

السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة
وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية

Unconventional monetary policies in developed countries and their
implications for central banks in developing countries work

د/علي صاري *

أستاذ محاضر - ب -

جامعة سوق أهراس - الجزائر -

الملخص:

دفع تفاقم الانكماش الاقتصادي العالمي بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة منذ بداية الأزمة، إلى إجراءات تحفيزية نقدية سميت بالسياسات غير التقليدية، حيث عمدت البنوك المركزية فيها إلى الابتعاد على نحو متزايد عن استهداف التضخم، إلى تنفيذ عدد لا يُحصى من السياسات والممارسات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانخيار وتيسير التعافي الاقتصادي. فوسعت موازانتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات ومن ثم تحفيز الطلب الكلي، وهي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية التي تستخدمها البنوك المركزية للتأثير في النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، السياسة النقدية غير التقليدية، التيسير الكمي، حرب العملات، الفائدة الصفرية.

Abstract: The international economic slowdowns push the monetary authorities of the main developed countries to practice monetary incentives known as non-conventional policy since the beginning of the crisis, where the central banks proceeded to move away increasingly from inflation targeting, to implement a myriad of monetary policies and practices for lightening collapse consequences and to facilitate economic recovery. Thus, they expended their balance sheets and injected liquidity to sway on revenue and its structure and thus stimulate aggregate demand; and it is a set of methods and procedures unusual in the traditional monetary policy used by central banks to influence economic activity for achieving specific economic goals, during a certain period of time.

Keywords: Monetary policy, non-conventional monetary policy, quantitative management, war currency, zero interest.

* sariali83@yahoo.com

مقدمة:

عرفت السنوات الأخيرة بعد الأزمة المالية جنوح بعض الدول المتقدمة، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، إلى انتهاج أدوات غير تقليدية في تسيير السياسة النقدية من أجل دفع عمليات النمو الاقتصادي، و تجنب الانهيار المالي، والإفلات من الركود، وخفض مستويات البطالة، واستعادة النمو، تطلب من البنوك المركزية معالجة عديد من اختلالات التوازن والمتزامنة أحياناً، إلى الابتعاد على نحو متزايد عن استهداف التضخم، وتنفيذ عدد لا يُحصى من السياسات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار وتيسير التعافي الاقتصادي، كل هذه المهام أدت إلى البحث عن إعادة تعريف جذرية لأهداف البنوك المركزية وإلقاء علامات من الشك على مدى أهمية الحفاظ على استقلالها؛ حيث كان أداء البنوك المركزية خلال الأزمة سبباً في التساؤل حول ما إذا كان استهداف التضخم إطاراً فعالاً في ظل الصدمات المتكررة، وما إذا كان من الممكن استمرار هذا الهدف على مدى الدورات الاقتصادية المتعاقبة.

حيث تبنت أغلب البنوك المركزية للاقتصاديات المتقدمة بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية في إطار سياساتها النقدية استهداف متغيرات اقتصادية كمية غير معتادة في السياسات النقدية من قبل، وأعطيت لها تعبيرات اقتصادية مختلفة -مثل سياسة سعر الفائدة صفر (ZIRP)، والتيسير الكمي (QE)، والتيسير الائتماني (CE)، والتوجيه المسبق (FG)، وسعر الفائدة السليبي على الودائع (NIRP)، والتدخل غير المحدود في الصرف الأجنبي (U-FX Int)-. هذه المستهدفات هي التصرفات أو الأدوات الخاصة بالسياسات النقدية غير التقليدية المعتمدة من قبل البنوك المركزية المتقدمة بعد الأزمة المالية، في انتظار ردود أفعال من البنوك المركزية في الدول النامية والمتخلفة ومدى قدرتها على تحمل الانعكاسات الناتجة عن مثل هذه التصرفات.

وبعبارة أخرى، فإن بلدان الأسواق الناشئة، رغم خضوعها لتأثيرات جانبية كبيرة وصدمات ناجمة عن السياسات النقدية التي تنتهجها الاقتصادات المتقدمة، أصبحت مسؤولة عن تدبير أمورها بنفسها؛ فقد أدت السياسات المعمول بها في الاقتصادات المتقدمة إلى الدفع بتدفقات ضخمة ومتقلبة من رأس المال إلى الأسواق الناشئة الكبرى، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعار الصرف لديها وإلحاق الضرر بقدرتها التنافسية -وهي الظاهرة التي أشارت إليها رئيسة البرازيل ديلما روسوف في وقت لاحق بوصفها "تسونامي رأس المال". فبمجرد ما إن أعلن الاحتياطي الاتحادي اعترامه البدء في خفض مشترياته من الأصول تدريجياً، أصبح الوصول إلى رأس المال أكثر صعوبة وأعلى تكلفة

بالنسبة للاقتصادات الناشئة -وهو التحول الذي كان مؤلماً بشكل خاص في البلدان التي يضطرها عجز الحساب الجاري الضخم لديها إلى الاعتماد على التمويل الأجنبي.

1- أهمية الدراسة: تنبع أهمية هذه الدراسة من أجل معرفة الانعكاسات التي يمكن أن تحدث على أعمال البنوك المركزية في مجال تسيير السياسة النقدية للدول النامية، وتجنّب اقتصاداتها الآثار المترتبة على الممارسات غير التقليدية للبنوك المركزية في الدول المتقدمة، باعتبار أن معظم الاقتصاديات النامية مرتبطة ومعتمدة على الاقتصاديات المتقدمة.

2- أهداف الدراسة: إن هذه الدراسة تسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف تتمثل في:

- محاولة معرفة السياسة النقدية غير التقليدية المعتمدة في اقتصاديات الدول المتقدمة.
- محاولة توضيح مدى انعكاس هذه السياسات غير التقليدية في الدول المتقدمة على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية.

3- مشكلة الدراسة: تحاول هذه الدراسة الإجابة عن إشكالية أساسية مفادها: ما مدى انعكاس السياسات النقدية غير التقليدية المنتهجة في الدول المتقدمة على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية؟

4- فرضية الدراسة: بنيت هذه الدراسة على فرضية مفادها أن البنوك المركزية في الدول النامية غير قادرة على مواكبة التطورات الحاصلة في السياسة النقدية في الدول المتقدمة، وهو ما سينعكس على فعاليتها وقدرتها على تسيير سياستها النقدية من جهة، وتحمل ارتداد هذه السياسات على اقتصاديات البلدان النامية من جهة ثانية.

5- خطة الدراسة: سنحاول البحث عن الإجابة لهذه الإشكالية من خلال مجموعة من العناصر المشكلة لهذا البحث، والتي هي على الترتيب:

أولاً: البنوك المركزية وإدارة السياسة النقدية.

ثانياً: الدول المتقدمة وانتهاج السياسة النقدية غير التقليدية.

ثالثاً: التحديات الجديدة التي تواجه البنوك المركزية في الدول النامية.

رابعاً: الخاتمة ونتائج الدراسة.

أولاً: البنوك المركزية وإدارة السياسة النقدية

تحتل البنوك المركزية مركز الصدارة في الجهاز المصرفي، وهي عبارة عن الهيئة التي تتولى إصدار النقود وتضمن سلامة النظام المصرفي، كما يوكل إليها الإشراف على السياسة الائتمانية في الدولة، بما يترتب على هذه السياسة من تأثيرات مهمة في النظامين الاقتصادي والاجتماعي.

1- مفهوم السياسة النقدية: تعرف السياسة النقدية على أنها مجموعة الإجراءات التي تتبعها السلطات النقدية للسيطرة على عرض النقود، من خلال إحداث تغيرات في كمية النقود (كمية وسائل الدفع) أو عرض النقود بما يتلاءم وظروف البلد الاقتصادية، حيث تسعى السلطات النقدية من خلال هذه الإجراءات إلى حقن الاقتصاد بالكمية النقدية المرغوب فيها وتسريب أو امتصاص الكمية النقدية غير المرغوب فيها¹.

في حين أن المقصود بفاعلية السياسة النقدية هو مدى قدرة السياسة النقدية في التأثير على مجمل النشاط الاقتصادي بغية تحقيق الأهداف التي تسعى إليها هذه السياسة النقدية؛ إذ إن أهداف السياسة النقدية متمثلة في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة للقطاعات الإنتاجية، وتحقيق قدر مناسب من الاستقرار في قيمة العملة الوطنية، وكذلك مساهمة السياسة النقدية في تسريع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي تشهدها البلدان النامية، وذلك من خلال مجموعة من الوسائل والأدوات الكمية والنوعية للسياسة النقدية لبلوغ أهدافها المذكورة².

من هذا نستنتج أن أي تعريف للسياسة النقدية يجب أن يلخص أهم العناصر المكونة لها، والتي تتمثل في مجموعة الإجراءات المتبعة، والأدوات المستخدمة حسب هدف السياسة الاقتصادية، ووجود سلطة مشرفة على هذه السياسة، ووضوح الهدف الذي ترغب في الوصول إليه.

2- أهداف السياسة النقدية: يعتلي هدف تحقيق الاستقرار النقدي سلم أولويات السياسة النقدية للبنوك المركزية في المرحلة الحالية. ويقصد بالاستقرار النقدي هنا استقرار المستوى العام للأسعار، واستقرار سعر صرف العملة المحلية، وتوفير هيكل أسعار فائدة ملائم. فالاستقرار النقدي يعتبر أحد أهم أركان البيئة الجاذبة للاستثمارات، سواء أكانت محلية أم أجنبية، وهذه الاستثمارات هي المحرك الرئيس للنشاط الاقتصادي؛ وبهذا يكون الدور الذي يؤديه البنك المركزي في النمو الاقتصادي دوراً غير مباشر³.

ويعمد الاقتصاديون إلى تقسيم أهداف السياسة النقدية عادة إلى مجموعتين من الأهداف: أهداف نهائية وأهداف وسيطة، نتناولها فيما يأتي:

1-2- الأهداف النهائية: إن الهدف العام للسياسة النقدية مثل السياسة الاقتصادية، وهو تحقيق نمو حقيقي دون تضخم مع توازن في ميزان المدفوعات الخارجية ومع توزيع أمثل لموارد المجتمع. ونجد هذه الأهداف في البلاد العربية نتيجة استقرار التشريعات، والتي تدور حول العناصر الآتية⁴:

— تحقيق الاستقرار النقدي لمحاربة التضخم، مع ضمان قابلية صرف العملة والحفاظ على قيمتها الخارجية؛

- دعم السياسة الاقتصادية للدولة بما يحقق التوازن الداخلي والخارجي.

2-2- الأهداف الوسيطة: تعبر هذه الأهداف عن تلك التغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية، ويشترط في الأهداف الوسيطة أن تستجيب لما يأتي:

- وجود علاقة بينها وبين الأهداف النهائية؛

- إمكانية مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات (أدوات السياسة النقدية)؛

وعليه فإن نجاح البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للبلد إنما تحدده مجموعة من العوامل والشروط الذاتية أو المؤسسية، تتعلق بمباكل هذه البنوك وتطورها ونوعية مواردها البشرية وغير ذلك من العوامل الخاصة بهذه البنوك، كما يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الموضوعية، وأبرزها درجة استقلاليتها ومصادقية سياساتها النقدية وإجراءاتها التنفيذية، مع قدر كبير من الشفافية في عملها وخضوعها للمساءلة عن مدى نجاحها في تحقيق الأهداف المنوطة بها.

ثانياً: الدول المتقدمة وانتهاج السياسة النقدية غير التقليدية

قامت البنوك المركزية الرئيسة في العالم بتدابير غير اعتيادية في السياسة النقدية، فقد تم القيام بتقديم دعم ائتماني معزز للنظام المصرفي، و تيسيرات ائتمانية، و تيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية - وهذا على سبيل المثال لا الحصر من التدابير المتخذة. ويرى البعض في هذه التدابير استمراراً للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى غير تقليدية، فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى أقل من الصفر، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية، فوسعت موازناتها العامة، وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات ومن ثم تحفيز الطلب الكلي.

1- تعريف السياسة النقدية غير التقليدية: لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير التقليدية، حيث لم تعرف حتى الآن سوى من جانبين: جانب المستهدفات، وجانب الأدوات (الوسائل) المستخدمة في مثل هذه السياسات؛ وعليه يمكن تعريف السياسة النقدية من هذين الجانبين، وهما:

1-1- من جانب الأدوات المستخدمة: عُرفت بأنها⁵ سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز، وتسهيلات ائتمانية، و تيسيرات 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.

1-2- أما من جانب المستهدفات: فإنها مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق 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...).

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية: بأنها⁶ 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 الاقتصاد.

2- شروط تنفيذ السياسة النقدية غير تقليدية: نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية، وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسة النقدية، فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية، هذه الشروط هي⁷:

1-2- 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 تفصيل 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 النظام المالي.

2-2- لا بد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة، بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تُعد الأداة الرئيسة لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري"، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات.

2-3- وبقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي؛ فمن حقها أن تكون مدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي؛ والتعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي؛ والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف.

3- تعدد أهداف البنوك المركزية في الدول المتقدمة بعد الأزمة: إن أهداف البنوك المركزية في الدول المتقدمة فيما بعد الأزمة لم تعد تقتصر على استقرار الأسعار، أو استهداف

التضخم، بل انتقل إلى أهداف اقتصادية كمية، وفي الولايات المتحدة مثلاً: تبنى بنك الاحتياطي الفدرالي في الأساس هدف التوظيف الكمي، في الوقت الذي تم فيه إخضاع أهداف الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وغير ذلك من الأهداف المتغيرة للمناقشة في دول أخرى، بما في ذلك البنك المركزي الأوروبي الأكثر تحفظاً.

والسبب الحقيقي وراء نظام متعدد الأهداف للسياسة النقدية، هو خلق نوع من الضعف في استقلالية البنوك المركزية على نحو متزايد، لتمكين السياسيين من تسيير الأزمة، والتحكم في سيرورة الاقتصاد على نحو يضمن لهم الدعم المنشود، وأن الحجتين الرئيسيتين الداعمتين لهما⁸:

✓ تلخص الحجة الأولى في أن غياب هذا الاستقلال يجعل الساسة قادرين على استغلال التأثيرات الإيجابية قصيرة الأجل المترتبة على السياسة النقدية في زمن الانتخابات، بصرف النظر عن عواقبها التضخمية الطويلة الأجل، فصناع السياسات لا بد أن يتقبلوا حقيقة مفادها أن استقلال البنوك المركزية سوف يستمر في التدهور والضعف، وأنهم لا بد أن يستعدوا لمواجهة العواقب.

✓ والحجة الثانية هي أن البنوك المركزية تتمتع بميزة نسبية واضحة في التعامل مع القضايا النقدية، وهي بذلك موضع ثقة في سعيها إلى تحقيق أهدافها بشكل مستقل، ولكن هذه الميزة لا تمتد إلى مجالات سياسية أخرى. وأن الأزمة قادت السلطات النقدية حول العالم للتساؤل عما إذا كان يجب عليها تحديد أهداف جديدة للسياسات النقدية، واستخدام أدوات نقدية غير تقليدية، وعن وجود سياسة نقدية وطنية ومستقلة، وعن التحديات التي تواجه البنوك المركزية لتبقى مستقلة وبعيدة عن التجاذبات السياسية.

وعليه، فإن السياسات النقدية غير التقليدية، في غياب السياسات المالية المناسبة لمعالجة نقص الطلب الكلي، سوف تظل من السمات الأساسية التي تميز مشهد الاقتصاد الكلي في أعقاب الأزمة المالية، نتيجة اتساع فجوة التفاوت في إعادة توزيع الدخل من الشرائح الأكثر إنفاقاً إلى الشرائح الأكثر ادخاراً. وكذلك كانت الحال بين الاقتصاديات الدائنة والمفرطة في الادخار والتي لا تواجه ضغوطاً من السوق قد تحملها على زيادة الإنفاق، والأسواق المدينة المفرطة في الإنفاق والتي تواجه ضغوطاً من السوق وكانت مضطرة إلى زيادة الادخار.

ثالثاً: التحديات الجديدة التي تواجه البنوك المركزية في الدول النامية

يعتبر وجود سلطة نقدية ضمن إطار الهيكل المالي والنقدي للدولة أمراً ضرورياً من أجل تحقيق سياسة نقدية رشيدة، ولهذا بدأت البنوك المركزية منذ تأسيسها بتولي مهام إصدار النقد وما يترتب على ذلك، ثم بدأت تتولى مهام الرقابة بجميع أنواعها على نشاط الجهاز المصرفي وتوجيهها.

وفي هذا الإطار ما تزال البنوك المركزية في الدول الصناعية التي تعاني من تبعات الأزمة المالية العالمية الراهنة تقول: إن السياسات النقدية المتبعة والتي تساهم في إضعاف عملاتها أصبحت من الخيارات القليلة المتبقية أمامها لتنشيط النمو الاقتصادي، فيما تقول الدول الناشئة مثل البرازيل وتركيا إن هذه السياسات تضر بها لأنها تجعل صادرات الدول النامية أغلى ثمناً ومن ثم أقل تنافسية في السوق الدولية. ففي عام 2010 اتهم وزير المالية البرازيلي **غيدو مانتيغا** الولايات المتحدة بإشعال "حرب العملات"، مشيراً إلى أن الأسواق الناشئة تعاني بسبب هبوط سعر صرف الدولار الذي زاد من تنافسية الصادرات الأميركية في السوق. كما ارتفع وان كوريا الجنوبية بنسبة 30% مقابل الين منذ منتصف عام 2013؛ ولذلك قال مسؤولون كوريون إنهم قد يتخذون إجراءات للحد من تدفق رأس المال إلى الذي يؤدي إلى زيادة سعر صرف الوان.

وقد كان التشابه ملحوظاً إلى حد كبير بين بيان رئيس البنك المركزي الأوروبي **ماريو دراغي** بعد اجتماع مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي وبين أول شهادة أمام الكونغرس تدلي بها رئيسة مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي) **الأمريكي** جانيت يلين، فقد أكد الاثنان أن قرارهما السياسية لن تأخذ بعين الاعتبار سوى الظروف المحلية⁹.

وبعبارة أخرى، فإن بلدان الأسواق الناشئة، رغم خضوعها لتأثيرات جانبية كبيرة وصدمات ناجمة عن السياسات النقدية التي تنتهجها الاقتصادات المتقدمة، أصبحت مسؤولة عن تدبير أمورهما بنفسها؛ فقد أدت السياسات المعمول بها في الاقتصادات المتقدمة إلى الدفع بتدفقات ضخمة ومتقلبة من رأس المال إلى الأسواق الناشئة الكبرى، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعار الصرف لديها وإلحاق الضرر بقدرتها التنافسية -وهي الظاهرة التي أشارت إليها رئيسة البرازيل **ديلما روسوف** في وقت لاحق بوصفها "تسونامي رأس المال". فبمجرد ما إن أعلن الاحتياطي الاتحادي اعتزامه البدء في خفض مشترياته من الأصول تدريجياً، أصبح الوصول إلى رأس المال أكثر صعوبة وأعلى تكلفة بالنسبة للاقتصادات الناشئة -وهو التحول الذي كان مؤلماً بشكل خاص في البلدان التي يضطرها عجز الحساب الجاري الضخم لديها إلى الاعتماد على التمويل الأجنبي.

ومن هنا وجب على البنوك المركزية في الدول النامية الاستعداد لمختلف الصدمات الناتجة عن مثل هذه السياسات، والتي يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاديات الناشئة، وذلك من خلال توفير الأطر والإمكانات التي تمكنها من مواكبة هذه السياسات ومواجهة تحدياتها، وهذا بما يأتي:

1- القدرة على التلاعب بقيمة العملات: إن تطبيق مجموعة من الإجراءات (توفير السيولة، وتخفيض أسعار الفائدة) لتحفيز الطلب وإنعاش الاقتصاد لم تكن كافية للخروج من حالة

الركود، ما دفع بهذه الدول إلى اتخاذ سياسات أخرى مكاملة تعمل على تحفيز نشاطها الاقتصادي، عن طريق التوسع في صادراتها لجعلها أكثر جاذبية سريعة للآخرين باعتماد سياسة تخفيض أسعار الصرف، أي تخفيض قيمة عملاتها مقابل العملات المنافسة بشكل مباشر أو غير مباشر. لكن مثل هذه السياسة التي تطبقها دولة معينة تضر بمصالح الدول الأخرى، التي بدورها تريد تنشيط اقتصادياتها والخروج من دائرة الركود والكساد، بتشجيع الطلب الداخلي وكذلك الخارجي المتمثل في الصادرات، ومن هنا ظهر التسابق بينها في اعتماد سياسة التخفيض التنافسي لأسعار صرف عملاتها.

أ- إذا كانت الدول المتقدمة منسجمة مع نفسها باختيار أسعار فائدة منخفضة، فالدول النامية ليست مجبرة على هذا الاختيار الذي يضر بمصالحها، وعليها ربط عملاتها بسلة من العملات تتحدد أهميتها النسبية في ضوء أهمية شركائها التجاريين؛

ب- تخفيض قيمة عملة بلد ما يجعل صادراته أكثر تنافسية، لأنها تصبح أقل كلفة بالنسبة للمستوردين الأجانب، وبذلك تحفز وتنشط اقتصاده بعيدا عن الركود؛

ج- تخفيض قيمة عملة بلد ما يجعل وارداته أكثر كلفة، وعليه يكون هناك تحول نحو شراء السلع المحلية، الأمر الذي بدوره يخلق طلبا إضافيا يشجع الاستثمار ويحفز الاقتصاد، ويتعزز هذا التأثير إذا ما اتبعت الدولة سياسة توفير السيولة وتسهيل الائتمان وتخفيض سعر الفائدة، كما أشرنا سابقا؛

د- تخفيض قيمة عملة بلد ما يساعد على تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية إلى الداخل مستفيدة من كلف الإنتاج المنخفضة بحكم ضعف قيمة العملة المحلية؛

هـ- ورغم أن الدول النامية غير معنية بحرب العملات لأنها متلقية للصدمات فقط (كما هي العادة)، إلا أنه من المفيد الإشارة هنا أنه لا يمكن تصور نجاح سياسة تخفيض أسعار الصرف في هذه الدول لتحقيق آثار إيجابية على موازينها التجارية، وذلك لانخفاض مرونات كل من صادراتها ووارداتها بسبب تخلف واختلال هيكلها الإنتاجي؛

الشكل رقم (01): الخفض المفاجئ لليوان (الرينمينبي) الصيني في مقابل الدولار.



2- توفير التسهيلات الكمية والائتمانية: يعتبر التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم في أوقات الأزمات، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة الحالية، حيث يشهد العالم حالياً سباقاً محموماً نحو التسهيل النقدي في المراكز الرئيسية في العالم، حيث أعلن البنك المركزي الأوروبي بدء برنامج لشراء سندات الدول المدينة في أوروبا دون حد أقصى، بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي، وهذا لا يعني أن البنك المركزي الأوروبي سيباشر عملية تيسير كمي، وإنما هي عملية تهدف إلى شراء السندات بكميات غير محددة، وذلك لرفع فرص إنقاذ الدول التي تعاني أزمة ديون سيادية. في الأسبوع ذاته أعلن الاحتياطي الفيدرالي إطلاق موجة جديدة من التيسير الكمي¹⁰.

فلقد أصبح من الواضح اليوم أن أي دولة في العالم لا تقدم على التسهيل النقدي سوف تجد عملتها تميل نحو الارتفاع بالنسبة للدولار والعملات الأخرى، وهو ما يؤثر على تنافسيتها، الأمر الذي سوف يضع ضغوطاً على الدول بأن ترد على مثل هذه السياسات لحماية عملاتها، وهو ما يمكن أن يجبر دول العالم على الدخول في سلسلة غير منضبطة من تخفيض العملات والتخفيض المضاد، ويمكن أن تنتقل هذه الموجة العالمية من سياسات التيسير الكمي من دولة إلى أخرى على نفس سياق التسابق في تخفيض قيمة العملات الذي حدث في فترة ما بين الحربين العالميتين، ومما لا شك فيه أن التحرك الذي قام به الاحتياطي الفيدرالي وردود الفعل من كثير من البنوك المركزية في العالم تمثل جميعها إشارات لاحتمالات قيام حرب عملات بين المراكز التجارية الرئيسية في العالم¹¹.

1- تعريف التيسير الكمي: التيسير الكمي أو التسهيل الكمي، وبالإنجليزية Quantitative Easing أو (QE): هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد. ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدية المعتادة بأكثر شراء أو بيع للأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند القيمة المستهدفة (معدلات فائدة صفرية)¹².

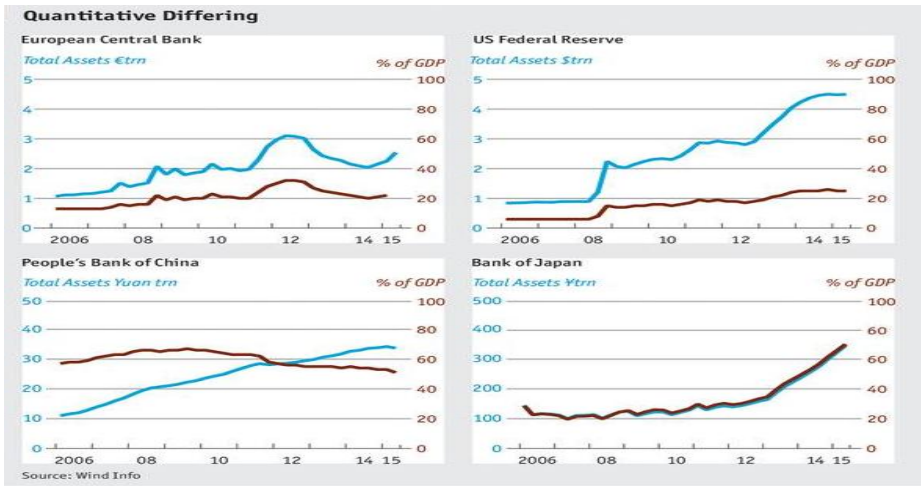
كما يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته الحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار فائض من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل)، وقد أستخدم هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين، عندما أستخدم التسهيل الكمي (QE1؛ 1700 مليار دولار) للتخفيف من أثر الأزمة المالية من 2008-2009 من قبل الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة¹³.

أي أن التيسير الكمي (QE) هو عملية خلق النقود من فراغ، حيث سيقوم الاحتياطي الفيدرالي بزيادة الأساس النقدي (Monetary Base) في الولايات المتحدة، واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية، التي يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة، يعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي¹⁴.

وعليه، فإن التيسير الكمي يعمل بطريقتين على قيمة العملة¹⁵: **الأولى** أنه يشجع المضاربين على تخفيض قيمة العملة. **والثاني** أن وجود أكبر مبلغ من المال في التداول يخفض أسعار الفائدة، هاتان الطريقتان (تخفيض قيمة العملة، وتخفيض أسعار الفائدة) يمكن من خالهما للشركات المحلية اقتراض المال في البلاد وتقديمه (استثماره أو توظيفه) في بلد آخر حيث سعر الفائدة أعلى، وتحقيق ربح من خلال الفرق في أسعار الفائدة، كما أنه من الناحية الفنية، فهي تباع العملة الوطنية في السوق الدولية، مما يقلل من قيمتها (حرب عملات بطريقة ذكية).

السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية

الشكل رقم (2): حجم التسهيلات الكمية كنسبة من الإنتاج المحلي (GDP) في الولايات المتحدة، اليابان، الصين، الاتحاد الأوروبي.



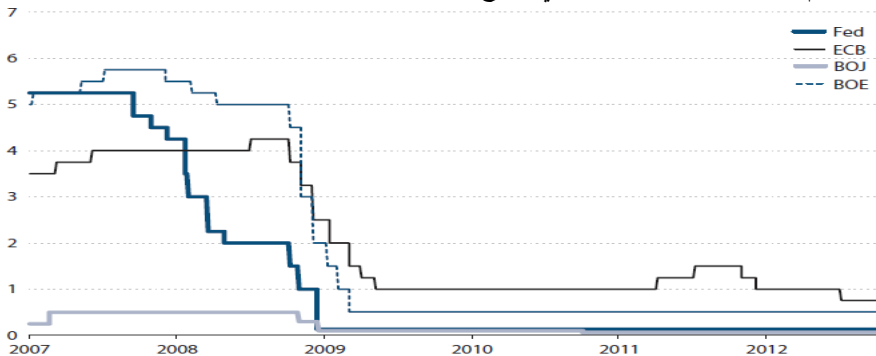
المصدر: إبراهيم السقا، حجم التسهيلات الكمية في مجموعة من البنوك المركزية، متاح على:

www.aleqt.com/22/09/2015/article_

3- التخفيضات المتدنية -الصفريّة- لمعدلات الفائدة: أجريت عدة دراسات لبيان

أسباب تغير سعر صرف العملات الأجنبية، ومن هذه الدراسات بيان أثر تغير نسبة الفائدة على أسعار صرف العملات الأجنبية، حيث إن المنطق يوحي بأن المستثمرين يتوجهون لبيع العملة ذات الفائدة القليلة وشراء العملة ذات الفائدة المرتفعة، مما يؤثر سلباً على سعر الأولى وإيجاباً على الثانية، وبذلك يؤثر على أسعار صرف هذه العملات ¹⁶.

الشكل رقم (4): أسعار الفائدة الصفريّة في نماذج من البنوك المركزية، Fed. ECB. BOJ. BOE



Source: Federal reserve bank of st, louis review, January/February 2013, 95(1), p 51.

كما أن التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية خلال الربع الثاني من سنة (2015م) تشير إلى حدوث بعض التغيرات على أسعار الفائدة لدى بعض المصارف وثباتها دون تغير لدى مصارف أخرى، فقد أبقى الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25% دون تغير للسنة الخامسة على التوالي¹⁷؛ ويعتبر هذا التثبيت لسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض (الصفري) منسجمًا مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة، الهادفة إلى حفز النمو الاقتصادي من خلال سياسات نقدية ومالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي، وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة خلال الربع الثاني من سنة 2013 بواقع ربع نقطة أساس ليصبح 0.5% مقارنة مع 0.75% في الربع الأول من السنة نفسها. وفي المقابل أبقت المصارف المركزية في كل من اليابان، والمملكة المتحدة، وسويسرا أسعار الفائدة كما هي دون أي تغيرات، علمًا بأن تلك الأسعار متدنية أصلاً وقرينة من الصفر¹⁸.

الجدول رقم (02): أسعار الفائدة المطبقة في مجموعة من الدول المتقدمة

الدولة	2014				تاريخ آخر تعديل
	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	
الولايات المتحدة	0.25	0.25	0.25	0.25	2008/12/16
منطقة اليورو	0.15	0.50	0.050	0.050	2014/01/04
المملكة المتحدة	0.50	0.50	0.50	0.50	2009/03/05
سويسرا	0.00	0.00	- 0.725	- 0.725	2014/12/03
اليابان	0.10	0.10	0.10	0.10	2008/12/19
نيوزيلندا	3.25	3.50	3.50	3.50	2014/07/23
الصين	6.00	6.00	5.60	5.35	2014/11/21
البرازيل	11.0	11.0	11.75	12.75	2014/12/03
تركيا	8.75	8.25	7.75	7.50	2014/12/20
مصر	8.75	8.75	8.75	8.75	2013/09/19
إسرائيل	0.75	0.25	0.25	0.10	2014/09/14

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

ومن المعروف أن بعض المصارف المركزية في دول هذه المجموعة تقوم باتباع سياسة استهداف التضخم، حيث يتم ضبط وتعديل أسعار الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف، يضاف إلى ذلك أن وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول، يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة، وهو ما يعرف باسم (hot money) الذي تنتج عنه مشاكل مالية كثيرة في معظم الأحيان .

وتتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، وعليه (فإن منحني الطلب على الائتمان يتخذ شكل منحني الطلب العادي حيث ينحدر

من أعلى إلى أسفل وإلى جهة اليمين). كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة في الأسواق الدولية للعملات، من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى. ويمكن النظر إلى أثر سعر الفائدة على أسعار الصرف من خلال:

✓ سعر الفائدة على الإقراض: في ظل ثبات عرض النقود، فإن الطلب على النقود يعتمد على مستوى الدخل الحقيقي وسعر الفائدة، إذ يمارس سعر الفائدة تأثيراً كبيراً على سعر الصرف، فارتفاع سعر الفائدة على القروض مقارنة بأسعار الفائدة الأجنبية يؤدي إلى زيادة الاقتراض من البنوك الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع قيمتها، وهذا ما يؤثر سلباً على الصادرات ووضوح الحساب الجاري في ميزان المدفوعات؛ ولهذا تُتبع سياسة معدل الفائدة الصفري في حالة الكساد (الأزمات) من أجل تجنب مثل هذه الحالات.

✓ العلاقة بين عرض النقد وسعر صرف العملة المحلية: إن سعر الصرف يعتمد على نسبة (Ratio)، فزيادة التيسير الكمي يؤدي إلى تغيير مستوى الأسعار المحلية، وانخفاض سعر صرف العملة المحلية، ويؤدي إلى زيادة الصادرات، ومنه زيادة الناتج المحلي من خلال زيادة الاستثمار¹⁹.

✓ العلاقة بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف: ففي اقتصاد مفتوح، وفي ظل ثبات سعر الصرف، فإن عرض النقود هو متغير تابع يتأثر بالتغيرات التي تحصل في ميزان المدفوعات (إذ إن وجود فائض في ميزان المدفوعات يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية، مما يؤدي إلى زيادة قيمتها الخارجية)، أما في حالة (وجود عجز في ميزان المدفوعات فإنه يؤدي إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية)، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية²⁰.

جدير بالذكر أن البنوك المركزية في أمريكا وأوروبا لم تشرع في استخدام الأدوات غير التقليدية إلا بعد وصول أسعار الفائدة إلى مستويات متدنية، وفقدانها القدرة على تنشيط الاقتصاد، وكان على البنوك المركزية إيجاد أدوات بديلة.

الخلاصة والنتائج:

لقد كان اتخاذ البنوك المركزية الرئيسة لتدابير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية السمة المميزة للأزمة المالية العالمية؛ حيث تبنت أغلب بنوك المركزية للاقتصادات المتقدمة بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية في إطار سياساتها النقدية استهداف متغيرات اقتصادية كمية غير معتادة في السياسات النقدية من قبل، وأعطيت لها تعبيرات اقتصادية مختلفة -مثل سياسة سعر الفائدة صفر (ZIRP)، والتيسير الكمي (QE)، والتيسير الائتماني (CE)، والتوجيه المسبق (FG)، وسعر الفائدة السليبي على الودائع (NDR)، والتدخل غير المحدود في الصرف الأجنبي (U-FX Int)-.

هذه المستهدفات هي التصرفات أو الأدوات الخاصة بالسياسات النقدية غير التقليدية المعتمدة من البنوك المركزية المتقدمة بعد الأزمة المالية.

كما أن لا أحد يستطيع أن ينكر التحديات التي تواجهها السياسة النقدية في الاقتصادات الناشئة، التي تتميز بأن لديها كثيراً من المشاكل الخاصة بها التي يتعين عليها أن تعالجها في الوقت الحالي، ما زالت كبيرة ومعقدة، فالمستهدفات الأساسية للسياسة النقدية لهذه الاقتصادات، التي تتمثل في استقرار الأسعار، وفي ذات الوقت السيطرة على التضخم ضمن نطاق مستهدفات محددة، لا تتحقق حالياً في معظمها، فالأوضاع الاقتصادية في هذه الدول لا يسير على نحو مُرضٍ بالنسبة لصانعي السياسة النقدية التي تتطلب نوعاً من الاستقلالية في اتخاذ القرارات وتحديد الأهداف. إضافة إلى أن هذه البلدان كانت ضحية للسياسات النقدية غير التقليدية التي انتهجتها الاقتصادات المتقدمة، والتي أدت إلى زيادة تقلب تدفقات رأس المال على مدى العقود الثلاثة الماضية، وامتدت التأثيرات الجانبية المترتبة عن هذه السياسات النقدية المتبعة في الاقتصادات المتقدمة إلى ما هو أبعد من الصدمات المالية. فالاقتصادات الناشئة تعاني أيضاً من التأثيرات المترتبة على اختلال التوازن الخارجي لدى البلدان المتقدمة، ولاسيما فوائض الحساب الجاري المتضخمة.

1- إن السياسات النقدية فيما بعد الأزمات الاقتصادية تجاوزت الدور التقليدي بالسعي نحو الاستقرار النقدي من خلال أسعار الفائدة ومواجهة التضخم إلى تحقيق هدف أشمل وهو الاستقرار المالي والمصرفي بشكل عام، وذلك من خلال السياسات الجديدة التي بدأت البنوك المركزية باتباعها؛

2- إن استخدام أدوات غير تقليدية أمر مفيد فقط في الظروف الاستثنائية، ولا يوجد مبرر لاستخدامها في الظروف العادية، وأن البنوك المركزية ينبغي أن تهدف إلى إعادة السوق لحالته الطبيعية، للقضاء على الحاجة إلى استخدام أدوات غير تقليدية؛

3- دفع تفاقم الانكماش بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة منذ بداية الأزمة إلى إجراءات تحفيز نقدي تسمى - بالسياسات غير التقليدية - من شأنها أن تقوم محل السياسة التقليدية، وتعتمد البنوك المركزية على مثل هذه الإجراءات في حالة ما إذا لم تعد قنوات انتقال السياسة النقدية التقليدية فعالة لدعم النشاط الحقيقي؛

4- استخدمت البنوك المركزية أدوات حديثة لتحديد موقف السياسة النقدية، عندما أصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى (أقل من الصفر)، فوسعت موازاناتها العامة، وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات، ومن ثم تحفيز الطلب الكلي، وهي

مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية للتأثير في النشاط الاقتصادي (لتحقيق أهداف اقتصادية محددة)، خلال فترة زمنية معينة".

5- إن مهمة البنوك المركزية صعبة بما فيه الكفاية، وبذلك فإن إضافة أهداف رقمية وعتبات ومعايير جديدة سيجعل مهمتها أصعب حتى من ذي قبل، لاسيما في الاقتصاديات الناشئة التي تفتقر إلى الأدوات والإمكانات لممارسة مثل هذه السياسات؛

6- الاقتصادات الناشئة لديها مشاكل كثيرة يتعين عليها معالجتها، ولا أحد ينكر أن هذه البلدان كانت ضحية سياسات نقدية للاقتصادات المتقدمة، أدت إلى زيادة تقلب تدفقات رأس المال على مدى العقود الثلاثة الماضية، ولأن الدولار الأميركي واليورو هما العملات الرئيسيتان للاحتياجات الدولية، فإن الآثار الجانبية لا بد أن توضع في الحسبان.

7- إن عجز السياسات النقدية غير التقليدية عن منع الانكماش الصريح يعكس جزئياً حقيقة مفادها أن مثل هذه السياسات تسعى إلى إضعاف العملة، ومن ثم تحسين صافي الصادرات وزيادة التضخم، لكن هذا بمثابة لعبة محصلتها صفر لا تفضي إلا إلى تصدير الانكماش والركود إلى اقتصادات أخرى هي في أصعب حال؛

8- على الاقتصاديات الناشئة والنامية الاستعداد والتحوط لمختلف سيناريوهات الصدمات التي يمكن أن تنتج عن السياسات النقدية غير التقليدية في البلدان المتقدمة، بتسخير مختلف الوسائل والإمكانات الممكنة، بما في ذلك حيز استقلالية اتخاذ القرارات النقدية، وتنفيذها بعيداً عن الميولات السياسية والتوجهات الأيديولوجية.

- ¹ - عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، دار مجدلاوي للنشر، عمان 1999، ص 207.
- ² - هيل عجمي جميل، رمزي ياسين، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر، بغداد 2009، ص 259.
- ³ - أمية طوقان، محافظ البنك المركزي الأردني، دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية²⁻³ 3-2 جويلية 2005، بتصرف.
- ⁴ - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2006، ص 54.
- ⁵ - MICHAEL Joyce, David Miles, **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy**, The Economic Journal, November 2012, P 276.
- ⁶ - Mark Gertler and Peter Karadi, **Model of Unconventional Monetary Policy**, NY University, April 2010, p2.
- ⁷ - JEAN-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'être**, International Journal of Central Banking, January 2013, pp 237-238.
- ⁸ - ماريو بليكير ، البنوك المركزية وفكرة الاستقلال، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/18/8/2015>
- ⁹ - خوسيه أنطونيو، الاقتصادات الناشئة مسؤولة عن نفسها، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/25/8/2015>
- ¹⁰ - REUTERS Yuriko Nakao, **global currency war**, october 2010, P3.
- ¹¹ - Ronald McKinnon, and Zhao Liu, **Modern Currency Wars**, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series437, October 2013, P8 .
- ¹² - موسوعة ويكيبيديا، بتصرف، متاح على: <http://www.ar.wikipedia.org> 05/02/2014
- ¹³ - URI DADUSH and Vera eldelman. **currency war**. Carnegie endowment 2011.P13.
- ¹⁴ - ANUCHA Magavi, **Quantitative Easing-A Blessing or a Curse?** CRISIL Young Thought Leader 2012, P3.
- ¹⁵ - RONALD McKinnon, and Zhao Liu, **op cit** , p4.
- ¹⁶ - عبد العزيز فريد صايمة، نحو نموذج رياضي لقياس أثر نسبة الفائدة والتذبذب الضمني مجتمعين في استطلاع أسعار العملات العالمية الرئيسية، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية، جامعة عمان العربية 2009، ص 4.
- ¹⁷ - دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، نشرة الأسواق العالمية، سلطة النقد الفلسطينية، العدد السادس، الربع الثاني، تموز 2013، ص 4.
- ¹⁸ - محمود عبد العزيز الأحمد، حرب العملات تطل برأسها مجددا، القبس الاقتصادي، يناير 2013، العدد 142.
- ¹⁹ - باري سيجل، ترجمة طه عبد الله منصور، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، الرياض 1988، ص 680.
- ²⁰ - سمير فخري نعمة، أهمية أسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الأزمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بغداد، 2002، ص 9.

المراجع باللغة العربية:

- 1- أمية طوقان، محافظ البنك المركزي الأردني، دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية"2-3 جويلية 2005، بتصرف.
- 2- باري سيجل، ترجمة طه عبد الله منصور، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، الرياض، 1988، ص680.
- 3- سمير فخري نعمة، أهمية أسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الأزمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بغداد، 2002.
- 4- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 5- عبد العزيز فريد صابمة، نحو نموذج رياضي لقياس أثر نسبة الفائدة والتذبذب الضمني مجتمعين في استطلاع أسعار العملات العالمية الرئيسية، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية، جامعة عمان العربية، 2009،
- 6- عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 7- محمود عبد العزيز الأحمد، حرب العملات تطل برأسها مجددا، القيس الاقتصادي، يناير 2013، العدد 142.
- 8- هيل عجمي جميل، رمزي ياسين، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر، بغداد 2009.

المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- ANUCHA Magavi, **Quantitative Easing-A Blessing or a Curse**, CRISIL Young Thought Leader 2012.
- 2- JEAN-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'être**, International Journal of Central Banking, January 2013.
- 3- Mark Gertler and Peter Karadi, **Model of Unconventional Monetary Policy**, NY University, April 2010.
- 4- MICHAEL Joyce, David Miles, **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy**, The Economic Journal, November 2012.
- 5- REUTERS Yuriko Nakao, **global currency war**, october 2010.
- 6- Ronald McKinnon, and Zhao Liu, **Modern Currency Wars**, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series437, October 2013.
- 7- URI DADUSH and Vera eldelman. **currency war**. Carnegie endowment 2011.

بحوث و مواقع الكترونية:

1. دائرة الأبحاث والسياسات النقدية، نشرة الأسواق العالمية، سلطة النقد الفلسطينية، العدد السادس، الربع الثاني، تموز 2013.
2. ماريو بليكيز ، البنوك المركزية وفكرة الاستقلال، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/18/8/2015>
3. خوسيه أنطونيو، الاقتصادات الناشئة مسؤولة عن نفسها، متاح على: <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/25/8/2015>
4. موسوعة ويكيبيديا، بتصرف، متاح على: <http://www.ar.wikipedia.org> 05/02/2014