



مجلة الاقتصاد الدولي والعولمة

**Journal of International Economy  
&  
Globalization**



تقييم دور السياسات المالية والنقدية المتبعة في ظل الأزمات المالية  
- دراسة لأزمة الرهن العقاري الأمريكية -

**Assessing the Role of Monetary and Financial Policies  
in the Context of Financial Crises  
- A Study of the US Mortgage Crisis -**

د. تفرات يزيد\*، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر.

د. زرقان سهام، جامعة عباس لغرور، خنشلة، الجزائر.

ط. د. بن زعمة سليمة، جامعة عبدالحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر.

تاريخ الإرسال: 2019/03/15	تاريخ القبول: 2019/05/15	تاريخ النشر: 2019/06/01
المملخص		الكلمات المفتاحية
يتناول البحث موضوع في غاية الأهمية على المستوى الاقتصادي وهو موضوع الأزمات الاقتصادية وذلك نظراً للأثر الذي تشكله هذه الأزمات على جميع المستويات الاقتصادية والاجتماعية، مما يتطلب الاهتمام بأساليب وطرق تجنبها أو معالجتها، وذلك من خلال تكفل الحكومات والبنوك المركزية بوضع سياسات مالية ونقدية ناجعة تعمل على الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وحمايته من الوقوع في تقلبات واضطرابات تؤدي إلى خسائر على جميع المستويات.		الأزمات المالية؛ السياسة المالية؛ السياسة النقدية؛ أزمة الرهن العقاري؛ الاستقرار الاقتصادي.
<b>Abstract</b>		<b>Keywords</b>
The Search topic deals with very important economically and is the subject of the economic crisis and because of the impact of such crises on all economic and social levels, requiring attention to methods and avoided or addressed by Governments and central banks to put effective fiscal and monetary policies are working to maintain economic stability and protection from the vagaries of disorders leading to losses at all levels.		Financial crisis; Financial Policy; Monetary Policy; Sub-Prime Mortgage Crisis; Economic Stability.

\*المؤلف المرسل: تفرات يزيد، الإيميل: [yazidtagraret400504@gmail.com](mailto:yazidtagraret400504@gmail.com)

**1. مقدمة**

تسعى أغلب الدول من خلال ما تضعه من سياسات مالية ونقدية بكافة أجهزتها إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وذلك من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية من جهة، والمحافظة على الاقتصاد من مختلف التقلبات والاضطرابات الاقتصادية من جهة أخرى، ففي ظل سياسات مالية أو نقدية غير مواتية أو غير مناسبة تُخلق بيئة لحدوث أزمات مالية تبدأ على المستوى المحلي ثم تنتقل لتصبح أزمات دولية ذات آثار عميقة، لذلك ونظراً لأهمية هذه السياسات المالية والنقدية في المحافظة على سلامة واستقرار الاقتصاديات فإنه يتطلب وجود طرق وأساليب دقيقة لوضعها وتطبيقها حيث تستخدم السياسة المالية لزيادة فعالية السياسة النقدية لمعالجة الأزمات المالية والتخفيف من آثارها، إلا أن الإخفاق في تطبيقها يساهم في حدوث أزمات مالية كبيرة مثل ما حدث في أزمة الرهن العقاري الأمريكية. وبناء على ما سبق يمكن طرح إشكالية البحث الآتية:

**إلى أي مدى تظهر فعالية وضع سياسات مالية ونقدية مناسبة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتجنب الأزمات المالية؟**

**أهمية البحث**

تظهر أهمية البحث من خلال التعرف على أحد أهم المرتكزات الهامة في الاستقرار الاقتصادي وهي السياسة المالية والنقدية ومدى أثرها في ظل الأزمات المالية، حيث أن استخدام سياسات فاعلة ومناسبة للاقتصاد يساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما أن تبني سياسات غير مناسبة ومبالغ فيها قد يؤدي إلى الإخلال بالاستقرار الاقتصادي وحدوث أزمات مالية.

وللإجابة على إشكالية الدراسة فإننا سنبين التأصيل النظري للأزمات المالية من مفهوما وأعراضها وآثارها، ودور السياسة المالية والنقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وأهمية التنسيق بينهما لتجنب الأزمات المالية، وأهم إجراءات السياسة الاقتصادية التي يجب أن تتبعها الحكومات في ظل الأزمات المالية، بالإضافة إلى شكل السياسات المالية والنقدية عقب أزمة الرهن العقاري الأمريكي.

**2. مفاهيم حول الأزمات المالية**

تمثل الأزمات المالية اضطراب حاد في بعض التوازنات الاقتصادية، نتيجة اختيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى قطاعات أخرى.

**1.2. مفهوم الأزمات المالية**

من الناحية الاقتصادية فقد تم تعريف الأزمة على أنها: "مرحلة تباطؤ للنشاط الاقتصادي تأتي بعد مرحلة توسع اقتصادي وتتميز عادة بانخفاض عنيف للإنتاج، ولمعدل النمو، وبارتفاع معدل البطالة"<sup>1</sup>. كما تعرف الأزمات المالية على أنها: "اضطراب في الأسواق المالية يرتفع ليصل إلى مستوى الأزمة عندما يكون هناك تدفق غير مقيد للائتمان، مما يؤثر سلباً على الأسر والشركات والاقتصاد الحقيقي من السلع والخدمات"<sup>2</sup>.



- انهيار العملة يؤدي إلى تدهور أوضاع البنوك وتزايد خسائرها وتعرضها للإعسار وتنشأ معها أزمات مصرفية جديدة.

### 3.2. آثار الأزمات المالية

كل أزمة تحدث إلا وتختلف جملة من الانعكاسات في شتى المجالات أهمها:<sup>4</sup>

- حدوث انكماش اقتصادي حاد في الدول التي تعرضت لهذه الأزمة؛
- تناقص التدفقات الرأسمالية إلى هذه البلدان؛
- ارتفاع درجة مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية؛
- إفلاس المنظمات المالية والمخاطر الناجمة عن ذلك؛
- زيادة عدوى انتقال هذه الأزمة إلى بلدان أخرى؛
- ضياع مدخرات المودعين وثرواتهم؛
- ضعف الثقة في النظام المصرفي؛
- توقف الكثير من المشاريع التي تعتمد في تمويلها على المنظمات المالية؛
- تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض قيمة الأصول الرأسمالية مما يدخل النظام الاقتصادي في معضلة، خصوصاً عندما تستخدم هذه الأصول كضمان للقروض المصرفية؛
- حدوث عجز في الموازنة العامة للدولة؛
- عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الوطني.

### 3. السياسات المالية والنقدية وعلاقتها بالأزمات المالية

#### 1.3 دور السياسة المالية والنقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي

تلعب السياسة المالية دوراً هاماً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وخاصة وقت الكساد أو وقت الراجح نظراً لتأثيرها في كل من مستوى التشغيل ومستوى الأسعار ومستوى الدخل الوطني. وتعتمد السياسة الاقتصادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي على عدد من الأدوات والإجراءات الأساسية تنحصر أهمها فيما يلي:<sup>5</sup>

- أدوات السياسة المالية: من خلال تأثيرها على الطلب الكلي انخفاضاً وارتفاعاً باستخدام السياسة الضريبية والاتفاقية؛

- أدوات السياسة النقدية: يستخدمها البنك المركزي للتحكم في كمية النقود المتداولة.

وبالتأكيد على دور السياسة المالية تكون النتائج ناجمة بالاعتماد على مدى نجاح السياسة المالية ليس من الناحية النظرية فقط بل وأيضاً من الناحية التطبيقية، حيث أن الموازنة العامة للدولة قد تكون متوازنة أو قد يكون فيها عجز أو فائض.

الحالة الأولى: تتعلق بظهور عجز أو فائض في الطلب الكلي

✓ عند وجود عجز في الطلب الكلي أي السياسة المالية المتمثلة بالتمويل بالعجز، حيث تقوم السياسة المالية بعلاج هذه المشكلة عن طريق رفع مستوى الطلب الكلي إلى المستوى الذي يحقق التشغيل الكامل ويحقق بالتالي الخروج من أزمة الكساد وما ترتب عليها من بطالة، ويتم ذلك باستخدام السياسة بشقيها الضريبي والإنفاق، إما كل على حدة أو مزج الاثنين معاً بنسب مختلفة، طبقاً لطبيعة وحجم المشكلة موضوع المعالجة. فتستطيع الدول من خلال السياسة الإنفاقية أن ترفع من مستوى الطلب من خلال إقامة المشروعات العامة الاستثمارية، أو توسع الحكومة في منح الإعانات الاجتماعية، وهذا الدعم يزيد من مقدرة الأفراد على الإنفاق مما يحفز على الاستثمار ويزيد من العمالة. كما تستخدم الإيرادات العامة في مواجهة الكساد من خلال الأثر التعويضي للضرائب، حيث يمكن أن يسهم تخفيض الضرائب في زيادة الاستهلاك وزيادة الاستثمار.

✓ زيادة مستوى الطلب الكلي (التضخم) أي السياسة المالية المتمثلة بالتمويل بالفائض، وبالتالي فإن على السياسة المالية أن تخفض أو تعيد مستوى الطلب الكلي وتسحب الطلب النقدي الزائد أي امتصاص القوة الشرائية الزائدة عن طريق إحداث فائض في الميزانية برفع معدلات الضرائب القائمة أو زيادة حصيلة الضرائب باستحداث ضرائب جديدة على أنواع أخرى من السلع، كما أن السياسة الإنفاقية تعمل على ترشيد الطلب الاستهلاكي من خلال خفض بنود الإنفاق العام.<sup>6</sup>

**الحالة الثانية:** في هذه الحالة تظهر فيها البطالة جنباً إلى جنب مع التضخم، وقد أطلق عليها في الأدب الاقتصادي مشكلة الكساد التضخمي وقد ظهرت هذه المشكلة في الدول المتقدمة في أواخر الستينات بسبب نفوذ نقابات العمال ورجال الأعمال أين أخذت الأجور اتجاهها التوسعي. وعليه فإن السياسة المالية المتبعة هي من خلال استخدام برامج الإنفاق العام في توفير فرص التعليم، بالإضافة إلى تبني الدولة سياسة ربط بين الزيادة في الأجور وبالزيادة الإنتاجية، واعتماد سياسة ضريبية تشجع على الادخار والاستثمار من خلال المنح الاستثمارية والإعفاءات الضريبية والتشجيع بصفة أساسية على التنمية.<sup>7</sup>

ويعتمد نجاح السياسة المالية بصورة أساسية على وجود إطار مؤسسي داعم يمكن من رسم وتنفيذ السياسات والقوانين واللوائح بفعالية وكفاءة، وتمثل أهم ملامح هذا الإطار في توفر آليات وأدوات مرنة وكافية للاستجابة بسرعة لمتطلبات التحفيز المالي في شكل زيادة للإنفاق العام و/أو خفض الضرائب لمواجهة الركود، بالإضافة إلى القدرة على تحديد الحجم الأمثل لحزمة التحفيز وتنفيذها بكفاءة وفعالية من خلال توجيهها نحو القطاعات الأكثر تضرراً والقادرة على تحقيق النمو المنشود.<sup>8</sup>

### 2.3. أهم إجراءات السياسة الاقتصادية التي يجب أن تتبعها الحكومات في ظل الأزمات المالية

يتعين أن تتبع الحكومات سياسات تبعث على التفاؤل وزيادة الضخ النقدي والائتماني وذلك من خلال عدة سياسات فرعية أهمها:

**1.2.3. سياسة نقدية توسعية:** تقوم على تشجيع البنوك على التوسع في الإقراض المصرفي، وزيادة استعدادها لمنح الائتمان وقبول درجات عليا من المخاطر، ويتم ذلك عن طريق تخفيض هيكل أسعار الفائدة الدائنة والمدنية إذا لم تكن

معدلات التضخم مرتفعة أما إذا كان التضخم مرتفع وجامح فلا داعي من ذلك، وفي الوقت نفسه حث الأفراد والمؤسسات على الدخول في مجالات الاستثمار المختلفة غير المصرفية، وعلى زيادة نشاطهم الاقتصادي استهلاكاً واستثماراً الأمر الذي من شأنه أن ينشط السوق ويبعث الحياة والحركة وينعش الطلب على المنتجات المختلفة مما يشجع المشروعات القائمة على التوسع في خطوط إنتاج جديد وقيام مستثمرين آخرين جدد بالدخول في مجال الاستثمار.<sup>9</sup>

**2.2.3. سياسة مالية مشجعة على الاستثمار:** وبمعنى آخر تخفيف العبء الضريبي على عمليات الاستثمار والاستهلاك حتى يتم تشجيع المنتجين والمستثمرين على الدخول في عمليات الاستثمار وقبول المخاطر التي تكتنفه، وفي الوقت ذاته تشجيع الأفراد على شراء واستهلاك السلع والخدمات التي تنميها المشروعات، ومن ثم توسيع نطاق السوق أمام هذه المشروعات مما يؤدي إلى زيادة قدرة المشروع الاستثماري على تصريف وتسويق منتجاته وضمان عائد مجزي يكفي ليس فقط لسداد التزاماته ولكن أيضاً تحقيق ربحية مناسبة. وتتناول السياسة المالية المشجعة ليس فقط الضرائب المباشرة على الأعمال التجارية والصناعية ولكن أيضاً إلى إقالة المشروعات من عثرتها عن طريق ما يلي:<sup>10</sup>

- تقديم الدعم المالي المباشر إلى هذه المشروعات في شكل إعانات مالية لإقالتها من عثرتها؛
- السماح لهذه الشركات والمشروعات باستهلاك حسائرها على عدة سنوات؛
- إعفائها من تحمل الضرائب لفترة معينة؛
- إقراضها مبالغ من المال بموجب سندات تستهلك على عدد من السنوات بأسعار فائدة منخفضة بل وبدون فوائد أحياناً؛
- الالتزام بشراء حصص مناسبة من إنتاج هذه المشروعات والزام بعض الجهات ذات الاستهلاك النمطي بشراء المنتجات من المشروعات المتعثرة لإقالتها من عثرتها (مثل القوات المسلحة، الشرطة، بعض مشروعات القطاع العام، وحدات الحكم المحلي ...).

**3.2.3. سياسة كفاءة للاستثمار الحكومي:** وهي من أهم الأدوات لمعالجة الأزمات والديون المتعثرة حيث تعمل الدولة على انعاش الطلب على منتجات مشروع معين بذاته، من خلال شراء ما ينتجه المشروع أو إقامة مشروعات تتولى توزيع منتجات هذا المشروع أو إقامة مشروعات تتولى إنتاج مستلزمات هذا المشروع وبيعها إليه بسعر رخيص يمكنه من إنتاج منتجاته بسعر مناسب يرفع الطلب عليها، كما أن دخول الدولة كمستثمر يكون بمثابة تحصيل للاقتصاد.<sup>11</sup>

### 3.3. التنسيق بين السياستين المالية والنقدية لمعالجة التأثيرات السلبية للأزمات المالية

تتوكل السياسة المالية مع السياسة النقدية التي تعتبر وسيلة من وسائل الرقابة على النشاط الاقتصادي لقدرتها على التحكم في التطورات الاقتصادية عن طريق الرقابة النقدية من قبل البنك المركزي باعتبارها وسيلتين أساسيتين لتحقيق الأهداف الاقتصادية للتنمية والاستقرار الاقتصادي، فالسياسة النقدية تهدف للحد من التقلبات

الدورية في مستوي النشاط الاقتصادي؛ حيث أن السياسة النقدية هي مجموعة من الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة بهدف التحكم في حجم السيولة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، بينما السياسة المالية تهدف لتحقيق التشغيل الكامل.<sup>12</sup>

تتمثل نقطتي الالتقاء بين السياسة المالية والسياسة النقدية في كلاً من القرض العام والإصدار النقدي؛ حيث يتكامل كلاً منهما مع بعضهما البعض لتحقيق الاستقرار والتوازن الاقتصادي. فالنسبة للقرض العام؛ نجد أن تقرير عقد هذا القرض وحجمه وتوقيته وكيفية التصرف في حصيلته التي تعتبر مورداً من الموارد العامة في موازنة الدولة هي أمور تتحدد كلها عن طريق السياسة المالية، أما تكوين هذا القرض، أي شكل سندات وما إذا كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل متعلق بالسياسة النقدية. أما بالنسبة للإصدار النقدي فإننا نجد أن تقرير اللجوء إلى هذا الإصدار النقدي وحجمه وتوقيته وكيفية التصرف في حصيلته التي تعتبر بدورها مورداً من الموارد العامة في موازنة الدولة، هي أمور تتحدد كلها بالسياسة المالية، أما الكيفية الفنية لتحقيق هذا الإصدار فتتعلق بالسياسة النقدية.

وبالتالي يمكن القول بأن السياسة النقدية إنما تكمل السياسة المالية، بما فيها من القرض العام والإصدار النقدي، وذلك من أجل تحقيق هدف التنمية الاقتصادية. ولذلك يوجد لكل منها دوره المحدد في مجال تحقيق الاستقرار الاقتصادي، فالتنسيق بين السياستين يظل بمثابة السلاح الوحيد المأمول الذي يمكن استخدامه ضد عدم الاستقرار في دورة الأعمال، وضد ما تحدثه البطالة من أضرار. وتتضح الكيفية التي يمكن للسياسة النقدية أن تسهم بها في تحقيق أهداف السياسة المالية، وذلك عن طريق تتبع الآثار الاقتصادية للقروض العامة على الائتمان والاستهلاك والعمالة وتوزيع الدخل، وذلك لإعادة انتعاش عجلة الاقتصاد مرة أخرى.<sup>13</sup>

ويمكن القول بأن تكامل السياسة المالية مع السياسة النقدية في العمل يسهم في تكوين رأس المال الذي يمكن أن يتم توجيهه في دفع عملية الاستثمار، وذلك من أجل إعادة تشغيل القطاعات الإنتاجية التي توقفت نتيجة الأزمة، وهذا يتم من خلال إتباع سياسة التمييز بين سعر الفائدة، وكذلك يمكن أن يتم التركيز على دعم القطاعات الإنتاجية ذات الأهمية الحيوية في مجال التصدير؛ من خلال تشجيع القروض الاستثمارية للاستثمار في تلك القطاعات، وجعل مستوى سعر الفائدة على هذه القروض أدنى ما يمكن، وبذلك يتحقق مرة أخرى إعادة مستوى عمل القطاعات الإنتاجية العاطلة، مما يؤدي لامتناع جزء من البطالة التي سببتها الأزمة، وزيادة الدخل القومي، وانتعاش حركة التبادل التجاري مما يؤدي لتوفير الإيرادات للدولة وإعادة توازن الميزانية.<sup>14</sup>

بالتالي يمكن القول أنه عندما تعمل السياسة النقدية إلى جانب السياسة المالية، يمكن تحقيق التوازن والاستقرار الاقتصادي وتجنب آثار الأزمات المالية.

### 4.3 دور السياسات النقدية والمالية التوسعية المبالغ فيها في إحداث الأزمات المالية

يؤدي إتباع السياسات النقدية والمالية التوسعية المبالغ فيها عادة إلى حدوث رواج في حركة الإقراض ومنح الائتمان وإفراط في تراكم الديون وزيادة هائلة في حجم الاستثمارات في الأصول المادية، وكل ذلك يؤدي في النهاية

إلى ارتفاع أسعار الأسهم والعقارات إلى مستويات غير قابلة للاستمرار. ومع ارتفاع تلك الأسعار وما قد يصاحبها من تزايد في معدلات التضخم يصبح لا مفر من تشديد السياسات بهدف تصحيح أسعار الأصول. وهكذا فإن تشديد تلك السياسات والإجراءات يؤدي في النهاية إلى حدوث تباطؤ في النشاط الاقتصادي ومواجهة صعوبة في خدمة الديون، وهبوط في قيم الضمانات البنكية، وزيادة حجم ونسب القروض غير المنجزة والتي تؤدي إلى عدم قدرة البنوك على الوفاء بالتزاماتها وتعثرها، وكل تلك المشاكل والصعوبات تؤدي في النهاية إلى جعل الاقتصاد عرضة لخطر الإصابة بالأزمات المالية، مثلما حدث في عدد كبير من بلدان أمريكا اللاتينية وغيرها من اقتصاديات الأسواق الناشئة.<sup>15</sup>

ومن أهم الإجراءات العلاجية للأزمات المالية الازتكار على سياسة مالية داعمة تتبعها الدولة والتي تحقق من خلالها تغييراً في الإنفاق الحكومي أو تغييراً في الإيرادات الحكومية بالشكل الذي يتم من خلاله توفير سيولة أكبر في الاقتصاد وبالتالي تقديم المساعدة المالية للجهات التي تأثرت سلباً بالأزمة وتعزيز النشاط الاقتصادي.<sup>16</sup>

#### 4. السياسات المالية والنقدية في ظل أزمة الرهن العقاري

في ظل أزمة الرهن العقاري كان للسياستين المالية والنقدية أثر كبير سواء خلال هذه الأزمة أو بعدها.

##### 1.4. السياسة المالية والنقدية للاقتصاد الأمريكي خلال أزمة الرهن العقاري

إن الاقتصاد الأمريكي مبني على الاقتراض فالناس تمول استهلاكها من السلع والخدمات عن طريق الائتمان وربما الأغلبية تنفق أكثر من دخولها والمستثمر يسعى إلى الاقتراض لتنفيذ مشاريعه وإذا ما عطل النظام التمويلي فإنه قد يكون بسبب تعطل بعض أجزائه كنظام الائتمان أو البنوك... وقد تعود الأسباب إما إلى سياسات اقتصادية خاطئة أو إلى سوء في الرقابة والقواعد والضوابط، أو إلى خلل في تسعير الأصول بسبب الغموض، أو بسبب ندرة المعلومات أو صعوبة فهمها، أو لكونها واضحة للبعض وليست كذلك للآخرين، أو بسبب اختلال نظام الحوافز للمقرض والمقترض، وكلها تؤدي بالأفراد والمؤسسات إلى اتخاذ قرارات غير صحيحة إما في الإنفاق أو الادخار أو الاستثمار...<sup>17</sup>

ويرى البعض أن تفسير تدهور النظام المالي الأمريكي لا يختلف عنه قبل مئات الأعوام، حيث تبدأ المشكلة بتراكمات نقدية هائلة تؤدي إلى ازدهار ليتبعه انهيار، وفي أزمة الرهن العقاري بدأت المشكلة في سوق العقار، ثم امتدت إلى بقية أجزاء القطاع التمويلي في الولايات المتحدة ثم إلى بقية أجزاء العالم، حيث يعود سبب الأزمة إلى خطأ في السياسة النقدية (سياسة نقدية توسعية). ويكمن الخطأ في السياسة النقدية في تذبذب أو عدم استقرار السياسة وتغيرها بشكل مفاجئ بين فترة وأخرى خلال مدة طويلة استمرت عدة سنوات، ويقصد هنا رفع وحفض أسعار الفائدة بشكل مفاجئ ومتكرر. إن التغير في سعر الفائدة صعوداً ونزولاً بشكل مفاجئ ليس أمراً سليماً، بالإضافة إلى ذلك لوحظ أن أسعار الفائدة انخفضت كثيراً بشكل لم يكن متوقعاً أو مفهوماً في الفترة من 2000 إلى

2004. إن الانخفاض الشديد في سعر الفائدة يعني سياسة نقدية توسعية وهذا التوسع في النقد يؤدي في نهاية المطاف إلى تضخم نقدي إما بشكل عام وإما في أسواق معينة، وقد نال سوق العقار نصيباً كبيراً منه.<sup>18</sup> وقد اعتمدت في أعقاب الأزمة المالية سياسات مالية ونقدية ملطفة للتخفيف من صدمة الاقتصاد الوطني، ففي شهر يوليو 2010 تم سن إصلاحات دود فرانك التنظيمية للتقليل من فرصة تكرار الصدمة (قانون دود فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك)، وقد أشار الرئيس الأمريكي إلى وقع ردود فعل هذه الإصلاحات في القانون الاتحادي الصادر في يوليو 2010 كرد فعل على الكساد الكبير، إذ أنها جلبت أهم تغييرات التنظيم المالي في الولايات المتحدة منذ الإصلاح التنظيمي الذي أعقب الكساد الكبير 1929-1931 وكذلك إجراء تغييرات في البيئة التنظيمية المالية الأمريكية التي تؤثر على جميع وكالات الرقابة المالية الاتحادية وعلى كل جزء من صناعة الخدمات المالية في البلاد.<sup>19</sup>

غير أن السياسات التي سادت خلال فترة ما بعد الأزمة -التقشف المالي والتيسير الكمي\* من قبل البنوك المركزية الكبرى- لم تقدم إلا القليل من الدعم لتحفيز استهلاك الأسر، والاستثمار، والنمو. بل على العكس من ذلك، كانت هذه السياسات تميل إلى جعل الأمور أشد سوءاً. ففي الولايات المتحدة، لم ينجح التيسير الكمي في تعزيز الاستهلاك والاستثمار، وهو ما يرجع جزئياً إلى حقيقة مفادها أن أغلب السيولة الإضافية عادت إلى خزائن البنوك المركزية في هيئة احتياطات فائضة. ومع اقتراب القطاع المالي في الولايات المتحدة من حافة الانهيار، قدم قانون الاستقرار الاقتصادي للطوارئ عام 2008 التاريخ الفعلي لدفع الفائدة على الاحتياطات لثلاث سنوات، إلى الأول من أكتوبر 2008. ونتيجة لهذا، سجلت الاحتياطات الفائضة التي يحتفظ بها مجلس الاحتياطي الاتحادي ارتفاعاً كبيراً، من متوسط 200 مليار دولار خلال الفترة 2000-2008 إلى 1.6 تريليون دولار خلال الفترة 2009-2015. واختارت المؤسسات المالية الاحتفاظ بأموالها لدى الاحتياطي الاتحادي بدلاً من إقراض الاقتصاد الحقيقي، وكسب ما يقرب من ثلاثين مليار دولار -خالية من المخاطر تماماً- خلال السنوات الخمس الماضية. والواقع أن هذا يرقى إلى إعانة دعم سخية -ومستترة إلى حد كبير- مقدمة من الاحتياطي الاتحادي إلى القطاع المالي.

إن الحوافز الضارة للقطاع المالي كانت سبباً في عدم تحقق الفائدة المرجوة من أسعار الفائدة المنخفضة. ولأن التيسير الكمي نجح في الإبقاء على أسعار الفائدة عند مستوى أقرب إلى الصفر لما يقرب من سبع سنوات، فكان من الواجب أن يشجع الحكومات في البلدان المتقدمة على الاقتراض والاستثمار في البنية الأساسية والتعليم والقطاعات الاجتماعية. وكانت زيادة التحويلات الاجتماعية خلال فترة ما بعد الأزمة لتعمل على تعزيز الطلب الكلي وجعل أنماط الاستهلاك أكثر سلاسة.<sup>20</sup>

#### 2.4. تقييم السياسات المالية والنقدية خلال وبعد أزمة الرهن العقاري

يُظهر تقرير الأمم المتحدة بوضوح أن الاستثمار الخاص في مختلف بلدان العالم المتقدم لم يسجل النمو الذي كان المرء ليتوقعه، نظراً لأسعار الفائدة الشديدة الانخفاض. ففي 17 اقتصاداً من أكبر عشرين اقتصاداً متقدماً، ظل نمو الاستثمار في فترة ما بعد عام 2008 أقل مما كان عليه قبل اندلاع الأزمة؛ كما شهدت خمسة اقتصادات منها

انخفاضاً في الاستثمار خلال الفترة 2010-2015. وعلى المستوى العالمي، سجلت سندات الدين الصادرة عن شركات غير مالية - والتي من المفترض أن تنفذ استثمارات ثابتة - زيادة كبيرة خلال الفترة نفسها. وبما يتماشى مع أدلة أخرى، فإن هذا يعني ضمناً أن العديد من الشركات غير المالية اقترضت، مستفيدة من أسعار الفائدة المنخفضة. لكن بدلاً من الاستثمار، استخدمت هذه الشركات الأموال المقترضة لإعادة شراء أسهمها أو شراء أصول مالية أخرى. وبالتالي فقد تسبب التيسير الكمي في تحفيز زيادات حادة في مستويات الاستدانة، والقيمة السوقية، وربحية القطاع المالي. ولم يُعد أي من هذا بفائدة تُذكر على الاقتصاد الحقيقي.<sup>21</sup>

في حين حققت أسعار الفائدة الشديدة الانخفاض القليل من الفوائد بالنسبة للبلدان المتقدمة، فإنها فرضت تكاليف كبيرة على اقتصاديات الأسواق النامية والناشئة. وكانت النتيجة غير المقصودة - والتي لم تكن غير متوقعة رغم ذلك - للتيسير الكمي، الزيادات الحادة في تدفقات رأس المال عبر الحدود. فقد زاد إجمالي تدفقات رأس المال إلى البلدان النامية من نحو عشرين مليار دولار في عام 2008 إلى أكثر من ستمئة مليار دولار في عام 2010. في ذلك الوقت، كانت العديد من الأسواق الناشئة تواجه صعوبة في إدارة الارتفاع المفاجئ في تدفقات رأس المال، وقد ذهب القليل من هذه التدفقات إلى الاستثمار الثابت. والواقع أن نمو الاستثمار في الدول النامية تباطأ بشكل كبير خلال فترة ما بعد الأزمة. وهذا العام، من المتوقع أن تسجل البلدان النامية مجتمعة أول صافي تدفق لرأس المال إلى الخارج منذ عام 2006، بمجموع 615 مليار دولار.

ولا تقوم السياسة النقدية ولا القطاع المالي بما ينبغي لهما القيام به. ويبدو أن تدفق السيولة ذهب على نحو غير متناسب نحو خلق ثروات مالية وتضخيم فقاعات الأصول، بدلاً من تعزيز الاقتصاد الحقيقي. ورغم الانحدارات الحادة في أسعار الأسهم في مختلف أنحاء العالم، فإن القيمة الرأسمالية للسوق كحصة من الناتج المحلي الإجمالي تظل مرتفعة. وهناك سياسات أخرى تحمل الوعد باستعادة النمو المستدام والشامل، وهي تبدأ بإعادة كتابة قواعد اقتصاد السوق لضمان قدر أكبر من المساواة، والمزيد من الفكر الطويل الأجل، وكبح جماح السوق المالية من خلال التنظيم الفعال وبنية الحوافز المناسبة. لكن الأمر يستلزم أيضاً زيادات كبيرة في الاستثمار العام في البنية الأساسية والتعليم والتكنولوجيا. وكل هذا يحتاج إلى التمويل على الأقل جزئياً من خلال فرض ضرائب بيئية، بما في ذلك ضرائب الكربون، والضرائب على الاحتكار وغير ذلك من السلوكيات الريعية التي أصبحت منتشرة في اقتصاد السوق، والتي تساهم بشكل كبير في توسيع فجوة التفاوت وإبطاء النمو.<sup>22</sup>

وقد برزت السياسة المالية والانفاق الحكومي كإحدى الوسائل الهامة التي لجأت إليها الدول العربية لمواجهة الأزمة رغم محدودية الحيز المالي لعدد كبير من هذه الدول، ولعل السبب في الاهتمام بدور سياسة الانفاق الكلي يكمن في قدرة الأدوات المالية في التأثير المباشر والسريع نسبياً على مستويات الطلب الكلي وانعكاسات ذلك على النمو الاقتصادي والعمالة، مقارنة بالسياسة التمويلية والنقدية والتي تؤثر على الناتج والطلب بطريقة غير مباشرة قد تأخذ بعض الوقت لتحقيق أهدافها. حيث لجأ الكثير من الدول العربية إلى تطبيق سياسة مالية توسعية تركز في

الأساس على زيادة الانفاق الحكومي من أجل دعم الطلب الكلي لتعزيز الانتاج والنمو الاقتصادي في ظل تقلص السيولة والتمويل، خلافاً للتوقعات بأن يكون هناك اتجاه لإعادة بناء الأرصدة والاحتياطات بدلاً من التوسع في الانفاق الحكومي في ضوء القيود المالية التي فرضتها الأزمة. وتعكس السياسة المالية المتبعة خلال الأزمة الحيز المالي المتاح لدى هذه الدول للتوسع في الانفاق الحكومي حيث زاد الانفاق العام كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي في عام 2009 مقارنة بعام 2008 بشكل كبير في الدول التي تتمتع بأرصدة واحتياطات كبيرة مثل الكويت وليبيا والسعودية وقطر والبحرين والامارات التي سجلت نسب زيادة في الانفاق العام الفعلي بلغت 46.4% و 44.7% و 33.6% و 27% و 19.5% و 12.8% على التوالي بينما ارتفع بنسب أقل في مصر والأردن ولبنان وسورية والمغرب وتونس مسجلاً نسب زيادة سنوية أقل من 7.5%، من جانب آخر أثر عدد من الدول العربية أن يتبع سياسة مالية متحفظة تضمنت انكماشاً في الانفاق العام في عام 2009.<sup>23</sup>

## 5. الخاتمة

تعتبر الأزمات المالية من أكثر الظواهر الاقتصادية خطراً على الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة على حد سواء، حيث تأتي هذه الأزمات بصفة دورية ومستمرة مما ينتج عنها آثار حادة وخطيرة تهدد الاستقرار الاقتصادي للدول، وغالباً ما تؤدي إلى ركود أو انكماش اقتصادي حاد وخطير، لذلك فإن أغلب الدول تعمل على إيجاد أفضل الطرق لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وذلك من خلال وضع أسس ومبادئ سليمة لسياساتها المالية والنقدية، غير أن تزايد حدوث الأزمات المالية في الفترة الأخيرة وخاصة ما مر به العالم من خلال أكبر الأزمات التي عرفها التاريخ وهي أزمة الرهن العقاري تطلب إعادة النظر في السياسات المالية والنقدية للدول المعنية من أجل تسيير أفضل لاقتصادياتها. ومن خلال ما سبق يمكن التوصل للنتائج الآتية:

- ضرورة تكثيف الجهود من طرف الحكومات والبنوك المركزية من أجل وضع سياسات مالية ونقدية كفأة تعمل بشكل متناسق للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتجنب حدوث الأزمات المالية؛
- العمل على استخدام السياسة المزدوجة (المالية والنقدية معاً) حتى لا يكون أي تعارض بينهما من أجل تحقيق وسيلة فعالة للاستقرار الاقتصادي؛
- من أجل معالجة آثار الأزمة وتخطيها يستلزم تطبيق سياسات مالية ونقدية مضبوطة تحمل في ثناياها الظروف الخاصة لهذه الأزمة.

## 6. الهوامش والمراجع:

<sup>1</sup> إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، الطبعة الأولى، 2009، ص: 14.

<sup>2</sup>Mark Jickling, **Containing Financial Crisis**, CRS Report For Congress, Order Code RL 34412, 24 November 2008, P: 1.

<sup>3</sup>Barry Jhonston & Jingque Chai And Liliana Scumacher, **Assessing Financial System Vulnerability**, International Monetary Found, Working Paper Wp/ 00/ 76, April 2000, P: 8.

<sup>4</sup>كمال رزيق وعبد السلام عقون، سياسات إدارة الأزمة المالية العالمية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص: 32، 33.

<sup>5</sup>دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 79.

<sup>6</sup>نفس المرجع السابق، ص: 79، 81.

<sup>7</sup>نفس المرجع السابق، ص: 82، 83.

<sup>8</sup>أحمد أبوبكر علي بدوي، الحوافز المالية والنقدية في الدول العربية إبان الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على جهود الإصلاح المالي، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2010، ص: 9.

<sup>9</sup>عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص: 149.

<sup>10</sup>نفس المرجع السابق، ص: 149.

<sup>11</sup>نفس المرجع السابق، ص: 149.

<sup>12</sup> شيماء جمال مجاهد شحاته، التأثيرات السلبية للأزمة المالية وآلية معالجتها، بحث متاح على الموقع:

<http://www.f-law.net/law/threads/37170>

<sup>13</sup>نفس المرجع السابق.

<sup>14</sup>نفس المرجع السابق

<sup>15</sup>هبة محمود الظنطاوي الباز، الأزمات المالية المعاصرة (الأسباب، العلاج، الدروس المستفادة) (دراسة مقارنة)، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 2008، ص: 25.

<sup>16</sup>العقون نادية، العولمة الاقتصادية والازمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة لأزمة ارهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2013/2012، ص: 300

<sup>17</sup>وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص: 3.

<sup>18</sup>نفس المرجع السابق، ص: 19، 20.

\* صدر قانون دود فرانك سنة 2010 بهدف تجنب الأزمات المالية، وأطلق من قبل لجنة التداول بالسلع الآجلة الأمريكية في تبعات الأزمة المالية، ويهدف هذا القانون إلى حماية المستهلك من التصرفات الخطرة والاستغلال والخسارة المالية، لجعل النظام المالي أكثر شفافية ومسؤولية ومنع المؤسسات من أن تكون أكبر من أن تحكم.

<sup>19</sup> سناء عبد القادر مصطفى، الأزمات الاقتصادية العالمية بين النظرية وتطبيقات السياسات الاقتصادية، ص: 6، متاح على الموقع: [http://iraqieconomists.net/ar/wp-content/uploads/sites/2/2015/12/Sanaa-Mustafa-](http://iraqieconomists.net/ar/wp-content/uploads/sites/2/2015/12/Sanaa-Mustafa-International-Economic-Crises-final-editing.pdf)

[International-Economic-Crises-final-editing.pdf](http://iraqieconomists.net/ar/wp-content/uploads/sites/2/2015/12/Sanaa-Mustafa-International-Economic-Crises-final-editing.pdf)

\*التيسير الكمي هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المحددة مقدماً في الاقتصاد.

<sup>20</sup> جوزيف ستيجليتز وحميد رشيد، أسباب عشر الاقتصاد الأمريكي منذ الأزمة المالية، متاح على الموقع:

<http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2016/2/10>

<sup>21</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>22</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>23</sup> أحمد أبوبكر علي بدوي، مرجع سابق، ص: 11، 12.