



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حمة لخضر بالوادي



كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الإقتصادية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم إقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الطلبة:

بن عبد الله عبد القادر

غربي السعيد

شفرة علي

الآثار الإقتصادية المترتبة عن تطبيق سياسة التسيير

الكمي

(مع الإشارة لحالة الجزائر)

لجنة المناقشة:

رئيسا	أستاذ محاضر -أ-	د. غربي هشام
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر -أ-	د. غربي العيد
مناقشا	أستاذ محاضر -أ-	د. شليق عبد الجليل

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

الحمد لله الذي أعاننا وأكرمنا بالتقوى،

جئت أبحث عن كلمة ظننتها توفي حق الناس

أعطوني الحياة و الأمل، الدفع والقوة،

الى أناس كانوا السر في وجودي

الى أبي منبع الحنان والعطاء الى سندي فالحياة أُمي

الى من تقاسموا معي حنان قرتا عيني إخوتي

الى من جعلتهم أيام الدراسة إخوة لي زملائي وزميلاتي كل بإسمه

الى رفقاء بحثي "غربي السعيد" و "شقرة علي"

إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل

" بن عبد الله عبد القادر "

الإهداء

اهدي ثمرة جهدي

إليك يا من عملت حياتك بكد لأجلي، فعلمتني معنى الكفاح وأوصلتني إلى

ما أنا عليه، إليك أبي الكريم.

إليك يا من نزعت عني كل عياء، إليك يا منبع الحب والحنان، إليك أُمي

الغالية

إليكما والدي "حفظكما الله من كل سوء"

إلى إخوتي كنز حياتي، إليكم يا من غمرتموني بالمحبة

إلى كل من خصني بدعاء من القلب وشجعني على انجاز هذه المذكرة.

" شقرة علي "

الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ لَكَ الْحَمْدُ وَالشُّكْرُ رَبِّي عَلَى عَظِيمِ فَضْلِكَ وَكَثِيرِ عَطَائِكَ فَسُبْحَانَكَ
لَمْ تَبْخُلْ عَلَيَّ بِأَيِّ شَيْءٍ سَأَلْتُكَ فِيهِ فَكُنْتَ أَنْتَ الْمُسْتَجِيبُ

فَالْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِإِتْمَامِ هَذَا الْعَمَلِ الْمَتَوَاضِعِ وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِي لَوْلَا هُدْيُهُ

وَالصَّلَاةَ وَالسَّلَامَ عَلَى أَعْظَمِ أَسْتَاذٍ فِي الْحَيَاةِ وَخَيْرِ مَوْجِهٍ لِلْبَشَرِ إِمَامِ الْأَنْبِيَاءِ وَالْمُرْسَلِينَ وَ
سَيِّدِ الْعُلَمَاءِ مُحَمَّدٍ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ

أَهْدِي ثَمْرَةَ جَهْدِي إِلَى أَعْلَى إِنْسَانَةٍ فِي الْوُجُودِ أُمِّي الَّتِي أَفْضَتْ عَلَيَّ بِدَعْوَاتِهَا وَبِرَكَاتِهَا اللَّهُمَّ
بَارِكْ فِي عَمْرِهَا وَأَبِي الْعَزِيزِ الَّذِي كَانَ سَبَبًا فِي دَفْعِي إِلَى الْأَمَامِ اللَّهُمَّ بَارِكْ فِي عَمْرِهِ

إِلَى إِخْوَتِي وَأَخَوَاتِي الَّذِينَ كَانُوا وَلَا زَالُوا عِزَّةً وَمَفْخَرَةً، فَلَهُمْ مِنْ كُلِّ حُبِّ وَالتَّقْدِيرِ وَالشُّكْرِ
لأنهم كانوا سنداً لي في إنجاز هذا العمل

إلى كل أفراد عائلتي وجميع الأقارب .

إلى من كانوا لي العون والسند في طيلة مشواري الدراسي الجامعي صديقاتي الاعزاء

إلى زملاء وزميلات الدراسة دفعة 2020/2019

" غربي السعيد "

الشكر والعرفان

لك الحمد ربنا يا من مننت علينا بنعمة العلم، ويسرت لنا سبله، وأعتتنا على

تحصيله، وعلمتنا ما لم نعلم، الصلاة والسلام على خير المعلمين محمد سيد الخلق

وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد:

نتوجه بالشكر الجزيل والإمتنان الكبير لأستاذنا الفاضل "غربي العيد" لتتويجه

لعملنا بإكليل من النصح والإرشادات فكان لنا خير معين وسند في إنجاز هذا

البحث رغم إنشغاله.

" عبد القادر، علي، السعيد "

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى دراسة أهم السياسات التي تستخدمها الدول للقضاء على ظاهرة الإنكماش التي تسود اقتصادياتها الا وهي سياسة التيسير الكمي التي تعتبر أداة غير تقليدية للسياسة النقدية، حيث يقوم البنك المركزي بموجبها بإصدار النقود وشراء السندات الحكومية بهدف تخفيض معدل الفائدة وزيادة السيولة في الاقتصاد وهذا بهدف التأثير على الاقتصاد الحقيقي والمالي بواسطة مجموعة من القنوات.

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يكون أساسا حسب حالة اقتصاد البلد، علما أن اليابان كانت السباقة في تطبيقها سنة 1999، وانتشر تطبيقها في مختلف بلدان العالم كالولايات المتحدة الأمريكية، ودول الاتحاد الأوروبي وحتى بعض الدول العربية كالجيزة إثر أزمة الرهن العقاري 2008 التي هزت الاقتصاد العالمي. الكلمات المفتاحية، سياسة التيسير الكمي، السياسة النقدية، الاقتصاد الجزائري.

Abstract:

This study aim to survey one of the most important policies used by countries to eliminate the phenomenon of deflation, which dominates their economies, that is quantitative easing policy, which is a tool unconventional monetary policy, where the central bank which issued coins and buy government bonds in order to reduce interest rate and increased liquidity in the economy, and this is the aim of influencing the real and the financial economy through a variety of channels.

The application of the quantitative easing policy is mainly depending on the status of the country's economy, note or Japan was the first to be applied in 1999 and spread application in different countries of the world like the United States of America and the Aruban Union and countries, even some Arab states and Algeria is one of them following the mortgage the 2008 crisis that shook the global economy.

Key Words : *quantitative easing policy, monetary policy, Algerian economy.*



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
-	الإهداءات
-	التشكرات
-	الملخص
I	فهرس المحتويات
III	فهرس الجداول
IV	فهرس الأشكال
أ-ث	مقدمة
الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي	
03	تمهيد
04	المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية
04	المطلب الأول: ماهية السياسة النقدية
06	المطلب الثاني: ادوات السياسة النقدية التقليدية
08	المطلب الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية
12	المبحث الثاني: ماهية سياسة التيسير الكمي
12	المطلب الأول: نشأة وتعريف سياسة التيسير الكمي
14	المطلب الثاني: آليات ومحددات تطبيق سياسة التيسير الكمي
18	المبحث الثالث: التجارب الدولية السابقة في مجال تطبيق برامج التيسير الكمي
18	المطلب الأول: التجربة اليابانية
21	المطلب الثاني: تجربة الولايات المتحدة الامريكية
22	المطلب الثالث: تجربة الاتحاد الاوروي
24	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية	
26	تمهيد
27	المبحث الأول: الآثار الاقتصادية الناجمة على سياسة التيسير الكمي
27	المطلب الأول: أثر سياسة التيسير الكمي على الاستثمارات المالية في الاسواق المالية

29	المطلب الثاني: أثر سياسة التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي
33	المطلب الثالث: أثر سياسة التيسير الكمي على الجانب الاجتماعي
35	المبحث الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي
35	المطلب الأول: إيجابيات سياسة التيسير الكمي
36	المطلب الثاني: سلبيات سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد المحلي والعالمي
39	المبحث الثالث: التيسير الكمي في الجزائر
39	المطلب الأول: أسباب تطبيق آلية تيسير الاقتصاد الكمي في الجزائر
41	المطلب الثاني: إجراءات تطبيق آلية التيسير الكمي في الجزائر
45	المطلب الثالث: تداعيات استخدام التيسير الكمي بالجزائر
47	خلاصة الفصل
49	خاتمة
53	قائمة المصادر والمراجع

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
20	العمليات قصيرة الأجل لبنك اليابان المركزي (تريليون ين)	01
42	أوجه الاختلاف بين الأسلوب التقليدي والأسلوب غير التقليدي للتمويل في الجزائر	02

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
30	مخزون قضايا الديون الدولية في آسيا والمحيط الهادئ وأمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي (ديسمبر 2000 يونيو 2015)	01
38	حجم التدفقات المالية إلى الاقتصاديات النامية الناجمة عن سياسة التيسير الكمي	02
44	توزيع المبالغ التي قام بإصدارها بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي للفترة (نوفمبر 2017-جانفي 2019)	03



المقدمة عامة

شهدت الأسواق المالية العالمية خلال القرن العشرين انخيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وكان آخرها الأزمة العالمية سنة 2008 والتي زعزعت الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي وبيّنت أن علم الاقتصاد يتميز بالديناميكية فمن الممكن أن تكون هناك نظريات، نماذج وسياسات اقتصادية تنجح خلال حيز جغرافي وزمني معين دون نجاحها في فترات واقتصاديات أخرى.

بعد الأزمة المالية 2008 ظهر نوع جديد من أدوات السياسة النقدية، أهمها أداة التيسير الكمي الموسومة من الناحية النظرية والتطبيقية بالطابع غير التقليدي كونها طبقت بشكل غير مسبوق في التاريخ النقدي العالمي، وبطريقة استثنائية إستعجالية لاحتواء آثار الأزمة المالية.

والمعروف عن أداة التيسير الكمي أنها عرفت تطبيق واعتماد واسع النطاق بداية باليابان في 2001، ثم بالولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة ومنطقة اليورو بداية من 2008، إلا أن آثارها تباينت من اقتصاد لآخر.

ومع مطلع سنة 2018؛ تم تطبيق آلية جديدة وحديثة في الجزائر مشابهة لأداة التيسير الكمي لضمان استمرارية تمويل التنمية الاقتصادية، وإن كان ذلك بطابع غير تقليدي واضح يظهر ذلك في جهتين؛ حيث من جهة يتم بطبع النقود من البنك المركزي خصيصا لتمويل عجز الميزانية، ومن جهة أخرى أجبرت الحكومة على تعديل قانون النقد والقرض الجزائري بشكل غير مسبوق فتح آفاق جديدة، وكان ذلك في أكتوبر 2017.

1- الإشكالية:

وعلى ضوء ما سبق، وفي إطار الهدف العام للدراسة ارتأينا صياغة إشكالية بحثنا كالاتي:

ما مدى تأثير تطبيق برامج التيسير الكمي على إقتصاديات الدول؟

2- التساؤلات الفرعية

للاوصول الى الاجابة على التساؤل الرئيسي تم طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما المقصود بالسياسة النقدية التقليدية والغير تقليدية؟
- ✓ ماذا نقصد بآلية التيسير الكمي؟ وما هي أسباب اللجوء إليها؟
- ✓ ما هي مختلف الآثار الإيجابية والسلبية لآلية التيسير الكمي؟
- ✓ كيف تم تطبيق سياسة التيسير الكمي في بعض الدول المتقدمة والجزائر؟

3-فرضيات الدراسة

- على ضوء ما طرحناه في الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية فقد تم وضع فرضيات نسعى لاختبارها بما يتوافق مع الدراسة، وتمثل في التالي:
- ❖ أدوات السياسة النقدية التقليدية نوعان وهما: عمليات السوق المفتوحة والتسهيلان الدائمان؛
 - ❖ تعتبر آلية التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية الموضوعة لمواجهة الأزمات المالية تختلف أسبابها وإجراءات تطبيقها حسب كل بلد؛
 - ❖ الجزائر واجهت صعوبات كبيرة في إيجاد الآليات المناسبة حتى تتمكن من تطبيق سياسة التيسير الكمي.

4-أهمية البحث

تكمن أهمية الدراسة في النقاط التالية:

- تقدم آلية التيسير الكمي كأحد أدوات السياسة النقدية الحديثة المستعملة في مواجهة الأزمات المالية التي قد تعصف باقتصاد الدول؛
- تعتبر هذه الدراسة مساهمة علمية تؤكد الدور والأثر الذي يمكن أن تحدثه أدوات السياسة النقدية على الاقتصاد بجميع مكوناته؛
- بالنسبة للجهات الأكاديمية يمكنها التعرف على موضوع التيسير الكمي كأداة حديثة من أدوات السياسة النقدية وأخذ نظرة علمية عنه من حيث إجراءاته، أسبابه وآثار تطبيقه في مختلف الدول، للحصول على معلومات موثقة علميا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن أن تولد لدى البعض أفكار تكون البداية لأبحاث مستقبلية أخرى

5-أهداف الدراسة

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدف بحثي يواكب أهم التطورات المحلية والدولية الحاصلة في المجال المالي والنقدي، وهو التعرف على مفهوم إحدى الأدوات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في أداة التيسير الكمي؛ من حيث نشوئها وطبيعتها ومكوناتها وآلية استخدامها، وكذلك آثارها على المتغيرات الاقتصادية خلال الأزمة المالية العالمية مع إسقاط كل هذه العناصر البحثية على التجربة الجزائرية.

6- أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب دفعتنا لاختيار هذا الموضوع، نذكر منها:

- كون موضوع التيسير الكمي من أكثر المواضيع حداثة؛

- الاهتمام الشخصي بهذا الموضوع؛

- ملائمة موضوع البحث للتخصص في التكوين الجامعي والعملي.

7-المنهج المتبع في الدراسة

اتبعنا في تحليل الإشكالية المطروحة وإثبات صحة الفرضيات المتبناة المنهج الوصفي التحليلي، وهذا فيما يخص السرد والتعريفات والتحليلات المختلف المعطيات والنتائج.

8-الدراسات السابقة

أ-دراسة محمد العيد شوشاني وآخرون، الأبعاد والانعكاسات الاقتصادية لتطبيق سياسة التسيير الكمي بالإشارة الى حالة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، 2019/2018.

هدف الدراسة لإبراز المفاهيم النظرية لسياسة التسيير الكمي والسياسة النقدية غير التقليدية، حيث تم التطرق الى اهم الدول التي تبنت هذه السياسة مع الاشارة لحالة الجزائر وأهم الانعكاسات والآثار الناتجة عن تطبيقه، قد توصلت هذه الدراسة الى ان سياسة التسيير الكمي أداة حديثة من أدوات السياسة النقدية ظهرت لحل المشاكل الناتجة عن الأزمة المالية 2008، وقد تلجأ إليها الدول كلما تجددت الازمات، ونجاح سياسة التسيير الكمي يعتمد على تحسين السوق المحلية بجانب رفع الصادرات، إضافة لخفض نسبة البطالة وتوفير فرص العمل.

ب-دراسة زيوان سامية، تقييم آلية التسيير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 2001-2018، مذكرة لنيل شهادة الماستر علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2019/2018.

تناولت هذه الدراسة آلية التسيير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والتي تلجأ إليها السلطات النقدية كحل استعجالي وقت الأزمات عند عجز السياسة النقدية التقليدية عن تجاوزها، وقد شاع استخدامها في السنوات الأخيرة من قبل عدة دول متقدمة على خلفية الأزمات الدورية التي هزت الأسواق المالية، وبعض الدول النامية على خلفية أزمة انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية، حيث تقوم هذه الآلية أساسا على إصدار أموال جديدة بكميات ضخمة وضخها في الاقتصاد، وتقوم الدراسة على أساس المقارنة بين أسباب إجراءات وكذا نتائج تطبيق هذه الآلية بين الدول المتقدمة وبعض الدول النامية بالإشارة إلى حالة الجزائر.

وقد خلصت الدراسة أن اختلاف أسباب وإجراءات تطبيق هذه الآلية خلق تباينا واضحا في نتائجها، فبينما ساعدت هذه الآلية نسبيا الولايات المتحدة والانجلترا في تجاوز الأزمة المالية لسنة 2008 وعرف اقتصادها طريقا للتعافي، فشل اليابان والاتحاد الأوروبي وكندا فنزويلا في تحقيق الأهداف المرجوة من تطبيقها، أما الجزائر فلا تزال تعيش حالة ترقب نظرا لحدائثة التجربة بها. كما خلصت الدراسة إلى أنه وعلى الرغم من بعض النتائج الايجابية التي حققها التيسير الكمي في المدى القريب، إلا أن له آثار سلبية وخيمة على الاقتصادات التي طبقتة وبالتالي على الاقتصاد العالمي في المدى البعيد، وتوصي الدراسة بضرورة التخلص التدريجي لسياسة التيسير الكمي فما وضع لاحتواء وضع مؤقت عليه أن ينتهي بانتهاء ذلك الوضع والرجوع إلى الآليات العادية في تسيير السياسات الاقتصادية.

ت-دراسة ناصر بوجلال، كمال ديب، التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر -، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، عدد 01، جامعة مسيلة، 2019.

تهدف الدراسة إلى تأكيد أن استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أو لتغطية العجز في الموازنة العامة للدولة هو واحد من الأساليب التي حققت نتائج جد إيجابية في الكثير من الدول، خاصة أن هذا النمط يستخدم في الظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات)، وبينت الدراسة أن الجزائر لجأت إلى استخدام التمويل غير التقليدي لتغطية عجز الموازنة العامة من خلال طباعة الأوراق النقدية بدون تغطية، إذ توصلت الدراسة إلى أن نجاح عملية التمويل غير التقليدي مرهون بتوفر شرطين أساسيين هما: ضرورة ربط الإصدار النقدي بحجم الطاقة الإنتاجية العاطلة وبزيادة في الدخل التي تصاحب عملية التنمية، وكذا التحكم في الإصدار النقدي الجديد وتوجيهه إلى القطاعات المنتجة

ج-دراسة العشي وليد، صديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد السادس، المركز الجامعي بميلة، جوان 2018.

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل دور برامج التيسير الكمي كأداة نقدية وغير تقليدية في احتواء الأزمات المالية الحديثة، مع التعرض لتجربة التيسير الكمي في الاقتصاد الجزائري، والتي تم اتخاذها كآلية للتمويل غير التقليدي ضمانا لاستمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في ظل تفاقم ضغوطات الصدمة النفطية.

وقد توصلت هذه الدراسة الى ان تجربة التيسير في الجزائر ساهمت في الكشف عن وجه آخر لهذه الاداة النقدية الحديثة، وهو بطابع تمويلي يساهم أكثر في فعالية السياسة المالية الجزائر، مقارنة بالتيسير الكمي المطبق في باق الاقتصاديات خلال الازمة المالية الذي ساهم بشكل أساسي في ضمان فعالية السياسة النقدية.

9- صعوبات الدراسة:

من أهم الصعوبات التي واجهتنا في إتمام هذا البحث هي:

- الازمة الراهنة بسبب وباء كورونا والذي حال بيننا وبين اجتماعنا مع المؤطر والحصول على المراجع من المكتبة؛
- الندرة النسبية للمراجع التي تعالج وسائل الدفع المستندية وخاصة باللغة العربية.

10- هيكل البحث

يشتمل موضوع الدراسة على فصلين وقد عرضت بطريقة تخدم الموضوع، حيث تطرقنا في الفصل الأول الى الاطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي وفيه ثلاث مباحث، الأول السياسة النقدية والسياسة النقدية غير التقليدية، الثاني ماهية سياسة التيسير الكمي، الثالث التجارب الدولية السابقة في مجال تطبيق برامج التيسير الكمي.

اما الفصل الثاني فتطرقنا فيه الى تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية، وقد تقسيمه كذلك الى ثلاث مباحث، الأول الآثار الاقتصادية الناجمة عن سياسة التيسير الكمي، الثاني تقييم سياسة التيسير الكمي، والثالث التيسير الكمي في الجزائر.

وفي الأخير الخاتمة تم إبراز النتائج المتوصل اليها خلال هذه الدراسة كذلك تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات والآفاق المستقبلية للدراسة.

الفصل الأول:

الاطار المفاهيمي لسياسة

التيسير الكمي

تمهيد

تعرف السياسة النقدية عدة أدوات تستخدمها لضبط الكتلة النقدية في السوق منها ما هو تقليدي كسياسة السوق المفتوحة أو سياسة الاحتياطات الإلزامية أو تحديد معدلات فائدة متميزة. أما السياسات الغير التقليدية فتمثلت في سياسة التيسير الكمي التي انتهجته دول العالم بعد أزمة 2008 كإجراء إنقاذي وكتحفيز للاقتصاد. يعد هذا المفهوم من أحدث المفاهيم المتداولة في الأسواق المالية. فالأزمة المالية الأخيرة أجبرت الو.م.أ على إتباع هذه السياسة الاصلاحية بشراء السندات المتعثرة وخفض معدل الفائدة إلى أقصى حد.

ومن خلال ما سبق، تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية

المبحث الثاني: ماهية سياسة التيسير الكمي

المبحث الثالث: التجارب الدولية السابقة في مجال تطبيق برامج التيسير الكمي

المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية

إن مصطلح السياسة النقدية ظهر مع بداية القرن التاسع عشر، ثم تطور منذ ذلك الحين مع تطور المراحل المختلفة، انطلاقاً من المفهوم الحيادي للنقود إلى مرحلة تعظيم دور النقود والسياسة النقدية في النشاط الاقتصادي.

المطلب الأول: ماهية السياسة النقدية.

أولاً: تعريف السياسة النقدية.

تعدد تعريفات السياسة النقدية بين الاقتصاديين، إلا أنها تبقى متقاربة في مضمونها نورد منها ما يلي :

التعريف الأول : تعرف السياسة النقدية بأنها تلك الاجراءات التي تستخدمها الدولة للتأثير في عرض النقود، لإيجاد التوسع او الانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع¹.

التعريف الثاني : السياسة النقدية هي مجموعة من القواعد والوسائل والاساليب والاجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق اهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة².

التعريف الثالث : تعبر عن الاجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود او التوسع النقدي، ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين ن وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط القروض³.

التعريف الرابع : تعرف السياسة النقدية بأنها هي اليات التحكم في كمية النقود المتداولة، وهي الاجراءات والاساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في ادارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني⁴.

التعريف الخامس : اما الاقتصادي George Priente فيعرفها على انها مجموع التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد احداث اثر على الاقتصاد، ومن اجل ضمان استقرار اسعار الصرف⁵.

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

² عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية للنشر ، القاهرة، 2003، ص 90

³ عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر الطبعة الثانية، 2005، ص 53

⁴ عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الثانية، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص 145

⁵ عبد المجيد قدي، المرجع السابق، ص 53

ثانيا : اساليب السياسة النقدية

ومن اساليبها يوجد اسلوبان لتطبيق السياسة النقدية، وهما الانكماشية وهدفها الحد من التضخم، بحيث تستخدم رفع اسعار الفائدة وبيع الاوراق المالية من خلال عمليات البيع والشراء في السوق المفتوح، والسياسة النقدية التوسعية، التي تستخدم للحد من البطالة والركود الاقتصادي وذلك من خلال خفض الفائدة وشراء الاوراق المالية، لزيادة السيولة.¹

ثالثا : اهداف السياسة النقدية التقليدية

هو معالجة قضايا التضخم الذي هو اساس عمل السياسة النقدية ويأتي الحد من البطالة، كنتيجة للهدف الاساسي، اذ يهدف الاحتياطي الفيدرالي الامريكي والبنوك المركزية في الدول بلوغ معدل بطالة اقل من او يقارب 6.5%، كون المعدل الطبيعي يتراوح بين 4.7% الى 5.8%، ومعدل التضخم الاساسي بين 2% و 2.5%، ومعدل النمو الاقتصادي الجيد يكون بزيادة سنوية من 2% الى 3% من الناتج المحلي الاجمالي للدول.²

وتحرص السياسة النقدية على تحقيق مجموعة من الاهداف التي تؤثر في اقتصاد دولة او مجموعة من الدول، ومن الاهداف التي رسمها صندوق النقد الدولي لها ما يأتي :

- ضرورة تحقيق الاستقرار للأسعار، والحفاظ على تضخم معتدل من الناحية الاقتصادية والاجتماعية ايضا؛
- السعي الدؤوب لإيصال الاقتصاد والنقد لمرحلة الاستقرار، ويأتي ذلك في مساع لتكييف العروض النقدية مع مستويات النشاط الاقتصادي؛
- تحقيق التوازن بين اطراف ميزان المدفوعات وفي هذه الحالة تتساوى المديونية مع الطرف المدين؛
- الوصول الى مستوى ملائم من حيث الانتاج؛
- التخلص من البطالة بتوفير فرص عمل للايدي العاملة حتى تصبح نسبة البطالة تساوي صفراً.³

¹ سميت فخري نعمة، اهمية اسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الازمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بغداد، 2002، ص9.

² عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والاسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الاردن ن 2004، ص 121

³ محمد العيد شوشاني واخرون، الابعاد والانعكاسات الاقتصادية لتطبيق سياسة التيسير الكمي، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي،

جامعة حجة لخضر، الوادي ، 2018/2019.ص 21

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية

بدا استخدامها من قبل البنوك المركزية قديماً، وهي تضم الأدوات المباشرة والأدوات غير المباشرة التي نفضلها على النحو الآتي :

1 - الأدوات غير المباشرة: تستخدم السلطة النقدية الأدوات غير المباشرة بهدف التأثير في حجم الائتمان بغض النظر عن استعماله، وهاته الأدوات تمكن السلطة النقدية من مراقبة تطور الوضعية النقدية في الاقتصاد بطريقة غير مباشرة، وهي تستهدف من خلال هاته الأدوات التأثير على البنوك لاستخدام احتياطاتها النقدية في الإقراض والتوسع في حجم الائتمان الكلي، وهاته الأدوات هي¹:

أ- عمليات السوق المفتوحة: يقصد بها تدخل البنك المركزي في السوق النقدية ببيع أو شراء الأوراق المالية والتجارية والسندات الحكومية بهدف التأثير على الائتمان من خلال ضخ أو سحب السيولة النقدية حسب الحاجة وحسب الظروف الاقتصادية السائدة.

ب- نسبة الاحتياطي الاجباري: يمثل الاحتياطي الاجباري نسبة من الودائع لدى البنوك التجارية، تقوم بإيداعها لدى البنك المركزي بصفة اجبارية وتكون عليها فائدة، ويقوم البنك من خلال هاته الاداة بالتأثير في حجم الائتمان من خلال رفع او خفض نسبة الاحتياطي حسب نوع السياسة النقدية توسعية كانت او انكماشية حسبما تمليه الظروف الاقتصادية.

ت- سعر اعادة الخصم : هو معدل يطبقه البنك المركزي على السندات قصير الأجل التي تأتي بها البنوك التجارية لإعادة خصمها عند حاجتها للسيولة، وبذلك يستخدم البنك المركزي هاته الاداة باعتباره الملجأ الأخير للإقراض وعليه يؤثر في حجم الائتمان من خلال رفع او خفض معدل إعادة الخصم حسب نوع السياسة النقدية²، توسعية كانت او انكماشية حسبما تمليه الظروف الاقتصادية، وتلجأ إليه البنوك التجارية بصفة خاصة عند الأزمات النقدية والمالية.

ما يميز هاته الأدوات إنها غير فعالة في حالة الركود الاقتصادي، وفعالة في حالة الرواج فقط ن كما ان السلطات النقدية تستطيع من خلالها توفير السيولة المالية للبنوك التجارية، من اجل دعم قدرتها على الاقتراض، الا انها لا تستطيع ان تجبر الاعوان الاقتصاديين على الاقتراض من البنوك، وبالتالي يبقى استعمالها ذا فعالية محدودة، الا في حالة الرواج الاقتصادي، من اجل التأثير على اسعار الفائدة، او استهداف التضخم فقط.

¹ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 150.

² الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2012، ص 152 - ص 154

2 - الأدوات المباشرة: اذا كانت الأدوات غير المباشرة تستهدف التأثير في حجم الائتمان فان الأدوات المباشرة تستهدف التأثير في نوع الائتمان اضافة الى تقييد حرية البنوك التجارية في ممارسة بعض انشطتها المالية، وغالبا ما تستخدم الأدوات المباشرة للتأثير على قطاعات دون اخرى في الاقتصاد والادوات المباشرة للسياسة النقدية هي كالتالي:

أ- الاقناع الادبي: هي تعليمات يرسلها البنك المركزي الى البنوك التجارية وهي غير ملزمة، تتضمن هاته التعليمات محاولة اقناع البنوك التجارية بضرورة رفع تخفيض حجم الائتمان حسب اتجاه السياسة النقدية المطبقة، لقطاعات معينة في الاقتصاد دون اخرى، ويترك المجال للبنوك التجارية لتحديد مجالات الاقراض المناسبة لها¹، ويعود مدى التزام البنوك التجارية بهاته التعليمات الى قوة علاقتها مع البنك المركزي ومدى حاجتها اليه وترددتها عليه في توفير السيولة باعتباره الملجأ الاخير للاقراض.

ب- الحد الاقصى لسعر الفائدة على الودائع: يفرض البنك المركزي حد اقصى لسعر الفائدة على الودائع بهدف تخفيض السيولة الناتجة عن الودائع، لارتفاع عوائدها، وبالتالي زيادة قدرتها على منح الائتمان، ولذلك يتدخل البنك المركزي بتسقيف سعر الفائدة على الودائع بهدف التحكم في حجم السيولة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان.²

ت- تاثير الائتمان: يتدخل البنك المركزي بتعليمات واوامر ملزمة بتسقيف الائتمان الممنوح، وحجمه ونسبته واتجاهه خلال السنة المالية، وفق رزنامة تضعها البنوك التجارية، ويمكن تمديده ستة اشهر اخرى شريطة ان لا يتعدى حجم القروض ما تم تجديده مسبقا من قبل البنك المركزي، وهذه الاداة تهدف الى ضبط حجم القروض الموزعة خاصة الاستهلاكية منها.

ث- عمليات مصرفية اخرى: تحجم البنوك التجارية في بعض الاحيان تقديم القروض لقطاع اساسي معين في الاقتصاد لاسباب معينة، وبذلك يقوم البنك المركزي لسد هذا الفراغ، وبذلك يقوم البنك المركزي بمنافسة البنوك التجارية بصورة دائمة او مؤقتة مما يحدث اثار مرغوبة في السياسة النقدية³

¹ مجيد ضياء موسوي، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2001، ص 270 - ص 271

² احمد محمد صالح الجلال، دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، جامعة الجزائر 2006، ص 64

³ خليل عبد القادر، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر 2012، ص 167

المطلب الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية¹

اولا : تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

لا يوجد اجماع على اعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير تقليدية، حيث لم يتم تعريفها حتى الان سوى من جانبين، جانب المستهدفات وجانب الادوات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتاثير في النشاط الاقتصادي (لتحقيق اهداف اقتصادية محددة) خلال فترة زمنية معينة .

ومن هذا التعريف نجد ان تعريف السياسة النقدية غير تقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي (نمو . شامل)

اما من جانب الادوات المستخدمة فأهمها: سياسة نقدية تستخدم زمن الازمات يتم من خلالها تنفيذ دعما ائتمانيا معززا وتسهيلات وتيسيرات كمية وتدخلات ي العملة وفي الاسواق المالية وتوفير السيولة بالعملات المحلية والاجنبية كل ذلك يهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الازمة المالية. كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بانها: قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة والمميزة الاساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الاموال عن طريق اصدار سندات الحكومة بلا قيود ولا مجازفة وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد.

ومنه فمن التعريفات السابقة يمكن استنتاج ان :

- هدف السياسة النقدية غير التقليدية هو استهداف معدل التضخم (استقرار الاسعار) اصبح هدف السياسة النقدية غير التقليدية التركيز على استهداف المتغيرات الكمية (معدل لتشغيل او مستوى انتاج معين ومحدد)
- التوسع الهائل في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية ومحاولات التأثير على اسعار الفائدة الاخرى من المعدلات الرسمية المعتادة على المدى القصير
- استخدام التيسير الكمي والتيسيرات الائتمانية الفائدة الصفرية في التعامل في مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافي وبدون تكاليف للأنشطة الاقتصادية
- في الفترة الضائقة المالية التي قد تعطل فيها الوساطة المالية يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الائتمان، والعمل كوسيط عن طريق اقتراض الاموال من المدخرين ثم اقراضها للمستثمرين.

¹ صاري علي، السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية،

ثانيا : شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية

نظرا للظروف الاقتصادية غير عادية (حالة الازمات) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية وكذلك استخدام الادوات غير المعتادة في السياسات النقدية فانه يجب ان تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية هذه الشروط هي :

- لا بد ان تكون متناسبة قدر الامكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى لإنقاذها وفي اغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من اجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق والواقع ان البنك المركزي يجب ان لا يتردد في توسيع او تقليص نطاق ادواته غير المعيارية وبخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة واعتمادا على حجم الخلل في عمل النظام المالي.

- لا بد ان تكون التدابير المصحوبة برسائل فورية الى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل واصلاح الموازنات في الامد المتوسط.

- في حالة اوروبا لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الاوربي فضلا عن الدول الاعضاء على تعزيز الادارة الاقتصادية من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية وخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدا والواقع ان مجلس محافظي البنك المركزي الاوربي كان واضحا الى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الازمة.

- بقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنيوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، والتعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي، والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الاطراف.

ثالثا : الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية

منذ بداية الأزمة المالية في سنة 2008، ومعظم البنوك المركزية في اقتصاديات الدول المتقدمة اتخذت مجموعة من التدابير والإجراءات الحديثة والتي تنطوي في ظل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمواجهة المخاطر المتزايدة للالزمات المالية المتعاقبة، والتي يمكن أن نصنفها ضمن ثلاثة مجموعات رغم بعض التداخل المتواجد بينها¹:

¹ ناصر بوجلال، كمال ديب، التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة - حالة الجزائر-، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 01، جامعة مسيلة، 2019، ص ص 248-249.

أداة سعر الفائدة المنخفضة جدا والممتدة لفترة طويلة

سادت أسعار الفائدة الرئيسية الحقيقية المنخفضة لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الإتحاد الأوروبي، واليابان... الخ، ويتخذ البنك المركزي قرار خفض معدل الفائدة عندما يلاحظ بطء في معدلات النمو الاقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي.

وترتكز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة، ويهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لسعر الفائدة عند مستوى جد منخفض، مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية التوسعية المنتهجة للبنك المركزي إضافة إلى إمكانية إعلانه عن مستوى تضخم مستهدف أعلى من السابق الذي ساد في فترة الأزمة والكساد

حرب العملات

يعود تاريخ الحديث عن حرب العملات إلى ثلاثينات القرن الماضي اثر الأزمة المالية العالمية في عام 1929، فهذه الحرب تظهر في العادة بعد الأزمات الكبرى، والآن تعود لتظهر بعد الأزمة المالية في عام 2008، والتي كانت ابرز مفاعيلها فقدان الدولار دوره الأساسي كعملة الاحتياط العالمية وكمعملة التبادلات التجارية العالمية، وبروز دور الذهب كعملة احتياط في العالم وكمخزون للفترات الصعبة.

وظهر مصطلح حرب العملات من جديد عام 2007 عندما كتب الاقتصادي الصيني "سونج جونج بنج" كتاب سماه "حرب العملات" يتهم فيه أمريكا بخفض قيمة الدولار ورفع قيمة الذهب والبترو من اجل تدمير الاقتصاد الصيني، فالكاتب سونج صاحب مصطلح حرب العملات يتوقع أن تنضج حرب العملات عام 2020، وعلى الصين أن تبني عزلة مالية عن الاقتصاد العالمي لتحافظ على مكتسباتها، أما الولايات المتحدة فقد غضب بعض مسؤوليها غضبا شديدا على الأمم المتحدة لما أصدرت دراسة سنة 2010 تقول فيها أن الاقتصاد الأمريكي لا يمكن أن يستمر في تزويد الاقتصاد العالمي بالدولارات على حساب العجز في الموازنة الأمريكية، والعجز في الميزان التجاري، ولذلك علينا أن نبحث عن نظام نقد دولي جديد غير معتمد على الدولار.

ويقوم مفهوم حرب العملات على استخدام العملة كسلاح سياسي ويتجسد من خلال لجوء حكومات الدول القوية والصاعدة اقتصاديا، إلى تخفيض أسعار صرف عملاتها المحلية، من اجل حل مشكلاتها وأزماتها الداخلية، حيث تلجأ حكومات تلك الدول إلى إضعاف أسعار صرف عملاتها الوطنية بوسائل مختلفة، والغاية

منه هي رفع القدرة التنافسية لاقتصادها، بشكل يزيد من قدرة سلعها المصدرة إلى الأسواق الدولية على المنافسة، وهو أمر بات يهدد التجارة العالمية، والتعاون الدولي بخصوص مواجهة آثار الأزمة الاقتصادية العالمية كما يمكن تعريف حرب العملات على أنها كل إجراء تقوم به دولة معينة من شأنه تخفيض من قيمة عملتها مقارنة مع العملات الدولية الأخرى، مما يسمح لها بتعظيم صادراتها وتحقيق فوائض في ميزانها التجاري، ويرجع ذلك إلى أن تخفيض في قيمة العملة سيؤدي إلى تخفيض أسعار السلع المصدرة وجعلها أكثر تنافسية من نظيراتها من صادرات الدول الأخرى

التيسير الكمي:

يعرف بأنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد وتتميز هذه السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية بأنها تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف¹.

¹ صاري علي، مرجع السابق، ص 62 - ص 71

المبحث الثاني : ماهية سياسة التيسير الكمي

تعتبر سياسة التيسير الكمي أسلوب حديث لإدارة الازمات رغم ان ظهوره سبق تطبيقه في الدول بسنوات الا ان الازمة المالية لسنة 2008 حفزت معظم الدول على انتهاجها كأسلوب لحل الازمة

المطلب الاول : نشأة وتعريف سياسة التيسير الكمي

اولا : نشأة سياسة التيسير الكمي

"تعود نشأة أداة أو سياسة التيسير الكمي إلى أزمة الكساد الكبير 1929-1933، حين تم تطبيقها لأول مرة سنة 1932م، من قبل الرئيس الأمريكي روزفلت، أي أنه تم اللجوء إلى طبع كتلة نقدية ليس لها مقابل في جانب الخصوم في ميزانية الاحتياطي الفدرالي، من أجل ضخها في الاقتصاد الأمريكي كإجراء من شأنه أن يجد من أزمة الذعر التي تشهدها المصارف الأمريكية في سحب الودائع من طرف الأعوان الاقتصاديين، إلا أن ما ميز عملية التيسير الكمي في هاته الفترة هو أنه تم تطبيقها لأول مرة في التاريخ الإنساني الاقتصادي، دون أن تكون لها خلفية فكرية، أي أنه تم تطبيقها دون أن تكون لها نظرية اقتصادية أو حتى خلفية فكرية، وقد جاءت في فترة والتحول نحو نظام الإصدار الحر، الذي التخلي عن النظام النقدي - الصرف بالذهب - سنة 1932م يستوجب غطاء للكتلة النقدية، وليس له حدود في الإصدار النقدي الورقي.

إلا أن هناك من الإقتصاديين من يركز على مدى لجوء البنوك المركزية في العالم الى تطبيق آلية التيسير الكمي كأداة غير تقليدية للسياسة النقدية، والتي كان التوسع في استعمالها مع إنفجار فقاعة الانترنت سنة 2000م وما بعدها، بحيث تم إستعمال سياسة التيسير الكمي مع سياسة مرافقة لها، هي سياسة أسعار الفائدة بالغة التدني، في توليفة مثالية من أجل مواجهة الإنكماش الاقتصادي الذي أثارته فقاعة الانترنت وهجمات 2001/09/11م، والعجز في الميزان التجاري الأمريكي مع الصين وكساد عام 2001، وهو ما دفع الاحتياطي الفدرالي الى الإبقاء على أسعار الفائدة أطول ما يبرره الإنكماش الاقتصادي في العادة، وقد شكلت بذلك سياسة أسعار الفائدة البالغة التدني مع آلية التيسير الكمي التوليفة المثلى لمواجهة الإنكماش الاقتصادي في الولايات المتحدة.

وقد تعاقبت البنوك المركزية في استعمال أداة التيسير الكمي لسبب أو لآخر (نفصل أسباب اللجوء إليها لاحقاً)، إلا أننا نشير هنا عند لجوء بنك مركزي في دولة ما إلى آلية التيسير الكمي، فإنه يجب عليه مراعاة الشركاء التجاريين ومدى إستعمالهم لهاته الأداة، لأنها تمثل خفضاً في قيمة النقد التي تم تطبيقه فيه، وهو ما يكسب

المنتجات المحلية ميزة تنافسية غير مستحقة مقارنة مع سلع الشركاء التجاريين، وهو ما يؤدي الى خفض تنافسي لقيمة العملة وزيادة الحماية التجارية قد تصل أحيانا الى سياسات حمائية تدميرية¹.

ثانيا : تعريف سياسة التيسير الكمي

نظرا لان سياسة التيسير الكمي من مواضيع الحديثة ارتأينا اخذ أكبر قاعدة من التعاريف من وجهات نظر مختلفة.

التعريف الأول: تعني سياسة التيسير الكمي: ضخ البنوك المركزية للأموال بشكل مباشر في الاقتصاد عبر شراء سندات دين حكومية وسندات الشركات المهمة للاقتصاد، حتى تخفف عليها الاعباء المالية المترتبة على جداولها الائتمانية، وبالتالي تتمكن الشركات من الاستثمار والنمو وتتمكن الدول من انفاق في القطاعات الاقتصادية، وبالتالي تتمكن الشركات من الاستثمار والنمو وتتمكن الدول من الانفاق في القطاعات الاقتصادية، وعادة ما يقوم البنك المركزي الذي يشتري سندات لاحقا لبيع سندات التي اشتراها بعد حدوث التحسن الاقتصادي . وربما يحقق ارباحا حينما تعود دورة الاقتصاد للانتعاش الاقتصادي، مثلما هو الحال بالنسبة لمصرف الاحتياط الفيدرالي الذي حقق ارباحا ضخمة من مبيعات السندات التي اشتراها ابان الازمة المالية من البنوك الشركات المتعثرة

التعريف الثاني: عرفت سياسة التيسير الكمي: على انها الزيادة في القروض الصافية والتي تتم بمجموعة من الطرق الممكنة (زيادة قروض البنك المركزي، زيادة القروض المقدمة من الدولة، زيادة قروض التجارية للجمهور² .

التعريف الثالث: كما عرفت بأنها: اداة من ادوات السياسة النقدية الحديثة حيث يقوم البنك المركزي بشراء السندات لزيادة المعروض النقدي³ .

التعريف الرابع: أما التعريف أكثر شيوعا هو: انها عبارة على اداة لسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية والحفاظ على حجم السيولة في الاقتصاد مع التقليل من مخاطر محفظة الاصول من جهة اخرى فهي سياسة لا تساهم في تغيير نوعية اصول البنك المركزي مثلما هو الحال في سياسة تيسير الائتمان⁴.

¹ محمد هاني، ميلود وعيل، سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية -دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، جامعة بوية، جوان 2018، ص 253.

² Dimitri O Lenderyov and Victor O Lenderyov, To the problem turbulence in quantitative easing transmission channel and transactions net work channels at quantitative easing policy implementation by central banc, www.arxiv.org, 2013, p3

³ Stephen D. Williamson and Scace Collateral, the term premium and quantitative easing, Federal Reserve Banc of ST. Louis, 2014, p2.

³ Mark Gertler and Peter Karadi, Model of Unconventional Monetary Policy, NY University, April 2010, p. 114.

المطلب الثاني : اليات ومحددات تطبيق سياسة التيسير الكمي

اولا : اليات سياسة التيسير الكمي

ان تطبيق سياسة التيسير الكمي يتطلب مجموعة من المعايير لا بد من الالتزام بها والا تحولت هذه السياسة من اداة لحل الازمة الى اداة لا بد من التحوط منها باعتبارها سبب من اسباب الازمة واكبر خطر تواجهه الدول المطبقة لهذه السياسة ففي اوقات الكساد تعمل البنوك المركزية على خفض معدلات الفائدة وعندما تصل الى 0% يفقد البنك المركزي فرصته في تشجيع الائتمان وبالتالي يطبق سياسة التيسير الكمي كبديل عن ادوات السياسة النقدية التقليدية، فيقوم البنك المركزي بشراء السندات طويلة الاجل وتخفيض معدلات الفائدة على احتياطات البنوك التجارية التي يحتفظ بها مما يؤدي الى تقليل اقبال البنوك على الاحتفاظ بفائض السيولة لدى البنك المركزي وبالتالي زيادة حجم الائتمان ما يساعد على الاستثمار في القطاعات الاقتصادية الحقيقية¹ وعليه يمر تطبيق سياسة التيسير الكمي بمرحلتين اساسيتين²:

- ❖ شراء البنك المركزي من البنوك التجارية وباقي المؤسسات المالية السندات الحكومية مما يرفع من اسعارها بسبب زيادة الطلب عليها وبالتالي تنخفض اسعار الفائدة طويلة الاجل؛
- ❖ اصدار ادوات دين قصيرة الاجل وتوسيع القاعدة النقدية في الاقتصاد عن طريق الاصدار النقدي.

ثانيا : قنوات سياسة التيسير الكمي

1. قناة التوقعات : تتركز قناة التوقعات على امكانية جعل الاعوان الاقتصاديين يتجاوبون مع الاجراءات المستقبلية التي ستقوم بها البنوك المركزية، وتبين كيف تساهم برامج التيسير الكمي في الحفاظ على الثقة المصرفية خلال الازمة المالية، كما انها تأخذ بعين الاعتبار قنوات الاشارة والثقة التي تؤكد بدورها للمستثمرين والمستهلكين ان البنك المركزي قام بتعديل اجراءاته وراجع نظرتة الاقتصادية المستقبلية، وقد قام بصياغة سياسة نقدية تتماشى مع طموحاتهم حتى يتم استعادة الثقة في مختلف الاسواق . فالمخرج الوحيد من حالة مصيدة السيولة هو التحكم في توقعات الاعوان الاقتصاديين³ وحسب الادبيات الاقتصادية النيو كينزية، تؤكد ان تحفيز التوقعات من خلال سياسة التيسير الكمي مكن ان يكون ذات فعالية كبيرة فالإنتاج الحالي والاسمية الحالية والمستقبلية وتحركات معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة مرتبط بالانتاج المتوقع، من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي يمكن تعديل

¹ Dimitri O.Ledenyov and Victir O.Ledenyov,opcit,p :3,16.

² Katla ásgeirsdottir, **Quantitative easing –economic and financial effects and unconventional monetary policy-**, masters thesis.M. sc economics and business administration, Copenhagen business school,2014,p9.

³ بودري شريف، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 16، جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص

توقعات الاعوان الاقتصاديين حول المسار المستقبلي للسياسة النقدية، مما يعيد لها الفعالية اللازمة لتجاوز الازمة المالية بالرغم من تسجيل معدلات فائدة اسمية قريبة جدا من الصفر¹

وتجدر الاشارة الى ان فعالية سياسة التيسير الكمي تبقى مرتبطة بالضرورة بدرجة التزام البنوك المركزية بتنفيذ الاجراءات المعلن عنها بمعنى درجة مصداقية البنوك المركزية.²

2. قناة النقود : من الناحية النظرية للنقود تعتبر سياسة التيسير الكمي انها صدمة من المعروض النقدي، وقناة عبوره يمكن تحليلها عن طريق مبدا المضاعف النقدي³ حسب هذا المبدأ فكل تغيير في القاعدة النقدية سيغير حجم الكتلة النقدية، فطريقة عمل المضاعف النقدي تستلزم استقراره في الزمن وسرعة دوران النقود، لكن هذه الفرضية الخاصة (استقرارية المضاعف النقدي) غير متوفرة دائما⁴ لأنه في بعض الحالات يكون التغيير في القاعدة النقدية أكبر من التغيير في الكتلة النقدية، مثلما حدث في العديد من الاقتصاديات العالمية خلال الازمة المالية العالمية 2008، على غرار منطقة اليورو، وعلى هذا نقول ان ميكانيزم المضاعف النقدي لا يمكن ان يفسر اثار سياسة التيسير الكمي في بعض الاقتصاديات⁵.

الملاحظ ان جميع السيولة النقدية التي تم ضخها بفعل سياسة التيسير الكمي تحولت الى تراكمات في الاحتياطات البنكية بالرغم من تخفيض معدل الاحتياط الاجباري، من جهة اخرى هناك العديد من المؤسسات غير المالية قامت باللجوء الى السوق المالي من اجل ضمان احتياجاتها المالية عن طريق اصدار سندات واسهم دون اللجوء الى التمويل البنكي بالاقتراس⁶.

هذا ايضا ما ساهم في تراكم الاحتياطات لدى البنوك التجارية، مما دفع بالسلطات النقدية الى تطبيق معدلات فائدة سالبة على الودائع من اجل تحرير الاحتياطات البنكية⁷.

¹ محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الاولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص 75

² ANUCHA Magavi، 'Quantitative Easing-A Blessing or a Curse'، CRISIL Young Thought Leader 2012.

³ جيلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الاجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الاولى، مكتبة حسين العصرية، للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 2001، ص 2013.

⁴ الشيخ احمد ولد الشباني، فعالية السياسة المالية والنقدية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، تخصص اقتصاديات الاعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف 2000، ص 67

⁵ ميغاد غدير غدير، السياسة المالية والنقدية، منشورات الهيئة العامة السورية، 2010، ص 21

⁶ عائشة مسلم، اتجاهات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990، كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة الجزائر، سنة 2006/2007، ص 93.

⁷ اشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، الطبعة الثانية، دار النشر والتوزيع، عمان الاردن، سنة 2013، ص 89-90

3. قناة سعر الاصول : حسب هذه القناة فان السياسة النقدية التوسعية تزيد من ارتفاع اسعار الاصول، نتيجة ارتفاع قيمة راس المال وقيمة السندات بفعل صدمة خارجية لشراء الاصول، هذا التأثير يتم عبر اربعة قنوات وهي التوقعات التي اشترنا اليها سابقا، السيولة، تعديل المحفظة، وقناة المدة.

فمن خلال قناة السيولة يقوم البنك المركزي على اساس برامج التيسير الكمي بعملية الاصدار النقدي عن طريق نقود ورقية او الكترونية مثلما قام به بنك الاحتياط الفيدرالي الامريكي خلال فترة الازمة المالية العالمية 2008، وهذا من اجل ضمان السيولة اللازمة في الاسواق المالية، ولإنجاحها يجب التأثير على اسعار الاصول بوجود احلال غير كامل بين النقود والاصول طويلة الاجل لتفادي ظاهرة الاكتناز النقدي، كما انه يمكن تسميتها بقناة القروض بما انها تسمح بتسيير عملية تمويل الاعوان الاقتصاديين عن طريق تحسين قيمة جانب الاصول لديهم مما يسمح لهم بتقديم ضمانات جيدة للبنوك مقابل اقراضهم، تساهم عملية شراء الاصول من طرف البنك المركزي في التقليل من حجم مخزون تلك الاصول الذي يملكه المستثمرون والوسطاء الماليين مما يؤثر على اسعارها حتى في الاجل المتوسط والطويل بفعل اثر الندرة، وبالتالي التقليل من المخاطر وتعديل هيكل محفظة المستثمرين وهذا ما يسمى بقناة تعديل المحفظة.¹

قناة تعديل المحفظة يمكن تكملتها عن طريق اثر قناة المدة الزمنية، حيث تعمل شراء الاصول طويلة الاجل على تقليل متوسط المدة الزمنية لمخزون الاصول الذي يملكه المستثمرون بدرجة مخاطر منخفضة مما يغير بسرعة في اسعار الاصول عن طريق برامج التيسير الكمي.²

4. قناة سعر الصرف : يمكن ان تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على اسعار صرف العملات، حيث كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة عندما تم تطبيقها، ونخص بالذكر عملية التيسير الكمي التي اطلقها البنك الاحتياطي الفيدرالي الامريكي في لجنة السوق المفتوحة لدعم الاقتصاد الامريكي خلال سنة 2008، وكانت نتيجتها عملية ضخمة لبيع السندات وحركة كبيرة لرؤوس الاموال شهدتها مختلف دول العالم، مما سب تدفق هائل للدولارات رغبة في الاستفادة من معدلات النمو الكبيرة وسرعة دوران راس المال خاصة في الاقتصاديات الناشئة (حوالي 150 مليار دولار كل شهر)، مما ساهم في بيع عملاتها مقابل الدولار وريادة الطلب عليها في سوق الصرف وبالتالي ارتفاع قيمتها مقابل الدولار، هذا ما وضع صادرات الدول الناشئة في وضع تنافسي ضعيف، لأنه من الناحية النظرية انخفاض قيمة العملة المحلية يؤثر ايجابا على تنافسية صادرات الدولة

¹ اشواق بن قدور، مرجع سابق، ص 90 - ص 91

² غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر، الاردن، 2002، ص 78 - ص 80

وبالمقابل هناك ارتفاع في اسعار السلع المستوردة مما يعزز توقعات التضخم (ارتفاع معدلات التضخم للمستورد). والاكيد انه هناك تنافسية كبيرة فيما بين اقتصاديات الدول خاصة الناشئة منها في تطبيق معدلات فائدة سالبة قصد العمل على تخفيض عملاتها مقابل الدولار، وتعزيز تنافسية صادراتها ولو على حساب الشركاء التجاريين، وهذا يعرف بحرب العملات حيث حددت السلطات الامريكية بفرض ضرائب جمركية قد تصل الى 40% على السلع الصينية جراء التخفيض المتعمد والمستمر الصيني.¹

ما يمكن قوله ان فعالية هذه القناة مرتبط بشكل اساسي بتطور عدلات النمو الاقتصادي العالمية، والتي كانت جد منخفضة خلال الازمة العالمية الاخيرة، فانخفاض اسعار البترول بداية من صيف 2014 ساهم في تخفيض اسعار السلع والخدمات بالتالي الحد من خلق توقعات ايجابية للتضخم مما اجل تعافي بعض الاقتصاديات العالمية من انكماشها²

¹ عوض اسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر، الموصل العراق، 1990، ص 81.

² مصطفى احمد حامد رضوان، التنافسية كالية من اليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم النمو والتنمية في العالم، د ط، الدار الجامعية للنشر، مصر، القاهرة، سنة

المبحث الثالث: التجارب الدولية السابقة في مجال تطبيق برامج التيسير الكمي

تطرقنا في هذا المبحث دراسة التجارب السابقة التي قامت بها الدول لسياسة التيسير الكمي، ومن هذه الدول اليابان التي كانت الأولى في تطبيقها وذلك بعد ازمة الكساد التي عانت منها، ثم الولايات المتحدة الأمريكية بعد ازمة الرهن العقاري 2008.

المطلب الاول : التجربة اليابانية

تعتبر اليابان اول دولة قامت بتطبيق سياسة التيسير الكمي حيث ظهرت هذه الاخيرة على اقتصادها الا ان الازمة المالية 2008 جعلت بقية الدول تلجأ لسياسة التيسير الكمي .

بين سنتي (1990-1991) حيث اُتخيار في المستوى العام للأسعار بعد انفجار فقاعة اسعار السندات ما ادى الى حدوث ركود في الاقتصاد الياباني ففي سنة 1995 خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة الى 0.5 بالمئة وهذا بفضل السياسة النقدية غير التقليدية التي طبقها البن الياباني 1990 لكن بصورة بطيئة، حيث وصل معدل الفائدة الاسمي سنة 1999 الى 0.03 بالمئة سنة 2000 ارتفع المعدل العام للأسعار ب 208 بالمئة، وارتفع معدل الفائدة الاسمي الى 0.25 بالمئة وهذا الوقت قام البنك المركزي الياباني بطرح سياسة التيسير الكمي كأداة لمواجهة هذا الارتفاع، ما يبين 1990 - 2000 انخفاض معدل الفائدة الاسمي من 0.02 بالمئة و 0.03 بالمئة الى 0 بالمئة.

بدا البنك المركزي الياباني في استخدام هذا المفهوم الجديد لمواجهة الركود الاقتصادي والانكماش الذي بدأ منذ عام 2001 واستمر حتى بعد 2006 حتى وصلت اسعار الفائدة الى 0 بالمئة ليلجأ البنك المركزي الياباني الى خطة اقتصادية بديلة لمواجهة الازمة.

طبق البنك المركزي الياباني سياسة التيسير الكمي لأول مرة في 19 مارس 2001 وكان هدفه الاساسي هو منع انخفاض الاسعار ودعم النمو الاقتصادي، حيث بدأ تطبيق سياسة التيسير الكمي بضخ 5 تريليون ين، ومع سنة 2004 ارتفع الى ما بين 30 و 35 تريليون ين، كما انخفض مؤشر نيكي الياباني بنسبة 28 بالمئة بين 2002 و 2004 وبفضل زيادة السيولة في الاقتصاد ارتفع المؤشر بحوالي 20 بالمئة مع مارس 2006، قام البنك المركزي الياباني بالخطوات التالية لتطبيق سياسة التيسير الكمي :

- قام البنك المركزي الياباني برفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين خلال 4 سنوات (2001-2004)؛
- قرر البنك المركزي الياباني شراء ما يعادل 5 تريليون ين من الاصول طويلة الاجل في اكتوبر 2010؛
- قرر البنك المركزي الياباني رفع المعروض النقدي من 40 تريليون ين الى 50 تريليون ين في اوت 2011؛

- قرر البنك المركزي الياباني توسيع قيمة شراء الاصول طويلة الاجل من 5 تريليون ين الى 55 تريليون ين في أكتوبر 2011؛
- سنة 2013 ضخ البنك المركزي الياباني 80 تريليون ين حيث سجل الاقتصاد، نمو بلغ 1.5 بالمئة .
- ومما سبق تميزت ميزانية البنك المركزي الياباني بالارتفاع ما بين 2011 و 2013¹، لقد كانت سياسة البنك المركزي على عدة ركائز :
- المحافظة على عرض جيد من السيولة باستخدام ارصدة الحساب الجاري لدى البنك؛
- المحافظة على عرض جيد من السيولة بهدف زيادة مؤشر اسعار المستهلك الاساسية؛
- زيادة المشتريات الحالية من سندات الحكومة اليابانية طويلة الامد عندما تكون هناك حاجة للسيولة .
- ان للتيسير الكمي ثلاثة تأثيرات على الاسواق المالية :
- انه قد يحافظ على معدلات فائدة منخفضة على المدى البعيد؛
- ان وفرة السيولة سيجعل المستثمرين في سوق النقد مطمئنين حول استمرار توفر النقود المستمر؛
- ان عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي سوف تغير عرض الموجودات التي يحتفظ بها الجمهور، وما قد يقود الى التغيرات في اسعار الموجودات.

¹ مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كاسلوب حديث لادارة السياسة النقدية في ظل الازمات، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، الوادي، 2000، ص

الجدول رقم (01) : العمليات قصيرة الاجل لبنك اليابان المركزي (تريليون ين)

2004	2003	2002	2001	2000	العمليات السنوات
58	48	56.7	56.8	47.5	صافي الارصدة القائمة للعمليات قصيرة الاجل
59.1	48	58.4	57.1	50.7	احتياطات الاموال قصيرة الاجل
2.8	3.3	3.7	11.5	43.2	مشتريات الاموال المالية للحكومة اليابانية مع اتفاقية اعادة الشراء JGS
36.1	23.8	28	20.7	4	مشتريات الحوالات الفورية
3.7	3.8	3.8	3.6	3.6	شراء الاوراق التجارية مع اتفاقية اعادة الشراء CP
17.5	18	22.8	21.4	-	المشتريات الفورية من حوالات الخزينة TBs واوراق مالية FBs
0.1	0.1	-	-	-	المشتريات الفورية من الاوراق المالية المضمونة بالموجودات Abs
1.1	-	1.7	0.3	3.2	تسديد الاموال قصيرة الامد

المصدر : الموقع الرسمي للبنك المركزي الياباني www.BOJ.org

اما في عام 2011 فقد كانت عمليات التيسير الكمي قد بلغت مجملها حوالي خمسين تريليون، وفي 2012 وصلت الى 80 تريليون.

لقد ترتب على التيسير الكمي في اليابان عدة استنتاجات منها:

- لا يمكن اعتبار الزيادة في الاساس النقدي عملية سهلة؛
- ان النظام المصرفي عامل اساسي في نجاح العملية؛
- ان استخدام التيسير الكمي يؤدي الى تقليل السندات طويلة الامد مما ينتج عند تحسين تمويل القطاع الخاص متوسط وطويل الامد؛
- لم تتضح بعد كيفية وضع توقعات دقيقة للتضخم الناشئ تحديدا عن هذه العملية؛

- اذا نظرنا الى التيسير الكمي على انه سياسة دائمة فان له اثر توسعي من خلال تسهيل القيود المالية وبالتالي تعزيز الطلب المتراكم خلال فترة الكساد¹.

المطلب الثاني : تجربة الولايات المتحدة الامريكية

استخدم التيسير الكمي خلال العقدين الاخيرين في اكثر من اقتصاد واكثر من دولة كاداة لمواجهة الازمات المالية التي تحصل خلال الدورات الاقتصادية للدول والاقتصاديات الكبيرة وقد تعددت اسباب استخدام التيسير الكمي بشكله الفني لمواجهة ضعف الميزان النقدي لبعض الاقتصاديات واستخدم (برنامج التيسير الكمي) في الولايات المتحدة الامريكية بشكل ملفت خلال الفترة بين 2007 الى العام 2012، وقد استطاع الفيدرالي الامريكي ان يضح الكثير من الدولارات للداخل لتمكين قطاع الانتاج وزيادة قدرته على التوسع².

وبعد عام 2007 وفي الآونة الاخيرة قد استخدمت الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو سياسات مماثلة خلال الازمة المالية في الفترة 2007-2010. وكانت هذه البلدان تستخدم التيسير الكمي في حين ان معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الاجل الحالية من المخاطر تكون اما عند صفر او قريبة منه. وفي الولايات المتحدة، يعتبر معدل الفائدة هذا هو معدل الاموال الاتحادية (الفيدرالية) . وفي المملكة المتحدة، يعتبر معدل الفائدة البنكية الرسمي.

وخلال ذروة الازمة المالية وفي عام 2008، في الولايات المتحدة، قام الاحتياطي الاتحادي (الفيدرالي) بالتوسع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة اصول جديدة بدون تطهيرها بالخصومات المقابلة. وفي الفترة نفسها تستخدم ايضا المملكة المتحدة التيسير الكمي كسلاح اضافي لسياستها النقدية من اجل تخفيف ازمته المالية.

كما حفز مكون الاستهلاك للمشاركة بشكل اكثر فعالية في الدائرة الاقتصادية بشكل كبير خصوصا الفترة بين 2009 الى 2011 واستطاع الفيدرالي خلق نقد جديد للاقتصاد المحلي الامريكي ساعد على تعجيل حركة الاعمال في الداخل الامريكي، الامر الذي حفز الاقتصاد المحلي لإظهار معدلات نمو مميزة الذي بدوره ساعد لخفض معدلات البطالة ورفع مستويات ثقة المستهلك بشكل كبير³.

¹ بشرى عبد البارئ احمد، تقدير أثر السياستين النقدية والمالية في أداء المصارف التجارية باستخدام طريقة الانحدار المتعدد المراحل، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 2، العدد 2، 4، 2014 ص 127 ص 128

² عباس كاظم حاسم الدعيمي، اثر السياسة النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراء في الاقتصاد، جامعة الكوفة، 2008، ص 72

³ محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية، ط1، دار غيداء، عمان، 2009، ص 58 - 60

تختلف او نتفق على ان الدولار الذي خلق في الداخل الامريكى هو دولار حقيقي اصلا، ويحمل نفس القيمة الحقيقية للدولار الذي يستخدم دوليا كعملة عالمية، ولسنا في صدد الحديث عن الفرق بين الدولار " العملة العالمية " وبين الدولار الموجه للداخل الامريكى، ولكن يجدر الاشارة الى ان ضخ الكثير من الدولارات في الداخل الامريكى خلق حالة من التضخم المتحكم بها فاستطاعت الولايات المتحدة الامريكى ان تخفي وطأة الازمة المالية في الداخل الامريكى¹

وقد استخدم البنك المركزي الاوربي عمليات اعادة تمويل طويلة الاجل لمدة 12 شهرا (وهذا شكل من التيسير الكمي بدون الاشارة اليه بهذا الاسم) خلال عملية توسيع الاصول التي يمكن ان تستخدمها البنوك على انها ضمان اضافي يمكن ان يتم تقديمها الى البنك المركزي الاوربي في مقابل اليورو وقد ادت هذه العملية الى ان السندات " تم انشاءها للبنك المركزي الاوربي " ومن خلال المقارنة كانت البنوك المركزية الاخرى مقيدة للغاية من حيث الضمانات فقد اعتاد بنك الاحتياطي الاتحادي (الفيدرالي) الامريكى على قبول الخزانات في المقام الاول (وفي النصف الاول من عام 2009، حيث اشترى تقريبا كل الاوراق المالية الامنة نسبيا الصادرة بالدولار) وكذا طبق بنك إنجلترا قرض كبير بضمن اوراق مالية، ومن خلال برنامج التيسير الكمي، اشترى بنك إنجلترا اوراق مالية مضمونة القيمة من المؤسسات المالية مع كمية اقل من الديون ذات نوعية ممتازة نسبيا اصدرتها الشركات الخاصة . اذ يمكن للبنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد استخدام الاموال التي تلقتها من اجل الاقراض او حتى لشراء مزيد من السندات - التي كانت قد باعتهما - من البنك ويمكن ايضا للبنك المركزي اقراض اموال جديدة للبنوك الخاصة او شراء الاصول من البنوك في مقابل العملة . وذلك له تأثير كساد عائد من الفوائد على السندات الحكومية والاستثمارات المشابهة مما يجعلها ارحص من اجل الاعمال لزيادة راس المال.

ولتأثيرها جانبي اخر، سوف يحول المستثمرين الى استثمارات اخرى مثل الاسهم وزيادة اسعارها وبالتالي تشجيع البنوك على قرض المال لدفع فائدة اعلى وجعل الهيئات اضعف من الناحية المالية²

المطلب الثالث : تجربة الاتحاد الأوروبي

عقب التردد المتواصل منذ سنة 2009 ، أقر المركزي الأوروبي أخيرا " برنامج التيسير الكمي " لإخراج أوروبا من ورطة الركود الاقتصادي العميق الذي ارتفعت فيه معدلات البطالة، وانحصر فيه النمو، ودفع الاستثمارات إلى الهجرة؛ حيث يتجه البرنامج الكمي الأوروبي إلى شراء سندات حكومية وخاصة بقيمة 60 مليار

¹ سامي الخليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط2، دار الكتب، الكويت، 1994، ص593

² رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، دط، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن، 2002، ص 144- ص 146

يورو (حوالي 70 مليار دولار) شهريا بداية من مارس 2015 حتى سبتمبر 2016 وتقدر قيمته الإجمالية بحوالي ترليون يورو (1.1 ترليون دولار).

ويهدف برنامج التيسير الكمي الأوروبي إلى تحفيز النمو الاقتصادي في منطقة اليورو ومواجهة انخفاض التضخم الذي سجل 0.2% خلال ديسمبر 2014، عبر ضخ أموال مباشرة في خزائن حكومات منطقة اليورو من خلال شراء سندات الديون لمساعدتها على زيادة الإنفاق؛ كما يعمل البرنامج كذلك على شراء سندات الشركات الرئيسية والمهمة لاقتصاديات منطقة اليورو، حتى تتمكن من الاستثمار وتمويل مشاريع جديدة أو توسيع مشاريعها القائمة؛ ولكن كذلك من النقاط المهمة لهذا البرنامج، أنه سيوسع الكتلة النقدية، وهو ما يعني عمليا انخفاض قيمة اليورو التي ستعمل لاحقا خلال العام الجاري على زيادة تنافسية البضائع الأوروبية، وبالتالي زيادة حجم الصادرات.

كما أفاد مركز بحوث الاقتصاد والأعمال أن بنك بريطانيا (بنك أوف إنجلترا) قد دخل على خط سياسة التيسير الكمي، وذلك من خلال قراره بشراء سندات حكومية بمبلغ 100 مليون جنيه إسترليني حوالي 160 مليون دولارا، لمساعدة عملية النمو في الاقتصاد البريطاني، في الوقت الذي قامت فيه الحكومة بتخفيض الإنفاق العام؛ حيث تقوم الحكومة البريطانية بأكثر عملية تخفيض للإنفاق العام منذ الحرب العالمية الثانية، وذلك نتيجة لبلوغ العجز في الميزانية لمستويات قياسية، ومما لا شك فيه أن مثل هذه الإجراءات خلال الأزمة لا يعد إجراء مناسباً لأنه يمكن أن يجر الاقتصاد إلى تراجع مزدوج؛ ولإبعاد شبح هذا التراجع المزدوج يحاول البنك المركزي البريطاني تحفيز الاقتصاد من خلال هذه الإجراءات، حتى يتمكن الاقتصاد من استعادة توازنه نتيجة لاحتمال أن يؤدي خفض الإنفاق إلى تقييد النمو، ويعتبر القرار البريطاني جزءاً من خطة التحفيز الاقتصادي لبريطانيا.¹

¹ محمد إبراهيم السقا، بريطانيا تدخل على خط التيسير الكمي، 18/07/2020

<https://alphabeta.argaam.com/article/detail/22001> /بريطانيا-تدخل-على-خط-التيسير-الكمي

خلاصة الفصل

منذ فترة الركود العظيم، قامت بعض البنوك المركزية بوضع إجراءات مثل التيسير الكمي وأسعار الفائدة السلبية التي تبدو غير تقليدية من حيث توافق الآراء في السياسة النقدية قبل الأزمة. يتوقع بعض الاقتصاديين وصانعي السياسات أن تؤثر هذه الإجراءات على العروض النقدي، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. قد تؤثر بعض أنواع التيسير الكمي على العرض النقدي، ولكن لا ينبغي أن يُنظر إليه على أنه حافز للبنوك التجارية لزيادة الإقراض. عندما يتعلق الأمر بمعدلات السياسة السلبية، فإن التأثير على إقراض البنوك قد يكون في الواقع معاكسا للنمو المتوقع. هذه التناقضات الناتجة عن بعض المعتقدات غير الدقيقة حول خلق المال. تقدم بعض التعديلات نظرة أكثر واقعية للنتائج المحتملة للسياسات النقدية غير التقليدية وقد تسهم في تحسين تنفيذ السياسة النقدية عند الحد الأدنى من الصفر.

الفصل الثاني:

تقييم سياسة التيسير الكمي

من خلال آثارها الاقتصادية

تمهيد

تطرقنا في الفصل السابق الى الاطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي، وتوصلنا الى استنتاج مفاده ان سياسة التيسير الكمي اداة حديثة من ادوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي كانت اليابان اول دولة قامت بتطبيقها بعد ازمة الكساد التي تعرضت لها ثم تبعتها الدول العالم الاخرى، وان هذه السياسة تأثيرات ايجابية وسلبية على كل دولة كل حسب اقتصادها.

ومن خلال هذه النتيجة وباعتبار الاهمية الكبيرة التي تؤديها سياسة التيسير الكمي كحل بديل عن السياسات والادوات الاخرى في حل الازمات، سلطنا هذا الفصل لدراسة تقييم واثار سياسة التيسير الكمي، وللوصول للنتائج المرجوة قسمنا هذا الفصل الى ثلاثة مباحث كما يلي :

المبحث الأول: الآثار الاقتصادية الناجمة عن سياسة التيسير الكمي؛

المبحث الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي؛

المبحث الثالث: التيسير الكمي في الجزائر.

المبحث الاول : الاثار الاقتصادية الناجمة على سياسة التيسير الكمي

سنتطرق في هذا المبحث الاثار الاقتصادية الناجمة عن سياسة التيسير الكمي على الاستثمارات المالية في الاسواق المالية، وعلى الاستقرار المالي والاقتصادي.

المطلب الاول : أثر سياسة التيسير الكمي على الاستثمارات المالية في الاسواق المالية

تعد استثمارات الشراكة بين القطاعين العام والخاص عالية الاستدانة حجر الزاوية المعترف به للنمو الاقتصادي النابض بالحياة، مع وجود اثار ايجابية على العمالة، على سبيل المثال تأثيرات استثمارات تمويل مشاريع البنية التحتية بشدة بالانكماش الاقتصادي الحالي في جميع انحاء العالم، وهناك انخفاض كبير في الانفاق على البنية التحتية العامة في الدول الغربية، بحيث توجد علاقة ثلاثية بين القطاع العام (تخفيضات في الانفاق) والقطاع الخاص (زادت تكاليف الحصول على خدمة الدين وخدمة منذ الركود) ومصاريفها الداعمة (غير رغبة في منح رخصة ائتمان). هذه العلاقة مضطربة بشدة اثناء فترات الركود.

من بين العوامل الرئيسية في استثمارات عالية الاستدانة تكلفة الدين، التي تتألف من اسعار الفائدة الحقيقية التي تتضمنها المخاطر واقساط التامين، وكلاهما يضاف الى التضخم المتوقع وذلك للحصول على اسعار الفائدة الاسمية التضخم في معظم البلدان منخفض بشكل استثنائي، وهذا ما يقلل هوامش اصحاب الامتيازات، ما هو غير عادي ليس المستوى العام للتكلفة من الديون، ولكن بدلا من هيكلها الداخلي والتي قد تؤثر على استثمارات تعادل القوة الشرائية واستدامتها المالية.

تم استخدام التيسير الكمي من قبل البنوك المركزية لتحفيز النمو الاقتصادي والذي يؤثر على التضخم (اهداف تصل الى 2٪) وهذا يزيد من هوامش القطاع الخاص واستدامة الديون (مخفضة بالقيمة الحقيقية). بالإضافة الى ذلك يمكن استخدام التيسير الكمي لعودة ضمان استثمارات تعادل القوة الشرائية مثل تلك الموجودة في البنية التحتية الاجتماعية الحساسة (المستشفيات، المدارس) وبالتالي فان التكلفة الاجمالية لراس المال تنخفض في اقساط المخاطرة التي قد تعوض زيادات التضخم لذلك من المرجح ان تؤثر التيسيرات الكمية في تكوين تكلفة الدين، من حيث النوعية والكمية. واذا كان اصحاب الامتيازات الخاصة يربحون من التيسيرات الكمية، فيمكنهم توفير ظروف افضل لشركاء القطاع العام في الاساس، يمكن ان تكون التيسيرات الكمية استراتيجية غير راجحة، وان كانت غير تقليدية.

التأثير المحتمل للسياسات النقدية غير التقليدية مثل التيسير الكمي على متغيرات المشروع مثل ترشيد راس المال لكل من البنوك والنظراء العامين، وانخفاض التضخم مع ارتفاع القيمة الحقيقية حيث يترتب على ذلك حساسية ليتم فحص تكلفة الدين لتغيرات التيسير الكمي ضمن اطار تعادل القوة الشرائية الشامل، ينبغي ان يساعد تقاسم تكلفة مدخرات الديون جميع اصحاب المصلحة في تعادل القوة الشرائية، وهذا واضحاً من حيث العطاءات التنافسية التي تبحث عن طرق لتخفيف حدة ازمة الائتمان من خلال اعادة تشكيل تكلفة الديون¹.

ان التحليل لسياسات التدخل المستخدمة من قبل البنوك، سيساعد على شرح التأثير المحتمل للتيسير الكمي على الاستثمارات، مصطلح اسعار الفائدة هو نقطة رئيسية لأي تدخل في السياسة النقدية، لان البنك المركزي يتبادل مع المدى القصير للسندات طويلة الاجل وقد يقوم البنك المركزي ايضا بزيادة ملفه الخاص بالمخاطر في حالة استبدال سندات الخزنة منخفضة المخاطر بأوراق مالية مدعومة بالأصول والسندات المشروع.

التخفيض في منحى العائد وتسويته هو نتيجة ثانوية لسياسات التيسير الكمي وفقاً للبنك المركزي الاوربي فان انخفاض اسعار الفائدة ومشتريات الاصول الكبيرة يعزز النمو الاقتصادي ويمكن ان يكون لتخفيف المخاطر عن طريق شراء اوراق مالية طويلة الاجل تأثير مباشر على تكلفة الدين بالقيمة الحقيقية . قد تمثل هذا ايضا جزئياً على الجانب السلبي لقواعد بازل، التي توجه البنوك التجارية الاوربية بعيداً عن القروض طويلة الاجل وتتطلب معايير راس مال وسيولة تنظيمية اعلى مع التشديد على المالية العامة، هناك حاجة الى البنوك السليمة لسد الفجوات في تمويل البنية التحتية وقد يؤدي دور تكميلي من قبل المتخصصين الاخرين على المدى الطويل للمستثمرين مثل صناديق التقاعد والصناديق السيادية، او شركات التأمين تنوع تمويل الوسطاء قد يخفف ايضا من المخاطر النظامية التي تسببها البنوك الى حد ان سياسة النقدية هي تنتقل من البنك المركزي الى الحقيقي الاقتصاد لاسيما من خلال وسطاء البنوك الى حد ان ينبغي زيادة الكفاءة التخصيصية لراس المال، وتخفيف شروط الائتمان وبالتالي يحفز استثمارات البنية التحتية سلسلة الاحداث هذه هي التي اشعلتها استراتيجيات تعزيز السيولة، مثل عمليات اعادة التمويل طويلة الاجل (القروض الميسرة للبنوك) والودائع السلبية من البنوك الى البنك المركزي او التيسير الكمي، وهذه الطريقة ليست فعالة دائماً على سبيل المثال اذا كان العنصر المفاجئ للتدابير غير التقليدية قد تم بالفعل ولم يكن متوقع من قبل السوق . يمكن ان تؤثر التيسيرات الكمية ايضا على اسعار الصرف، وعادة ما تنخفض قيمة العملة المحلية و يزيد من التضخم وبالتالي قد يؤثر على اي مشاريع دولية.²

¹Roberto Moro Visconti 'The impact of quantitative easing (QE) on the cost of debt in project finance investments', Public Money & Management, N: 36, P: 129

² IPid, P: 130.131

قد تنقل البنوك المركزية حوافز السياسة النقدية الخاصة بها اما الى البنوك التقليدية او الى بنوك البنية التحتية المخصصة، مثل البنك الاوربي للانشاء والتعمير او غيرها من المؤسسات المالية طويلة الاجل . تتمتع استثمارات البنية التحتية بملف تعريف مرن الطلب، مع وجود تغطية مضمنة للتضخم وارتباط قليل بفئات الاصول الاخرى مما يوفر تنوع محفظة الاصول لذلك لديهم صورة مثالية للمستثمرين من المؤسسات المتخصصة خاصة اذا تم تبني سياسات نقدية تطلعية ونقلها الى الاقتصاد الحقيقي.

المطلب الثاني: اثر سياسة التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي

اولا : اثره على الاستقرار المالي

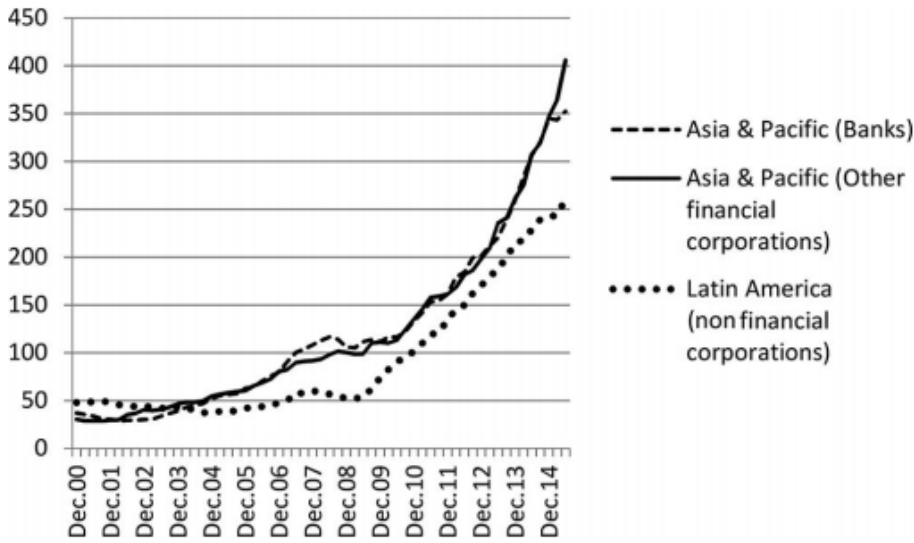
كانت الاستجابة السياسة النقدية للازمة المالية العالمية الى جانب تأثيرها على البنوك العالمية اربعة اثار مهمة يمكن ان تساهم في عدم الاستقرار المالي.

كانت عملية تخفيض الديون التي شهدتها البنوك العالمية والمؤسسات المالية الكبيرة الاخرى مصحوبة بانخفاض كبير في مستويات ربحيتها. بين معدل متوسط العائد على الاصول وعلى حقوق الملكية فعلى سبيل المثال نرى ان مصارف امريكا اللاتينية والولايات المتحدة واوروبا واسيا للفترتين 2000 – 2007 – 2010 – 2015 ان البنوك الامريكية والاوربية عرفت انخفاضا منهجيا في الربحية لجميع مستويات الاصول التي تم النظر فيها بين الفترتين السابقتين بحيث انخفض العائد على الاصول بالنسبة لبنوك الولايات المتحدة من 1.2 الى 0.8 وعائد على حقوق المساهمين من 15.5 الى 7.7 (ويمثل انخفاضا بنسبة 50% تقريبا في الربحية) بالنسبة لأوروبا، انخفض معدل العائد على الاستثمار من 0.6 الى 0.2 ومن العائد على حقوق المساهمين من 14.4 الى 4.9 (ويمثل انخفاضا بنسبة 66% تقريبا في الربحية).¹

¹ Changes in Global Esteban Pérez Caldentey, 'Quantitative Easing (QE) Liquidity and Financial Instability International Journal of Political Economy 'N: 46 ,2017 P:105-107.

الشكل رقم (01): مخزون قضايا الديون الدولية في اسيا والمحيط الهادئ وامريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي (ديسمبر 2000 يونيو

(2015



المصدر: محمد العيد شوشاني، المرجع السابق، ص 38.

علاوة على ذلك، في حالة الولايات المتحدة، حدث أكبر انخفاض في الربحية وبشكل أكثر تحديدا في العائد على حقوق المساهمين في قطاع البنوك التي لديها حيث عرف أكبر انخفاض لمستويات الاصول (أكثر من 1 تريليون دولار امريكي من الاصول وتلك التي يتراوح حجم اصولها بين 100 مليار دولار امريكي و 1 تريليون دولار امريكي).

بالنسبة لأوروبا، حدث أكبر انخفاض في العائد على حقوق المساهمين لأكثر حاملي الاصول (أكثر من 1 تريليون دولار امريكي) دفعت هذه الحالة أكبر البنوك (اي البنوك العالمية) الى البحث عن استراتيجيات بديلة لزيادة مستويات ربحيتها. وبصورة أكثر دقة غيرت استراتيجيتها التجارية . لقد خفضت البنوك العالمية حاليا عدد البلدان التي تعمل فيها وعدد مكاتبها وفروعها ومجموعة متنوعة من المنتجات المالية التي تقدمها فلقد اختاروا ايضا ان يكون تركيز اعمالهم على الأكثر العملاء الأكثر ثراء.

ومع ذلك في الوقت نفسه زادت بعض هذه المؤسسات من ممتلكاتها من الادوات المالية ذات المخاطر العالمية مثل المشتقات التي كانت اساسية لخلق الهشاشة المالية التي وضعت الاساس للازمة المالية العالمية (2008 – 2009).

ان تحول Citigroup والتغيرات المماثلة في HSBC Holdings Plc وغيرها من البنوك العالمية لا يتعلق فقط بتخفيض النفقات بل يتعلق الامر ايضا بالبحث عن عوائد أكبر من خلال التركيز على اغنى عملائها

من الافراد اصحاب الثروات الكبيرة والشركات الكبيرة والمستثمرين والمؤسسين ولكن في خدمة هؤلاء العملاء قام البنك (Citigroup) بتجميع التداول وهو عمل ساعد في تعثره قبل الشركة التي اعتادت ان تحقق معظم ارباحها من الخدمات المصرفية للمستهلكين، تحصل الان على الاغلبية من الخدمات المصرفية للشركات والاستثمار، قبل الازمة العالمية، كانت نسبة التمويل للنظام المالي هي 62% لأكثر من 20 بنكا (من حيث الاصول) وقد ارتفع هذا الرقم الى حوالي 70% في اعقاب الازمة ليتم الحصول على نتيجة مماثلة ل 15 أكبر البنوك الاوربية (التمويل داخل البنوك يمثل 63% و 68% من المجموع) .

رافقت الازمة المتزايدة لسوق السندات مع ارتفاع الدين الخارجي للاقتصادات النامية وخاصة اسيا وامريكا اللاتينية انه بين عامي 2008 و 2014، ارتفع رصيد سندات الدين الدولية الخاصة بهم من 342 مليار دولار امريكي الى 1 تريليون دولار امريكي ومن 355 دولار امريكي الى 800 مليار دولار امريكي على التوالي .

اضافت اهمية سوق السندات الدولية طبقة اضافية من التعقيد الى النظام المالي من حيث المؤسسات والسلوك والية انتقال من الاقتصاد الى الاقتصاد الحقيقي . هذا يرتبط بطبيعة الصناعة المالية والنشاط الذي يقوم عليه سوق السندات اي صناعة ادارة الاصول.

تشمل صناعة ادارة الاصول ادوات الاستثمار في هذه الصناعة صناديق الاستثمار المشتركة والصناديق المتداولة في البورصة، وصناديق اسواق المال، وصناديق الاسهم الخاصة، وصناديقها ادارة الشركات. تقدر الاصول المدارة تقريبا بأكثر من 90 تريليون دولار امريكي، وهو ما يتجاوز الناتج المحلي الاجمالي العالمي (حوالي 78 تريليون دولار امريكي) ويمثل أكثر من 30% من اجمالي الاصول العالمية، تشكل صناعة ادارة الاصول عددا من المخاطر المهمة على الاستقرار المالي، يمكن تصنيفها في ثلاثة مجالات واسعة: التركيز والترابط، وعدم السيولة، والدورية.

يميل المستثمرون الى الاعتماد على استراتيجيات التقييم (مثل قياس العائد النسبي وتتبع المؤشر) للتأكد من ان المديرين يتصرفون لصالح المستثمر. كما يمكن ربط مرتبات مديري الصناديق بمعايير الاداء وتتبعها، في الواقع يمكن ان يؤدي ذلك الى المخاطرة المفرطة، والى قيام المستثمرين بإعادة تشكيل تركيبة محافظهم وفقا للأداء النسبي لصندوق معين، والى مديري المحافظ الذين يقلدون سلوك اقرانهم.

ثانيا: اثره على الاستقرار الاقتصادي¹

تأثير التيسير الكمي لا يظهر في تلك المؤشرات التقليدية للفقاعات. حيث لا تزال الاقتصاديات المتقدمة في مرحلة تخفيض الديون حيث ظهر في معظم البلدان التي لا تشهد اسواق الاسكان ازدهارا كبيرا ان السياسة النقدية التوسعية تظهر في طفرة اسعار الاصول مدفوعة السيولة . ويلاحظ ذلك بوضوح في اسواق السندات، التي يتم تخفيضها بشكل مباشر وغير مباشر عن طريق شراء الاصول على نطاق واسع للبنوك المركزية . على الرغم من انه يصعب تحديد فقاعات اسعار الاصول، الا ان هناك ادلة على تكوين الفقاعة اسواق السندات من عوائد السندات وهوامش المخاطرة المنخفضة تاريخيا، في حين ان مستويات الديون مرتفعة باستمرار في العديد من البلدان وكذا عائدات السندات الحكومية في العديد من البلدان تقل بوضوح عن مستويات التوازن الاساسية هذا الاختلال ناتج عن طلب قوي على الاصول السائلة عالية الجودة مما ادى الى علاوة مخاطرة سلبية على السندات الحكومية الصادرة من الدول ذات التصنيف العالي بحيث ارتفعت اسعار الاسهم ايضا منذ عام 2012 مدفوعة بالبحث العالمي عن العائد. اثارت الطفرة في سوق الاوراق المالية نسب الارباح في منطقة اليورو والولايات المتحدة فوق مستويات المتوسط على المدى الطويل.

نظرا لان تقييم العديد من الاصول يستند الى عائدات السندات الحكومية، فان اختلالها له اثار بعيدة المدى على اسعار السوق المالية. وتضخم تقييمات الاصول بمعدل خصم منخفضة (خالية من المخاطر) بينما تحفز عوائد السندات المنخفضة البحث على نطاق واسع عن العائد، يعزز التيسير الكمي سلوك المخاطرة من خلال تأثيرات اعادة توازن المحفظة. ان عائدات السندات الحكومية المنخفضة لها تأثير كبير على الاسواق المالية، حيث تزرع بذور الفقاعات في العديد من فئات الاصول. يؤدي هذا الى عكس ظروف السوق الموازية التي قد تكون اكثر تكلفة من انفجار فقاعة ائتمانية تقليدية والتي عادة ما تكون ذات طبيعة محلية (والتي لا تستبعد ان يكون لفقاعات الائتمان المحلية اثار اوسع نطاقا) قد يواجه المستثمرون خسائر التقييم عبر مجموعة كاملة من الاصول. هذا سوف يتفاعل سلبا مع الديون ويذهب مع الثقة السلبية واثار الثروة. على طول هذه القنوات، سوف يستمر في النمو الاقتصادي والتضخم وهو الشيء نفسه الذي تحاول سياسة التيسير الكمي تخفيفه.

1. Jan Willem van den End 'Quantitative easing tilts the balance between monetary and macroprudential policy ' Applied Economics Letters , VOL 23 ,N 10 ,2016 ,P: 744.

المطلب الثالث : اثر سياسة التيسير الكمي على الجانب الاجتماعي

يشير الوضع الكلي الحالي إلى انفصام بين أسعار الأصول وتدفقات الدخل. كما لوحظ أن التيسير الكمي يؤثر على أسعار الأصول بحيث إنه يعمل من خلال آلية السعر نظراً لعدم توفر الأصول، حيث لا تستفيد الأسر في فئات الدخل المنخفض إلا بقدر ما يدفع التيسير الكمي أصحاب الأصول إلى استهلاك المزيد أو توظيف المزيد من العمالة.

يؤكد الارتفاع البطيء في معدل البطالة على عدم وجود بديل بين العمل والأصول الأخرى. بحيث لا يتم شراء العمالة بسعر يتوافق مع القيمة الحالية لتدفقات الدخل المستقبلية المخصوصة. يعتمد الدخل المتراكم على العمالة على تدفقات النفقات التي تتأثر بشكل غير مباشر بسياسة بنك الاحتياطي الفيدرالي. كما لوحظ، أن الشركات المالية بتحني الأرباح من خلال النظرية النقدية للإنتاج. كما لاحظ آدم سميث، أنه يجب تعميم رأس المال، "رأسماله يتجه باستمرار في شكل ما ويعود إليه في شكل آخر فقط من خلال هذا التداول أو التبادلات المتتالية يمكن أن يحقق له أي ربح".

أشار كارل ماركس إلى أن التداول يشمل استخدام الأسواق لتحويل السلع والخدمات إلى أموال يشمل أهمية المبيعات من خلال بيع المخرجات، وتؤكد نظرية كنز العامة على أن النظرية النقدية للإنتاج. تعتمد على إيرادات المبيعات، والمبيعات تعتمد على الطلب. بمعنى آخر، بالنسبة للشركات الإنتاج السلع للأسواق، يجب أن يكون هناك سوق للسلع، حيث يعمل التيسير الكمي على عكس العلاقة التاريخية بين قيم الأصول وتدفقات الدخل، بموجب النظرية النقدية للإنتاج، تمثل أسعار الأصول القيمة الحالية للدخل المحتمل أو شبه الإيجارات والإيرادات المتوقعة مطروحا منها التكاليف المتغيرة. يشير الدخل المحتمل إلى أن أسعار الأصول تخضع للأرواح الحيوانية، والتي تتأثر إلى حد كبير بتدفقات الدخل الحالية، فإن انتشار تدفقات الدول التي تقل عن التدفقات النقدية التي تخدم خدمة الدين تؤدي إلى انخفاضات. بحيث يصبح غير قادر على الاقتراض، مما يضطر المدينون التصفية الأصول. في هذا السياق، فإن قرار البنك المركزي بشراء أصول قصيرة الدوائر هو الميل إلى انكماش الديون عن طريق تزويد السيولة للمدينين، مما يتيح لهم الوفاء بالتزاماتهم.

يتطلب إنشاء التزامات زيادة التحفيز، فرصة جني الأرباح الشركات على بدء سلسلة من الالتزامات التي تهدف إلى زيادة الإنتاج وتحويل هذا الإنتاج إلى أموال. تتضمن تلك الالتزامات ما يلي:

- شراء العمالة والشعير والقفزات والخميرة؛
- تمويل وشراء مصنع الجعة؛

- تعيين سيد الشراب للإشراف على الإنتاج؛
- تعبئة المنتج؛
- الإعلان؛
- إيجاد تجار التجزئة.

من خلال وضع حد أدنى على أسعار الأصول، يوفر التيسير الكمي للمؤسسات المالية قدرا من الأمان لا تتمتع به الصناعة أو العمل يكمن مصدر هذا الظلم جزئيا، في قواعد العمل التي يتبعها الاحتياطي الفيدرالي. هذه القواعد تحد من شراء الأصول إلى الأصول المدعومة بالرهن العقاري والأوراق المالية الحكومية الأمريكية. حتى من دون قيود على شراء الأصول، فإن المستفيدين من شراء الأصول هم أصحاب الأصول.

نظرا لعدم المساواة في التعامل مع قطاعات الاقتصاد المختلفة ونقص الاستثمار لتوفير العمالة الكاملة، يبدو أن التيسير الكمي يتعارض مع مبدأ اختلاف راولز ومبدأ القيمة الاجتماعية للأداة، بنص مبدأ الفرق في راولز على أن "عدم المساواة في الدخل والثروة يجب أن يتم ترتيبهما لتحقيق أكبر فائدة للفئات الأقل حظا، التيسير الكمي يزيد من عدم المساواة، وبالتالي يستفيد الأكثر حظا. يشير مبدأ القيمة الاجتماعية للأداة إلى الاستخدام الفعال للمعرفة للمساعدة في تحقيق الاستحمام غير العنيف للمجتمع"، وبعبارة أخرى، تدعو أداة استخدام المعرفة لدفع عملية الحياة. سيصعب على المرء أن يستنتج أن التيسير الكمي قد أدى في الواقع إلى تقدم في عملية الحياة.

المبحث الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي:

تنطوي عملية استخدام سياسة التيسير الكمي على مجموعة من الأهداف الإيجابية للمتغيرات الاقتصادية خاصة في الظروف الصعبة كحالة الأزمات، لكن في نفس الوقت وعلى المدى المتوسط والطويل تنعكس محاسن سياسة التيسير الكمي إلى آثار سلبية وربما أزمات جديد تلحق بالاقتصاد المعني.

المطلب الأول: إيجابيات سياسة التيسير الكمي

سنتطرق فيما يلي الى مجموعة من إيجابيات سياسة التيسير الكمي، والمتمثلة في¹:

✓ تهدف سياسة التيسير الكمي إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية، وبالتالي تصبح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات، لأن العائد عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية وإقراض الشركات، بهذه الحيلة يأمل رئيس مصرف الاحتياط الفيدرالي أن يجبر البنوك الأميركية على الاستثمار في القطاعات الإنتاجية عبر زيادة القروض إليها وإلى القطاع الخاص والشركات، وبالتالي يتمكن من رفع معدل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة لجيوش العاطلين عن العمل في أميركا الذين قارب معدلهم 10% من القوة العاملة.

✓ تهدف سياسة التيسير الكمي عموماً إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية:

- **أولها:** تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات؛
- **ثانياً:** خفض سعر صرف العملة لزيادة القوة التنافسية للبضائع الوطنية مقارنة بنظيراتها من الدول الأخرى في السوق المحلية والعالمية. ووفقاً للمنطق الاقتصادي، كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما، انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت عملة الدولة ضعيفة، كانت بضاعتها أرخص؛
- **ثالثاً** تسهيل الائتمان البنكي وتوفيره بما يكفي لبعث النشاط الاقتصادي (إنتاج، تشغيل، تصدير...) وبنسب فائدة لي مغرية (تقريب معدومة أو معدومة) لطالبي القروض البنكية، وهو ما يعزز الثقة المفقودة في النظام المالي.
- ✓ **تقليل حجم أقساط الديون القومية التي تدفعها للدائنين؛** خصوصاً بالنسبة إلى الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأميركية؛ إذ أشارت توقعات وحدة الأسواق العالمية في مصرف «سي آي بي سي» إلى أن عائدات هذه السندات مقبلة على انخفاض تتراوح نسبته بين 5 و 8 في المائة نهاية عام 2012 فقد بلغت قيمة

¹ صاري علي، المرجع السابق، ص 174-175.

الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأمريكية أربعة تريليون دولار في أوت، 2012 لكنها في الواقع تتجاوز 10 تريليون دولار، مع الأخذ في الاعتبار سندات المؤسسات شبه الحكومية العاملة في مجال الرهن العقاري، وسندات الشركات الأمريكية وأسهمها؛

✓ إن من الأهداف الخفية الأساسية في خطة التيسير الحالية هي أنه من المتوقع أن يترتب عليها تغيير واضح في الأوضاع النسبية للعملة العالمية بالنسبة للدولار، وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية لعدد كبير من الدول بما فيها الصين، حيث ستؤدي خطة التيسير الكمي إلى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع، وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه، وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان أقل من قيمته الحقيقية.

المطلب الثاني: سلبيات سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد المحلي والعالمي:

لسياسة التيسير الكمي العديد من السلبيات على الاقتصاد المحلي والعالمي، تتمثل في¹:

- أسهمت هذه السياسة بشكل مباشر في إضعاف الدولار كما رفعت أسعار السلع و على رأسها النفط والذهب والمعادن الأخرى؛
- يقول اقتصاديون، وعلى رأسهم رئيس البنك المركزي الأمريكي السابق آلان غرينسبان، إن سياسة التيسير الكمي ستعمل على رفع التضخم لمعدل قياسي سيكون من الصعب السيطرة عليه في المستقبل؛
- كما أن بعض الاقتصاديين، وعلى رأسهم رئيس البنك الدولي، يرى أن سلبيات سياسة «التيسير الكمي الثانية» ضخمة، خاصة آثارها في الاقتصاديات الناشئة. حيث يقول إن التدفقات الدولارية على الأسواق الناشئة نتيجة سياسة التيسير الكمي، لأنه ستتدفق هذه الاستثمارات بسبب الفارق في معدلات النمو، وبالتالي الفارق في العائد الأعلى الذي ستحققه الشركات الأمريكية في أسواق آسيا والأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق الأمريكية؛
- ويقول اقتصاديون أمريكيون إنه رغم مخاطر سياسة التيسير الكمي المتمثلة في إضعاف الدولار واحتمالات «التضخم الجامح» الذي سيأكل القيمة الحقيقية لمخزونات ودخول مواطني أميركا، لا تمنح السياسة ضمانات بشأن إنعاش الاقتصاد وتنشيط الإقراض للأعمال التجارية الصغيرة والمتوسطة؛
- أن الخطر الحقيقي لخطط التيسير الكمي ليس على معدلات التضخم في الولايات المتحدة، بقدر ما هو على معدلات التضخم العالمي؛ حيث من المتوقع أن تأخذ أسعار السلع التجارية الدولية في الارتفاع، مثلما حدث

¹ المرجع نفسه، ص 175-177.

بالنسبة لأسعار النفط، ارتفاع أسعار السلع التجارية يعرض معظم دول العالم لصدمة تضخم مستورد، الأمر الذي سيرفع من درجة عدم التأكد ومن ثم يؤثر سلباً في الآفاق المستقبلية للنمو في العالم؛

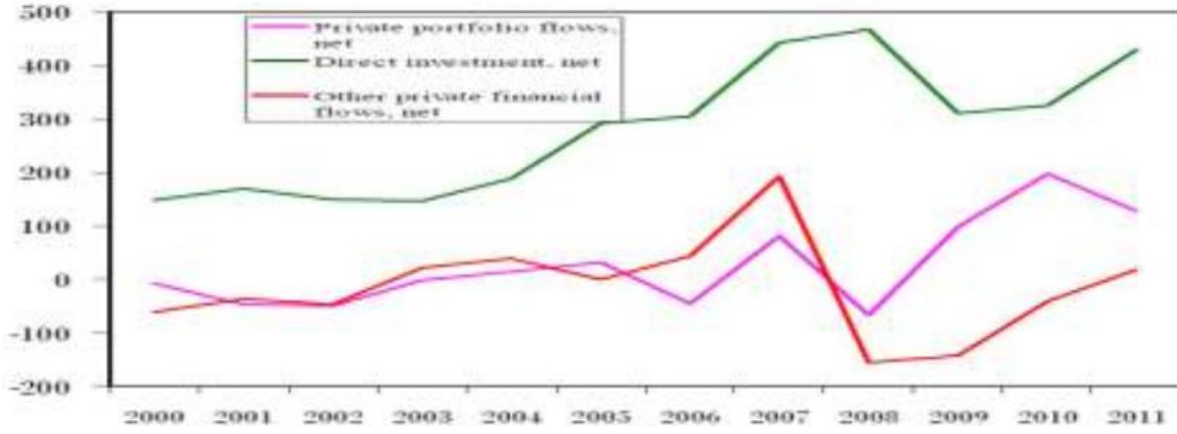
➤ في الدول التي تحتفظ باحتياطات ضخمة من الدولار، التي تشعر الآن أنها في ورطة كبيرة، مثل الدول الناشئة، بصفة خاصة الصين، التي تجد نفسها في موقف لا تحسد عليه؛ من وجهة نظر الصين فإن خطة التيسير الكمي ستؤدي إلى تحقيق أضرار أكثر من المنافع المتوقعة لها، والحقيقة عندما نحلل الآثار المحتملة للتيسير الكمي في الصين سنجد أن مخاوف الصين مبررة إلى حد كبير، فاحتياطاتها الضخمة من الدولار تتراجع في القيمة، بينما تجد أن الخيارات المتاحة أمامها للتعامل مع هذه المواقف محدودة جداً، حيث لا تستطيع للأسف أن تفعل شيئاً في الأجل القصير، لأن أي تحرك على نطاق واسع من جانب الصين للتخلص من احتياطاتها الدولارية يمكن أن يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار تدفع ثمنه الصين وليس الولايات المتحدة؛

➤ أسوأ نتائج التيسير الكمي، سيكون على الدول الفقيرة، حيث تمثل السلع الأولية مثل الغذاء، عماد الرقم القياسي للأسعار في تلك الدول، وبالتالي من المتوقع أن تواجه تلك الدول فاتورة غذاء ضخمة في موازين مدفوعاتها، فضلاً عن تزايد الضغوط التضخمية، مع تراجع قيمة الدولار؛

➤ أن هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم، بصفة خاصة الدول الناشئة، في محاولة منها للدفاع عن أسواق الأصول بها، إلى وضع قيود على تدفقات رؤوس الأموال لتفادي التدفقات الضارة لرؤوس الأموال الساخنة، بصفة خاصة الدولارية، على أسواق المال بها، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في فقاعة أصول في هذه الدول، ولا شك أن تقييد تدفقات رؤوس الأموال عبر العالم سيؤثر سلباً في معدلات النمو الكامن، وباختصار شديد، العالم كله، غنيه وفقيره، يقع الآن في مرمى النيران التي أطلقها الاحتياطي الفيدرالي في إطار خطته للتيسير الكمي؛

➤ وعلى الجانب الآخر، ستواجه دول الاقتصاديات الناشئة مشكلة التعامل مع هذه السيولة الضخمة التي ستدفق إلى اقتصادياتها، وذلك بسبب بحث المستثمرين عن عائد أكبر، بالطبع ليس كل تدفق رأسمالي ذا عائد إيجابي على الاقتصاد، خصوصاً إذا كانت طبيعته قصيرة الأجل؛ نتيجة ذلك سيحدث ارتفاعاً في أسعار صرف عملات هذه الدول، وانخفاض تنافسية منتجاتها، في مقابل رخص منتجات الدول التي تتبنى عملية التيسير الكمي، وزيادة تنافسية صادراتها. وهذا بالطبع ما يجعل الكثير من دول الاقتصاديات الناشئة تتخذ إجراءات مضادة لذلك من خلال فرض القيود على تدفقات رأس المال، وهو ما حدا بوزير مالية البرازيل القول إن الحزمة الثالثة من التيسير الكمي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو عبارة عن إعلان حرب عملات.

الشكل رقم (02): حجم التدفقات المالية إلى الاقتصاديات النامية الناتجة عن سياسة التيسير الكمي



المصدر: الأمم المتحدة، حالة وأفاق إقتصاد العالم خلال عامي 2012-2013، ص 11

المبحث الثالث: التيسير الكمي في الجزائر

في ظل تفاقم أزمة انهيار أسعار النفط وتزايد ضغوطاتها على الخزينة العمومية، أعلنت الجزائر تبنيها لصيغة مقارنة لسياسة التيسير الكمي ضمانا لاستكمال تمويل التنمية الاقتصادية وتجاوز أزمة عجز الخزينة العامة. وسنحاول من خلال هذا المطلب عرض أسباب وإجراءات اعتماد هذه الصيغة في الجزائر والتعريح على أهم الآثار الناجمة عنها.

المطلب الأول: أسباب تطبيق آلية تيسير الاقتصاد الكمي في الجزائر

تشير أهم الإحصائيات التي تبين الحالة المالية والنقدية للاقتصاد الجزائري قبل اللجوء إلى اعتماد التمويل غير التقليدي كآلية لاستمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر إلى¹:

➤ انخفاض رهيب للسيولة النقدية في البنوك على مدار سنتي 2015 و2016، حيث انتقلت من 2731 مليار دينار مع نهاية 2014 إلى 1833 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2015، لتبلغ 821 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2016، ثم لتسجل 512 مليار دينار في نهاية سبتمبر 2017، مما أدى إلى انتعاش السوق البنينة للمصارف التي كانت راكدة في تلك الفترة؛

➤ استمرار تآكل احتياطي الصرف الجزائري قلل من هامش التصدي للصدمات الخارجية، حيث من المتوقع أن يبلغ قيمة 2,85 مليار دولار مع نهاية سنة 2018 أي ما يعادل 18.8 شهرا من الاستيراد، كما أنه قد يصل إلى 79.7 مليار دولار سنة 2019 بمعدل (18.4 شهر من الاستيراد) قبل أن يبلغ قيمة 76.2 مليار دولار سنة 2020 (17.8 شهر من الاستيراد).

➤ تسجيل مستويات منخفضة لمتوسط سعر البترول الجزائري السنوي مقارنة بالسعر المرجعي لإعدادات الميزانية حيث تشير إحصائيات منظمة الأوبك إلى أن البترول الجزائري أنهى سنة 2017 بمتوسط 54 دولار و44.28 دولار في 2016 مقابل تحديد الحكومة لسعر مرجعي للبترول يقدر بـ 50 دولار في 2017، و45 دولار في 2016 هذا ما هدد التوازنات المالية للاقتصاد الوطني وتفاقم الأزمة المالية التي تعيشها البلاد منذ صيف 2014؛

➤ كما سجلت الجزائر تراجع في عجز الميزان التجاري من 20.13 مليار دولار في 2016 إلى 14.3 مليار دولار في 2017. وهذا ليس راجع لتطور الصادرات الجزائرية وإنما لتقليص رخص الإستيراد خاصة منها رخص إستيراد السيارات؛

¹ العشي وليد، صديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والاعمال، العدد السادس، المركز الجامعي لميلة، جوان 2018، ص ص 259-260.

➤ عجز ميزانية الدولة قدر بـ 1567 مليار دينار في 2016 مقابل 795 مليار دينار في 2017، أما عجز الخزينة العمومية بلغ 2245 مليار دينار ما يعادل 12.9% من إجمالي الناتج الداخلي في 2017.

➤ سهولة طبع النقود: إذ تعتبر الجزائر البلد الأول على الصعيد الإفريقي والعربي الذي يملك مطبعة خاصة للنقود، حيث تطورت الجزائر في مجال طبع النقود والتي بلغت 2 مليون مليار دينار بعد أن كانت لا تتعدى 2 مليار دينار في 1962، وعليه فليس من الغريب أن تكون الجزائر أول بلد إفريقي عربي يتبنى سياسة التيسير الكمي كحل استعجالي لاستعادة التوازنات المالية للاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الصدمة البترولية التي بدأت بوادرها منذ صيف 2014.

بالإضافة إلى الأسباب التالية¹:

✓ بالنسبة للفترات التي عرفت الجزائر فيها مجبوحه مالية فقد صاحبها الإفراط في تقدير التكاليف والتأخيرات الطويلة في تنفيذ المشاريع الحيوية، مع تجاوزات هامة للغاية في الميزانية بما في ذلك ظهور فجوات بين تخطيط الميزانية والأولويات القطاعية، وعدم وجود تدخلات فعالة بسبب تجزئة الميزانية نتيجة للفصل بين ميزانية الاستثمار وميزانية التشغيل التي يحتمل أن تكون لها خصوم طارئة كبيرة، وتأخيرات طويلة وتكاليف إضافية لتنفيذ المشاريع؛

✓ ارتفاع تكاليف الإنفاق التي صاحبها شح الموارد ويعود ذلك إلى ضعف القدرة التنفيذية للوكالات الحكومية التي لا تملك الوزارات التنفيذية، ولا وزارة المالية القدرة التقنية الكافية للإشراف على جودة هذه الدراسات، مما يحد من الرقابة المالية أو المتابعة الفنية أو المادية التي تمارسها الكيانات أو في أفضل الأحوال عن طريق التنفيذ غير الكافي وغير المعروف؛

✓ تفادي تخفيض قيمة العملة الوطنية في دورها كأداة تصحيح شبه وحيدة أمام الأزمة المالية رغم التحركات الحادة لمختلف العملات الأجنبية، سوف يؤثر إيجابيا على قدرتها في تغطية نفقاتها في تسيير الأجور، تغطية فواتير دعم المواد الاستهلاكية... الخ

✓ كما اعتبرت الحكومة الجزائرية على لسان الوزير الأول أحمد أويحيى هذا الحل هو الأمثل لحجتين أولاهما أن الأموال المقترضة من بنك الجزائر موجهة لتمويل الاستثمار العمومي وليس لتمويل الاستهلاك ولذلك لن تكون مصدر ارتخاء، وثانيهما أن الخزينة لا تواجه إلا ديناً عمومياً لا يتجاوز 20 بالمائة من الناتج الداخلي الخام وبالتالي لديها هامش مديونية معقول.

¹ زيوان سامية، تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالاشارة الى حالة الجزائر في فترة 2001-2018، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2018/2019، ص 90

المطلب الثاني: إجراءات تطبيق آلية التيسير الكمي في الجزائر

لقد سبقت الإشارة إلى أن هدف التيسير الكمي هو تخفيف الطلب الداخلي للأعوان الاقتصاديين (الحكومة، العائلات والمؤسسات)، أي لا علاقة له بتمويل الميزانية إلا في الشق الخاص بالإنفاق العام.

في الجزائر تم استخدام آلية التيسير الكمي في إطار سياسة نقدية غير تقليدية عن طريق البنك المركزي في تمويل الميزانية في الشق الخاص بالإنفاق العام، بعد أن أثبتت السياسة النقدية التقليدية عجزها عن تعويض السياسة الجبائية سواء تعلق الأمر بخفض العملة أو شراء ادخار العائلات والشركات بفوائد عالية، وقد أطلق على هذه الآلية مصطلح "التمويل غير التقليدي" والذي يعرف اقتصاديا بتسمية "التمويل بالعجز".

دخلت صيغة التمويل غير التقليدي حيز التطبيق بعد تعديل قانون النقد والقرض بموجب القانون رقم 10-17 الصادر في 11 أكتوبر، 2017 الذي يحتوي على المادة 45 مكرر التي تعدل مضمون المادة 46 والمادة 47 من الأمر 11-03 الصادر في 26 أوت 2003، حيث تنص المادة 45 مكرر على أن يقوم بنك الجزائر بشكل استثنائي ولمدة خمس 5 سنوات بشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في¹:

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛
- تمويل الدين العمومي الداخلي؛
- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

تتخذ هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية والتي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المذكورة أعلاه كأقصى تقدير إلى:

- توازنات خزينة الدولة؛
- توازن ميزان المدفوعات.

وفيما يلي نستعرض أهم الاختلافات بين أسلوب التمويل غير التقليدي وأسلوب التمويل التقليدي في

الجزائر حسب ما جاءت به النصوص القانونية سنة 2003 والمعدلة سنة 2017:

¹ المرجع نفسه، ص 91

الجدول رقم (02): أوجه الاختلاف بين الأسلوب التقليدي والأسلوب غير التقليدي للتمويل في الجزائر

الأسلوب التقليدي	الأسلوب غير التقليدي
وفقا للمادة 46 من قانون "النقد والقرض"، "بنك الجزائر" يمكنه أن يقرض الخزينة العمومية بأن يفتح لها حساباً جارياً على المكشوف، ولكن لا يتجاوز رصيدها فيه 10% من إجمالي الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية. فمثلاً، لم يكن باستطاعة الخزينة العمومية اقتراض سوى ما لا يتجاوز 343.5 مليون دينار العام 2017 بناءً على حجم إجمالي الإيرادات للعام 2016، والتي تم رصدها في الميزانية بمبلغ 3435 مليار دينار دون احتساب إيرادات الضرائب النفطية	عفيت الخزينة من هذا الشرط، وبات من استطاعتها فتح حساب جاري على المكشوف دون سقف للائتمان وبشروط أكثر يسراً، وبهذا الإعفاء من التسقيف تكون الخزينة العمومية قد استفادت من مورد مالي جديد وغير تقليدي.
لا يسمح للبنك المركزي بشراء "سندات الخزينة العمومية" إلا في السوق الثانوية (سوق التداول) ومن البنوك التجارية والمؤسسات المالية	يسمح لبنك الجزائر بشراء "سندات الخزينة العمومية" في السوق الأولية،
البنك المركزي لا يكتسب فقط إلا الأوراق المالية عالية الجودة، فهو ووفق لقوانين استقلالية البنك المركزي يعتبر متعاملاً اقتصادياً مستقلاً يتعامل في السوق النقدي وفق الأساليب الاستثمارية المعمول بها، مما جعله يعزف عن اقتناء "سندات الخزينة" نظراً لحالتها غير الجيدة، فهي في غالبها "أصول ذات جودة أقل"	"بنك الجزائر" سوف يقوم بشراء الأصول المالية للخزينة العمومية الجزائرية بغض النظر عن معدل المخاطر المرتبط بها، ودون اعتبار لجودتها المالية، كما وسوف يمدد مدة قروضها. ما سوف يوفر سيولة هائلة للخزينة تمكنها في دفع ما عليه، وتغطية العجز ودعم موارد صندوق الاستثمار الوطني
لا يمكن للبنك المركزي طباعة عملة إضافية إلا وفق حسابات اقتصادية دقيقة حول وضعية الاقتصاد	بات بإمكانه طباعة المزيد من الدينار لتلبية حاجيات الخزينة العمومية

المصدر: غنام نعيمة، تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في تمويل عجز الميزانية (حالة الجزائر)، يوم دراسي حول السياسة النقدية كآلية لمواجهة الازمات

المالية والاقتصادية يوم 13 ديسمبر 2018، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، ص 07

حيث حررت هذه المادة عملية إصدار النقود من القيود القانونية الصارمة التي كانت تفرضها الدولة سابقاً، فسمحت للبنك المركزي أن يقوم بطبع النقود لتمويل الاقتصاد بدون شروط ودون مقابل، "ويهدف هذا التمويل إلى تغطية حاجيات الخزينة العمومية وتمويل تسديد الدين العمومي الداخلي، وعلى وجه الخصوص سندات القرض الوطني من اجل النمو التي صدرت عام، 2016 وسندات الخزينة الصادرة مقابل شراء الدين

البنكي "لسونلغاز" وسندات الخزينة الصادرة لفائدة "سوناتراك" كتعويض عن الفارق بين سعر الوقود المستورد وسعر مياه البحر المحلاة " وكذلك تمويل الصندوق الوطني للاستثمار¹.

سيتمولى مراقبة ومتابعة هذا التمويل لجنة متكونة من ممثلي وزارة المالية وممثلي البنك المركزي، أسندت لها مهام تطبيق هذه الآلية في الميدان ورصد آثار تطبيقها على خزينة الدولة ومراقبة أداء هذه الوسيلة على الكتلة النقدية وعلى التضخم وسيولة البنوك وكذا سعر الصرف من أجل استعمال أحسن لهذه الآلية الحديثة.

بعد أن يتم إبرام الاتفاقية بين الخزينة العمومية الممثلة في المدير العام للخزينة العمومية ولفائدة البنك المركزي ممثلا في المدير العام للقرض والتنظيم البنكي، يطلب المدير العام للخزينة العمومية من المدير العام للمحاسبة فتح الحسابات الخاصة بالتمويل غير التقليدي وذلك بإنشاء حساب خاص بهذا الاكتتاب يبين فيه كيفية القيد المحاسبي في التسجيل ثم في التسديد بتاريخ استحقاقه.

وعلى أساس هذا الطلب يصدر المدير العام للمحاسبة عن طريق مديرية التنظيم والتنفيذ المحاسبي تعليمة من أجل إنشاء أحكام عامة وأحكام محاسبية تهدف لإتمام العملية من الجانب التقني " الفني". وبمجرد إعلام العون المحاسبي المركزي بالاتفاقية يرسل هذا الأخير بنك الجزائر لكي يوضح مبلغ الاكتتاب المذكور في الاتفاقية، يتم التأكد من دخول المبلغ عن طريق الشبكة الإعلامية الرابطة بينهما، وعليه يتم تسجيل القرض من تاريخ دفع المبلغ في الحساب تحت عنوان شراء سندات الخزينة.

حسب البنك المركزي الجزائري، منذ منتصف نوفمبر 2017 وإلى نهاية جانفي 2019 تم تعبئة مبلغ 6556.2 مليار دينار من قبل الخزينة لدى بنك الجزائر، في إطار تنفيذ تمويل غير تقليدي، قسم هذا المبلغ المستحق على²:

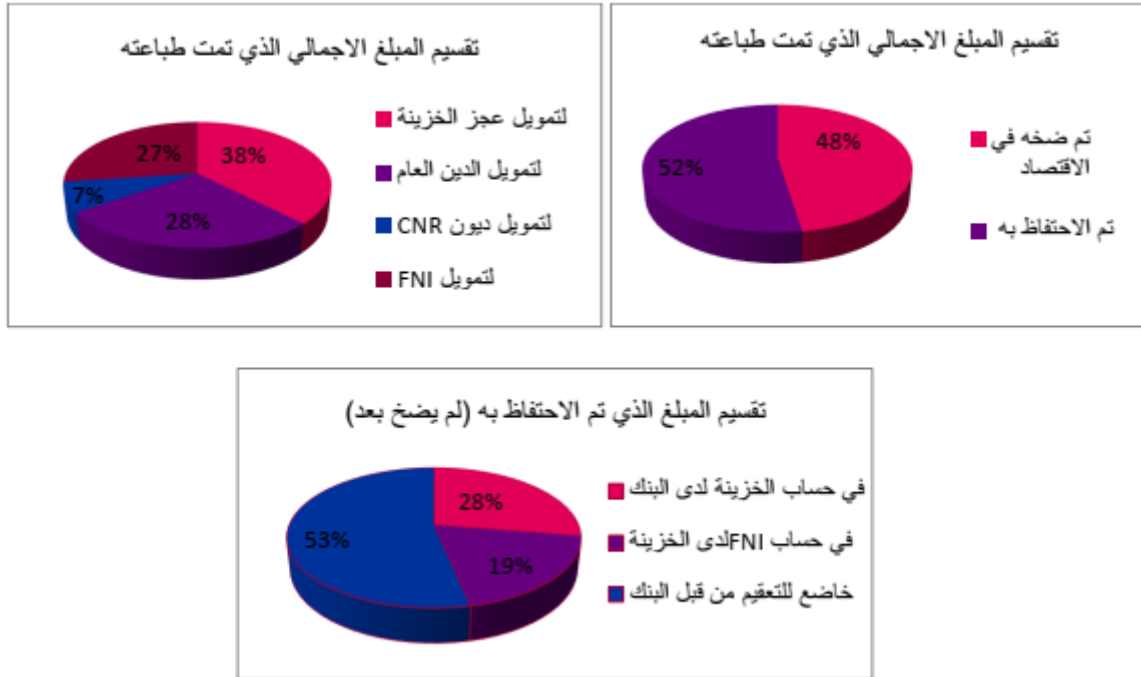
- تم استخدام مبلغ 2.470 مليار دينار لتمويل عجز الخزينة في عامي 2017 و2018 وجزئياً لعام 2019؛
- تمت المساهمة بمبلغ 1.813 مليار دينار في سداد الدين العام فيما يتعلق بالشركات الوطنية Sonatrach و Sonelgaz وكذلك تمويل سداد القرض السندي لدعم النمو؛
- مبلغ 500 مليار دينار، خصص للصندوق الوطني للتقاعد (CNR) لإعادة تمويل ديونه فيما يتعلق بالصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية CNAS؛

¹ المرجع نفسه، ص 92.

² المرجع نفسه، ص ص 93-94.

- مبلغ 1773,2 مليار دينار، خصص للصندوق الوطني للاستثمار من أجل عمليات تمويل برامج AADL، عجز CNR وهيكله المشاريع؛
- من حيث الاستخدام، من إجمالي مبلغ 6.556.2 مليار دينار:
- يوجد رصيد بقيمة 945.1 مليار دينار في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر، وبالتالي لم يتم ضخه في الاقتصاد؛
- تم إيداع مبلغ 656.7 مليار دينار في حساب FNI لدى الخزينة تحسبا لاستخدامها، وفقاً للاحتياجات المؤكدة؛
- إضافة إلى مبلغ 1.830 مليار دينار يخضع للتقييم من قبل بنك الجزائر، من خلال أدواته المختلفة. في المجموع، من إجمالي المبلغ المعبأ حتى الآن (6556.2 مليار دينار)، تم ضخ فقط مبلغ 3114.4 مليار دينار في الاقتصاد.

الشكل رقم (03): توزيع المبالغ التي قام بإصدارها بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي للفترة (نوفمبر 2017-جانفي 2019)



المصدر: زيوان سامية، المرجع السابق، ص 92.

وفي 8 جانفي 2018 بدأت عمليات استرداد السيولة، وقد تمثلت هذه العمليات في شكل ودائع لأجل 7 أيام، حيث يقرر بنك الجزائر المبالغ التي يتم امتصاصها ويتم بيعها بالمزاد العلني من خلال مزادات بأسعار متغيرة بحد أقصى للسعر قريب من السعر الرئيسي. بالإضافة إلى ذلك وفي بداية أول فترة صيانة للاحتياطي

الإلزامي، قام بنك الجزائر بزيادة سعره من 4% إلى 8% في 15 جانفي 2018، ومن ثم إلى 10% في ماي 2018 ليستقر عند 12% في فيفري 2019 ويهدف بذلك إلى تعقيم النمو القوي للسيولة الفائضة، حيث بلغ إجمالي السيولة لدى البنوك 1895.6 مليار دينار نهاية فيفري 2019¹.

المطلب الثالث: تداعيات استخدام التيسير الكمي بالجزائر

إن تقييم تطبيق إجراءات التيسير الكمي الذي انتهجته الدول المتقدمة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، قد تباينت الآراء حولها من طرف المختصين والباحثين والمفكرين لعدة أسباب وبناء على العديد من المعطيات، أما بالنسبة لحالة الجزائر فقد يكون الأمر مختلفا تماما لعدة عوامل لعل من أهمها اعتمادها على اقتصاد ريعي، تمثل فيه المحروقات المصدر الوحيد لإنتاج الثروة، وبالتالي اختلاف الأهداف المرجو تحقيقها من جراء تطبيق هذه الأداة والمتمثلة أساسا في تنشيط الاقتصاد فلا يمكن أن يظهر أثرها متشابها في كلا الحالتين، هذا من جهة، ومن جهة أخرى قصر مدة تطبيق التيسير بالجزائر يجعل من الصعوبة بمكان تقييم أثرها، إلا أن هذا لا يمنع أن يكون تقييما استشرافيا للنتائج، لذلك سوف نقتصر في هذا التقييم على المتغيرات التالية²:

أولاً: آثار التيسير الكمي على التضخم

إن صعوبة التنبؤ بنتائج وآثار التيسير الكمي من خلال توقعات التضخم يعود إلى أن التضخم في الجزائر تآثر عليه في العديد من المحددات على غرار المحددات الكلاسيكية المعروفة منها نقائص في ضبط الأسواق، تسجيل وضعيات مهيمنة في معظم أسواق السلع الاستهلاكية، بالإضافة إلى سلوك الأعوان الاقتصاديين اتجاه التداول النقدي، حيث حسب تقديرات بنك الجزائر يقدر حجم الاكتناز النقدي حوالي 2000 مليار دج، و4780 مليار دج يتم تداولها في السوق الموازية في سنة 2017، هذه القيم تعتبر موارد خارج القنوات المصرفية ولها دلالات عديدة من الناحية الاقتصادية، وبالرغم من أن الترخيص القانوني لتطبيق التيسير الكمي كان في شهر أكتوبر 2017، فإن أرقام بنك الجزائر قد أسفرت عن طبع كمية كبيرة من النقود تقدر بـ 2185 مليار دج وذلك في خلال فترة تقل عن شهرين، مما قد يعجل بظهور تضخم حاد وسريع، ومما يزيد من مخاوف تزايد معدلات التضخم أن هذه الإجراءات سوف تستمر لمدة خمس سنوات وفق الإطار القانوني المرخص بذلك، كما أن معظم هذا التمويل سيتوجه إلى تغطية العجز في الخزينة بالإضافة إلى سداد ديون المؤسسات العمومية الكبرى والتي تقارب 2000 مليار دج.

¹ المرجع نفسه، ص ص 94-95.

² ناصر بوجلال، كمال ديب، المرجع السابق، ص ص 254-255.

ثانيا: آثار التيسير الكمي على النمو الاقتصادي

بالنظر إلى كل هذه الظروف، لن يستخدم التيسير الكمي لتنشيط الاقتصاد مثلما ما هو معمول به في الدول المتقدمة التي تبنت هذا الإجراء لتحفيز النشاط الاقتصادي لأن الأسواق المالية كانت في مصيدة السيولة، وبالتالي كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة، بينما الآلية تختلف في الجزائر حيث تم اللجوء إلى التيسير الكمي لضمان تمويل غير تقليدي لتغطية عجز الخزينة العمومية، حيث جاء لمواجهة تداعيات الصدمة البترولية وتهاوي أسعار النفط التي استنزفت الموارد المالية للدولة، وليس لعدم فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في الجزائر، وهو ما سيضعف من معدلات النمو التي لن تزيد عن 2% في أحسن الأحوال، في حين يبقى الدين يتزايد بنسبة أكبر من معدل النمو الاقتصادي.

ثالثا: آثار التيسير الكمي على سعر الصرف

شهد الدينار الجزائري انخيارا كبيرا في قيمته خلال السنوات الأخيرة، فقد يكون ذلك بسبب التغيرات في سعر صرف الدولار أو اليورو، وقد يكون بسبب التخفيض متعمدا أحيانا من طرف السلطة النقدية وذلك لريح فارق السعر، وأيضا كان السبب فالنتيجة كانت واحدة وهي أن الدينار الجزائري فقد 20% من قيمته أمام الدولار الأمريكي خلال السنتين الأخيرتين، وأكثر من 33% بين سنتي 2016 و2017 وحوالي 40% بين سنتين 2010 و2018، ويكفي أن نعرف أن الدولار الأمريكي وفي سعره الرسمي كان يقدر بحوالي 74 دينار سنة 2010 ليصبح حاليا 115.49 دينار.

ويبدو أن اللجوء إلى التيسير الكمي كان له الأثر الواضح على سعر صرف الدينار الجزائري، بحيث انتقل سعر صرف الدولار الأمريكي من 111.56 دج نهاية سنة 2017 إلى 115.49 دج بعد أشهر قليلة، وذلك بسبب إتباع بنك الجزائر لهذه السياسة النقدية غير التقليدية، ويتوقع أن يكون هناك مزيدا من الانخيار في سعر صرف الدينار الجزائري مستقبلا، وبالتالي المزيد من الانخيار في قدرته الشرائية، مادام الترخيص القانوني لهذه السياسة يمتد لخمس سنوات مقبلة.

خلاصة الفصل

بعد ما تم التطرق في هذا الفصل الى تقييم واثار سياسة التيسير الكمي وحاولنا تحليل واقع تجربة التيسير الكمي في الجزائر كحل استثنائي لضمان استمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر في ظل تآكل القدرات المالية النفطية ومن فإن مستقبل برامج التيسير الكمي في الجزائر تحدده التطورات المستقبلية لأسعار المحروقات، وهذا ما دفعنا للقول أن أسعار البترول يمكن ان تكون من محددات برامج التيسير الكمي في العالم.



الخاتمة عامة

بناء على ما تم التطرق إليه في هاته الدراسة من خلال الفصلين، حيث أن الفصل الأول تم فيه طرح الاطار النظري لسياسة التيسير الكمي مع تجربة بعض البلدان لهذه السياسة، ثم في الفصل الثاني حاولنا تقييم سياسة التيسير الكمي وتحليل واقع تجربة التيسير الكمي في الجزائر كحل استثنائي لضمان استمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر في ظل تآكل القدرات المالية النفطية.

1- نتائج اختبار الفرضيات

ومن خلال ما تم التعرض اليه في سياق البحث وقصد الاجابة على الاشكالية الرئيسية والاسئلة الفرعية المطروحة في المقدمة إختبرنا صحة الفرضيات من عدمها، وهي كالتالي:

❖ **الفرضية الأولى:** " أدوات السياسة النقدية التقليدية نوعان وهما: عمليات السوق المفتوحة والتسهيلات الدائمان " ثبت صحة هذه الفرضية، حيث توصلنا لصحة هذه الفرضية من خلا دراستنا للفصل الأول والتفصيل في السياسة النقدية التقليدية؛

❖ **الفرضية الثانية:** " تعتبر آلية التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية الموضوعة لمواجهة الأزمات المالية تختلف أسبابها وإجراءات تطبيقها حسب كل بلد " سمحت لنا دراستنا بتأكيد صحتها، فسياسة التيسير الكمي طبقت بصفحة إستثنائية واستعجالية لمواجهة الازمات المالية والازمة النفطية، وقد بينت الدراسة بأنه لكل بلد أسبابه وإجراءاته الخاصة في تطبيقها؛

❖ **الفرضية الثالثة:** " الجزائر واجهت صعوبات كبيرة في ايجاد الاليات المناسبة حتى تتمكن من تطبيق سياسة التيسير الكمي " بالنسبة للفصل الثاني ومن خلال المبحث الذي تطرق الى التيسير الكمي في الجزائر نستطيع ان نقول ان هذه الفرضية صحيحة.

2- النتائج

من خلال ما تم التعرض له في هذه الدراسة تم التوصل الى مجموعة من النتائج تلخصت فيما يلي:

- تعتبر سياسة التيسير الكمي أداة حديثة من أدوات السياسة النقدية ظهرت لحل المشاكل الناتجة عن الأزمة المالية 2008، وقد تلجأ إليها الدول كلما تجددت الأزمات؛
- نجاح سياسة التيسير الكمي يعتمد على تحسين السوق المحلية بجانب رفع الصادرات، إضافة لخفض نسبة البطالة وتوفير فرص العمل؛
- تحتاج سياسة التيسير الكمي وجود سوق مالي نشط في الدول التي تطبقه لضمان نجاحها؛

➤ ينتقل أثر السياسة النقدية عبر أربع قنوات تتمثل في قناة سعر الفائدة، قناة سعر الصرف، قناة أسعار الأصول وقناة التسهيل الكمي والائتمان؛

➤ تستعمل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وقت الأزمات عند عجز أدوات السياسة النقدية التقليدية عن العمل، وتعتبر أداة التيسير الكمي آخر الحلول التي يمكن أن تلجأ إليها السلطات النقدية لتجاوز الأزمة؛

➤ تعتبر الولايات المتحدة وإنجلترا نموذجا لنجاح آلية التيسير الكمي نتيجة السرعة والفعالية في إقرار وتطبيق هذه الآلية إضافة إلى التركيز على زيادة الإنفاق الاستهلاكي من خلال دعم القدرة الشرائية للأفراد والأسر؛

➤ يعتبر اليابان والاتحاد الأوروبي نموذجا لفشل آلية التيسير الكمي والسبب الأساسي وراء ذلك هو التأخر في تطبيقها وتوجيهها للقطاع البنكي وبالتالي لم يزد عرض النقد في قوة الاقتصاد أو القوة الشرائية لدى الشركات أو الأسر؛

➤ أهم آثار سياسة التيسير الكمي الإيجابية هي إنقاذ النظام المالي العالمي من الانهيار وتدنية مستوى الركود الاقتصادي، إنقاذ الدول النامية من الإفلاس وتجنّبها اللجوء إلى الاقتراض الخارجي وتبعاته؛

➤ لجأت الجزائر إلى التيسير الكمي نتيجة لانخفاض الاحتياطات وقرب انقطاع السيولة واقترب الإفلاس، فكان الحل الأنسب لعدم الوقوع في فخ المديونية من جديد؛

➤ يعتبر اللجوء إلى التمويل غير التقليدي في الجزائر قرار سياسي محض في ظل استبعاد اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، وهذا ما يطرح مشكلة عدم استقلالية البنك المركزي وخضوعه للسلطة السياسية للبلاد؛

➤ التيسير الكمي الذي اعتمده الحكومة الجزائرية يتمثل في طباعة الأوراق النقدية دون تغطية.

3- التوصيات المقترحة

بعد دراستنا لموضوع بحثنا، وعرضنا إلى النتائج المتوصل إليها، سنحاول تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات كالاتي:

- ✓ ضرورة البحث عن أساليب خلق الثروة بدلا عن استحداث طرق غير تقليدية لتمويل ميزانيات الدول؛
- ✓ ضرورة الاستفادة من تجارب الدول التي نجحت في تطبيق هذه الآلية والأخذ بأسباب وعوامل نجاحها بدل نقل الآلية واستعمالها بطرق مغايرة دون دراسة أثارها التي قد تكون أحيانا وخيمة؛
- ✓ مراعاة خصائص ومميزات اقتصاد كل دولة والذي يختلف عن الدول الأخرى؛
- ✓ التحكم في الإصدار النقدي الجديد وتوجيهه الى القطاعات المنتجة؛

✓ ضرورة استقلالية البنك المركزي الجزائري استقلالية تامة تجنّبه القيام بأي تمويل مباشر للحكومة لما يترتب على هذا التمويل من تقلبات اقتصادية، بالإضافة الى تعزيز مصداقيته بالكشف عن حجم برامج التيسير الكمي حتى يسهل تحليلها؛

✓ فتح المجال امام اصحاب رؤوس الاموال المحلية والاجنبية للمساهمة في النشاط الانتاجي في الجزائر؛
✓ تحقيق الانتعاش الاقتصادي من خلال العمل على اصلاح البنيات الاساسية اللازمة لنمو القطاعات الاقتصادية المختلفة، وكذا دعم وتشجيع الاسر المنتجة للتأكد من مساهمة كل شرائح المجتمع في عملية التنمية والانتعاش الاقتصادي.

4-آفاق الدراسة

بما ان هذا الموضوع يعتبر حديثا، فهو يشير عدة تساؤلات، لذا نقتراح الاشكاليات التالية في البحوث

المقبلة:

- ما مدى فعالية السياسة المالية والاقتصادية في تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر.
- نتائج وآثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في ظل المشاكل التي تواجهها الجزائر والحلول المقترحة.



المراجع والمصادر

I-المراجع باللغة العربية

1-الكتب:

- ❖ احمد محمد صالح الجلال، دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، جامعة الجزائر 2006.
- ❖ اشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، الطبعة الثانية، دار النشر والتوزيع، عمان الاردن، سنة 2013.
- ❖ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- ❖ خليل عبد القادر، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012.
- ❖ رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، دطن دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن، 2002.
- ❖ سامي الخليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط2، دار الكتب، الكويت، 1994.
- ❖ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
- ❖ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2012.
- ❖ عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر الطبعة الثانية، 2005.
- ❖ عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية - بن عكنون الجزائر الطبعة الثالثة، 2006.
- ❖ عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي)، مجموعة النيل العربية للنشر، القاهرة، 2003.
- ❖ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والاسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الاردن.
- ❖ عوض اسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر، الموصل العراق، 1990.

- ❖ عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الثانية، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006.
- ❖ غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر، الاردن، 2002.
- ❖ جلولو موسى بوخاري، سياسة الصرف الاجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الاولى، مكتبة حسين العصرية، للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 2001.
- ❖ مجيد ضياء موسوي، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2001.
- ❖ محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية، ط1، دار غيداء، عمان، 2009.
- ❖ محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الاولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- ❖ مصطفى احمد حامد رضوان، التنافسية كالية من اليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم النمو والتنمية في العالم، د ط، الدار الجامعية للنشر، مصر، القاهرة، سنة 2011.
- ❖ ميغاد غدير غدير، السياسة المالية والنقدية، منشورات الهيئة العامة السورية، 2010.

2-المذكرات والرسائل

- زيوان سامية، تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالاشارة الى حالة الجزائر في فترة 2001-2018، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2018/2019.
- سميت فخري نعمة، اهمية اسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الازمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بغداد، 2002.
- الشيخ احمد ولد الشباني، فعالية السياسة المالية والنقدية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات الاعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف 2000.
- عائشة مسلم، اتجاهات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2006/2007.

- عباس كاظم حاسم الدعيمي، اثر السياسة النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراء في الاقتصاد، جامعة الكوفة، 2008.
- محمد العيد شوشاني واخرون، الابعاد والانعكاسات الاقتصادية لتطبيق سياسة التيسير الكمي، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة حمة لخضر، الوادي، 2019/2018.

3-المجلات:

- بشرى عبد البارئ احمد، تقدير أثر السياستين النقدية والمالية في أداء المصارف التجارية باستخدام طريقة الانحدار المتعدد المراحل، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 2، العدد 4، 2014.
- بودري شريف، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 16، جامعة الشلف، الجزائر، 2017.
- صاري علي، السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 4، جامعة الجزائر 3، 2013.
- العشي وليد، صديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والاعمال، العدد السادس، المركز الجامعي لميلة، جوان 2018.
- محمد هاني، ميلود وعيل، سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية -دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، جامعة بويرة، جوان 2018.
- مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كاسلوب حديث لادارة السياسة النقدية في ظل الازمات، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، الوادي، 2000.
- ناصر بوجلال، كمال ديب، التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الميزانة العامة للدولة - حالة الجزائر-، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 01، جامعة مسيلة، 2019.

4-الموقع الإلكتروني

- محمد إبراهيم السقا، بريطانيا تدخل على خط التيسير الكمي، 18/07/2020

<https://alphabet.argaam.com/article/detail/22001-خط-على-خط-بريطانيا-تدخل-على-خط-التيسير-الكمي>

[التيسير-الكمي](#)

II- المراجع الأجنبية

- ANUCHA Magavi, **Quantitative Easing-A Blessing or a Curse**, CRISIL Young Thought Leader 2012.
- Changes in Global Esteban Pérez Caldentey, **Quantitative Easing (QE)1Liquidity and Financial Instability** International Journal of Political Economy, N: 46, 2017.
- Dimitri O Lenderyov and Victor O Lenderyov, **To the problem turbulence in quantitative easing transmission channel and transactions net work channels at quantitative easing policy implementation by central banc**, www.arxiv.org, 2013.
- Jan Willem van den End, **Quantitative easing tilts the balance between monetary and macroprudential policy**, Applied Economics Letters, VOL 23, N 10, 2016.
- Katla àsgeirsdottir, **Quantitative easing –economic and financial effects and unconventional monetary policy-**, masters thesis, M. sc economics and business administration, Copenhagen business school, 2014
- Mark Gertler and Peter Karadi, **Model of Unconventional Monetary Policy**, NY University, April 2010.
- Roberto Moro Visconti, **The impact of quantitative easing (QE) on the cost of debt in project finance investments**, Public Money & Management, N: 36.
- Stephen D. Williamson and Scace Collateral, **the term premium and quantitative easing**, Federal Reserve Banc of ST.Louis, 2014.