an aggregate financial stability index for Jamaica**, Financial Stability Department, Bank of Jamaica, 2010, p.9.

²Albulescu Claudiu Tiberiu, **Op. cit.**, pp.87-88.

● مؤشر نسبة السيولة **Liquidity ratio**:

هو مقياس مرونة البنوك تجاه صدمات التدفقات النقدية¹. ويعكس هذا المؤشر ما هو متاح فعلا من سيولة لدى الجهاز المصرفي، بحيث يكون قادرا على الاستجابة للسحوبات المقدمة، بالمقارنة مع ما هو مطلوب، أو محدد من قبل السلطات، بشأن السيولة المطلوب توفيرها. ويكون أثر هذا المؤشر ايجابيا على المؤشر AFSI.

● مؤشر نسبة المخاطرة العامة **General risk ratio**:

يعكس هذا المؤشر المستوى الاجمالي للمخاطرة، الذي قد يتعرض له النظام المالي. ويستعمل هذا المؤشر لتحليل بعض الجوانب الهامة لسلامة المؤسسات المصرفية، مثل أداء نشاط الاقراض، وكفاية رأس المال، والربحية، والقدرة على أداء الديون أو الالتزامات. ولهذا المؤشر أثر سلبي على المؤشر AFSI.

4. مؤشر المناخ الاقتصادي العالمي **(WECI) World economic climate index**:

يصف هذا المؤشر المناخ أو الوضع الاقتصادي العالمي، من خلال التطرق إلى بعض المتغيرات الاقتصادية الهامة كالتضخم العالمي ومعدل النمو الاقتصادي العالمي، ومؤشر محسوب بواسطة مركز الدراسات الاقتصادية ومعهد البحوث الاقتصادية (CESifo) يخص المناخ الاقتصادي. وبما أن جميع النظم المالية مترابطة مع بعضها البعض، فإن تدهور هذه المؤشرات له تأثير سلبي على المستوى المحلي، سواء بالنسبة للاستقرار الاقتصادي أو المالي². ويضم هذا المؤشر المركب المؤشرات الفرعية الآتية:

● مؤشر المناخ الاقتصادي **Economic climate**:

وهو مؤشر محتسب من قبل مركز الدراسات الاقتصادية ومعهد "إيفو" الألماني للأبحاث الاقتصادية Ifo³، ليعطي تصور عن مناخ الأعمال السائد فيما يخص فرص الاستثمار. وأثر هذا المؤشر ايجابي على AFSI.

● مؤشر معدل التضخم العالمي **World inflation rate**:

يصف هذا المؤشر حالة أو وضع مستوى الأسعار السائد على المستوى العالمي، ويعد الهدف الأساسي لأي بنك مركزي هو تحقيق استقرار الاسعار لما له من أهمية على المستوى الاقتصادي العالمي ككل. ويعمل المستوى المستقر لهذا المؤشر على رفع ثقة المستثمرين. ويؤثر هذا المؤشر سلبا على المؤشر AFSI.

¹ Gersl Adam and Jaroslav Hermanek, **Financial stability indicators: advantages and disadvantages of their use in the assessment of financial system stability**, Financial Stability Report 2006, Czech National Bank, 2007, p.71.

² Albulescu Claudiu Tiberiu, **Op. cit.**, p.89.

³ Ifo institute, **Ifo world economic climate (2016-2019)**, available at: <https://www.ifo.de/en/node/43498>, consulted in: 05/01/2020.

● مؤشر معدل النمو الاقتصادي العالمي **World economic growth rate**:

يعكس هذا المؤشر مستوى النمو الاقتصادي السائد على المستوى العالمي. ويؤثر هذا المؤشر إيجاباً على

المؤشر AFSI.

ويمكن تلخيص المؤشرات المستخدمة في بناء المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الجدول (1-4) أدناه.

الجدول رقم (1-4): المؤشرات المستخدمة في بناء المؤشر التجميعي للاستقرار المالي

الأثر	الرمز	المؤشر الفرعي	المؤشر المركب
+	I_{d1}	رسملة السوق / GDP	مؤشر التطور المالي FDI
+	I_{d2}	اجمالي الائتمان / GDP	
-	I_{d3}	هامش أو فارق الفائدة	
-	I_{v1}	معدل التضخم	مؤشر التعرض للمخاطرة المالية FVI
+	I_{v2}	عجز/فائض الموازنة العامة (% GDP)	
+	I_{v3}	عجز/فائض الحساب الجاري (% GDP)	
-	I_{v4}	انخفاض / ارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER)	
+	I_{v5}	الائتمان غير الحكومي / اجمالي الائتمان	
-	I_{v6}	القروض / الودائع	
+	I_{v7}	M2 / الودائع	
+	I_{v8}	(الاحتياطيات / الودائع) / (أوراق نقدية وعمليات معدنية / M2)	
-	I_{s1}	القروض المتعثرة / اجمالي القروض	مؤشر السلامة المالية FSI
+	I_{s2}	رأس المال / اجمالي الأصول	
+	I_{s3}	راس المال الخاص / اجمالي الأصول	
+	I_{s4}	نسبة السيولة (السيولة الكلية / السيولة المطلوبة)	
-	I_{s5}	نسبة المخاطرة العامة	
+	I_{w1}	المناخ الاقتصادي العالمي	مؤشر المناخ الاقتصادي العالمي WECI
-	I_{w2}	معدل التضخم العالمي	
+	I_{w3}	معدل النمو الاقتصادي العالمي	

المصدر: من إعداد الباحثة استناداً إلى المراجع:

- Verlis C. Morris, **Op. cit.**, p.7.

- Albulescu Claudiu Tiberiu, **Op. cit.**, p.86.

- صبحي حسون السعدي، مرجع سابق، ص ص 5-6.

ونلاحظ من الجدول رقم (4-1) أعلاه، أن كل مؤشر من المؤشرات المركبة الأربعة المكونة للمؤشر AFSI يتألف من عدة مؤشرات فرعية، بحيث يتكون مؤشر التطور المالي FDI من 3 مؤشرات فرعية، ومؤشر التعرض للمخاطرة المالية FVI من 8 مؤشرات فرعية، ومؤشر السلامة المالية FSI من 5 مؤشرات فرعية، ومؤشر المناخ الاقتصادي العالمي WECI من 3 مؤشرات فرعية. وبدون شك، تحتاج هذه المؤشرات التسعة عشر إلى تجميع واستخراج كم هائل من البيانات عن الولايات المتحدة الأمريكية، التي لا يكون بعضها متاحا بيسر، خصوصا إذا تم الاعتماد على البيانات الربع سنوية.

المطلب الثاني: تطور المؤشر التجميعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له

غالباً ما تستخدم المؤشرات الفرعية المختارة (19 مؤشراً) في أدبيات الاستقرار المالي، ويجب تحديد هذه المؤشرات كمياً، كل منها على حدى، ليتسنى إدخالها ضمن مؤشر تجميعي للاستقرار المالي. غير أن هذه المؤشرات ليس لها دائماً نفس وحدة القياس، ولتجميعها يجب تحديد الوضع الطبيعي لها أولاً، ثم تحديد أوزانها للتمكن من حساب المؤشر التجميعي، ومن ثم إمكانية رصد تطور هذا المؤشر والمؤشرات المكونة له في الولايات المتحدة الأمريكية.

1. تطبيع البيانات:

يمكن تحديد الوضع الطبيعي Normalization لأي متغير عن طريق استخدام طريقة الوضع الطبيعي التطبيقي Empirical normalization. وتعتمد هذه الطريقة على عدة أساليب لتحديد الوضع الطبيعي، أحدها أسلوب العلامة المرجعية Benchmark، التي تتمثل بقيمة المؤشر المعني في سنة مرجعية معينة خلال فترات الأزمات. وهناك أسلوب آخر يسمح بالتركيز على الاستقرار المالي وليس على الضغوط المالية، يتمثل بإعطاء قيمة صفر (الحد الأدنى min) لأسوأ قيمة أو مشاهدة مسجلة للمؤشر، وإعطاء القيمة واحد (الحد الأعلى max) لأفضل قيمة مسجلة لهذا المؤشر. وتحتسب باقي القيم اعتماداً على صيغة التطبيع التالية¹:

$$I_{it} n = \frac{I_{it} - \min(I_i)}{\max(I_i) - \min(I_i)}$$

حيث: I_{it} يمثل قيمة المؤشر i خلال الفترة t ؛ $\min(I_i)$ و $\max(I_i)$ هما الحد الأدنى والحد الأعلى، على التوالي، للقيم المسجلة للمؤشر i في فترة الدراسة؛ $I_{it} n$ هي القيمة الطبيعية للمؤشر i خلال الفترة t . وتكون القيم الطبيعية للمؤشرات في هذه الحالة ضمن قيم المجال $[0, 1]$ ، مما يسهل تجميعها وتحليلها.

¹Albulescu Claudiu Tiberiu, Op. cit., p.86.

2. ترجيح وتجميع البيانات:

بعد تطبيع قيم المؤشرات الفرعية، يمكن إعطاء نفس الوزن أو الترجيح لجميع هذه المؤشرات من أجل

حساب المؤشرات المركبة وفق الصيغ التالية¹:

$$FDI = \frac{1}{3} \sum_{j=1}^3 I_{dj} ; \quad FVI = \frac{1}{8} \sum_{j=1}^8 I_{vj}$$

$$FSI = \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 I_{sj} ; \quad WECEI = \frac{1}{3} \sum_{j=1}^3 I_{wj}$$

وعليه تصبح صيغة معادلة حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI كما يلي:

$$AFSI = \frac{1}{19} (3 \times FDI + 8 \times FVI + 5 \times FSI + 3 \times WECEI)$$

أي أن:

$$AFSI = 0.16 \times FDI + 0.42 \times FVI + 0.26 \times FSI + 0.16 \times WECEI$$

ونائج ترجيح المؤشر التجميعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له الخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث من سنة 2008 إلى الربع الأخير من سنة 2018 موضحة في الملحق رقم (01).

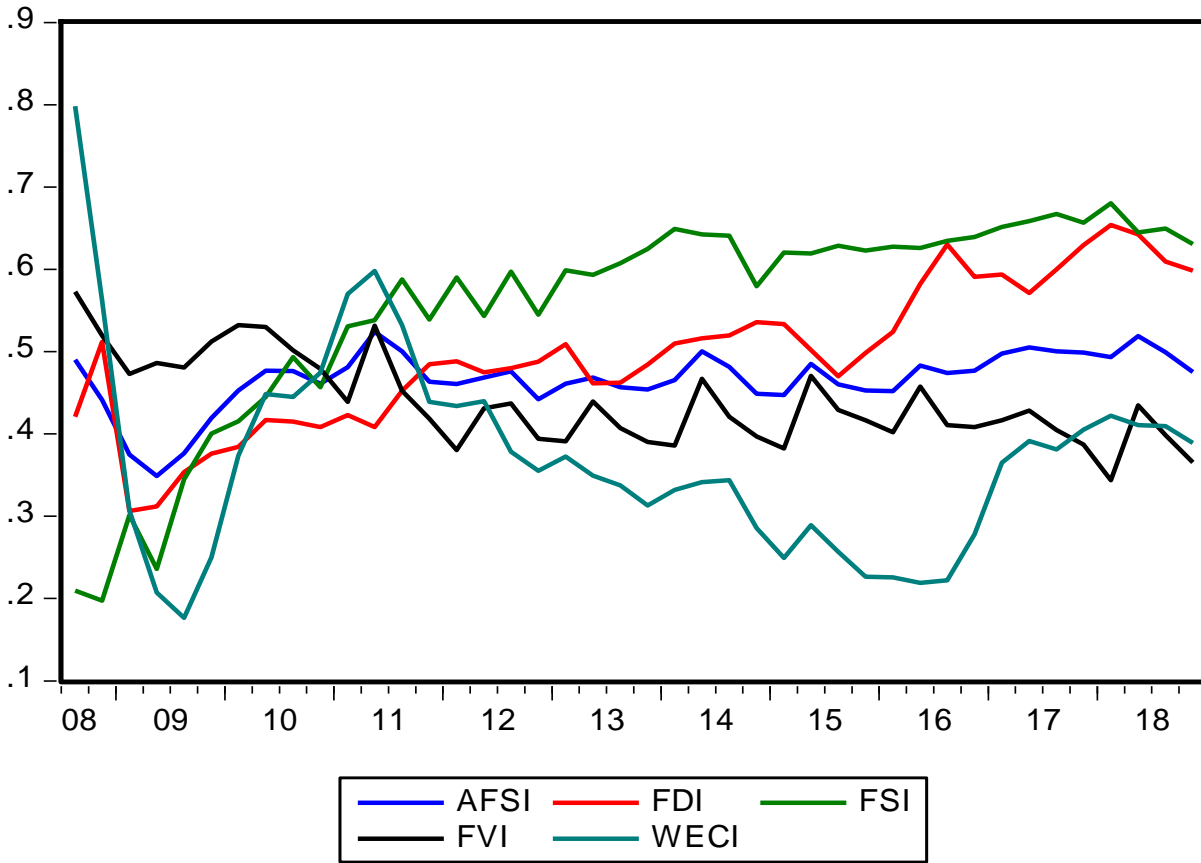
3. تطور المؤشر التجميعي للاستقرار المالي ومؤشراته المركبة في الولايات المتحدة الأمريكية:

وفقاً للطريقة التجريبية لتطبيع قيم البيانات، تتم مقارنة نتائج المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI بقيمة مرجعية هي 0.5، فكل قيمة للمؤشر AFSI أقل 0.5 تعبر عن عدم الاستقرار المالي، وكل قيمة تفوق 0.5 تدل على الاستقرار المالي. وتجري نفس المقارنة بالنسبة للمؤشرات المركبة المكونة للمؤشر AFSI.

ويعرض الشكل رقم (4-1) تطور المؤشر التجميعي للاستقرار المالي ومؤشراته المركبة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة. حيث نلاحظ أن الولايات المتحدة الأمريكية تتمتع بنوع من الاستقرار المالي بداية من سنة 2010 بعد التدهور الذي حصل له عقب الازمة المالية لسنة 2008، على الرغم من التدهور الشديد في مؤشر المناخ الاقتصادي العالمي WECEI، وهذا بفضل التطور الإيجابي في مؤشري تطور النظام المالي FDI والسلامة المالية FSI.

¹ صبحي حسون السعدي، مرجع سابق، ص 9-10.

الشكل رقم (1-4): تطور المؤشر AFSI والمؤشرات المكونة له في الو م أ خلال الفترة 2008-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

حيث شهد المؤشر AFSI في الولايات المتحدة الأمريكية والمؤشرات المكونة له تراجعاً خلال فترة الأزمة المالية لسنة 2008، حيث بلغت قيمته حوالي 0.35 في الربع الثاني لسنة 2009، ليبدأ تحسن طفيف عليه، حيث تراوحت قيمته بين 0.45 و 0.52 بداية من الربع الأول لسنة 2010 حتى الربع الأخير من سنة 2018، مما يوحي ببداية عودة الأوضاع في النظام المالي الأمريكي إلى حالة الاستقرار النسبي.

ومن بين المؤشرات المكونة للمؤشر AFSI، عرف مؤشر المناخ الاقتصادي WECI تقلبات كبيرة، حيث انخفض بشكل حاد في الربع الثالث لسنة 2008 لتصل قيمته حوالي 0.18، ليشهد بعد ذلك تحسناً ملحوظاً استمر حتى الربع الثاني لسنة 2011 أين بلغت قيمته حوالي 0.60، ليبدأ في الانخفاض المتسارع مجدداً مسجلاً أدنى مستوياته نهاية سنة 2016 بقيمة 0.22. وبعد سنة 2016 شهد المؤشر WECI تحسناً طفيفاً، حيث تراوحت قيمته بين 0.36 و 0.42.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضمني على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

بينما سجل مؤشر السلامة المالية FSI تحسناً ملحوظاً عقب التدهور الذي سجله في بداية الأزمة المالية، ليستقر عند قيم ساعدت في تحسين وضعه واستقرار النظام المالي بداية من الربع الأول لسنة 2011، حيث تراوحت قيمه بين 0.53 و 0.68.

وقد بدأ مؤشر التطور المالي FDI أيضاً في الانتعاش بشكل متسارع بداية من الربع الثاني لسنة 2009 ليصل إلى أعلى مستوياته في الربع الأول لسنة 2018 بقيمة 0.65، وقد ساعدت قيم هذا المؤشر في تحسين حالة الاستقرار المالي بداية من الربع الأخير لسنة 2011.

وقد كان تدهور مؤشر التعرض للمخاطرة المالية FVI، إلى جانب تدهور المؤشر WEICI، من العوامل التي أسهمت في تراجع المؤشر AFSI، حيث تراجع المؤشر FVI من 0.57 في الربع الثالث لسنة 2008 إلى مستويات تراوحت بين 0.34 و 0.47 حتى نهاية 2018.

ويمكن تلخيص أثر المؤشرات السالفة الذكر على المؤشر AFSI في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-2): أثر المؤشرات المركبة على المؤشر AFSI في الو م أ خلال الفترة 2008-2018

WEICI		FSI		FVI		FDI		السنة
الأثر	القيمة	الأثر	القيمة	الأثر	القيمة	الأثر	القيمة	
+	0.68	-	0.20	+	0.55	-	0.47	2008
-	0.24	-	0.32	-	0.49	-	0.34	2009
-	0.44	-	0.45	+	0.51	-	0.41	2010
+	0.53	+	0.55	-	0.46	-	0.44	2011
-	0.40	+	0.57	-	0.41	-	0.48	2012
-	0.34	+	0.61	-	0.41	-	0.48	2013
-	0.33	+	0.63	-	0.42	+	0.52	2014
-	0.26	+	0.62	-	0.42	+	0.50	2015
-	0.24	+	0.63	-	0.42	+	0.58	2016
-	0.39	+	0.66	-	0.41	+	0.60	2017
-	0.41	+	0.65	-	0.39	+	0.63	2018

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الملحق رقم (01).

المطلب الثالث: المفاضلة بين الاستقرار النقدي والاستقرار المالي

في السبعينات، كان البنك المركزي مهتما بشكل خاص بتحفيز النمو الاقتصادي، وكان دوره الرئيسي هو توفير السيولة وتوسيع العرض النقدي من خلال إعادة تمويل البنوك. ومنذ أوائل الثمانينات، ركز البنك المركزي على الهدف المتعلق باستقرار الأسعار، وفي الوقت الحالي، أصبح الاستقرار المالي هدفا مهما في عملية صنع القرار الاقتصادي، ويرجع ذلك أساسا إلى تحرير تدفقات رؤوس الأموال وإلى ظهور الأزمات الاقتصادية والمالية.

1. قياس الاستقرار النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية:

للاستقرار النقدي عدة مؤشرات تعبر عنه تتمثل في (معدل التضخم؛ معدل الفائدة؛ سعر الصرف) وله معيار لحسابه يعرف بمعامل الاستقرار النقدي. وينطلق هذا المعيار من النظرية الكمية للنقود لفريدمان والتي تدرس مقاييس ارتفاع الكتلة النقدية وهو ما أسماه "الحجم الأمثل لكمية النقود" حتى لا ترتفع هذه الأخيرة بسرعة أكبر من معدل النمو الاقتصادي.

يرى فريدمان أن مصدر التضخم هو الإفراط في الإصدار النقدي أو بعبارة أخرى هو نمو النقود بسرعة أكبر من نمو الإنتاج، وعليه فإن تحقيق الاستقرار النقدي حسب منطق النقديين يتطلب زيادة عرض النقود بنسبة ثابتة أو مستقرة تتفق مع معدل النمو الاقتصادي، أي إذا ما تعادل معامل التغير في كمية النقود مع معدل التغير في إجمالي الناتج المحلي. ومن هنا فإن دور السلطة النقدية يتحدد بمهمة واحدة، وهي رقابة كمية النقود، والعمل على نموها بمعدل مستقر متفق مع معدل نمو الاقتصاد المحلي، وعليه فإن السياسة النقدية يجب أن تكون فعالة في ضمان زيادة عرض النقود مما يؤدي إلى ارتفاع عام للأسعار يتناسب مع النمو في الناتج الداخلي، لذلك اقترح فريدمان تحديد معدل لتغير الكتلة النقدية يكون بالتقريب مساويا لمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (مع الأخذ بعين الاعتبار معدل تغير سرعة دوران النقود أو الطلب على الاحتفاظ بها) وبذلك يعود الاستقرار في مستوى الدخل النقدي ومنه تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار¹.

ويعد تحقيق الاستقرار النقدي من أهم الأهداف التي يسعى البنك المركزي إلى تحقيقها لتعزيز دوره في النشاط الاقتصادي، وللوصول إلى هذا الهدف يتم قياس مؤشر معامل الاستقرار النقدي والذي يعبر عنه بقسمة نسبة التغير في الكتلة النقدية إلى نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي وفقا للمعادلة التالية:

$$MSC = \frac{\Delta M_2 / M_2}{\Delta GDP / GDP}$$

¹ حازم البلاوي، دليل الرجل العادي إلى تاريخ الفكر الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الشروق، القاهرة، مصر، 1995، ص.158.

حيث:

MSC : معامل الاستقرار النقدي؛

$\Delta M_2/M_2$: التغير في الكتلة النقدية M_2 ؛

$\Delta GDP/GDP$: التغير في الناتج المحلي الإجمالي GDP .

ويستخدم هذا المعامل في العديد من الدراسات للوقوف على وضعية السياسة النقدية، وتشير قيم المعامل القريبة من الواحد إلى الاستقرار النقدي وارتفاع الضغوط التضخمية، فيما تشير القيمة التي تفوق الواحد بhamش كبير إلى سياسات نقدية توسعية تعمل على زيادة الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي. وتشير القيم الأقل من الواحد إلى سياسات نقدية تقييدية تسهم في خفض الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي¹.

وعليه، يمكننا من خلال قيم المعامل MSC أن نميز الحالات الثلاث التالية:

✓ إذا كان $MSC > 1$ فإنها حالة عدم استقرار نقدي، وهذا يعني أن الاقتصاد يعرف ضغطاً تضخيميا يدفع بالأسعار نحو الارتفاع، وتكون هذه الحالة خفيفة أو حادة بحسب قرب المعامل من الواحد أو البعد منه؛

✓ إذا كان $MSC = 1$ فإنها حالة استقرار نقدي، وهذا يعني أن التغير في حجم الكتلة النقدية يتناسب مع التغير في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، مما يعني أن هناك استقرار في الأسعار وأن الاقتصاد يعكس حالة الاستقرار النقدي الكامل؛

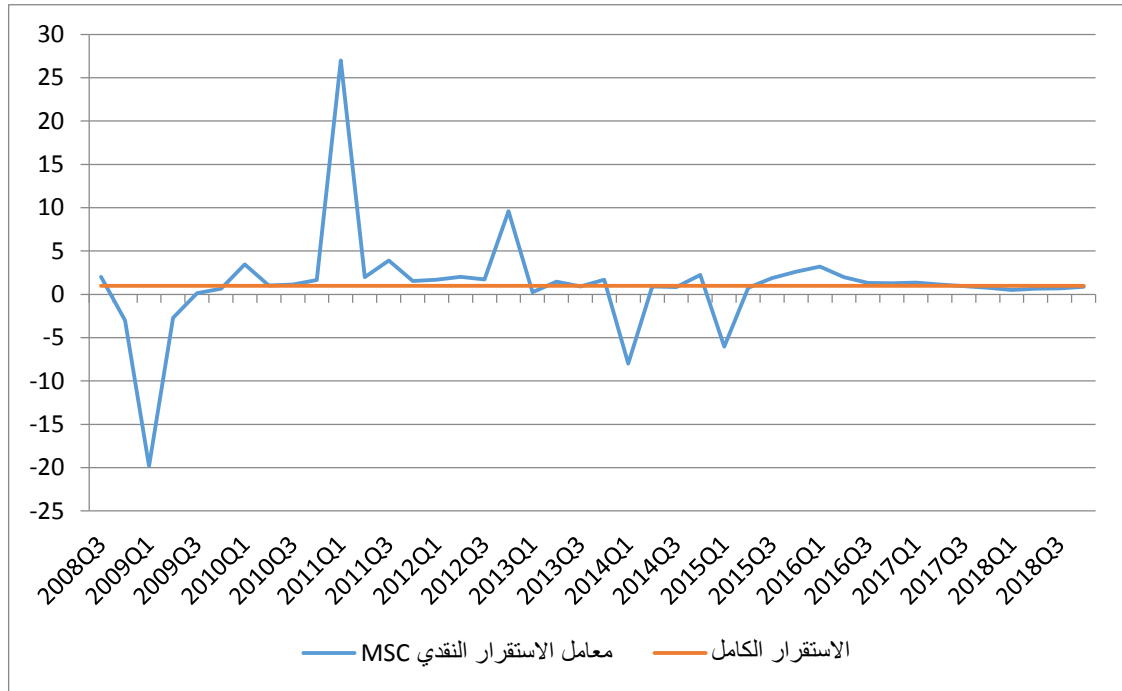
✓ إذا كان $MSC < 1$ فإنها حالة عدم استقرار نقدي، وهذا يعني أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض ويكون الاقتصاد بصدد حالة الانكماش.

وبالاعتماد على المعادلة السابقة يمكن حساب معامل الاستقرار النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث من سنة 2008 إلى الربع الأخير من سنة 2018، وتتبع مختلف مراحل تطوره.

والشكل رقم (4-2) الموالي يعرض تطور مؤشر معامل الاستقرار النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، العدد 32، أبوظبي، الامارات العربية المتحدة، 2012، ص.131.

الشكل رقم (4-2): تطور مؤشر معامل الاستقرار النقدي في الو م أ خلال الفترة 2008-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الملحق رقم (02).

حيث نلاحظ أن الاقتصاد الأمريكي عرف انكماشاً محسوساً في السنتين الأوليتين من الدراسة بسبب الأزمة المالية العالمية، فقد سجل معامل الاستقرار النقدي قيمة سالبة قدرت بحوالي 3- في الربع الأخير من سنة 2008 مما يعني مستوى تضخم متدني بشكل ملحوظ، وسجل انخفاضاً شديداً في الربع الأول من سنة 2009 بقيمة -19.83، بسبب النمو السلبي للناتج المحلي الإجمالي وتراجع نمو الكتلة النقدية، ليبدأ في التعافي بعد ذلك متجاوزاً المستوى المطلوب للاستقرار النقدي الكامل في الربع الأول من سنة 2010 بقيمة 3.45، حيث تراجع معدل نمو الكتلة النقدية إلى حوالي -0.38% مقابل معدل نمو منخفض للناتج المحلي الإجمالي بحوالي -0.11%، وقد أدى هذا الوضع إلى تسجيل نوع طفيف من التضخم والمقدر بحوالي 1.64% والذي لم يبلغ المعدل المستهدف من طرف الاحتياطي الفيدرالي المقدر بالقيمة 2%. ليستقر بعدها في وضعية قريبة من الاستقرار الكامل، نتيجة التقارب بين معدل نمو الكتلة النقدية والناتج المحلي الإجمالي، حيث تراوحت قيمته بين حوالي 1 و 1.64 من الربع الثاني إلى الربع الأخير من سنة 2010. لكن هذا الوضع لم يدم طويلاً بسبب التراجع الشديد في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مقابل ثبات معدل نمو الكتلة النقدية، حيث سجل معامل الاستقرار النقدي أعلى مستوياته في الربع الأول من سنة 2011 بقيمة قدرها 27. لكن سرعان ما تراجع هذا المعامل ليستقر بالقرب من وضعية الاستقرار الكامل مع بعض التقلبات، خاصة خلال الربع الأخير من سنة

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

2012 والرابع الأول من سنتي 2014 و 2015، ولعل السبب في ذلك هو اعتماد الاحتياطي الفيدرالي لسياسات نقدية غير تقليدية لدعم النمو الاقتصادي بغية تجنب التورط في حالة الانكماش التي خلفتها الازمة المالية. حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي لسياسة التيسير الكمي على الاستقرار النقدي في الولايات المتحدة، من خلال تخفيف الظروف المالية وتقليل العائد على الأصول الآمنة لتقليل حافز الإصدار الخاص بالخصوم الآمنة وتشجيع تمويل الاستثمار من خلال إصدار الخصوم غير الآمنة، وهو أمر مرغوب فيه لتحسين وضعية استقرار النظام النقدي والمالي. لكن هذا لا يعني خلق الظروف التي يجب أن تكون فيها البنوك أكثر جاذبية لتحمل مخاطر أكبر¹.

2. العلاقة بين الاستقرار النقدي والاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية:

يرتبط الاستقرار النقدي باستقرار الأسعار، ويمثل استقرار الأسعار استراتيجية البنك المركزي في استهداف التضخم للوصول إلى مستواه الأمثل، الذي يمكن أن يساهم في النمو الاقتصادي المستدام وضمان مستوى عال من الرفاهية الاجتماعية. بينما يشير الاستقرار المالي إلى قدرة النظام المالي على جذب الأموال وتوجيهها بكفاءة، وعلى تحمل الصدمات دون الإضرار بالاقتصاد الحقيقي².

وتشير وجهة النظر التقليدية إلى وجود علاقة تبادلية بين الاستقرار النقدي والمالي، فلكليهما أهداف تكاملية، حيث أن تحقيق الاستقرار النقدي يساعد في تحقيق الاستقرار المالي والعكس، وأنه ليست هناك مفاضلة بينهما عموماً، فالسياسة النقدية الموجهة نحو هدف استقرار الأسعار تؤدي دوراً هاماً في استقرار الأسواق المالية، واستقرار الأسعار والاستقرار المالي يميلان إلى تعزيز بعضهما البعض على المدى الطويل. والأدلة التجريبية تؤيد ذلك، حيث أن العديد من الأزمات نتجت عن تغيرات كبيرة في مستويات الأسعار. إضافة إلى ذلك، تاريخياً معظم الأزمات المصرفية حدثت خلال فترات الركود الاقتصادي وغالباً بعد فترات من ارتفاع معدلات التضخم³. ولكن فيما يتعلق باستهداف التوقعات على المدى القصير، قد يفضل الاستقرار المالي على

¹Nadia Azzeddine and Basma Aoulmi, **Relationship between quantitative easing and monetary stability in USA: an econometric study**, Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies, vol. 6(3), Oum El Bouaghi University, Algeria, 2019, pp.590-591.

²Bogdan Boldea et al., **Monetary stability versus financial stability**, Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Romania, vol. 2, 2008, p.162.

³Otmar Issing, **Monetary and financial stability: is there a trade-off?**, Speech presented at the Conference on "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", Bank for International Settlements, Basle, March 28-29, 2003, p.3.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

حساب الاستقرار النقدي، وقد تنشأ بعض التضاربات بين الهدفين مما يؤدي إلى تنازل البنك المركزي عن أحدهما لصالح الآخر¹.

ويرى بعض الاقتصاديين أن استقرار الأسعار يمثل شرطا كافيا لتحقيق الاستقرار المالي، أما البعض الآخر فيعتبره شرطا أساسيا لذلك. فمثلا يرى مايكل دافيد بوردو (Bordo, 2000)، أن النظام النقدي الذي ينتج استقرار الأسعار سيميل إلى تعزيز استقرار النظام المالي، كنتاج ثانوي². ووفقا لذلك، فإن التضخم يعد عاملا أساسيا لعدم الاستقرار المالي، حيث يؤثر على التوقعات الاقتصادية، ويرسل إشارات خاطئة إلى المتعاملين الاقتصاديين حول الأداء الفعلي للمشاريع الاستثمارية المختلفة.

وترى آنا شوارتز (Schwartz, 1988)، بأن البنك المركزي الذي كان قادرا على الحفاظ على استقرار الأسعار يمكنه أيضا أن يقلل من الحاجة إلى التدخل كمقرض الملاذ الأخير. والتضخم المستمر، حسب آنا شوارتز، يشجع الاستثمارات المضاربة والمديونية على أساس توقع ارتفاع الأسعار، وعندما ينخفض معدل التضخم بشكل مفاجئ كما حدث في بداية الثمانينات، يصبح دخل المدينين غير كاف لتحمل سداد قروضهم السابقة، وارتفاع حالات الإفلاس يخفض رأس مال الدائنين مما يؤدي إلى ارتفاع معدل الفشل بين المؤسسات المالية³. فالانخفاض غير المتوقع في معدل التضخم يرفع من القيمة الحقيقية للديون غير المسددة، مما يجعل التخلف عن الدفع أكثر احتمالا.

من ناحية أخرى، فإن الاختلالات المالية يمكن أن تتراكم حتى في بيئة ذات أسعار مستقرة، كما حدث في الولايات المتحدة في العشرينات والتسعينات وفي اليابان في أواخر الثمانينات. وبالتالي يجب أن ندرك أن استقرار الأسعار ليس شرطا كافيا للاستقرار المالي. فمثلا إذا كان الهدف الأساسي للبنك المركزي يتمثل في الحفاظ على استقرار الأسعار على المدى المتوسط، فإن اتباع استراتيجية استهداف التضخم وفقا لتوقعاته لمدة سنة أو سنتين قد لا تكون دائما الاستراتيجية المثلى للسياسة النقدية. ولا يمكن لهذه الاستراتيجية أن تتجنب، في بعض الأحيان، ضغوط النظام المالي التي قد تكون مقبولة حتى في حالة انحرافات التضخم عن المعدل المطلوب خلال فترة زمنية قصيرة، من أجل الحفاظ على استقرار الأسعار على المدى المتوسط إلى الطويل. وعليه، فإن قرارات

¹Bogdan Boldea et al., **Monetary stability versus financial stability in adjusting the real economy**, Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, vol. 1(2), 2010, p.680.

²Michael D. Bordo et al., **Aggregate price shocks and financial instability: a historical analysis**, Economic Inquiry, Western Economic Association International, vol. 40(4), 2002, p.537.

³Anna J. Schwartz, **Financial stability and the federal safety net**, in William S. Haraf and Rose M. Kushneider (eds), **Restructuring Banking and Financial Services in America**, 1988, p.53.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

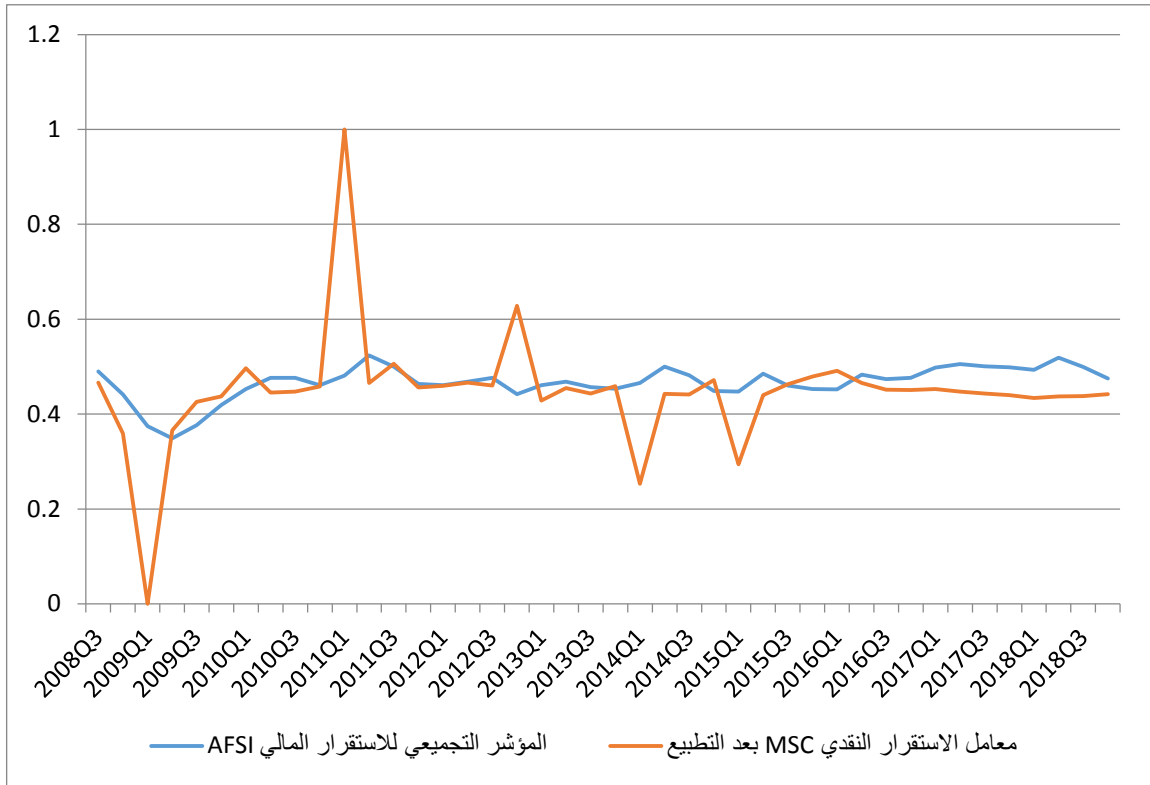
السياسة النقدية تؤثر بالفعل على حالة النظام المالي ويمكن أن تكون حاسمة لمنع الأزمات والسماح للنظام المالي بالتعافي¹.

وفي الأخير، يمكن القول بأن آراء معظم الاقتصاديين المعاصرين متوافقة حول أهمية ضمان الاستقرار المالي بالنسبة للبنوك المركزية، فالقطاع المالي ليس معنيا من التوترات والحركات المزعزعة للاستقرار حتى في بيئة ذات أسعار مستقرة، والتي يمكن أن تولد مخاطر ليس للقطاع المالي فحسب، ولكن أيضا للاقتصاد ككل. لذلك، فقد يؤدي عدم تحقق هدف الاستقرار المالي إلى تفضيل البنك المركزي هذا الأخير على حساب الاستقرار النقدي.

ومن المعلوم أن الأهداف الأساسية للاحتياطي الفيدرالي يمكن اختصارها في تعظيم الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة للدولة والحفاظ على استقرار الأسعار، ومن ثم فإنه يقوم بتصميم سياساته النقدية لضمان حدوث التوازن بين هذين الهدفين. وقد ارتكزت سياسات الاحتياطي الفيدرالي عقب الأزمة المالية على تحقيق الهدف الأول من خلال العمل على تحفيز مستويات النشاط الاقتصادي، وبالتالي منح الأولوية للاستقرار المالي على حساب استقرار الأسعار والإبقاء على معدل فائدة منخفض على الأموال الفيدرالية وعلى بوابات التدفق النقدي مفتوحة لأطول فترة ممكنة من خلال سياسة التيسير الكمي للتخفيف من آثار الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي، غير أنه عندما بدأ الاقتصاد الأمريكي في استعادة نشاطه، بدأ الاحتياطي الفيدرالي بتطبيق سياسته النقدية لمكافحة مشكلة التضخم، وبالتالي المحافظة على استقرار الأسعار. وعليه فإنه وفقا لاستراتيجية الاحتياطي الفيدرالي، فإن استقرار الأسعار والاستقرار المالي يميلان إلى تعزيز بعضهما البعض على المدى الطويل. ولكن فيما يتعلق باستهداف التوقعات على المدى القصير، يفضل الاستقرار المالي على حساب الاستقرار النقدي عندما ينشأ تضارب بين هذين الهدفين، كما موضح في الشكل رقم (4-3) أدناه. ويكمن السبب وراء ربط تطور النظام المالي بالنمو الاقتصادي، في أن النظام المالي المتطور يقوم بعدة وظائف رئيسية منها تشجيع النشاط الاستثماري من خلال تحديد الفرص الجيدة للعمل التجاري وتمويلها وتعبئة المدخرات ومتابعة أداء المديرين، والسماح بتداول المخاطر وتنوعها وتيسير تبادل السلع والخدمات. حيث تؤدي هذه الوظائف إلى رفع كفاءة تخصيص الموارد وتسريع تراكم رأس المال المادي والبشري مما يؤدي بدوره إلى تعزيز النمو الاقتصادي.

¹Otmar Issing, *Op. cit.*, p.4.

الشكل رقم (3-4): العلاقة بين الاستقرار المالي والاستقرار النقدي في الوم أ للفترة 2008-2018



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الملحقين (01) و (02).

المبحث الثاني: توصيف النموذج القياسي المعتمد في الدراسة

تتميز غالبية الظواهر الاقتصادية بقابلية القياس، الأمر الذي يسمح بتفسير العلاقات التي تحكمها كميًا من خلال بيانات إحصائية واقعية، وذلك بالاستناد على مختلف النماذج القياسية لتوصيف هذه العلاقات، وعلى الأساليب الإحصائية لتقدير معالم صيغ هذه النماذج واختبار فروضها، بغرض الوصول إلى نتائج دقيقة تساهم في فهم الظواهر الاقتصادية.

المطلب الأول: السلاسل الزمنية واستقراريتها

تمثل السلاسل الزمنية الخاصة بالظواهر الاقتصادية العنصر الأساسي في بناء النماذج القياسية، التي تتم معالجتها وتحليلها لفهم سلوك هذه الظواهر وتحديد اتجاهاتها، إلا أن غالبيتها يتميز بعدم الاستقرار مما يجعلها غير قابلة للتحليل والمقارنة مباشرة، الأمر الذي يتطلب إجراء بعض التعديلات لجعل مستوياتها قابلة للمقارنة بهدف عقلنة القرار الاقتصادي.

1. تعريف ومركبات السلاسل الزمنية:

تعرف السلاسل الزمنية على أنها معلومات رقمية خاصة بالمتغيرات أو الظواهر المدروسة التي تكون في الغالب ذات طابع اقتصادي أو اجتماعي، تغطي فترة زمنية محددة قد تكون قابلة للمقارنة كالسنة، الفصل، الشهر... الخ¹.

كما تعرف على أنها مجموعة من القيم لمؤشر إحصائي معين مرتبة حسب تسلسل زمني، بحيث كل فترة زمنية تقابلها قيمة عددية للمؤشر².

وفي تعريف آخر هي عبارة عن مجموعة من المشاهدات المجمعة بطريقة منظمة عبر الزمن والتي تستعمل في القيام بالتنبؤات المثلى³.

ومما سبق يمكن القول أن السلسلة الزمنية هي مجموعة من القيم الرقمية والمشاهدات المجمعة لمؤشر إحصائي معين يغطي فترة زمنية معينة قد تكون سنة، فصل أو شهر... الخ.

وتتكون السلسلة الزمنية من مجموعة من المركبات التي تساعد على معرفة سلوكها وتحديد مقدار تغيراتها وإدراك طبيعتها واتجاهها حتى يمكن القيام بالتقديرات اللازمة والتنبؤات الضرورية وهي⁴:

• الاتجاه العام:

هو النمو الطبيعي للظاهرة، حيث يعبر عن تطور متغير ما عبر الزمن، سواء أكان هذا التطور يميل موجب أو سالب، إلا أن هذا التطور لا يلاحظ في الفترات القصيرة، بينما يكون واضحاً في الفترات الطويلة.

• التغيرات الموسمية:

هي التغيرات التي تحدث بانتظام في وحدات زمنية متعاقبة والتي تنجم عن تأثير عوامل خارجية، أو هي تقلبات قصيرة المدى تتكرر على نفس الوتيرة كل سنة⁵. وكمثال لهذه التغيرات العطل والاجازات، الاقبال على نوع من الألبسة في فصل ما، استهلاك المكيف في فصل الصيف... الخ.

¹ مولود حشمان، السلاسل الزمنية وتقنيات التنبؤ القصير المدى، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص.16.

² Marc David et Jean-Claude Michaud, **La prevision: approche empirique d'une methode statistique**, Masson, Paris, 1989, p.22.

³ Sami Khedhiri, **Cours d'économétrie: méthodes et applications**, Lavoisier, Paris, 2007, p.103.

⁴ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص.196-199.

⁵ Bernard Grais, **Méthodes statistiques**, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 2003, p.326.

• التغيرات الدورية:

تنعكس هذه المركبة في السلاسل الزمنية طويلة المدى، والتي تبرز انتقال أثر الأحوال الاقتصادية مثلاً، وهي تغيرات تشبه التغيرات الموسمية إلا أنها تتم في فترات أطول نسبياً من الفترات الموسمية، وبالمقارنة بالتغيرات الموسمية فإن طول الفترة الزمنية غير معلوم وإنما يتراوح عادة بين ثلاث سنوات إلى عشر سنوات، وبالتالي يصعب التعرف على التقلبات الدورية ومقاديرها لأنها تختلف اختلافاً كبيراً من دورة إلى أخرى من حيث طول الفترة الزمنية للدورة أو اتساع تقلباتها ومدائها.

• التغيرات العشوائية:

وهي تعبر عن تلك التذبذبات غير المنتظمة، وبمعنى آخر هي تلك التغيرات الشاذة التي تنجم عن ظروف طارئة لا يمكن التنبؤ بوقوعها أو تحديد نطاق تأثيرها، حيث تنشأ عن أسباب عارضة لم تكن في الحسبان مثل الزلازل، إضراب العمال... الخ.

ويمكن كشف وجود مركبات السلاسل الزمنية عن طريق تحليل المعلومات بيانياً، فيتمثل الاتجاه العام في تلك المركبة التي تدفع بمنحنى تطور السلسلة عبر الزمن إلى الأعلى (ميل موجب) أو إلى الأسفل (ميل سالب)، بينما تنعكس المركبة الدورية في الشكل البياني على هيئة قمم أو انخفاضات بشكل منتظم يسمح لنا بتحديد فترة حدوث هذه الظاهرة. وأما المتغيرة العشوائية تتمثل في التذبذب الحاصل على مستوى السلسلة، أما المتغيرة الموسمية تتضح من خلال الانتظام الموجود في تسجيل قيمة على الفصل الأخير لكل سنة، أو انخفاض في كل بداية سنة جديدة مثلاً. وإلى جانب التحليل البياني يوجد عدة اختبارات إحصائية مخصصة لكشف هذه المركبات.

2. استقرارية السلاسل الزمنية:

قبل دراسة النماذج القياسية التي تعتمد على السلاسل الزمنية، فإنه من الضروري دراسة استقرارية السلاسل المكونة لها، لأن غياب صفة الاستقرار يؤدي إلى ما يعرف بالانحدار الزائف Spurious regression المتمثل في وجود علاقة معنوية بين هذه المتغيرات ناتجة عن وجود اتجاه عام بين السلاسل الزمنية للمتغيرات حتى ولو كان هو الشيء الوحيد المشترك بينهما¹.

¹ نبيل مهدي الجنابي، نماذج السياسة النقدية مع تطبيق معادلة (St. Louis) على الاقتصاد العراقي للمدة (2003-2011)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 8، العدد 22، جامعة الكوفة، العراق، 2012، ص. 63.

وتكون السلسلة الزمنية Y_t مستقرة إذا توفرت على الخصائص الإحصائية التالية¹:

✓ المتوسط الحسابي ثابت عبر الزمن:

$$E(Y_t) = \mu, \forall t$$

✓ ثبات التباين عبر الزمن:

$$\text{Var}(Y_t) = \sigma^2, \forall t$$

✓ ثبات التباين المشترك أي:

$$\text{Cov}(Y_t, Y_{t+k}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = \gamma(k), \forall t$$

وتتوفر هذه الخصائص نقول أن السلسلة الزمنية مستقرة ولا تحتوي لا على اتجاه عام ولا على تغيرات موسمية أو أي عامل يتطور مع الزمن.

1.2. أنواع السلاسل غير المستقرة:

تتميز السلاسل الزمنية بعدم الاستقرار ونادرا ما تحقق عمليات عشوائية مستقرة، ولأجل تحليل عدم الاستقرارية نميز نوعين من النماذج غير المستقرة²:

أ- النموذج TS:

يأخذ النموذج أو السيرورة Trend stationary TS الشكل $Y_t = f_t + \varepsilon_t$ ، حيث f_t تمثل دالة كثير حدود بالنسبة للزمن (خطية أو غير خطية)؛ ε_t تشويش أبيض White noise أي عبارة عن سلسلة من المشاهدات العشوائية غير المترابطة بمتوسط معدوم وتباين ثابت. وتمثل السيرورة TS النموذج الأكثر انتشارا ويأخذ شكل كثير حدود من الدرجة الأولى، ويكتب بالشكل $Y_t = a_0 + a_1 t + \varepsilon_t$ ، ويعد من النماذج غير المستقرة لأن متوسطه الحسابي مرتبط بالزمن، ولجعله مستقرا يتم تقدير المعلمتين \hat{a}_0 و \hat{a}_1 بطريقة المربعات الصغرى العادية ثم طرح المقدار من Y_t أي $Y_t - (\hat{a}_0 + \hat{a}_1 t)$.

ب- النموذج DS:

يعد النموذج Difference stationary TS من ضمن النماذج غير المستقرة العشوائية وتأخذ الشكل $Y_t = Y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$ ، ويمكن جعلها مستقرة باستعمال الفروقات والتي غالبا ما تكون من الدرجة الأولى وتأخذ شكلين:

¹Régis Bourbonnais, *Économétrie*, 9^{ème} édition, Dunod, Paris, 2015, p.277.

²محمد شيخي، مرجع سابق، ص.206.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضمني على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

✓ إذا كانت $\beta = 0$ ، يسمى نموذج TS دون ثابت، ويكتب على الشكل $Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ، وبما ε_t تشويش أبيض فإن هذا النموذج يسمى نموذج السير العشوائي Random walk model ويستعمل كثيرا في تحليل كفاءة الأسواق المالية؛

✓ إذا كانت $\beta \neq 0$ ، يسمى نموذج TS بثابت، ويكتب $Y_t = Y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$.
2.2. اختبار استقراره السلاسل الزمنية:

توجد العديد من الاختبارات التي يمكن الاعتماد عليها في اختبار استقراره السلاسل الزمنية، نذكر منها:

أ- اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي:

تحتل دالة الارتباط الذاتي أهمية بالغة في إبراز بعض الخصائص الهامة للسلسلة الزمنية، بحيث توضح الارتباط الموجود بين المشاهدات لفترات مختلفة، ويتم تحديد دالة الارتباط من بيانات العينة وفق الصيغة التالية¹:

$$\rho(k) = \frac{\sum_{t=k+1}^n (Y_t - \bar{Y})(Y_{t-k} - \bar{Y})}{\sum_{t=1}^n (Y_t - \bar{Y})^2}$$

حيث: n تمثل حجم العينة و k طول الفجوة الزمنية، وتراوح قيمة معامل الارتباط الذاتي $\rho(k)$ بين (-1) و (+1).

نقول عن السلسلة الزمنية أنها مستقرة إذا كان معامل الارتباط الذاتي يساوي الصفر أو قريب منه لأي فجوة أكبر من الصفر، حيث تنخفض الارتباطات الذاتية بسرعة كلما ارتفع k ، أما إذا كانت السلسلة غير مستقرة فيتم إجراء الفرق $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ والتأكد من الرسم البياني لسلسلة الفرق ΔY_t ودالة الارتباط الذاتي من استقراريتها، وإذا بقيت غير مستقرة نواصل حساب الفروقات.

وعند تحليل دوال الارتباط الذاتي لسلسلة الزمنية، نختبر الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \rho(k) = 0$$

$$H_1: \rho(k) \neq 0$$

ويمكننا استعمال معامل الارتباط الذي يتركز على إحصائية t-student، أو على ما توصل إليه (Quenouille, 1949)، الذي برهن على أنه من أجل $n \geq 30$ فإن المعامل $\rho(k)$ ينتهي تقريبا إلى القانون الطبيعي ذي المتوسط المعلوم والانحراف $\frac{1}{\sqrt{n}}$ ، ومنه يعطى مجال الثقة للمعامل $\rho(k)$ بـ $0 \pm \frac{t_{\alpha/2}}{\sqrt{n}}$.

¹Michel Tenenhaus, *Méthodes statistiques en gestion*, Dunod, Paris, 1994, p.101.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

فإذا كان المعامل المحسوب $\hat{\rho}$ خارج المجال فهو يختلف معنويًا عن الصفر بنسبة معنوية α^1 ، وعليه فإننا نرفض فرضية العدم وتكون السلسلة غير مستقرة.

وفي حالة تمتع بيانات السلسلة بالاستقرار فإن معاملات الارتباط الذاتي غالبًا ما يكون لها توزيع طبيعي متوسطه الحسابي معدوم وتباينه $\frac{1}{n}$ ، ومن ثم فإن حدود فترة الثقة عند مستوى معنوية 5% هي $\pm \frac{1.96}{\sqrt{n}}$ ، فإذا كان $\hat{\rho}$ يقع داخل هذه الحدود فإننا نقبل فرضية العدم وإذا كان يقع خارج هذه الحدود فإننا نرفض فرضية العدم².

ومن المؤشرات الأولية التي تدل على أن الانحدار المقدر من بيانات سلسلة زمنية أنه زائف هو كبر معامل التحديد R^2 ، وزيادة المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة بدرجة كبيرة مع وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء يظهر في قيمة إحصائية دارين واتسن DW ، المعرفة بالعلاقة التالية³:

$$DW = \frac{\sum_{i=2}^n (\hat{\varepsilon}_i - \hat{\varepsilon}_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2}$$

حيث $\hat{\varepsilon}_i$ تمثل البواقي المقدرة للانحدار، وفي الحالة التي يكون حجم العينة n كبيرًا يمكن حساب إحصائية دارين واتسن DW وفق الصيغة التقريبية: $DW \cong 2(1 - \hat{\rho})$ بحيث $\hat{\rho}$ هو الارتباط المقدر بين $\hat{\varepsilon}_i$ و $\hat{\varepsilon}_{i-1}$. وتتراوح قيمة DW دائمًا بين 0 و 4. القيمة 2 تعني أنه لا يوجد ارتباط ذاتي في العينة، القيم التي تقترب من 0 تشير إلى الارتباط الذاتي الإيجابي والقيم التي تقترب نحو 4 تشير إلى الارتباط الذاتي السلبي.

ولإجراء اختبار مشترك لمعنوية معاملات الارتباط الذاتي كمجموعة نستخدم إحصائية Box-Pierce

والتي تكتب بالصيغة التالية⁴:

$$Q = n \sum_{k=1}^m \hat{\rho}^2(k)$$

حيث n تمثل حجم العينة و m عدد الفجوات الزمنية، والتي تتبع توزيع كاي تربيع χ^2 بدرجة حرية m ونسبة معنوية α .

¹ محمد شيخي، مرجع سابق، ص. 204.

² عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص. 651.

³ Roman Kozhan, **Financial econometrics with eviews**, Ventus Publishing, Denmark, 2010, p.38.

⁴ محمد شيخي، مرجع سابق، ص. 205.

✓ إذا كان $Q > \chi^2_\alpha(m)$ ، فإننا نرفض فرضية العدم القائلة بأن كل معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر وهذا يعني أن السلسلة غير مستقرة.

✓ إذا كان $Q < \chi^2_\alpha(m)$ ، فإننا نرفض الفرضية البديلة ونقبل فرضية العدم على أن السلسلة مستقرة.

كما توجد إحصائية أخرى معدلة للإحصائية Q تستخدم في إجراء نفس اختبار الاستقرار السابق تسمى بإحصائية Ljung-Box وهي معرفة بالصيغة التالية¹:

$$Q^* = n(n+2) \sum_{k=1}^m \frac{\hat{\rho}^2(k)}{n-k}$$

والتي تتبع توزيع كاي تربيع χ^2 بدرجة حرية m ونسبة معنوية α . ويمكن استخدامها في حالة العينات صغيرة الحجم لأنها تعطي نتائج أفضل من Q^2 .

ب- اختبارات جذر الوحدة:

لقد أصبح استقرار السلاسل الزمنية من المسلمات في الدراسات القياسية، حيث يتم اخضاع متغيرات الدراسة لاختبارات جذر الوحدة التي تسمح بتحديد درجة استقرارية السلاسل الزمنية ورتبة تكاملها. ومن بين هذه الاختبارات نجد اختبار ديكي-فولر (DF) Dickey-Fuller واختبار ديكي-فولر المطور (ADF) Augmented Dickey-Fuller واختبار فليس-بيرون (PP) Phillips-Perron واختبار Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, et Shin (KPSS).

• اختبار ديكي-فولر Dickey-Fuller test:

يسمح اختبار ديكي-فولر DF test بتحديد استقرارية السلسلة الزمنية من عدمها، وذلك بتحديد مركبة الاتجاه العام سواء كانت تحديدية أو عشوائية. ويتم تطبيق هذا الاختبار باختبار الفرضيتين³:

$$H_0: \phi_1 = 0$$

$$H_1: \phi_1 \neq 0$$

وذلك بالاعتماد على النماذج الثلاث التالية:

- النموذج الأول: $Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ، وهو نموذج انحدار ذاتي من الرتبة الأولى (دون ثابت واتجاه)؛

- النموذج الثاني: $Y_t = c + \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ، وهو نموذج انحدار ذاتي بثابت؛

¹Roman Kozhan, *Op. cit.*, p.39.

²Damodar N. Gujarati, *Économétrie*, De Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique, 2004, pp.803-804.

³Régis Bourbonnais, *Op. cit.*, p.249.

- النموذج الثالث: $Y_t = c + bt + \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ، وهو نموذج الحدار ذاتي بثابت واتجاه.

ويقوم هذا الاختبار على مبدأ بسيط مفاده أنه إذا تحققت فرضية العدم في إحدى النماذج الثلاث فإن السلسلة غير مستقرة. كذلك إذا تحققت الفرضية البديلة في النموذج الثالث وكان معامل مركبة الاتجاه العام يختلف معنويًا عن الصفر، فإن السلسلة غير مستقرة من النوع TS، ولجعلها مستقرة يتم حساب البواقي بالنسبة إلى الاتجاه العام المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى.

وبالنسبة لفرضية العدم H_0 فإن القواعد العادية للاستدلال الاحصائي لا يمكن تطبيقها لاختبار هذه الفرضية، خاصة توزيع ستودنت للمعلمة ϕ_1 ؛ لهذا عمد ديكي-فولر لدراسة توزيع تقاربي للمعلمة ϕ_1 . وذلك بمساعدة محاكاة مونت-كارلو Monte-Carlo simulation، الذين قاما بجدولة القيم الحرجة في جداول من أجل عينات بأحجام مختلفة شبيهة بجدول ستودنت، ومن ثم أصبح بالإمكان اختبار القيمة $(\phi_1 - 1)$ بدلا من ϕ_1 لأغراض إحصائية فقط، لتصبح النماذج السابقة وفق الشكل التالي:

- النموذج الأول: $\Delta Y_t = (\phi_1 - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ؛

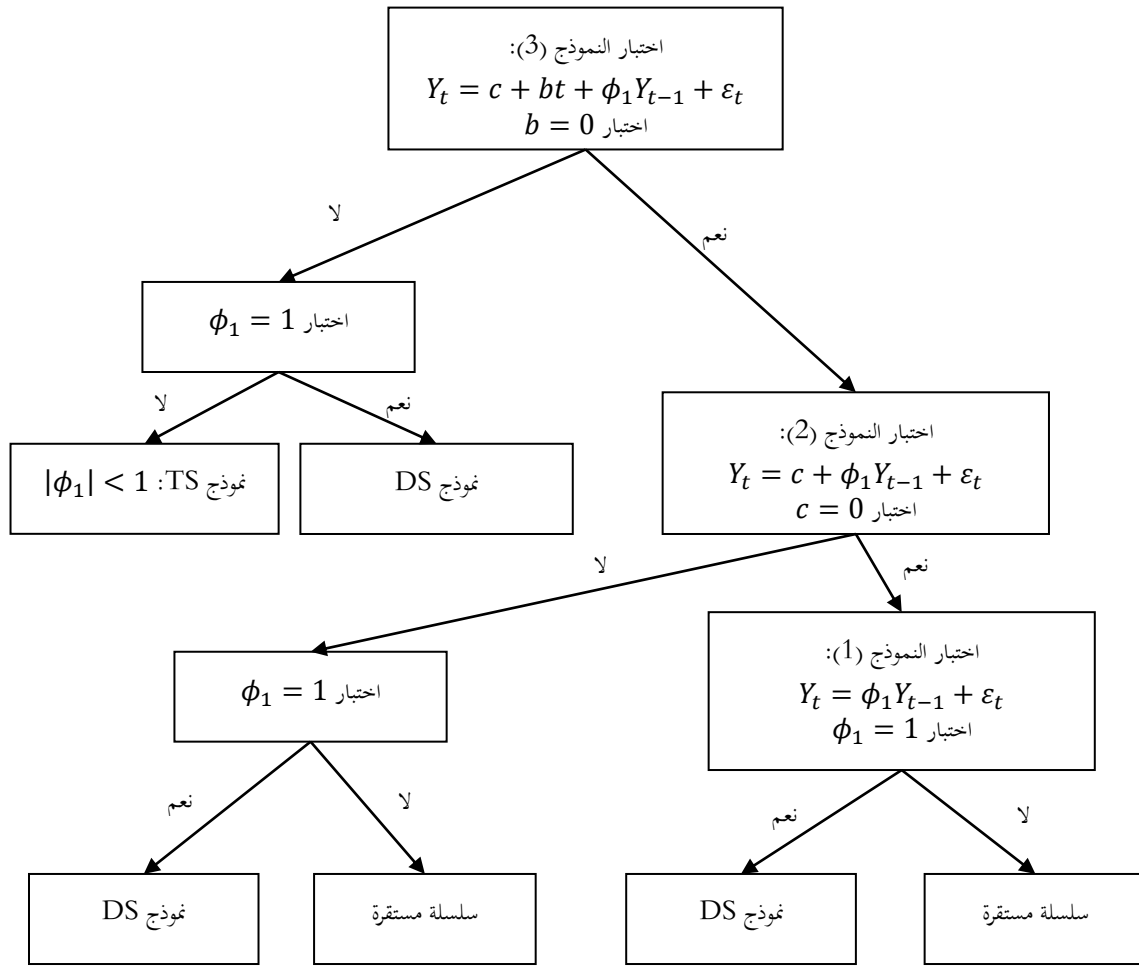
- النموذج الثاني: $\Delta Y_t = c + (\phi_1 - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ؛

- النموذج الثالث: $\Delta Y_t = c + bt + (\phi_1 - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t$.

وبالتالي يتم اختبار فرضية العدم المكافئة $H_0: \phi_1 = 1$ أو $H_0: \phi_1 - 1 = 0$. ولإجراء هذا الاختبار نقوم بتقدير المعلمة ϕ_1 بطريقة المربعات الصغرى OLS بالنسبة للنموذج الأول والثاني والثالث ونرمز لها بالرمز $\hat{\phi}_1$ ، ثم نقوم بحساب $t_{\hat{\phi}_1}$ بقسمة $\hat{\phi}_1$ على الخطأ المعياري لها، أي $t_{\hat{\phi}_1} = \frac{\hat{\phi}_1}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}}$ ، ونبحث عن t الجدولية في جداول معدة خصيصا بواسطة MacKinnon، حيث يوجد بها ما يسمى بالقيم الحرجة عند حجم عينة معين n ومستوى معنوية معين، غير أنه عند استخدام برامج إحصائية متخصصة مثل برنامج Eviews فإنه يعطي القيم الحرجة ضمن النتائج دون الحاجة للبحث عنها في الجداول. إذا كانت $t_{\hat{\phi}_1}$ المحسوبة أكبر من أو تساوي t الجدولية نقبل فرضية العدم $H_0: \phi_1 = 1$ ، أي أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي فهي غير مستقرة. وتجدد الإشارة إلى أنه إذا كانت $t_{\hat{\phi}_1}$ موجبة فإننا نقبل فرضية العدم أي أن السلسلة غير مستقرة¹. والشكل الموالي يعرض الخطوات المتبعة لاختبارات جذر الوحدة.

¹Sami Khedhiri, Op. cit., p.208.

الشكل رقم (4-4): المنهجية المبسطة لاختبارات جذر الوحدة



Source: Régis Bourbonnais, *Op. cit.*, p.251.

● اختبار ديكي-فولر الموسع (المطور) **Augmented Dickey-Fuller test**:

يعتبر اختبار ديكي-فولر البسيط السابق صالح للتطبيق في حالة نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى $AR(1)$ فقط¹، كما أنه لم يأخذ حالة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، ولتجاوز هذه المشكلة قام ديكي وفولر بتطوير هذا الاختبار، بإدراج عدد من الفروقات ذات الفجوة الزمنية وتعميمه إلى انحدار ذاتي $AR(p)$ ، وسمي هذا الاختبار باختبار ديكي-فولر الموسع أو (المطور) ADF test، حيث يحمل نفس خصائص اختبار ديكي-فولر البسيط ويتم إدراج عدد من الفروقات ذات الفجوة الزمنية حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء².

¹Isabelle Cadoret et al., *Économétrie appliquée: méthodes, applications, corrigés*, De Boeck, Belgique, 2004, p.309.

²عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، مرجع سابق، ص.659.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضمني على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

وتتمثل نماذج الانحدار الذاتي $AR(p)$ التي اعتمدها اختبار ديكي-فولر الموسع، بعد وضع

$$\lambda = (\phi_1 - 1), \text{ فيما يلي}^1:$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p b_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \text{- النموذج الرابع:}$$

$$\Delta Y_t = c + \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p b_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \text{- النموذج الخامس:}$$

$$\Delta Y_t = c + bt + \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p b_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \text{- النموذج السادس:}$$

ويتبع اختبار ديكي-فولر الموسع نفس خطوات اختبار ديكي-فولر البسيط، وهذا بعد تحديد قيمة درجة الابطاء أو التأخير p باستعمال معيار من المعايير المخصصة لذلك مثل معيار Akaike أو Schwarz أو أي معيار آخر.

• اختبار فلييس-بيرون Phillips-Perron test:

يقوم اختبار ديكي-فولر الموسع ADF test على فرضية أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة نموذج الانحدار الذاتي (AR) Autoregressive model، بينما يقوم اختبار فلييس-بيرون PP test على افتراض أكثر عمومية، وهو أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة نموذج الانحدار الذاتي والمتوسط المتحرك المتكامل (ARIMA) Autoregressive integrated moving average model، لذا فإن اختبار فلييس-بيرون له قدرة اختبارية أفضل وأدق من اختبار ديكي-فولر الموسع لاسيما عندما يكون حجم العينة صغيراً². وفي حالة تضارب وعدم انسجام نتائج الاختبارين فإن الأفضل الاعتماد على نتائج اختبار فلييس-بيرون³. ويقوم اختبار فلييس-بيرون على التصحيح اللامعلمي لإحصائيات ديكي-فولر من أجل أخذ أخطاء عدم ثبات التباين بعين الاعتبار، ويمر بأربعة مراحل⁴:

✓ تقدير النماذج الثلاثة القاعدية لاختبار ديكي-فولر بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية وحساب

الإحصائيات المرافقة لها، وليكن $\hat{\varepsilon}_t$ هو الباقي المقدر؛

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \hat{\varepsilon}_t^2 \quad \text{✓ تقدير التباين المسمى بتباين الأجل القصير}$$

✓ تقدير المعامل المصحح S_t^2 ، المسمى بالتباين طويل الأجل المستخرج من هيكل التباينات المشتركة للبواقي

المقدرة في النماذج السابقة، بحيث نتحصل على توزيعات مشابهة لتوزيعات ديكي-فولر المعتادة:

¹Régis Bourbonnais, **Op. cit.**, p.250.

²David Hallam and Raffaele Zanolì, **Error-correction models and agricultural supply response**, European Review of Agricultural Economics, 2(20): 151-166, 1993, p.160.

³James Obben, **The demand for money in Brunei**, Asian Economic Journal, 2(12): 109-121, 1998, p.114.

⁴Régis Bourbonnais, **Op. cit.**, p.250.

$$S_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \hat{\varepsilon}_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n \hat{\varepsilon}_t \hat{\varepsilon}_{t-i}$$

من أجل تقدير هذا التباين طويل الأجل لابد من إيجاد عدد التباطؤات l المقدر بدلالة عدد المشاهدات n على النحو التالي: $l \approx 4(n/100)^{2/9}$ ؛

✓ حساب إحصائية فيليبس-بيرون:

$$t_{\hat{\phi}_1}^* = \sqrt{k} \frac{(\hat{\phi}_1 - 1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}} + \frac{n(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}}{\sqrt{k}}$$

مع $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{S_t^2}$ والذي يساوي (-1) في الحالة التقريبية عندما يكون $\hat{\varepsilon}_t$ تشويشا أبيض. هذه الإحصائية تقارن مع القيم الحرجة لجدول ماك كينون Mackinnon، ويكون الحكم على الاستقرار من عدمها بنفس خطوات اختبار ديكي-فولر.

• اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS test):

اقترح (Kwiatkowski et al., 1992) استخدام اختبار مضاعف لاغرانج LM ، لاختبار فرضية العدم

التي تقرر الاستقرار للسلسلة. ويكون اختبار KPSS وفق المراحل التالية¹:

✓ بعد تقدير النموذج (2) أو (3) نحسب المجموع الجزئي للبواقي: $S_t = \sum_{i=1}^t \hat{\varepsilon}_i$ ؛

✓ نقدر التباين الطويل الأجل S_t^2 بنفس طريقة فيليبس وبيرون؛

✓ نحسب إحصائية اختبار KPSS من العلاقة: $LM = \frac{1}{S_t^2} \frac{\sum_{t=1}^n S_t^2}{n^2}$ ؛

✓ نرفض فرضية العدم (فرضية الاستقرار): إذا كانت الإحصائية المحسوبة LM أكبر من القيمة الحرجة

المستخرجة من الجدول المعد من طرف (Kwiatkowski et al., 1992)؛

✓ نقبل بفرضية الاستقرار: إذا كانت الإحصائية LM أصغر من القيمة الحرجة.

¹ محمد شيخي، مرجع سابق، ص. 213.

المطلب الثاني: التكامل المشترك والسببية

تنشأ العديد من المشاكل عندما يرغب المرء في التحقق من وجود علاقة خطية بين عدة متغيرات، وعند تقدير معالم هذه العلاقة بطريقة المربعات الصغرى OLS فإنها يمكن أن تعطي نتائج خاطئة وهو ما يسمى بظاهرة الانحدار الزائف.

1. التكامل المشترك:

تعتبر تقنية التكامل المشترك من أهم التطورات التي ظهرت في منتصف الثمانينات من القرن الماضي على يد كل من (Engle, 1983) و (Granger, 1987)، والتي من خلالها يمكن توليد مزج خطي يتصف بالاستقرار من متغيرات غير مستقرة يعبر عن علاقة توازنية حقيقية بين هذه المتغيرات ولا يترتب عن تقدير هذه العلاقة انحدار زائف.

1.1. مفهوم وخصائص تكامل السلاسل الزمنية:

تتميز غالبية السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية بعدم الاستقرار، ولاستخدامها في بناء النماذج القياسية لا بد من جعلها مستقرة. وتعد الطريقة الأكثر استخداماً هي تلك التي تقوم على إجراء الفروق على السلسلة الأصلية، فإذا كانت Y_t السلسلة الأصلية فإن $W_t = Y_t - Y_{t-1} = \Delta Y_t$ هي السلسلة الجديدة. فإذا اتضح أن السلسلة الأصلية غير مستقرة يتم إجراء اختبارات الاستقرار على السلسلة الجديدة W_t ¹:

- إذا تبين أن W_t مستقرة، نتوقف ولا داعي للاستمرار؛
- إذا كانت W_t غير مستقرة، نواصل بنفس الطريقة بإجراء الفرق مرة أخرى إلى أن نتحصل على سلسلة مستقرة.

ونقول عن السلسلة المستقرة في المستوى أنها متكاملة من الدرجة صفر $W_t \sim I(0)$ ، والسلسلة المستقرة في الفرق الأول أنها متكاملة من الدرجة الأولى $W_t \sim I(1)$ ، والسلسلة المستقرة في الفرق الثاني أنها متكاملة من الدرجة الثانية $W_t \sim I(2)$ ، وهكذا تكون السلسلة متكاملة من الدرجة d أي $W_t \sim I(d)$ إذا كانت مستقرة في الفرق d ².

وتوجد هناك بعض الخصائص المتعلقة بتكامل السلاسل الزمنية، منها³:

- إذا كان هناك متغيران X_t و Y_t وكانت درجة (رتبة) تكامل كل واحد منهما كما يلي:

¹Bernard Haudeville, **Econométrie appliquée**, Edition ESTEM, Paris, France, 1996, p.146.

²Vance Martin et al., **Econometric modelling with time series**, Cambridge University Press, USA, 2012, p.620.

³عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، مرجع سابق، ص ص.669-670.

$$X_t \sim I(0)$$

$$Y_t \sim I(1)$$

فإن السلسلة Z_t التي تشير إلى مجموعهما تكون متكاملة من الدرجة الأولى، أي أن:

$$Z_t = (X_t + Y_t) \sim I(1)$$

• لا يؤثر إضافة حد ثابت أو ضربه في سلسلة زمنية على درجة تكاملها، فلو أن:

$$X_t \sim I(d) \text{ و } a, b \text{ ثابتين،}$$

فإن:

$$Z_t = (a + bX_t) \sim I(d)$$

• يترتب على طرح سلسلتين متكاملتين من درجة واحدة الحصول على سلسلة جديدة متكاملة من نفس الدرجة، فلو أن:

$$X_t \sim I(d)$$

$$Y_t \sim I(d)$$

ثابت a

فإن:

$$Z_t = (Y_t - aX_t) \sim I(d)$$

• إذا قمنا بتقدير علاقة بين متغيرين X_t و Y_t وكان كل منهما متكامل من الدرجة الأولى وكانت البواقي متكاملة من الدرجة الأولى أيضا، فإن ذلك يعني أن المتغيرين لا يتصفان بخاصية التكامل المشترك، أي إذا كان:

$$X_t \sim I(1)$$

$$Y_t \sim I(1)$$

$$Y_t = a + bX_t + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t \sim I(1)$$

فإن المتغيرين X_t و Y_t لا يتصفان بخاصية التكامل المشترك، وهذا يعني أنه حتى إذا كانت هناك سلسلتين زمنييتين متكاملتين من نفس الدرجة كل على حدا، فليس هناك ما يضمن أن يتصفان بخاصية التكامل المشترك. ويسمح تحليل التكامل المشترك بتوضيح العلاقة الحقيقية بين متغيرين، من خلال البحث عن متجه (شعاع) التكامل وإزالة تأثيره عند الاقتضاء¹.

¹Régis Bourbonnais, *Op. cit.*, p.299.

2.1. تعريف التكامل المشترك:

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين X_t و Y_t أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداها لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن، أي أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل واحدة على حدى، وتكون مستقرة كمجموعة¹.

ونقول أن هناك تكامل مشترك بين سلسلتين X_t و Y_t متكاملتين من الرتبة الأولى، إذا كانت البواقي الناتجة عن تقدير العلاقة بينهما $Y_t - \theta X_t$ متكاملة من الرتبة صفر، حيث تسمى المعلمة θ معامل التكامل المشترك، عندها تسلك السلسلتين اتجاهها عشوائيا مشتركا وحساب الفرق يسمح بإزالة هذا الاتجاه العشوائي المشترك²، مما يعني أن البواقي تقيس انحراف العلاقة المقدرة في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل. وفي هذه الحالة يمكن التمييز بين نوعين من العلاقة، علاقة طويلة الأجل بين X_t و Y_t والتي تعني الطريقة التي يتوجه بها المتغيرين نحو سلوك مشترك، وعلاقة ديناميكية قصيرة الأجل والتي تعني العلاقة بين انحراف Y_t عن اتجاهه طويل الأجل وانحراف X_t عن اتجاهه طويل الأجل³.

وعلى العموم نقول أن هناك تكامل مشترك بين سلسلتين X_t و Y_t إذا تحقق مايلي⁴:

- السلسلتين لهما اتجاه عام عشوائي من نفس درجة التكامل d ؛
- المزج الخطي للسلسلتين يسمح بالحصول على سلسلة ذات درجة تكامل أقل.

أي إذا كان:

$$\begin{aligned} X_t &\sim I(d) \\ Y_t &\sim I(d) \end{aligned}$$

بحيث أن:

$$\begin{aligned} \alpha_1 X_t + \alpha_2 Y_t &\sim I(d - b) \\ d &\geq b > 0 \end{aligned}$$

حيث $[\alpha_1 \alpha_2]$ شعاع التكامل المشترك.

وفي الحالة العامة ذات الـ k متغير، بحيث أن:

$$X_t = [X_{1,t} \ X_{2,t} \ \dots \ X_{k,t}]$$

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، مرجع سابق، ص.670.

² James Stock and Mark Watson, **Introduction to econometrics**, Third Edition, Pearson, France, 2015, p.667.

³ William Greene, **Econometrics analysis**, Seventh Edition, Pearson, France, 2011, p.999.

⁴ Régis Bourbonnais, **Op. cit.**, p.301.

$$X_{1,t} \sim I(d)$$

$$X_{2,t} \sim I(d)$$

...

$$X_{k,t} \sim I(d)$$

إذا وجد شعاع تكامل مشترك $\alpha = [\alpha_1 \alpha_2 \dots \alpha_k]$ ذو بعد $(k \times 1)$ بحيث أن $\alpha X_t \sim I(d - b)$ ،

فإن المتغيرات $X_{1,t}, X_{2,t}, \dots, X_{k,t}$ متكاملة تكاملا مشتركا وشعاع التكامل المشترك هو α .

ويمكن إيجاد العديد من أشعة التكامل المشترك المستقلة خطيا من أجل نفس الـ k متغير، وإذا رمزنا لعدد

هذه الأشعة بالرمز r فإنه في كل الحالات يكون $r < k$ ؛ بمعنى آخر لا يمكن أن يكون عدد أشعة التكامل

المشترك المستقلة خطيا أكبر من $k - 1$ ¹.

3.1. اختبارات التكامل المشترك:

يوجد العديد من اختبارات التكامل المشترك، نذكر منها ما يلي:

أ- اختبار أنجل-جرانجر Engle-Granger test:

يرتكز اختبار أنجل-جرانجر (Engle & Granger, 1987) للتكامل المشترك بين متغيرين على مرحلتين²:

● **المرحلة الأولى:** اختبار درجة تكامل المتغيرين: يتمثل الشرط الضروري للتكامل المشترك في أن تكون السلسلتين متكاملتين من نفس الرتبة، وإذا لم يتحقق هذا الشرط فهذا يعني أن السلسلتين لا تحققان خاصية التكامل المشترك؛

● **المرحلة الثانية:** تقدير العلاقة طويلة المدى: إذا كان الشرط الضروري محققا، نقوم بتقدير العلاقة طويلة

الأجل بين المتغيرين باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS:

$$Y_t = a + bX_t + \varepsilon_t$$

ومن أجل قبول علاقة التكامل المشترك يجب أن تكون سلسلة بواقي التقدير $\hat{\varepsilon}_t$ مستقرة عند المستوى،

حيث:

$$\hat{\varepsilon}_t = Y_t - \hat{a} - \hat{b}X_t$$

¹Éric Dor, *Économétrie*, Pearson, France, 2004, p.202.

²Régis Bourbonnais, *Op. cit.*, p.303.

ب- اختبار جوهانسون-جوسيليوس **Johansen-Juselius test**:

على الرغم من أن اختبار أنجل-جرانجر (Engle & Granger, 1987) يتصف بالبساطة إلا أنه يقتصر فقط على تحليل العلاقة بين متغيرين، بالإضافة لكونه يعطي تقديرات متحيزة في حالة العينات صغيرة الحجم، كما أنه لا يسمح بالكشف عن الكثير من أشعة التكامل المشترك. لهذا يفضل استخدام اختبار جوهانسون-جوسيليوس (Johansen & Juselius, 1990) الذي يتناسب مع العينات الصغيرة وكذلك في حالة وجود أكثر من متغيرين، والأهم من ذلك أن هذا الاختبار يكشف عن ما إذا كان هناك تكاملاً مشتركاً فريداً، أي يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المفسرة، وهذا له أهميته في نظرية التكامل المشترك، التي تشير إلى أنه في حالة عدم وجود تكامل فريد، فإن العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل مثارة لبعض التساؤلات¹.

وتعتمد طريقة جوهانسون على النموذج التالي²:

$$Y_t = aY_{t-1} + \varepsilon_t$$

الذي يمكن كتابته على الشكل:

$$\Delta Y_t = (a - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

✓ إذا كان $(a - 1) = 0$ فإن السلسلة Y_t تحتوي على جذر الوحدة؛

✓ إذا كان $(a - 1) < 0$ فإن السلسلة Y_t مستقرة.

ويمكن تعميم هذه النتيجة في حالة k متغير، إلى نموذج شعاع الانحدار الذاتي $VAR(p)$ ، التالي:

$$Y_t = \sum_{i=1}^p A_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث A_i مصفوفة ذات بعد $(k \times k)$ ، والذي يمكن كتابته على الشكل³:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} B_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث $B_i = -\sum_{j=i+1}^p A_j$ ؛ $\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I$ ؛ I هي مصفوفة الوحدة ذات البعد $(k \times k)$.

¹Stephen G. Hall, **An application of the Granger & Engle two-step estimation procedure to United Kingdom aggregate wage**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol. 48(3), pp.229-239, 1986, p.238.

²Sami Khedhiri, **Op. cit.**, p.235.

³Régis Bourbonnais, **Op. cit.**, p.309.

ومن خلال هذا التحليل فإن العنصر الأساسي والذي يعبر عن عدد متجهات التكامل المشترك يتمثل في رتبة المصفوفة Π . ومن أجل تحديد عدد متجهات التكامل المشترك، اقترح جوهانسون وجوسيلوس اختبارين إحصائيين، وهما: اختبار الأثر (λ_{trace}) Trace test واختبار القيمة الذاتية العظمى Maximal eigenvalue test.

• اختبار الأثر:

يُحسب اختبار الأثر وفق الصيغة التالية¹:

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

حيث n : عدد المشاهدات؛ k : عدد المتغيرات؛ $\hat{\lambda}$: القيم الذاتية المقدرة للمصفوفة Π ؛ r : رتبة المصفوفة Π حيث $r = 0, 1, \dots, k - 1$.

ويعتمد اختبار الأثر على الفرضيات التالية²:

✓ إذا كانت رتبة المصفوفة Π تساوي الصفر ($r = 0$) تكون فرضية العدم $H_0: r = 0$ مقابل الفرضية البديلة $H_1: r > 0$ ، فإذا كانت الاحصائية λ_{trace} أكبر من القيمة الجدولة لجوهانسون وجوسيلوس (Johansen & Juselius, 1990) فإننا نرفض فرضية العدم ونتنقل إلى الاختبار الموالي.

✓ إذا كانت رتبة المصفوفة Π تساوي الواحد ($r = 1$) تكون فرضية العدم $H_0: r = 1$ مقابل الفرضية البديلة $H_1: r > 1$ ، فإذا كانت λ_{trace} أكبر من القيمة الجدولة لجوهانسون وجوسيلوس فإننا نرفض فرضية العدم ونتنقل إلى الاختبار الموالي.

✓ إذا كانت رتبة المصفوفة Π تساوي 2 ($r = 2$) تكون فرضية العدم $H_0: r = 2$ مقابل الفرضية البديلة $H_1: r > 2$ ، فإذا كانت λ_{trace} أكبر من القيمة الجدولة لجوهانسون وجوسيلوس فإننا نرفض فرضية العدم ونتنقل إلى الاختبار الموالي. وهكذا إلى آخره.

✓ إذا تم رفض جميع فرضيات العدم حتى الحالة $r = k - 2$ ، يتم في الأخير اختبار فرضية العدم $H_0: r = k - 1$ مقابل الفرضية البديلة $H_1: r = k$ ، فإذا تم رفض فرضية العدم فإن ذلك يعني عدم وجود علاقة تكامل مشترك لأن كل المتغيرات متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$.

¹Katarina Juselius, **The cointegrated VAR model: methodology and applications**, Oxford University Press, New York, 2006, p.133.

²Régis Bourbonnais, **Op. cit.**, p.311.

• اختبار القيمة الذاتية العظمى:

يعطى هذا الاختبار بالشكل التالي¹:

$$\lambda_{max} = -n \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}), \quad r = 0, 1, \dots, k - 1.$$

ويتم إجراء الاختبار بشكل تسلسلي مثل الاختبار السابق عن طريق استبعاد الفرضيات البديلة، حيث يتم من خلال هذه الإحصائية اختبار فرضية العدم $H_0: r = 0$ مقابل الفرضية البديلة $H_1: r > 0$ ، فإذا كانت λ_{max} أكبر من القيمة المحدولة لجوهانس وجوسيلْيوس فإننا نرفض فرضية العدم ونتنقل إلى اختبار فرضية العدم $H_0: r = 1$ مقابل الفرضية البديلة $H_1: r > 1$ ، وهكذا إلى غاية اختبار فرضية العدم $H_0: r = k - 1$ مقابل الفرضية البديلة $H_1: r = k$.

وتجدر الإشارة إلى أنه قبل تطبيق طريقة جوهانسون وجوسيلْيوس للتكامل المشترك يجب تحديد عدد فترات الإبطاء المناسبة بالاعتماد على أي معيار من المعايير المخصصة لذلك والتي من بينها معيار Akaike ومعيار Schwarz.

ج- اختبار الحدود **Bounds test**:

إن اختبارات التكامل المشترك السابقة تتطلب أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة وفي غير مستوياتها الأصلية، وهذا ما يوضح محدودية استخدام هذه الاختبارات، مما أدى إلى اعتماد اختبار بديل لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة من نفس المستوى، فقد تكون مستقرة عند المستوى أو متكاملة من الدرجة الأولى أو خليط من الاثنين. الشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار هو أن لا تكون هذه السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية أو أكثر. ويتم اختبار التكامل المشترك ضمن نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL من خلال أسلوب اختبار الحدود الذي طوره بيسران وآخرون (Pesaran et al., 2001)، والذي يستند على اختبار وولد Wald test (أو إحصائية فيشر) للكشف عن العلاقة بين المتغيرات على المدى الطويل²، ومن أجل ذلك يتطلب تحويل النموذج:

$$Y_t = a + bX_t + \varepsilon_t$$

¹Roman Kozhan, *Op. cit.*, p.112.

²Mohammad Hashem Pesaran et al., **Bound testing approaches to the analysis of level relationship**, Journal of Applied Econometrics, vol. 16(3), pages 289-326, 2001, p.291.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضمّي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

بافتراض وجود متغيرين في النموذج، متغير تابع Y_t ومتغير مفسر X_t ، إلى نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (Unrestricted error correction model, UECM) الذي يأخذ الصيغة التالية¹:

$$\Delta Y_t = c + \alpha Y_{t-1} + \beta X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث Y : المتغير التابع؛ X : المتغير المفسر؛ p : فترة إبطاء الفرق الأول للمتغير التابع Y ؛ q : فترة إبطاء الفرق الأول للمتغير المفسر X ؛ c, α, β : تمثل المعلمات المستخدمة في إيجاد معلمات الأجل الطويل بحيث تمثل α معلمة تصحيح الخطأ وهي قيمة يجب أن تكون سالبة ومعنوية لتمثل النسبة المئوية من أخطاء الأجل القصير التي يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني؛ λ_i, δ_i : معلمات متعلقة بالأجل القصير؛ ε_t : حد الخطأ العشوائي.

كما ينبغي في هذه الخطوة تحديد عدد الفجوات الزمنية الموزعة p و q باستخدام معيار من المعايير المخصصة لذلك ومن بينها معياري Akaike و Schwarz. ومن بين النماذج الممكنة يتم اختيار النموذج الذي له أدنى قيمة للمعيار المختار.

ويتم اختبار التكامل المشترك بين المتغيرين في المعادلة أعلاه من خلال اختبار الفرضيتين الآتيتين:

- ✓ فرضية العدم: $H_0: \alpha = \beta = 0$ ، والتي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج (لا توجد علاقة طويلة الأجل)؛
- ✓ الفرضية البديلة: $H_1: \alpha \neq \beta \neq 0$ ، والتي تنص على وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج (توجد علاقة طويلة الأجل).

وللاختبار بين الفرضيتين تتم مقارنة قيمة فيشر المحسوبة من خلال اختبار وولد Wald مع القيمتين الحرجتين الدنيا والعليا اللتين استخرجهما (Pesaran et al., 2001)، حيث تفترض القيمة الحرجة الدنيا أن كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، في حين تفترض القيمة الحرجة العليا أن كل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى. ومن هذا المنطلق إذا تجاوزت قيمة احصائية فيشر المحسوبة القيمة الحرجة العليا فإنه يمكن رفض فرضية العدم أي يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات، في حين إذا كانت قيمة فيشر المحسوبة أقل من القيمة الحرجة الدنيا فإن ذلك يعني عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، أما إذا وقعت القيمة المحسوبة بين القيمتين

¹Andrea Baranzini et al., **The causal relationship between energy use and economic growth in Switzerland**, Energy Economics, vol. 36(C), pages 464-470, 2013, p.466.

المرجحتين فإن الاختبار يكون غير حاسم. وللتأكد من اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات يمكننا استخدام اختبار سببية جرانجر المطورة بالنسبة للمدى الطويل (اختبار تودا-ياماموتو).

2. اختبار سببية جرانجر المطورة (اختبار تودا-ياماموتو):

جاء هذا الاختبار ليغطي النقائص التي يعاني منها اختبار سببية جرانجر، والذي يفترض أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة، حيث أن اختبار تودا-ياماموتو (Toda & Yamamoto, 1995) يعالج اختلاف درجات التكامل، وهو اختبار للسببية طويلة المدى.

1.2. اختبار السببية بمفهوم جرانجر:

اقترح جرانجر (Granger, 1969) اختبار لتحديد العلاقة السببية التي تتركز على العلاقة الديناميكية الموجودة بين السلاسل الزمنية للتأكد من مدى وجود علاقة تغذية مرتدة أو علاقة تبادلية بين متغيرين، فإذا كانت Y_{1t} و Y_{2t} سلسلتين زمنيتين تعبران عن تطور ظاهرتين اقتصاديتين مختلفتين عبر الزمن وكانت السلسلة Y_{1t} تحتوي على المعلومات التي من خلالها يمكن تحسين التوقعات بالنسبة للسلسلة Y_{2t} ، في هذه الحالة نقول أن Y_{1t} تسبب Y_{2t} . إذن نقول عن متغير أنه سبب إذا كان يحتوي على معلومات تساعد على تحسين التوقع لمتغير آخر¹.

ومن المشاكل التي توجد في هذه الحالة هو وجود ارتباط ذاتي بين قيم المتغير الواحد عبر الزمن، ولاستبعاد أثر هذا الارتباط الذاتي، إن وجد، يتم إدراج المتغير التابع لعدد من الفجوات الزمنية وقيم المتغير التفسيري أيضا لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية في العلاقة السببية المراد قياسها.

ليكن لدينا نموذج شعاع الانحدار الذاتي $VAR(p)$ التالي²:

$$Y_{1t} = \gamma_1 + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y_{2t-i} + \varepsilon_{1t}$$

$$Y_{2t} = \gamma_2 + \sum_{i=1}^p \alpha_{2i} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} Y_{2t-i} + \varepsilon_{2t}$$

بحيث أن المتغيرين Y_{1t} و Y_{2t} مستقرين.

¹Clive W. J. Granger, **Investigating causal relations by economic models and cross-spectral methods**, *Econometrica* 37(3), 424-438, 1969, p.428.

²Régis Bourbonnais, **Op. cit.**, p.292.

يعتمد اختبار السببية لجرانجر على طرح هاتين الفرضيتين:

✓ Y_{2t} لا يسبب Y_{1t} إذا كانت الفرضية التالية مقبولة:

$$H_0: \beta_{11} = \beta_{12} = \dots = \beta_{1p} = 0$$

✓ Y_{1t} لا يسبب Y_{2t} إذا كانت الفرضية التالية مقبولة:

$$H_0: \alpha_{21} = \alpha_{22} = \dots = \alpha_{2p} = 0$$

في حالة ما إذا تم رفض الفرضيتين السابقتين في آن واحد، أي أن المتغير Y_{2t} يسبب المتغير Y_{1t} وفي نفس الوقت المتغير Y_{1t} يسبب المتغير Y_{2t} ، فإنه بإمكاننا القول أنه توجد علاقة تغذية مرتدة أو عكسية (علاقة تبادلية).

ومن أجل اختبار الفرضيتين السابقتين، يمكننا اللجوء إلى احصائية فيشر F-stat في إطار اختبار وولد Wald test، بحيث إذا كانت قيمة احصائية فيشر المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية فإن ذلك يعني عدم إمكانية قبول فرضية العدم ومن ثم قبول الفرضية البديلة، أي توجد سببية بمفهوم جرانجر من المتغير المستقل اتجاه المتغير التابع في الأجل القصير. ويمكننا أيضا اختبار الفرضيتين السابقتين بإجراء مقارنة مباشرة بين نموذج VAR المقيد ونموذج VAR غير المقيد، كما يلي:

• نقدر النموذج المقيد:

$$Y_{1t} = \gamma_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y_{2t-i} + \varepsilon_{1t}$$

أي أن المتغير Y_{2t} يسبب المتغير Y_{1t} ، ثم نقوم بحساب مجموع مربعات البواقي المقيدة وليكن RSS_1 ؛

• نقدر النموذج غير المقيد:

$$Y_{1t} = \gamma_1 + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y_{2t-i} + \varepsilon_{1t}$$

• ثم نقوم بحساب مجموع مربعات البواقي غير المقيدة وليكن RSS_2 ؛

• نحسب احصائية فيشر وفق الصيغة:

$$F = \frac{(RSS_1 - RSS_2)/p}{RSS_2/(n - k)}$$

حيث أن:

n : تمثل حجم أو عدد المشاهدات؛

k : عدد العوامل المقدرة في الصيغة غير المقيدة.

ثم نقارنها مع قيمة فيشر الجدولية عند مستوى معنوية 1 % أو 5 % ودرجة حرية p للسط ودرجة حرية $(n - k)$ للمقام للتعرف على ما إذا كانت هناك علاقة سببية من عدمها بين المتغيرات، فإذا كانت F المحسوبة أكبر من F الجدولية فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن المتغير Y_{2t} يسبب المتغير Y_{1t} ، وفي حالة العكس، أي عندما تكون F المحسوبة أصغر من F الجدولية، فإن المتغير Y_{2t} لا يسبب المتغير Y_{1t} .

نكرر نفس الخطوات السابقة لمعرفة ما إذا كان المتغير Y_{1t} يسبب أو لا يسبب المتغير Y_{2t} .

2.2. اختبار السببية بمفهوم تودا-ياماموتو:

يعد اختبار تودا-ياماموتو (Toda & Yamamoto, 1995) أحد الاختبارات السببية البديلة التي تعتمد على معادلة جرانجر السببية، والتي تم تطويرها بزيادة الفترات المتباطئة بإضافة درجة التكامل القصوى للسلاسل المختبرة سببياً للمعادلة¹. يستخدم اختبار تودا-ياماموتو بين السلاسل الزمنية في المستوى ولا يحذف قيم من السلسلة فهو مهم لاختبار طبيعة العلاقة بين السلاسل غير المستقرة، ويعتمد على خطوات سببية جرانجر باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR. وفي هذا الاختبار، أولاً يتم تحديد درجتي التكامل القصوى والتباطؤ المثلى بين المتغيرات وفق صيغة الانحدار الذاتي لكل متغير فنحصل على التباطؤ k ودرجة التكامل d_{max} ، وثانياً يتم تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي $VAR(k + d_{max})$. ونعتمد اختبار وولد المعدل The modified Wald test الذي يتبع توزيع كاي مربع (χ^2) ، ويعبر عن النموذج لمتغيرين بالصيغة التالية²:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{1i} X_{t-i} + \varepsilon_{1t}$$

$$\Delta X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_{2i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{2i} X_{t-i} + \varepsilon_{2t}$$

حيث ε_{1t} و ε_{2t} يمثلان حدا الخطأ العشوائي (تشويش أبيض).

¹Hiro Y. Toda and Taku Yamamoto, **Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes**, Journal of Econometrics, 66 (1-2), 1995, p.225.

²Duasa Jarita, **Malaysian foreign direct investment and growth: does stability matter?**, Journal of Economic Cooperation, 28 (2), 2007, p.86.

ويستعمل اختبار تودا-ياماموتو لتقدير السلاسل الزمنية في حالة المتغيرات ذات درجات تكامل مختلفة $I(0)$ أو $I(1)$ أو حتى $I(2)$ ، وهذا للتغلب على أوجه القصور في اختبار جرانجر للسببية الذي من أهم شروط استعماله هو استقرارية السلاسل الزمنية. بالإضافة إلى ذلك، يقلل هذا الاختبار من المخاطر المرتبطة بالتحديد الخاطئ لدرجات تكامل السلاسل الزمنية، أو وجود علاقات للتكامل المشترك¹.

المطلب الثالث: منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) من خلال أسلوب اختبار الحدود

تعتبر منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) من خلال أسلوب اختبار الحدود ARDL Bounds Testing Approach من الأساليب القياسية الحديثة التي تم استخدامها من قبل (Pesaran et al., 2001) في مجال الاقتصاد القياسي، حيث يمكن تطبيقها في حالة ما إذا كانت كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، أو كلها مستقرة عند الفرق الأول، أو بعضها مستقر عند المستوى والبعض الآخر مستقر عند الفرق الأول²، وهو ما لا يتوفر في منهجية أنجل-جرانجر (Engle & Granger 1987) وجوهانسون-جوسيليوس (Johansen & Juselius, 1990)، التي يتطلب تطبيقها أن تكون المتغيرات من نفس درجة الاستقرارية، كما تعتبر منهجية ARDL أكثر ملائمة وتوفر نتائج أفضل في حالة العينات الصغيرة ويتم تقدير المعلمات القصيرة والطويلة الأجل في نفس الوقت³. ويمكن أن تعطى معادلة نموذج ARDL على النحو التالي⁴:

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

وهذا بافتراض وجود متغيرين أحدهما Y كمتغير تابع والآخر X كمتغير مفسر، حيث: p : فترة إبطاء المتغير التابع Y ؛ q : فترة إبطاء المتغير المفسر X ؛ α_i ، β_i : تمثل معاملات متعلقة بالأجل الطويل بحيث α_0 تمثل أثر المتغير المفسر X على المتغير التابع Y في الأجل القصير؛ ε_t : حد الخطأ العشوائي (تشويش أبيض). حيث تم دمج نموذج الانحدار الذاتي (Autoregressive model) $AR(p)$ مع نموذج فترات الإبطاء الموزعة

¹David E. A. Giles, **Causality between the measured and underground economies in New Zealand**, Applied Economics Letters, 4 (1), 1997, p.65.

²Mohammad Hashem Pesaran et al., **Op. cit.**, p.291.

³Santos R. Alimi, **ARDL bounds testing approach to cointegration: a re-examination of augmented fisher hypothesis in an open economy**, Asian Journal of Economic Modelling, 2(2): 103-114, 2014, p.106.

⁴Mounir Belloumi and Atef Saad Alshehry, **Sustainable energy development in Saudi Arabia**, Journal Sustainability, 7(5): 5153-5170, 2015, p.5158.

(Distributed lag model) $DL(q)$. ويمكن التعبير عن المعادلة (1) السابقة اختصاراً بالرمز $ARDL(p, q)$.

1. خصائص منهجية ARDL:

تتميز هذه المنهجية عن غيرها من المناهج بعدة خصائص، من بينها:

- يمكن تطبيق هذه المنهجية في حالة ما إذا كانت كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، أو كلها مستقرة عند الفرق الأول، أو بعضها مستقر عند المستوى والبعض الآخر مستقر عند الفرق الأول¹؛
- تعتبر منهجية ARDL أكثر ملائمة وتوفر نتائج أفضل في حالة العينات الصغيرة ويتم تقدير المعلمات القصيرة والطويلة الأجل في نفس الوقت²؛
- من خلال تطبيق منهجية ARDL نحصل على مقدرات غير متحيزة لنموذج المدى الطويل³؛
- تطبق إطار نمذجة من العام إلى الخاص من خلال اتخاذ عدد كاف من فترات الإبطاء للحصول على عملية توليد البيانات، فهي تقدر عدد $(p + 1)^k$ من الانحدارات بغرض الحصول على طول فترة الإبطاء المثلى لكل متغير، حيث p هي أقصى فترة إبطاء يمكن أن تستخدم، k هو عدد المتغيرات الداخلة في المعادلة، ويتم اختيار النموذج الأفضل بناء على معايير إحصائية مختلفة من بينها معياري Akaike و Schwarz.

2. خطوات تطبيق منهجية ARDL:

يتطلب استخدام منهجية ARDL المرور بالمراحل الأساسية الأربعة التالية⁴:

- الخطوة الأولى هي التحقق من أن كل متغيرات النموذج مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ أو مزيج بينهما وليس أي منها متكامل من الدرجة الثانية $I(2)$ ؛
- الخطوة الثانية هي تحديد نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) عن طريق تحويل المعادلة (1)، بافتراض وجود متغيرين Y_t كمتغير تابع و X_t كمتغير مفسر، كما يلي:
لدينا نموذج تصحيح الخطأ التقليدي (ECM) يعطى بالعلاقة الآتية:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + \alpha ECT_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

¹Mohammad Hashem Pesaran et al., **Op. cit.**, p.291.

²Santos R. Alimi, **Op. cit.**, p.106.

³Richard Harris and Robert Sollis, **Applied Time Series Modeling and Forecasting**, 1st Edition, Wiley, West Sussex, Grande-Bretagne, 2003, p.18.

⁴Mounir Belloumi and Atef Saad Alshehry, **Op. cit.**, pp.5158-5160.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

حيث ECT هو حد تصحيح الخطأ والذي يمثل بواقى طريقة المربعات الصغرى عند تقدير نموذج علاقة المدى الطويل المبينة في المعادلة التالية:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

وعليه فإن حد تصحيح الخطأ يعطى وفق العلاقة الآتية:

$$ECT_{t-1} = Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1} \quad (4)$$

حيث أن α_1 ، α_0 تمثل مقدرات α_1 ، α_0 على التوالي باستعمال طريقة المربعات الصغرى OLS. وبالرجوع إلى العلاقة (2) واستبدال حد تصحيح الخطأ بما يساويه من خلال المعادلة (4)، نتحصل على نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) وفق العلاقة التالية:

$$\Delta Y_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + \theta_1 Y_{t-1} + \theta_2 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

حيث Y : المتغير التابع؛ X : المتغير المستقل؛ p : فترة إبطاء الفرق الأول للمتغير التابع Y ؛ q : فترة إبطاء الفرق الأول للمتغير المستقل X ؛ θ_i : تمثل المعلمات المستخدمة في إيجاد معلمات الأجل الطويل بحيث تمثل θ_1 معلمة تصحيح الخطأ وهي قيمة يجب أن تكون سالبة ومعنوية لتمثل النسبة المئوية من أخطاء الأجل القصير التي يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني؛ β_i, δ_i : معلمات متعلقة بالأجل القصير؛ ε_t : حد الخطأ العشوائي.

وينبغي في هذه الخطوة تحديد عدد الفحوات الزمنية الموزعة p و q باستخدام أي معيار من المعايير المخصصة لذلك والتي من بينها معياري Akaike و Schwarz. ومن بين النماذج الممكنة يتم اختيار النموذج الذي له أدنى قيمة للمعيار المختار.

● الخطوة الثالثة هي اجراء اختبار الحدود من أجل معرفة ما إذا كانت هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (5) أعلاه من خلال اختبار الفرضيتين الآتيتين:

✓ فرضية العدم: $H_0: \theta_1 = \theta_2 = 0$ ، والتي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج (لا توجد علاقة طويلة الأجل)؛

✓ الفرضية البديلة: $H_1: \theta_1 \neq \theta_2 \neq 0$ ، والتي تنص على وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج (توجد علاقة طويلة الأجل).

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضممي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

وللاختبار بين الفرضيتين تتم مقارنة قيمة فيشر المحسوبة F-test مع القيمتين الحرجتين الدنيا والعليا اللتين استخرجهما (Pesaran et al., 2001)، حيث تفترض القيمة الحرجة الدنيا أن كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، في حين تفترض القيمة الحرجة العليا أن كل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى. ومن هذا المنطلق إذا تجاوزت قيمة احصائية فيشر المحسوبة القيمة الحرجة العليا فإنه يمكن رفض فرضية العدم أي يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات، في حين إذا كانت قيمة فيشر المحسوبة أقل من القيمة الحرجة الدنيا فإن ذلك يعني عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، أما إذا وقعت القيمة المحسوبة بين القيمتين الحرجتين فإن الاختبار يكون غير حاسم.

● في الخطوة الرابعة، إذا تم التأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات يتم تقدير نموذج المدى الطويل (نموذج المستويات) الوارد في المعادلة (3)، بالإضافة إلى نموذج تصحيح الخطأ المقيد المعطى بواسطة المعادلة (2) لتحديد الآثار على المدى القصير ومعامل سرعة التصحيح المتمثل في معامل حد تصحيح الخطأ. ويجب في هذه المرحلة التأكد من المعنوية الاحصائية لمقدرات العلاقة طويلة الأجل، كما ينبغي التأكد من عدم وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء وفي حالة وجوده ينبغي زيادة فترات الإبطاء حتى يختفي، وينبغي أيضا التأكد من ثبات تباين حد الخطأ والتوزيع الطبيعي للبواقي، بالإضافة إلى اختبار استقرارية النموذج للتأكد من مدى خلو بيانات الدراسة من التغيرات الهيكلية ومدى انسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، وذلك باستخدام اختباري المجموع التراكمي للبواقي Cumulative sum (CUSUM test) والمجموع التراكمي لمربعات تلك البواقي Cumulative sum of squares (CUSUMSQ test)، فإذا كان الرسم البياني لكلا الاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5 %، فإن هذا يعني أن جميع المعلمات المقدرة مستقرة ولا يوجد أي تغيرات هيكلية¹.

¹Ronald H. Brown et al., **Techniques for testing the constancy of regression relationships over time**, Journal of the Royal Statistical Society, B(37): 149-192, 1975, pp.153-154.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2018

أثارت الأزمة المالية الأخيرة تساؤلات مهمة حول دور البنوك المركزية في احتواء حالة عدم الاستقرار المالي التي يمكن أن تؤثر على بيئة الاقتصاد الكلي، مع عواقب وخيمة على النشاط الاقتصادي وعلى استقرار الأسعار وآلية انتقال أدوات السياسة النقدية. وباعتبار البنوك المركزية هي المصدر النهائي للسيولة للاقتصاد، وأن توفير السيولة المناسبة أمر حاسم لاستقرار المالي، اتجه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لتبني سياسة التيسير الكمي للحد من تداعيات هذه الأزمة عن طريق إصدار فائض من النقود لشراء قدر كبير من الأصول المالية بهدف تخفيض معدل الفائدة وزيادة السيولة في الاقتصاد. ويهدف هذا البحث إلى استقصاء أثر سياسة التيسير الكمي المنتهجة من طرف الاحتياطي الفيدرالي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية. ولتحقيق هذا الهدف تم بناء نموذج قياسي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود (ARDL Bounds Testing Approach) بالاعتماد على بيانات ربع سنوية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث لسنة 2008 إلى الربع الأخير لسنة 2018.

المطلب الأول: صياغة النموذج ودراسة الاستقرار

بناءً على هدف الدراسة والمتمثل في استقصاء أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية ومدى مساهمتها في تحسينه خلال سنوات الدراسة، قمنا بتمثيل سياسة التيسير الكمي بمتغير كمية التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، واستخدمنا المؤشر التجميعي للاستقرار المالي ممثلاً لاستقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية. وسنستعين في هذه الدراسة ببرنامج القياس الاقتصادي والسلاسل الزمنية Eviews في معالجة المتغيرات واختبارها وكذا تقدير النموذج.

1. متغيرات الدراسة:

من أجل دراسة أثر سياسة التيسير الكمي التي تم انتهاجها من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عقب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، تم الاعتماد على مجموعة من البيانات الربع سنوية للفترة الممتدة من الربع الثالث من سنة 2008 إلى الربع الأخير من سنة 2018. وتمثلت المتغيرات بما يلي:

- التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي *QER* كمتغير مستقل؛
- المؤشر التجميعي للاستقرار المالي *AFSI* كمتغير تابع.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

وقد تم تجميع بيانات هذه المتغيرات من المواقع الرسمية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي Fed، بنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت لويس St. Louis Fed، صندوق النقد الدولي IMF، البنك الدولي WB، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ومعهد "إيفو" الألماني للأبحاث الاقتصادية Ifo.

2. نموذج الدراسة:

يمكن صياغة نموذج الدراسة في صيغته الرياضية على الشكل التالي:

$$AFSI = f(QER)$$

الهدف من هذا النموذج هو الإجابة عن التساؤل التالي: هل تساهم سياسة التيسير الكمي في استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية في الأجل القصير والطويل؟

ولقد تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود (ARDL Bounds Testing Approach) في صياغة نموذج الدراسة، حيث يعد هذا الأسلوب من الأساليب القياسية الحديثة التي تم استخدامها من قبل (Pesaran et al., 2001) في مجال الاقتصاد القياسي، حيث يمكن تطبيق هذه المنهجية في حالة ما إذا كانت كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، أو كلها مستقرة عند الفرق الأول، أو بعضها مستقر عند المستوى والبعض الآخر مستقر عند الفرق الأول¹، وهو ما لا يتوفر في منهجية كل من (Engle & Granger, 1987) و (Johansen & Juselius, 1990)، التي يتطلب تطبيقها أن تكون المتغيرات من نفس درجة الاستقرار، كما تعتبر منهجية ARDL أكثر ملائمة وتوفر نتائج أفضل في حالة العينات الصغيرة ويتم تقدير المعلمات القصيرة والطويلة الأجل في نفس الوقت².

وعليه فإن الصيغة الرياضية التي سوف نستخدمها وفق نموذج ARDL في تقدير أثر سياسة التيسير

الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية تعطى على النحو التالي:

$$AFSI_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i AFSI_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_i QER_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث p : فترة إبطاء المتغير التابع $AFSI$ الذي يمثل المؤشر التجميعي للاستقرار المالي؛ q : فترة إبطاء المتغير المستقل QER الذي يمثل التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي؛ α_i, β_i : تمثل معلمات متعلقة بالأجل الطويل بحيث α_0 تمثل أثر المتغير المستقل QER على المتغير التابع $AFSI$ في الأجل القصير؛ ε_t : حد الخطأ العشوائي.

¹Mohammad Hashem Pesaran et al., **Op. cit.**, p.291.

²Santos R. Alimi, **Op. cit.**, p.106.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

وبمكنا فصل أثر المتغير المستقل QER على المتغير التابع $AFSI$ في الأجلين القصير والطويل عن طريق تحويل المعادلة أعلاه إلى معادلة نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد UECM التالية:

$$\Delta AFSI_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta AFSI_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta QER_{t-i} + \theta_1 AFSI_{t-1} + \theta_2 QER_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث $AFSI$: المتغير التابع؛ QER : المتغير المستقل؛ p : فترة إبطاء الفرق الأول للمتغير التابع $AFSI$ ؛ q : فترة إبطاء الفرق الأول للمتغير المستقل QER ؛ θ_i : تمثل المعلمات المستخدمة في إيجاد أثر معاملات الأجل الطويل بحيث تمثل θ_1 معلمة تصحيح الخطأ وهي قيمة يجب أن تكون سالبة ومعنوية لتمثل النسبة المئوية من أخطاء الأجل القصير التي يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني؛ β_i, δ_i : معاملات متعلقة بالأجل القصير؛ ε_t : حد الخطأ العشوائي.

وبغرض الإجابة عن التساؤل المطروح وقبل الانطلاق في تقدير نموذج ARDL وتحليل نتائجه، يتعين علينا القيام ببعض الاختبارات الضرورية لغرض الاطلاع على مدى صلاحية البيانات المستخدمة في التحليل للنموذج المقترح في ظل فترة زمنية مقدرة بـ 42 مشاهدة من الربع الثالث لسنة 2008 إلى الربع الأخير لسنة 2018.

3. اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

لتجنب ظهور مشكلة الانحدار الزائف التي ربما لا تعطي بعدا حقيقيا ولا تفسيرا اقتصاديا ذا معنى، ستكون الخطوة الأولى في تحليل البيانات هي اختبار استقرارية السلاسل الزمنية¹. وتكون السلسلة الزمنية X_t مستقرة عندما يكون كل من متوسطها الحسابي $E(X_t)$ وتباينها $Var(X_t)$ ثابتا عبر الزمن، أما فيما يتعلق بالتباين المشترك (التغاير) لأي قيمتين لهذه السلسلة $Cov(X_t, X_{t+k})$ فإنه يعتمد على الفجوة الزمنية k بين هاتين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التغير².

وسيتم استخدام اختبائي ديكي-فولر الموسع ADF وفيليبس-بيرون PP اللذين يختبران فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة ومن ثم عدم استقرارية السلسلة الزمنية.

وباستعمال برنامج Eviews9 كانت نتائج اختبار ADF بالنسبة لمتغيرات نموذج الدراسة موضحة في

الجدول رقم (3-4) التالي:

¹David A. Dickey and Wayne A. Fuller, **Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root**, Journal of American Statistical Association, 74 (366), 1976, p.427.

²John D. Levendis, **Time series econometrics: learning through replication**, Springer International Publishing, Basel-Switzerland, 2018, pp.81-82.

الجدول رقم (4-3): نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF لمتغيرات الدراسة

عند الفرق الأول			عند المستوى			الاحصائية	النموذج
D(QER)	D(AFSI)	القيم الحرجة عند 5%	QER	AFSI	القيم الحرجة عند 5%		
-4.84	-4.59	-3.56	-2.40	-3.92	-3.54	$t_{\hat{\phi}_1}$	مع اتجاه عام وثابت
-3.06	0.35	2.81	-0.04	1.47	2.81	t_b	
3.84	0.10	3.14	3.17	4.04	3.14	t_c	
-10.42	-4.69	-2.96	-3.21	-4.65	-2.94	$t_{\hat{\phi}_1}$	مع ثابت
0.63	1.41	2.56	3.46	4.72	2.56	t_c	
-4.81	-6.69	-1.95	1.02	0.59	-1.95	$t_{\hat{\phi}_1}$	دون اتجاه عام وثابت

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الملاحق (03)، (05)، (07)، (09)، (11).

وياتباع خطوات المنهجية المبسطة لاختبارات جذر الوحدة الموضحة في الشكل رقم (4-4)، فإننا نبدأ أولاً باختبار معنوية معلمة الاتجاه العام في النموذج الثالث (نموذج مع اتجاه عام وثابت)، مع الإشارة إلى أنه لكي يكون الاتجاه العام أو الثابت معنوياً يجب أن تكون قيمة t-Statistic المقابلة له أكبر من القيمة الحرجة المستخرجة من الملحق (11).

من الجدول أعلاه، نلاحظ في نموذج ADF الثالث للسلسلة AFSI أن معلمة الاتجاه العام ليست لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% أي أنها لا تختلف معنوياً عن الصفر لأن قيمة t-Statistic المقابلة لها ($t_b = 1.47$) أصغر من القيمة الجدولية ($t_{tab} = 2.81$)، لذلك نتقل إلى النموذج الثاني (نموذج مع ثابت) للسلسلة AFSI ونختبر معنوية الثابت.

ومن خلال نفس الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة t-Statistic المقابلة للثابت ($t_c = 4.72$) أكبر من القيمة الجدولية ($t_{tab} = 2.56$)، وبالتالي فإن الثابت له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% أي أن الثابت يختلف معنوياً عن الصفر، لذلك نختبر في نفس النموذج (مع ثابت) فرضية العدم $H_0: \phi_1 = 1$ أي أن السلسلة AFSI تحتوي على جذر وحدة.

ومن خلال الجدول السابق، نلاحظ أن القيمة المقدرة أو المحسوبة لإحصائية اختبار ADF ($t_{\hat{\phi}_1} = -4.65$) أصغر من القيمة الجدولية ($t_{tab} = -2.94$) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فإن السلسلة AFSI لا تحتوي على جذر وحدة أي أنها مستقرة، ولا نتقل إلى النموذج الأول (نموذج دون اتجاه عام وثابت).

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

نكرر نفس الخطوات السابقة المتبعة بالنسبة للسلسلة الزمنية AFSI لاختبار استقرارية السلسلة QER. من الجدول أعلاه، نلاحظ في نموذج ADF الثالث للسلسلة QER أن معلمة الاتجاه العام ليست لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% لأن قيمة t-Statistic المقابلة لها ($t_b = -0.04$) أصغر من القيمة الجدولية ($t_{tab} = 2.81$)، لذلك نتقل إلى النموذج الثاني (نموذج مع ثابت) للسلسلة الزمنية QER ونختبر معنوية الثابت.

ومن خلال نفس الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة t-Statistic المقابلة للثابت ($t_c = 3.46$) أكبر من القيمة الجدولية ($t_{tab} = 2.56$)، وبالتالي فإن الثابت له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% أي أنه يختلف معنويًا عن الصفر، لذلك نختبر في نفس النموذج (نموذج مع ثابت) فرضية العدم $H_0: \phi_1 = 1$ أي أن السلسلة الزمنية QER تحتوي على جذر وحدة. ومن خلال الجدول السابق أيضًا، نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية اختبار ADF ($t_{\hat{\phi}_1} = -3.21$) أصغر من القيمة الجدولية ($t_{tab} = -2.94$) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فإن السلسلة QER مستقرة، ولا نتقل أيضًا إلى النموذج الأول (نموذج دون اتجاه عام وثابت).

إذن بالنسبة لاختبار ADF فإن السلسلتين AFSI و QER مستقرتين عند المستوى أي متكاملتين من الدرجة صفر $I(0)$.

وبالنسبة لاختبار فيليبس-بيرون PP، فقد كانت نتائج اختبار استقرارية السلسلتين AFSI و QER باستعمال برنامج Eviews9 موضحة في الجدول رقم (4-4) التالي:

الجدول رقم (4-4): نتائج اختبار فيليبس-بيرون PP لمتغيرات الدراسة

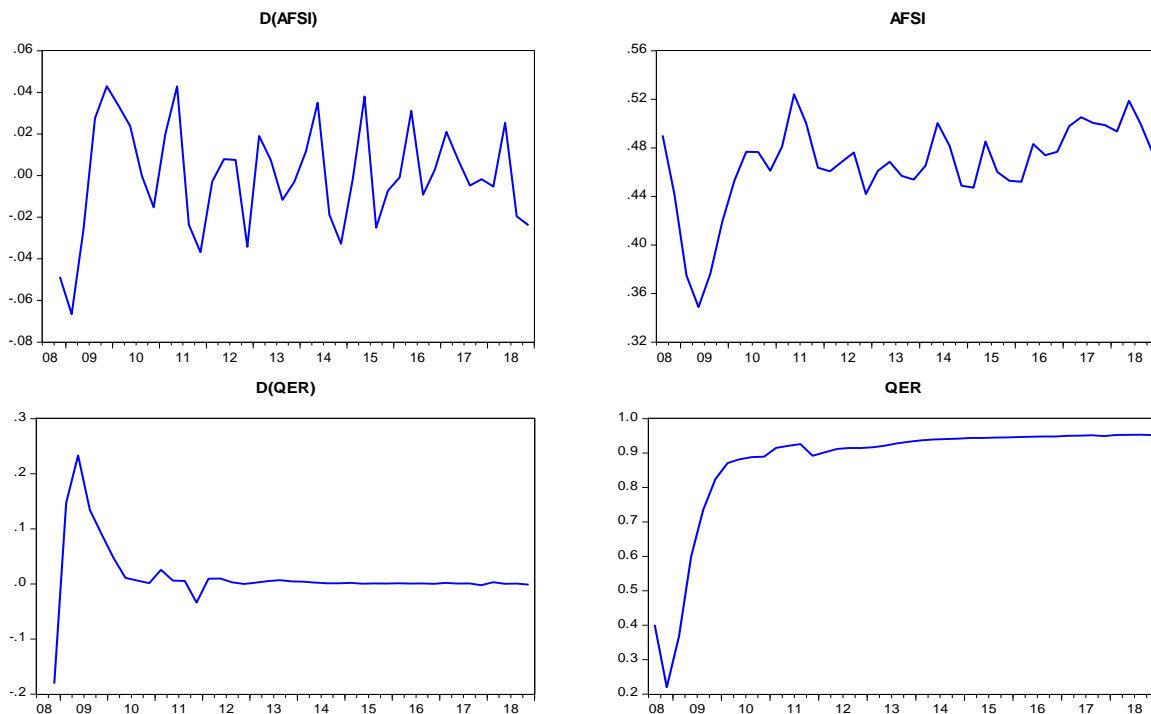
عند الفرق الأول			عند المستوى			الاحصائية	النموذج
D(QER)	D(AFSI)	القيم الحرجة عند 5%	QER	AFSI	القيم الحرجة عند 5%		
-6.33	-7.44	-3.53	-2.71	-3.50	-3.52	$t_{\hat{\phi}_1}$	مع اتجاه عام وثابت
-3.39	-0.34	2.81	-0.04	2.07	2.81	t_b	
3.97	0.40	3.14	3.17	3.14	3.14	t_c	
-5.49	-7.11	-2.94	-4.25	-2.70	-2.94	$t_{\hat{\phi}_1}$	مع ثابت فقط
1.84	0.21	2.56	3.46	2.39	2.56	t_c	
-5.17	-6.51	-1.95	0.66	-0.25	-1.95	$t_{\hat{\phi}_1}$	دون اتجاه عام وثابت

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الملاحق (04)، (06)، (08)، (10)، (11).

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

حيث تشير نتائج هذا الجدول إلى أن متغيرات الدراسة لم تكن جميعاً مستقرة في مستوياتها، إذ أشار اختبار PP إلى عدم استقرار AFSI عند المستوى، لأنه وبعد انتقالنا إلى النموذج الأول نظراً لعدم معنوية معلمة الاتجاه العام في النموذج الثالث عند مستوى 5% ($t_b = 2.07 < t_{tab} = 2.81$)، وكذلك عدم معنوية الثابت في النموذج الثاني عند مستوى 5% ($t_c = 2.39 < t_{tab} = 2.56$)، فقد وجدنا أن القيمة المحسوبة ($t_{\hat{\phi}_1} = -0.25$) أكبر من القيمة الجدولية ($t_{tab} = -1.95$) عند مستوى 5%، وعليه فقد تم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم استقرار AFSI عند المستوى. أما عند أخذ الفرق الأول لهذا المتغير فقد أصبح مستقراً عند مستوى 5%، أي $I(1)$. أما المتغير QER فقد كان مستقراً عند المستوى، $I(0)$. إذن نستنتج مما سبق أن المتغير QER مستقر عند المستوى والمتغير AFSI مستقر عند الفرق الأول، لأنه في حالة تضارب وعدم انسجام نتائج اختباري ديكي-فولر الموسع وفليبس-بيرون فإنه من الأفضل الاعتماد على نتائج اختبار فليبس-بيرون¹، لأن اختبار فليبس-بيرون له قدرة اختبارية أفضل وهو أدق من اختبار ديكي-فولر الموسع لاسيما عندما يكون حجم العينة صغيراً². ويمكن ملاحظة هذا الاستقرار في الشكل رقم (4-5) الذي يبين أن السلسلة QER مستقرة عند المستوى والسلسلة AFSI مستقرة عند الفرق الأول.

الشكل رقم (4-5): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

¹James Obben, *Op. cit.*, p.114.

²David Hallam and Raffaele Zanolì, *Op. cit.*, p.160.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

ويمكن ملاحظة هذا الاستقرار أيضا من خلال منحنيات دوال الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لمتغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول الموضحة في الشكل رقم (4-6) أدناه.

الشكل رقم (4-6): دوال الارتباط الذاتي والذاتي الجزئي لمتغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول

Correlogram of D(AFSI)

Date: 03/28/20 Time: 18:25
Sample: 2008Q3 2018Q4
Included observations: 41

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.256	0.256	2.8892	0.089	
2	-0.29...	-0.38...	6.7172	0.035	
3	-0.21...	-0.01...	8.8026	0.032	
4	0.105	0.092	9.3308	0.053	
5	-0.05...	-0.25...	9.4720	0.092	
6	-0.24...	-0.13...	12.571	0.050	
7	-0.04...	0.064	12.656	0.081	
8	0.076	-0.15...	12.965	0.113	
9	-0.22...	-0.36...	15.804	0.071	
1...	-0.21...	-0.00...	18.328	0.050	
1...	0.185	0.072	20.338	0.041	
1...	0.295	-0.08...	25.629	0.012	
1...	-0.00...	-0.02...	25.632	0.019	
1...	-0.24...	-0.18...	29.633	0.009	
1...	0.060	0.040	29.877	0.012	
1...	0.248	0.073	34.229	0.005	
1...	-0.02...	-0.14...	34.284	0.008	
1...	-0.10...	0.060	35.184	0.009	
1...	-0.03...	-0.14...	35.284	0.013	
2...	-0.02...	-0.13...	35.338	0.018	

Correlogram of AFSI

Date: 03/28/20 Time: 18:23
Sample: 2008Q3 2018Q4
Included observations: 42

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.745	0.745	24.998	0.000	
2	0.380	-0.39...	31.677	0.000	
3	0.188	0.228	33.361	0.000	
4	0.119	-0.06...	34.055	0.000	
5	-0.01...	-0.25...	34.065	0.000	
6	-0.14...	0.076	35.085	0.000	
7	-0.15...	-0.00...	36.427	0.000	
8	-0.16...	-0.19...	37.946	0.000	
9	-0.20...	0.024	40.397	0.000	
1...	-0.13...	0.277	41.383	0.000	
1...	0.042	-0.04...	41.489	0.000	
1...	0.108	-0.12...	42.212	0.000	
1...	0.038	0.041	42.302	0.000	
1...	-0.01...	-0.05...	42.316	0.000	
1...	0.054	0.109	42.515	0.000	
1...	0.095	-0.01...	43.157	0.000	
1...	0.008	-0.17...	43.162	0.000	
1...	-0.05...	0.134	43.390	0.001	
1...	-0.07...	-0.12...	43.838	0.001	
2...	-0.07...	0.084	44.311	0.001	

Correlogram of D(QER)

Date: 03/28/20 Time: 18:33
Sample: 2008Q3 2018Q4
Included observations: 41

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.347	0.347	5.3045	0.021	
2	-0.01...	-0.15...	5.3170	0.070	
3	-0.02...	0.037	5.3569	0.147	
4	-0.05...	-0.07...	5.5223	0.238	
5	-0.03...	0.008	5.5940	0.348	
6	0.008	0.012	5.5971	0.470	
7	0.020	0.009	5.6185	0.585	
8	0.007	-0.00...	5.6213	0.690	
9	-0.06...	-0.07...	5.8226	0.758	
1...	-0.06...	-0.01...	6.0292	0.813	
1...	-0.03...	-0.01...	6.0897	0.867	
1...	0.062	0.086	6.3199	0.899	
1...	-0.01...	-0.09...	6.3358	0.933	
1...	-0.02...	0.027	6.3752	0.956	
1...	-0.01...	-0.02...	6.3844	0.973	
1...	-0.00...	0.023	6.3844	0.983	
1...	-0.00...	-0.01...	6.3853	0.990	
1...	-0.01...	-0.01...	6.3959	0.994	
1...	-0.02...	-0.01...	6.4296	0.997	
2...	-0.02...	-0.01...	6.4707	0.998	

Correlogram of QER

Date: 03/28/20 Time: 18:29
Sample: 2008Q3 2018Q4
Included observations: 42

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.838	0.838	31.662	0.000	
2	0.552	-0.50...	45.739	0.000	
3	0.322	0.221	50.642	0.000	
4	0.187	-0.03...	52.338	0.000	
5	0.112	-0.02...	52.959	0.000	
6	0.076	0.058	53.252	0.000	
7	0.056	-0.04...	53.418	0.000	
8	0.037	-0.00...	53.492	0.000	
9	0.018	0.004	53.510	0.000	
1...	0.004	-0.00...	53.511	0.000	
1...	0.006	0.043	53.513	0.000	
1...	0.012	-0.03...	53.521	0.000	
1...	0.011	-0.00...	53.528	0.000	
1...	-0.00...	-0.04...	53.530	0.000	
1...	-0.01...	0.046	53.549	0.000	
1...	-0.02...	-0.05...	53.597	0.000	
1...	-0.03...	-0.00...	53.694	0.000	
1...	-0.04...	-0.02...	53.882	0.000	
1...	-0.06...	-0.02...	54.201	0.000	
2...	-0.07...	-0.01...	54.678	0.000	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

وعليه فإنه من الأنسب اعتماد منهجية ARDL من خلال أسلوب اختبار الحدود التي تعمل في بيانات كل من المستوى والفرق الأول أو المزيج بينهما وهي أكثر كفاءة لتقدير المعلمات في الأجل القصير والطويل.

المطلب الثاني: تقدير نموذج ARDL واختبار الحدود للتكامل المشترك:

بعد تحديد درجة تكامل متغيرات الدراسة والتأكد من أن درجة تكاملها لا تتجاوز الدرجة الأولى، تنتقل إلى مرحلة اختبار التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود وذلك في إطار نموذج ARDL المقدر للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة. مع ضرورة التأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وفي حالة وجوده ينبغي زيادة فترات الإبطاء حتى يختفي، بالإضافة إلى التأكد من ثبات تباين حد الخطأ العشوائي والتوزيع الطبيعي للبواقي.

1. تقدير نموذج ARDL:

نقوم بتقدير نموذج ARDL الذي يبنى على أساس إبطاء زمني يتم تحديده تلقائياً في برنامج Eviews، كما هو موضح في الجدول رقم (4-5) التالي:

الجدول رقم (4-5): نتائج تقدير نموذج ARDL

Dependent Variable: AFSI
 Method: ARDL
 Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4
 Included observations: 40 after adjustments
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): QER
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 20
 Selected Model: ARDL(2, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
AFSI(-1)	0.714219	0.138809	5.145325	0.0000
AFSI(-2)	-0.247239	0.120524	-2.051373	0.0476
QER	0.147948	0.031565	4.687091	0.0000
C	0.115852	0.038474	3.011210	0.0047
R-squared	0.798192	Mean dependent var		0.466499
Adjusted R-squared	0.781374	S.D. dependent var		0.036267
S.E. of regression	0.016958	Akaike info criterion		-5.221573
Sum squared resid	0.010352	Schwarz criterion		-5.052686
Log likelihood	108.4315	Hannan-Quinn criter.		-5.160509
F-statistic	47.46239	Durbin-Watson stat		2.021602
Prob(F-statistic)	0.000000			

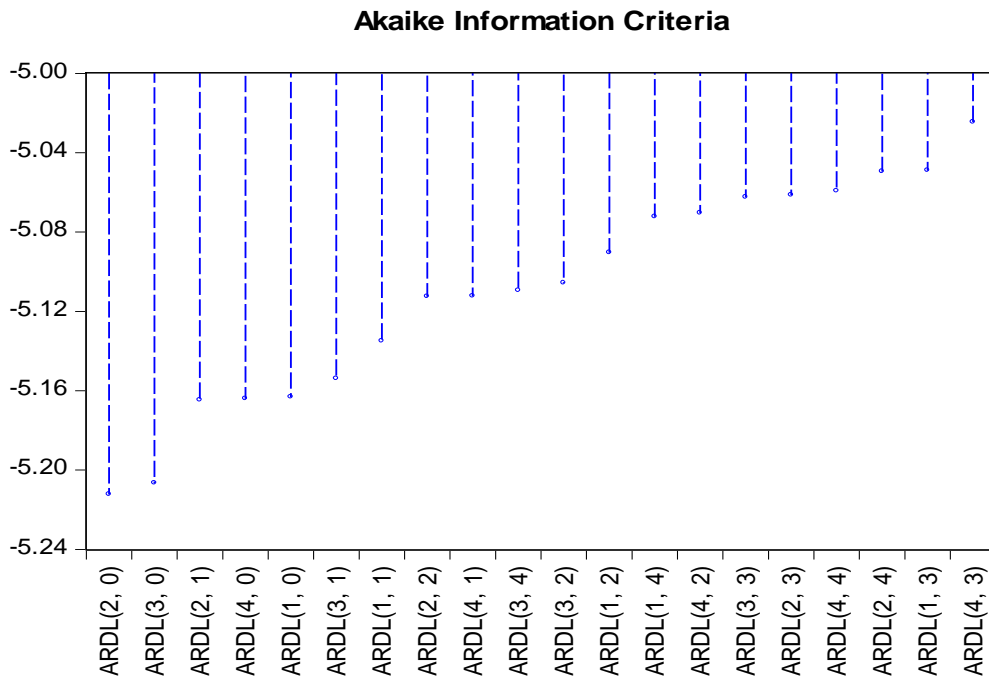
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

ونلاحظ من خلال هذا الجدول أن النموذج المستخدم هو $ARDL(2, 0)$ ، وهذا يعني أنه قد تم تحديد فترة الإبطاء الزمني 2 للمتغير التابع AFSI الذي يمثل المؤشر التجميعي للاستقرار المالي وفترة الإبطاء الزمني 0 للمتغير المستقل QER الذي يمثل التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وهذا اعتماداً على معيار AIC (Akaike info criterion)، والشكل رقم (4-7) الموالي يظهر التفوق النسبي للنموذج المختار من بين النماذج العشرين المختارة.

الشكل رقم (4-7): نتائج معيار AIC لاختيار فترات الإبطاء المثلى لمتغيرات نموذج ARDL المقدر



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9

وتشير المعطيات الاحصائية الواردة في الجدول رقم (4-5) إلى ما يلي:

- أن النموذج الذي تم تقديره مقبول إحصائياً، وهذا من خلال قيمة F-statistic البالغة 47.4624 بقيمة احتمالية بلغت 0.0000 والتي تشير إلى الجانب المعنوي الاحصائي للنموذج المدروس، وهذا يعني أن النموذج المقدر ذو جودة عالية؛
- وجود ارتباط جيد بين متغيرات الدراسة، حيث كان معامل التحديد المعدل 0.7814، وهذا يعني أن نحو 78% من التغير في المتغير التابع AFSI يفسره التغير في المتغير المستقل QER للنموذج المدروس؛
- قيمة احصائية دارين واتسن DW تشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء، حيث كانت قيمة الاحصائية 2.0216 (قريبة من 2)، ولو أن استعمالها في منهجية ARDL للكشف عن ارتباط الأخطاء متحيز ولا يعطي نتائج دقيقة.

وقبل البدء في تحليل نتائج تقدير نموذج ARDL المقدر، يتعين علينا القيام ببعض الاختبارات الأساسية والضرورية لغرض التأكد من تحقق كل الشروط اللازمة التي تثبت صحة هذا النموذج.

2. اختبار الحدود للتكامل المشترك:

يهدف اختبار التكامل المشترك باستعمال أسلوب اختبار الحدود في إطار نموذج ARDL المقدر إلى الكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة، وذلك من خلال اختبار فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة في الأجل الطويل بين المتغيرات.

ولاختبار فرضية العدم تتم مقارنة قيمة فيشر المحسوبة من خلال اختبار وولد Wald مع القيمتين الحرجتين الدنيا والعليا اللتين استخرجهما بيسران وآخرون (Pesaran et al., 2001)، حيث تفترض القيمة الحرجة الدنيا أن كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، في حين تفترض القيمة الحرجة العليا أن كل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى. ومن هذا المنطلق إذا تجاوزت قيمة احصائية فيشر المحسوبة القيمة الحرجة العليا فإنه يمكن رفض فرضية العدم أي يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات، في حين إذا كانت قيمة فيشر المحسوبة أقل من القيمة الحرجة الدنيا فإن ذلك يعني عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، أما إذا وقعت القيمة المحسوبة بين القيمتين الحرجتين فإن الاختبار يكون غير حاسم. ويوضح الجدول رقم (4-6) أدناه نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (4-6): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

ARDL Bounds Test

Date: 10/03/19 Time: 08:59

Sample: 2009Q1 2018Q4

Included observations: 40

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	20.69581	1

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10 %	4.04	4.78
5 %	4.94	5.73
2.5 %	5.77	6.68
1 %	6.84	7.84

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الضمني على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

يتبين من خلال الجدول أعلاه أن قيمة F-statistic المحسوبة تساوي 20.70 وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى الجدولية UCB في الجدول المقترح من طرف بيسران وآخرون (Pesaran et al., 2001) والتي تساوي 7.84 عند مستوى معنوية 1 %، وهذا يعني أنه يوجد تكامل مشترك بين المتغيرين أي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير المستقل QER والمتغير التابع AFSI عند جميع مستويات المعنوية المقترحة من طرف اختبار الحدود.

3. تشخيص الأخطاء العشوائية للنموذج المقدر:

للتأكد من خلو النموذج المستخدم في التحليل من المشاكل القياسية، تم إجراء ثلاثة اختبارات تشخيصية للأخطاء العشوائية للنموذج المقدر وهي: اختبار مشكلة الارتباط الذاتي، اختبار مشكلة اختلاف التباين واختبار التوزيع الطبيعي.

1.3. اختبار مشكلة الارتباط الذاتي:

يسمح برنامج Eviews باختبار مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية باستعمال اختبار بريش-كودفري (Breusch-Godfrey Correlation LM test) الذي يختبر فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، فإذا كانت القيمة الاحتمالية (Prob Chi-Square) المقابلة للإحصائية (Obs*R-squared) أكبر من مستوى المعنوية 5 % فإننا نقبل فرضية العدم ونستنتج من ذلك أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية (Prob Chi-Square) أصغر من مستوى المعنوية 5 % فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة ونستنتج من ذلك أنه يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية. ويوضح الجدول رقم (7-4) أدناه نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (7-4): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي بواسطة اختبار بريش-كودفري

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.093451	Prob. F(2,34)	0.3466
Obs*R-squared	2.417342	Prob. Chi-Square(2)	0.2986

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

يشير اختبار بريش-كودفري من خلال معطيات الجدول رقم (7-4) أعلاه إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي نظراً لأن قيمة (Prob Chi-Square) قد بلغت 0.2986 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5 %، وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أن الأخطاء العشوائية ليست مرتبطة ارتباطاً ذاتياً عند مستوى معنوية 5 %.

2.3. اختبار مشكلة اختلاف التباين:

يسمح لنا برنامج Eviews أيضا باختبار مشكلة اختلاف تباين الأخطاء العشوائية باستعمال اختبار بريش-باكان-كودفري (Breusch-Pagan-Godfrey test) الذي يختبر فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء العشوائية أي ثبات أو تجانس تباين الأخطاء العشوائية، فإذا كانت القيمة (Prob Chi-Square) المقابلة للإحصائية (Obs*R-squared) أكبر من مستوى المعنوية 5 %، فإننا نقبل فرضية العدم ونستنتج من ذلك ثبات تباين الأخطاء العشوائية، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية (Prob Chi-Square) أصغر من مستوى المعنوية 5 % فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تشير إلى عدم ثبات تباين الأخطاء العشوائية. ويوضح الجدول رقم (4-8) أدناه نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (4-8): اختبار مشكلة ثبات التباين بواسطة اختبار بريش-باكان-كودفري

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.442745	Prob. F(3,36)	0.7239
Obs*R-squared	1.423304	Prob. Chi-Square(3)	0.7001

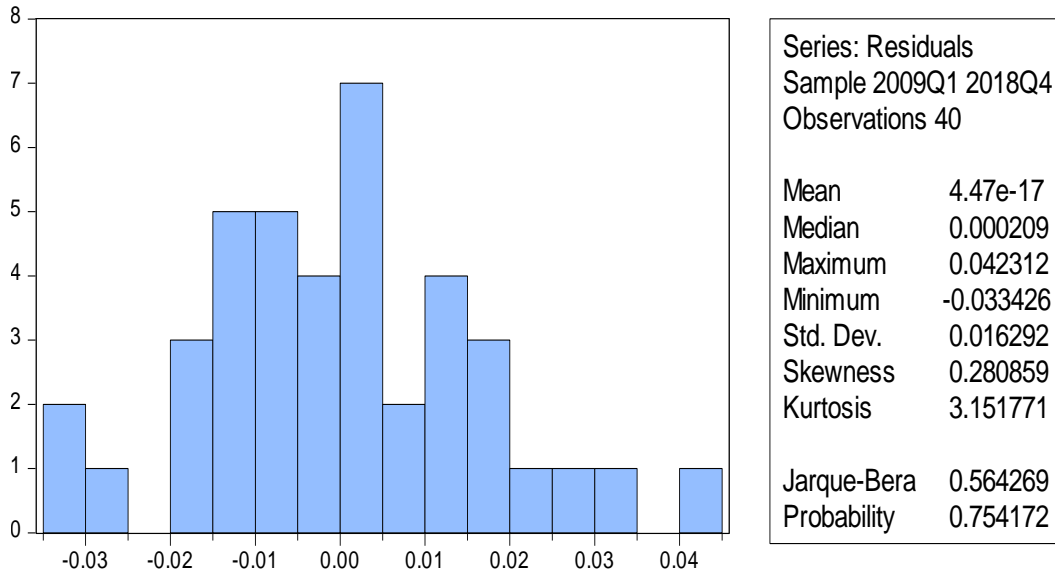
المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

حيث يتضح أن القيمة الاحتمالية (Prob Chi-Square) المقابلة للإحصائية (Obs*R-squared) الخاصة باختبار بريش-باكان-كودفري قد بلغت 0.7001 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5 %، وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على ثبات تباين الأخطاء العشوائية عند مستوى معنوية 5 %.

3.3. اختبار التوزيع الطبيعي:

يسمح برنامج Eviews باختبار مشكلة التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية باستعمال اختبار جارك-بيرا (Jarque-Bera test) الذي يعتبر من أهم الاختبارات التي تكشف عن ما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي أم لا وذلك باختبار فرضية العدم التي تنص على أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي، فإذا كانت القيمة الاحتمالية (Prob Jarque-Bera) المقابلة للإحصائية (Jarque-Bera) أكبر من مستوى المعنوية 5 % فإننا نقبل فرضية العدم ونستنتج من ذلك أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية (Prob Jarque-Bera) أصغر من مستوى المعنوية 5 % فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة ونستنتج من ذلك أن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي. ويوضح الشكل (4-8) أدناه نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا.

الشكل رقم (4-8): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

حيث يتضح أن القيمة الاحتمالية (Prob Jarque-Bera) قد بلغت 0.75 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5 %، وبالتالي نقبل فرضية عدم التي تشير إلى خلو البواقي من مشكلة التوزيع الطبيعي، أي أنها موزعة توزيعاً طبيعياً عند مستوى معنوية 5 %.

المطلب الثالث: تقدير العلاقة في الأجل القصير والطويل واختبار العلاقة السببية

بعد التأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات يتم تقدير نموذج المدى الطويل (نموذج المستويات) الوارد في المعادلة (3)، بالإضافة إلى نموذج تصحيح الخطأ المقيد المعطى بواسطة المعادلة (2) لتحديد الآثار على المدى القصير ومعامل سرعة التصحيح المتمثل في معامل حد تصحيح الخطأ. ويجب في هذه المرحلة التأكد من المعنوية الاحصائية لمقدرات العلاقة القصيرة والطويلة الأجل، كما ينبغي التأكد من مدى خلو بيانات الدراسة من التغيرات الهيكلية ومدى انسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل.

1. تقدير العلاقة في الأجل القصير والطويل:

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين AFSI و QER، تأتي خطوة تقدير العلاقة القصيرة والطويلة الأجل بين هذين المتغيرين باستخدام نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL الذي يعتمد على معلمة حد تصحيح الخطأ المتباطئ لفترة واحدة $CointEq(-1)$ باعتباره متغير تفسيري يقيس سرعة التكيف للاختلال في الأجل القصير من أجل العودة إلى الوضع التوازني، كما هو مبين في الجدول رقم (4-9) أدناه.

الجدول رقم (4-9): تقدير العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل

ARDL Cointegrating And Long Run Form

Dependent Variable: AFSI

Selected Model: ARDL(2, 0)

Date: 10/03/19 Time: 11:12

Sample: 2008Q3 2018Q4

Included observations: 40

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	0.247239	0.120524	2.051373	0.0476
D(QER)	0.147948	0.031565	4.687091	0.0000
CointEq(-1)	-0.533020	0.089404	-5.961931	0.0000
Cointeq = AFSI - (0.2776*QER + 0.2174)				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QER	0.277566	0.056469	4.915331	0.0000
C	0.217351	0.050955	4.265520	0.0001

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

حيث نلاحظ من الجزء العلوي لهذا الجدول أن معلمة الأجل القصير للمتغير المستقل QER قد بلغت حوالي 0.15 بقيمة احتمالية تقدر بـ 0 %، مما يدل على وجود علاقة طردية ومعنوية بين التيسير الكمي والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الأجل القصير، حيث أن أي زيادة بنسبة 1 % في التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الفيدرالي الأمريكي يؤدي إلى ارتفاع المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 0.15 % في الأجل القصير.

أما معلمة حد تصحيح الخطأ CointEq(-1) فقد كانت سالبة ومعنوية عند مستوى معنوية 1 %، وهذا يؤكد دقة العلاقة التوازنية طويلة الأجل وأن آلية تصحيح الخطأ موجودة، وتعكس هذه المعلمة سرعة تكيف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير إلى التوازن طويل الأجل، أي أنها تمثل النسبة المئوية من أخطاء الأجل القصير التي يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني، حيث بلغت حوالي -0.53 بقيمة احتمالية تقدر بـ 0 %، مما يؤكد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير المستقل QER والمتغير التابع AFSI، ويتضح من خلال قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ أن حوالي 53 % من اختلالات الأجل القصير في

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI في الفترة (t-1) يمكن تصحيحها في الفترة (t) لغرض إعادة التوازن في الأجل الطويل في حالة حدوث أي صدمة في المتغير المستقل QER.

أما من خلال الجزء السفلي للجدول أعلاه والذي يبين تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع AFSI والمتغير المستقل QER، فنلاحظ أن التيسير الكمي له أثر إيجابي ومعنوي على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الأجل الطويل، حيث بلغت قيمة معلمة الأجل الطويل للمتغير المستقل QER حوالي 0.28 بقيمة احتمالية تقدر بـ 0 %، أي أن أي زيادة بنسبة 1 % في التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الفيدرالي الأمريكي تؤدي إلى ارتفاع المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 0.28 % في الأجل الطويل.

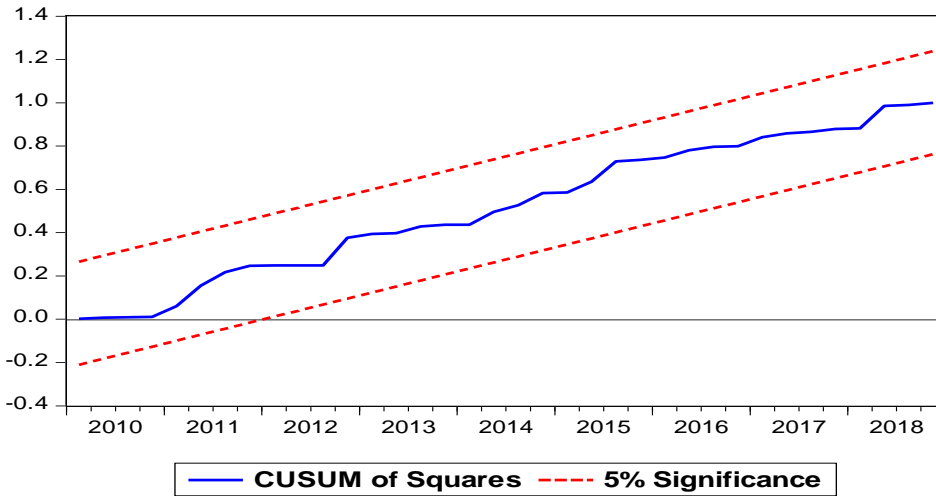
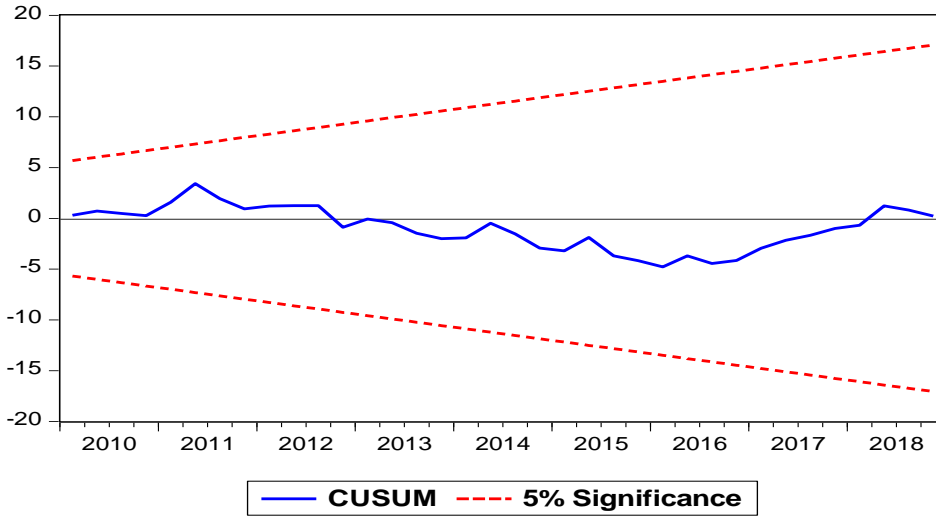
2. اختبار استقراره النموذج المقدر:

يعتبر اختبار استقراره نموذج ARDL المقدر من الاختبارات المهمة للتأكد من مدى خلو بيانات الدراسة من التغيرات الهيكلية ومدى انسجام معاملات الأجل الطويل مع معاملات الأجل القصير. ولدراسة استقراره معاملات النموذج الذي تم تقديره، فقد تم استخدام اختبائي المجموع التراكمي للبواقي التراجعية CUSUM test والمجموع التراكمي لمربعات تلك البواقي CUSUMSQ test المقترحين من طرف براون وآخرون (Brown et al., 2001)، فإذا كان الرسم البياني لكلا الاختبارين ضمن أو داخل الحدود المرحجة عند مستوى معنوية 5 %، فإن هذا يعني أن جميع المعلمات المقدرة مستقرة ولا يوجد أي تغيرات هيكلية¹. وتكون المعلمات المقدرة غير مستقرة إذا وقع المنحنى الذي يمثل المجموع التراكمي للبواقي المرتدة خارج الحدود المرحجة عند نفس مستوى المعنوية.

ويوضح الشكل رقم (4-9) أدناه نتائج هذين الاختبارين، حيث أنه وبعد إجراء اختبائي المجموع التراكمي للبواقي التراجعية أو المرتدة والمجموع التراكمي لمربعات تلك البواقي، تبين لنا أن المنحنيان يقعان داخل الحدود المرحجة عند مستوى معنوية 5 %، مما يدل على أن جميع المعلمات المقدرة مستقرة ولا يوجد بها أي تغيرات هيكلية. وعليه فإن نموذج ARDL المقدر يحقق استقرارا في المدى القصير والطويل. وهذا ما يؤكد خلو بيانات الدراسة من التغيرات الهيكلية وانسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل.

¹Ronald H. Brown et al., Op. cit., pp.153-154.

الشكل رقم (4-9): نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ للاستقرار الهيكلي



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

3. اختبار العلاقة السببية بين سياسة التيسير الكمي والاستقرار المالي:

للتأكد من اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرين QER و $AFSI$ ، يمكننا استخدام اختبار تودا-ياماموتو (Toda & Yamamoto, 1995)، الذي يعد أحد الاختبارات السببية البديلة التي تعتمد على معادلة جرانجر السببية، والتي تم تطويرها بزيادة الفترات المتباطئة بإضافة درجة التكامل القصوى للسلاسل المختبرة سببياً للمعادلة¹، ويعتمد على خطوات سببية جرانجر باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR . وفي هذا الاختبار، أولاً نحدد درجتي التكامل القصوى والتباطؤ المثلى بين المتغيرات وفق صيغة الانحدار الذاتي لكل متغير فنحصل على عدد فترات التباطؤ المثلى k ودرجة التكامل القصوى d_{max} ، وثانياً يتم تقدير نموذج شعاع

¹Hiro Y. Toda and Taku Yamamoto, *Op. cit.*, p.225.

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

الانحدار الذاتي $VAR(k + d_{max})$. ويعبر عن هذا النموذج، في حالة المتغيرين QER و $AFSI$ ، بالصيغة التالية:

$$\Delta AFSI_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_{1i} AFSI_{t-i} + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{1i} QER_{t-i} + \varepsilon_{1t}$$

$$\Delta QER_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_{2i} AFSI_{t-i} + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{2i} QER_{t-i} + \varepsilon_{2t}$$

ويتضح من نتائج اختباري ADF و PP أن السلسلة QER مستقرة عند المستوى والسلسلة $AFSI$ مستقرة عند الفرق الأول. ولأجل اختبار العلاقة السببية بين السلسلتين QER و $AFSI$ ، يمكننا استعمال اختبار تودا-ياماموتو الذي يمكن أن يطبق على مستوى السلاسل غير المستقرة. وهذا الاختبار يقوم على الخطوات التالية: أولاً تحديد درجة استقرارية السلاسل الزمنية، لتحديد درجة التكامل القصوى d_{max} ، وقد أشارت نتائج اختبار الاستقرارية إلى أن $d_{max} = 1$ ؛ وثانياً نقوم بتحديد عدد فترات التباطؤ المثلى k لنموذج VAR باستخدام اختبار VAR Lag Order Selection Criteria والذي يعتمد على المعايير والمؤشرات الموضحة في الجدول أدناه.

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ المثلى لنموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: AFSI QER
Exogenous variables: C
Date: 05/09/20 Time: 10:19
Sample: 2008Q3 2018Q4
Included observations: 39

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	149.7651	NA	1.75e-06	-7.577695	-7.492384	-7.547086
1	232.7454	153.1944*	3.06e-08*	-11.62797*	-11.37204*	-11.53614*
2	235.1253	4.149555	3.33e-08	-11.54489	-11.11833	-11.39184
3	240.0869	8.142222	3.19e-08	-11.59420	-10.99703	-11.37994

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

نجد من الجدول أعلاه أن كل المعايير والمؤشرات تشير إلى ضرورة أخذ فجوة زمنية واحدة، ومنه $k = 1$. ويجب الحذر في اختيار عدد الفجوات (التأخير) للنموذج، إذ أن اختيار عدد فجوات أقل من عدد الفجوات

الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

الحقيقية يسبب تحيز للمعلومات، أما اختيار عدد فجوات أكبر من عدد الفجوات الحقيقية يجعل من التقدير غير معنوي بالرغم من معنوية المعلومات المقدره.

إذن في الخطوات السابقة تم اعتماد درجة التكامل القصوى $d_{max} = 1$ ، وعدد فترات التباطؤ أو التأخير المثلى $k = 1$ ، وعليه نقوم بتقدير النموذج $VAR(2)$ ، وقد كانت نتائج اختبار جرانجر للسببية على طريقة تودا-ياماموتو كما هي مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-11): نتائج اختبار جرانجر للسببية على طريقة تودا-ياماموتو

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 05/09/20 Time: 10:40

Sample: 2008Q3 2018Q4

Included observations: 40

Dependent variable: AFSI

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
QER	22.22652	2	0.0000
All	22.22652	2	0.0000

Dependent variable: QER

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
AFSI	1.508739	2	0.4703
All	1.508739	2	0.4703

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9.

ويتضح من خلال نتائج الجدول أعلاه وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من المتغير QER إلى المتغير $AFSI$ ، أي أن سياسة التيسير الكمي تسبب استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية عند مستوى معنوية 1 %، وهذا يعني أن سياسة التيسير الكمي المنتهجة من طرف الاحتياطي الفيدرالي قد ساهمت في تحسين وضعية استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة.

خلاصة:

سعت الدراسة في هذا الفصل إلى محاولة استقصاء أثر سياسة التيسير الكمي المنتهجة من طرف الاحتياطي الفيدرالي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث لسنة 2008 إلى الربع الأخير لسنة 2018 باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود ARDL Bounds Testing Approach، وتوصلت الدراسة القياسية للنموذج المدروس إلى النتائج التالية:

- أن السلسلة الزمنية QER الممثلة لسياسة التيسير الكمي مستقرة عند المستوى، بينما السلسلة الزمنية $AFSI$ الممثلة لاستقرار النظام المالي مستقرة عند الفرق الأول؛
- توجد علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين سياسة التيسير الكمي واستقرار النظام المالي بالرغم من وجود اختلالات في المدى القصير، من خلال اختبار الحدود Bounds test؛
- أن التيسير الكمي له أثر إيجابي على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، حيث أن أي زيادة بنسبة 1 % في التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تؤدي إلى ارتفاع المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 0.15 % في الأجل القصير وبنسبة 0.28 % في الأجل الطويل؛
- أن الأثر الإيجابي للتيسير الكمي على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي ساهم في تمتع الولايات المتحدة الأمريكية بنوع من الاستقرار المالي بداية من سنة 2010 بعد التدهور الذي حصل له عقب الأزمة المالية لسنة 2008، على الرغم من التدهور الشديد في مؤشر المناخ الاقتصادي العالمي WECI، وهذا بفضل التطور الإيجابي في مؤشري تطور النظام المالي FDI والسلامة المالية FSI؛
- وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من المتغير QER إلى المتغير $AFSI$ في الأجل الطويل، أي أن سياسة التيسير الكمي المنتهجة من طرف الاحتياطي الفيدرالي ساهمت في تحسين وضعية استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي جَعَلَ الْمَوْتَ
وَالْحَيَاةَ

في ظل التطورات المالية والاقتصادية التي تلت اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008، لم تبقى البنوك المركزية بصفتها المسؤولة على الاستقرار النقدي والمالي مكتوفة الأيدي، بل حاولت التأقلم مع التحديات التي تواجهها باستحداث تدابير واجراءات استثنائية للتعامل مع الأوضاع السائدة ومحاولة كسر حالة الركود التي سادت معظم دول العالم. فلقد اضطرت السلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة إلى الانتقال من السياسة النقدية التقليدية إلى مجموعة من السياسات غير التقليدية التي استهدفت متغيرات كمية غير معتادة مثل معدل الفائدة الصفري والتيسير الكمي وغيرها من المستهدفات غير التقليدية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية واحتواء حالة عدم الاستقرار، كونها تحمل تطورات تؤدي إلى تشكيل بيئة اقتصادية ومالية تجعل من البنوك والمؤسسات المالية والوحدات الاقتصادية تغير من نظرتها لطرق الاستثمار، الأمر الذي يترتب عنه إعادة انتعاش عجلة الاقتصاد ووضع معالم للسياسة النقدية الفعالة المؤدية إلى تحقيق الاستقرار المالي.

وقد عرفت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تطبيقاً واسع النطاق، خاصة سياسة التيسير الكمي بوصفها أفضل الاختيارات التي تلجأ إليها البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية، عندما تبلغ أسعار الفائدة الصفر أو تقترب منه لفترة طويلة. ولقد ساهمت هذه السياسة في تحسين وانتعاش أسواق الائتمان، وارتفاع معدلات النمو على نحو واضح في معظم الدول المتقدمة التي طبقتها، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية التي قام فيها الاحتياطي الفيدرالي بتطبيق ثلاث جولات من عمليات التيسير الكمي بشكل متتابع من بداية الأزمة إلى أواخر سنة 2014، والتي أدت إلى خروج الاقتصاد الأمريكي بالفعل من دائرة الركود الاقتصادي. ولكن تنفيذ هذه السياسة أدى إلى ارتفاع حجم ميزانية الاحتياطي الفيدرالي إلى مستويات قياسية بلغت 4.5 تريليون دولار مقارنة بنحو 925 مليار دولار قبل الأزمة، وبالتالي أصبحت الإشكالية في كيفية تخلصه من هذا الكم الهائل من الأصول مع المحافظة على المكتسبات المحققة.

ولقد تناول الجانب التطبيقي لهذه الدراسة أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم قياس استقرار نظامها المالي من خلال بناء مؤشر تجميعي للاستقرار المالي يضم أربع مؤشرات مركبة تصف الأبعاد المختلفة للاستقرار المالي، ثم استقصاء أثر سياسة التيسير الكمي المنتهجة من طرف الاحتياطي الفيدرالي على هذا المؤشر ببناء نموذج قياسي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود ARDL Bounds Testing Approach، وذلك

بالاعتماد على مجموعة من البيانات الربع سنوية للفترة الممتدة من الربع الثالث من سنة 2008 إلى الربع الأخير من سنة 2018.

وبناءً على ذلك، فقد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج والتوصيات، يمكن ذكرها فيما يلي:

I- النتائج العامة:

1- تعتبر سياسة التيسير الكمي من السياسات النقدية غير التقليدية التي تلجأ إليها البنوك المركزية لتحفيز الاقتصاد عندما تفقد أدواتها التقليدية فعاليتها في مواجهة الأزمة، حيث تقوم بشراء كميات كبيرة من الأصول المالية طويلة الأجل من البنوك التجارية لرفع مستوى السيولة لديها وتحفيزها على القيام بعملية الإقراض وتمويل المشاريع الاستثمارية من أجل انعاش الاقتصاد. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

2- يختلف التيسير الكمي عن عمليات السوق المفتوح التقليدية في أن مشتريات السندات في عمليات التيسير الكمي تكون بكميات كبيرة جداً قياساً بعمليات السوق المفتوح التقليدية؛

3- سياسة التيسير الكمي هي سياسة استثنائية عابرة بطبيعتها، تهدف إلى استعادة الانتقال الأفضل لقنوات السياسة النقدية في أوقات الأداء غير الطبيعي للأسواق النقدية والمالية، ولا يوجد مبرر لاستخدامها في الظروف العادية؛

4- يعتبر المؤشر التجميعي للاستقرار المالي إلى جانب سياسات السلامة الاحترازية الكلية ونظم الإنذار المبكر واختبارات الإجهاد المالي من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في تحديد مدى سلامة واستقرار النظام المالي، وتقييم مدى قابلية النظام المالي للتأثر بالأزمات المالية وقدرته على تحمل الصدمات في حال وقوعها. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛

5- برامج التيسير الكمي زودت مختلف البنوك المركزية العالمية بحركية وديناميكية في إدارة السياسة النقدية في ظل الظروف الصعبة التي سادت خلال الأزمة المالية العالمية، وقد اختلفت فعاليتها من دولة إلى أخرى تبعاً لخصوصية كل اقتصاد. ففي الولايات المتحدة ومنطقة اليورو أدت هذه البرامج إلى تفادي وضعية الانكماش التي كانت تهددهما، حيث بلغ معدل التضخم 2.5% في الولايات المتحدة و1.6% في منطقة اليورو في نهاية 2018، بينما لا يزال في مستوى منخفض لم يتجاوز 1.1% في اليابان نهاية 2018 نتيجة للفجوة الإيجابية التي أصبحت هيكلية بشكل متزايد بين العرض والطلب في سوق السلع والخدمات لهذا البلد. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة؛

6- إن رهان الدول الكبرى على نجاح سياسة التيسير الكمي يعتمد أولاً على أسواقها المحلية وليس على زيادة صادراتها فقط، فمع تسابق الدول الكبرى على خفض عمالاتها بطريقة غير مباشرة، يبقى الرهان على نجاحها في إعادة انتعاش النمو الاقتصادي وتحسين معدلات البطالة وخلق فرص العمل من خلال تعزيز الإنفاق والاستثمار داخل البلد، وهو ما نجحت فيه الولايات المتحدة الأمريكية بشكل واضح، حيث ارتفعت معدلات الناتج المحلي الإجمالي إلى 3% في سنة 2018 بعدما كانت -2.5% في سنة 2009، كما انخفضت معدلات البطالة إلى أدنى مستوياتها سنة 2018 بقيمة بلغت 3.9%، وهي التي كانت تزيد عن 9.5% سنة 2010. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابعة؛

7- ساهمت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، التي اتخذت لمواجهة الأزمة المالية 2008 وما خلفته من تداعيات، في عودة حركة الاقتصاد العالمي نحو مساره الطبيعي، إلا أنها قد انتقدت كثيراً لأنها استغرقت كثيراً من الوقت للوصول بالنمو العالمي إلى مستويات ما قبل الأزمة؛

8- أصبحت عملية تطبيع ميزانية الاحتياطي الفيدرالي مسألة غامضة، فقد أظهرت نوبة الارتفاع الحاد في أسعار إعادة الشراء في سبتمبر 2019 بأنها قد تجاوزت حدودها، وأنه لا يتعين فقط إلغاء برنامج التشديد الكمي، بل يجب عكس اتجاهه لمواجهة نقص السيولة في الأسواق المالية، بتبني جولات تيسير كمي جديدة. وهذا ما ينفي صحة الفرضية الخامسة.

II- النتائج التطبيقية:

1- أثبتت الولايات المتحدة الأمريكية مرونتها بصورة معقولة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008. واضطر الاحتياطي الفيدرالي إلى التدخل المباشر لإزالة آثارها، فقد عكس المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الأزمة المالية العالمية حالة من الاستقرار النسبي لنظامها المالي، على الرغم من الانخفاض الحاد في أسعار النفط أواخر سنة 2014 الذي أدى إلى إضعاف النشاط الاقتصادي وتضييق السيولة في العديد من دول العالم؛

2- شهد المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI في الولايات المتحدة الأمريكية تراجعاً ملحوظاً إزاء الضغوط المالية الناتجة عن الأزمة المالية لسنة 2008، حيث بلغت قيمته حوالي 0.35 في الربع الثاني لسنة 2009 والتي تعبر عن حالة من عدم الاستقرار المالي مقارنة بقيمته المرجعية 0.5، ليطراً تحسن طفيف عليه بداية من الربع الأول لسنة 2010 حتى الربع الأخير من سنة 2018، حيث تراوحت قيمته بين 0.45 و 0.52 خلال هذه

الفترة، مما يوحي ببداية عودة الأوضاع في النظام المالي الأمريكي إلى حالة من الاستقرار النسبي. وتعتبر النتيجة الأولى والثانية تأكيداً لصحة الفرضية السادسة؛

3- أشارت نتائج اختبارات جذر الوحدة إلى أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة لم تكن جميعاً مستقرة في مستوياتها، غير أن درجة تكاملها لم تتجاوز الدرجة الأولى. وعليه تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود ARDL Bounds Testing Approach؛

4- أشارت نتائج اختبار الحدود Bounds test إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين سياسة التيسير الكمي واستقرار النظام المالي، مما يعني وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين هذين المتغيرين؛

5- أظهرت نتائج تقدير نموذج ARDL، وجود أثر إيجابي ذو دلالة احصائية لسياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية في الأجل القصير والطويل وهذا ما يثبت صحة الفرضية السابعة، حيث أن أي زيادة بنسبة 1 % في التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تؤدي إلى ارتفاع المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 0.15 % في الأجل القصير وبنسبة 0.28 % في الأجل الطويل؛

6- أظهرت نتائج اختبار سببية جرانجر المطورة (اختبار تودا-ياماموتو)، وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية في الأجل الطويل، أي أن سياسة التيسير الكمي المنتهجة من طرف الاحتياطي الفيدرالي ساهمت في تحسين وضعية استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية؛

7- ساهم الأثر الإيجابي للتيسير الكمي على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في تمتع الولايات المتحدة الأمريكية بنوع من الاستقرار المالي بداية من سنة 2010 بعد التدهور الذي حصل له عقب الأزمة المالية لسنة 2008، على الرغم من التدهور الشديد في مؤشر المناخ الاقتصادي العالمي، وهذا بفضل التطور الإيجابي في مؤشري تطور النظام المالي والسلامة المالية.

III- التوصيات:

في ظل النتائج أعلاه، توصي الدراسة بما يلي:

1- عدم المبالغة في تطبيق سياسة التيسير الكمي لأنه من الصعب جداً تشجيع البنوك والمؤسسات المالية على الإقراض حتى مع التوسع في التسهيلات الكمية؛

- 2- ضرورة تعزيز أهداف سياسة التيسير الكمي من خلال الرقابة المالية على أعمال وأنشطة البنوك والمؤسسات المالية، خصوصاً تلك التي استفادت من التسهيلات الكمية؛
- 3- ضرورة العمل على جذب وتوجيه المستثمرين من خلال تقديم كافة المعلومات لهم والتركيز على زيادة الوعي الاستثماري لزيادة ثقتهم والتأثير بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي؛
- 4- ضرورة الاهتمام بدراسة وتطوير سياسات التطبيع للخروج السلس والتدريجي من مرحلة التيسير الكمي والعودة إلى الحجم الطبيعي لميزانية البنك المركزي، تفادياً لخطر احتمال تشديد الأوضاع المالية عن مستواها الداعم للنشاط الاقتصادي؛
- 5- التيسير الكمي يعكس حالة متقدمة في النظم الرأسمالية، وقد يكون من الصعب تطبيق التيسير الكمي في البلدان الناشئة والنامية لعدم توفر المستلزمات الضرورية لنجاحه، لذلك توصي الدراسة الباحثين بالبحث عن أدوات بديلة يمكن أن تنجح في هذه البلدان إذا ما واجهت أزمة مالية؛
- 6- توصي الدراسة البنوك المركزية والمستثمرين في الدول النامية بأن يكون لديهم اطلاع مستمر على الدراسات والأخبار والتحليلات المتعلقة بالسياسة النقدية في الدول المتقدمة وبعض الدول الناشئة، وذلك لأن السياسة النقدية في تلك الدول لديها تأثير كبير على الاقتصاد العالمي وبالخصوص قيمة الدولار مقابل العملات، وهذا ما ينعكس بشكل مباشر على اقتصاديات الدول النامية لأن معظم السلع والمعادن والمواد الخام تسعر بالدولار؛
- 7- توصي الدراسة الدول النفطية بضرورة الاهتمام بدراسة اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية من أجل وضع الخطط المناسبة للتحوط من مخاطر تقلب قيمة الدولار التي تؤثر بشكل مباشر في أسعار النفط، فقد تسبب وقف برنامج التيسير الكمي في سنة 2014 في ارتفاع قيمة الدولار وقد كانت أسعار النفط أول ضحاياه.

IV- آفاق البحث:

- من خلال الخوض في موضوع البحث تبين أن له جوانب هامة تحتاج إلى المزيد من الدراسة والتحليل، والتي يمكن أن تكون كمقترحات لبحوث مستقبلية، أهمها:
- 1- دور سياسة التيسير الكمي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي؛
 - 2- أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي العالمي؛
 - 3- أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في منطقة اليورو، أو في أي دولة طبقت هذه السياسة؛
 - 4- المفاضلة بين الاستقرار المالي والنقدي في ظل سياسة التيسير الكمي.

فَأْتَيْنَا
بِالْحَمْدِ
لِلْمَلِكِ
الْمَوْلَى
وَأَتَيْنَا
بِالْحَمْدِ
لِلْمَلِكِ
الْمَوْلَى

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب

1. إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2009.
2. أحمد أبو الفتوح ناقة، نظرية النقود والبنوك والاسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر، 1998.
3. أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2013.
4. برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، 2007.
5. بسام الحجار، علم الاقتصاد والتحليل الاقتصادي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2010.
6. بن علي بلعوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
7. بول سامويلسون، ويليام نورد هاوس، الاقتصاد، دار الأهلية للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2006.
8. توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2002.
9. جمال بن دعاس، السياسة النقدية بين النظامين الإسلامي والوضعي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
10. جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002.
11. جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002.
12. حافظ كامل الغندور، محاور التحديث الفعال في المصارف العربية: فكر ما بعد الحداثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2003.
13. حسن الحاج، التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، الكويت، 2018.
14. حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
15. حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
16. زكريا الدوري، يسرى السامراني، البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
17. سعيد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، مصر، 2001.
18. صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2006.
19. ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.

20. ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
21. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
22. طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
23. عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
24. عبد الله خبايا، الاقتصاد المصرفي، دار الجامعة الجديدة، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2013.
25. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسة الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
26. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2007.
27. عبد المنعم سيد علي، نزار الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، الاردن، 2005.
28. عماد صالح سلام، محددات إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون دار نشر، أبوظبي، الإمارات، 2002.
29. عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، مركز الإسكندرية للكتاب، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 1997.
30. فريدة بخراز يعدل، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
31. أسامة محمد الفولي، مجدي محمود شهاب، مبادئ النقود والبنوك، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 1999.
32. لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية: دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2010.
33. مائير كوهين، النظم المالية والتمويلية: المبادئ، التطبيقات، ترجمة: عبد الحكيم الخزامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2007.
34. محسن أحمد الخضير، إدارة الأزمات، مجموعة النيل العربية للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2003.
35. محمد أحمد الطيب هيكل، مهارات إدارة الأزمات والكوارث والمواقف الصعبة، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، مصر، 2006.
36. محمد شاهين، أسعار صرف العملات العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.

37. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
38. محمود حميدات، النظريات والسياسات النقدية، دار الملكية للطباعة والإعلام والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 1996.
39. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
40. محمود يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2013.
41. مصطفى رشدي شيخة، النقود والمصارف والائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 1999.
42. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2003.
43. مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الطبعة الأولى، الوادي، الجزائر، 2007.
44. مها عز الدين سيد، ندى محمد حافظ، دليل تكوين المؤشرات المركبة، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، الإدارة العامة لجودة البيانات، القاهرة، مصر، 2006.
45. مولود حشمان، السلاسل الزمنية وتقنيات التنبؤ القصير المدى، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
46. نجيب نعمت الله وآخرون، مقدمة في اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001.
47. نوزاد عبد الرحمن الهيبي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007.
48. هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، سوريا، 2010.
49. هيل عجمي وآخرون، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

ب. المقالات والدراسات العلمية

1. إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، العدد 9، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2009.
2. أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، دراسات اقتصادية، العدد 27، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2014.

3. أحمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، دراسات اقتصادية، العدد 39، صندوق النقد العربي، الإمارات، 2017.
4. أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005.
5. أحمد محمد الحسن محمد، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة المصري، العدد 58، بنك السودان المركزي، السودان، 2010.
6. بشار ذنون الشكرجي، دور المصارف الإسلامية في الاستقرار المالي والتحديات التي تواجهها، مجلة تنمية الرفادين، المجلد 35، العدد 114، جامعة الموصل، العراق، 2013.
7. بلوافي أحمد مهدي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 21، العدد 2، جامعة الملك عبدالعزيز، السعودية، 2008.
8. حلمي شحادة يوسف، نحو منهجية علمية لإدارة الأزمات، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد 12، العدد 1، السعودية، 1998.
9. خالد أمين عبد الله، نظام تصنيف البنوك المركزية للبنوك الخاضعة لرقابتها المحلية والأجنبية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 3 و4، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الاردن، 2011.
10. سجي فتحي محمد، ليلي عبد الكريم محمد، التنبؤ بالأزمات المصرفية باستخدام معيار الـ CAMELS: دراسة تطبيقية على مجموعة من المصارف التجارية الأردنية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 27، جامعة تكريت، العراق، 2013.
11. شريف بودري، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 16، جامعة الشلف، الجزائر، 2017.
12. صبحي حسون السعدي، طرق قياس والتنبؤ بمستوى الاستقرار المالي: دراسة تحليلية في عينة من الدول للمدة (2000-2012)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 18، جامعة واسط، العراق، 2015.
13. عباس ناجي جواد، المفاضلة بين طرق تقدير الدوال الاقتصادية ذات المتغيرات التابعة النوعية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 18، جامعة تكريت، العراق، 2010.
14. عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، العراق، 2014.
15. عبد القادر خليل، رضوان بن عروس، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية: دراسة تجارب بعض الدول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 9، العدد 1، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2018.
16. عبد القادر مطاي، فتيحة راشدي، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات: تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، جامعة الوادي، الجزائر، 2016.

17. عدلي قندح، سياسة التيسير الكمي وخطة بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي لتقليص ميزانيته والآثار المحتملة، مجلة البنوك في الأردن، المجلد 36، العدد 9، عمان، الأردن، 2017.
18. عفاف محمد الباز، دور القيادة في إدارة الأزمات، مجلة النهضة، العدد 11، جامعة القاهرة، مصر، 2002.
19. علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف، مجلة الجزائرية للعبة والسياسات الاقتصادية، العدد 4، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013.
20. علي صاري، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 2، العدد 1، جامعة الشلف، الجزائر، 2016.
21. علي عبد الرسول، طبيعة النظام المالي ضرورة أم اختيار؟، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 71، جامعة بغداد، العراق، 2013.
22. علياء بسيوني، مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصاديات المتنوعة، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد 12، العدد 2، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2010.
23. غازي شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية، العدد 36، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2005.
24. كريستيان ملدر، عين العاصفة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
25. مالك الرشيد أحمد، مقارنة بين معياري CAMEL و CAEL كأدوات حديثة للرقابة المصرفية الميزات وعيوب التطبيق: كيف يستخدم معيار CAMEL في قياس أداء فروع المصرف وتصنيفها؟، مجلة المصرفي، العدد 35، بنك السودان المركزي، السودان، 2005.
26. محمد الحسن محمد أحمد، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة المصرفي، العدد 58، بنك السودان المركزي، السودان، 2010.
27. محمد فوزي، دور المصرف المركزي في تحقيق الاستقرار المالي والمحافظة عليه، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 30، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، سوريا، 2014.
28. معهد الدراسات المصرفية، اختبارات الضغط، اضاءات مالية ومصرفية، العدد 5، الكويت، ديسمبر 2010.
29. نبيل مهدي الجنابي، نماذج السياسة النقدية مع تطبيق معادلة (St. Louis) على الاقتصاد العراقي للمدة (2003-2011)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 8، العدد 22، جامعة الكوفة، العراق، 2012.
30. نوفل سمالي، فضيلة بوطورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الاوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الاوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 44، العراق، 2015.
31. هيروكو أورا، ليليانا شوماخر، بنوك تحت الضغط، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 2، صندوق النقد الدولي، 2013.

ج. المؤتمرات والملتقيات

1. صالح مفتاح، السياسة النقدية والمعلومات اللازمة لوضعها وعلاقتها بالسياسات الأخرى، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية واقع وآفاق، جامعة أبوبكر بلقايد، تلمسان، 29-30 نوفمبر 2004.
2. عابد شريط، سدي علي، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي: محاولة للفهم واقتراح حلول، مداخلة في المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، قطر، 18-20 ديسمبر 2011.
3. هشام بحري، حسينة محزم، تخفيض أسعار الفائدة في الاقتصاد العالمي، مداخلة في الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 09-10 ماي 2011.

د. الرسائل الجامعية

1. أميرة بن مخلوف، آليات الحوكمة لإدارة المخاطر المصرفية وتعزيز الاستقرار المالي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2016.
2. رجاء الربيعي، دور السياسات المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي: الولايات المتحدة الأمريكية- العراق، دراسة حالة للمدة 1970-2008، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، 2010.
3. ليلي بوشنين، الاستقرار المالي وأثره على السياسات الاقتصادية: دراسة حالة بعض الدول الخليجية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، 2018.
4. محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
5. وليد العشي، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2018.

هـ. التقارير والنشرات الرسمية

1. الأمم المتحدة، التأهب للكوارث تحقيقا للاستجابة الفعالة: مجموعة الإرشادات والمؤشرات لتنفيذ الأولوية الخامسة في إطار عمل هيوغو، نشرة صادرة عن أمانة استراتيجية الأمم المتحدة للحد من الكوارث ومكتب الأمم المتحدة لتنسيق الشؤون الإنسانية، جنيف، سويسرا، 2008.
2. البنك المركزي الأردني، تقرير الاستقرار المالي لعام 2012.
3. سيلين روشون، تقرير القضايا المختارة: تعزيز نظام الانذار المبكر في قطر، التقرير القطري رقم 14/109، صندوق النقد الدولي، أبريل 2014.

4. صندوق النقد الدولي، البيئة الاقتصادية العالمية: ملخص واف، أبريل 2008.
5. صندوق النقد الدولي، المخاطرة، والسيولة، وصيرفة الظل: كبح التجاوزات وتشجيع النمو، ملخص واف، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أكتوبر 2014.
6. صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي: ملخص واف، أبريل 2016.
7. صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2002.

هـ . المواقع الالكترونية

1. إبراهيم إزم، الأدوات المالية، مفاهيم، 2018/10/25، متاح على الرابط: <https://mafahaem.info/?p=2009/>، تاريخ الاطلاع: 2020/03/15.
2. البنك المركزي الأردني، الرقابة الاحترازية الكلية، متاح على الرابط: <http://www.cbj.gov.jo/Pages/viewpage.aspx?pageID=19>، تاريخ الاطلاع: 2018/07/12.
3. بنك قطر الوطني، استمرار التحفيز النقدي للبنك المركزي الأوروبي، الأخبار، 2019/09/22، متاح على الرابط: <https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomic22sep2019news>، تاريخ الاطلاع: 2019/11/16.
4. بنك قطر الوطني، السياسة النقدية في اليابان تصل إلى سقف إمكاناتها، التقرير الأسبوعي، 2016/10/02، متاح على الرابط: <http://www.alkhaleej.ae/economics/page/ca8d96d9-3849-49c2-816b-754cd4508cd7#>، تاريخ الاطلاع: 2018/11/21.
5. توبياس آدرين وآخرون، تقييم مخاطر تغير المناخ باختبار أثر ضغوطه على الصلابة المالية، صندوق النقد الدولي، 2020/02/05، متاح على الرابط: <https://www.imf.org/ar/News/>، تاريخ الاطلاع: 2020/03/24.
6. سعود بن هاشم جليدان، تجربة التيسير الكمي اليابانية في الميزان، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 2010/12/22، متاح على الرابط: https://www.aleqt.com/2010/12/22/article_481506.html، تاريخ الاطلاع: 2018/11/25.
7. سلطة النقد الفلسطينية، الاستقرار المالي، متاح على الرابط: <http://www.pma.ps/Default.aspx?tabid=307&language=ar-EG/>، تاريخ الاطلاع: 2018/07/12.
8. صبحي إبراهيم مقار، حرب العملات وأثرها على الاقتصاد العالمي، الحوار المتمدن، العدد 5603، 2017/08/07، متاح على الرابط: <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=567954&r=0>، تاريخ الاطلاع: 2018/06/14.

9. محمد إبراهيم السقا، طباعة المزيد من الدولار: التيسير الكمي 2، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 2010/10/14، متاح على الرابط: https://www.aleqt.com/2010/10/14/article_455787.html، تاريخ الاطلاع: 2018/11/20.
10. محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 2015/03/19، متاح على الرابط: https://www.aleqt.com/2015/03/19/article_941661.html، تاريخ الاطلاع: 2018/08/24.

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية

A. Books

1. Barbara Casu et *al.*, **Introduction to Banking**, Prentice Hall, Pearson Education, England, 2006.
2. Bernard Grais, **Méthodes statistiques**, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 2003.
3. Bernard Haudeville, **Econométrie appliquée**, Edition ESTEM, Paris, 1996.
4. Carole Sexton et Dat Vo Van, **Introduction à l'économie**, Sainte-Foy(Québec, Canada): Presses de l'Université du Québec, 1988.
5. Charles A. E. Goodhart, **Which lender of last resort for Europe?**, Central Banking Publications, London, 2000.
6. Constantin Zopounidis et *al.*, **Recent advances and applications in alternative investments**, IGI Global, USA, 2020.
7. Damodar N. Gujarati, **Économétrie**, De Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique, 2004.
8. Éric Dor, **Économétrie**, Pearson, France, 2004.
9. Griffiths Alan and Wall Stuart, **Applied economics**, 10th Edition, Pearson Education, England, 2004.
10. Holger Markmann, **Covered bonds under unconventional monetary policy**, Essays in Real Estate Research, Band 14, Gabler Verlag, Germany, 2018.

11. Isabelle Cadoret et *al.*, **Économétrie appliquée: méthodes, applications, corrigés**, De Boeck, Belgique, 2004.
12. James Stock and Mark Watson, **Introduction to econometrics**, Third Edition, Pearson, France, 2015.
13. Jézabel Couppey-Soubeyran, **Les banques centrales au défi de l'après-crise**, L'économie mondiale 2012, La Découverte, Paris, 2011.
14. John D. Leventis, **Time series econometrics: learning through replication**, Springer International Publishing, Basel-Switzerland, 2018.
15. Josh Ryan-Collins et *al.*, **Strategic quantitative easing: stimulating investment to rebalance the economy**, New Economics Foundation, London, 2013.
16. Justin Paul, **Management of banking and financial services**, Second Edition, Dorling Kindersley, India, 2010.
17. Katarina Juselius, **The cointegrated VAR model: methodology and applications**, Oxford University Press, New York, 2006.
18. Kjell Hausken and Mthuli Ncube, **Quantitative easing and its impact in the US, Japan, the UK and Europe**, Springer-Verlag, New York, 2013.
19. Marc David et Jean-Claude Michaud, **La prevision : approche empirique d'une methode statistique**, Masson, Paris, 1989.
20. Mario Quagliariello, **Stress-testing the banking system: methodologies and applications**, Cambridge University Press, 1st Edition, USA, 2009.
21. Michel Tenenhaus, **Méthodes statistiques en gestion**, Dunod, Paris, 1994.
22. Norman C. Miller, **Macroeconomics**, Houghton Mifflin Company, USA, 1983.
23. Peter Rose and Milton Marquis, **Money and capital markets**, McGraw-Hill Education, New York, United States, 2008.
24. Philippe Jaffré, **Monnaie et politique monétaire**, 4ème édition, Economica, Paris, 1996.

25. Régis Bourbonnais, **Économétrie**, 9^{ème} édition, Dunod, Paris, 2015.
26. Richard C. Koo, **The holy grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession**, John Wiley & Sons, 2008.
27. Richard Harris and Robert Sollis, **Applied Time Series Modeling and Forecasting**, Wiley, West Sussex, Grande-Bretagne, 2003.
28. Robert Ferrandier et Vincent Koen, **Marchés de capitaux et techniques financières**, Economica, 4^{ème} édition, Paris, 1997.
29. Roman Kozhan, **Financial econometrics with eviews**, Ventus Publishing, Denmark, 2010.
30. Sami Khedhiri, **Cours d'économétrie méthodes et applications**, Lavoisier, Paris, 2007.
31. Shirai Sayuri, **Mission incomplete: reflating Japan's economy**, Second edition, Asian Development Bank Institute, 2018.
32. Sophie Brana et *al.*, **Economie monétaire et financière**, Dunod, Paris, 1999.
33. Thomas E. Lloyd, **Money, banking and financial markets**, South-Western, Thomson, USA, 2006.
34. Thomas Jean-Paul, **Les politiques économiques au XXe siècle**, 2^{ème} édition, Armand Colin, Paris, 1994.
35. Vance Martin et *al.*, **Econometric modelling with time series**, Cambridge University Press, USA, 2012.
36. William Greene, **Econometrics analysis**, Seventh Edition, Pearson, France, 2011.
37. Wouter J. Den Haan, **Quantitative easing: evolution of economic thinking as it happened on Vox**, Centre for Economic Policy Research, London, 2016.

B. Articles and Working Papers

1. Abayomi A. Alawode and Mohammed Al Sadek, **What is financial stability?**, Financial Stability Paper Series No. 1, Central Bank of Bahrain, March 2008.
2. Abeer Reza et *al.*, **Quantitative easing as a policy tool under the effective lower bound**, Staff Discussion Paper 2015-14, Bank of Canada, 2015.
3. Abouch Mohamed et *al.*, **Financial stability: definitions, theoretical foundations and roles of the central banks**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 84, 2012.
4. Aerdt Houben et *al.*, **Toward a framework for safeguarding financial stability**, IMF Working Paper, WP/04/101, International Monetary Fund, 2004.
5. Albuлесcu Claudiu Tiberiu, **Forecasting the Romanian financial system stability using a stochastic simulation model**, Romanian Journal of Economic Forecasting, 2010.
6. Alicia García Herrero, Pedro del Río, **Financial stability and the design of monetary policy**, Working Papers N  0315, Bank of Spain, 2003.
7. Allan H. Meltzer, **Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective**, Journal of Economic Perspectives, vol. 9(4), 1995.
8. Andrea Baranzini et *al.*, **The causal relationship between energy use and economic growth in Switzerland**, Energy Economics, vol. 36(C), pages 464-470, 2013.
9. Andrew Filardo and Boris Hofmann, **Forward guidance at the zero lower bound**, BIS Quarterly Review, March 2014.
10. Anna J. Schwartz, **Financial stability and the federal safety net**, in William S. Haraf and Rose M. Kushneider (eds), Restructuring Banking and Financial Services in America, 1988.

11. Anusha Magavi, **Quantitative easing: a blessing or a curse?**, Crisil Young Thought Leader, 2012.
12. Arvind Krishnamurthy and Annette Vissing-Jorgensen, **The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy**, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 42(2), 2011.
13. Arvind Krishnamurthy et *al.*, **ECB policies involving government bond purchases: impact and channels**, Review of Finance, vol. 22(1), 2018.
14. Bernardo Morais et *al.*, **The international bank lending channel of monetary policy rates and QE: credit supply, reach-for-yield, and real effects**, International Finance Discussion Papers 1137, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2015.
15. Bindseil Ulrich, **The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine**, Working Paper Series 372, European Central Bank, 2004.
16. Blaschke Winfrid et *al.*, **Stress-testing of financial systems: an overview of issues, methodologies, and FSAP experiences**, IMF Working Paper No. 01/88, June 2001.
17. Bogdan Boldea et *al.*, **Monetary stability versus financial stability**, Annals of Faculty of Economics, vol. 2, University of Oradea, Romania, 2008.
18. Bogdan Boldea et *al.*, **Monetary stability versus financial stability in adjusting the real economy**, Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, vol. 1(2), 2010.
19. Bowdler Christopher and Amar Radia, **Unconventional monetary policy: the assessment**, Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, vol. 28(4), 2012.
20. Christophe Blot et *al.*, **Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ?**, Revue de l'OFCE, N° 138, 2015.

21. Christophe Blot et Paul Hubert, **Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs**, Revue de l'OFCE, N° 148, 2016.
22. Christopher J. Waller and Lowell R. Ricketts, **The rise and (eventual) fall in the Fed's balance sheet**, The Regional Economist, Federal Reserve Bank of St. Louis, January 2014.
23. Claudio Borio and Mathias Drehmann, **Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences**, BIS Working Papers No. 284, 2009.
24. Clive W. J. Granger, **Investigating causal relations by economic models and cross-spectral methods**, Econometrica, vol. 37(3), 1969.
25. David A. Dickey and Wayne A. Fuller, **Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root**, Journal of American Statistical Association, vol. 74(366), 1976.
26. David E. A. Giles, **Causality between the measured and underground economies in New Zealand**, Applied Economics Letters, vol. 4(1), 1997.
27. David Hallam and Raffaele Zanolì, **Error-correction models and agricultural supply response**, European Review of Agricultural Economics, vol. 2(20), 1993.
28. Denise Flouzat-Osmont d'Amilly, **Le Japon face à la crise**, L'Année des Professions Financières, Nouvelles Responsabilités, Nouvelles menaces, Centre des Professions Financières, vol. 7, 2012.
29. Duasa Jarita, **Malaysian foreign direct investment and growth: does stability matter?**, Journal of Economic Cooperation, vol. 28(2), 2007.
30. Esther Jeffers, **Sur la BCE et son nouveau programme OMT (Out right Monetary Transactions)**, Les économistes atterrés, Octobre 2012.
31. Flavio Padrini, **Velocity innovations, financial markets, and the real economy**, Journal of Monetary Economics, vol. 49, 2002.

32. Frederic S. Mishkin, **Financial stability and the macroeconomy**, Working Papers No. 9, Department of Economics, Central Bank of Iceland, 2000.
33. Frederic S. Mishkin, **Global financial instability: framework, events, issues**, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 13(4), 1999.
34. Frederic S. Mishkin, **The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers, in maintaining financial stability in a global economy**, Economic Policy Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 1997.
35. Garry J. Schinasi, **Defining financial stability and a framework for safeguarding it**, Working Papers Central Bank of Chile No. 550, Central Bank of Chile, 2009.
36. Garry J. Schinasi, **Defining financial stability**, IMF Working Paper, WP/04/187, International Monetary Fund, 2004.
37. Garry J. Schinasi, **Responsibility of central banks for stability in financial markets**, IMF, WP/03/121, 2003.
38. Gilbert Koenig, **La politique d'assouplissement quantitatif: limites et alternative**, Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe, vol. 34(1), 2016.
39. Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, **The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems**, American Economic Review, vol. 89(3), 1999.
40. Hancock Diana and Passmore Wayne, **How the federal reserve's large-scale asset purchases (LSAPs) influence mortgage-backed securities (MBS) yields and U.S. mortgage rates**, Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2014.

41. Heike Schenkelberg and Sebastian Watzka, **Real effects of quantitative easing at the zero lower bond: structural VAR based evidence from Japan**, Journal of International Money and Finance, vol. 33 (C), 2013.
42. Hiro Y. Toda and Taku Yamamoto, **Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes**, Journal of Econometrics, vol. 66 (1-2), 1995.
43. Isabelle Job, **Politique monétaire: nouvelles frontières, nouveaux défis**, Eco Focus, N° 12/13, Etudes économiques de Crédit Agricole S.A., 2012.
44. Jakub Janus, **The transmission mechanism of unconventional monetary policy**, Oeconomia Copernicana, Institute of Economic Research, vol. 7(1), 2016.
45. James Obben, **The demand for money in Brunei**, Asian Economic Journal, vol. 2(12), 1998.
46. Jean-Claude Trichet, **Unconventional monetary policy measures: principles, conditions, raison d'être**, International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking, vol. 9(1), 2013.
47. Jens H. E. Christensen and James M. Gillan, **Does quantitative easing affect market liquidity?**, Working Paper Series 2013-26, Federal Reserve Bank of San Francisco, USA, 2013.
48. Jeromin Zettelmeyer, **The impact of monetary policy on the exchange rate: evidence from three small open economies**, Journal of Monetary Economics, vol. 51(3), 2004.
49. Kada Akacem et Asma Selka, **Les politiques monétaires dans le monde avant et après la crise financière et économique mondiale de 2008**, Recherchers Economiques Manageriales, vol. 9(2), 2015.
50. Klaus-Jürgen Gern et *al.*, **Quantitative easing in the euro area: transmission channels and risks**, Intereconomics, Leibniz Information Centre for Economics, vol. 50(4), 2015.

51. Krugman Paul, **Thinking about the liquidity trap**, Journal of the Japanese and International Economies, vol. 14(4), 2000.
52. Lars E. O. Svensson, **Forward guidance**, International Journal of Central Banking, vol. 11(S1), 2015.
53. Lars E. O. Svensson, **Monetary policy and Japan's liquidity trap**, Working Papers 76, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, 2006.
54. Laurent Clerc, **Les mesures non conventionnelles de politique monétaire**, Focus n°4, Banque de France, 23 avril 2009.
55. Marco Del Negro et al., **The forward guidance puzzle**, Staff Reports No. 574, Federal Reserve Bank of New York, 2015.
56. Mario Dehove, **Crises financières: deux ou trois choses que nous savons d'elles**, Conseil d'Analyse Economique, France, Avril 2003.
57. Mark Gertler and Peter Karadi, **A model of unconventional monetary policy**, Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 58(1), 2011.
58. Michael D. Bordo et al., **Aggregate price shocks and financial instability: a historical analysis**, Economic Inquiry, Western Economic Association International, vol. 40(4), 2002.
59. Michael Joyce et al., **Quantitative easing and unconventional monetary policy: an introduction**, The Economic Journal, vol. 122(564), 2012.
60. Michela Nardo et al., **Handbook on constructing composite indicators: methodology and user guide**, OECD Statistics Working Papers, 2005/03, OECD Publishing, 2005.
61. Mohammad Hashem Pesaran et al., **Bound testing approaches to the analysis of level relationship**, Journal of Applied Econometrics, vol. 16(3), pages 289–326, 2001.
62. Mounir Belloumi and Atef Saad Alshehry, **Sustainable energy development in Saudi Arabia**, Journal Sustainability, vol. 7(5), 2015.

63. Nadia Azzeddine and Basma Aoulmi, **Relationship between quantitative easing and monetary stability in USA: an econometric study**, Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies, vol. 6(3), Oum El Bouaghi University, Algeria, 2019.
64. Owen Evans et *al.*, **Macro prudential indicators of financial soundness**, Occasional paper 192, International Monetary Fund, April, 2000.
65. Rajana Sahjwala, and Paul Van der Berg, **Supervisory risk assessment and early warning systems**, Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper No. 4, December 2000.
66. Rakesh Mohan and Muneesh Kapur, **Monetary policy coordination and the role of central banks**, IMF Working Paper No. 14/70, 2014.
67. Reinhard H. Schmidt and Marcel Tyrell, **What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular?**, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 111, Goethe University, Frankfurt am Main, 2003.
68. Ronald H. Brown et *al.*, **Techniques for testing the constancy of regression relationships over time**, Journal of the Royal Statistical Society, vol. B(37), 1975.
69. Ross Levine, **Financial development and economic growth: views and agenda**, Journal of Economic Literature, vol. 35(2), 1997.
70. Salomon Fiedler et *al.*, **Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?**, PE 587.330, European Parliament, 2016.
71. Santos R. Alimi, **ARDL bounds testing approach to cointegration: a re-examination of augmented fisher hypothesis in an open economy**, Asian Journal of Economic Modelling, vol. 2(2), 2014.
72. Sebastian Schich and Franz Seitz, **Changing the institutional design of central banks**, SSRN Electronic Journal, 1999.

73. Selva Demiralp et *al.*, **Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area**, Working Paper N° 1708, Koç University-TÜSİAD Economic Research Forum (ERF), Istanbul, 2017.
74. Sharon Kozicki et Lena Suchanek, **L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle: l'achat d'actifs par les banques centrales**, Revue de la Banque du Canada, Printemps 2011.
75. Simon Potter and Frank Smets, **Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis**, CGFS Papers No. 63, Committee on the Global Financial System, Bank of International Settlement, 2019.
76. Sorge Marco, **Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies**, BIS working papers, No.165, Bank for International Settlements, 2004.
77. Stephen D. Williamson, **Scarce collateral, the term premium, and quantitative easing**, Journal of Economic Theory, vol. 164(C), 2016.
78. Stephen D. Williamson, **Quantitative easing: how well does this tool work?**, The Regional Economist, Third Quarter 2017.
79. Stephen G. Hall, **An application of the Granger & Engle two-step estimation procedure to United Kingdom aggregate wage**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol. 48(3), 1986.
80. Supreena Narayanan and Rashmi Dalvi, **Assessment of financial stability report: Sveriges riksbank**, Finance 0501012, University Library of Munich, Germany, 2005.
81. Takatoshi Ito and Frederic S. Mishkin, **Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem**, NBER Working Paper No. 10878, 2004.

82. Tomohiro Sugo and Yuki Teranishi, **The zero interest rate policy**, IMES Discussion Paper Series 08-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2008.
83. Tor Jacobson et al., **How can central banks promote financial stability?**, Economic Review, No. 2, Swedish National Bank, 2001.
84. Verlis C. Morris, **Measuring and forecasting financial stability: the composition of an aggregate financial stability index for Jamaica**, Financial Stability Department, Bank of Jamaica, August 2010.

C. Conferences

1. Fukui Toshihiko, **Challenges for monetary policy in Japan**, Speech at the Spring Meeting of the Japan Society of Monetary Economics, on the occasion of its 60th anniversary, Tokyo, June 01, 2003.
2. Vítor Constâncio, **Commentary on monetary policy today: sixteen questions and about twelve answers**, Paper Presented at the Bank of Spain Conference on Central Banks in the 21st Century, Madrid, June 08, 2006.
3. Tommaso Padoa-Schioppa, **Central banks and financial stability: exploring a land in between**, Paper Presented at the Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, October 24-25, 2002.
4. Laker Jon, **Monitoring financial system stability**, Speech Held at the 52nd International Banking Summer School, Melbourne, September 01, 1999.
5. Haruhiko Kuroda, **Quantitative and qualitative monetary easing and economic theory**, Speech at the University of Zurich in Switzerland, November 13, 2017.
6. Jerome H. Powell, **Thoughts on the normalization of monetary policy**, Speech at the Economic Club of New York, USA, June 01, 2017.
7. Otmar Issing, **Monetary and financial stability: is there a trade-off?**, Speech Presented at the Conference on Monetary Stability, Financial

Stability and the Business Cycle, Bank for International Settlements, Basle, March 28–29, 2003.

D. University Theses

1. Albulescu Claudiu Tiberiu, **La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Poitiers, France, 2009.
2. Amanda A. Schaible, **Quantitative easing's effect on shadow banking: have federal reserve purchases caused a collateral shortage in the repurchase agreement market?**, Scripps Senior Theses, Paper 423, 2014.
3. Inès Bou-Abdallah, **The transmission mechanism for quantitative easing: evidence from the United States at the zero lower bound**, Master Specialization International Economics, Erasmus University Rotterdam, Rotterdam, Netherlands, 2015.
4. Joanne Guo, **Essays on the impacts of quantitative easing on financial markets**, PhD Thesis in Economics, City University of New York, 2015.
5. Kaouthar Gazdar, **Institutions, développement financier et croissance économique dans la région MENA**, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Reims Champagne-Ardenne, France, 2011.
6. Matthew Q. Rubino, **The effects of quantitative easing in the United States : implications for future central bank policy makers**, Senior Honors Projects, College of Business, James Madison University, Harrisonburg, Virginia, 2015.

E. Official Reports and Bulletins

1. Agence Monétaire de l'Afrique de l'Ouest (AMAO), **Stabilité financière et supervision bancaire au sein de la CEDEAO**, Bulletins de L' AMAO, Freetown, Sierra Leone, Novembre 2009.
2. Banque des Règlements Internationaux, **81^e Rapport annuel: 1^{er} avril 2010–31 mars 2011**, Bâle, 2011.

3. Chant. John, **Financial stability as a policy goal: essays on financial stability**, Technical Report No 95, Bank of Canada, 2003.
4. Equiti Group, **World Economic Performance Report: Mid-Year 2017**, Londres, Royaume-Uni, 2017.
5. Gersl Adam and Jaroslav Hermanek, **Financial stability indicators: advantages and disadvantages of their use in the assessment of financial system stability**, Financial Stability Report 2006, Czech National Bank, 2007.
6. International Monetary Fund (IMF), **Global financial stability report: old risks, new challenges**, April 2013.
7. International Monetary Fund (IMF), **Global impact and challenges of unconventional monetary policies**, October 2013.
8. International Monetary Fund (IMF), **Unconventional monetary policies: recent experience and prospects**, April 2013.
9. Stefan Ingves, **Central bank governance and financial stability**, BIS study group report, Basel, Switzerland, 2011.

F. Electronic Sites

1. La finance pour tous, **Une succession de «quantitative easing» dans les économies développées**, 30/06/2017, disponible sur: <https://www.lafinancepourtous.com>, consulté le: 23/12/2018.
2. Maxime Darnet, **Bank of Japan asset purchases continue to slow sharply**, Fitch Ratings, 26/06/2018, available at: <https://www.fitchratings.com/site/pr/10036031>, consulted in: 11/12/2018.
3. The European Central Bank, **Asset purchase programmes**, available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, consulted in: 13/11/2018.
4. The European Central Bank, **Décision de la Banque centrale européenne du 2 juillet 2009 relative à la mise en œuvre du programme d'achat**

- d'obligations sécurisées (BCE/2009/16)**, available at: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704fr00180019.pdf, consulted in: 13/10/2018.
5. The European Central Bank, **Décision de la Banque centrale européenne du 3 novembre 2011 relative à la mise en œuvre du deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées (BCE/2011/17)**, available at: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116fr00700071.pdf, consulted in: 13/10/2018.
6. The European Central Bank, **The year 2018 at a glance**, 1 April 2019, available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.en.html>, consulted in: 17/11/2019.
7. The Federal Reserve, **FOMC's target federal funds rate or range, change (basis points) and level**, available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, consulted in: 12/04/2020.
8. The Qatar National Bank, **Unpacking the US Federal Reserve balance sheet expansion**, 12/01/2020, available at: <https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/en/areconomics12jan20news>, consulted in: 18/03/2020
9. Virginie Montet, **Politique monétaire: la Fed à contre-courant**, 16/09/2015, disponible sur: <https://www.lapresse.ca/affaires/economie/>, consulté le: 02/11/2018.

قَائِلَةٌ
بِأَنَّهَا
رَأَتْهُ
فِي الْمَلَأِ
مَجْمُوعٍ

الملحق رقم (01): نتائج ترجيح المؤشر التجميعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له

1. مؤشر التطور المالي FDI:

Year	I_{d1}	I_{d2}	I_{d3}	FDI
2008-Q3	0.523	0.187	0.553	0.42
2008-Q4	0.105	0.430	1.000	0.51
2009-Q1	0.000	0.535	0.384	0.31
2009-Q2	0.100	0.609	0.228	0.31
2009-Q3	0.228	0.787	0.046	0.35
2009-Q4	0.323	0.778	0.026	0.38
2010-Q1	0.340	0.813	0.000	0.38
2010-Q2	0.318	0.870	0.063	0.42
2010-Q3	0.290	0.917	0.037	0.41
2010-Q4	0.396	0.826	0.003	0.41
2011-Q1	0.489	0.765	0.014	0.42
2011-Q2	0.486	0.709	0.031	0.41
2011-Q3	0.362	0.939	0.055	0.45
2011-Q4	0.324	0.991	0.138	0.48
2012-Q1	0.419	0.917	0.128	0.49
2012-Q2	0.375	0.948	0.101	0.47
2012-Q3	0.411	0.952	0.077	0.48
2012-Q4	0.445	0.983	0.035	0.49
2013-Q1	0.537	0.965	0.025	0.51
2013-Q2	0.581	0.770	0.033	0.46
2013-Q3	0.620	0.730	0.036	0.46
2013-Q4	0.694	0.743	0.015	0.48
2014-Q1	0.721	0.791	0.017	0.51
2014-Q2	0.770	0.757	0.021	0.52
2014-Q3	0.802	0.730	0.026	0.52
2014-Q4	0.779	0.800	0.029	0.54
2015-Q1	0.793	0.770	0.039	0.53
2015-Q2	0.812	0.643	0.050	0.50
2015-Q3	0.717	0.639	0.054	0.47
2015-Q4	0.700	0.735	0.061	0.50
2016-Q1	0.602	0.887	0.083	0.52
2016-Q2	0.691	0.952	0.104	0.58
2016-Q3	0.741	1.000	0.151	0.63
2016-Q4	0.747	0.874	0.151	0.59
2017-Q1	0.821	0.817	0.142	0.59
2017-Q2	0.843	0.800	0.071	0.57
2017-Q3	0.887	0.857	0.057	0.60
2017-Q4	0.962	0.878	0.048	0.63
2018-Q1	1.000	0.865	0.097	0.65
2018-Q2	0.946	0.830	0.152	0.64
2018-Q3	0.986	0.774	0.067	0.61
2018-Q4	0.875	0.848	0.073	0.60

2. مؤشر التعرض للمخاطرة المالية FVI:

Quarter	I_{v1}	I_{v2}	I_{v3}	I_{v4}	I_{v5}	I_{v6}	I_{v7}	I_{v8}	FVI
2008-Q3	1.00	0.52	0.07	0.22	0.93	0.95	0.55	0.34	0.57
2008-Q4	0.47	0.22	0.26	0.53	0.77	1.00	0.62	0.30	0.52
2009-Q1	0.23	0.00	0.72	0.63	0.70	0.90	0.29	0.31	0.47
2009-Q2	0.07	0.26	0.80	0.50	0.69	0.79	0.47	0.32	0.49
2009-Q3	0.00	0.22	0.76	0.38	0.61	0.64	0.68	0.56	0.48
2009-Q4	0.44	0.12	0.70	0.26	0.56	0.50	0.90	0.61	0.51
2010-Q1	0.58	0.23	0.65	0.27	0.49	0.42	1.00	0.61	0.53
2010-Q2	0.49	0.32	0.62	0.34	0.40	0.58	0.79	0.72	0.53
2010-Q3	0.40	0.31	0.59	0.28	0.33	0.51	0.80	0.78	0.50
2010-Q4	0.42	0.18	0.74	0.12	0.31	0.45	0.79	0.83	0.48
2011-Q1	0.54	0.03	0.60	0.07	0.29	0.39	0.74	0.86	0.44
2011-Q2	0.73	0.58	0.60	0.00	0.27	0.30	0.88	0.89	0.53
2011-Q3	0.78	0.27	0.71	0.02	0.14	0.24	0.46	0.99	0.45
2011-Q4	0.71	0.29	0.70	0.13	0.10	0.25	0.27	0.90	0.42
2012-Q1	0.64	0.07	0.65	0.11	0.09	0.24	0.28	0.97	0.38
2012-Q2	0.51	0.62	0.69	0.19	0.04	0.23	0.30	0.88	0.43
2012-Q3	0.48	0.52	0.78	0.18	0.03	0.19	0.32	1.00	0.44
2012-Q4	0.51	0.35	0.79	0.10	0.02	0.13	0.40	0.85	0.39
2013-Q1	0.48	0.33	0.84	0.12	0.00	0.10	0.51	0.75	0.39
2013-Q2	0.44	0.97	0.87	0.16	0.07	0.09	0.51	0.42	0.44
2013-Q3	0.46	0.56	0.90	0.20	0.09	0.06	0.49	0.50	0.41
2013-Q4	0.41	0.56	1.00	0.14	0.07	0.02	0.54	0.38	0.39
2014-Q1	0.44	0.45	0.90	0.20	0.04	0.01	0.64	0.41	0.39
2014-Q2	0.53	0.89	0.94	0.20	0.05	0.00	0.73	0.39	0.47
2014-Q3	0.49	0.65	0.93	0.23	0.05	0.02	0.72	0.29	0.42
2014-Q4	0.41	0.56	0.84	0.36	0.03	0.02	0.72	0.24	0.40
2015-Q1	0.23	0.44	0.84	0.56	0.02	0.02	0.78	0.17	0.38
2015-Q2	0.23	1.00	0.88	0.61	0.09	0.05	0.75	0.15	0.47
2015-Q3	0.25	0.65	0.81	0.75	0.08	0.07	0.72	0.10	0.43
2015-Q4	0.30	0.51	0.88	0.79	0.05	0.10	0.66	0.05	0.42
2016-Q1	0.39	0.47	0.79	0.86	0.00	0.14	0.40	0.16	0.40
2016-Q2	0.39	0.91	0.86	0.78	0.00	0.15	0.37	0.20	0.46
2016-Q3	0.40	0.56	0.84	0.83	0.01	0.16	0.29	0.19	0.41
2016-Q4	0.49	0.53	0.86	0.96	0.05	0.18	0.12	0.07	0.41
2017-Q1	0.60	0.39	0.87	1.00	0.08	0.15	0.13	0.12	0.42
2017-Q2	0.51	0.83	0.76	0.89	0.10	0.14	0.10	0.10	0.43
2017-Q3	0.52	0.63	0.92	0.73	0.08	0.14	0.08	0.13	0.40
2017-Q4	0.54	0.52	0.84	0.75	0.09	0.14	0.10	0.10	0.39
2018-Q1	0.55	0.33	0.84	0.63	0.07	0.16	0.05	0.11	0.34
2018-Q2	0.63	0.81	0.90	0.75	0.11	0.18	0.05	0.05	0.43
2018-Q3	0.62	0.60	0.79	0.88	0.12	0.18	0.00	0.00	0.40
2018-Q4	0.55	0.42	0.69	0.93	0.08	0.19	0.02	0.04	0.37

3. مؤشر السلامة المالية FSI:

Quarter	I_{s1}	I_{s2}	I_{s3}	I_{s4}	I_{s5}	FSI
2008-Q3	0.34	0.000	0.600	0.009	0.098	0.21
2008-Q4	0.51	0.001	0.400	0.000	0.073	0.20
2009-Q1	0.61	0.288	0.400	0.037	0.171	0.30
2009-Q2	0.76	0.410	0.000	0.014	0.000	0.24
2009-Q3	0.88	0.476	0.000	0.055	0.317	0.35
2009-Q4	1.00	0.547	0.000	0.089	0.366	0.40
2010-Q1	1.00	0.513	0.000	0.125	0.439	0.42
2010-Q2	0.95	0.601	0.000	0.160	0.512	0.44
2010-Q3	0.93	0.627	0.200	0.151	0.561	0.49
2010-Q4	0.88	0.663	0.000	0.181	0.561	0.46
2011-Q1	0.83	0.720	0.200	0.269	0.634	0.53
2011-Q2	0.76	0.717	0.200	0.358	0.659	0.54
2011-Q3	0.73	0.706	0.400	0.444	0.659	0.59
2011-Q4	0.73	0.686	0.200	0.442	0.634	0.54
2012-Q1	0.71	0.724	0.400	0.461	0.659	0.59
2012-Q2	0.66	0.738	0.200	0.461	0.659	0.54
2012-Q3	0.66	0.743	0.400	0.502	0.683	0.60
2012-Q4	0.59	0.674	0.200	0.606	0.659	0.54
2013-Q1	0.56	0.741	0.400	0.657	0.634	0.60
2013-Q2	0.49	0.798	0.400	0.646	0.634	0.59
2013-Q3	0.41	0.792	0.400	0.773	0.659	0.61
2013-Q4	0.39	0.825	0.400	0.826	0.683	0.62
2014-Q1	0.34	0.871	0.400	0.925	0.707	0.65
2014-Q2	0.29	0.858	0.400	0.905	0.756	0.64
2014-Q3	0.27	0.858	0.400	0.849	0.829	0.64
2014-Q4	0.24	0.845	0.200	0.854	0.756	0.58
2015-Q1	0.20	0.862	0.400	0.961	0.683	0.62
2015-Q2	0.20	0.907	0.400	0.813	0.780	0.62
2015-Q3	0.17	0.942	0.400	0.826	0.805	0.63
2015-Q4	0.15	0.932	0.400	0.807	0.829	0.62
2016-Q1	0.15	0.903	0.400	0.860	0.829	0.63
2016-Q2	0.15	0.901	0.400	0.854	0.829	0.63
2016-Q3	0.12	0.891	0.400	0.930	0.829	0.63
2016-Q4	0.12	0.912	0.400	0.910	0.854	0.64
2017-Q1	0.10	0.913	0.400	0.969	0.878	0.65
2017-Q2	0.07	0.969	0.400	0.924	0.927	0.66
2017-Q3	0.07	0.971	0.400	0.941	0.951	0.67
2017-Q4	0.07	0.944	0.400	0.914	0.951	0.66
2018-Q1	0.05	0.953	0.400	1.000	1.000	0.68
2018-Q2	0.02	0.995	0.400	0.830	0.976	0.64
2018-Q3	0.02	1.000	0.400	0.824	1.000	0.65
2018-Q4	0.00	0.962	0.400	0.791	1.000	0.63

4. مؤشر المناخ الاقتصادي العالمي WECI :

Quarter	I_{w1}	I_{w1}	I_{w1}	WECI
2008-Q3	0.40	1.00	1.00	0.80
2008-Q4	0.17	0.76	0.76	0.56
2009-Q1	0.00	0.46	0.46	0.31
2009-Q2	0.21	0.20	0.20	0.21
2009-Q3	0.47	0.03	0.03	0.18
2009-Q4	0.66	0.05	0.05	0.25
2010-Q1	0.78	0.17	0.17	0.37
2010-Q2	0.89	0.23	0.23	0.45
2010-Q3	0.85	0.24	0.24	0.44
2010-Q4	0.77	0.33	0.33	0.47
2011-Q1	0.91	0.40	0.40	0.57
2011-Q2	0.89	0.45	0.45	0.60
2011-Q3	0.72	0.44	0.44	0.53
2011-Q4	0.48	0.42	0.42	0.44
2012-Q1	0.59	0.36	0.36	0.43
2012-Q2	0.75	0.29	0.29	0.44
2012-Q3	0.57	0.28	0.28	0.38
2012-Q4	0.55	0.26	0.26	0.36
2013-Q1	0.73	0.19	0.19	0.37
2013-Q2	0.75	0.15	0.15	0.35
2013-Q3	0.67	0.17	0.17	0.34
2013-Q4	0.73	0.10	0.10	0.31
2014-Q1	0.83	0.09	0.09	0.33
2014-Q2	0.79	0.12	0.12	0.34
2014-Q3	0.86	0.09	0.09	0.34
2014-Q4	0.73	0.06	0.06	0.29
2015-Q1	0.75	0.00	0.00	0.25
2015-Q2	0.79	0.04	0.04	0.29
2015-Q3	0.71	0.03	0.03	0.26
2015-Q4	0.60	0.04	0.04	0.23
2016-Q1	0.58	0.05	0.05	0.23
2016-Q2	0.63	0.02	0.02	0.22
2016-Q3	0.59	0.04	0.04	0.22
2016-Q4	0.66	0.09	0.09	0.28
2017-Q1	0.71	0.19	0.19	0.36
2017-Q2	0.84	0.17	0.17	0.39
2017-Q3	0.84	0.15	0.15	0.38
2017-Q4	0.89	0.16	0.16	0.41
2018-Q1	1.00	0.13	0.13	0.42
2018-Q2	0.88	0.18	0.18	0.41
2018-Q3	0.71	0.26	0.26	0.41
2018-Q4	0.64	0.26	0.26	0.39

5. المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI:

Quarter	FDI	FVI	FSI	WECI	AFSI
2008-Q3	0.42	0.57	0.21	0.80	0.49
2008-Q4	0.51	0.52	0.20	0.56	0.44
2009-Q1	0.31	0.47	0.30	0.31	0.37
2009-Q2	0.31	0.49	0.24	0.21	0.35
2009-Q3	0.35	0.48	0.35	0.18	0.38
2009-Q4	0.38	0.51	0.40	0.25	0.42
2010-Q1	0.38	0.53	0.42	0.37	0.45
2010-Q2	0.42	0.53	0.44	0.45	0.48
2010-Q3	0.41	0.50	0.49	0.44	0.48
2010-Q4	0.41	0.48	0.46	0.47	0.46
2011-Q1	0.42	0.44	0.53	0.57	0.48
2011-Q2	0.41	0.53	0.54	0.60	0.52
2011-Q3	0.45	0.45	0.59	0.53	0.50
2011-Q4	0.48	0.42	0.54	0.44	0.46
2012-Q1	0.49	0.38	0.59	0.43	0.46
2012-Q2	0.47	0.43	0.54	0.44	0.47
2012-Q3	0.48	0.44	0.60	0.38	0.48
2012-Q4	0.49	0.39	0.54	0.36	0.44
2013-Q1	0.51	0.39	0.60	0.37	0.46
2013-Q2	0.46	0.44	0.59	0.35	0.47
2013-Q3	0.46	0.41	0.61	0.34	0.46
2013-Q4	0.48	0.39	0.62	0.31	0.45
2014-Q1	0.51	0.39	0.65	0.33	0.47
2014-Q2	0.52	0.47	0.64	0.34	0.50
2014-Q3	0.52	0.42	0.64	0.34	0.48
2014-Q4	0.54	0.40	0.58	0.29	0.45
2015-Q1	0.53	0.38	0.62	0.25	0.45
2015-Q2	0.50	0.47	0.62	0.29	0.49
2015-Q3	0.47	0.43	0.63	0.26	0.46
2015-Q4	0.50	0.42	0.62	0.23	0.45
2016-Q1	0.52	0.40	0.63	0.23	0.45
2016-Q2	0.58	0.46	0.63	0.22	0.48
2016-Q3	0.63	0.41	0.63	0.22	0.47
2016-Q4	0.59	0.41	0.64	0.28	0.48
2017-Q1	0.59	0.42	0.65	0.36	0.50
2017-Q2	0.57	0.43	0.66	0.39	0.51
2017-Q3	0.60	0.40	0.67	0.38	0.50
2017-Q4	0.63	0.39	0.66	0.41	0.50
2018-Q1	0.65	0.34	0.68	0.42	0.49
2018-Q2	0.64	0.43	0.64	0.41	0.52
2018-Q3	0.61	0.40	0.65	0.41	0.50
2018-Q4	0.60	0.37	0.63	0.39	0.48

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المواقع الرسمية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، بنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت

لويس، صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومعهد "إيفو" الألماني للأبحاث الاقتصادية.

الملحق رقم (02): نتائج مؤشر معامل الاستقرار النقدي في الو م أ خلال الفترة 2008-2018

Quarter	GDP	M2	Δ GDP/GDP	Δ M2/M2	MSC
2008-Q3	14412.80	7810.00	0.01	0.02	2.01
2008-Q4	14200.30	8155.90	-0.01	0.04	-3.00
2009-Q1	14178.00	8409.90	0.00	0.03	-19.83
2009-Q2	14151.20	8453.00	0.00	0.01	-2.71
2009-Q3	14242.10	8459.30	0.01	0.00	0.12
2009-Q4	14461.70	8542.80	0.02	0.01	0.64
2010-Q1	14446.40	8511.70	0.00	0.00	3.44
2010-Q2	14578.70	8591.10	0.01	0.01	1.02
2010-Q3	14745.10	8700.30	0.01	0.01	1.11
2010-Q4	14861.00	8812.20	0.01	0.01	1.64
2011-Q1	14867.80	8921.10	0.00	0.01	27.01
2011-Q2	15012.80	9093.40	0.01	0.02	1.98
2011-Q3	15176.10	9478.40	0.01	0.04	3.89
2011-Q4	15320.80	9617.70	0.01	0.01	1.54
2012-Q1	15478.30	9785.30	0.01	0.02	1.70
2012-Q2	15585.60	9921.90	0.01	0.01	2.01
2012-Q3	15811.00	10169.10	0.01	0.02	1.72
2012-Q4	15851.20	10417.10	0.00	0.02	9.59
2013-Q1	16535.30	10529.50	0.04	0.01	0.25
2013-Q2	16661.00	10647.00	0.01	0.01	1.47
2013-Q3	16912.90	10796.00	0.02	0.01	0.93
2013-Q4	17080.70	10975.20	0.01	0.02	1.67
2014-Q1	17044.00	11163.40	0.00	0.02	-7.98
2014-Q2	17328.20	11333.20	0.02	0.02	0.91
2014-Q3	17599.80	11483.60	0.02	0.01	0.85
2014-Q4	17701.30	11632.80	0.01	0.01	2.25
2015-Q1	17649.30	11839.20	0.00	0.02	-6.04
2015-Q2	17913.70	11975.20	0.01	0.01	0.77
2015-Q3	18060.20	12157.70	0.01	0.02	1.86
2015-Q4	18148.40	12313.50	0.00	0.01	2.62
2016-Q1	18281.60	12601.20	0.01	0.02	3.18
2016-Q2	18450.10	12830.50	0.01	0.02	1.97
2016-Q3	18675.30	13038.10	0.01	0.02	1.33
2016-Q4	18855.50	13199.50	0.01	0.01	1.28
2017-Q1	19057.70	13393.10	0.01	0.01	1.37
2017-Q2	19250.00	13543.60	0.01	0.01	1.11
2017-Q3	19500.60	13708.60	0.01	0.01	0.94
2017-Q4	19736.50	13836.50	0.01	0.01	0.77
2018-Q1	20041.00	13941.20	0.02	0.01	0.49
2018-Q2	20411.90	14107.70	0.02	0.01	0.65
2018-Q3	20658.20	14225.20	0.01	0.01	0.69
2018-Q4	20891.40	14367.90	0.01	0.01	0.89

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المواقع الرسمية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت

لويس.

الملاحق رقم (03): نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة AFSI عند المستوى

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: AFSI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.916956	0.0215
Test critical values:		
1% level	-4.234972	
5% level	-3.540328	
10% level	-3.202445	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/26/20 Time: 16:50
 Sample (adjusted): 2010Q1 2018Q4
 Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFSI(-1)	-0.766256	0.195625	-3.916956	0.0005
D(AFSI(-1))	0.372237	0.162822	2.286153	0.0300
D(AFSI(-2))	0.000575	0.173906	0.003308	0.9974
D(AFSI(-3))	0.033722	0.161321	0.209036	0.8359
D(AFSI(-4))	0.309164	0.138052	2.239480	0.0332
D(AFSI(-5))	0.083579	0.148926	0.561212	0.5791
C	0.351078	0.086971	4.036732	0.0004
@TREND("2008Q3")	0.000520	0.000354	1.470781	0.1525

R-squared	0.529779	Mean dependent var	0.001557
Adjusted R-squared	0.412224	S.D. dependent var	0.021359
S.E. of regression	0.016375	Akaike info criterion	-5.192981
Sum squared resid	0.007508	Schwarz criterion	-4.841088
Log likelihood	101.4737	Hannan-Quinn criter.	-5.070161
F-statistic	4.506638	Durbin-Watson stat	1.964901
Prob(F-statistic)	0.001810		

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: AFSI has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.649526	0.0006
Test critical values:		
1% level	-3.621023	
5% level	-2.943427	
10% level	-2.610263	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AFSI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/26/20 Time: 17:13
 Sample (adjusted): 2009Q4 2018Q4
 Included observations: 37 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFSI(-1)	-0.536520	0.115392	-4.649526	0.0001
D(AFSI(-1))	0.256156	0.143837	1.780874	0.0847
D(AFSI(-2))	-0.102385	0.148340	-0.690205	0.4952
D(AFSI(-3))	-0.027769	0.131424	-0.211295	0.8340
D(AFSI(-4))	0.287681	0.130714	2.200837	0.0353
C	0.255197	0.054106	4.716631	0.0000
R-squared	0.534263	Mean dependent var		0.002676
Adjusted R-squared	0.459144	S.D. dependent var		0.022131
S.E. of regression	0.016276	Akaike info criterion		-5.250851
Sum squared resid	0.008212	Schwarz criterion		-4.989621
Log likelihood	103.1407	Hannan-Quinn criter.		-5.158755
F-statistic	7.112243	Durbin-Watson stat		2.072668
Prob(F-statistic)	0.000156			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: AFSI has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.590315	0.8396
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/26/20 Time: 17:21
 Sample (adjusted): 2009Q2 2018Q4
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFSI(-1)	0.004224	0.007156	0.590315	0.5587
D(AFSI(-1))	0.239289	0.141560	1.690374	0.0996
D(AFSI(-2))	-0.368520	0.135697	-2.715762	0.0101
R-squared	0.184663	Mean dependent var		0.002577
Adjusted R-squared	0.139366	S.D. dependent var		0.022412
S.E. of regression	0.020792	Akaike info criterion		-4.834701
Sum squared resid	0.015563	Schwarz criterion		-4.706735
Log likelihood	97.27668	Hannan-Quinn criter.		-4.788788
Durbin-Watson stat	2.221923			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

الملاحق رقم (04): نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة AFSI عند المستوى

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: AFSI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.497956	0.0529
Test critical values:		
1% level	-4.198503	
5% level	-3.523623	
10% level	-3.192902	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000499
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000676

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/26/20 Time: 17:33
 Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFSI(-1)	-0.388637	0.120366	-3.228785	0.0026
C	0.165030	0.052522	3.142106	0.0032
@TREND("2008Q3")	0.000753	0.000364	2.070201	0.0453
R-squared	0.217740	Mean dependent var		-0.000361
Adjusted R-squared	0.176569	S.D. dependent var		0.025567
S.E. of regression	0.023201	Akaike info criterion		-4.618922
Sum squared resid	0.020454	Schwarz criterion		-4.493539
Log likelihood	97.68790	Hannan-Quinn criter.		-4.573264
F-statistic	5.288612	Durbin-Watson stat		1.230240
Prob(F-statistic)	0.009412			

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: AFSI has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.703350	0.0821
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000555
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000746

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/26/20 Time: 18:01
 Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFSI(-1)	-0.254218	0.105534	-2.408864	0.0208
C	0.118168	0.049350	2.394499	0.0215
R-squared	0.129515	Mean dependent var		-0.000361
Adjusted R-squared	0.107195	S.D. dependent var		0.025567
S.E. of regression	0.024158	Akaike info criterion		-4.560839
Sum squared resid	0.022761	Schwarz criterion		-4.477250
Log likelihood	95.49720	Hannan-Quinn criter.		-4.530400
F-statistic	5.802625	Durbin-Watson stat		1.232644
Prob(F-statistic)	0.020825			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: AFSI has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.251714	0.5894
Test critical values:		
1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000637
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000360

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/26/20 Time: 19:28
 Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFSI(-1)	-0.002256	0.008532	-0.264353	0.7929
R-squared	0.001540	Mean dependent var		-0.000361
Adjusted R-squared	0.001540	S.D. dependent var		0.025567
S.E. of regression	0.025548	Akaike info criterion		-4.472455
Sum squared resid	0.026107	Schwarz criterion		-4.430661
Log likelihood	92.68534	Hannan-Quinn criter.		-4.457236
Durbin-Watson stat	1.376307			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9

الملاحق رقم (05): نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة AFSI عند الفرق الأول

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: D(AFSI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.590154	0.0048
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AFSI,2)

Method: Least Squares

Date: 03/26/20 Time: 23:42

Sample (adjusted): 2011Q2 2018Q4

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	-3.598243	0.783905	-4.590154	0.0002
D(AFSI(-1),2)	1.963019	0.650568	3.017392	0.0071
D(AFSI(-2),2)	1.435889	0.553355	2.594877	0.0178
D(AFSI(-3),2)	1.088849	0.472886	2.302562	0.0328
D(AFSI(-4),2)	1.122417	0.392202	2.861836	0.0100
D(AFSI(-5),2)	1.287066	0.355234	3.623155	0.0018
D(AFSI(-6),2)	1.127664	0.321771	3.504560	0.0024
D(AFSI(-7),2)	0.821496	0.224696	3.656036	0.0017
D(AFSI(-8),2)	0.680566	0.164933	4.126330	0.0006
D(AFSI(-9),2)	0.335936	0.150138	2.237521	0.0374
C	0.000937	0.009048	0.103573	0.9186
@TREND("2008Q3")	0.000114	0.000323	0.353598	0.7275
R-squared	0.868400	Mean dependent var		-0.001413
Adjusted R-squared	0.792210	S.D. dependent var		0.030901
S.E. of regression	0.014086	Akaike info criterion		-5.402660
Sum squared resid	0.003770	Schwarz criterion		-4.847568
Log likelihood	95.74123	Hannan-Quinn criter.		-5.221714
F-statistic	11.39788	Durbin-Watson stat		1.809441
Prob(F-statistic)	0.000004			

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: D(AFSI) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.690070	0.0007
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/26/20 Time: 23:47
 Sample (adjusted): 2011Q2 2018Q4
 Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	-3.558962	0.758829	-4.690070	0.0001
D(AFSI(-1),2)	1.939421	0.632822	3.064718	0.0061
D(AFSI(-2),2)	1.434966	0.541110	2.651895	0.0153
D(AFSI(-3),2)	1.104181	0.460478	2.397900	0.0264
D(AFSI(-4),2)	1.152524	0.374380	3.078489	0.0059
D(AFSI(-5),2)	1.315280	0.338500	3.885617	0.0009
D(AFSI(-6),2)	1.140165	0.312748	3.645631	0.0016
D(AFSI(-7),2)	0.824314	0.219588	3.753918	0.0012
D(AFSI(-8),2)	0.676172	0.160826	4.204370	0.0004
D(AFSI(-9),2)	0.326877	0.144663	2.259569	0.0352
C	0.003971	0.002812	1.412157	0.1733
R-squared	0.867534	Mean dependent var		-0.001413
Adjusted R-squared	0.801301	S.D. dependent var		0.030901
S.E. of regression	0.013774	Akaike info criterion		-5.460617
Sum squared resid	0.003795	Schwarz criterion		-4.951783
Log likelihood	95.63956	Hannan-Quinn criter.		-5.294750
F-statistic	13.09819	Durbin-Watson stat		1.811040
Prob(F-statistic)	0.000001			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: D(AFSI) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.690608	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/27/20 Time: 00:14
 Sample (adjusted): 2009Q2 2018Q4
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	-1.119163	0.167274	-6.690608	0.0000
D(AFSI(-1),2)	0.364410	0.134320	2.713008	0.0101
R-squared	0.559218	Mean dependent var		0.001095
Adjusted R-squared	0.547305	S.D. dependent var		0.030629
S.E. of regression	0.020608	Akaike info criterion		-4.876350
Sum squared resid	0.015714	Schwarz criterion		-4.791039
Log likelihood	97.08883	Hannan-Quinn criter.		-4.845741
Durbin-Watson stat	2.203253			

الملحق رقم (06): نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة AFSI عند الفرق الأول

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: D(AFSI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 24 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.436409	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000549
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	4.31E-05

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(AFSI,2)
Method: Least Squares
Date: 03/27/20 Time: 00:16
Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4
Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	-0.734131	0.153039	-4.797011	0.0000
C	0.003270	0.008169	0.400290	0.6912
@TREND("2008Q3")	-0.000115	0.000335	-0.344491	0.7324
R-squared	0.390421	Mean dependent var		0.000620
Adjusted R-squared	0.357470	S.D. dependent var		0.030383
S.E. of regression	0.024354	Akaike info criterion		-4.520186
Sum squared resid	0.021946	Schwarz criterion		-4.393520
Log likelihood	93.40371	Hannan-Quinn criter.		-4.474387
F-statistic	11.84880	Durbin-Watson stat		1.886202
Prob(F-statistic)	0.000105			

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: D(AFSI) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 29 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.106033	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000550
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	5.68E-05

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/27/20 Time: 00:21
 Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	-0.739404	0.150496	-4.913122	0.0000
C	0.000788	0.003806	0.207077	0.8371
R-squared	0.388466	Mean dependent var		0.000620
Adjusted R-squared	0.372373	S.D. dependent var		0.030383
S.E. of regression	0.024070	Akaike info criterion		-4.566983
Sum squared resid	0.022016	Schwarz criterion		-4.482539
Log likelihood	93.33967	Hannan-Quinn criter.		-4.536451
F-statistic	24.13877	Durbin-Watson stat		1.872409
Prob(F-statistic)	0.000017			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: D(AFSI) has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 33 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.514283	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.624057	
5% level	-1.949319	
10% level	-1.611711	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000551
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7.82E-05

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AFSI,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/27/20 Time: 00:36
 Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	-0.739124	0.148631	-4.972861	0.0000
R-squared	0.387775	Mean dependent var		0.000620
Adjusted R-squared	0.387775	S.D. dependent var		0.030383
S.E. of regression	0.023773	Akaike info criterion		-4.615856
Sum squared resid	0.022041	Schwarz criterion		-4.573634
Log likelihood	93.31711	Hannan-Quinn criter.		-4.600589
Durbin-Watson stat	1.870687			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

الملحق رقم (07): نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة QER عند المستوى

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: QER has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.398136	0.3751
Test critical values:		
1% level	-4.198503	
5% level	-3.523623	
10% level	-3.192902	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(QER)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 00:43
 Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QER(-1)	-0.154577	0.064457	-2.398136	0.0215
C	0.148636	0.046918	3.167964	0.0030
@TREND("2008Q3")	-3.46E-05	0.000904	-0.038303	0.9696
R-squared	0.208665	Mean dependent var		0.013445
Adjusted R-squared	0.167016	S.D. dependent var		0.057442
S.E. of regression	0.052426	Akaike info criterion		-2.988477
Sum squared resid	0.104442	Schwarz criterion		-2.863094
Log likelihood	64.26378	Hannan-Quinn criter.		-2.942820
F-statistic	5.010055	Durbin-Watson stat		1.071771
Prob(F-statistic)	0.011718			

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: QER has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.206539	0.0267
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(QER)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 00:46
 Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QER(-1)	-0.156165	0.048702	-3.206539	0.0027
C	0.149291	0.043129	3.461462	0.0013
R-squared	0.208634	Mean dependent var		0.013445
Adjusted R-squared	0.188343	S.D. dependent var		0.057442
S.E. of regression	0.051750	Akaike info criterion		-3.037219
Sum squared resid	0.104446	Schwarz criterion		-2.953630
Log likelihood	64.26299	Hannan-Quinn criter.		-3.006781
F-statistic	10.28190	Durbin-Watson stat		1.069670
Prob(F-statistic)	0.002682			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: QER has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.017421	0.9155
Test critical values:		
1% level	-2.630762	
5% level	-1.950394	
10% level	-1.611202	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(QER)

Method: Least Squares

Date: 05/13/20 Time: 00:48

Sample (adjusted): 2010Q1 2018Q4

Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QER(-1)	0.001784	0.001754	1.017421	0.3171
D(QER(-1))	0.094965	0.171582	0.553470	0.5840
D(QER(-2))	-0.017052	0.170172	-0.100202	0.9209
D(QER(-3))	-0.009577	0.115889	-0.082638	0.9347
D(QER(-4))	0.133339	0.104208	1.279541	0.2105
D(QER(-5))	-0.073903	0.046883	-1.576320	0.1254
R-squared	0.425421	Mean dependent var		0.003542
Adjusted R-squared	0.329658	S.D. dependent var		0.010798
S.E. of regression	0.008840	Akaike info criterion		-6.467952
Sum squared resid	0.002345	Schwarz criterion		-6.204032
Log likelihood	122.4231	Hannan-Quinn criter.		-6.375837
Durbin-Watson stat	2.330823			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

الملاحق رقم (08): نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة QER عند المستوى

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: QER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.709663	0.2383
Test critical values:		
1% level	-4.198503	
5% level	-3.523623	
10% level	-3.192902	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Residual variance (no correction)		0.002547
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.000816

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(QER)
Method: Least Squares
Date: 05/13/20 Time: 00:50
Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QER(-1)	-0.154577	0.064457	-2.398136	0.0215
C	0.148636	0.046918	3.167964	0.0030
@TREND("2008Q3")	-3.46E-05	0.000904	-0.038303	0.9696
R-squared	0.208665	Mean dependent var		0.013445
Adjusted R-squared	0.167016	S.D. dependent var		0.057442
S.E. of regression	0.052426	Akaike info criterion		-2.988477
Sum squared resid	0.104442	Schwarz criterion		-2.863094
Log likelihood	64.26378	Hannan-Quinn criter.		-2.942820
F-statistic	5.010055	Durbin-Watson stat		1.071771
Prob(F-statistic)	0.011718			

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: QER has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.254190	0.0017
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.002547
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000948

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(QER)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 00:52
 Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QER(-1)	-0.156165	0.048702	-3.206539	0.0027
C	0.149291	0.043129	3.461462	0.0013
R-squared	0.208634	Mean dependent var		0.013445
Adjusted R-squared	0.188343	S.D. dependent var		0.057442
S.E. of regression	0.051750	Akaike info criterion		-3.037219
Sum squared resid	0.104446	Schwarz criterion		-2.953630
Log likelihood	64.26299	Hannan-Quinn criter.		-3.006781
F-statistic	10.28190	Durbin-Watson stat		1.069670
Prob(F-statistic)	0.002682			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: QER has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.657960	0.8542
Test critical values:		
1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.003330
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.005030

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(QER)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 00:53
 Sample (adjusted): 2008Q4 2018Q4
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QER(-1)	0.009429	0.010303	0.915144	0.3656
R-squared	-0.034492	Mean dependent var		0.013445
Adjusted R-squared	-0.034492	S.D. dependent var		0.057442
S.E. of regression	0.058424	Akaike info criterion		-2.818094
Sum squared resid	0.136534	Schwarz criterion		-2.776300
Log likelihood	58.77093	Hannan-Quinn criter.		-2.802875
Durbin-Watson stat	0.996168			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

الملحق رقم (09): نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة QER عند الفرق الأول

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: D(QER) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.838808	0.0026
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(QER,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 00:59
 Sample (adjusted): 2011Q2 2018Q4
 Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(QER(-1))	-2.240617	0.463051	-4.838808	0.0001
D(QER(-1),2)	0.809943	0.406785	1.991085	0.0610
D(QER(-2),2)	0.507301	0.320295	1.583858	0.1297
D(QER(-3),2)	0.209677	0.236558	0.886365	0.3865
D(QER(-4),2)	0.182493	0.142416	1.281405	0.2155
D(QER(-5),2)	0.103901	0.092283	1.125894	0.2742
D(QER(-6),2)	0.180156	0.076318	2.360604	0.0291
D(QER(-7),2)	0.106080	0.066961	1.584201	0.1297
D(QER(-8),2)	-0.048908	0.039188	-1.248024	0.2272
D(QER(-9),2)	0.142579	0.027136	5.254166	0.0000
C	0.014437	0.003756	3.843993	0.0011
@TREND("2008Q3")	-0.000363	0.000119	-3.056746	0.0065
R-squared	0.907770	Mean dependent var		-0.000861
Adjusted R-squared	0.854374	S.D. dependent var		0.011422
S.E. of regression	0.004359	Akaike info criterion		-7.748683
Sum squared resid	0.000361	Schwarz criterion		-7.193591
Log likelihood	132.1046	Hannan-Quinn criter.		-7.567737
F-statistic	17.00060	Durbin-Watson stat		2.838582
Prob(F-statistic)	0.000000			

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: D(QER) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.42477	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(QER,2)

Method: Least Squares

Date: 05/13/20 Time: 01:00

Sample (adjusted): 2009Q3 2018Q4

Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(QER(-1))	-0.536056	0.051421	-10.42477	0.0000
D(QER(-1),2)	-0.147144	0.066649	-2.207750	0.0341
D(QER(-2),2)	0.110981	0.043020	2.579732	0.0144
C	0.001003	0.001599	0.627760	0.5344
R-squared	0.845085	Mean dependent var		-0.006169
Adjusted R-squared	0.831415	S.D. dependent var		0.022038
S.E. of regression	0.009049	Akaike info criterion		-6.473070
Sum squared resid	0.002784	Schwarz criterion		-6.300692
Log likelihood	126.9883	Hannan-Quinn criter.		-6.411739
F-statistic	61.82483	Durbin-Watson stat		2.296432
Prob(F-statistic)	0.000000			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: D(QER) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.813359	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.624057	
5% level	-1.949319	
10% level	-1.611711	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(QER,2)

Method: Least Squares

Date: 05/13/20 Time: 00:56

Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4

Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(QER(-1))	-0.599490	0.124547	-4.813359	0.0000
R-squared	0.368888	Mean dependent var		0.004489
Adjusted R-squared	0.368888	S.D. dependent var		0.058533
S.E. of regression	0.046500	Akaike info criterion		-3.274053
Sum squared resid	0.084327	Schwarz criterion		-3.231831
Log likelihood	66.48107	Hannan-Quinn criter.		-3.258787
Durbin-Watson stat	0.330701			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

الملاحق رقم (10): نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة QER عند الفرق الأول

1. النموذج مع اتجاه عام وثابت:

Null Hypothesis: D(QER) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.331749	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001476
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.003747

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(QER,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 01:04
 Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(QER(-1))	-0.769753	0.115303	-6.675920	0.0000
C	0.056951	0.014355	3.967335	0.0003
@TREND("2008Q3")	-0.001946	0.000573	-3.393709	0.0017
R-squared	0.558087	Mean dependent var		0.004489
Adjusted R-squared	0.534200	S.D. dependent var		0.058533
S.E. of regression	0.039948	Akaike info criterion		-3.530424
Sum squared resid	0.059047	Schwarz criterion		-3.403758
Log likelihood	73.60848	Hannan-Quinn criter.		-3.484626
F-statistic	23.36348	Durbin-Watson stat		0.365144
Prob(F-statistic)	0.000000			

2. النموذج مع ثابت فقط:

Null Hypothesis: D(QER) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.486965	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.001936
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.004184

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(QER,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 01:06
 Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(QER(-1))	-0.653039	0.124355	-5.251396	0.0000
C	0.013509	0.007341	1.840249	0.0736
R-squared	0.420530	Mean dependent var		0.004489
Adjusted R-squared	0.405281	S.D. dependent var		0.058533
S.E. of regression	0.045139	Akaike info criterion		-3.309422
Sum squared resid	0.077427	Schwarz criterion		-3.224978
Log likelihood	68.18844	Hannan-Quinn criter.		-3.278890
F-statistic	27.57717	Durbin-Watson stat		0.326033
Prob(F-statistic)	0.000006			

3. النموذج دون اتجاه عام ودون ثابت:

Null Hypothesis: D(QER) has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.168734	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.624057	
5% level	-1.949319	
10% level	-1.611711	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.002108
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.004336

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(QER,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/13/20 Time: 01:08
 Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(QER(-1))	-0.599490	0.124547	-4.813359	0.0000
R-squared	0.368888	Mean dependent var		0.004489
Adjusted R-squared	0.368888	S.D. dependent var		0.058533
S.E. of regression	0.046500	Akaike info criterion		-3.274053
Sum squared resid	0.084327	Schwarz criterion		-3.231831
Log likelihood	66.48107	Hannan-Quinn criter.		-3.258787
Durbin-Watson stat	0.330701			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

الملحق رقم (11): القيم الحرجة لديكي-فولر الخاصة بمعلمتي الاتجاه العام والثابت

Model	Statistic	n	Significance level		
			1 %	5 %	10 %
II	ADF _α	25	3.14	2.61	2.20
		50	3.28	2.56	2.18
		100	3.22	2.54	2.17
		250	3.19	2.53	2.16
		500	3.18	2.52	2.16
		> 500	3.18	2.52	2.16
III	ADF _α	25	4.05	3.20	2.77
		50	3.87	3.14	2.78
		100	3.78	3.11	2.73
		250	3.74	3.09	2.73
		500	3.72	3.08	2.72
		> 500	3.71	3.08	2.72
III	ADF _β	25	3.74	2.58	2.39
		50	3.60	2.81	2.38
		100	3.53	2.79	2.38
		250	3.49	2.79	2.38
		500	3.48	2.78	2.38
		> 500	3.46	2.78	2.38

المصدر: عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، مرجع سابق، ص.659.

الملحق رقم (12): نتائج تقدير نموذج ARDL

Dependent Variable: AFSI

Method: ARDL

Sample (adjusted): 2009Q1 2018Q4

Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (4 lags, automatic): QER

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 20

Selected Model: ARDL(2, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
AFSI(-1)	0.714219	0.138809	5.145325	0.0000
AFSI(-2)	-0.247239	0.120524	-2.051373	0.0476
QER	0.147948	0.031565	4.687091	0.0000
C	0.115852	0.038474	3.011210	0.0047
R-squared	0.798192	Mean dependent var		0.466499
Adjusted R-squared	0.781374	S.D. dependent var		0.036267
S.E. of regression	0.016958	Akaike info criterion		-5.221573
Sum squared resid	0.010352	Schwarz criterion		-5.052686
Log likelihood	108.4315	Hannan-Quinn criter.		-5.160509
F-statistic	47.46239	Durbin-Watson stat		2.021602
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

الملاحق رقم (13): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود

ARDL Bounds Test

Date: 05/13/20 Time: 10:52

Sample: 2009Q1 2018Q4

Included observations: 40

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	20.69581	1

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	4.04	4.78
5%	4.94	5.73
2.5%	5.77	6.68
1%	6.84	7.84

Test Equation:

Dependent Variable: D(AFSI)

Method: Least Squares

Date: 05/13/20 Time: 10:52

Sample: 2009Q1 2018Q4

Included observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFSI(-1))	0.250413	0.119541	2.094792	0.0433
C	0.176463	0.037191	4.744703	0.0000
QER(-1)	0.113919	0.023965	4.753576	0.0000
AFSI(-1)	-0.592942	0.095081	-6.236156	0.0000
R-squared	0.568853	Mean dependent var		0.000847
Adjusted R-squared	0.532924	S.D. dependent var		0.024679
S.E. of regression	0.016866	Akaike info criterion		-5.232343
Sum squared resid	0.010241	Schwarz criterion		-5.063455
Log likelihood	108.6469	Hannan-Quinn criter.		-5.171278
F-statistic	15.83274	Durbin-Watson stat		1.892122
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews9

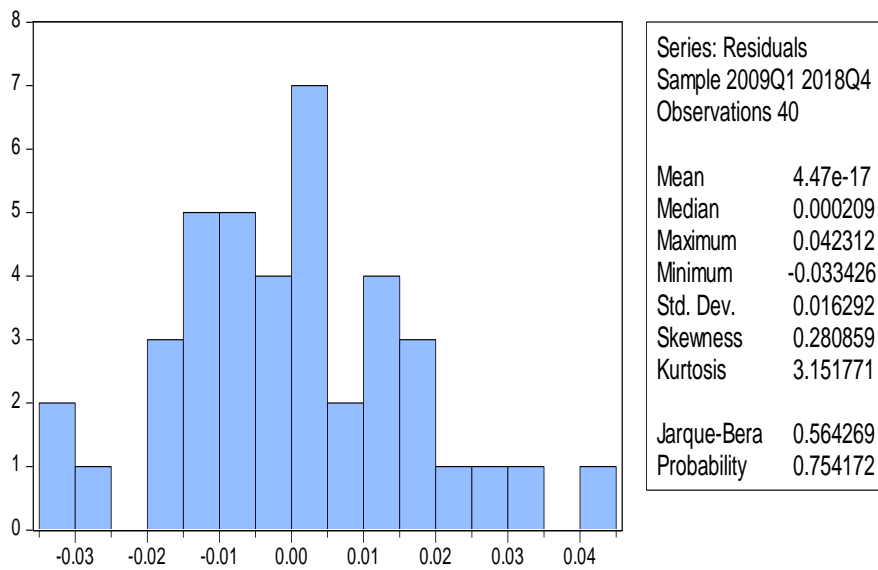
الملحق رقم (14): نتائج اختبارات تشخيص الأخطاء العشوائية للنموذج المقدر

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.093451	Prob. F(2,34)	0.3466
Obs*R-squared	2.417342	Prob. Chi-Square(2)	0.2986

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.442745	Prob. F(3,36)	0.7239
Obs*R-squared	1.423304	Prob. Chi-Square(3)	0.7001
Scaled explained SS	1.240363	Prob. Chi-Square(3)	0.7433



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews9

فانزلنا من السماء
مياه فاصبحنا
جبالا من فوهة
الارض نارا
التي تخرج سماء

والجبال اوقار
والارض احمق
والجبال اوقار
والارض احمق

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
07	آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى السوق المالية والنشاط الاقتصادي	1-1
11	مسار الأهداف النهائية للسياسة النقدية	2-1
14	العلاقة بين أدوات السياسة النقدية وأهدافها	3-1
16	ملخص لتأثير عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة	4-1
48	آلية انتقال قنوات سياسة التيسير الكمي	5-1
61	العناصر الرئيسية المكونة للنظام المالي	1-2
68	العوامل المؤثرة في أداء النظام المالي	2-2
85	آلية العمل للحفاظ على استقرار النظام المالي	3-2
131	تطور حجم الميزانية العمومية لبنك اليابان خلال الفترة 1999-2018	1-3
132	تطور معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي في اليابان للفترة 1995-2018	2-3
133	تطور معدلات التضخم في اليابان خلال الفترة 1995-2018	3-3
134	تطور معدلات البطالة في اليابان خلال الفترة 1995-2018	4-3
137	تطور أصول الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2008-2018	5-3
139	تطور معدلات فائدة أموال الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2005-2019	6-3
140	تطور معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي في الو م أ للفترة 2005-2018	7-3
140	تطور معدلات البطالة في الو م أ خلال الفترة 2005-2018	8-3
141	تطور معدلات التضخم في الو م أ خلال الفترة 2005-2018	9-3
142	تطور معدل المشاركة في القوى العاملة في الو م أ للفترة 2000-2017	10-3
146	تطور معدلات الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي للفترة 2008-2018	11-3
147	برامج شراء الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي للفترة 2015-2018	12-3
148	تطور حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي للفترة 2005-2018	13-3
150	تطور معدلات التضخم في منطقة اليورو خلال الفترة 2005-2018	14-3
150	تطور معدلات النمو الاقتصادي في منطقة اليورو خلال الفترة 2005-2018	15-3
151	تطور معدلات البطالة في منطقة اليورو خلال الفترة 2005-2018	16-3
155	تطور معدلات التضخم الكلي والأساسي في الو م أ للفترة 1995-2017	17-3

161	تطور الأصول والخصوم لميزانية الاحتياطي الفيدرالي للفترة 2007-2017	18-3
162	الحجم المحتمل للميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي بعد عملية التطبيع	19-3
166	تطور ميزانية الاحتياطي الفيدرالي نسبة إلى GDP للفترة 1914-2012	20-3
168	تطور حجم ميزانيات بعض البنوك المركزية خلال الفترة 2002-2013	21-3
173	تطور ميزانية الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2007-2019	22-3
173	عمليات السوق المفتوحة الدائمة للاحتياطي الفيدرالي للفترة 2007-2019	23-3
186	تطور المؤشر التجميعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له في الو م أ خلال الفترة 2008-2018	1-4
190	تطور مؤشر معامل الاستقرار النقدي في الو م أ خلال الفترة 2008-2018	2-4
194	العلاقة بين الاستقرار المالي والنقدي في الو م أ للفترة 2008-2018	3-4
202	المنهجية المبسطة لاختبارات جذر الوحدة	4-4
225	التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول	5-4
226	دوال الارتباط الذاتي والذاتي الجزئي لمتغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول	6-4
228	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لمتغيرات نموذج ARDL المقدر	7-4
232	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	8-4
235	نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ للاستقرار الهيكلي	9-4

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
69	مصادر مخاطر النظام المالي المحتملة	1-2
90	مؤشرات الحيفة الكلية	2-2
96	مقارنة بين منظوري الحيفة الكلية والحيفة الجزئية	3-2
103	الطرق المتبعة لترجيح المؤشرات الفرعية	4-2
110	الحالات الناتجة عن طريقة الاشارات	5-2
158	معدل الأموال الفيدرالية المستهدفة خلال الفترة 2018-2008	1-3
160	مقارنة الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي لسنتي 2017 و 2007	2-3
171	الخطة المعلنة لتقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي بداية من أكتوبر 2017	3-3
183	المؤشرات المستخدمة في بناء المؤشر التجمعي للاستقرار المالي	1-4
187	أثر المؤشرات المركبة على المؤشر AFSI في الو م أ للفترة 2018-2008	2-4
223	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع ADF لمتغيرات الدراسة	3-4
224	نتائج اختبار فيليبس-بيرون PP لمتغيرات الدراسة	4-4
227	نتائج تقدير نموذج ARDL	5-4
229	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود	6-4
230	اختبار مشكلة الارتباط الذاتي بواسطة اختبار بريش - كودفري	7-4
231	اختبار مشكلة ثبات التباين بواسطة اختبار بريش - باكان - كودفري	8-4
233	تقدير العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل	9-4
236	نتائج اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ المثلى لنموذج VAR	10-4
237	نتائج اختبار جرانجر للسببية على طريقة تودا-ياماموتو	11-4

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملاحق	الرقم
269	نتائج ترجيح المؤشر التجمياعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له	01
274	نتائج مؤشر معامل الاستقرار النقدي في الو م أ خلال الفترة 2008-2018	02
275	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة AFSI عند المستوى	03
277	نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة AFSI عند المستوى	04
279	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة AFSI عند الفرق الأول	05
281	نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة AFSI عند الفرق الأول	06
283	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة QER عند المستوى	07
285	نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة QER عند المستوى	08
287	نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع للسلسلة QER عند الفرق الأول	09
289	نتائج اختبار فيليبس-بيرون للسلسلة QER عند الفرق الأول	10
291	القيم الحرجة لديكي-فولر الخاصة بمعلمتي الاتجاه العام والثابت	11
291	نتائج تقدير نموذج ARDL	12
292	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الحدود	13
293	نتائج اختبارات تشخيص الأخطاء العشوائية للنموذج المقدر	14

فانما سر
الحنون فانما سر

الصفحة	المحتويات
	شكر وعرافان
	إهداء
أ-خ	المقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية وسياسة التيسير الكمي	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية
03	المطلب الأول: تعريف وأهداف السياسة النقدية التقليدية
15	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية وفعاليتها
19	المطلب الثالث: أسباب فشل أدوات السياسة النقدية التقليدية
21	المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية
21	المطلب الأول: تعريف وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية
25	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية
33	المطلب الثالث: مبادئ وشروط تنفيذ أدوات السياسة النقدية غير التقليدية
37	المبحث الثالث: سياسة التيسير الكمي
37	المطلب الأول: تعريف وأهداف سياسة التيسير الكمي
43	المطلب الثاني: قنوات انتقال سياسة التيسير الكمي
49	المطلب الثالث: آثار ومخاطر تبني سياسة التيسير الكمي
54	خلاصة
الفصل الثاني: مفاهيم أساسية حول استقرار النظام المالي	
56	تمهيد
57	المبحث الأول: النظام المالي
57	المطلب الأول: مفهوم وعناصر النظام المالي
61	المطلب الثاني: وظائف وأساليب النظام المالي
66	المطلب الثالث: تحديات النظام المالي والعوامل المؤثرة في أداءه
70	المبحث الثاني: استقرار النظام المالي
70	المطلب الأول: مفهوم وأهمية الاستقرار المالي

77	المطلب الثاني: أسباب عدم استقرار النظام المالي
81	المطلب الثالث: شروط إعداد إطار عام لاستقرار المالي وآلية العمل لتحقيقه
88	المبحث الثالث: طرق ضمان استقرار النظام المالي
88	المطلب الأول: سياسات السلامة الاحترازية
97	المطلب الثاني: المؤشر التجميعي
106	المطلب الثالث: نظم الإنذار المبكر واختبارات الإجهاد المالي
114	خلاصة
الفصل الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية وتحقيق الاستقرار المالي	
116	تمهيد
117	المبحث الأول: دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي
117	المطلب الأول: تطور أهداف البنك المركزي
121	المطلب الثاني: مهام البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي
125	المطلب الثالث: التحديات التي تواجهها البنوك المركزية بعد الأزمة المالية 2008
128	المبحث الثاني: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية في بعض الدول المتقدمة
128	المطلب الأول: فعالية سياسة التيسير الكمي في اليابان
135	المطلب الثاني: فعالية سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية
143	المطلب الثالث: فعالية سياسة التيسير الكمي في منطقة اليورو
152	المبحث الثالث: تجربة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في تطبيق سياسة التشديد الكمي
152	المطلب الأول: أفكار حول تطبيع السياسة النقدية وآثارها المحتملة
166	المطلب الثاني: الحجم الطبيعي لميزانية الاحتياطي الفيدرالي
168	المطلب الثالث: خطة الاحتياطي الفيدرالي لتقليص ميزانيته العمومية
175	خلاصة
الفصل الرابع: أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية	
177	تمهيد
178	المبحث الأول: رصد الاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية

178	المطلب الأول: المؤشر التجميعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له
184	المطلب الثاني: تطور المؤشر التجميعي للاستقرار المالي والمؤشرات المكونة له
188	المطلب الثالث: المفاضلة بين الاستقرار النقدي والاستقرار المالي
194	المبحث الثاني: توصيف النموذج القياسي المعتمد في الدراسة
194	المطلب الأول: السلاسل الزمنية واستقراريتها
205	المطلب الثاني: التكامل المشترك والسببية
216	المطلب الثالث: منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) من خلال أسلوب اختبار الحدود
220	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2018
220	المطلب الأول: صياغة النموذج ودراسة الاستقرارية
227	المطلب الثاني: تقدير نموذج ARDL واختبار الحدود للتكامل المشترك
232	المطلب الثالث: تقدير العلاقة في الأجل القصير والطويل واختبار العلاقة السببية
238	خلاصة
239	الخاتمة
245	قائمة المراجع
268	قائمة الملاحق
294	فهرس الأشكال والجداول والملاحق
299	فهرس المحتويات
	الملخص

الملخص:

بعد انفجار الأزمة المالية في أواخر سنة 2008، اضطرت البنوك المركزية في الدول المتقدمة إلى التوجه نحو تنفيذ مجموعة من الأساليب والإجراءات غير التقليدية من أجل التخفيف من عواقب الانهيار وإعادة الانتعاش الاقتصادي، فاستخدمت أدوات نقدية غير تقليدية مثل معدل الفائدة الصفري، التيسير الائتماني، التيسير الكمي وغيرها من مبادرات السياسة النقدية غير التقليدية.

وتهدف هذه الدراسة إلى تقدير وتحليل أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2008-2018)، حيث تم قياس استقرار نظامها المالي من خلال بناء مؤشر تجميعي للاستقرار المالي، وقياس أثر سياسة التيسير الكمي على هذا المؤشر باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي ضعيف لسياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية في الأجل القصير والطويل. وبناءً عليه، توصي الدراسة بعدم المبالغة في تطبيق سياسة التيسير الكمي مع ضرورة الاهتمام بتطوير سوق الأوراق المالية لجذب المزيد من الاستثمار المحلي والأجنبي.

الكلمات المفتاحية: التيسير الكمي؛ الاستقرار المالي؛ ARDL؛ اختبار الحدود؛ الاقتصاد الأمريكي.

Abstract:

After the financial crisis in late 2008, central banks in developed countries were forced to adopt a range of unconventional tools and measures to mitigate the consequences of the collapse and facilitate economic recovery. They used unconventional monetary policy tools such as zero interest rate, qualitative easing, quantitative easing and other unconventional monetary policy initiatives.

The objective of this study is to estimate and analyze the impact of the quantitative easing policy on the stability of the financial system in the United States during the period (2008-2018). The stability of their financial system was measured by constructing an aggregate financial stability index (AFSI), and measuring the impact of quantitative easing policy on this index by using the autoregressive distributed lag (ARDL) bounds testing approach.

The results indicate that the quantitative easing policy has a weak significant positive impact on the stability of the financial system in the United States in the short and long term. Therefore, the study recommends that the quantitative easing policy should not be overstated. In addition, taking into consideration the importance of developing the stock market, as well as attracting more domestic and foreign investment.

Keywords: Quantitative Easing; Financial Stability; ARDL; Bounds Testing; American Economy.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

