

Evaluation of Non-Conventional Monetary Policy Applications in the 2008 Crisis: The case of the United States and the euro area.¹

بن زعرور عمار-استاذ- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة البليدة 2

ملخص: تستخدم البنوك المركزية ادوات السياسة النقدية غير التقليدية في ضبط عرض النقود اثناء الازمات المالية والاقتصادية. التيسير الكمي هو من بين هذه الادوات غير التقليدية للسياسة النقدية تستخدمها البنوك المركزية خاصة في الدول المتقدمة-الولايات المتحدة الامريكية والاتحاد النقدي الاوروي.

تبين هذه الورقة أن هذه السياسة عادة ما تستخدم عندما تفشل الادوات التقليدية في السيطرة على كمية النقود المعروضة وذلك عندما تكون معدلات الفوائد البنكية صفرية أو قريبة من الصفر، و تقدم دلائل عن نجاح هذه الآلية في تحقيق الاهداف المرجوة منها من خلال تقييم التجريبتين المعروضتين.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية ، سياسة نقدية غير تقليدية، التيسير الكمي، التيسير الكمي في امريكا،

التيسير الكمي في منطقة اليورو.

Abstract:

Central banks use unconventional monetary policy tools to control money supply during financial and economic crises. Quantitative easing is among these unconventional monetary policy tools used by central banks, especially in developed countries – the United States and the European Monetary Union.

This paper proves that this policy is usually used when conventional instruments fail to control the amount of money offered in the case of zero or near zero interest rates. Also, it provides evidence of the success of this mechanism in achieving the desired objectives through evaluation of both experiences shown.

Key words: monetary policy , Non-conventional monetary policy, quantitative easing, quantitative easing in America, quantitative easing in the euro zone.

مقدمة

عندما تمر اقتصاديات الدول بمرحلة من الكساد والركود مثل حالة الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد النقدي الاوروي في ازمة 2008، فإن البنوك المركزية في هذه الدول تجد نفسها مجبرة على اللجوء إلى أدوات غير تقليدية لتحفيز النشاط الاقتصادي، لأن الأدوات التقليدية مثل خفض سعر الفائدة لم تعد تؤدي دورها المطلوب منها، لذا تبدأ في تطبيق هذه الأدوات غير التقليدية المتمثلة في التيسير الكمي من خلال خلق النقود وطرحها في السوق من أجل شراء محفظة واسعة من الأصول في البنوك كالقروض المدومة والقروض عالية المخاطر و شراء سندات الخزنة الحكومية، فيؤدي ذلك لارتفاع سعرها وبالتالي انخفاض عوائدها، عندئذ تجد البنوك نفسها مضطرة إلى العودة لنشاطها الأساسي في إقراض الأفراد والشركات لأن الاستثمار في سندات الخزينة لم تعد تجدي لأن عوائدها منخفضة.

من خلال ماتقدم يمكن طرح الاشكالية التالية: ماهو تقييم هذه السياسة في ظل الازمات المالية لاسيما منها ازمة 2008 وماهو اثرها على هذه الدول التي طبقت هذه السياسة؟

ولإجابة على هذه الاشكالية سوف نتناول في هذه الورقة البحثية النقاط التالية:

الادوات التقليدية للسياسة النقدية التي طبقتها الولايات المتحدة الامريكية والاتحاد النقدي الاوروي، كما نتطرق الى الادوات غير التقليدية وهي التيسير الكمي في هذه الدول و تطبيقهما لهذه الاداة اثناء ازمة 2008. ثم نتطرق الى اهم النتائج التي تم التوصل اليها وتقديم بعض الاقتراحات.

اولا : ادوات السياسة النقدية التقليدية في المنطقتين : نتطرق في هذا المحور الى ادوات السياسة النقدية التقليدية التي تطبقها كلا من الولايات المتحدة الامريكية الممثلة في البنك الفيدرالي الامريكي ومنطقة اليورو والممثلة في البنك المركزي الاوروي.

1- ادوات السياسة النقدية التقليدية في الولايات المتحدة الامريكية

تعتبر لجنة السوق المفتوحة* هي اللجنة التي تصيغ وتنفذ السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية بهدف الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي المتمثل في تحقيق التوازن بين 3 أهداف متعارضة، الأول هو تعظيم معدلات النمو في الناتج المحلي الحقيقي لرفع مستويات الدخل وزيادة مستويات الرفاهية، والثاني هو تدنية معدلات البطالة للحفاظ على معدلات التوظيف عند مستويات مرتفعة، والثالث هو تثبيت معدلات التضخم عند مستويات منخفضة للحفاظ على القوة الشرائية للنقود ومنعها من التدهور وتثبيت معدل صرف العملة والحفاظ على القوة الشرائية لدخول الأفراد في المجتمع. حيث ان رفع معدل النمو سوف يؤدي إلى تخفيض معدل البطالة، إلا أنه سوف يرفع من درجة سخونة الاقتصاد نتيجة زيادة مستويات الطلب الكلي الأمر الذي يرفع معدل التضخم، كما أن محاولة السيطرة على معدل التضخم من خلال تخفيض مستويات الطلب الكلي سوف يترتب عليها تراجع معدلات النمو ومن ثم ارتفاع معدلات البطالة. لهذا السبب

نجد ان مهمة البنك المركزي دائما هي مهمة صعبة، وتبدو صعوبتها في كيفية إحداث التوازن المناسب بين النمو والبطالة والتضخم.

ويتم الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي من خلال التحكم في معدل الفائدة المستهدف بواسطة الاحتياطي الفدرالي، وهذا المعدل هو الأموال الفدرالية Federal Funds Rate، ويقصد به، معدل الفائدة على قروض ما بين البنوك الأمريكية لمدة ليلة واحدة Overnight rate، حيث تتبادل البنوك الاحتياطيات الزائدة فيما بينها لمدة ليلة. فإذا أراد الاحتياطي الفدرالي ان يرفع من مستويات الطلب الكلي (يخفض معدل البطالة ويرفع معدل التضخم)، فإنه يلجأ إلى عمليات شراء مفتوح (شراء السندات من سوق السندات) وضخ المزيد من الاحتياطيات بالدولار لدى البنوك، فيزداد عرض الاحتياطيات في البنوك، وينخفض معدل الأموال الفدرالية وبالتالي تنخفض باقي أشكال معدل الفائدة الأمر الذي يرفع من الطلب الاستهلاكي والاستثماري كما يزيد صافي الصادرات. أما إذا أراد الاحتياطي الفدرالي ان يخفض من مستويات الطلب الكلي (يخفض من معدل التضخم ويرفع من معدل البطالة)، فإنه يلجأ إلى عمليات البيع المفتوح (بيع السندات في سوق السندات) وسحب المزيد من احتياطيات الدولار من البنوك، فيقل عرض الاحتياطيات في البنوك ويرتفع معدل الأموال الفدرالية وبالتالي ترتفع باقي أشكال معدلات الفائدة، الأمر الذي يخفض من مستويات الطلب الكلي بأشكاله المختلفة.

2- ادوات السياسة النقدية التقليدية في الاتحاد النقدي الاوروبي

نجحت مؤسسة النقد الأوروبية في تجسيد الإطار المقترح للسياسة النقدية الأوروبية بدرجة كبيرة و خلقت مناخ من الشفافية بشأن الوحدة النقدية و قد تم وضع إطار السياسة النقدية الأوروبية بحيث تقوم على مجموعة من الأدوات هي:¹

1/2- عمليات السوق المفتوحة : حيث تمثل الأداة الرئيسية التقليدية للعمليات النقدية في الإتحاد الأوروبي و يمكن إجراء عمليات السوق المفتوحة في شكل معاملات عكسية و معاملات خاصة و إصدار شهادات ديون و مبادلات صرف أجنبي ، وجمع ودائع لأجل ثابت . توجد أربعة أنواع من عمليات السوق المفتوحة وهي :

1/1/2- التمويل الأساسي (عمليات السوق المفتوحة الأسبوعية): و ينفذ من خلال عطاءات نمطية لإعادة الشراء وتلعب دورا محوريا في توجيه أسعار الفائدة و إدارة سيولة النظام المالي و إعطاء الاستشارات بشأن السياسة النقدية ، تقدم هذه العمليات التي توفر السيولة الجزء الأكبر من إعادة تمويل القطاع المالي و تقوم بدور الإدارة الرئيسية لإدارة السيولة.

-تمويل طويل الأجل : و ينفذ من خلال عطاءات نمطية لإعادة الشراء يوفر تمويلا طويلا للأجل ، فأجل الاستحقاق قد يصل إلى ثلاثة أشهر و يوفر جزءا محدودا فقط من سيولة النظام الأوروبي للبنوك المركزية و ، من ثم فإن هذا النظام يعمل بشكل طبيعي كقابض الثمن في هذه العطاءات الشهرية لإعادة التمويل .

2/1/2- التعديل الطفيف : يستخدم من خلال عطاءات سريعة أو إجراءات ثنائية و يستخدم للتحكم في التقلبات داخل السوق إذا كان هناك تغير دائم في الطلب على العملة كما قد تستخدم لجعل أسعار الفائدة متساوية أو متقاربة.

3/1/2-عمليات هيكلية : و تعد من خلال عطاءات نمطية أو إجراءات ثنائية و هو ذو تعداد و أجل استحقاق متغيران و يستخدم لتوجيه الوضع الهيكلي للقطاع المصرفي .

4/1/2 - التسهيلات الدائمة و هي التسهيلات التي تهدف إلى تحقيق الاستقرار الذاتي لمنطقة اليورو ، و تحقيق حالات نقص السيولة أو عدم الاستقرار في أسعار الفائدة و ، تنقسم هذه التسهيلات إلى نوعين وهما " : تسهيل الائتمان " يستطيع البنوك من خلاله الحصول على سيولة بصفة فورية، "أما تسهيل الإيداع " تقوم البنوك من خلاله بإيداع فوائضها فيه بصورة فورية ، وذلك لتصفية الأسواق في نهاية كل يوم من خلال تحديد نطاق ضيق لتذبذب أسعار الفائدة بينهم و التحكم في الحد الأدنى والأقصى للسيولة المطلوبة

2/2-الإحتياطات : تعتبر الإحتياطات من أهم أدوات السياسة النقدية في الإتحاد الأوروبي فهي تقوم بمهمتين أساسيتين: تستخدم كأسلوب للرقابة النقدية و إدارة أسواق النقد، فبالنسبة للأولي فهي تساعد على استقرار عرض الأموال و مدى قابليتها للاستجابة للتغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة، أما المهمة الثانية فهي تلك التي تتحكم في حجم طلب البنوك على الإحتياطات و المحافظة على أسعار الفائدة في نطاقها الطبيعي و ، بالنسبة لتحديد حجم الإحتياطات، فقد استقر الرأي على أن ذلك الحجم لا بد و أن يتناسب مع الدور المخصص له، فإذا كان الاهتمام الأكبر يعطي لوظيفة الإحتياطي كأداة للرقابة النقدية فإن نسبة الإحتياطي لا بد و أن تكون مرتفعة، أما في حالة إدارته لأسواق النقد فإن نسبة منخفضة منه تكفي لتحقيق هذا الغرض .

3/2- نظام المدفوعات الأوروبي الموحد : (TARGET) و هو نظام المدفوعات الخاص بالبنوك المركزية الأوروبية و الذي بدأ العمل به سنة 1999 و يعتبر هذا النظام عبر الحدود عنصرا أساسيا من عناصر السياسة النقدية الأوروبية، حيث يعمل على خلق و تطوير نظام آمن و مستقر للمدفوعات في أوروبا الموحدة ، و يهدف هذا النظام إلى سرعة تنفيذ السياسة النقدية للبنوك المركزية الأوروبية من خلال ربط أسواق النقد المحلية بصورة تضمن استقرار سعر اليورو وسعر الفائدة المطبق عليه، كما يهدف هذا النظام إلى إيجاد نظام كفاء للمدفوعات بأوروبا من خلال سياسة مالية متكاملة و غير مركزية، حيث لا يمكن تحقيق وحدة نقدية أوروبية بغير توافر نظام تسديد مصرفي على نطاق أوروبي متكامل ، ويربط أنظمة المدفوعات في الدول الأعضاء من خلال شبكة واحدة تقوم على محورين وهما النظام الوطني للتسوية الإجمالي في كل دول الأعضاء ، والنظام الذي يربط بين الأنظمة الوطنية.

ثانيا : السياسة النقدية غير التقليدية في الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد النقدي الاوروبي في ازمة 2008

تستخدم البنوك المركزية السياسات النقدية لزيادة عرض النقود من خلال شراء السندات الحكومية وغيرها من السوق بهدف تحفيز النمو الاقتصادي . وتعتبر سياسة التيسير الكمي احدى ادوات السياسة النقدية غير التقليدية، فهي تزيد من

عرض النقود و تؤدي إلى رفع السيولة لدى البنوك بنسبة كبيرة، وهذا ما يشجعها على الإقراض وبالتالي تحسين مستوى النمو الاقتصادي . وعادة ما تتبع البنوك المركزية سياسة التيسير الكمي عندما تقترب أسعار الفائدة من الصفر . وعلى الرغم من مفعولها الإيجابي في المدين القصير والمتوسط، إلا أن آثارها في المدى الطويل تتمثل بارتفاع قوي في معدلات التضخم وانخفاض القوة الشرائية للعملاء ، تجعل هذه الدول تطبق هذه السياسة بحيطه وحذر.

1- مفهوم التيسير الكمي²

التيسير الكمي هو قيام الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الاوروي بتخفيف القيود على الكميات المصدرة من الدولار واليورو من خلال طباعة كميات جديدة منهما، ثم استخدام هذه العملات في شراء أوراق مالية، مثل السندات الحكومية؛ لتضاف إلى محفظة الأصول التي يمتلكهاالبنكان، فيرتفع جانب الأصول في ميزانيتها و يتم تسجيل العملات الجديدة التي تم اصدارها في جانب الالتزامات في ميزانية البنكين (الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الاوروي)، وبهذا الشكل يكون كل من جانبي الأصول والخصوم في الميزانية قد ارتفع بقيمة الأوراق المالية التي قام البنكان بشرائهما، ويزيد بالتالي حجم ميزانيتها؛ ولذلك يطلق على التيسير الكمي سياسات زيادة حجم الميزانية (ميزانية البنك المركزي)

ويعد التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم في أوقات الأزمات ، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة المالية التي عاشتهاالدول المتقدمة بداية من سنة2008. السياسة النقدية إما أن تستهدف سعر النقود (معدل الفائدة) من خلال استخدام أدوات تؤدي إلى رفع أو تخفيض معدلات الفائدة، حسب مقتضيات النشاط الاقتصادي، وعندما يتغير معدل الفائدة ارتفاعا أو انخفاضاً ينتقل أثر ذلك إلى النشاط الاقتصادي (الطلب الكلي) من خلال ما يسمى بـ قناة معدل الفائدة التي تتولى نقل تأثير خفض أو رفع معدل الفائدة إلى الطلب الكلي، ومن ثم معدلات النمو والتوظيف والبطالة. أو قد تستهدف السياسة النقدية كمية النقود المتداولة في الاقتصاد والتيسير الكمي هو أداة لتحقيق هذه الأخيرة.

2-الآلية عمل التيسير الكمي³

تلجأ البنوك المركزية إلى هذه السياسة في أوقات الكساد وتعمل هذه البنوك على خفض معدلات الفائدة؛ حتى تبلغ مستويات متدنية للغاية قد تصل إلى الصفر وعندما تصل إلى معدل الفائدة الصفري تكون قد وصلت إلى ما يسمى بأرضية معدل الفائدة الاسمي، حيث لا يمكن تجاوز هذا الحد إلى أسفل، ومن ثم يفقد البنك المركزي فرصة استخدام جميع أدواته المتاحة لخفض معدلات الفائدة بصورة أكبر لتشجيع عمليات الائتمان في الاقتصاد، أي تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية غير مجدية، ويصبح التيسير الكمي خيارا أكثر جاذبية للبنك المركزي، على الرغم من مخاطره. وعلى ذلك نجد هدف السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الاوروي اثناء هذه الازمة هي الحفاظ على معدل الفائدة بين صفر في المائة و 0.25 في المائة، فليس هناك مجال أكبر أمام هذه البنوك لتخفيض معدل الفائدة المستهدف، لذا كان الحل في اللجوء إلى التيسير الكمي الذي يعتمد على بعض المؤشرات الاقتصادية، أهمها تقرير أوضاع سوق العمل و معدل النمو في الاقتصاد ومعدل التضخم .

3- مخاطر التيسير الكمي : من اهم مخاطر التيسير الكمي :

- أن البنوك المركزية في بداية الازمة لم تكن لديها تجربة كافية في تطبيق هذه الأداة ، ومن ثم فليس لديها في البداية معلومات دقيقة حول الآثار الكامنة لمثل هذا الخيار، بصفة خاصة الأثر على سوق المال. ذلك أن أكبر الآثار الإيجابية لهذا الخيار تحدث عندما تزداد الضغوط المالية، وتكون السيولة محدودة في الأسواق، ومن ثم تكون معدلات الفائدة مرتفعة، لكن عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة، يصعب التكهن بنتائج هذا الخيار بدقة.

- لجوء البنوك المركزية إلى التوسع في ميزانيتها يمكن أن يقلل من ثقة الجمهور في قدرته على رسم وتنفيذ خطة سلسة للخروج من السياسات التي يتبعها في الوقت الحالي، ومثل هذا الشعور لدى الجمهور يمكن أن يزيد من التوقعات التضخمية في المستقبل.

- فقدان الجمهور ثقته في العملة ، مما يجعله يسارع في التخلص من الأصول المالية ، لاسيما في العملات الضعيفة ومن ثم يحدث التضخم ويخرج عن نطاق السيطرة، اما العملات القوية كالدولار واليورو تعتبران كعملة الاحتياط الأولى في العالم احتمال ضعيف ان يحدث لها ما يحدث لتلك العملات الضعيفة.

4- خطة البنك الفيدرالي الامريكي للتيسير الكمي⁴

تتمحور هذه الخطة حول أسلوب التيسير الكمي الذي اتبعه بنك الاحتياط الفيدرالي منذ بداية الأزمة في عام 2008 والذي بموجبه تم طبع أوراق الدولار دون سند مالي أو اقتصادي مهني، حيث تعد الولايات المتحدة الامريكية من أكبر الدول تطبيقا للتيسير الكمي ، فقد طبقت ثلاث خطط متتالية للتيسير الكمي لمعالجة الازمة المالية بداية من سنة 2008 *

بمقتضى خطة التيسير الكمي 1 قام الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة بضخ 1.7 تريليون دولار والذي انطلق في نوفمبر 2008، وبمقتضى التيسير الكمي 2 والذي انطلق في شهر نوفمبر 2010 تم ضخ 600 مليار دولار، أما التيسير الكمي 3 الذي انطلق في شهر سبتمبر 2012 حيث تم بمعدل 85 مليار دولار شهريا دون تحديد المدة الزمنية ولا المبلغ الاجمالي المحدد وانما بقي مفتوحا حسب الحاجة لذلك والمتعلقة بتحقيق الاهداف المسطرة وهي معدل التضخم ومعدل الفائدة ومعدل النمو ومعدل البطالة. وبمقتضى برامج التيسير الكمي الثلاثة يكون الاحتياطي الفيدرالي قد ضخ 4.5 تريليون دولار اي 4500 مليار دولار (ما يعادل 3570 مليار اورو) في صورة توسع نقدي، وهو قدر هائل جعل من الاحتياطي الفيدرالي أحد المالكين الرئيسيين لأدوات الدين العام الأمريكي والسندات الأمريكية بشكل عام وقد اعلن الاحتياطي الفيدرالي عن توقيف عملية التيسير الكمي في 2014/10/31 والذي امتد لمدة 6 سنوات بداية من 2008.

1/4- أهداف خطة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية:

منذ بداية تطبيق سياسة التيسير الكمي وهي تتعرض لهجوم الكثير من المراقبين، الذين يرون أنها سياسة غير فعالة في مساعدة الاقتصاد الأمريكي على الخروج من الأزمة، وأن هذه السياسة ذات آثار خطيرة، خصوصا فيما يتعلق بالآثار التضخمية المتوقعة من هذا التوسع النقدي الكبير الذي ينتج عنها. في المقابل دافع الاحتياطي الفيدرالي عن سياساته النقدية التوسعية، بأن عمليات شراء السندات سوف تساعد على تخفيض تكلفة الاقتراض، ومن ثم المساهمة في زيادة مبيعات السيارات والمساكن، فضلا عن تشجيع المستثمرين على زيادة إنفاقهم الاستثماري. على سبيل المثال أشار بن برنانكي رئيس الفيدرالي الأمريكي إلى أن السياسة النقدية التوسعية كانت تهدف إلى :⁵

1/1/4: أن الخطوة التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي تعكس تصاعد الثقة بأداء الاقتصاد الأمريكي وتحسن مؤشراتته، بصفة خاصة في سوق العمل ومعدلات النمو الاقتصادي، التي تشهد تحسنا واضحا قياسا بالأداء العام خلال الفترة السابقة، فقد أشادت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة باستقرار الاقتصاد الأمريكي، وبأن سوق العمل قد أخذ في التحسن على النحو الذي يسمح ببدء عملية تخفيض عرض الدولار، حيث انخفض معدل البطالة إلى 7 في المائة في الشهر الماضي، وهو أقل معدلات البطالة المحققة خلال الأعوام الخمسة السابقة، كما يزداد حاليا الإنفاق الاستهلاكي، وترتفع مبيعات السيارات، ويرتفع الإنتاج الصناعي، وتزايد معدلات الاستثمار الثابت، وهي جميعها مؤشرات إيجابية.

2/1/4- التغيرات ستشمل خفضا أوليا في مشتريات السندات مع استمرار الخفض المتتالي حتى نهاية السنة القادمة 2014، والذي يتوقع عنده أن يكون الاحتياطي الفيدرالي قد توقف تماما عن شراء السندات وزيادة عرض الدولار، وهو ما يزيل القلق الذي يمكن أن يسود نتيجة الانسحاب بسرعة من السياسة الحالية للتوسع النقدي.

3/1/4- أكد الاحتياطي الفيدرالي على استمرار استهداف معدلات الفائدة الصفرية، حيث سيظل معدل الفائدة المستهدف على الأموال الفيدرالية بين صفر و0.25 في المائة، الأمر الذي يعني استمرار التأكيد على سياسة الائتمان الرخيص الهادف لرفع مستويات الاقتراض وزيادة مستويات الإنفاق الاستثماري حتى نهاية 2015.

4/1/4- جدد الاحتياطي الفيدرالي أيضا التزامه بالاستمرار في دعم سوق العمل، طالما أن معدلات البطالة ما زالت أعلى من 6.5 في المائة، ومكافحة التضخم إذا ما تجاوز 2.5 في المائة، فإذا انخفضت البطالة عن هذه النسبة أو تجاوز التضخم 2.5 في المائة، فإن الاحتياطي الفيدرالي سيقوم بالتخلي عن معدلات الفائدة الصفرية، وحاليا يتوقع الاحتياطي الفيدرالي أن يراوح معدل البطالة بين 6.4 - 6.8 في المائة بنهاية 2014.

5/1/4- أهم المؤشرات التي ما زالت تسيير عكس التوقعات هي معدلات التضخم، حيث ما زال الاقتصاد الأمريكي يحقق معدلات منخفضة بلغت في أكتوبر 2014 معدل 0.7 في المائة على أساس سنوي، الأمر الذي يعكس حقيقة أن الاقتصاد الأمريكي ما زال يعمل عند مستويات تقل عن المعدلات الكامنة، بل إن التوقعات المنشورة للاحتياطي الفيدرالي تشير إلى أنه لا يتوقع أن يتجاوز معدل التضخم نسبة 2 في المائة خلال السنوات الثلاث القادمة، وهذا أحد

مصادر القلق الحالي. حيث أن هدف السياسة النقدية للتضخم هي أن يكون عند 2 في المائة، ومع التزام الاحتياطي الفيدرالي برفع معدلات الفائدة لمحاربة التضخم، فإنه يؤكد التزامه بالحفاظ على التضخم ضمن نطاق محدد لا يتسم بالارتفاع أو الانخفاض.

6/1/4 - يتميز الاقتصاد الأمريكي بالمرونة الكبيرة والاستقرار الهيكلي ، فقد أثبت قدرته الكبيرة على امتصاص جميع الصدمات التي تعرض لها ، وعلى الرغم من قوة الصدمة الأخيرة التي تعرضت لها اسواق المال الأمريكية، إلا أن البنوك الأمريكية الكبرى ما زالت حتى الآن في وضع متين من وقوعها في الكساد ، كما ان الدول الكبرى لم تعد تلجأ إلى هذه السياسة للتأثير مباشرة في قيمة عملاتها بالشراء والبيع، إذ توقفت البنوك المركزية الأمريكية والأوروبية والدول المتقدمة الأخرى عن فعل ذلك منذ 2007، وبدلاً من ذلك لجأت إلى التدخل غير المباشر عن طريق سياسة التيسير الكمي، من خلال خفض سعر الفائدة وطباعة مزيد من الأوراق النقدية، وهذه السياسة يمكن تسميتها (أربعة في واحد)، فهي تشجع معدلات الإنفاق الداخلي وتزيدها، وتعزز الاستثمار الداخلي، وترفع سوق الأسهم، وتجعل صادرات البلد أقل كلفة عند الآخرين⁶

2/4 - تقييم تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية⁷

- وتيرة النمو القوية التي شهدتها الاقتصاد الأمريكي خلال سنة 2014 ، على الرغم من أن بداية العام كانت سلبية ومتشائمة، في الوقت الذي انزل فيه الاقتصاد ضمن مناطق الانكماش في الربع الأول، وذلك على خلفية الطقس السيء الذي أدى إلى انكماش الأنشطة الاقتصادية ككل.

وفقاً لآخر البيانات المتاحة فإن الاقتصاد الأمريكي حقق نمواً بنسبة 5% في الربع الثالث، ضمن أفضل وتيرة نمو خلال عقد من الزمان، وتحديدًا منذ سنة 2003.

وحقق الاقتصاد الأمريكي أفضل أداء لسته أشهر منذ سنة 2003، وذلك بفضل نمو إنفاق المستهلكين وحجم الاستثمارات في تلك الفترة. هذا في الوقت الذي يمثل فيه إنفاق المستهلكين في الولايات المتحدة حوالي ثلثي الناتج المحلي الاجمالي أو ما يقارب 70%.

- النمو القوي في إنفاق المستهلكين يرجع الفضل فيه إلى تحسن وتيرة التوظيف وأداء سوق العمل ضمن أفضل مستوى في ثلاث سنوات وبحسب آخر البيانات التي صدرت فقد أظهرت إضافة الاقتصاد لنحو 321 ألف وظيفة في نوفمبر 2014 ضمن أسرع وتيرة منذ يناير 2011.

- استقر معدل البطالة عند 5.8% في نوفمبر 2014، بعد أن كان في بداية السنة عند مستويات 6.6%، وأصبح ليس يبعيد عن الوصول إلى مستوى التوظيف الكامل عند مستويات 5.2 - 5.5%، وفقاً لتوجهات الاحتياطي الفيدرالي.

- نمو اقتصادي قوي أدى إلى تحسن سوق العمل، لذا كان أمر طبيعي أن نشهد نمو أرباح الشركات المدرجة ضمن المؤشر، وهذا كان أحد العوامل الرئيسية وراء دعم معنويات المستثمرين وارتفاع نسبة المخاطرة، وبالتالي استمرار مؤشر ستاندرد آند بورز في تحقيق نتائج إيجابية.

وفقاً لآخر البيانات المتاحة التي صدرت عن الربع الثالث من العام 2014، فإن حوالي 79% من الشركات المدرجة ضمن المؤشر حققت أرباحاً فاقت التوقعات، بينما 60% من الشركات تجاوزت إيراداتها أيضاً توقعات الأسواق، وذلك بحسب ما صدر عن مؤسسة بلومبرج، بينما تشير الأرقام إلى أنه تم إضافة حوالي 1 تريليون دولار أمريكي إلى قيم الأسهم في عام 2014.

- السياسات التوسعية التي انتهجها الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) إبان الأزمة المالية العالمية 2008 كان لها دور رئيس في نمو الأسواق المالية الأمريكية بشكل عام.

- خفض سعر الفائدة إلى النقطة الصفرية وتطبيق سياسات تيسير كمي أدى إلى توفير سيولة هائلة في الأسواق على مدار السنوات السابقة. (من 2008 إلى 2014)

- انخفاض معدل التضخم في الولايات المتحدة في سنة 2017 إلى نحو 2% ما استوجب إجراء تغيير جذري في السياسة النقدية الأمريكية و تراجع معدل البطالة إلى 5% وقدرة الاقتصاد على خلق المزيد من الوظائف.⁸

- البنك المركزي الأمريكي قد اتجه إلى رفع سعر الفائدة قبل نهاية النصف الأول من سنة 2015، وخلال العام 2017 رفع البنك المركزي الأمريكي سعر الفائدة المستهدف لأجل ليلة واحدة بمقدار 25 نقطة أساس إلى نطاق 1.00-1.25%، وسعر الفائدة الأساسي للمركزي الأمريكي حالياً اي في 2018 في نطاق 1.50-1.75%. والزيادة التي أجراها في مارس 2018 هي السادسة لأسعار الفائدة الأساسية منذ بدأ دورة لتشديد السياسة النقدية في ديسمبر 2015، حيث تطلب تطور الاقتصاد الأمريكي رفع الفائدة، لأن الفائدة المنخفضة تمثل شكلاً من أشكال دعم الدولة للاقتصاد وهذا وفقاً للنظرية الرأسمالية الكلاسيكية لا يجب أن يستمر طويلاً. وقد ساهم ذلك في تدفق رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة من جديد بعد أن خرجت من الأسواق الناشئة مسببة تراجعاً لأسواق الأسهم هناك⁹

5- تطبيق سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الاوروبي في أزمة 2008: ¹⁰

اعتمد الاتحاد الأوروبي على سياسة التقشف الصارمة والمهادنة إلى تقليص العجز في الموازنات الحكومية وتخفيض الديون السيادية، وهي المسائل الأساسية التي تواجه البلدان الأعضاء في المجموعة الأوروبية. الوضع في أوروبا مختلف عنه في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان والجلترا، أوروبا في معظمها تتبنى سياسات تقشفية، مع تصاعد أزمة الديون السيادية للعديد من الدول فيها والتي تهدد اليورو حالياً. كما تعتبر أوروبا حالياً اتحاد من عدة دول ذات ظروف اقتصادية متباينة خلال الأزمة ومن ثم يصعب تطبيق سياسة موحدة بالتيسير الكمي لأنه يمكن ان يضر دولا ترتفع معدلات النمو الاقتصادي فيها مثل ألمانيا وفرنسا، على الرغم من أنه يمكن ان يساعد دولا اخرى. لذلك مضار التيسير الكمي في

منطقة اليورو أكبر من منافعه ولاجل ذلك تم تأسيس صندوق الإنقاذ المالي الأوروبي في التاسع من ماي 2010 في أعقاب بروز أزمة ديون اليونان، وفي جويلية 2011 وافق قادة منطقة اليورو على توسيع قدرة الإقراض لدى الصندوق إلى 590 مليار دولار، لتمكينه من موارد أكبر لمنع انتشار عدوى أزمة الديون السيادية.

ومنحت صلاحيات للصندوق لتقوية دوره أبرزها:¹¹

- إقراض أي دولة بشكل احترازي قبل أن تحدث فيها اضطرابات بسبب وضعها المالي.

- شراء سندات سيادية لدول منطقة اليورو التي تعاني من مشكلات.

- توفير تمويل للدول التي تسعى لإعادة رصمتها المتضررة و شطب قروضها المستحقة على دول تعاني أزمة ديون.

وتقوم فكرة الصندوق -وهو شركة مملوكة لكافة دول منطقة اليورو مقرها في لوكسمبورغ- على منح حكومات هذه المنطقة ضمانات لتغطية الحصول على قروض بنسب فائدة متدنية لفائدة الدول المعنية، يتم الحصول عليها بطرح سندات في الأسواق المالية، وإعادة توزيع هذه الأموال المقترضة على الدول الأوروبية المتعثرة بنسب فائدة أقل.

وقدمت ألمانيا بموجب ميزانية الصندوق ضمانات بقيمة 162 مليار دولار، تليها فرنسا بما يفوق 121 مليار دولار، وإيطاليا بمبلغ 106 مليارات دولار، ثم إسبانيا بقرابة 71 مليار دولار، وقد ساهمت باقي دول منطقة اليورو السبعة عشر بتوفير ضمانات بمبلغ محددة، أقلها ستدفعها حكومة جمهورية مالطا وتناهز 544 مليون دولار.¹²

خرج هذا الصندوق الى حيز الوجود، كرد فعل من صانعي السياسة الأوروبية على الأزمة المالية التي كانت تحتاح العديد من الدول الأوروبية، وكان الهدف منه هو الإنقاذ المؤقت. ولكن أصبح بعد ذلك من الضرورات، ولغرض الحفاظ على آلية الإنقاذ بشكل دائم، فقد صدر القرار بإنشاء آلية الاستقرار الأوروبي (ESM) الذي عوض الصندوق المذكور، تولت هذه المؤسسة الجديدة في 8 أكتوبر 2012 المسؤولية في تمويل البرامج الجديدة، في حين ظل صندوق الإنقاذ الأوروبي يدير البرامج القائمة بالفعل، وهي اليونان والبرتغال وإيرلندا. وسيتم حل هذا الصندوق بمجرد تحقيقه كامل أهدافه وما يتعلق بها.¹³

بدأت في الأول من جويلية 2013، مطالب جديدة للحصول على مساعدات مالية من منطقة اليورو، ومن قبل آلية الاستقرار الأوروبي حصرياً. واعتباراً من ذلك التاريخ، لم ينخرط صندوق الإنقاذ الأوروبي (EFSF) في أية برامج مالية جديدة، كما أنه لم يدخل في أي اتفاقات جديدة لتسهيل القروض. فقد دخلت آلية الاستقرار الأوروبي (ESM) في اتفاقات مع إسبانيا لإعادة رصمتها المالية ومع قبرص في إطار برنامج التكيف الاقتصادي الكلي. وبلغ الحد الأقصى لقدرة هذه المؤسسة على الإقراض حوالي 500 مليار يورو.

ومع نهاية سنة 2014 خفض البنك المركزي الأوروبي أسعار الفائدة إلى مستويات قياسية جديدة وأطلق برنامجاً جديداً لضخ سيولة في الاقتصاد المنكمش لمنطقة اليورو. حيث وصل سعر الفائدة الاساسي الى 0.05 في المئة¹⁴

وحذر البنك المركزي الأوروبي من إن التضخم لو ظل منخفضاً أكثر من اللازم لفترة طويلة فإن مجلس المحافظين يجمع على التزامه استخدام «أدوات غير تقليدية» أخرى. وفي ذلك أعلن عن خطة لإطلاق برنامج لشراء أوراق مالية مدعومة بأصول وسندات مضمونة للمساعدة في تيسير ظروف الائتمان في الاتحاد الأوروبي.¹⁵

1/5 - تقييم خطة البنك المركزي الأوروبي للتسيير الكمي¹⁶

- تضمنت خطة البنك المركزي الأوروبي المؤلفة من ثلاثة محاور لضخ سيولة في الاقتصاد المتعثر منح البنوك قروض طويلة الأجل بفائدة رخيصة بشرط إقراضها مجدداً بالإضافة إلى شراء سندات مؤمنة وأوراق مالية مدعومة بأصول. وقدرت قيمة هذه الخطة ب 1400 مليار يورو على مدى 19 شهراً بداية من مارس 2015 إلى غاية سبتمبر 2016 بما يقارب 60 مليار يورو شهرياً وتم تمديدها إلى غاية 2018 (بسبب الازمة اليونانية التي تحصلت على دعم مالي قدره 187.7 مليار يورو منذ بداية الازمة)، وفي مارس 2016 تم رفع البرنامج إلى 80 مليار يورو شهرياً وتم تخفيض الفائدة على الودائع إلى - 0.40 في المئة، وبعد تحسن الأرقام الاقتصادية بسبب تطبيق هذا البرنامج، تم في أفريل 2017 تخفيض قيمة شراء الأصول إلى 60 مليار يورو شهرياً، وفي جانفي 2018 قرر البنك المركزي الأوروبي تخفيض قيمة المشتريات إلى 30 مليار يورو شهرياً.

وفي جوان 2018 حددا لبنك المركزي الأوروبي في بيان بعد اجتماع لصناع السياسات في ريجا عاصمة لاتفيا انه سيتم خفض الوتيرة الشهرية لصافي مشتريات الأصول إلى 15 مليار يورو بداية من أكتوبر حتى نهاية ديسمبر 2018، وستنتهي المشتريات الصافية بعد ذلك حسب توقعات البنك المركزي الأوروبي مع نهاية 2018. ويشير البنك إلى أن أسعار الفائدة ستصبح من جديد الأداة الرئيسية لسياسته النقدية. وقد كلف هذا البرنامج مبلغ حجمه 2.6 تريليون يورو (2.95 تريليون دولار). بداية من سنة 2015 إلى نهاية سنة 2018

- كما قرر المركزي الأوروبي تثبيت معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل 0.00% والإقراض 0.25% و الودائع -0.40% وصرح رئيس البنك المركزي الأوروبي "[ماريو دراغي](#)" بأن قرار إبقاء معدلات الفائدة عند نفس مستوياتها الحالية سوف يستمر حتى سنة 2019¹⁸

- توقعات التضخم لعام 2018 بنسبة 1.5 في المئة. بالنسبة لعامي 2019 و 2020 ، فالنسبة هي 1.6 في المئة و 1.7 في المئة على التوالي

- اما توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي لعامي 2018 و 2019 ، فهي 2.4 في المائة و 2.0 في المائة على التوالي. توقع المتنبون ان تكون نسبة البطالة في حدود 8.4 في المائة لعام 2018 و 7.6 في المائة لعام 2020. وبالنسبة لعام 2019 ، توقعات معدل البطالة عند 7.9 في المائة¹⁷

ويرجع تطبيق خطة التسيير الكمي في منطقة اليورو للأسباب التالية¹⁸

1/ 1/5 - فقد البنك المركزي الأوروبي مهمته الأساسية وهي الحفاظ على استقرار الأسعار، وقد عرف البنك المركزي استقرار الأسعار كنسبة زيادة في الأسعار أقل من 2% ولكن قريبة منها، بينما تشير البيانات الحالية إلى أن التضخم من المرجح أن يبقى أقرب لنسبة 1% وليس 2%.

2/1/5- استنفد البنك المركزي الأوروبي تطبيقه للأدوات التقليدية مثل سعر الفائدة، وبالتالي اضطر إلى مصاحبة التخفيض في سعر التمويل الأساسي بفائدة سلبية على الودائع، وهذا له تأثير على الأحوال النقدية على المدى المتوسط. 3/1/5- تواجه منطقة اليورو طلباً عالمياً متزايداً على أصول مقومة باليورو ، ولا يمكن تحقيق ذلك الا بطرح المزيد من السيولة من قبل البنك المركزي عن طريق اللجوء الى التيسير الكمي الذي لم يطبق في بداية الازمة كما هو الحال في الولايات المتحدة الامريكية.

4/1/5- تعتمد الأدوات غير التقليدية التي استخدمها المركزي الأوروبي في رغبة بنوك منطقة اليورو في استخدامها لان عمليات ضخ السيولة طويلة المدى كانت تضخ في النظام بالقدر الذي ترغب فيه البنوك بسيولة إضافية مقابل ضمانات، وفي ظل تباطؤ التعافي والآثار السلبية المرافقة لتلك العمليات، وما يحتاجه الاقتصاد الأوروبي في هذه المرحلة هو أداة مثل شراء الأصول من المؤسسات المالية مما يؤثر على هيكل محافظ تلك المؤسسات ويشجعها على ضخ السيولة التي تحصل عليها إلى بقية أجزاء الاقتصاد في دول الاتحاد الاوروي.

الخاتمة

التيسير الكمي هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية عندما تفشل الطرق التقليدية في السيطرة على المعروض من النقد، أي عندما تكون الفائدة المصرفية، نسبة الخصم أو الفائدة بين البنوك عند الصفر اوقريبة منها. وكانت له نتائج ايجابية في المنطقتين المدروستين. وقد توصلنا الى اهم النتائج التي يمكن ذكرها فيمايلي :

- تمّ استخدام سياسة التيسير الكمي من جانب الاحتياطي الفيدرالي في ازمة 2008 مباشرة بعد حدوث الازمة ، وقد حققت نجاحا ، إذ انخفض حجم البطالة فيها إلى 5.5 في المئة خلال فبراير 2015، وهي التي كانت تزيد على 10 في المئة أواخر 2009. ويرجع سبب نجاح البنك الاحتياطي الأميركي في تعزيز النمو بأداة التيسير الكمي إلى ثلاثة أسباب، أولها أن كلاً منهما استهدف شراء الأوراق المالية من مؤسسات غير مصرفية. وثانيها أنهما زادا عرض النقد في الاقتصاد أو القوة الشرائية لدى الشركات والأسر. وثالثا أنهما كانا متسقين مع تخفيض مديونية القطاع الخاص.

- في المقابل يأتي قرار البنك المركزي الأوروبي باتباعه لسياسة التيسير الكمي متأخرا بعد محاولات مضنية لإنقاذ الاقتصاد في منطقة اليورو من الكساد باتباعه سياسة التقشف ، إلا أنّ هذه المحاولات باءت بالفشل ويرجع ذلك الى ان البنك المركزي الأوروبي كان يقوم بشراء الأوراق المالية من البنوك وبالتالي لم يزد عرض النقد في قوة الاقتصاد أو القوة الشرائية لدى الشركات أو الأسر، ولم يساعد في تقليص مديونية القطاع الخاص. غير انه بعد تطبيقه لهذه السياسة الت كانت له نتائج مقبولة ي بدأها في نهاية 2014 ، حيث انتهت الولايات المتحدة الامريكية منها، و لا تزال مستمرة حتى نهاية سنة 2018 والتي سيتم توقيفها في هذا التاريخ كانت له نتائج ايجابية.

- تعتبر المؤشرات الاقتصادية، التضخم والبطالة ومعدل النمو ومعدل الفائدة لها علاقة مباشرة بسياسة التيسير الكمي من حيث المدة الزمنية التي يمكن ان تستغرقها وكذلك حجم الاموال التي يمكن ان تضخ في الاقتصاد القومي.

- إن برامج التيسير الكمي قد اضفت على مختلف البنوك المركزية العالمية حركية وديناميكية في إدارة السياسة النقدية في ظل الظروف الصعبة السائدة خلال الأزمة المالية العالمية 2008 .

- ان استخدام أدوات غير تقليدية في السياسة النقدية أمر مفيد فقط في الظروف الاستثنائية ولا يوجد مبرر لاستخدامها في الظروف العادية، وأن البنوك المركزية ينبغي أن تهدف إلى إعادة السوق لحالته الطبيعية .

اهم التوصيات التي يمكن تقديمها :

- دراسة الآثار القريبة والبعيدة المدى للتيسير الكمي، بغية التوصل إلى تشخيصها بدقة والاعتماد على تلك النتائج لاتخاذ القرار بشأن المدة الزمنية والكمية المقدرة من التيسير الكمي.

- من الضروري دراسة السبل الكفيلة بتحسين وضعية الجهاز المصرفي بغرض مجابهة بعض الأزمات المالية التي قد تقع ، فيكون محصنا منها وحتى لانقع مرة اخرى في فخ التيسير الكمي.

التهميش والمراجع:

*- لجنة المجلس الاحتياطي الفيدرالي الأميركي، تتكون من 12عضو من رؤساء البنوك الاحتياطية الفيدرالية، ويكون رئيس المجلس الاحتياطي بنيويورك هو العضو الوحيد الدائم في هذه اللجنة، أما باقي الأعضاء فيتغيرون بصفة دورية، وتضع هذه اللجنة أهدافا للمعروض النقدي والاقتراض وتقوم بوضع السياسة النقدية وتحديد عمليات السوق المفتوحة لشراء الأصول الحكومية.، متاح على الموقع

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm> Federal Open Market Committee: June 18, 2018

1- Rapport: La politique monétaire de la BCE, 2004, p.p.124,125

2- محمد ابراهيم السقا ، يومية الاقتصادية ، الرياض، 2012 العدد 6087 .

3- جعفر سليم بدران ، هل التيسير الكمي ضار، المركز العالمي للتخطيط الاستراتيجي والتطوير الاداري، 2013،

4- محمد ابراهيم السقا ، مضامين التحول في السياسة النقدية الامريكية ، مقال في يومية الاقتصادية ، الرياض ، 2013، العدد 7382.

*- أول من استخدم برنامج التيسير الكمي هوالمركزي الياباني في مطلع الألفية الثالثة لمحاربة الانكماش ودفع عجلة النمو. وتظهر محاضر اجتماع بنك اليابان المركزي أول استخدام لذلك المصطلح للمرة الأولى في مارس من عام 2001. ونجح بنك اليابان حينها في دفع معدلات التضخم نحو المستوى المستهدف مع زيادة كبيرة في الإقراض المصرفي والإنفاق الاستهلاكي

5- محمد ابراهيم السقا، نفس المرجع السابق .

- عبدالله بن ربيعان التيسير الكمي أربعة في6

<http://alphabet.argaam.com/article/detail/97780> 29/03/2015 واحد

7- [http:// banque-notes.eu/definitions-et-explications-assouplissement-qualitatif-taux-directeurs/](http://banque-notes.eu/definitions-et-explications-assouplissement-qualitatif-taux-directeurs/) Publié le 17 juillet 2013

- 8- <https://elbadil-pss.org/2017/10/24>. -ضغوط متزايدة ماذا يعني رفع سعر الفائدة متاح على الموقع:
- 9- الفدرالي الأمريكي يتوقع مزيدا من القوة في الاقتصاد وصعود التضخم متاح على الموقع:
<https://www.cnbc.com/news/view/39817/program/4321:00> 11-04-2018
 10-BCE : 60 milliards d'euros par mois pour doper la croissance et éloigner la déflation sur <http://www.lesechos.fr/monde/europe/dactifs-1085817> En savoir plus 31/01/2015 a 23h00
- 11-[http://www.lesechos.fr/monde/europe/0204102849363- LE 22/01/15 À 20H34lassouplissement-quantitatif-ou-qe-mode-demploi-1085902.php](http://www.lesechos.fr/monde/europe/0204102849363-LE-22/01/15-A-20H34lassouplissement-quantitatif-ou-qe-mode-demploi-1085902.php)
- 12-<http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2011/10/14/> صندوق الإنقاذ المالي الأوروبي متاح على الموقع
- 13-المفوضية الأوروبية توقع مذكرة تفاهم لصيانة استقرار المنطقة، أبريل 2018 متاح على الموقع
<https://aawsat.com/home/article/1252986>
- 14-[http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2015/01/22/EN-DIRECT - La BCE injecte au moins 1100 milliards pour aider la zone euro](http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2015/01/22/EN-DIRECT-La-BCE-injecte-au-moins-1100-milliards-pour-aider-la-zone-euro)
- 15-<http://www.la Tribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20150121trib4545f3987/tout-savoir-ou-presque-sur-l-lassouplissement-quantitatif-de-la-bce.html>
- 16-المركزي الأوروبي يعتزم إنهاء مشتريات السندات بنهاية 2018، الخميس 14 جوان 2018 متاح على الموقع
<http://www.vetogate.com/3212047>
- 17-المركزي الأوروبي يهز الأسواق العالمية اليوم، متاح على الموقع : 15 جوان 2018 متاح على الموقع
- الموقع 12:58 <https://www.mubasher.info/news/3301795>
- 18-امير عيسى، مسح البنك المركزي الأوروبي : توقعات التضخم في منطقة اليورو لعام 2019 ، 2020 ، 29 مايو 2018
 متاح على الموقع. <https://www.fx-arabia.com>