

بالتعاون مع:

مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي

الملتقى العلمي الدولي
حول

58



الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والدوكمة العالمية

أيام 20-21 أكتوبر 2009

عنوان المداخلة

فعالية انخفاض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد
من انهيار الأسواق المالية في ظل
الأزمة المالية العالمية الراهنة

من إعداد الباحث

الرتبة العلمية : أستاذ مساعد
جامعة زيان عاشور الجلفة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

اللقب : عيجولي
الاسم : خالد
العنوان : ص.ب 5303 الجلفة 17000
وعلوم التسيير
العنوان الإلكتروني : aidjouli.k@gmail.com
الهاتف : 06.63.26.39.86

فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة

ملخص :

لقد كانت آثار هذه الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية - الدولية منها والمحلية - كبيرة جدا حيث تعرضت أسعار الأوراق المالية المدرجة في هذه الأسواق إلى انخفاضات كبيرة كان لها بالغ الأثر على المؤسسات الاقتصادية والمستثمرين على حد سواء، وقد كان لزاما على الدول والحكومات التصدي لهذه الأحداث التي كانت تتبئ بدخول الاقتصاد العالمي في مرحلة من الكساد، وقد كان من بين الإجراءات الأولى التي أتبع في أغلب دول العالم خفض أسعار الفائدة في البنوك المركزية، والذي هو محور هذه الورقة البحثية حيث تطرح الإشكاليات التالية : ما هي علاقة أسعار الفائدة بالأسواق المالية؟ ما هي آليات ومحددات خفض أسعار الفائدة؟ ما هي آثار هذه التخفيضات على الاقتصاد في ظل الأزمة المالية الراهنة؟ وهل هذا الإجراء كاف لوحده للخروج من هذه الأزمة؟ وستكون محاولة الإجابة عن هذه التساؤلات من خلال المحاور التالية : المحور الأول حول الأسواق المالية ومكانتها في الاقتصاد المعاصر المحور الثاني حول سعر الفائدة والسياسة النقدية، المحور الثالث عن آثار تخفيض سعر الفائدة على الأزمة المالية الراهنة وأهم الآليات المكمل له.

abstract

The effects of this global financial crisis on the financial markets - both international and local - was a very large, where the stock prices in this market were Significant declines, have had a deep impact on economic institutions and investors alike, so the states and governments have taken multiple procedures to get out of this crisis, the first actions that followed in most countries of the world was the reduction interest-rates by central bank.

This research paper poses the following questions: **What is the relationship between interest rates and financial markets? What are the mechanisms and determinants of lower interest rates? What are the implications of this reductions on the economy in current financial crisis? Is this procedure sufficient alone to get out of this crisis?**

the answer of these questions will be in the following points :

part 01 : Financial market position in the modern economy

part 02 : The interest rate and monetary policy

part 03 : Effects of reducing interest rates on the current financial crisis and related complementary mechanisms

مقدمة :

لقد شكل تكرار الأزمات المالية في العالم لاسيما في اقتصاديات البلدان الغربية، ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وذلك نظرا لأن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، هذا إلى جانب تنامي انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية نتيجة العولمة والانفتاح الاقتصادي والمالي الذي يشهده العالم اليوم.

ولاشك أننا عشنا خلال هذه الفترة بؤار أزمة مشابهة لأزمة الكساد العظيم سنة 1929، والتي لا تزال الشعوب والدول تحتفظ في ذاكرتها بمظاهرها ومخلفاتها من مئات من المؤسسات المفلسة وآلاف من البطالين وملايين من الجوعى. وقد كانت للأزمة المالية العالمية الراهنة - التي ابتدأت بأزمة الرهن العقاري في أمريكا، وامتدت تداعياتها إلى أوروبا وبقية دول العالم - آثار كبيرة جدا على الأسواق المالية - الدولية منها والمحلية - حيث تعرضت أسعار الأوراق المالية المدرجة في هذه الأسواق إلى انخفاضات كبيرة كان لها بالغ الأثر على المؤسسات الاقتصادية والمستثمرين على حد سواء، وقد كان لزاما على الدول والحكومات التصدي لهذه الأحداث التي كانت تتبئ بدخول الاقتصاد العالمي في مرحلة من الكساد، وقد كان من بين الإجراءات الأولى التي أتبع في أغلب دول العالم خفض أسعار الفائدة في البنوك المركزية.

وهذا هو محور هذه الورقة البحثية حيث تطرح الإشكاليات التالية : ما هي علاقة أسعار الفائدة بالأسواق المالية؟ ما هي آليات ومحددات خفض أسعار الفائدة؟ ما هي آثار هذه التخفيضات على الاقتصاد في ظل الأزمة المالية الراهنة؟ وهل هذا الإجراء كاف لوحده للخروج من هذه الأزمة؟ وستكون محاولة الإجابة عن هذه التساؤلات من خلال المحاور التالية : **المحور الأول** حول الأسواق المالية ومكانتها في الاقتصاد المعاصر **المحور الثاني** حول سعر الفائدة والسياسة النقدية **والمحور الثالث** عن آثار تخفيض سعر الفائدة على الأزمة المالية الراهنة وأهم الآليات المكملة له.

المحور الأول : حول الأسواق المالية ومكانتها في الاقتصاد المعاصر - مفهوم الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال، بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية... وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وهي تعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه، ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على معدل تكوين (تجميع) رأس المال، والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار... ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا إيجابيا، من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لهذه الادخارات المجمعة على الاستثمارات.

وتعرف السوق المالية على أنها¹: "سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفية واللامصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، وملاءمة تشريعات الاستثمار".

وتشير الأسواق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي تضمها هذه الأسواق، وتتكون الأسواق المالية أساسا من سوق رأس المال - وهو السوق الذي يتم التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات - أما السوق الآخر فهو سوق النقد - وهو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل².

- تصنيفات السوق المالية :

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة ومن زوايا متعددة، ولكن رغم هذه التصنيفات النظرية تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل جدي بين نوع معين منها ونوع آخر ومن أهم هذه التصنيفات التي تأتي طبقا لأغراض التمويل - حيث أن الهدف الأساسي من الأسواق المالية هو تمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة - :

• **سوق رأس المال** : تلك السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن سنة ويتكون سوق رأس المال من :

السوق الأولي : السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية³، وتتم هذه العملية عادة عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك الاستثمار... إلخ⁴.

السوق الثانوي : هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها بعبارة أخرى فإن هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولى يستمد فاعليته من السوق الثانوي⁵

السوق الثالث والرابع : وهما سوقان خاصان يتم التعامل فيهما بين فئات محددة وبكميات كبيرة نسبيا

• **السوق النقدي** : وهو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة)، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، إذ أن مكانه يتكون من

الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها البعض، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، ومدّها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، أذونات الخزانة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع، وإن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية، والبنوك التجارية⁶.

وتكمن أهمية السوق النقدي إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي تقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع. فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة. ومن وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات المصارف التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة، سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسات النقدية⁷.

ويمكن أن نميز في السوق النقدية بين سوقين هما⁸:

السوق الأولي : التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.

السوق الثانوي : التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

يتمثل المشاركون في سوق النقد في مقترضين و مقرضين الأموال، وفيما يلي عرض موجز لأهم أطراف التعامل في سوق النقد⁹:

الخزانة العامة : وهي تمثل المقترض الرئيسي في سوق النقد، وتمثل أذونات الخزانة الشطر الأعظم من مفردات الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد (وتعرف أذونات الخزانة بأنها عبارة عن صكوك مديونية على الدولة).

البنك المركزي : ويقع البنك المركزي في قمة هرم سوق النقد، وهو المهيمن عليها سواء فيما يقوم به من وظائف بنفسه، أو بماله من سلطات على باقي مؤسسات سوق النقد، ويعتبر البنك المركزي مصدر رئيسي للأموال في سوق النقد سواء عن طريق إصداره لأوراق النقد أو لقيامه بشراء كميات كبيرة من أدوات سوق النقد (الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد).

البنوك التجارية : وتعتبر البنوك التجارية من ضمن الأطراف التي تلعب دور المقترض والمقرض في سوق النقد، فهي تقوم بتجميع المدخرات في صورة ودائع بوسائل متباينة وعلى الجانب الآخر تقوم بتوظيف تلك الأموال عن طريق إقراض جزء منها للمؤسسات والهيئات وتقوم باستثمار الجزء الآخر في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، فتحتفظ البنوك التجارية بكميات كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد لاستيفاء متطلبات السيولة، ومن جهة أخرى تقوم تلك البنوك بتوظيف جزء من أموالها في الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وإصدار أنواع أخرى مثل شهادات الإيداع، وذلك لتحقيق أهداف الربحية.

- وظائف الأسواق المالية :

تؤدي الأسواق المالية بشقيها - السوق النقدي وسوق رأس المال - عددا كبيرا من الوظائف يمكن إجمالها في¹⁰:

• إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية :

وذلك لإمكانية استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة للنقد، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم وسندات. والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين، كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسومة، وصاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت، حيث أنها تتحول إلى موجودات في المنشأة وتبقى طالما أن المنشأة باقية، هنا يبرز دور البورصة حيث يستطيع من خلالها التنازل عن أسهمه بالبيع أو بأي وسيلة أخرى، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات، وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية احتياجاته.

• تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية :

تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اتجاه الدولة للاقتراض الخارجي، فهي تلجأ للاقتراض الداخلي من خلال طرح سندات حكومية. كما أنه عند وجود بورصة للأوراق المالية سيسمح ذلك بتزويد السوق المالي بالسيولة بشكل مستمر، من خلال اجتذاب رؤوس الأموال المحلية أو الخارجية لشراء الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى¹¹، مما يوفر قدرا غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية. وتكون المشروعات في بداية تأسيسها بحاجة إلى عملية تمويل، ولذلك تتجه هذه المشروعات إلى سوق الأوراق المالية، والتي تعد بطبيعتها من أهم المصادر لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل من خلال إصدار الأسهم واقتنائها من طرف الأفراد والمؤسسات. ويعتبر التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية أقل تكلفة، وبدون آثار تضخمية مقارنة بالتمويل

• المساعدة على تلافي تقلبات الأسعار:

البورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة التقلبات والتي ترجع أساسا لانفعالات المتعاملين في البورصة (وقد تكون خاطئة)، ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام بها، إلا أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

• تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية :

البورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع الذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها، فحجم المعاملات يتم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة. وبالإضافة إلى ما سبق فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، ومما لاشك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمرين للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبون بها.

• خلق رؤوس أموال جديدة :

إن قيام أي فرد بالاكتتاب بأسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات، يعني أن هذا الشخص قد أضاف مصادر تمويلية جديدة للسوق، حيث لا يمكن لهذا المستثمر سحب أمواله إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الصكوك، وهذا يعني أن الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة رؤوس أموال جيدة لهذه السوق.

وتقوم الشركات الناجحة باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة وعندما تحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال الشركة تزيد من رأس مالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الاحتياطات، أو بقيمة نقل كثيرا عن القيمة السوقية للسهم، وبذلك يزيد رأسمال المساهم كما تزيد حجم رؤوس الأموال المستثمرة في السوق المال، ولا تنقص إلا في حالات إفلاس الشركات والقيام بعمليات تصفيته.

• تعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة :

وذلك من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق والتي تقوم بتوزيعات مغرية، بدلا من أن يتم توجيه الأموال المستثمرة نحو الأنشطة غير المنتجة، كالمضاربة في العملة والعقارات والأراضي أو اكتنازها. كذلك نلاحظ أن الشركات الرابحة هي التي تمنح توزيعات مغرية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الأسهم والسندات الصادرة عن هذه الشركة.

المحور الثاني : حول سعر الفائدة والسياسة النقدية

- مفهوم سعر الفائدة

توجد تعاريف مختلفة لسعر لفائدة تبعا لمبررات استخدامه فهو ثمن الحصول على السلع أو الموارد الآن بدلا من المستقبل، وبمعنى آخر فإنه يقيس ثمن السلع والموارد المستقبلية بمعدلها الحالي حتى مع عدم وجود التضخم¹²، وبالتالي فهو ثمن مثل أي شيء غيره يتحدد بالعرض والطلب¹³، فسعر الفائدة هو " المتغير الاقتصادي الذي يوفق ويربط بين المقرضين والمقترضين في علاقات تمويلية، حيث يدفعه المقترض كتكلفة نظير استخدام الأموال المقرضة لفترة زمنية محددة، ويأخذه المقترض كإيراد من القروض التي تمنحها، بحيث إذا احتفظ بها يكون قد ضحى بالعائد الذي يمكن أن يحصل عليه من عملية الإقراض ولذلك يسمى تكلفة الفرصة البديلة¹⁴.

وبطبيعة الحال يختلف سعر الفائدة تبعا لاختلاف خصائص الأدوات المالية وإمكانية تسويقها ودرجة مخاطرها ففي الواقع لا يوجد سعر فائدة واحد وإنما هناك أنواع عديدة من أسعار الفائدة تختلف باختلاف الأدوات المالية، فأسعار الفائدة على القروض المصرفية تختلف عن أسعار الفائدة على السندات التي تصدرها الحكومة أو الشركات المقرضة، كما أنها تختلف باختلاف شروط الأداة نفسها فيمكن مثلا لشركة واحدة أن تصدر سندات متنوعة بأسعار فائدة مختلفة¹⁵.

كما يعبر سعر الفائدة أيضا عن السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك التجارية سواء كان استثمارا لمدة ليلة واحدة أم لمدة شهر أو أكثر. ويعد هذا السعر مؤشرا لأسعار الفائدة لدى البنوك التجارية التي ينبغي ألا تقل عن سعر البنك المركزي، كما يساعد سعر الفائدة البنك المركزي في التحكم في عرض النقد في التداول من خلال تغيير هذا السعر صعودا ونزولا على المدى المتوسط. وتقوم البنوك المركزية عادة وبعد دراسة مستفيضة لواقع النمو الاقتصادي القومي ومؤشرات الاقتصاد العالمي باتخاذ قرارات تهدف إلى خفض وتيرة النمو الاقتصادي الأخذ في الانتعاش، وذلك للتحكم والسيطرة على درجات نموه ليتوافق مع معدلات النمو السنوية وضمان عدم تسارعها وتجاوز تلك المعدلات، بغرض السيطرة على التضخم الذي يجعل من توافر السيولة -زيادة حادة عن نسبتها الطبيعية- سببا في خفض قيمتها الشرائية، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع حاد في الأسعار وبذلك تقل الاستفادة من توافر تلك السيولة بالشكل المطلوب.

وتتم السيطرة على السيولة برفع معدلات الفائدة بتشجيع الفوائض المالية العالية لإيداعها بالبنوك وأخذ فوائد عليها بنسب مرتفعة نسبيا بعد اتخاذ قرار رفع الفائدة، ومن ناحية أخرى أيضا رفع نسب الفائدة على الإقراض فيقل بذلك الطلب على القروض ويتم التحكم في نسب السيولة. أما خفض الفائدة فهو قرار يتخذ عندما ترى الدولة تباطؤا ملحوظا في معدلات النمو الاقتصادي فتبدأ في تخفيض نسب الفائدة تباعا حتى يتم ضخ السيولة بمعدلات كافية تشجع على رفع الإنتاج والاستهلاك وترتفع معها معدلات النمو الاقتصادي حتى يتم الوصول لمرحلة الانتعاش الاقتصادي¹⁶.

- سعر الفائدة كألية من آليات السياسة النقدية

تعرف السياسة النقدية على أنها¹⁷ : مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد وبتعبير آخر هي مجموعة القواعد والأحكام التي تتخذها الحكومة أو أجهزتها المختلفة للتأثير في النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في الرصيد النقدي. إذا فالسياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات والأحكام التي تتبعها الدولة بغرض التأثير والرقابة على الائتمان بما يتفق وتحقيق مجموعة أهداف السياسة الاقتصادية. وتشتمل السياسة النقدية على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي¹⁸. وتهدف السياسة النقدية إلى¹⁹ :

- تحقيق مستوى مقبول من الاستقرار النقدي والاقتصادي من خلال تجنب التغيرات المؤثرة على قيمة العملة الوطنية داخليا وخارجيا والتي تنشأ من التغيرات في المستوى العام للأسعار؛
- المساهم في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية بما يحقق زيادة في الدخل القومي والنتاج المحلي؛

- المساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية والمالية والأسواق التي تتعامل فيها هذه المؤسسات (السوق رأس المال والسوق النقدي) بما يخدم تطوير الاقتصاد الوطني ؛
- المساهمة في تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات ؛
- تحقيق الاستخدام الشامل.

ويتم الاستعانة بسعر الفائدة في السياسة النقدية عبر عدة طرق منها :

سياسة سعر المصرف أو سعر إعادة الخصم:

يقصد بمعدل إعادة الخصم الفائدة التي يخضم بها البنك المركزي الأوراق المالية والتي تقوم بخصمها البنوك التجارية لديه للحصول على احتياطات نقدية جديدة تستخدمها لأغراض الائتمان ومنح القروض للمتعاملين معها من الأفراد والمؤسسات²⁰.

وتعتبر هذه السياسة من أقدم الأدوات التي استخدمتها البنوك المركزية لمراقبة الائتمان ، وكان بنك إنجلترا أول من طور معدل الخصم كوسيلة للسيطرة على الائتمان بداية من سنة 1847 ثم سار البنك المركزي تدريجياً خلال هذه الفترة على وضع يجعله « المقرض الأخير»، وفي فرنسا سنة 1857 وفي الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1913 .

- وتختلف الأوراق المالية القابلة للخصم من بلد لآخر، إلا أنها تحتوي بشكل عام على ما يلي²¹:
- السندات التجارية التي يكون آجال استحقاقها لمدة معينة مثلاً (60 يوماً) وقد يشترط أن تكون متمتعة بثلاث ضمانات (وجود ثلاث توقيعات صاحب ، مسحوب عليه ومستفيد) كالكمبيالات
- سندات الخزينة التي قد يشترط أن تكون ذات أجل محدد .
- أوراق مالية ممثلة لقروض قصيرة الأجل.
- سندات ممثلة لقروض متوسطة الأجل .
- سندات محرقة للسلف على الخارج ذات أجل متوسط أو طويل .

فإذا أرادت السلطات النقدية التوسع في منح القروض، فإنها تلجأ إلى تخفيض معدل الخصم للتأثير على حجم القروض أو الائتمان المقدم من البنوك التجارية لعملائها ، وعندما تريد تقييد حجم الائتمان فإنها تلجأ إلى رفع معدل الخصم ومن ثم فإن هذه السياسة تؤدي إلى التأثير على القدرة الإقراضية للبنوك إما بالزيادة أو بالنقصان .

عمليات السوق المفتوح :

ويقصد بها قيام البنك المركزي ببيع وشراء السندات المالية الحكومية في السوق النقدية²²، وقد طبقت هذه السياسة لأول مرة في إنجلترا في الثلث الثاني من القرن التاسع عشر، وانتهجت الولايات المتحدة الأمريكية طريق إنجلترا بدءاً من سنة 1913 ثم عقبها فرنسا سنة 1938²³. فإذا نزل البنك المركزي إلى السوق بائعاً لبعض الأصول المالية والتجارية، فإنه يهدف من وراء ذلك تحويلها إلى أصول نقدية، الشيء الذي يمكنه من ابتلاع وامتصاص فائض العملة الرائجة، وبالتالي انخفاض قدرة البنوك التجارية على منح القروض ، أما إذا رغب في زيادة حجم المعروض النقدي فما عليه إلا أن ينزل إلى السوق مشترياً لهذه الأصول (الأوراق التجارية والمالية والسندات) ويصب مقابل ذلك نقوداً في السوق، الشيء الذي يؤدي إلى زيادة السيولة في السوق فيمنح القروض ويخلق الائتمان²⁴.

ومن هنا نجد أن هناك ثلاث شروط أساسية لضمان فاعلية عمليات السوق المفتوح وهي²⁵:

- مدى توفر السندات الحكومية كما ونوعاً؛
 - مدى توفر سوق نقدية نشطة لتداول هذه الأوراق؛
 - مدى استجابة البنوك لرغبات البنك المركزي.
- بعض الآراء لآثار تخفيض الفائدة على الاقتصاد
- تحليل الكلاسيك :

كانت السياسة النقدية قبل حدوث أزمة الكساد العظيم سنة 1929، الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الإستقرار ، والتأثير على مستوى النشاط الإقتصادي ومكافحة التضخم والإنكماش، وبالتالي فقد كان لسعر الفائدة دور أساسي في تحقيق التوازن. إلا أن حدوث الأزمة الإقتصادية التي سادت في تلك

الفترة وما خلفته من آثار وخيمة على اقتصاديات العالم أثبتت عدم قدرة السياسة النقدية وحدها آنذاك للخروج منها، وأصبح ينظر إليها على أنها عاجزة عن تقديم الحلول في تلك الفترة.

• تحليل كينز :

يعتبر كينز أول من أشار بعدم جدوى السياسة النقدية في ظل الكساد طالما أن الزيادة في النقود من قبل السلطات النقدية وطرحها في الأسواق لا يؤدي إلى استثمارها بل الاحتفاظ بها على شكل عاطل وهذا يعني استحالة الزيادة في الإنتاج القومي عن طريق استخدام أدوات السياسة النقدية عندما تصل أسعار الفائدة إلى أدنى مستوى لها وهو ما أشار إليه بـ "مصيدة السيولة" وعلى هذا نادى كينز بضرورة اعتماد السياسة المالية من أجل زيادة حجم الإنتاج القومي والتخلص من حالة الكساد²⁶. وذلك بسبب عجز السياسة النقدية عن إيجاد حلول لأزمة 1929 ، حيث بدأ يدعو إلى الاهتمام بالسياسة المالية للخروج من الأزمة و ذلك في الفترة ما بين الحربين، وهكذا بدأ لكينز أن السياسة المالية تأتي في المرتبة الأولى قبل السياسة النقدية، وتم إعطاء دورا أكبر للدولة للتدخل عن طريق السياسة المالية أولا ثم السياسة النقدية، عن طريق الإنفاق بالعجز الموازي الذي يستند إلى الإصدار النقدي أو السدين العام ، وقد بني كينز نظريته على أساس جمود الأسعار والأجور في الأجل القصير وشكل في كفاءة تلاؤم السوق مع الصدمات وعالج داء الاحتكار بداء التضخم مما أدى إلى عجز الأدوات الكينزية عن علاج الاختلالات²⁷.

• التحليل النقدي المعاصر :

إن التطور الإقتصادي أظهر بعض النقائص في السياسة المالية، مما أدى إلى تراجع أهميتها فهي تتميز بعدم المرونة وبطنها وتؤكد عدم جدواها في مكافحة التضخم ، لذلك رأت بعض الدول المتقدمة سنة 1951 أن عليها الرجوع إلى تطبيق بعض أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الوطني²⁸، وبالتالي بدأت تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانتها الأولى، ولكن هذه العودة لم تكن كلية، بل ما زالت السياسة المالية تحتل مكانة هامة إلى أن جاءت موجة النقديين التي تسمى مدرسة شيكاغو بزعامة ميلتون فريدمان، والتي حركت ساعة الفكر للوراء مرة أخرى إلى فكر النظرية الكمية للنقد . ويرون أن التحكم في عرض النقود هو السبيل لتحقيق الإستقرار الإقتصادي، وذلك حتى يزداد عرض النقود بصورة عامة بمعدل مساو لمعدل النمو في الناتج القومي، وتكون هذه الزيادة مستمرة بنفس المعدل في سنوات الكساد كما في سنوات الرخاء.

وقد استمر الجدل بين أنصار كل من السياسة المالية والسياسة النقدية خاصة بعد ظهور نواقص كل منهما، فأصبح كل فريق يعتقد أن سياسته هي التي يمكنها أن تحقق الاستقرار الاقتصادي في المجتمع وهكذا عاد الفكر الاقتصادي مرة أخرى إلى الخلف فهناك عودة في التسعينيات خصوصا في أمريكا على يد الرئيس الأمريكي بيل كلينتون لإعادة فكر الثلاثينات الكينزي إلى السياسة الاقتصادية، ويبقى أنصار الفكر النقدي يصرون على جدوى السياسة النقدية وفعاليتها وعدم فعالية السياسة المالية كلية من أية قدرة على التأثير على الناتج الوطني والخروج من الأزمات وتحقيق الاستقرار العام خاصة بعد ظهور ما يسمى بالتضخم الركودي²⁹.

المحور الثالث : آثار تخفيض سعر الفائدة على الأزمة المالية الراهنة وأهم الآليات المكملة له

- ماهية الأزمة المالية :

يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية: حجم الإصدار، وأسعار الأسهم و السندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف، وهذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع و الانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها30.

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي سببها الرئيس تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤديا إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج.

وقد عرف الاقتصاد الدولي عدة أزمات مالية من أزمة الكساد العظيم خلال الفترة 1929 - 1933 الذي ارتبطت أسبابه بالظروف العالمية السائدة في حقبة ما بعد الحرب العالمية الأولى، و بالفكر الكلاسيكي السائد آنذاك، كما تعرضت بورصة نيويورك سنة 1987 إلى الانهيار ، وأزمة المكسيك سنة 1994 وأزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997 وغيرها من الأزمات الأخرى.

- بداية الأزمة المالية العالمية - أزمة الرهن العقاري - :

عرف النشاط الاقتصادي والمالي ازدهارا في الفترة الممتدة من 2001-2005 مما انعكس إيجابا على سوق العقار في أمريكا حيث ارتفعت أسعار العقارات بشكل ملحوظ، وبما أن البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية تتوفر على فوائض مالية معتبرة دون وجود المنافذ المناسبة لها* فقد تم التركيز على السوق العقاري نظرا للطفرة التي كان يشهدها وذلك بمنح قروض عقارية. وتميز البنوك الأمريكية بين ثلاثة أنواع من القروض العقارية :

القرض منخفض المخاطر ويكون فيه عملاء يتمتعون بسجل ائتماني جيد (عمل ثابت، أjour مرتفعة،....)

القرض البديل وهو أكثر مخاطرة من النوع الأول ويتميز العملاء فيه بسجل ائتماني متوسط كعدم ثبات الدخل.

القرض عالي المخاطر ويتميز بأن أسعار الفائدة فيه تكون عالية نظرا لأن العملاء لا يتمتعون بسجل ائتماني جيد.

ويمكن إجمال أهم مراحل أزمة الرهن العقاري فيما يلي :

المرحلة الأولى : تشجيع الدولة للمؤسسات العقارية على تمويل الأفراد لشراء مساكن وذلك بأقساط منخفضة.

المرحلة الثانية : ارتفاع أسعار المنازل مكن الأفراد من جلب تمويل من البنوك والمؤسسات المالية وذلك لتسديد أقساط هذه المنازل

المرحلة الثالثة : نظرا إلى أن البنوك تؤمن جل عملياتها فقد قامت بتأمين هذه القروض في شركات التأمين كما قامت باشتقاق سندات من الديون الممنوحة للأفراد وقامت ببيعها في الأسواق المالية.

المرحلة الرابعة : ارتفاع أسعار الفائدة أدى إلى ارتفاع الأقساط المفروضة على الأفراد وبالتالي بدأت تظهر حالات التوقف عن الدفع خاصة في قروض الرهن العقاري عالية المخاطر كما صاحب هذا الأمر انخفاض في أسعار المنازل وبدأت البنوك والمؤسسات المالية تعاني من أزمة نقص السيولة.

المرحلة الخامسة : ارتباط البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأمريكية بشكل عام مع بعضها البعض ومع الكثير من المؤسسات المالية الأوروبية والآسيوية أدى إلى تأثر هذه المؤسسات وهبوط مجمل الأسواق المالية في هذه البلدان.

- تداعيات الأزمة المالية العالمية :

لم تكن آثار الأزمة المالية العالمية مقتصرة على الجانب الاقتصادي فقط بل تعدت حتى إلى الجوانب الاجتماعية والسياسية، كما أن تداعياتها لم تقتصر أيضا على أمريكا بل امتدت إلى جميع دول

العالم، وذلك بالرغم من النمو المذهل لاقتصاديات بعض الدول مثل الصين والهند والبرازيل ، إذ لم يستطع العالم الصمود أمام الهبوط الحاد للاقتصاد الأمريكي بسبب الأزمة الحالية لقروض الرهن العقاري.

وبتتبع مراحل وتطورات هذه الأزمة المالية المعاصرة 31 منذ بداية عام 2007 يمكن أن نستشف مجموعة من الآثار هي كالآتي :

- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية وهذا ما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم .
- زيادة عدم سداد تسليفات الرهن العقاري في الولايات المتحدة يتسبب في إفلاس العديد من المؤسسات المصرفية والمالية المتخصصة، والتي منها بنك الأعمال "ليمان براذرز" رابع أكبر بنك بالولايات المتحدة، حيث انخفضت قيمة أسهمه بنسبة 94 % منذ بداية العام الحالي، ووصلت خسائره إلى مليارات الدولارات.
- انخفاض المبيعات ولاسيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة .
- انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً وضمانات مغلظة.
- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وهذا ما أحدث ارتباكاً وخلاً في مؤشرات الهبوط والصعود
- إعلان عدة مصارف كبرى عن انخفاض أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري، كالذي حدث للمجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" التي انهارت أسهمها بسبب شكوك في شأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة، وتدخل المصارف المركزية لدعم سوق السيولة، حيث قامت عشرة مصارف دولية بالاتفاق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً، كما وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لم يمنع من تراجع البورصات العالمية، ومثال ذلك أيضاً السلطات الأمريكية التي أعدت خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- تأميم الحكومة الأمريكية والبريطانية لبعض البنوك والمؤسسات المالية، فمثلاً قامت وزارة الخزانة الأمريكية بوضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار، كما قام الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية بتأميم أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي أي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها، إذ يصل العدد الإجمالي لمؤسسات المال الواقعة تحت مظلة التأمين الفدرالي إلى 1800 مؤسسة تستحوذ كلها على ما يقرب من 13 تريليون دولار من الأصول والممتلكات 32. أما الحكومة البريطانية فقد قامت بتأميم بنك "نورذرن روك".
- اندماج العديد من المصارف والمؤسسات المالية، ففي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية، ويعلن "جي بي مورغان تشيز" شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي، وفي بريطانيا قام البنك البريطاني "لويد تي أس بي" بشراء منافسه "أتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس .
- ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية.
- ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات.
- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا ما أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.
- آثار تخفيض الفائدة على الأزمة المالية العالمية الراهنة

ما إن بدأت بؤدر الأزمة المالية العالمية وبدأت معها مؤشرات الأسواق المالية العالمية بالانخفاض المستمر حتى تكثرت كبريات البنوك المركزية على مستوى العالم وعلى رأسها الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي البريطاني والبنك المركزي الأوروبي في محاولة للتنسيق فيما بينها لخفض أسعار الفائدة وذلك لامتناس آثار الأزمة وانعكاساتها على المستوى العالمي هذا التنسيق نابع عن خصوصيات العولمة المالية حيث أن محاولات بلد ما لوضع أسعار للفائدة لا تتفق مع حالة تكافؤ سعر الفائدة، يمكن أن يؤدي إلى تدفقات كبيرة للداخل أو الخارج لرؤوس الأموال قصيرة الأجل ومن ثم فإن قدرة البلد على استخدام السياسة النقدية لتحقيق أهداف متصلة بالاقتصاد الكلي ستصبح مقيدة بزيادة حراك رأس المال³³ أو حجم التنسيق الدولي. ونجد أن عمليات التخفيض كانت على النحو التالي :

الفدرالي الأمريكي :

قام الفدرالي الأمريكي منذ بدأ الأزمة بعد تخفيضات لأسعار الفائدة بشكل سريع ومتكرر عدة مرات منذ سبتمبر 2007 حيث كان سعر الفائدة آنذاك 5.25%، ثم تتالت التخفيضات حيث وصل في أكتوبر 2008 إلى 01%، ثم في ديسمبر 2008 إلى حدود المجال من 0.25% إلى 00%، ليم تثبيته عند في هذا المجال إلى غاية آخر اجتماعات الفدرالي الأمريكي في مارس 2009.

البنك المركزي البريطاني :

قام البنك المركزي البريطاني بتخفيضات متعددة لأسعار الفائدة ففي أكتوبر 2008 تم تخفيض سعر الفائدة من 05% إلى 4.5% وفي نوفمبر 2008 إلى 03% ثم إلى 02% ثم إلى 1.5% فيفري 2009 ليستقر عند 0.5% وذلك في آخر تخفيض له (مارس 2009). وبالتالي فقد تم تخفيض سعر الفائدة ست مرات منذ بدأ الأزمة المالية العالمية.

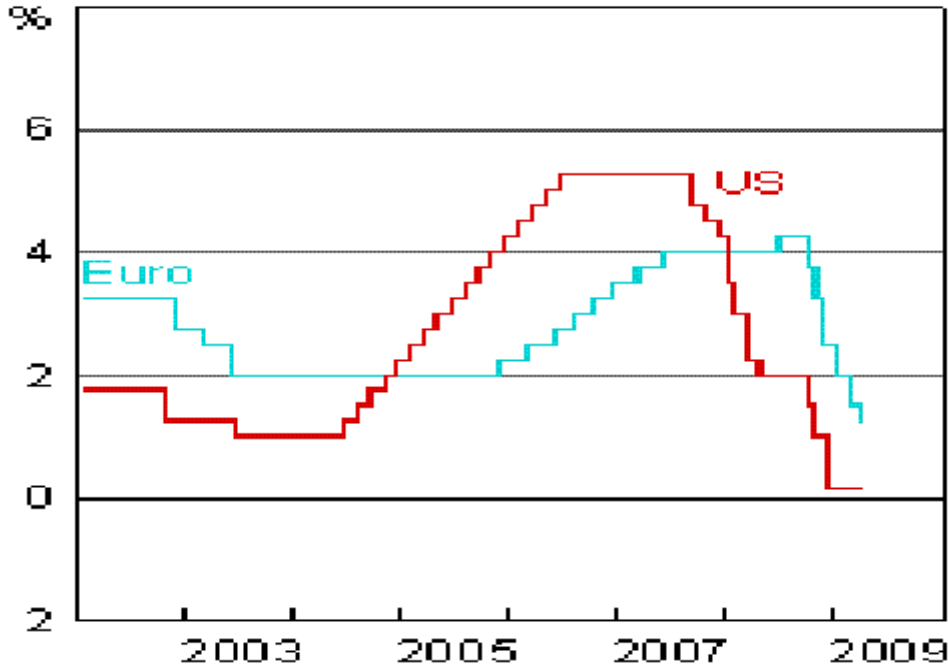
البنك المركزي الأوروبي :

قام البنك المركزي الأوروبي بدوره بعدد من التخفيضات في أسعار الفائدة فمن 4.25% في سبتمبر 2008 إنخفض إلى 3.75% في أكتوبر 2008 ثم إلى 3.25% في نوفمبر 2008 إلى 02% في جانفي 2009، ثم إلى 1.5% في مارس 2009. وبالتالي فقد تم تخفيض سعر الفائدة خمس مرات منذ بدأ الأزمة المالية.

وكان أحد أعضاء مجلس محافظي البنك المركزي قد وضح بأن أسعار الفائدة الحقيقية في منطقة الأورو لا تختلف عنها في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك بالأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم، ومن ثم فإن أسعار الفائدة الحقيقية ليست مختلفة لا في الأجل القصير ولا في الأجل المتوسط³⁴.

وفيما يلي منحنى يبين سياسة سعر الفائدة لدى البنك المركزي الأوروبي والفدرالي الأمريكي من سنة 2002 حيث يبين الارتفاع في سعر الفائدة من منتصف 2004 إلى غاية نهاية 2007 ثم حدوث التخفيض الذي وصل إلى مستويات قياسية.

المنحنى رقم (01) : سياسة سعر الفائدة في الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي

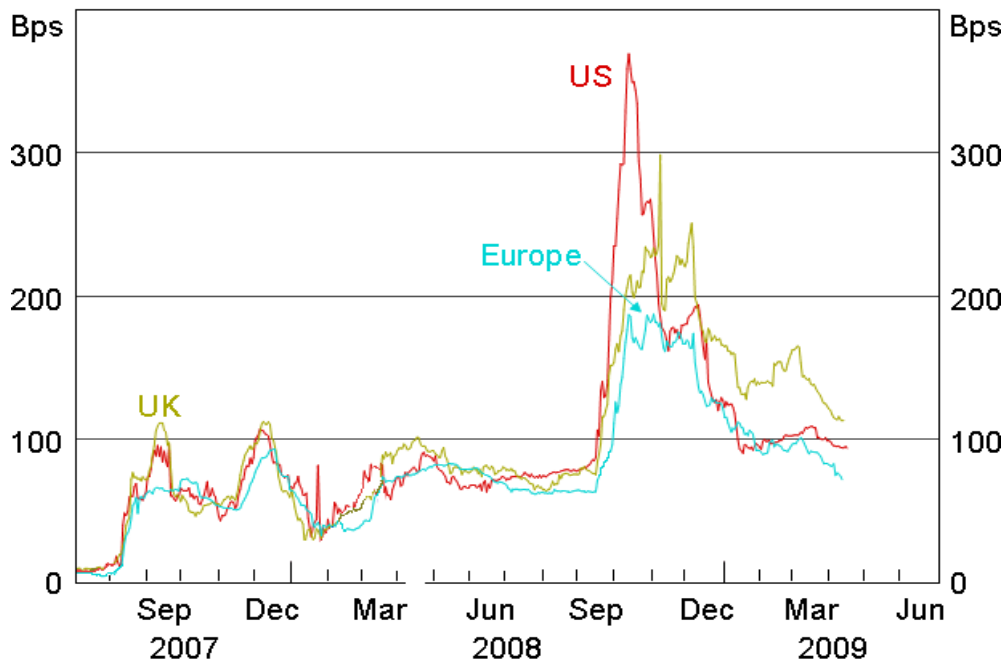


المصدر : معطيات البنك المركزي الأوربي
والفدرالي الأمريكي

1. آثار التخفيض على أسعار فائدة البنوك التجارية

من المفروض أن تخفيض أسعار الفائدة لدى البنوك المركزية يؤدي إلى تخفيض تكلفة البنوك التجارية في الاقتراض وبالتالي فإن أسعار فائدة هذه الأخيرة سوف تنخفض بشكل أوتوماتيكي في حدود مقارنة لسعر الفائدة لدى البنوك المركزية، وهذا ما يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة المشاريع التي تعتمد في تمويلها على القروض المصرفية وبالتالي المشاريع الاستثمارية سوف تكون ذات جدوى مالية أكبر مما يحفز على الاستثمار سواء المباشر أو غير المباشر مما يحرك عجلة الاقتصاد. إلا أن الذي حدث أن البنوك التجارية استغرقت وقتاً قبل أن تبدأ في الثقة في عمليات الإقراض حيث ساد القلق من احتمال حدوث أزمة اقتصادية كما ساد القلق من صحة المركز المالي للبنوك المقترضة وبالتالي ارتفعت أسعار الفائدة التي كان يجب أن تكون مقارنة لأسعار الفائدة في البنوك المركزية قبل أن تعاود الانخفاض وهذا ما يبينه المنحنى التالي :

المنحنى رقم (02) : مؤشر LIBOR لثلاثة أشهر لسعر الفائدة بين البنوك



2. آثار التخفيض على أسعار الأوراق المالية:

فيما يلي أهم المؤشرات العالمية من شهر سبتمبر 2008 (مدة سنة)³⁵

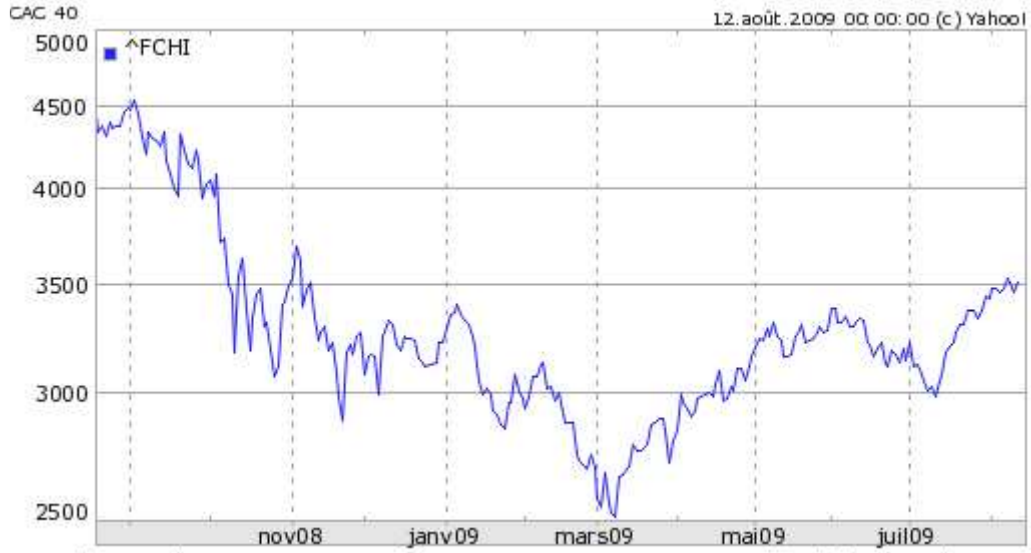
المنحنى رقم (03) : مؤشر Dow Jones (الولايات المتحدة الأمريكية)



Copyright 2009 Yahoo! Inc.

<http://fr.finance.yahoo.com/>

المنحنى رقم (04) : مؤشر cac40 (فرنسا)



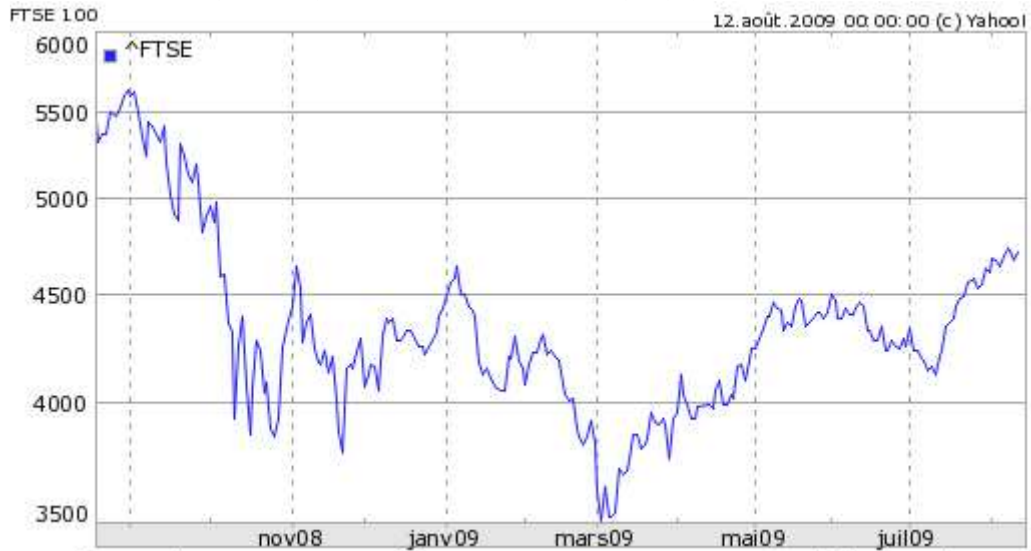
Copyright 2009 Yahoo! Inc. <http://fr.finance.yahoo.com/>

المنحني رقم (05) : مؤشر Dax (ألمانيا)



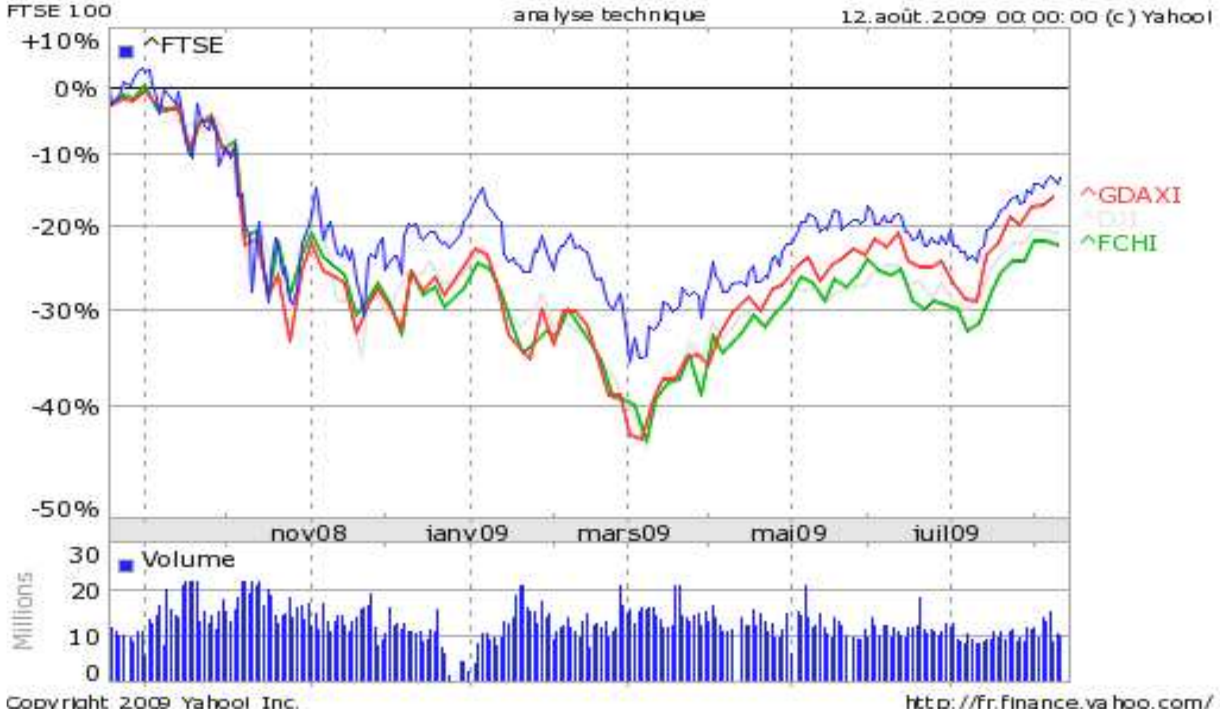
Copyright 2009 Yahoo! Inc. <http://fr.finance.yahoo.com/>

المنحني رقم (06) : مؤشر FTSE 100 (بريطانيا)



Copyright 2009 Yahoo! Inc. <http://fr.finance.yahoo.com/>

المنحني رقم (07) : المؤشرات الأربعة مجتمعة (مقارنة لأداء الأسواق المالية الأربعة):



لقد جاءت خطوات خفض نسب أسعار الفائدة في البنوك المركزية المذكورة بعد أن كانت أسواق الأسهم العالمية قد انخفضت بشدة خلال بدايات الأزمة، مما أثار مخاوف من تفاقم أزمة الائتمان العالمية.

وقد جاءت ردود الفعل الأولية للأسواق الأوروبية والأمريكية على قرارات البنوك المركزية خفض معدلات أسعار الفائدة لديها إيجابيا في بداية كل تخفيض ، إلا أنها سرعان ما تعاود الانخفاض من جديد في وقت لاحق، لأن المستثمرين لم يقتنعوا بأن من شأن تلك الخطوة أن تؤدي إلى حل حقيقي للأزمة المالية في العالم، إلا أنها بدأت تشهد نوعا من الانتعاش وتحقيق بعض المكاسب في الشهرين السابقين (جويلية، أوت 2009). واستقرار نسبي من (مارس 2009).

كما جاءت هذه التخفيضات بالتنسيق بين البنوك المركزية العالمية حيث كانت في فترات متقاربة جدا. وخلال هذه المدة لم يكن تخفيض سعر الفائدة هو الإجراء الوحيد وإنما بدأت الدول في اتخاذ إجراءات أخرى من شأنها التكامل مع تخفيض أسعار الفائدة للخروج من مرحلة الانكماش الاقتصادي.

- الإجراءات المكتملة لتخفيض الفائدة

مع وصول معدلات الفائدة إلى حدود دنيا مقارنة للصفر وصلت السياسة النقدية إلى حدودها القصوى وبالتالي أصبح لزاما على الدول والحكومات أن تسعى لإجراءات جديدة ففي الولايات المتحدة الأمريكية كمثل يتم العمل على ثلاثة أقسام³⁶

الأول : خاص بالضمانات لمكلفي الضرائب وفيه :

- يتم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليارا بطلب من الرئيس، ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بـ 700 مليار دولار.

- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.

- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.

- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.

- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

الثاني : خاص بتحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم وذلك بـ :

- منع دفع تعويضات باهظة لرؤساء أو مديري الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولا إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها.
 - منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وتم تحديد المكافآت لمسئولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية بـ 500 ألف دولار.
 - استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق.
- الثالث: خاص بالمراقبة والشفافية وفيه :
- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.
 - يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.
 - يتم تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
 - يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.
 - اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.
 - إجراءات حماية للمالكين المهددين بمصادرة مساكنهم بينما من المقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع في 2009م
 - السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدينين الذين يواجهون صعوبات.
 - مساعدة المصارف المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري.
- كما قام الرئيس الجديد بمجموعة من الإجراءات من ضمنها إقرار خطة بقيمة تقارب 790 مليار دولار لإنعاش الاقتصاد عبر ضخ الأموال في القطاعات المتعثرة كالمصارف وشركات السيارات.
- بالإضافة إلى زيادة الإنفاق الحكومي عن طريق المشاريع في البنية القاعدية حيث تم تخصيص 27.5 مليار دولار لشبكة الطرقات العامة و 8.4 مليار دولار لقطاع المواصلات العامة. وسيتم رصد حوالي 10 مليارات دولار لمشاريع الإسكان الاجتماعي. وذلك لخلق وظائف جديدة.
- بالإضافة إلى تخصيص 43.7 مليار دولار من النفقات الاجتماعية لمساعدة العائلات والأشخاص المتضررين جراء الأزمة، ومن ضمنها 26.9 مليار دولار ترصد لتمديد خطة الطوارئ للتعويض عن العاطلين عن العمل.
- وفي مجال العلوم، سيحصل عدد من الوكالات ومعاهد الأبحاث على ما يقارب ستة مليارات دولار، من ضمنها مليار دولار لوكالة الفضاء الأمريكية - ناسا.
- وسيحصل قطاع الصحة على 19 مليار دولار من أجل تطوير وظائف مرتبطة بالتقنيات الحديثة. وعلى صعيد التربية التي تخصص لها الخطة 105.9 مليارات دولار، سيتم إنشاء "صندوق لتثبيت الميزانية" في الولايات ترصد له 53.6 مليار دولار، ويهدف إلى تمويل عمليات ترميم وتحديث العديد من المدارس.
- أما الدول الأوروبية فقد عملت على ضخ السيولة للبنوك والمؤسسات المالية المتعثرة في إطار تنسيق مشترك مع البنك المركزي الأوروبي، ورغم بعض الاختلافات التي ظهرت بين بعض الدول في إجراءات دعم اقتصادياتها - فألمانيا مثلا تدعو إلى إعطاء القطاع الخاص دورا كبيرا لحل هذه الأزمة بينما فرنسا تدعو إلى ضرورة تدخل الدولة في ذلك - إلا أنها لم تؤثر عن الإطار العام للحل المشترك.

وقد شملت الخطة البريطانية ضخ 450 مليار دولار من أموال الحكومة و 86 مليارات دولارا من أموال دافعي الضرائب في أكبر بنوك البلاد. كما قامت بعرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل³⁷.

أما فرنسا فقد ضخت ما يعادل 360 مليار أورو، حيث تلقى منها بنك "Crédit Agricole" و "BNP Paribas" أكبر الحصص، تصل إلى 3 ملايين أورو و 2.55 مليار أورو، على التوالي، كما

شمل الدعم الحكومي كذلك البنوك التالية: Credit Mutuel و d'epargne Caissese و Banques Populaires، بالإضافة إلى "Société Générale" في حين أن ألمانيا ضخت 480 مليار أورو³⁸. وأعلنت قمة دول منطقة الأورو قمة الدول الخمسة عشر التي تتبنى الأورو عملة رسمية لها أنها ستناقش الخطة التي تدعو إلى ضمان الإقراض بين البنوك والذي تجمد بشكل شبه كامل في كل أنحاء العالم، وقد اعتبر جان كلود تريشيه رئيس المصرف المركزي الأوروبي أن مؤسسات الاتحاد الأوروبي ليست مهيأة لإطلاق خطة إنقاذ مصرفية مماثلة للخطة الجاري إقرارها بالولايات المتحدة لعدم وجود ميزانية فدرالية بالاتحاد الأوروبي، كما طرح فكرة إقامة صندوق إنقاذ مصرفي أوروبي حجم 300 مليار أورو، لكن رئيس لجنة وزراء مالية منطقة الأورو أيد موقف ألمانيا بعدم ضرورة تكوين صندوق أوروبي للبنوك المتعثرة، وهو الموقف نفسه الذي تبنته الحكومة الهولندية مع تأييدها لفكرة صندوق إنقاذ يخصص له 3% من إجمالي الناتج المحلي لإنقاذ البنوك الوطنية³⁹.

الخاتمة :

من خلال ما سبق فإن قرار رفع أو خفض سعر الفائدة تحكمه مجموعة من الآليات والمحددات من بينها الحد من القفزات المتتالية في معدل التضخم وتشجيع وزيادة حجم الائتمان الموجه للمشروعات الاستثمارية مما يساهم في خفض التكلفة الإنتاجية للسلعة، كما أن لسعر الفائدة تأثير مباشر وقوي على الأسواق المالية ولذلك فلا بد من مراعاة العلاقة بينهما. سعر الفائدة في البنوك المركزية لا يعبر بالضرورة عن سعر الفائدة الذي تقرض به البنوك التجارية ولكنه محدد أساسي لارتفاعه أو انخفاضه، بالإضافة إلى درجة الثقة في القوائم المالية ومستقبل الاقتصاد.

سعر الفائدة ليس العامل الأساسي الوحيد المؤثر في القرار الاستثماري إلا أنه أداة هامة جدا من أدوات السياسة النقدية يستخدمها البنك المركزي لتأكيد الاستقرار المالي ولمجابهة الانكماش والركود بخفضه أو رفعه في حالات التضخم بالإضافة إلى مختلف أهدافه الاقتصادية. السياسة النقدية الناجحة هدفها التوصل إلى أعلى معدلات النمو الاقتصادي مع اقل معدلات التضخم، لذا فإن البنك المركزي يحرك سعر الفائدة في ضوء ما يتوافر له من بيانات وفقا لسياسته التي تستهدف التضخم.

أما في فترات الكساد فيجب تخفيض أسعار الفائدة وذلك لتشجيع الاستثمار وبالتالي تشجيع الأسواق المالية، وخلال هذه الأزمة عملت الكثير من الدول بشكل جماعي لتحقيق هذه الأداة أهدافها، وإذا استمرت أسعار الفائدة في حدودها الدنيا مع مراقبة التضخم، فإنه سيوف يكون لها آثار إيجابية على المدى المتوسط وسيتجلى ذلك على حركة الأسواق المالية بالعودة إلى الارتفاع مجددا، حيث نشهد هذه الأيام بدييات تحسن واستقرار في أداء الأسواق المالية العالمية.

كما أن كل ذلك مرهون أيضا بمدى اقتناع المستثمرين وتفاؤلهم بالمستقبل ولذلك يجب تدعيم هذه الإجراءات بمزيد من التطهير على مستوى البنوك للأدوات المالية المتعثرة بالإضافة إلى خلق مناصب شغل فموجة البطالة التي نشهدها هذه الأيام ليست مؤشرا جيدا وعلى الدول أن تحد من البطالة وذلك عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي وخاصة في مشاريع البنية التحتية لامتناس هذه البطالة، بالإضافة إلى التحفيزات الضريبية.

- ¹ حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص25.
- ² محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص21.
- ³ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2005، مرجع سبق ذكره، ص22.
- ⁴ جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002، مرجع سبق ذكره، ص30.
- ⁵ حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى 2002، ص16.
- ⁶ حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص15.
- ⁷ عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2004، ص152.
- ⁸ المرجع السابق، ص149-152.
- ⁹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا-، الطبعة الأولى، 2000، ص72.
- ¹⁰ وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والأفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة الجزائر-، السنة الجامعية 2002-2003، ص ص : 20-23.
- ¹¹ عبد النافع الزرري، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2001، ص33.
- ¹² توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة : السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ، 2002، ص352.
- ¹³ المرجع السابق، ص353.
- ¹⁴ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد الطبعة الأولى 2004، ص298.
- ¹⁵ المرجع السابق، ص298.
- ¹⁶ <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/D66BEC9D-03BB-4D30-95BB-A35CFC854A7E.htm>
- ¹⁷ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004، ص113.
- ¹⁸ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص351.
- ¹⁹ أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، دار وائل للنشر، 2005، ص183.
- ²⁰ عبد المنعم السيد علي، إقتصاديات النقود والمصارف، الأكاديمية للنشر الأردن 1999، ص397.
- ²¹ وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني، بيروت 2000، ص224.
- ²² أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سبق ذكره، ص189.
- ²³ كمال الغالي، مبادئ الإقتصاد المالي، دمشق مطبعة جامعة دمشق، الطبعة الثالثة 1968، ص364.
- ²⁴ مصطفى رشدي شبيحة، إقتصاديات النقود والمصرف والمال، دار المعرفة الجامعية، الطبعة السادسة 1996، ص226.
- ²⁵ أكرم حداد، مشهور هذلول، مرجع سبق ذكره، ص189.
- ²⁶ بن حمود سكيته، دروس في الإقتصاد السياسي، دار الملكية للطباعة والاعلام، الطبعة الأولى، 2006، ص425.
- ²⁷ يوسف كمال، السياسة النقدية والمصرفية الإسلامية، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر 1996، ص10.
- ²⁸ jhonson , harry, G, **Essays in Minctary economies** , 2nd ed George Allen and unwin Ltd , London1969 , P275 .
- ²⁹ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية 2000، ص62، بتصرف .
- ³⁰ Barthalon Eric, **Crises financières: Revue problèmes économiques**, n° 2595 ,12 octobre 1998, P02.
- * ساهم في تكوين هذه الفوائض المالية الارتفاع الكبير لأسعار البترول حيث تم توظيفها في البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية مما خلق لهذه البنوك قدر كبير من السيولة.
- ³¹ للتعرف على هذه المراحل انظر: مقال منقول من موقع :
- <http://www.alokab.info/forums/index.php?showtopic=36051> ،
- وللتعرف أيضا على مظاهر هذه الأزمة المالية العالمية انظر: حسين حسين شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الإقتصاد الإسلامي، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الإقتصادي الإسلامي، ص5. من موقع: www.Darelmashora.com
- ³² وكالة رويترز بتاريخ 27 أكتوبر 2008
- ³³ أمير السعد، قضايا نظرية في العولمة المالية، مجلة التواصل، جامعة باجي مختار، عنابة، العدد 15 "ديسمبر 2005".
- ³⁴ أكسل فيبر، مقابلة خاصة لوكالة رويتر للأخبار،
- ³⁵ <http://ara.reuters.com/article/businessNews/idARACAE52L0A620090322>
- <http://fr.finance.yahoo.com>
- ³⁶ انظر: تقرير بعنوان : مشروع خطة إنقاذ القطاع المصرفي الأمريكي ، من موقع : <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/1ACC512A-9B53-4F70-8A44-B8774B0DFE91.htm>
- ³⁷ سامر مظهر قنطججي، مرجع سبق ذكره، ص85.
- ³⁸ من موقع : <http://arabic.cnn.com/2008/business/10/21/french.inject/index.html>
- ³⁹ سامر مظهر قنطججي، مرجع سبق ذكره، ص ص 85-86.