



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



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم الاقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي.

الأبعاد والانعكاسات الاقتصادية لتطبيق
سياسة التسيير الكمي
- بالإشارة الى حالة الجزائر-

إشراف الدكتور:

- هشام غربي

إعداد الطلبة:

- محمد العيد شوشاني

- العربي خضير

- سميرة رزوق

لجنة المناقشة :

الاسم و اللقب	الجامعة الأصلية	الصفة
د/أمال بوسواك	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	رئيسا
د/ هشام غربي	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	مشرفا و مقرا
أ/نسيمة تواتي طليبة	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الذكر

بسم الله الرحمن الرحيم

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلى بطاعتك ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك... ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك... ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك "الله جل جلاله".
إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة... ونصح الأمة... إلى نبي الرحمة ونور العالمين "سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم".

إلى من كلله الله بالهبة والوقار... إلى من علمني العطاء بدون انتظار... إلى من أحمل اسمه بكل افتخار... أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد "أبي العزيز" أطال الله في عمره.

إلى ملاكي في الحياة... إلى معنى الحب والحنان والتفاني... إلى بسمة الحياة وسر الوجود... إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب "أمي الحبيبة" حفظها الله ورعاها.
إلى زوجتي الغالية عيني قلبي روحي أملي وجداني كم تمنيت أن أكون كاتباً ليس لشئ وإنما لكي أعبر عن شكري لك بطريقتي كي أخرج لكي كلمات تليق بك يا زوجتي الغالية .
إلى من لم تلدهم أمي أبنائي " سبيل ، بيان ، سعيدة ، فيراس " أهدي ثمرة نجاحي لهم ليسيروا على الدرب إن شاء الله .

" العربي "

البركة

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه والصلاة والسلام على أشرف المرسلين .

بعد توفيق من الله عز وجل.

أهدي ثمرة جهد السنوات الماضية إلى اللذان قال فيهما الله عز وجل "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وارضهما كما ربياني صغيرا".

❖ إلى بلسم الجروح، إلى العطر الذي يفوح، إلى الأعلى من الروح، إلى الذي أتشرف بحمل اسمه، الذي رباني فأحسن تربيته "أبي الغالي" رعاه الله وحفظه وأطال في عمره.

❖ إلى نبع الحنان، إلى رمز العطاء والأمان، إلى الموجودة في قلبي في كل مكان وزمان، إلى سر نجاحي و سند حياتي "أمي الحنون" أدام الله عليها صحتها ورعاها.

❖ إلى من شاركوني أفراحي و أحزاني، إخوتي وأخواتي.

❖ إلى كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية و التجارية علوم التسيير.

❖ إلى كل الأهل و الأقارب و الأصدقاء، و إلى كل من يعرفني من قريب أو بعيد.

" العيد "

الافتتاح

إنا الحمد لله نحمده على نعمه التي لا تعد ولا تحصى.

- ❖ أهدي هذا البحث إلى خاتم الأنبياء والمرسلين عليه أفضل الصلاة والسلام.
- ❖ إلى أول حب في حياتي "أمي وأبي" اللذان لهما الفضل في تربيتي ورعايتي جعلهما الله تاجا فوق رأسي.
- ❖ إلى ابنتي الغالية "صبرين".
- ❖ إلى اخوتي واخواتي .
- ❖ إلى كل من ساهم في إعداد هذا البحث من قريب أو بعيد.
- ❖ إلى كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

"سميرة"

الشكر والتقدير

نحمد الله تعالى حمدا كثيرا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه على أن وفقنا وأعاننا على إتمام هذه الدراسة فلك الحمد حتى ترضى و لك الحمد بعد الرضا.

وبهذا فإننا نتقدم بالشكر الجزيل وفائق الامتنان والاحترام للأستاذ الدكتور " هشام غربي " الذي تكرم بالإشراف على هذه الدراسة وعلى كل ما قدمه لنا من توصيات قيمة وتوجيهات سديدة, كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى السادة أعضاء اللجنة المناقشة على تشريفهم لنا بتقييم ومناقشة ولإثراء دراستنا بالنصح والإرشاد.

ونتقدم بالشكر والعرفان إلى جميع الهيئة التدريسية بكلية العلوم الاقتصادية الذين مدوا لنا يد العون.

ونشكر كل من ساعدنا بشكل مباشر أو غير مباشر لإنهاء هذا البحث.

الملخص:

هدف هذه الدراسة ابراز التيسير الكمي كأحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم لحل الأزمات المالية ، في إطار تفعيل دور السياسة النقدية إما أن تستهدف سعر النقود بمعدل الفائدة، من خلال رفع أو تخفيض معدلات الفائدة حسب مقتضيات النشاط الاقتصادي، أو تستهدف كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، ويعتبر التيسير الكمي هو الأداة المناسبة لتحقيق ذلك للدول ذات العملات الصعبة أو التي تتميز بقوة الصادرات ،وقد تواجه صعوبات كبيرة إذا كانت الدولة ضعيفة الصادرات أو لا تتميز بأسواق مالية فاعلة في اقتصادها الوطني.

سنحاول من خلال هذه الورقة معرفة أهم المفاهيم النظرية لسياسة التيسير الكمي والسياسة النقدية غير التقليدية، وسنتطرق إلى أهم الدول التي تبنت هذه السياسة مع الإشارة لحالة الجزائر، وأهم الانعكاسات والآثار الناتجة عن تطبيقه.

الكلمات المفتاحية: سياسة التيسير الكمي، سياسة نقدية غير تقليدية ، تمويل غير تقليدي ، تخفيض أسعار الفائدة ، أزمات مالية دولية.

Summary:

Quantitative easing is one of monetary policy tools , which is used to solve financial crises, In the framework of activating the role of monetary policy , either to target the price of money at the rate of interest , by raising or reducing rates according to the requirements of economic activity, or targeted the amount of money that is circulating in the economy. Quantitative easing is the appropriate tool to achieve this for countries with hard currencies or characterized by the strength of exports , when other instruments are unable to resolve these crises .In addition , may have a great difficulties if the state is weak exports or not characterized by effective financial markets in the national economy.

In this study, we will try to understand the most important theoretical concepts of quantitative easing policy and unconventional monetary policy. Also , We will discuss the most important countries that adopted this policy, with reference to the situation of Algeria and the most important reflections and implications of its application.

Keywords : quantitative easing policy, unconventional monetary policy, unconventional financing , interest rate reducing, international financial crises.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	الإهداء
II	الشكر و التقدير
III	الملخص
IV	فهرس المحتويات
V	فهرس الجداول
VI	فهرس الأشكال البيانية
أ-ح	مقدمة
	الفصل الأول: الاطار المفاهيمي للسياسة التسيير الكمي
6	تمهيد
7	المبحث الأول: ماهية سياسة التسيير الكمي
7	المطلب الأول: مفهوم سياسة التسيير الكمي
7	1 تعاريف سياسة التسيير الكمي
9	2 كيفية تطبيق عملية سياسة التسيير الكمي
10	المطلب الثاني: أسباب اللجوء الى سياسة التسيير الكمي
10	1 التطورات التي أدت لسياسة التسيير الكمي
11	2 بداية فكرة تطبيق سياسة التسيير الكمي
12	المطلب الثالث: آليات و أدوات سياسة التسيير الكمي
16	المبحث الثاني: ماهية السياسة النقدية
16	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية
16	1 تعاريف السياسة النقدية
19	2 تعاريف السياسة النقدية التقليدية
20	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية
20	1 عملية السوق المفتوحة
21	2 التسهيلان الدائمان
22	3 الاحتياطي الاجباري
22	المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية التقليدية

23	المبحث الثالث: التجارب الدولية السابقة و مخاطر تطبيقها على السياسة الاقتصادية
24	المطلب الأول: تجربة اليابان
27	المطلب الثاني: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية
29	المطلب الثالث: مخاطر تطبيق سياسة التيسير الكمي
32	خاتمة الفصل
	الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية
34	تمهيد
35	المبحث الأول: الآثار الاقتصادية الناجمة عن سياسة التيسير الكمي
35	المطلب الأول: أثر سياسة التيسير الكمي على الاستثمارات المالية في الأسواق المالية
37	المطلب الثاني: أثر سياسة التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي.
37	1 أثره على الاستقرار المالي
39	2 أثره على الاستقرار الاقتصادي
40	المطلب الثالث: أثر سياسة التيسير الكمي على الجانب الاجتماعي
42	المبحث الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي بالنظر إلى اختلاف طبيعة الدول
42	المطلب الأول: تقييم سياسة التيسير الكمي بالنسبة للدول ذات العملات الصعبة
47	المطلب الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي بالنسبة للدول النامية
49	المبحث الثالث: التيسير الكمي في الجزائر
50	المطلب الأول: الظروف الاقتصادية لتطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر وموقف صندوق النقد الدولي منه.
50	1 الظروف الاقتصادية لتطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر
55	2 موقف صندوق النقد الدولي من تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر
56	المطلب الثاني: عملية طبع النقود في الجزائر وأثره على الإقتصاد الجزائري والإصلاحات المصاحبة لها
56	1 عملية طبع النقود في الجزائر
58	2 أثر عملية طبع النقود على الإقتصاد الجزائري
61	3 الإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر
63	خاتمة الفصل
64	الخاتمة العامة
69	قائمة المصادر و المراجع

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
02-01	معدلات النمو في الإقتصاد الأمريكي خلال مراحل التسيير الكمي	44

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
38	مخزون قضايا الديون الدولية في آسيا والمحيط الهادئ وأمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي (ديسمبر 2000 – يونيو 2015).	01-02
43	تأثير سياسة التيسير الكمي على مؤشر Jones Dow الصناعي	02-02
55	الأوضاع الاقتصادية في الجزائر	03-02
59	تطور معدلات التضخم في الجزائر	04-02
60	منحنى معدلات البطالة في الجزائر	05-02

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة التسيير الكمي.

تمهيد:

تعتبر سياسة التيسير الكمي QUANTITATIVE EASING أداة حديثة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وتقوم هذه السياسة على مبدأ أساسي مفاده: ضخ البنوك المركزية للأموال في الاقتصاد، وذلك عن طريق شراء السندات الحكومية طويلة الأجل والتي تكون درجة مخاطرها عالية، وزيادة القروض الصافية إما عن طريق قروض البنك المركزي، القروض العامة أو قروض البنوك التجارية. وأيضاً تحاول هذه البنوك جاهدة ليكون سعر الفائدة مساوياً للصفر، لتضاف في الأخير هذه الأموال لمحفظة الأصول للبنوك المركزية لتضمن ارتفاع أصولها (التزاماتها).

وتلجأ لها البنوك المركزية للدول خاصة في فترات الأزمات المالية، مثل أزمة الرهن العقاري 2008 أو الأزمات الاقتصادية مثل أزمة الكساد التي عانت منها اليابان، ويكون استخدام هذه السياسة في حالة عجز أدوات السياسة النقدية التقليدية عن تنشيط الاقتصاد، لذلك يمكننا القول ان سياسة التيسير الكمي مكمل لهذا النوع من الأدوات التي تركز على معدلات الفائدة.

وقسمنا هذا الفصل الى :ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول : المبحث الأول : ماهية سياسة التيسير الكمي.

المبحث الثاني : أهمية مواكبة السياسة النقدية للتطورات الاقتصادية.

المبحث الثالث : التجارب الدولية السابقة في تطبيق سياسة التيسير الكمي.

المبحث الأول: ماهية سياسة التيسير الكمي.

يعتبر مختصون في علم الاقتصاد أن سياسة التيسير الكمي من الظواهر الديناميكية الحركية غير الساكنة، لذا من الممكن أن تكون هنا كنظريات، نماذج وسياسات اقتصادية تنجح خلال حيز جغرافي وزمني معين دون نجاحها في فترات واقتصاديات أخرى، ولقد خصصنا هذا المبحث لدراسة هذه الآلية الجديدة من السياسة النقدية.

المطلب الأول: مفهوم سياسة التيسير الكمي.

في هذا المطلب سوف نوضح سياسة التيسير الكمي أو التيسير الكمي كما يطلق عليه باللغة الإنجليزية (Quantitative Easing) ويُدعى اختصاراً QE.

1. تعاريف سياسة التيسير الكمي.

أ- **التعريف الأول لسياسة التيسير الكمي:** سياسة نقدية غير تقليدية (طباعة النقود) تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة.¹ حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المحددة مقدماً في الاقتصاد.

وتتميز هذه عن السياسة المعتادة أكثر لشراء أو بيع الأصول المالية بالحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند قيمة الهدف المحدد.

ينفذ البنك المركزي التيسير الكمي من خلال شراء الأصول المالية من البنوك ومن شركات القطاع الخاص بالأموال الجديدة المنشأة إلكترونياً. ويزيد هذا الإجراء من الاحتياطيات الفائضة للبنوك وكذلك يرفع أسعار الأصول المالية التي تم شرائها مما يُخفض من عائداتها.

وعادة ما تنطوي السياسة النقدية التوسعية على شراء البنك المركزي للسندات الحكومية قصيرة الأجل من أجل خفض معدلات فائدة السوق قصيرة الأجل (باستخدام مزيج من تيسيرات الإقراض الثابتة وعمليات السوق المفتوحة).² ومع ذلك، فعندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل إما عند صفر أو قريبة منه، فإن السياسة النقدية العادية لا تكون قادرة على خفض معدلات الفائدة. ثم قد تستخدم السلطات النقدية التيسير الكمي لزيادة تنشيط الاقتصاد بشراء أصول ذات فترات استحقاق أطول فحسب من السندات الحكومية قصيرة الأجل، وبالتالي تخفيض معدلات الفائدة ذات الأجل الأطول بالإضافة على منحني العائد.³

¹ عبد المجيد قادي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 92.

² صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، ط2، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 41-43.

³ عبد المجيد قادي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط1، مرجع سابق، ص 95.

ويمكن استخدام التيسير الكمي للمساعدة على ضمان ألا يقل التضخم عن الهدف. وتشمل المخاطر أن السياسة أكثر فعالية من المراد في العمل مقابل الانكماش الاقتصادي أو عدم فعاليتها بما فيه الكفاية (إذا المقترض البنوك المالية)¹.

وفي الجزائر وبعد إيقاف نظام الذهب عام 1971 الذي كان يعيق قدرة البنوك المركزية على طبع النقود دون الاحتفاظ بمخزون يعادلها من الذهب، أصبحت البنوك المركزية تملك خيارا جوهريا بمنحها القدرة والحرية على طبع النقود (نقود قانونية) بكميات هائلة حسب احتياجات الاقتصاد.

ب- التعريف الثاني: لا يوجد تعريف موحد لسياسة التيسير الكمي، فالتعريف الأكثر شيوعا هو: "أنها عبارة عن أداة للسياسة 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 الأصول، من جهة أخرى فهي سياسة لا تساهم في تغيير نوعية أصول البنك المركزي مثلما هو الحال في سياسة التيسير الائتماني".

كما أنها يمكن أن تأخذ عدة أشكال كالزيادة في احتياطات البنك، وشراء سندات الدين العام والخاص مقابل النقود المركزية (شراء 58% من إجمالي الديون بالمملكة المتحدة و 21% بالولايات المتحدة الأمريكية، و 10% بمنطقة الأورو)، وكان الهدف منذ لك ضمان الثقة بين البنوك التجارية والمستثمرين بأنهم لن يكونوا تحت قيد السيولة مع انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل².

ومما تطرقنا إليه يمكن أن نعرف التيسير الكمي على أنها: عبارة عن أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تستخدمها البنوك المركزية بشكل استثنائي في فترات الأزمات المالية ذلك عندما يتعذر على أدوات السياسة النقدية التقليدية الكمية منها أو الكيفية تنشيط الاقتصاد الكلي، حيث يقوم بموجبها البنك المركزي بشراء الموجودات المالية لدى الخزينة العمومية أو البنوك التجارية والمؤسسات المالية، وتكون على العموم درجة المخاطر الائتمانية لهذه الموجودات المالية عالية جدا وطويلة الأجل.

2. كيفية تطبيق عملية سياسة التيسير الكمي: تتم هذه العملية بطبع نقود جديدة وبكميات هائلة تعتمد بالضرورة على الإصدار النقدي دون الالتزام بوجود مقابلات الكتلة النقدية، وهذا لزيادة المعروض النقدي خلال مدة زمنية مدروسة ومع وجود مصداقية للبنوك المركزية يكون الهدف منها هو الحفاظ على مستويات مستهدفة

¹ سامي الخليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط4، دار الكتب، الكويت، 1994، ص69-71.

² Mark Gertler and Peter Karadi, **Model of Unconventional Monetary Policy**, NY University, April 2010, p.114.

لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية أهمها استقرار معدلات التضخم، تحفيز النمو الاقتصادي، وتخفيض معدلات البطالة.¹

ويمكن اللجوء إلى هذا النوع من السياسات على أساس أنها مكملية لباقي الأدوات التقليدية التي تتركز بالضرورة على معدلات الفائدة، فبالرغم من وجودها مش للتغيير في معدلات الفائدة (مستويات قريبة من الصفر) إلا أن البنوك المركزية خاصة منها بنك الاتحاد الأوروبي لجأت إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي لضمان فعالية السياسة النقدية لتعزيز تأثيرها من خلال قناة سعر الفائدة بمعنى التأثير في معدلات الفائدة طويلة الأجل في اتجاهات مستهدفة.²

تستهدف عمليات التيسير الكمي شراء مجموعة من الموجودات المالية مختلفة المصادر تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جدا وعلى هذا فالغرض منها هو تنقية الأسواق المالية من الأصول المسمومة خاصة منها التي ظهرت بشكل كبير خلال الأزمة المالية العالمية 2008، كما أنه يمكن أن تكون هذه الموجودات عبارة عن أسهم لإحدى المؤسسات المالية التي تعاني من خطر الإفلاس وذات الوزن الاقتصادي الكبير، مثلما قام البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بشراء أسهم أكبر شركة للتأمينات في العالم تقدر قيمتها بـ 85 مليار دولار لانتشالها من إفلاس محقق، وهو ما يعادل 79.9% من حقوق ملكية الشركة. على العموم فالتيسير الكمي قد وضع حل جديد أمام صناع القرار الاقتصادي لضمان التحفيز اللازم للنشاط الاقتصادي بإصدار المزيد من النقود.³ وإن كان ذلك بصفة استثنائية ومؤقتة، ويظهر ذلك جليا في لجوء الدول إلى تعديلات تشريعية أهمها تعديل البنك المركزي الأوروبي للمادة 123 من معاهدة لشبونة التي تمنع تمويل دول الأعضاء عن طريق الإصدار النقدي، وقد تم ذلك خلال اجتماع رؤساء حكومات أعضاء منطقة اليورو في 28 و 29 أكتوبر 2010، هذا ما سبب تأخر في تطبيق سياسة التيسير الكمي في منطقة اليورو مقارنة بباقي الدول.

الطابع غير التقليدي في سياسة التيسير الكمي ظهر جليا في اعتماد البنوك المركزية عليها ليس فقط لتمويل القطاع البنكي الذي يمثل الشريك التقليدي، وإنما تم توسيع ذلك لتشمل القطاع المالي بأكمله بدليل تمويل مؤسسات مالية عملاقة كمؤسسات التأمينات... الخ بحيث يقتضي على البنوك المركزية من خلال اعتماد برامج

¹ المرجع السابق، ص 116.

² وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها" حالة الجزائر، مصر، السعودية "مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة 2014، ص 56.

³ عقيل جاسم عبد الله، مفاهيم ونظم اقتصادية، ط3، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص 102-103.

التيسير الكمي شراء الأصول المالية طويلة الأجل بكميات هائلة محددة ومعلن عنها سابقاً،¹ من أجل الرفع من أسعارها وبالتالي: التخفيض من العائد منها وفي نفس الوقت من المعدلات الفائدة طويلة الأجل وهذا لتشجيع الاستثمارات لدى المؤسسات، والاستهلاك لدى العائلات بتحفيزهم على شراء السلع المعمرة والعقارات... الخ، والمرتبطة بالأساس بتطور معدلات الفائدة طويلة الأجل.²

المطلب الثاني: أسباب اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي.

1. التطورات التي أدت إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي: الظروف التي تؤدي للجوء إلى تطبيق التيسير الكمي تتمثل في الخطوات المتخذة من قبل البنك المركزي لدولة معينة بهدف تحفيز الاقتصاد. فإن الدول التي عادةً تتبع التيسير الكمي هي الدول التي يعاني اقتصادها من ركود أو جمود اقتصادي. كما يعرف التيسير الكمي على أنه عملية ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية والهدف من ذلك هو إغراق السوق بالأموال وزيادة السيولة وذلك من خلال انخفاض البنوك المركزية لنسب الفائدة لتحفيز البنوك على الإقراض. إلا أن بعض البنوك التجارية في بعض الأحيان تفضل بعدم إقراض الشركات، الأفراد والمؤسسات الاقتصادية. أي بمعنى آخر تفضل عدم تحفيز الاقتصاد وذلك خوفاً من الأوضاع الاقتصادية المتزعزعة لدولة معينة وعدم قابليتها على تنبؤ المستقبل. لذلك تلجأ إلى وسائل أكثر أماناً منها وهي بيع الأصول المالية. تكون الأصول المالية عادةً على شكل إما سندات حكومية أو تجارية، لأن البنك المركزي عبر شراء الأصول المالية يشجع المصارف على الإقراض من خلال ضخ السيولة في السوق.³

ولقد نال استخدام التيسير الكمي رواجاً في 2008 عقب الأزمة المالية التي حصلت في الولايات المتحدة الأمريكية. فبعدما باءت محاولة البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي لخفض معدل الفائدة بالفشل لتصل إلى معدل صفر وربع نقطة مئوية. كان الحل الوحيد لهذه المشكلة هو التيسير الكمي. فقام البنك الإحتياطي الفدرالي بشراء الأصول وسندات الخزينة بقيمة 2.1 تريليون دولار أمريكي بمحاولة لتحفيز الشركات على الاستثمار وكانت الإستراتيجية ناجحة حيث تمكن الفدرالي لاحقاً من تحقيق أرباح ضخمة بعد بيعه للأصول التي اشتراها سابقاً من الشركات قبل حصول الأزمة المالية.

¹ بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 25.

² مايكل ايدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، ترجمة محمد ابراهيم، ط1، دار النشر، بيروت، لبنان، 1989، ص 115-117.

³ عباس كاظم حاسم الدعوي، أثر السياسة النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008، ص 36.

أما التطورات حول فعالية التيسير الكمي، فإن أغلب المراقبين ينظرون إلى السياسات النقدية غير التقليدية مثل التيسير الكمي باعتبارها ضرورة لتنشيط النمو في اقتصاديات اليوم التي تعاني من الهزال. ولكن التساؤلات حول مدى فعالية التيسير الكمي والمخاطر المحيطة به¹.

فأولاً، في حين قد تؤدي الاستجابة "النمساوية" البحتة (أي التقشف) لانفجار فقاعات الأصول والائتمان إلى الكساد، فإن سياسات التيسير الكمي التي توجّل عملية تقليص الديون الخاصة والعامة الضرورية لفترة طويلة قد تسفر عن خلق مؤسسات مالية شبه متوقفة، وأسر وشركات ساكنة، وفي نهاية المطاف حكومات بلا جدوى. لذا، فعند مرحلة ما بين طرفي النقيض، النمسا ويوال كينزي، يصبح من الواجب التخلص التدريجي من التيسير الكمي².

وثانياً، قد يصبح تكرار جولات التيسير الكمي غير فعال بمرور الوقت مع انسداد قنوات الانتقال إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي. فقناة السندات لا تعمل عندما تكون عائدات السندات منخفضة بالفعل، ولا تعمل قناة الائتمان عندما تكثر البنوك السيولة وتنهار السرعة. والواقع أن هؤلاء القادرين على الاقتراض (الشركات العالية الجودة والأسر الغنية) لا يرغبون ولا يحتاجون إلى الاقتراض، في حين أن أولئك الذين يحتاجون إلى الاقتراض (الشركات عالية الاستدانة والأسر الفقيرة) لا يستطيعون نظراً للضائقة الائتمانية.

2. بداية فكرة تطبيق سياسة التيسير الكمي: بدأت من اليابان عندما كانت في حالة ركود طويل وذلك في التسعينيات، دعا "فريدمان" لتطبيق هذا البرنامج واسعاً لنطاق لشراء الأصول.

بحيث دخل الاقتصاد الياباني في حالة ركود مع انخفاض النمو النقدي بشكل كبير، حتى وصل سعر الفائدة في البنك المركزي إلى مستوى قياسي لفترة قصيرة، استخدمت اليابان هذه السياسة في العقد الأول من القرن الماضي، واعتمدت عليه الكثير من دول العالم المتقدم خلال فترة الركود الكبير في عام 2009 وما بعدها، واعتبرت "النظرية النقدية" ذلك انتصار عظيم، أما الآن فيقوم مجلس الاحتياطي الفيدرالي رسمياً بانتهاء تلك السياسة بحيث سيبدأ البنك في التخلص من كم الأصول المالية الضخمة التي اشتراها خلال العقد الماضي، على الرغم من أن "التيسير الكمي" مستمراً في اليابان وأوروبا، لكن يمكن القول بان التجربة النقدية الكبرى قد انتهت على الأقل حتى الآن في بيت الاقتصاديين الذين تصوروا ذلك.

¹ قويدري كريمة، الاستثمار الاجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010-2011، ص35.

² محمد ضيف الله القطاري، دور السياسة التقنية، ط2، دار غيداء، عمان، الاردن، 2009، ص53-54.

المطلب الثالث: آليات وأدوات سياسة التيسير الكمي.

لاعتماد آليات وأدوات سياسة التيسير الكمي سنعرّفه في هذا المطلب، لكن أولاً سنذكر الأسباب التي دفعت ببنك الاحتياطي الفدرالي اللجوء لهاته السياسة، ويمكن أن نوجز آليات وأدوات سياسة التيسير الكمي في الآتي:

أولاً: قناة التوقعات: تتركز قناة التوقعات على إمكانية جعل الأعوان الاقتصاديين يتجاوبون مع الإجراءات المستقبلية التي ستقوم بها البنوك المركزية، وتبين كيف تساهم برامج التيسير الكمي في الحفاظ على الثقة المصرفية خلال الأزمة المالية، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار قنوات الإشارة والثقة التي تؤكد بدورها للمستثمرين والمستهلكين أن البنك المركزي قام بتعديل إجراءاته وراجع نظراته الاقتصادية المستقبلية، وقد قام بصياغة سياسة نقدية تتماشى مع طموحاتهم حتى يتم استعادة الثقة في مختلف الأسواق. فالمخرج الوحيد من حالة مصيدة السيولة هو التحكم في توقعات الأعوان الاقتصاديين¹.

وحسب الأدبيات الاقتصادية النيوكينزية، تؤكد أن تحفيز التوقعات من خلال سياسة التيسير الكمي يمكن أن يكون ذات فعالية كبيرة فالإنتاج الحالي والاسمية الحالية والمستقبلية وتحركات معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة مرتبط بالإننتاج المتوقع، من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي يمكن تعديل توقعات الأعوان الاقتصاديين حول المسار المستقبلي للسياسة النقدية، مما يعيد لها الفعالية اللازمة لتجاوز الأزمة المالية بالرغم من تسجيل معدلات فائدة اسمية قريبة جداً من الصفر².

وتجدر الإشارة إلى أن فعالية سياسة التيسير الكمي تبقى مرتبطة بالضرورة بدرجة التزام البنوك المركزية بتنفيذ الإجراءات المعلن عنها بمعنى درجة مصداقية البنوك المركزية³.

ثانياً: قناة النقود: من الناحية النظرية للنقود تعتبر سياسة التيسير الكمي أنها صدمة في المعروض النقدي، وقناة عبوره يمكن تحليلها عن طريق مبدأ المضاعف النقدي⁴، حسب هذا المبدأ فكل تغيير في القاعدة النقدية سيغير حجم الكتلة النقدية، فطريقة عمل المضاعف النقدي تستلزم إستقرارية في الزمن وسرعة دوران النقود، لكن هذه

¹ بودري شريف، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 16 . جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص 78-79.

² محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص 75.

³ ANUCHA Magavi، 'Quantitative Easing-A Blessing or a Curse'، CRISIL Young Thought Leader 2012.

⁴ لجلو موسى بوحاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، ط1، مكتبة حسين العصرية، للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2001، ص 213.

الفرضية الخاصة "إستقرارية المضاعف النقدي" غير متوفرة دائماً،¹ لأنه في بعض الحالات يكون التغير في القاعدة النقدية أكبر من التغير في الكتلة النقدية ، مثلما حدث في العديد من الاقتصاديات العالمية خلال الأزمة المالية العالمية 2008، على غرار منطقة اليورو ، وعلى هذا نقول أن ميكانيزم المضاعف النقدي لا يمكن أن يفسر آثار سياسة التسيير الكمي في بعض الاقتصاديات.²

الملاحظ أن جميع السيولة النقدية التي تم ضخها بفعل سياسة التسيير الكمي تحولت إلى تراكمات في الاحتياطات البنكية بالرغم من تخفيض معدل الاحتياط الإجمالي، من جهة أخرى هناك العديد من المؤسسات غير المالية قامت باللجوء إلى السوق المالي من أجل ضمان احتياجاتها المالية عن طريق إصدار سندات وأسهم دون اللجوء إلى التمويل البنكي بالاقتراض،³ هذا أيضاً ماساهم في تراكم الاحتياطات لدى البنوك التجارية، مما دفع بالسلطات النقدية إلى تطبيق معدلات فائدة سالبة على الودائع من أجل تحرير الاحتياطات البنكية.⁴

ثالثاً: قناة سعر الأصول: حسب هذه القناة فإن السياسة النقدية التوسعية تزيد من ارتفاع أسعار الأصول، نتيجة ارتفاع قيمة رأس المال وقيمة السندات بفعل صدمة خارجية لشراء الأصول، هذا التأثير يتم عبر أربعة قنوات وهي التوقعات التي أشرنا إليها سابقاً، السيولة، تعديل المحفظة، وقناة المدة.

فمن خلال قناة السيولة يقوم البنك المركزي على أساس برامج التسيير الكمي بعملية الإصدار النقدي عن طريق نقود ورقية أو إلكترونية مثلما قام به بنك الاحتياط الفدرالي الأمريكي خلال فترة الأزمة المالية العالمية 2008، وهذا من أجل ضمان السيولة اللازمة في الأسواق المالية ، ولإنجاحها يجب التأثير على أسعار الأصول بوجود إحلال غير كامل بين النقود والأصول طويلة الأجل لتفادي ظاهرة الاكتناز النقدي، كما أنه يمكن تسميتها بقناة القروض، بما أنها تسمح بتسيير عملية تمويل الأعوان الاقتصاديين عن طريق تحسين قيمة جانب الأصول لديهم مما يسمح لهم بتقديم ضمانات جيدة للبنوك مقابل إقراضهم. تساهم عملية شراء الأصول من طرف البنك المركزي في التقليل من حجم مخزون تلك الأصول الذي يملكه المستثمرون والوسطاء الماليين مما يؤثر على أسعارها

¹ الشيخ أحمد ولد الشباني، فعالية السياسة المالية والنقدية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف 2000، ص 67.

² ميغاد غدير غدير، السياسة المالية والنقدية، منشورات الهيئة العامة السورية، 2010، ص 21.

³ 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 التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2006-2007، ص 93.

⁴ أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، ط2، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2013، ص 89-90.

حتى في الأجل المتوسط والطويل بفعل أثر الندرة، وبالتالي التقليل من المخاطر وتعديل هيكل محفظة المستثمرين وهذا ما يسمى بقناة تعديل المحفظة¹.

قناة تعديل المحفظة يمكن تكملتها عن طريق أثر قناة المدة الزمنية، حيث تعمل عملية شراء الأصول طويلة الأجل على تقليل متوسط المدة الزمنية لمخزون الأصول الذي يملكه المستثمرون بدرجة مخاطر منخفضة مما يغير بسرعة في أسعار الأصول عن طريق برامج التيسير الكمي².

رابعاً: قناة سعر الصرف: يمكن أن تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على أسعار صرف العملات، حيث كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة عندما تم تطبيقها، ونخص بالذكر عملية التيسير الكمي التي أطلقها البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في لجنة السوق المفتوحة لدعم الاقتصاد الأمريكي خلال سنة 2008، وكانت نتيجتها عملية ضخمة لبيع السندات وحركية كبيرة لرؤوس الأموال شهدتها مختلف دول العالم، مما سبب تدفق هائل للدولارات رغبة في الاستفادة من معدلات النمو الكبيرة وسرعة دوران رأس المال خاصة في الاقتصاديات الناشئة (حوالي 150 مليار دولار كل شهر)، مما ساهم في بيع عملاتها مقابل الدولار وزيادة 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 إيجاباً على تنافسية صادرات الدولة و بالمقابل هناك ارتفاع في أسعار السلع المستوردة مما يعزز توقعات التضخم (ارتفاع معدلات التضخم للمستورد).

والأكيد أنه 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 ما يعرف بحرب العملات حيث هددت السلطات الأمريكية بفرض ضرائب جمركية قد تصل إلى 40 % على السلع الصينية جراء التخفيض المتعمد والمستمر الصيني³.

ما يمكن قوله أن فعالية هذه القناة مرتبط بشكل أساسي بتطور معدلات النمو الاقتصادي العالمية، والتي كانت جد منخفضة خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة، فانخفاض أسعار البترول بداية من صيف 2014 ساهم

¹ المرجع السابق، ص، 90-91.

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

³ عوض اسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، دط، دار الحكمة للطباعة والنشر، الموصل، العراق، 1990، ص 81.

في تخفيض أسعار السلع والخدمات وبالتالي الحد من خلق توقعات إيجابية للتضخم مما أجل تعافي بعض الاقتصاديات العالمية من انكماشها¹.

يقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي بضبط الاقتصاد من خلال سيطرته على أسعار الفائدة قصيرة الأجل فحينما تنخفض أسعار الفائدة، يرتفع الاستهلاك والاستثمار بشكل عام، مما يؤدي إلى المزيد من النشاط الاقتصادي. لكن معدلات الفائدة قصيرة الأجل كانت قد وصلت إلى مستوى قريب من الصفر في أواخر عام 2008، ولم يكن بالإمكان تخفيضها أكثر من ذلك. وكان السبيل الوحيد لتقديم حوافز إضافية هو خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، وهو أحد أهداف التيسير الكمي. فمشتريات بنك الاحتياطي الفيدرالي تخلق طلباً إضافياً على السندات الحكومية طويلة الأجل، مما يرفع أسعارها ويخفض أسعار الفائدة المرتبطة بها، أما الهدف الثاني فهو ضمان استقرار التوقعات المرتبطة بمعدلات التضخم لمنع وصول انكماش الأسعار إلى الأجر، وقد دفع هذا بنك الاحتياطي الفيدرالي لتوسيع ميزانيتها لعمومية بشكل كبير لضمان إبقاء التوقعات مستقرة. ثالثاً، أراد بنك الاحتياطي الفيدرالي تشجيع المستثمرين على امتلاك أصول ذات مخاطر أكبر عبر إزالة السندات الحكومية طويلة الأجل الآمنة نسبياً من السوق، حيث أن الزيادة الناتجة في أسعار الأسهم والمنازل من شأنها أن تزيد من ثروة الأفراد مما سيعزز استهلاك القطاع الخاص. وقد كان هذا هو الهدف من المرحلتين الأخيرتين من التيسير الكمي.

في الواقع، أدت هذه التدابير إلى نتائج إيجابية في اقتصاد الولايات المتحدة. فقد تمكنت الولايات المتحدة من تفادي الدخول في فترة طويلة من انكماش الأسعار. وانخفض معدل البطالة الذي بلغ ذروته في أكتوبر 2009 عند نسبة 10.1% منذ ذلك الحين استقر معدل البطالة الآن عند نسبة 9.5%. وقد كان دافع البحث عن العائدات هو ما أدى إلى ارتفاع نسبته إلى 19.0% في الأسهم الأمريكية منذ مارس 2009، بل إن البعض يجادل بأن التيسير الكمي قد تجاوز الحد المعقول وبات مصدراً لعدم الاستقرار المالي ولخلق فقاعات في أسعار الأصول. و سيكون الزمن وحده كفيلاً بإثبات ما إذا كان التيسير الكمي قد خلق بالفعل طلباً أكثر من المطلوب على الأصول عالية المخاطر، ولم يكن تأثير برنامج التيسير الكمي للبنك الاحتياطي الفيدرالي على الاقتصاد العالمي أمراً قليل الأهمية، فقد اتسع نطاق البحث عن عائدات أعلى ليشمل ليس فقط أسواق الأسهم والائتمان والإسكان المحلية، بل امتد إلى السندات والأسهم في الأسواق الناشئة كذلك. وعززت هذه التدفقات قيمة تلك الأصول مما عوض العجز الكبير في الحساب الجاري في بعض الأسواق الناشئة. غير أن تدفقات المحافظ عكست وجهتها بسرعة عندما أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي عن نيته الحد من عمليات شراء الأصول الشهرية في مايو

¹ مصطفى احمد حامد رضوان، التنافسية كآلية من آليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم جهود النمو والتنمية في العالم، دط، الدار الجامعية للنشر، مصر، القاهرة، سنة 2011. ص18.

2013، وقد كشف ذلك عن نقاط الضعف الكامنة في عدد من تلك الاقتصاديات. وكانت الدول الأكثر تضرراً هي تلك التي تعرف بالدول الخمس الهشة (البرازيل والهند وإندونيسيا وجنوب أفريقيا وتركيا)، والتي عانت من انخفاض كبير في عملاتها بعد هروب مقدار كبيرة من رؤوس الأموال .

المبحث الثاني: ماهية السياسة النقدية.

دفع تفاقم الانكماش الاقتصادي العالمي بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة منذ بداية الأزمة، إلى إجراءات تحفيزية نقدية سميت بالسياسات غير التقليدية، حيث عمدت البنوك المركزية فيه إلى الابتعاد على نحو متزايد عن استهداف التضخم، إلى تنفيذ عدد لا يُحصى من السياسات والممارسات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار وتسيير التعافي الاقتصادي. فوسعت موازنتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات ومن ثم تحفيز الطلب الكلي، وهي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية التي تستخدمه البنوك المركزية للتأثير في النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة¹.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية.

في هذا المطلب سنتقصر الذكر على تعريف كل من السياسة النقدية و السياسة النقدية التقليدية.

1. تعاريف السياسة النقدية.

لقد عرفت السياسة النقدية تعاريف عدة صيغة جميعها من وجهة نظر معينة تخص الكاتب الباحث الاقتصادي في المشكلة الاقتصادية والنقدية والمالية والعلاقة التي تربطهم جميعا في الإطار العام للاقتصاد، إذ قبل الحرب العالمية الأولى كان مفهوم السياسة النقدية يعتبر مجرد تقنية ضمان تستعمل بشكل خاص تطور مفهوم السياسة الاستقرار النقدي، ومع ظهور نظرية جون ميناركينز النقدية وظل ولا زال منذ ذلك الحين يثير الكثير من النقاش، وعلى ذلك أخذت التعريفات الخاصة بهذا المفهوم عدة اتجاهات وفقا لاتجاهات النظرية المرجحة في التطبيق إلا أن جميع التعاريف اتفقت على أن السياسة النقدية ذات العلاقة الوطيدة بالنقد والجهاز المصرفي وخاصة منه ما تعلق بسياسة الائتمان وكذلك بالجزء من السياسة المالية الحكومية التي تتعلق بمشكلة الدين العام بصورة خاصة وبالمركز النقدي للدولة بصفة عامة.

وبالتالي يمكن إيجاز تعريف السياسة النقدية في التعاريف التالية²:

¹ عبد المجيد قادي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2006 . ص 5.

² بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004 ، ص 112.

أ- التعريف الأول: تعرف السياسة النقدية على أنها مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد بمعنى مجموعة القواعد والأحكام التي تتخذها الحكومة أو أجهزتها المختلفة للتأثير في النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في الرصيد النقدي لإيجاد التوسع والانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع بما يتفق وتحقيق مجموعة أهداف السياسة الاقتصادية.

ب- التعريف الثاني: يقصد بالسياسة النقدية مجموعة من الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المهيمنة على شؤون النقد والائتمان، وتتم هذه الهيمنة إما بإحداث تأثير في كمية النقود أو كمية وسائل الدفع بما يلاءم الظروف الاقتصادية المحيطة والهدف من التأثير هو امتصاص السيولة الزائدة أو حقن الاقتصاد بتيار نقدي جديد.¹

ج- التعريف الثالث: السياسة النقدية هي الاستراتيجية المثلى أو الدليل الذي تنتهجه السلطات النقدية في بلد ما من أجل المشاركة الفعالة في توجيه مسار الوحدات الاقتصادية القومية نحو تحقيق النمو الذاتي المتوازن عن طريق زيادة الناتج القومي بالقدر المناسب الذي يضمن للدولة الوصول إلى حالة من الاستقرار النسبي للأسعار المحلية (أسعار السلع والخدمات، أسعار الفوائد وأسعار صرف العملة الوطنية) وذلك طبعاً في إطار توفير السيولة المناسبة للاقتصاد حتى يتم تفادي الضغط على الأرصدة النقدية للدولة، ويتعلق الأمر هنا بمجموعة من القوانين والتنظيمات والإجراءات التي يمكن أن تلجأ السلطات النقدية لاستخدامها قصد ضمان تنظيم الكتلة النقدية، التعامل بالنقد الأجنبي، سعر صرف العملات ومرونة أداء الجهاز الإنتاجي، وكذلك المحافظة على المدخرات المحلية وموارد الدولة من العملات الأجنبية.²

د- التعريف الرابع: عرفت السياسة النقدية بأنها العمل الذي يستخدم لمراقبة عرض النقود من البنك المركزي وذلك كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.³

في حين هناك من فضل عدم تعريفها باعتبارها فناً صعباً بحيث أن تعريف وإدارة السياسة النقدية في عالم يتميز بعالمية الاقتصاد وشمولية الأسواق والتطور السريع في المبتكرات المالية هو فن صعب بالإضافة إلى أن الوقائع الفعلية للسياسة النقدية هي التي تثير الجدل والنقاش، ذلك أن الأدوات المستعملة في تنفيذ هذه السياسة أصبحت

¹ عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك (منهج نقدي و مصرفي)، عمان، دار ومكتبة الحامد للنشر، 1999، ص 207.

² أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، ط2، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2000، ص39.

³ Jean Pierre Pataut, Monnaie, institutions financières et politiques monétaires, 4^{em} édition, Economica, Paris, 1987, p 277.

قليلة في محيط مالي يتسم بالتححرر من القيود التنظيمية والتغير السريع وحتى بالنسبة للأدوات المتبقية أصبحت فاعليتها أقل تأكيداً¹.

هـ- التعريف الخامس: هناك تعريف شامل للسياسة النقدية الذي قدمه "إينزينغ" وهو أن السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بغض النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي لذا فإن أي تعريف شامل وكاف للسياسة النقدية لابد أن يضم مجموعة من العناصر الهامة وهي:

✓ الإجراءات والأعمال التي تقوم بها السلطات النقدية.

✓ تستعمل الإجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية وبالتأثير في سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية.

✓ تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطات النقدية.

✓ من خلال التعاريف السابقة يمكننا أن نستخلص تعريفاً شاملاً للسياسة النقدية : بأنها مجموعة الإجراءات والتدابير والتشريعات والأحكام والتعليمات والقوانين والأوامر التي تتخذها السلطة النقدية والحكومة للتأثير على حجم المعروض النقدي سواء بالزيادة أو الامتناس بغبة تحقيق مجموعة من الأهداف من بينها تحقيق الاستقرار الاقتصادي للمجتمع والتحكم في التقلبات العنيفة بالمحافظة على استقرار قيمة العملة على النطاقين الداخلي والخارجي لمحاولة المحافظة على ثبات نسبي لمستوى الأسعار باستخدام مجموعة من الأدوات في مدة زمنية معينة. ولهذا فالسياسة النقدية متعلقة النقد نفسه والجهاز النقدي ككل خاصة الجهاز المصرفي منه وبسياسة الائتمان، أي كلما يتعلق سيولة الجهاز المصرفي وغير الجهاز المصرفي بتنظيم عمليات الإصدار والرقابة على الائتمان وكيفية استخدامها بشكل يتلائم مع تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية المرسومة².

تجدر الإشارة أن للسياسة النقدية معنيين اثنين فالأول يسمى بالمعنى الضيق والذي يقصد به الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقود بقصد تحقيق أهداف معينة والثاني يسمى بالمعنى الواسع فيعني أنها تشمل على جميع التنظيمات النقدية والمصرفية التي تتخذ من قبل الحكومة والبنك المركزي والخزينة بقصد التأثير على مقدار وتوفير واستعمال النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين العمومي³.

¹ عطية عبد الواحد، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، الاجتماعية، التوزيع العادل للدخول في التنمية ضبط التضخم، دار النهضة، العربية مصر، 1993، ص 16

² المرجع السابق، ص 17.

³ عبد الرحمن تاج، السياسة الشرعية والفقه الإسلامي، ط2، الطبعة دار التأليف، عمان، الأردن، 1983، ص 7-8.

2. تعاريف السياسة النقدية التقليدية:

أ- تعريفها: السياسة النقدية هي مجموعة الأعمال والتدابير التي يقوم بها المصرف المركزي من خلال الرقابة على النقد لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.

ويندرج عمل السلطات النقدية تقليدياً في إطار السياسة الاقتصادية بمظاهره المختلفة لتحقيق الأهداف التي يرمز لها عادة بالمرجع السحري: معدلات نمو عالية - استخدام كامل - استقرار سعر النقد - توازن ميزان المدفوعات. أما اليوم فقد غدت السياسة النقدية أكثر التفافاً حول هدف مركزي أساسي هو الاستقرار النقدي. المتمثل بتخفيض معدلات التضخم أو إلغاءه إن أمكن للحفاظ على القوة الشرائية للنقد¹.

كما تُعرف السياسة النقدية عند الاختصاصيون بأنها الأساليب التي يتّخذها البنك المركزي للدولة لتحسين الاقتصاد والحد من التغيرات الدورية له، بحيث تُحدّد هذه السياسة حجم المعروضات النقدية، الذي يؤثر مباشرة على أسعار الفائدة، فيتم تعديلها، وشراء، أو بيع السندات الحكومية، وتغيير الاحتياطي للبنوك، أي المبلغ المطلوب منها الاحتفاظ به في الخزنة.

وهي مجموعة من السياسات والأدوات المستخدمة بقصد إحداث تأثير على العرض النقدي القائم في الأسواق المالية وبالتالي التأثير بالأداء الاقتصادي، كما يمكن تعريف السياسة الاقتصادية بأنها سلسلة من الإجراءات والتدابير يُمارسها المصرف المركزي من خلال إحكام الرقابة على النقد سعياً لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، وتحرص هذه السياسة بطبيعتها على الاهتمام بأبعاد المرجع السحري، وهي: معدلات نمو عالية، استخدام كامل، استقرار سعر النقد، توازن ميزان المدفوعات.²

ب- أساليبها:

ومن أساليبها يوجد أسلوبان لتطبيق السياسة النقدية، وهما: الانكماشية، وهدفها الحد من التضخم، بحيث تستخدم رفع أسعار الفائدة، وبيع الأوراق المالية من خلال عمليات البيع والشراء في السوق المفتوح، والسياسة النقدية التوسعية، التي تستخدم للحدّ من البطالة، والركود الاقتصادي وذلك من خلال خفض الفائدة وشراء الأوراق المالية، لزيادة السيولة.³

¹ المرجع السابق، ص 9-10.

² أمية طوقاف، محافظ البنك المركزي الأردني، دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، مؤتمر مستجدات - العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية" 2 جويلية 2005. ص 32.

³ سمّت فخري نعمة، أهمية أسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الأزمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بغداد، 2002، ص 9.

ج- أهدافها: من أهداف السياسة النقدية التقليدية هو معالجة قضايا التضخم الذي هو أساس عمل السياسة النقدية ويأتي الحد من البطالة، كنتيجة للهدف الأساسي، إذ يهدف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنوك المركزية في الدول بلوغ معدل بطالة أقل من أو يقارب 6.5 %، كون المعدل الطبيعي يتراوح بين 4.7% إلى 5.8 %، ومعدل التضخم الأساسي بين 2 % و 2.5 %، ومعدل النمو الاقتصادي الجيد يكون بزيادة سنوية من 2% إلى 3% من الناتج المحلي الإجمالي للدول¹.

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

✓ ضرورة تحقيق الاستقرار للأسعار، والحفاظ على تضخم معتدل من الناحية الاقتصادية والاجتماعية أيضاً.
✓ السعي الدؤوب لإيصال الاقتصاد والنقد لمرحلة الاستقرار، ويأتي ذلك في مساعٍ لتكييف العروض النقدية مع مستويات النشاط الاقتصادي.

✓ تحقيق التوازن بين أطراف ميزان المدفوعات، وفي هذه الحالة تتساوى المديونية مع الطرف المدين.

✓ الوصول إلى مستوى ملائم من حيث الإنتاج.

✓ التخلص من البطالة بتوفير فرص عمل للأيدي العاملة حتى تصبح نسبة البطالة تساوي صفراً².

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية.

للسياسة النقدية التقليدية أدوات تميزها عن غيرها تتمثل في:

1. عمليات السوق المفتوحة:

تلعب عمليات السوق المفتوحة دوراً أساسياً في السياسة النقدية لنظام اليورو، حيث يتم استخدامها في توجيه أسعار الفائدة قصيرة الأجل في السوق النقدية، إدارة السيولة المصرفية وتحديد مسار السياسة النقدية، كما أنها تجسّد لا مركزية النظام النقدي الأوروبي من خلال اعتماده على البنوك الوطنية في تنفيذ عمليات السوق المفتوحة، والتي تنقسم إلى أربعة أدوات³:

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 121.

² المرجع السابق، ص 122.

³ الشيخ أحمد ولد الشباني، فعالية السياسة المالية و النقدية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012، ص 56.

أ- عمليات إعادة التمويل الرئيسية:

تمثل عمليات التنازل المؤقت الهادفة لتوفير السيولة بطريقة نظامية بتكرار أسبوعي واستحقاق لمدة أسبوعين، وتنفذ من خلال عطاءات نمطية لإعادة الشراء، وتوفر إشارات مهمة لسعر الفائدة وتضمن الجزء الأكبر من سيولة النظام المصرفي¹.

ب- عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل:

يقوم نظام اليورو بصفة منتظمة بتحويل مؤقت لتوفير السيولة بتكرار شهري تكميلي ومدة استحقاق لثلاثة أشهر، وتهدف إلى توفير إعادة تمويل تكميلي على المدى الطويل للنظام البنكي من خلال عطاءات نمطية.

ج- عمليات التعديل الدقيق:

يمكن أن تكون عمليات التعديل الدقيق ضخ أو استرجاع للسيولة، فهي تسعى بطريقة دقيقة وفعالة لضبط وضعية السيولة في السوق النقدية وجعل أسعار الفائدة متساوية أو متقاربة بتكرار وأجل استحقاق متغيرين وتنفذ من خلال المناقصات السريعة حيث تقدر المدة بين الإعلان عنها والقيام بها ساعة واحدة، أو عن طريق الإجراءات الثنائية، ويمكن أن تأخذ شكل التنازل المؤقت (نظام الأمانات)، استرجاع السيولة على بياض، أو عقود مبادلة عملة، وفي بعض الأحيان عمليات نهائية مباشرة².

د- عمليات الهيكلية:

تستخدم لتوجيه الوضع الهيكلي للقطاع المصرفي بالنسبة للقطاع المالي، بتكرار وأجل استحقاق متغيرين، عن طريق عطاءات نمطية أو إجراءات ثنائية لتسوية الوضعية الهيكلية للسيولة في النظام الأوروبي إما بالزيادة في شكل نظام الأمانات أو بالنقصان في شكل شهادات ديون³.

2. التسهيلات الدائمان:

التسهيلات الدائمان مخصصان من أجل ضخ أو امتصاص السيولة يوميا، وتأطير معدلات السوق اليومية، فهما يمثلان تسهيلات موالية للنظام الأوروبي من خلال قيام السوق بالتخفيف من عدم الاستقرار في السيولة وفي أسعار الفائدة، وينقسمان إلى: ⁴

¹ غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات، النقود و البنوك، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص 79.

² المرجع السابق، ص 80.

³ عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، ط2، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة، مصر، 1997، ص 208.

⁴ المرجع السابق، ص 208 - 210.

أ- تسهيل الإقراض الحدي:

يستخدم للحصول على سيولة لمدة 24 ساعة من البنوك المركزية الوطنية مقابل أصول مستوفية الشروط بمعدل فائدة مسبق، وهذا التسهيل موجه لسد الحاجة المؤقتة من إعادة التمويل في حالة الضرورة، لأن سعر الفائدة المُطبق أعظمي (حدي)، ليوفر بذلك سقف الأسعار الفائدة في السوق ويجسد بالمقابل وظيفة الملاذ الأخير للإقراض.

ب- تسهيل الإيداع:

يستخدم لاسترجاع السيولة لمدة 24 ساعة من قبل البنوك المركزية الوطنية بمعدل لفائدة ففي العادة أقل من معدلات العطاءات، يوفر الحد الأدنى لأسعار الفائدة في السوق، ولا يوجد أي حدود لهذه الودائع أو أي شروط لقبول المتدخلين في هذه العملية، ولا تلجأ مؤسسات الائتمان إلى هذه الأداة إلا في حالة عدم وجود خيار آخر لتوظيف مواردها.

3. الإحتياطي الإجباري:

يفرض البنك المركزي الأوروبي على مؤسسات الائتمان وضع ودائع في حسابات جارية لدى البنوك المركزية الوطنية، وتستخدم بيانات ميزانية آخر الشهر حول الالتزامات لتحديد قاعدة الإحتياطي، وتهدف هذه الأداة الاحترازية إلى استقرار أسعار الفائدة في السوق النقدية وخلق حاجات هيكلية لإعادة تمويل النظام المصرفي بطريقة تسهل من إدارة المعدلات في السوق النقدية عن طريق العمليات المُنظمة لسحب السيولة.¹

المطلب الثالث: أهداف السياسة النقدية التقليدية.

السياسة النقدية هي أداة رئيسية من أدوات السياسة الاقتصادية الكلية لإدارة الأوضاع الاقتصادية الكلية للبلاد. وبشكل عام يكون البنك المركزي أو السلطة النقدية بأي دولة هي المسؤولة على إعداد وتنفيذ السياسة النقدية الوطنية، والتي تهدف إلى تحقيق التوازن مابين العرض و الطلب على النقود، ويتم ذلك من خلال تعديل سعر الفائدة . وهذا التوازن الدقيق بين العرض والطلب على النقود يتحقق من خلال تجنب زيادة النقد لتفادي ارتفاع معدل التضخم وأيضاً تفادي نقص عرض النقد لعدم تقييد النمو الاقتصادي.²

وبما أن عرض النقد أصبح تدريجياً يتحدد بالطلب على النقود إلى حد كبير، فإن المبتكرات المالية قد أضافت قدراً من عدم التأكد من العلاقات التقليدية المتشابكة بين النقود والإنتاج والأسعار. ونتيجة لذلك

¹ عمروش الشريف، السياسات النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة ماجستير، جامعة البليدة 2005، ص20.

² موفق السيد حسن ، التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية ط1 دار النشر والتوزيع، بيروت، لبنان 2009 . ص77.

أصبحت التغييرات في أسعار الفائدة تعكس بصورة متزايدة توجهات السياسة النقدية المتبعة من قبل البنوك المركزية، في حين نجد أن السياسة النقدية التقليدية (الأمر الذي يعكسه ارتفاع أسعار الفائدة) تهدف إلى احتواء التضخم، في حين أن السياسة النقدية التوسعية (الأمر الذي يعكسه انخفاض أسعار الفائدة) تهدف إلى التصدي لمشكلة التباطؤ الاقتصادي، وعليه فإن سياسة سعر الفائدة تعكس بصفة عامة مدى استجابة السياسة النقدية للبنك المركزي للتطورات الاقتصادية في أية لحظة زمنية. علما بأن أهداف السياسة النقدية والمؤشرات التي يتم على ضوءها تحديد السياسة المناسبة تختلف من دولة إلى أخرى طبقا للظروف الخاصة بكل دولة وأولوياتها الاقتصادية، كما حللت عدة دراسات مدى فعالية كل من السياسات النقدية والمالية في التأثير على النمو الاقتصادي في عدة دول. وتركزت الدراسة على محددتين أساسيتين هما، السياسة المالية من خلال أثر الإنفاق الحكومي، والسياسة النقدية من خلال دراسة أثر تغير عرض النقود وسعر الفائدة ودورهما في التأثير في دفع عجلة النمو الاقتصادي¹.

ولكي نصل الى تحقيق الأهداف المرجوة خلال دراسة تطور معدل نمو بعض المحددات المهمة لكلا السياستين، تم استخدام نموذج قياسي يتم تطبيقه لبعض المتغيرات المتعلقة بالسياسة باستخدام أسلوب السلاسل الزمنية لبيانات الفترة المالية والنقدية والتي لها دور كبير فيه النمو الاقتصادي. وقد أظهرت بعض نتائج الدراسات التطبيقية على وجود علاقة وتأثير واضح في الأجل الطويل وبمستوى عال بين المتغيرات المستقلة لكل من السياسة النقدية والمالية والمتغير التابع النمو الاقتصادي، وهذا يعني أن كلا السياستين المالية والنقدية يساهمان في التأثير على النمو الاقتصادي. أيضا انفعالية السياسة المالية والمتمثلة في الإنفاق الحكومي كانت الأكثر فعالية في التأثير على النمو الاقتصادي من تأثير السياسة النقدية. استنادا على ما توصلت إليه عدة دراسات، من أهمها ضرورة التنسيق بين كل من السياسة النقدية والمالية لما تحتاج إليه السياسة الاقتصادية من توازن دقيق وتناغم كبير بين السياسة المالية والسياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي².

المبحث الثالث: التجارب الدولية السابقة ومخاطر تطبيقها على السياسة الاقتصادية

خصصنا هذا المبحث لدراسة التجارب السابقة التي قامت بها الدول لسياسة التسيير الكمي، ومن هذه الدول اليابان التي كانت الأولى في تطبيقها وذلك بعد أزمة الكساد التي عانت منها، ثم الولايات المتحدة الأمريكية بعد أزمة الرهن العقاري لسنة 2008.

¹ عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، ط1، دار لردلاوي للنشر، عمان، الاردن، 1999، ص 207-209.

² لجلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 2010، ص 59.

المطلب الأول: تجربة اليابان.

اختلف الاقتصاديون حول تأثير سياسات التيسير الكمي التي طبقتها اليابان بين عامي 2001-2006، فالمؤيدون لهذه السياسات يعتقدون أنها أسهمت في الحيلولة دون تعمق تراجع الأسعار والنشاط الاقتصادي الياباني إلى مستويات أسوأ مما تم تسجيله. وتشير الإحصائيات إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي الياباني في بداية تطبيق سياسات التيسير الكمي، ولكنها ارتفعت إلى أكثر من 2% بعد عامين من بداية تطبيقه. واستمر بالارتفاع حتى بداية الأزمة المالية العالمية. ومع أن هذه المعدلات ليست مرتفعة إلا أن مؤيدي التيسير الكمي يرون فيها نجاحاً وأنها حالت دون استمرار التراجع في الأسعار والنمو الاقتصادي. ويرى مؤيدو هذه السياسة أن اليابانيين كانوا بطيئين وتنقصهم الجرأة في التحرك بقوة، ولهذا كانت نتائج التجربة مشكوكاً في نتائجها. ويعتقدون أن سرعة وفعالية تطبيق السياسات الاقتصادية في بلدان مثل الولايات المتحدة ستعزز فرص نجاح سياسات التيسير الكمي، وخصوصاً أن اليابان بلد لديه ثقافة التوفير أولاً ثم الإنفاق، بينما تسود ثقافة الاقتراض أولاً ثم الإنفاق لدى المجتمعات الغربية. ويرى معارضو هذه السياسات أنها غير فعالة، وأن النجاح الذي تصادف مع تطبيق هذه السياسات جاء نتيجة للنمو القوي في شركاء اليابان التجاريين والذي شجع الصادرات اليابانية ورفع من الاستثمار والاستهلاك في اليابان¹. ويعتقد منتقدو هذه السياسات أن التوسع في الاستثمار خلال فترة تطبيقها حصل من خلال المصادر الذاتية للشركات حيث ترتفع القروض للشركات إلى الدرجة التي تسبب في توسع اقتصادي، وأنه لم تكن هناك معضلة سيولة في الاقتصاد الياباني خلال هذه الفترة فقد كانت السيولة متوفرة وكانت معدلات الفائدة طويلة الأجل قريبة من معدلات الفائدة قصيرة الأجل، ويرون أن السياسات لم تنصد لكساد الأسعار، وأن ارتفاع المواد الأولية وخصوصاً النفط دفع بأسعار المستهلك إلى المستويات الإيجابية، بينما كانت معدلات التضخم الأساسي ثابتة تقريباً. ويعتقدون أن الاقتصاد الياباني حل مشاكله الهيكلية بصورة ذاتية، حيث تراجعت الفوائض في الإنتاج بسبب ارتفاع الطلب العالمي على السلع اليابانية².

ويرون أن هذه السياسات تسببت في إحداث فقاعة في سوق السندات وأحدثت اضطراب في الأسواق المالية، حيث تضخمت أسعار السندات بسبب الطلب المفتعل من المصرف المركزي. وقد أثرت هذه السياسات في ربحية المصارف التجارية مما هدد بحدوث جمود في أرباحها. ويرى بعض المعارضين أن سياسة التيسير الكمي قد

¹ هيل عجمي بصيل، رمزي ياسث، النقود والمصارف والنظرية النقدية، ط3، دار وائل للنشر، بغداد 2009، ص 259-260.

² أحمد أبو الفتوح على الناقية، نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الاسكندرية، 2001، ص 65-66.

تساعد في حالة انكماش السيولة قصيرة الأجل عند نشوب الأزمات المالية، ولكنها ليست بديلة للإجراءات الصعبة والتي ينبغي اتخاذها للتصدي للأوضاع المالية والاقتصادية السيئة والتي منها التخلص من الأصول السامة، وضمان الودائع، ورفع رؤوس أموال المصارف، وإجبار المصارف على حذف الأصول المشكوك في تحصيلها أو السيئة. ولم تعمل التجربة اليابانية بسبب أن رفع الأصول النقدية لدى المصارف لم يرفع رؤوس أموال تلك المصارف مما لم يشجع المصارف على الإقراض ويجعلها قادرة على المخاطرة حيث تتطلب عمليات الإقراض وجود حد أدنى من الأصول المملوكة للمصارف. ويرى المؤيدون لهذه السياسات أنها تستحق المحاولة لأن التجربة اليابانية لم تتسبب في إحداث آثار جانبية سيئة، فهي لم تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم إلى مستويات غير مقبولة، كما أنها لم تؤثر في معدلات صرف الين الياباني.¹

وإضافة إلى ذلك هناك دلائل على خفضها لتكاليف الإقراض. ويرى بعض المؤيدين أن ضعف أداء التجربة في اليابان جاء نتيجة تأخر تبني هذه السياسات مما قاد إلى تعمق آثار الفقاعة العقارية في عام 1990 ولو تصرف اليابان بسرعة لكانت أقدر على التصدي لمعضلة كساد الأسعار. وقد فشلت معظم محاولات القياس الاقتصادية في إيجاد علاقة بين رفع احتياطات المصارف والنمو الاقتصادي الياباني خلال تلك الفترة². وكان الهدف من توفير احتياطات إضافية لدى المصارف التأكيد للأسواق بوجود سيولة إضافية تدفع إلى الاعتقاد بتراجع معدلات الفائدة المستقبلية. وتفيد بعض الدراسات بوجود آثار إيجابية لرفع احتياطات المصارف على معدلات الفائدة على السندات طويلة الأجل حيث خفضت من معدلات الفائدة. ومع كل هذا فإن هناك القليل من الدلائل على مساهمة هذه السياسة في رفع مستويات الائتمان، ولكن هناك بعض الدلائل على أن هذه السياسات أسهمت في دعم المصارف الضعيفة، حيث وفرت لها مصادر تمويل لتقدم الائتمان بشروط أيسر. إن أهم نتائج تجربة التسيير الكمي في اليابان أنها أسهمت في خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل كما ساعدت المصارف الأضعف في الصمود وقت الصدمات المالية. أما أهم مساوئها فهو أنها أخرت التصحيح الهيكلي اللازم اتخاذ لإنقاذ الاقتصاد الياباني. من أهم النتائج لسياسة التسيير الكمي اليابانية الاعتقاد بأنها أسهمت في استقرار النظام المصرفي من خلال خفض تأثير الأصول غير الجيدة أو المشكوك في تحصيلها في النظام المصرفي، وذلك من خلال رفع كميات السيولة فوق المستويات المطلوبة. كما أسهمت في إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع عمليات الاستهلاك والاستثمار. وقد انتقدت اليابان لأنها لجأت للتسيير الكمي قبل التوسع المالي، وهذا ما أخر وقلل من تأثير السياسات النقدية. كما أن طبيعة الاقتصاد الياباني المعتمد

¹ موفق السيد حسن، التطورات الحديثة والسياسة النقدية، مجلة جامعة دمشق مجلد 15، دمشق، 1999، ص 42.

² عبد المجيد قادي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط 1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 264-266.

على الصادات كمحرك للاقتصاد قللت من تأثير التيسير الكمي. ومن الدروس المهمة من التجربة اليابانية أن تدخل المصارف المركزية يجب أن يكون قويا وحازما. وقد تكون سياسات التيسير الكمي الملاذ الأخير الذي يمكن للمصرف المركزي اتخاذه في حالة الخوف من كساد الأسعار والركود الذي قد يؤدي إلى الكساد الاقتصادي¹.

وفي حالات أخرى استخدم البنك المركزي المصطلح الياباني الأصلي لـ "التيسير الكمي" للمرة الأولى في منشورات بنك اليابان. وقد ادعى بنك اليابان أن البنك المركزي اعتمد سياسة بهذا الاسم في 19 مارس 2001. ومع ذلك، فإن إعلان السياسة النقدية الرسمي لبنك اليابان لهذا التاريخ لم يستخدم هذا المصطلح (أو أي عبارة بها كلمة "كمي") في أي بيان أصلي الياباني أو ترجمته باللغة الإنجليزية. وفي الواقع، قد ادعى بنك اليابان لسنوات، بما في ذلك أواخر شهر فبراير عام 2001، أن "التيسير الكمي... ليس فعالاً"، ورفض استخدامه من أجل السياسة النقدية. وشددت خطابات قيادة بنك اليابان في عام 2001 بشكل تدريجي، وبأثر رجعي، على الوضع الرسمي اللاحق لبنك اليابان بأن السياسة التي اعتمدها بنك اليابان في 19 مارس 2001 كانت في الواقع التيسير الكمي. وأصبحت هذه وجهة النظر الرسمية المقررة، خصوصا بعد تعيين توشييهيكوفوكويم حافظا للبنك المركزي في فبراير عام 2003. ولم يكن استخدام بنك اليابان لأصل مصطلح "التيسير الكمي" أو أصله الياباني (ryoteki kinyu kanwa) ناقيدين. فقد كان يستخدم هذا المصطلح منذ منتصف التسعينيات.

وكان بنك اليابان يستخدم التيسير الكمي دون جدوى لمحاربة الانكماش الاقتصادي المحلي في بدايات الألفية الثالثة. وقد حافظ بنك اليابان على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عند صفر أو ما يقرب منه منذ عام 1999. وبالتيسير الكمي، أغرق البنوك التجارية بالسيولة الفائضة لتشجيع الإقراض الخاص، وترك لهم كميات كبيرة من الاحتياطيات الفائضة، وبالتالي لا خطر من حدوث نقص في السيولة. وحقق بنك اليابان ذلك بشراء سندات حكومية أكثر من اللازم لضبط معدل الفائدة عند صفر. واشترى أيضا أوراق مالية بضمان الأصول وأسهم ودمج العمليات شراء السند الإذني التجاري.

وقد تم نسب أول سجل مكتوب لعبارة ومفهوم "التيسير الكمي" لعالم الاقتصاد الدكتور ريتشارد فيرنر، أستاذ العمليات المصرفية الدولية في كلية الإدارة بجامعة ساوث هامبتون (بالمملكة المتحدة). وحاليا يعمل بمنصب كبير خبراء الاقتصاد في شركة جاردين فليمينج للأوراق المالية (آسيا) في طوكيو، وصاغ هذا التعبير في عام

¹ محمد الحسين الصطوف واحمد عثمان، دور السياسة النقدية في تلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصاد الوطني، دط، مجلة جامعة، دمشق، سوريا، 2014، ص 34-33.

1994 خلال العروض التقديمية لمستثمري المؤسسات في طوكيو. بل أيضا، من بين أمور أخرى، كان في عنوان مقال تم نشره في 2 سبتمبر 1995، في صحيفة نيهونكيوايشينبون. ووفقا لكاتبه، أنه استخدم هذا المصطلح من أجل اقتراح شكل جديد لسياسة تشجيع النقدية من قبل البنك المركزي الذي لا يعتمد على تخفيض معدل الفائدة (الذي ادعى فيرنر في مقال تهفنيكي أنه غير فعال)، ولا على وصف السياسة النقدية التقليدية لتوسيع العروض النقدي (على سبيل المثال، من خلال "طباعة النقود"، أو توسيع مجموع النقود المتداولة مضاف إليها الاحتياطات النقدية لدى البنك المركزي، أو توسيع احتياطات البنك أو زيادة إيداع المجموع مثل (السيولة المحلية الخاصة) التي ادعى فيرنر أيضا أن جميعها غير فعالة. وبدلا من ذلك، قال فيرنر، أنه كان من الضروري والكافي لتحقيق الانتعاش الاقتصادي يدعم "توليد الائتمان" يكون من خلال عدد من التدابير. كما أنه اقترح أن يقوم البنك المركزي بالشراء المباشر للأصول المتعثرة من البنوك والإقراض المباشر للشركات والحكومة، وشراء سند الإذن التجاري، والديون الأخرى، وأدوات حقوق الملكية من الشركات، والتوقف عن إصدار سندات حكومية لتمويل متطلبات اقتراض القطاع العام، بدلا من اقتراض الحكومة مباشرة من البنوك من خلال عقد قرض قياسي¹.

المطلب الثاني: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.

استخدم التسيير الكمي خلال العقدين الأخيرين في أكثر من اقتصاد وأكثر من دولة كأداة لمواجهة الأزمات المالية التي تحصل خلال الدورات الاقتصادية للدول والاقتصادات الكبيرة، وقد تعددت أسباب استخدام التسيير الكمي بشكله الفني لمواجهة ضعف الميزان النقدي لبعض الاقتصادات. واستخدم "برنامج التسيير الكمي" في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل ملفت خلال الفترة بين 2007 إلى العام 2012، وقد استطاع الفيدرالي الأمريكي أن يوضح الكثير من الدولارات للداخل الأمريكي لتمكين قطاع الإنتاج وزيادة قدرته على التوسع².

وبعد عام 2007 وفي الآونة الأخيرة، قد استخدمت الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو سياسات مماثلة خلال الأزمة المالية في الفترة 2007 - 2010. وكانت هذه البلدان تستخدم التسيير الكمي في حين أن معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الأجل الخالية من المخاطر تكون إما عند صفر أو قريبة منه. وفي الولايات المتحدة، يُعتبر معدل الفائدة هذا هو معدل الأموال الاتحادية (الفيدرالية). وفي المملكة المتحدة، يُعتبر معدل الفائدة البنكية الرسمي.

¹ المرجع السابق، ص 34-36.

² عباس كاظم حاسم الدعي، أثر السياسة النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الكوفة، 2008، ص 72.

وخلال ذروة الأزمة المالية في عام 2008، في الولايات المتحدة، قام الاحتياطي الاتحادي (الفيدرالي) بالتوسع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة أصول جديدة والتزامات جديدة بدون "تطهيرها" بالخصومات المقابلة. وفي الفترة نفسها، تستخدم أيضا المملكة المتحدة التيسير الكمي كسلاح إضافي لسياستها النقدية من أجل تخفيف أزمته المالية.

كما حفز مكون الاستهلاك للمشاركة بشكل أكثر فعالية في الدائرة الاقتصادية بشكل كبير خصوصا الفترة بين 2009 إلى 2011 واستطاع الفيدرالي خلق نقد جديد للاقتصاد المحلي الأمريكي ساعد على تعجيل حركة الأعمال في الداخل الأمريكي، الأمر الذي حفز الاقتصاد المحلي لإظهار معدلات نمو مميزة، الذي بدوره ساعد لخفض معدلات البطالة ورفع مستويات ثقة المستهلك بشكل كبير¹.

نختلف أو نتفق على أن الدولار الذي خلق في الداخل الأمريكي هو دولار حقيقي أصلا، ويحمل نفس القيمة الحقيقية للدولار الذي يستخدم دوليا كعملة عالمية، ولسنا في صدد الحديث عن الفرق بين الدولار " العملة العالمية " وبين الدولار الموجه للداخل الأمريكي، ولكن يجدر الإشارة إلى أن ضخ الكثير من الدولارات في الداخل الأمريكي خلق حالة من التضخم المتحكم بها فاستطاعت الولايات المتحدة الأمريكية أن تخفي وطأة الأزمة المالية في الداخل الأمريكي².

وقد استخدم البنك المركزي الأوروبي عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل لمدة 12 شهرا (وهذا شكل من التيسير الكمي بدون الإشارة إليه بهذا الاسم) خلال عميلة توسيع الأصول التي يُمكن أن تستخدمها البنوك على أنها ضمان إضافي يُمكن أن يتم تقديمها إلى البنك المركزي الأوروبي في مقابل اليورو. وقد أدت هذه العملية إلى أن السندات "تم إنشائها للبنك المركزي الأوروبي". ومن خلال المقارنة، كانت البنوك المركزية الأخرى مقيدة للغاية من حيث الضمانات، فقد اعتاد بنك الاحتياطي الاتحادي (الفيدرالي) الأمريكي على قبول الخزانات في المقام الأول (في النصف الأول من عام 2009، حيث اشترى تقريبا كل الأوراق المالية الآمنة نسبيا الصادرة بالدولار)؛ وكذا طبق بنك إنجلترا قرض كبير بضمان أوراق مالية، وخلال برنامج التيسير الكمي، اشترى بنك إنجلترا أوراق مالية مضمونة القيمة من المؤسسات المالية مع كمية أقل من الديون ذات نوعية ممتازة نسبيا أصدرتها الشركات الخاصة. إذ يُمكن للبنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد استخدام الأموال التي قد تلقتها من أجل الإقراض أو حتى لشراء مزيد من السندات — التي كانت قد باعته — من البنك. ويُمكن أيضا للبنك المركزي إقراض أموال جديدة للبنوك الخاصة أو شراء الأصول من البنوك في مقابل العملة. و ذلك له تأثير كساد عائد من الفوائد على

¹ محمد ضيف الله القطاري، دور السياسة التقنية، ط1، دار غيداء، عمان، 2009، ص 58 - 60.

² سامي الخليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط2، دار الكتب، الكويت، 1994، ص 593.

السندات الحكومية والاستثمارات المشابهة، مما يجعلها أرخص من أجل الأعمال لزيادة رأس المال. و لتأثيرها جانبي آخر، سوف يحول المستثمرين إلى استثمارات أخرى مثل الأسهم و زيادة أسعارها وبالتالي تشجيع الاستهلاك. ويمكن للتيسير الكمي خفض أسعار معدل الفائدة بين البنوك بين عشية وضحاها، وبالتالي تشجيع البنوك على قرض المال لدفع فائدة أعلى وجعل الهيئات أضعف من الناحية المالية¹.

المطلب الثالث: مخاطر تطبيق سياسة التيسير الكمي.

إن لتطبيق سياسة التيسير الكمي مخاطر وأساليب كغيرها من الأدوات والسياسات الأخرى، واقتصرتا الذكر عنها في هذا المطلب.

يُسبب التيسير الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتيسير ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم، ومن ناحية أخرى، يُمكن أن يفشل إذا كانت البنوك لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب، ويُمكن للتيسير الكمي أن يُخفف بفعالية عملية تخفيض المديونية كما يخفض العائدات. ولكن في سياق الاقتصاد العالمي، قد تُساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الأصول في الاقتصاديات الأخرى.

والزيادة في المعروض النقدي لها تأثير تضخمي. فهناك ثغرة زمنية بين النمو النقدي والتضخم، ويؤدي "التيسير الكمي" إلى تحول في تكوين أصول البنك المركزي نحو أقل سيولة وأصول ذات مخاطر أعلى بالاحتفاظ المستمر لحجم الميزانية العمومية، ويُمكن أن تكون السيولة الأقل والأصول الأكثر مخاطرة أوراق مالية خاصة وكذلك صكوك السيادة أو صكوك مضمونة بالسيادة، ويتم تضمين كافة أشكال المخاطر، بما في ذلك مخاطر الائتمان (خطر العجز عن السداد).

وقد أطلق بعض أعضاء وسائل الإعلام والبنوك المركزية والمحللون الماليون على "التيسير الكمي" مصطلح "طباعة النقود". ومع ذلك، أعلنت البنوك المركزية أن استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً تختلف في التيسير الكمي. حيث أنه في التيسير الكمي، يتم استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً لشراء السندات الحكومية أو أصول مالية أخرى، في حين أن مصطلح "طباعة النقود" عادة ما يعني أن يتم استخدام النقود المسكوكة حديثاً لتمويل مباشر للعجز المالي الحكومي أو سداد الديون الحكومية (والتي تُعرف أيضاً باسم "تسييل الدين الحكومي").

¹ رجم حسين، النقد والسياسة النقدية، د ط، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 144 - 146.

ويحظر على البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة (مثل، المملكة المتحدة والولايات المتحدة واليابان والاتحاد الأوروبي) بالقانون، شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة من الحكومة، ويجب بدلا من ذلك شرائها من السوق الثانوية، وهذه عملية ذات خطوتين، حيث تتبع الحكومة سندات لهيئات القطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي، وقد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح «تنقيد الديون»، والسمة الفارقة بين «التيسير الكمي» و«تنقيد الديون» هي أنه مع التيسير الكمي، يطبع البنك المركزي النقود لتنشيط الاقتصاد، وليس لتمويل الإنفاق الحكومي.

وقال «ريتشارد ديليو فيشر»، رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي في دالاس: «أن الولايات المتحدة تقوم «بتنقيد الديون» من خلال «التيسير الكمي»، مشيرا إلى 600 مليار دولار أمريكي إضافية تم إنشائها للجولة الثانية من التيسير الكمي (QE2)، وبالنسبة للفترة المقبلة، فإن البنك المركزي سوف يقوم بتنقيد الدين الفيدرالي كله»¹.

أي أن السيولة (الأموال النقدية على شكل عملات) في النظام المالي العالمي هي عبارة عن فقاعة خاصة في ظل عدم وجود قيود على التوسع في القاعدة النقدية للبنوك المركزية وأن النظام يقوم بتضخيم نفسه عشرات المرات بفعل خلق الائتمان وأدوات الديون والمشتقات المالية.

إن النظام المالي الحديث يعاني حاليا من مشاكل في هيكل النظام مما يجعل كثير من المتابعين يتوقعون تغييرات هيكلية ستطرأ عليه كي يستطيع الاستمرار، في حين، أن البعض الآخر بدأ يطالب بتغيير قاعدة النظام المالي والرجوع إلى النظام المالي المبني على قاعدة ذهبية.

وهذا ما نادى به العديد من الحكومات المتحالفة مؤخرا، وهم متخوفين من الفقاعة الدولارية، حيث دعت دول البريكس (البرازيل، روسيا، الصين، والهند، وجنوب أفريقيا) في قمتها الأخيرة إلى ضرورة إيجاد نظام نقدي أكثر تنوعا واستقرارا من الدولار كعملة تسوية دولية كما دعت إلى تأسيس بنك مركزي بينهم لتوحيد التسويات التجارية وسمي بنك التنمية الإقليمية².

كما أعلن رئيس البنك الدولي في نوفمبر 2010 «روبرت زوليك» أن: «على مجموعة العشرين أن تفكر في استخدام الذهب كنقطة مرجعية دولية لتوقعات السوق في شأن التضخم والانكماش والقيم المستقبلية للعملة» وهذا يعد بمثابة الوخز الحقيقي -إذا تم- لفقاعة الدولار الأمريكي.

¹ - محمد بن بوزيان وسمية زرار، انتشار عدوى الازمات، مجلة أبحاث اقتصادية، جامعة تلمسان، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص 71.

² - جيمس ريكارد، مرجع سابق، ص 218.

وهنا تكون للفقاعة المالية الأثر الكلي على النظام المالي بأسره من خلال ترابطه، لأن النظام الحديث نظام مترابط لدرجة كبيرة جداً وبشكل عام مبني على الثقة، إن هذا الترابط يؤدي إلى زيادة حدة الارتفاعات (خلق الفقاعات) كذلك يؤدي إلى تعقيد عملية الانخفاضات والهبوط، أي أن إفلاس سلسلة من الحلقة تؤدي إلى إفلاس الآخرين لأن السيولة المولدة للارتفاعات هي سيولة غير حقيقية ناتجة عن طريق الائتمان (الدين أو الدين المركب في معظم الحالات)، لأن انهيار أي فقاعة مالية، يؤدي إلى تشكل ديون معدومة وخسائر لدى البنوك أو إفلاسها، و يوجد لاعبين آخرين سيدخلون في الدوامة مثل شركات التأمين التي تقوم بإصدار صكوك تأمين على الديون لتغطية الديون ودفع قيمتها وفي حال ارتفاع الفاتورة قد ينتهي المطاف بإفلاس شركات التأمين، هاته الإفلاسات ستؤدي إلى موجة هلع وخوف لدى العامة من عدم قدرة البنوك على الالتزام تجاه المودعين مما يؤدي إلى نوبة هلع لدى العامة لسحب ودائعهم، لكن قبل حدوث هذا السيناريو سيتدخل البنك المركزي لضخ السيولة في البنك لطمأنة الأسواق ومنع أي موجات سحب ودائع لأن أي سيناريو لسحب الودائع يعني انهيار في النظام المالي.

عندها البنك المركزي يقوم بنقل الدين من ميزانيات البنوك إلى ميزانية الدولة على شكل ديون سيادية مما يرفع من حجم الدين السيادي، لذلك ترتفع المطالبات اليوم لإيجاد آلية جديدة لفصل عمل البنوك عن الحكومات، حيث أنها تجارية ومع ذلك لا يسمح بأن تسقط لتأثيرها المباشر على النظام المالي، وبالتالي بدلا من معاقبة المقامرين والمراهنين والمضاربين على الأصول الخطرة، يقوم البنك المركزي بمكافئتهم وإنقاذهم على حساب دفع الضرائب ومستقبل الأجيال القادمة.

وبالتالي العالم حاليا يشهد توسع مبالغ فيه للسيولة في النظام المالي القائم على عدم وجود حدود لذلك التوسع وخاصة التوسع الدولار، أي أن العالم يعيش حاليا أكبر من حجمه بمراحل، على فقاعة سيولة غير حقيقية آتية من دين قائم على ثقة، في حال أي هزة بالثقة فأنها تحدد استقرار هذا النظام، وهذا ما يدل على هشاشة النظام وضعف أركانه في ظل اقتصاد الفقاعات المالية.

خلاصة الفصل:

من خلال ما درسناه في هذا الفصل توصلنا إلى أن سياسة التيسير الكمي من أبرز وأحدث الأدوات للسياسة النقدية التقليدية، وأن تطبيقها يكون من طرف البنوك المركزية وقت الأزمات التي تواجهها الدول، إما مالية أو اقتصادية، وأنه لكل دولة اقتصاد خاص بها يخولها لتطبيق هذه السياسة عن غيرها من الدول.

وأن لتطبيق سياسة التيسير الكمي على الدول سلبيات وإيجابيات، وهذا ما لاحظناه في هذا الفصل من خلال تجرتي اليابان والولايات المتحدة الأمريكية.

فبالنسبة لليابان تسببت في إحداث فقاعة في سوق السندات وأحدثت اضطراب في الأسواق المالية، وانها ليست بديلة للإجراءات الصعبة والتي ينبغي اتخاذها للتصدي للأوضاع المالية والاقتصادية السيئة والتي منها التخلص من الأصول السامة، لكنها أسهمت في خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وساعدت المصارف الأضعف في الصمود وقت الصدمات المالية ولم تتسبب في إحداث آثار جانبية سيئة، لأنها لم تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم إلى مستويات غير مقبولة، كما أنها لم تؤثر في معدلات صرف الين الياباني.

وبالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية فمن السلبيات التي واجهتها في تطبيق سياسة التيسير الكمي هي ضخ الكثير من الدولارات في الداخل الأمريكي مما خلق حالة من التضخم، ويمكن للتيسير الكمي خفض أسعار معدل الفائدة بين البنوك بين عشية وضحاها، وبالتالي تشجيع البنوك على قرض المال لدفع فائدة أعلى وجعل الهيئات أضعف من الناحية المالية.

لكن تمكن الفيدرالي خلق نقد جديد للاقتصاد المحلي الأمريكي ساعد على تعجيل حركة الأعمال في الداخل الأمريكي، الأمر الذي حفز الاقتصاد المحلي لإظهار معدلات نمو مميزة، الذي بدوره ساعد لخفض معدلات البطالة ورفع مستويات ثقة المستهلك بشكل كبير.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

تمهيد:

تطرقنا في الفصل السابق إلى الإطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي ، وتوصلنا إلى استنتاج مفاده أن سياسة التيسير الكمي أداة حديثة من أدوات السياسة النقدية الغير التقليدية، والتي كانت اليابان أول دولة قامت بتطبيقها بعد أزمة الكساد التي تعرضت لها، ثم تبعتها الدول العالم الأخرى، وأن لهذه السياسة تأثيرات ايجابية وسلبية على كل دولة كل حسب اقتصادها.

ومن خلال هذه النتيجة وباعتبار الأهمية الكبيرة التي تؤذيها سياسة التيسير الكمي كحل بديل عن السياسات والأدوات الأخرى في حل الأزمات، سلطنا هذا الفصل لدراسة تقييم وآثار سياسة التيسير الكمي، وللوصول للنتائج المرجوة قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الآثار الاقتصادية الناجمة عن سياسة التيسير الكمي.

المبحث الثاني: تقييم سياسية التيسير الكمي بالنظر إلى اختلاف طبيعة الدول

المبحث الثالث: التيسير الكمي في الجزائر.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

المبحث الأول:الآثار الاقتصادية الناجمة عن سياسة التيسير الكمي.

المطلب الاول :أثر سياسة التيسير الكمي على الاستثمارات المالية في الأسواق المالية.

تُعد استثمارات الشراكة بين القطاعين العام والخاص عالية الاستدانة حجر الزاوية المعترف به للنمو الاقتصادي النابض بالحياة ، مع وجود آثار إيجابية على العمالة ، على سبيل المثال. تأثرت استثمارات تمويل مشاريع البنية التحتية بشدة بالانكماش الاقتصادي الحالي في جميع أنحاء العالم.، وهناك انخفاض كبير في الإنفاق على البنية التحتية العامة في الدول الغربية. ، بحيث توجد علاقة ثلاثية بين القطاع العام (تخفيضات في الإنفاق) ، والقطاع الخاص (زادت تكاليف الحصول على خدمة الدين وخدمات منذ فترة الركود) ، ومصارفها الداعمة (غير رغبة في منح رخيصة ائتمان). هذه العلاقة مضطربة بشدة أثناء فترات الركود.

من بين العوامل الرئيسية في استثمارات عالية الاستدانة تكلفة الدين ، التي تتألف من أسعار الفائدة الحقيقية التي تتضمنها المخاطر وأقساط التأمين ، وكلاهما يضاف إلى التضخم المتوقع وذلك للحصول على أسعار الفائدة الاسمية. التضخم في معظم البلدان منخفض بشكل استثنائي ، و هذا يقلل هوامش أصحاب 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 (المصرفية).

تم استخدام التيسير الكمي من قبل البنوك المركزية لتحفيز النمو الاقتصادي ، والذي يؤثر على التضخم (أهداف تصل إلى 2 ٪). وهذا يزيد من هوامش القطاع الخاص واستدامة الديون (مخفضة بالقيمة الحقيقية). بالإضافة إلى ذلك ، يمكن استخدام التيسير الكمي لعودة ضمان استثمارات تعادل القوة الشرائية ، مثل تلك الموجودة في البنية التحتية الاجتماعية الحساسة (المستشفيات والمدارس). وبالتالي ، فإن التكلفة الإجمالية لرأس المال تنخفض ، بسبب الانخفاض في أقساط المخاطرة التي قد تعوض زيادات التضخم. لذلك من المرجح أن تؤثر التيسيرات الكمية في تكوين تكلفة الدين ، من حيث النوعية والكمية. إذا كان أصحاب الامتيازات الخاصة يربحون من التيسيرات الكمية ، فيمكنهم توفير ظروف أفضل لشركاء القطاع العام في الأساس ، يمكن أن تكون التيسيرات الكمية استراتيجية غير رابحة ، وإن كانت غير تقليدية.

التأثير المحتمل للسياسات النقدية غير التقليدية مثل التيسير الكمي على متغيرات المشروع مثل ترشيد رأس المال لكل من البنوك والنظرء العامين، وانخفاض التضخم مع ارتفاع القيمة الحقيقية حيث يترتب على ذلك حساسية ليتم فحص تكلفة الدين لتغيرات التيسير الكمي ضمن إطار تعادل القوة الشرائية الشامل، ينبغي أن

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

يساعد تقاسم تكلفة مدخرات الديون جميع أصحاب المصلحة في تعادل القوة الشرائية، وهذا واضحاً من حيث العطاءات التنافسية التي تبحث عن طرق لتخفيف حدة أزمة الائتمان من خلال إعادة تشكيل تكلفة الديون¹.

إن التحليل لسياسات التدخل المستخدمة من قبل البنوك، سيساعد على شرح التأثير المحتمل للتيسير الكمي على الاستثمارات. مصطلح أسعار الفائدة هو نقطة رئيسية لأي تدخل في السياسة النقدية ، لأن البنك المركزي يتبادل على المدى القصير للسندات طويلة الأجل و قد يقوم البنك المركزي أيضاً بزيادة ملفه الخاص بالمخاطر في حالة استبدال سندات الخزنة منخفضة المخاطر بأوراق مالية مدعومة بالأصول أو سندات المشروع. التخفيض في منحى العائد وتسويته هو نتيجة ثانوية لسياسات التيسير الكمي، وفقاً للبنك المركزي الأوروبي ، فإن انخفاض أسعار الفائدة ومشتريات الأصول الكبيرة يعزز النمو الاقتصادي. و يمكن أن يكون لتخفيف المخاطر عن طريق شراء أوراق مالية طويلة الأجل تأثير مباشر على تكلفة ديون، مما يؤدي إلى تضخم وبالتالي تخفيض تكلفة الدين بالقيمة الحقيقية. قد يمثل هذا أيضاً تريباً (جزئياً) على الجانب السلبي لقواعد بازل 3 ، التي توجه البنوك التجارية الأوروبية بعيداً عن القروض طويلة الأجل وتتطلب معايير رأس مال وسيولة تنظيمية أعلى مع التشديد على المالية العامة، هناك حاجة إلى البنوك السليمة لسد الفجوات في تمويل البنية التحتية و قد يؤدي دور تكميلي من قبل المتخصصين الآخرين على المدى الطويل للمستثمرين ، مثل صناديق التقاعد والصناديق السيادية ، أو شركات التأمين. تنوع تمويل الوسطاء قد يخفف أيضاً من المخاطر النظامية التي تسببها البنوك إلى حد أن السياسة النقدية هي تنتقل من البنك المركزي إلى الحقيقي الاقتصاد ، لا سيما من خلال وسطاء البنوك ، فإنه ينبغي زيادة الكفاءة التخصيصية لرأس المال ، وتخفيف شروط الائتمان وبالتالي يحفز استثمارات البنية التحتية. سلسلة الأحداث هذه هي التي أشعلتها استراتيجيات تعزيز السيولة ، مثل عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (القروض الميسرة للبنوك) ، والودائع السلبية من البنوك إلى البنك المركزي أو التيسير الكمي ، وهذه الطريقة ليست فعالة دائماً ؛ على سبيل المثال ، إذا كان العنصر "المفاجئ" للتدابير غير التقليدية قد تم بالفعل ولم يكن متوقع من قبل السوق. يمكن أن تؤثر التيسيرات الكمية أيضاً على أسعار الصرف ، وعادة ما تنخفض قيمة العملة المحلية و يزيد من التضخم وبالتالي قد يؤثر على أي مشاريع دولية.²

قد تنقل البنوك المركزية حوافز السياسة النقدية الخاصة بها إما إلى البنوك التقليدية أو إلى بنوك البنية التحتية المخصصة ، مثل البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير أو غيرها من المؤسسات المالية طويلة الأجل. تتمتع استثمارات البنية التحتية بملف تعريف مرن للطلب ، مع وجود تغطية مضمنة للتضخم وارتباط قليل بفئات الأصول الأخرى

¹ Roberto 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 .

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.
، مما يوفر تنوع محفظة الأصول لذلك ، لديهم صورة مثالية للمستثمرين من المؤسسات المتخصصة ، خاصة إذا تم
تبنى سياسات نقدية تطلعية ونقلها إلى الاقتصاد الحقيقي.

المطلب الثاني : أثر سياسة التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي.

1. أثره على الاستقرار المالي :¹

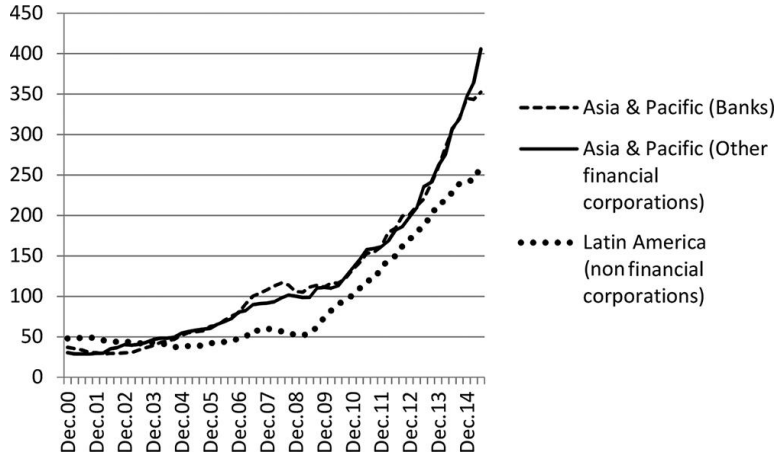
كانت الاستجابة السياسة النقدية للأزمة المالية العالمية إلى جانب تأثيرها على البنوك العالمية أربعة آثار
مهمة يمكن أن تسهم في عدم الاستقرار المالي .
كانت عملية تخفيض الديون التي شهدتها البنوك العالمية والمؤسسات المالية الكبيرة الأخرى مصحوبة
بانخفاض كبير في مستويات ربحيتها. يبين معدل متوسط العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية فعلى سبيل
المثال نرى أن مصارف أمريكا اللاتينية والولايات المتحدة وأوروبا وآسيا للفترتين 2000-2007 و 2010-
2015، أن البنوك الأمريكية والأوروبية عرفت انخفاضاً منهجياً في الربحية لجميع مستويات الأصول التي تم النظر
فيها بين الفترتين السابقتين ، بحيث انخفض العائد على الأصول بالنسبة لبنوك الولايات المتحدة من 1.2 إلى
0.8 وعائد على حقوق المساهمين من 15.5 إلى 7.7 (يمثل انخفاضاً بنسبة 50٪ تقريباً في الربحية). بالنسبة
لأوروبا ، انخفض معدل العائد على الاستثمار من 0.6 إلى 0.2 ومن العائد على حقوق المساهمين من 14.4
إلى 4.9 (يمثل انخفاضاً بنسبة 66٪ تقريباً في الربحية).

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

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

الشكل رقم (02 - 01) : مخزون قضايا الديون الدولية في آسيا والمحيط الهادئ وأمريكا اللاتينية

ومنطقة البحر الكاريبي (ديسمبر 2000 - يونيو 2015).



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

بالنسبة لأوروبا ، حدث أكبر انخفاض في العائد على حقوق المساهمين لأكثر حاملي الأصول (أكثر من 1 تريليون دولار أمريكي)، دفعت هذه الحالة أكبر البنوك (أي البنوك العالمية) إلى البحث عن استراتيجيات بديلة لزيادة مستويات ربحيتها. وبصورة أكثر دقة غيرت إستراتيجيتها التجارية. لقد خفضت البنوك العالمية حاليًا عدد البلدان التي تعمل فيها ، وعدد مكاتبها وفروعها ، ومجموعة متنوعة من المنتجات المالية التي تقدمها فلقد اختاروا أيضاً أن يكون تركيز أعمالهم على الأكثر العملاء الأكثر ثراءً.

ومع ذلك ، في الوقت نفسه ، زادت بعض هذه المؤسسات من ممتلكاتها من الأدوات المالية ذات المخاطر العالية مثل المشتقات التي كانت أساسية لخلق الهشاشة المالية التي وضعت الأساس للأزمة المالية العالمية (2008-2009).

إن تحول Citigroup ، والتغيرات المماثلة في HSBC Holdings Plc وغيرها من البنوك العالمية، لا يتعلق فقط بتخفيض النفقات. بل يتعلق الأمر أيضاً بالبحث عن عوائد أكبر من خلال التركيز على أغنى عملائها من الأفراد أصحاب الثروات الكبيرة والشركات الكبيرة والمستثمرين المؤسسيين ولكن في خدمة هؤلاء العملاء ، قام البنك (Citigroup) بتجميع التداول ، وهو عمل ساعد في تعثره قبل الشركة التي اعتادت أن

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

تحقق معظم أرباحها من الخدمات المصرفية للمستهلكين ، تحصل الآن على الأغلبية من الخدمات المصرفية للشركات والاستثمار، قبل الأزمة العالمية ، كانت نسبة التمويل للنظام المالي هي 62٪ لأكثر من 20 بنكاً (من حيث الأصول) ، وقد ارتفع هذا الرقم إلى حوالي 70٪ في أعقاب الأزمة. ليتم الحصول على نتيجة مماثلة ل 15 أكبر البنوك الأوروبية (التمويل داخل البنوك يمثل 63 ٪ و 68 ٪ من المجموع).

رافقت الأهمية المتزايدة لسوق السندات مع ارتفاع الدين الخارجي للاقتصادات النامية وخاصة آسيا وأمريكا اللاتينية. أنه بين عامي 2008 و 2014 ، ارتفع رصيد سندات الدين الدولية الخاصة بهم من 342 مليار دولار أمريكي إلى 1 تريليون دولار أمريكي ومن 355 دولار أمريكي إلى 800 مليار دولار أمريكي على التوالي. أضافت أهمية سوق السندات الدولية طبقة إضافية من التعقيد إلى النظام المالي من حيث المؤسسات والسلوك وآلية الانتقال من الاقتصاد إلى الاقتصاد الحقيقي. هذا يرتبط بطبيعة الصناعة المالية والنشاط الذي يقوم عليه سوق السندات أي صناعة إدارة الأصول.

تشمل صناعة إدارة الأصول أدوات الاستثمار في هذه الصناعة صناديق الاستثمار المشتركة ، والصناديق المتداولة في البورصة ، وصناديق أسواق المال ، وصناديق الأسهم الخاصة ، وصناديقها إدارة الشركات. تقدر الأصول المدارة تقريباً بأكثر من 90 تريليون دولار أمريكي ، وهو ما يتجاوز الناتج المحلي الإجمالي العالمي (حوالي 78 تريليون دولار أمريكي) ويمثل أكثر من 30٪ من إجمالي الأصول العالمية، تشكل صناعة إدارة الأصول عددًا من المخاطر المهمة على الاستقرار المالي، يمكن تصنيفها في ثلاثة مجالات واسعة: التركيز والترابط، وعدم السيولة، والدورية.

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

2. أثره على الاستقرار الاقتصادي.¹

تأثير التيسير الكمي لا يظهر في تلك المؤشرات التقليدية للفقاعات. حيث لا تزال الاقتصاديات المتقدمة في مرحلة تخفيض الديون حيث يظهر في معظم البلدان التي لا تشهد أسواق الإسكان ازدهاراً كبيراً. أن السياسة النقدية التوسعية تظهر في طفرة أسعار الأصول مدفوعة بالسيولة. ويلاحظ ذلك بوضوح في أسواق السندات، التي

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.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

يتم تحفيزها بشكل مباشر وغير مباشر عن طريق شراء الأصول على نطاق واسع للبنوك المركزية. على الرغم من أنه يصعب تحديد فقاعات أسعار الأصول، إلا أن هناك أدلة على تكوين الفقاعة أسواق السندات من عوائد السندات وهوامش المخاطرة المنخفضة تاريخياً، في حين أن مستويات الديون مرتفعة باستمرار في العديد من البلدان، وكذا عائدات السندات الحكومية في العديد من البلدان تقل بوضوح عن مستويات التوازن الأساسية. هذا الاختلال ناتج عن طلب قوي على الأصول السائلة عالية الجودة، مما أدى إلى علاوة مخاطرة سلبية على السندات الحكومية الصادرة من الدول ذات التصنيف العالي، بحيث ارتفعت أسعار الأسهم أيضاً منذ عام 2012 مدفوعة بالبحث العالمي عن العائد. أثارت الطفرة في سوق الأوراق المالية نسب الأرباح في منطقة اليورو والولايات المتحدة فوق مستويات المتوسط على المدى الطويل.

نظراً لأن تقييم العديد من الأصول يستند إلى عائدات السندات الحكومية ، فإن اختلالها له آثار بعيدة المدى على أسعار السوق المالية. وتضخم تقييمات الأصول بمعدلات خصم منخفضة (خالية من المخاطر) ، بينما تحفز عوائد السندات المنخفضة البحث على نطاق واسع عن العائد، يعزز التيسير الكمي سلوك المخاطرة من خلال تأثيرات إعادة توازن المحفظة. إن عائدات السندات الحكومية المنخفضة لها تأثير كبير على الأسواق المالية ، حيث تزرع بذور الفقاعات في العديد من فئات الأصول. يؤدي هذا إلى عكس ظروف السوق الموازية التي قد تكون أكثر تكلفة من انفجار فقاعة ائتمانية تقليدية ، والتي عادة ما تكون ذات طبيعة محلية (والتي لا تستبعد أن يكون لفقاعات الائتمان المحلية آثار أوسع نطاقاً). قد يواجه المستثمرون خسائر التقييم عبر مجموعة كاملة من الأصول. هذا سوف يتفاعل سلباً مع الديون ويذهب مع الثقة السلبية وآثار الثروة. على طول هذه القنوات ، سوف يستمر في النمو الاقتصادي والتضخم ، وهو الشيء نفسه الذي تحاول سياسة التيسير الكمي تحفيزه.

المطلب الثالث : أثر سياسة التيسير الكمي على الجانب الاجتماعي.

يشير الوضع الكلي الحالي إلى انقسام 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 المخصومة. يعتمد الدخل المتراكم على العمالة على تدفقات النفقات التي تتأثر بشكل غير مباشر بسياسة بنك الاحتياطي الفيدرالي. كما لوحظ ، أن الشركات المالية تجني الأرباح من خلال النظرية النقدية للإنتاج. كما لاحظ آدم سميث ، أنه يجب تعميم رأس

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

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 كينز العامة على أن النظرية النقدية للإنتاج. تعتمد على إيرادات المبيعات ، والمبيعات تعتمد على الطلب. بمعنى آخر ، بالنسبة للشركات لإنتاج 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 مطروحًا منها التكاليف المتغيرة. يشير الدخل المحتمل إلى أن أسعار الأصول تخضع للأرواح الحيوانية، والتي تتأثر إلى حد كبير بتدفقات الدخل الحالية ، فإن انتشار تدفقات الدخل التي تقل عن التدفقات النقدية التي تخدم خدمة الدين تؤدي إلى انخفاضات. بحيث يصبح غير قادر على الاقتراض، مما يضطر المدينون لتصفية 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 النحفيز، 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 قدرًا من الأمان لا تتمتع به الصناعة أو العمل يكمن مصدر هذا الظلم جزئيًا، 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.

نظرًا 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. ينص مدأ الفرق في راولز

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

على أن "عدم المساواة في الدخل والثروة يجب أن يتم ترتيبهما لتحقيق أكبر فائدة للفئات الأقل حظاً، التيسير الكمي يزيد من عدم المساواة، وبالتالي يستفيد الأكثر حظاً. 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 بالنظر إلى اختلاف طبيعة الدول.

لقد اعتمدت العديد من دول العالم سياسة التيسير الكمي كأحد الحلول للخروج من الأزمات التي عصفت باقتصادياتها خلال فترات زمنية ومن خلال هذه التجارب يمكننا أن نحاول تقييم هذا الإجراء بالنسبة للدول المتطورة ومن جهة أخرى على الدول النامية التي يعرف اقتصادها عجزاً كبيراً.

المطلب الأول: تقييم سياسة التيسير الكمي بالنسبة للدول ذات العملات الصعبة.

كان الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي قبل سنة 2008 يمنع بموجب القانون أن يمنح فوائد على احتياطات البنوك التجارية لديه، غير أن الأزمة المالية عجلت بصور قانون يسمح بذلك، وهو ما جعل البنوك تزيد من هذه الاحتياطات، ومن خلال مراحل التيسير الكمي استخدم الفيدرالي هذه الأداة لتوجيه أهداف السياسة النقدية إلى الهدف الرئيسي وهو رفع معدلات النمو من خلال الإقراض، هذا حيث قام الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض معدلات الفائدة على احتياطات البنوك والمؤسسات المالية إلى مستويات متدنية، وهو ما جعل البنوك والمؤسسات المالية تعزف عن زيادة هذه الاحتياطات وتوجه أموالها إلى الإقراض.

تجدر الإشارة إلى أن الاحتياطي الفيدرالي أصبح يستخدم هذه الأداة بشكل عكسي منذ جويلية 2017، بمعنى رفع هذه المعدلات بشكل يسمح بامتصاص الكتلة النقدية الزائدة، التحكم أكثر في معدلات التضخم، خاصة في ظل وصول سياسة التيسير الكمي لأهدافها وارتفاع أسعار الفائدة ومعدلات النمو وانتعاش التشغيل، وهو الذي يقوده إلى البدء في العملية العكسية وهي إطفاء القيود أو التشديد في السياسة النقدية.

من بين الأسباب المباشرة لعدم تأثير التيسير الكمي على معدلات التضخم هو نجاح هذه السياسة في إنعاش الاقتصاد الأمريكي، وذلك من خلال ترك مصيدة السيولة ورفع أسعار الفائدة، وهو ما نتج عنه زيادة في الاستثمارات المنتجة من جهة، ومن جهة أخرى انتعاش الأسواق المالية من خلال النشاط الكبير لسوق السندات المغطاة والمدعومة بالرهون العقارية، وكذا أسهم الشركات المستفيدة من هذا التمويل (الشركات المصدرة لهذه

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

السندات)، ولعل ذلك ما أدى إلى وجود علاقة موجبة بين مكاسب مؤشر Jones Dow وعمليات شراء السندات في QE، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (02 - 02): تأثير سياسة التيسير الكمي على مؤشر Jones Dow الصناعي.



المصدر: Data Economic Fred

ويوضح الشكل أنه وخلال كل مرحلة من مراحل التيسير الكمي يصاحبها انتعاش في مؤشر داوجونز الصناعي بشكل مباشر، وهو ما يعني استدانة سريعة للسياسة النقدية على الأسواق المالية، ونعزو ذلك إلى حالة الثقة التي صاحبت السياسة، بالإضافة إلى تعافي المؤسسات المالية الكبرى التي تمول القطاع العقاري من خلال حصولها على التمويل اللازم اعتماداً على ارتفاع أسعار أصولها (القروض المغطاة بالرهون العقارية الناتجة عن عملية التوريق). هذا بالإضافة إلى معدلات النمو في الاقتصاد الأمريكي المصاحبة لمراحل التيسير الكمي والموضحة في الجدول الموالي:¹

الجدول رقم (01-02): معدلات النمو في الاقتصاد الأمريكي خلال مراحل التيسير الكمي.

¹ Amanda A. Schaible, Quantitative Easing's Effect on Shadow Banking: Have Federal Reserve Purchases Caused a Collateral Shortage in the Repurchase Agreement Theses, Claremont Colleges, 2014, p6

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

الفترة	حجم عمليات QE مليار دولار	معدل النمو
2008	/	-8.2
2009	1025	9,3%
2010	700	9,3%-6,4%
2014-2012	600	6,4% - 2,5%

ويوضح الجدول أن هناك علاقة طردية بين عمليات الشراء التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ومعدلات النمو في الاقتصاد الأمريكي، حيث عرفت أعلى معدلات في السنوات التي طبقت فيها عمليات الشراء، حيث استلزم رفع معدلات النمو من -8.2 إلى 9,3 تطبيق عمليات شراء أصول بقيمة 25,1 ترليون دولار في QE1، وللمحافظة على معدلات قوية نسبياً تم إطلاق QE2 و QE3، حيث بدأ QE3 في 13 سبتمبر 2012 واستمرت حتى نهاية مجموعة البيانات في مارس 2013. هذه الجولة من التيسير الكمي جبرت مجلس الاحتياطي الفيدرالي شراء كل من الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري وسندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل، والجدير بالذكر أنه حتى خلال هذه الفترات تم تسجيل معدلات منخفضة بشكل كبير في بعض السداسيات، غير أنه ومع انتهاء المرحلة الثالثة احتفت هذه المعدلات تماماً وبقيت المعدلات موجبة، ما يدعونا للقول أن هذه السياسات كانت ناجحة بشكل كبير في الو.م.أ وحقت الأهداف المسطرة.¹

يبدو أن التأثيرات على عائدات السندات قد ضعفت على إعلانات التيسير الكمي اللاحقة هذا لا يعني بالضرورة أن الكمية يخضع التخفيف إلى انخفاض العوائد، بحيث يصبح أقل فعالية في الأحجام الكبيرة بدلاً من ذلك، ربما لم تكن العوائد قد تحركت بنفس القدر استجابةً للإعلانات اللاحقة لأن المشاركين في السوق بدؤوا في توقع جولات جديدة من التيسير الكمي اعتماداً على توقعات التضخم والنمو فمثلاً حلت الإعلانات غير المتوقعة من قبل بنك إنجلترا حول التغييرات في توزيع أجل استحقاق مشتريات السندات ونجد أن عمليات شراء الأصول داخل قطاع استحقاق معين ارتبطت بتخفيضات مماثلة في العائدات بموجب كل من QE1 و QE2 وحاولت الأدبيات أيضاً تسليط الضوء على القنوات التي من خلالها أثر التيسير الكمي في المملكة المتحدة على عوائد السندات الحكومية، حيث إن توقع معدلات طويلة الأجل لم ينخفض كثيراً استجابة لطالبي تطبيق التيسير الكمي، لذلك يبدو أن انخفاض عائدات السندات يرجع في الغالب إلى الانضغاط في مصطلح premia. على النقيض من ذلك وجد تحليل autogression vector أن التيسير الكمي كان له تأثير ضئيل على العائدات، في حين أنه حفز الاقتصاد من عدم اليقين في تجاوزت آثار التيسير الكمي على الأسواق

¹ حمزة رملي، التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض هل يتعلق الأمر بالتيسير الكمي؟، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 4 العدد 1، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، الجزائر، جوان 2018، ص 230-231.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

المالية والتأثير على عوائد السندات الحكومية، فالعثور على أدلة أن صناديق التقاعد وشركات التأمين استجابت لتخفيض عائدات السندات الحكومية من خلال زيادة حيازاتها من سندات الشركات وهذا مما أدى إلى انخفاض عائدات الشركات، علاوة على ذلك يبدو أن التيسير الكمي أدى إلى انخفاض قيمة الجنيه البريطاني، بدلاً من ذلك، كان من الصعب تقييم الآثار المترتبة على أسعار الأسهم، وكان للتيسير الكمي أيضاً تأثيرات قليلة على الإقراض المصرفي لأن البنوك البريطانية كانت ذات رأس مال ضعيف وتحاول تقليص الرصيد، أما فيما يتعلق بتداعيات التيسير الكمي على النمو والتضخم نجد العديد من الآثار الإيجابية وتعتمد معظم الأوراق على التقديرات الذاتية للاتجاهات التي تتبع ردود الاقتصاد على زيادة مشتريات الأصول من قبل البنك المركزي أو إلى انخفاض معين في عائدات السندات الحكومية، وتختلف التقديرات اختلافاً كبيراً بين الدراسات، حيث زاد معدل التيسير الكمي 1 في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بين 1.5 إلى 3% ويزيد التضخم بين 1.5 و 4%.

أخيراً، كثرت الأدلة حول مدى تقييم التوجيه الأمامي للمملكة المتحدة حيث كان محدوداً للغاية، وأظهر فيلاردو وهوفمان 2014 أن إعلانات التوجيه في تطبيق التيسير الكمي عامي 2013 و 2014 لم تؤدي إلى انخفاض في المعدلات المستقبلية المتوقعة أو في عائدات السندات الحكومية، ومع ذلك يبدو أن التوجيه الآجل قد قلل من تقلب أسعار الفائدة المستقبلية المتوقعة ومن المحتمل أن يكون قد ساهم في الحفاظ على معدلات الفائدة المتوقعة منخفضة، على الرغم من نمو الناتج المحلي الإجمالي المطرد في عام 2014.¹

لفهم التحديات التي واجهتها السياسة النقدية في اليابان خلال الأزمة المالية العالمية، من المفيد مراجعة تاريخ اليابان الاقتصادي السابق في أوائل التسعينيات حيث واجهت اليابان اختياراً في أسعار العقارات والأسهم وأدى ذلك إلى ضغوط انكماشية قوية حاول بنك اليابان موازنتها من خلال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية الرائدة وبعد رفع أسعار الفائدة إلى الصفر في عام 1999، في عام 2001، شرع بنك اليابان في تنفيذ برنامج تيسير كمي بقيمة 35 تريليون ين ياباني في مواجهة تحسن التوقعات الاقتصادية، في عام 2006 خرج بنك اليابان من التيسير الكمي وزيادة أسعار الفائدة في السياسة، ومع ذلك ظل التضخم حول مستوى الصفر مما أثار مخاوف من أن بنك اليابان لم يقدم ما يكفي من الحوافز النقدية ولم يكن ملتزماً بتعزيز الاقتصاد.²

أدى إعلان بنك اليابان في عام 2010 لبدء برنامج جديد لشراء الأصول والحفاظ على أسعار الفائدة عند مستوى الصفر إلى انخفاض طفيف في عائدات السندات الحكومية، بحوالي 10 نقاط أساس عند استحقاق 10 سنوات، ومع ذلك استمر الانكماش وبقيت توقعات التضخم على حالها إلى حد كبير، ولم ينخفض سعر

¹ Amanda A. Schaible، ، IPid، P: 12.

² Ito، Takatoshi، and Frederic S. Mishkin، “Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem.” In Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim، 2006، pp:131–132.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

صرف الين، حيث كانت الاستجابة الصامتة للتضخم على الأقل في جزء منها تعكس مصداقية محدودة في مكافحة الانكماش الذي اكتسبه بنك اليابان خلال العقود الماضية ربما تعزز هذا التصور من خلال حقيقة أن عمليات شراء الأصول قد تم زيادتها بكميات صغيرة تبلغ حوالي 5 تريليون ين لكل منها خلال العديد من الإعلانات اللاحقة وكان التوجيه إلى الأمام للحفاظ على معدلات منخفضة، حتى التراجع في معدلات التضخم غير فعال إلى حد كبير بسبب الضغوط الانكماشية الراسخة، إذا كان من المتوقع أن يعاني الاقتصاد من الانكماش لفترة طويلة، فإن الوعود بالإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة إلى أن تصبح نقطة بعيدة في المستقبل عندما يزيد التضخم في نهاية المطاف كان غير فعالة إلى حد كبير لتحفيز الإنتاج الحالي والتضخم.¹

نشطت جهود بنك اليابان لتوفير الحوافز النقدية، حيث كان للقرار الذي اتخذ في جانفي 2013 بتبني هدف بلوغ معدل 2% للتضخم، معززة بإعلان برنامج QQE1. على الرغم من توقع المشاركين في السوق بالفعل لتدابير جديدة للتيسير الكمي، فقد أدى الإعلان عن مثل هذا البرنامج الواسع النطاق إلى مزيد من الانخفاض في العائدات طويلة الأجل بحوالي 11-14 نقطة أساس.

فيما يتعلق بتقييم التأثيرات النهائية لـ QQE1 على الإنتاج والتضخم، فإن تحديد الهوية يمثل تحديًا كبيرًا لأن الحكومة سنت حافزًا ماليًا مصاحبًا كجزء من ما يسمى برنامج "Abenomics". ومع ذلك، تميل التحاليل التي تستخدم الانتهاكات الذاتية المتجه إلى إيجاد تأثيرات إيجابية، وإن كانت معتدلة على كل من التضخم والإنتاج وارتبط QQE1 أيضا مع زيادة في أسعار الأسهم وانخفاض عائدات سندات الشركات. كان التأثير على سعر الصرف هامشيًا. على الرغم من الحجم الاستثنائي لعمليات شراء الأصول، فشل QQE1 و QQE2 في تحقيق زيادة مطردة في التضخم حيث تزداد توقعات التضخم على المدى الطويل إلى حوالي 1% فقط علاوة على ذلك انخفض التضخم مرة أخرى إلى الصفر في عام 2015، مما يتحدى نية بنك اليابان لتحقيق هدف 2% بحلول ذلك الوقت (كما أعلن في إطلاق QQE1 وقد جدد هذا المخاوف من أن يكون هدف التضخم غير ذي مصداقية بالنظر إلى العقلية الانكماشية الراسخة).²

فيما يتعلق بتقييم مدى تأثير أسعار الفائدة السلبية، أدى إعلان اليابان في عام 2016 إلى تحول هبوطي في منحنى العائد الذي دفع عائدات 10 سنوات إلى ما دون الصفر وأدت أسعار الفائدة السلبية أيضًا إلى انخفاض معدلات الودائع والإقراض، ومع ذلك كان من الصعب تحديد التأثير على الناتج المحلي الإجمالي

¹ Shirai، Sayuri. 2017. **Mission Incomplete: Reflating Japan's Economy**. Asian Development Bank Institute ،PP:203.204

² Hausman، Joshua K.، and Johannes F. Wieland، "Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook." Brookings Papers on Economic Activity no. 1، pp. 41.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية. والتضخم، ويبدو أن المعدلات السلبية قد فرضت المزيد من الضغوط على ربحية العديد من البنوك الإقليمية في اليابان.¹

المطلب الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي بالنسبة للدول النامية.

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، فضلا عن تزايد الضغوط التضخمية، مع تراجع قيمة الدولار.²

كانت السنوات مابين 2008-2014 فترة مهمة ومثيرة للاهتمام لسياسة الاقتصاد الكلي في كل من البلدان المتقدمة والبلدان الناشئة. في الولايات المتحدة، صدرت سلسلة من السياسات الاقتصادية في محاولة للتغلب على الأزمة المالية العالمية لعام 2008. والأهم من ذلك هو السياسة النقدية غير المسبوقة لمجلس الاحتياطي الفيدرالي في شراء الأصول على نطاق واسع، والمعروفة باسم التيسير الكمي (QE) نتج عن هذه السياسة تدفقات رأس المال إلى الخارج، ومعظمها من استثمارات المحافظ إلى بلدان الأسواق الناشئة، حيث شجعت معدلات الفائدة المنخفضة في الولايات المتحدة الاقتراض والنفقات المستحقة في هذه البلدان، نتيجة لذلك حفزوا النمو الاقتصادي بزيادة نشاط القطاع المالي، وتسبب في ارتفاع أسعار الصرف إلى جانب الطلب الكبير في الصين على صادرات السلع من إندونيسيا حيث ساهمت التيسيرات الكمية في طفرة السلع وسرعان ما حققت عائدات استثمارية عالية مما عزز من تفاؤل المستثمرين وجذب المزيد من استثمارات المحافظ، لكن هذه الظروف لم تدم طويلا وفي مايو 2013 ومع تحسن الاقتصاد الأمريكي، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي في الحديث عن إمكانية إنهاء التيسير الكمي أو الاستفادة من برنامج شراء السندات، كان لهذا الحديث المستنير تأثير كبير على العديد من البلدان النامية الأعضاء بما في ذلك إندونيسيا والهند، وقد نتج عن ذلك تدفقات رأس المال الخارجة من بلدان الأسواق الناشئة إلى البلدان المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة وفي جويلية 2013 ضعفت أسعار الصرف وأصبحت أسواق الأسهم والسندات في الأسواق الناشئة بأزمة تُعرف هذه السلسلة من الأحداث الآن باسم "taper tantrum"

¹ Giovanni Dell’Ariccia، Pau Rabanal، Damiano Sandri، “Unconventional Monetary Policies in the Euro Area، Japan، and the United Kingdom.” Hutchins Center Working Paper، October 2018، pp:17

² صاري علي، تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات، الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد 5، جامعة سوق أهراس، الجزائر، ص 176.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

TT" على الرغم من أن TT لم يؤد إلى أزمة، فقد جعل صناع السياسة والشركات المالية يشعرون بالقلق من أن هناك خطر وشيك.¹

تقدم النظرية الاقتصادية إرشادات حول خيارات السياسة العامة لإدارة الاختلالات الخارجية وتقلب تدفقات رأس المال لكنها أقل فائدة بشأن كيفية تنفيذ هذه الخيارات خاصة في البلدان المتوسطة الشريحة، حيث غالباً ما يكون تاريخ الاقتصاد الكلي أقل رسوخاً منها في بلدان السوق المتقدمة مثل الهند، تمكنت في السنوات الأخيرة من إدارة عجز مالي وحساب جاري أكبر بكثير من إندونيسيا. تجنبت الهند الأسوأ في الأزمة المالية الآسيوية في 1997 - 1998 - على عكس إندونيسيا - لذا كان سوقها المالي أقل تقلباً من إندونيسيا (ربما أيضاً لأن حساب رأس المال في الهند أقل انفتاحاً من حساب إندونيسيا ولا يسمح لرأس المال بالخروج بهذه السرعة). ويعزز نطاق الخبرات في مجال التيسير الكمي الحاجة إلى دراسة حالة لكيفية تفاعل البلدان مع الاختلالات الخارجية وتقلب تدفقات رأس المال، فالهند وإندونيسيا نظراً لأن كليهما قد نجح في إدارة TT ، على الرغم من الاختلافات الاقتصادية الكلية بينهما، حيث يمكننا القول بان الجمع بين سياسة بنك الاحتياطي الفيدرالي للتيسير الكمي والعجز الكبير في الحساب الجاري في البلدان المتوسطة الناشئة من أجل خلق عدم استقرار في الاقتصاد الكلي، يمكن أن تكون الدروس التي تعلمتها الهند وإندونيسيا خلال فترة التدريب العملي ذات صلة بالنسبة إلى البلدان النامية الأعضاء لأنها تواجه تطبيع السياسة النقدية للولايات المتحدة وخاصة بالنسبة لإندونيسيا، في نهاية دورة السلع الأساسية الفائقة، قد تكون أيضاً ذات أهمية ل صانعو السياسة في EMC يستعدون لمواجهة الزيادة المتوقعة في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة .

أظهر صندوق النقد الدولي (2014) أن TT كان له آثار مختلفة على النمو الاقتصادي وأسعار الصرف ونشاط سوق الأسهم والسندات في مختلف البلدان، حيث شهدت مجموعة واحدة من البلدان - البرازيل والهند وإندونيسيا وجنوب إفريقيا وتركيا - أسوأ الآثار، وتمت تسميتها لاحقاً باسم "Fragile Five" لتواجه الضغوط في أسواقها المالية، وتعهدت هذه البلدان بمجموعات مختلفة من سياسات الاقتصاد الكلي. ومن بين الخمسة، تعاملت إندونيسيا والهند مع المشكلة في أقصر وقت (حوالي سبعة أشهر) وحققت استقرار في الاقتصاد الكلي، كما يتضح من انخفاض عجز الحساب الجاري واستقرار أوضاعهما أسواقها المالية، وعادت تدفقات رأس

¹ Nehru, Vikram, 'Manufacturing in India and Indonesia: Performance and Policies', Bulletin of Indonesian Economic Studies, 2013, PP: 35-60.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

المال إلى إندونيسيا في أوائل عام 2014 وذكر صندوق النقد الدولي في 2015 أن اندونيسيا تعاملت مع TT بشكل جيد.¹

منذ منتصف عام 2013، اتخذت إندونيسيا خطوات مهمة لتعزيز المخزونات الاحتياطية للسياسات والاحتياطيات بمساعدة من مصداقية السياسة وعوامل الدفع العالمية، حيث كانت التدفقات الخارجية إلى إندونيسيا داعمة خلال الـ 18 شهرًا الماضية، ثم انتعشت أسعار الأسهم في النصف الأول من عام 2014 بالنسبة لمعظم اقتصاديات الأسواق الناشئة، استقرت عائدات السندات الحكومية مع وجود سوق للدخل الثابت مدعوم بتدفقات أجنبية قوية، مما أدى إلى زيادة الاحتياطيات وساعد في الحفاظ على الروبية مستقرة نسبيًا مقابل الدولار الأمريكي.

وكما فعل البنك الدولي 2014 بالنسبة للهند، ذكر صندوق النقد الدولي 2014 خلال الأشهر الأربعة الماضية، أدت مجموعة من تحسين الظروف الخارجية وجهود السياسة الداخلية إلى تهدئة الأسواق خارجيا، كما تحسنت الأسواق المالية العالمية حيث قرر بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عدم المضى في تخفيض مشترياته الشهرية من الأصول على الصعيد المحلي، وقام البنك المركزي بزيادة سعر الصرف والتدخل في أسواق العملات الأجنبية من خلال تقديم مقايضات بالدولار الأمريكي لشركات النفط والبنوك، مما أدى إلى تدفقات ودائع كبيرة غير مقيمة في الهند على الجبهة المالية، وتم تنفيذ تدابير لمواصلة رفع أسعار الديزل، وتقليص الخسائر المالية للوحدات الكهربائية الحكومية، واحتواء الإنفاق الحكومي المركزي مع تخفيف الضغوط الخارجية، تمكنت الحكومة من الاسترخاء في الخطوات السابقة المتخذة لتشديد السيولة وعكس جزئيا القيود المفروضة على تدفقات رأس المال.²

المبحث الثالث: التيسير الكمي في الجزائر

ارتأينا في هذا المبحث إلى التطرق لأهم الظروف الاقتصادية لتطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر وكذا موقف صندوق النقد الدولي من هذه السياسة النقدية الغير تقليدية بما فيها من عملية طبع النقود ومدا تأثيرها على الإقتصاد الجزائري وأهم الإصلاحات التي يجب تطبيقها خلال هذه المرحلة

¹ Ahmed, Shaghi, Brahma Coulibaly, and Andrei Zlate, 2017, 'International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?', Journal of International Money and Finance, pp:52-133.

² M. Chatib Basri, 'India and Indonesia: Lessons Learned from the 2013 Taper Tantrum', Bulletin of Indonesian Economic Studies, 2017, pp138-139.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

المطلب الأول:الظروف الاقتصادية لتطبيق التمويل غيرالتقليدي في الجزائروموقف صندوق النقد الدولي منه

1.الظروف الاقتصادية لتطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر

قبل التطرق إلى التمويل غير التقليدي في الجزائر سنبين أهم الفروق بين التمويل غير التقليدي في ظل قانون 10-17 والتيسير الكمي، حيث عرفت فترة إعلان الحكومة الجزائرية عن مشروع قانون لعديل قانون النقد والقرض جدلا كبيرا، وردت الحكومة من خلال الوزير الأول و وزير المالية بجملة من المبررات، أهمها أن هذه السياسة يتم انتهاجها من قبل الو.م.أ وانجلترا... إلخ، وقد أكد وزير المالية صراحة على أن هذه السياسة هي التيسير الكمي وهو أحد أسباب بحثنا في هذا الموضوع، ومحاولتنا لمعرفة أهم الفروق .

أ- أوجه التشابه:

إن التحليل النقدي للتيسير الكمي المطبق في الو.م.أ وعملية تمويل الخزينة العمومية من قبل بنك الجزائر وفقا لما جاء في قانون 17/10 يجعلنا أمام سياستين حتى وإن كانتا مختلفتين تماما فإن لهما أوجه تشابه يمكننا تلخيصها فيما يلي:

✓ الفلسفة النظرية:

حيث تنشأ كلتا السياستين من منطلق اقتصادي نظري واحد تقريبا وهو النظرية الكينزية، والتي تركز على الدور الذي يمكن أن تلعبه الحكومة في ظل الأزمات، وذلك من خلال إحداث تغييرات في السياسة النقدية يمكنها أن تؤثر على معدلات النمو، هذا بالإضافة إلى النظر إلى التضخم على أنه ظاهرة ثانوية، وهو عكس ما يراه النقديون، والذين يعتبرون أن التضخم ظاهرة نقدية، ورغم التشابه إلا أن هذا الأمر ينطبق في حالة الجزائر أكثر، وذلك بالنظر إلى التفاوت في درجة استقلالية البنك المركزي في الدولتين، وبالعودة إلى الو.م.أ، يمكننا لمس التوجه الكينزي بشكل كبير من خلال جهود الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في معالجة الأزمة من خلال مساعدة مؤسسات كبرى كانت مشاكلها من أسباب تفاقم الأزمة، وقد راج هذا الاتجاه بشكل كبير وأصبح التعامل مع هذه المؤسسات على أنها أكبر من أن تفلس، ويعبر هذا المصطلح عن أكبر المصارف في الو.م.أ والتي ستؤثر كثيرا على الاقتصاد الأمريكي في حال إفلاسها، وتعرف الشركة الأكبر من أن تفلس على أنها: شركة كبيرة ومعقدة تتطلب تعاملًا خاصًا لتقليل مخاطر إفلاسها وإبقائها في النشاط، أو معالجات سريعة من قبل الحكومة في حين آلت إلى الإفلاس فعلا، وبالتالي فعملية إنقاذها هي التوجه السليم من قبل الحكومة، غير أن هذا المبدأ في الحقيقة أدى إلى انفلات مالي في هذه المصارف خاصة بالنسبة لبنك ليمان برادرز، ومن أهم الشركات الأمريكية التي تعتبر اليوم "أكبر من أن تفلس نجد في الجزائر، وبالنظر إلى الموضوع من هذه الناحية، يمكن القول أنه يتم

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.
التعامل مع "أكبر من أن تفلس"، لكن المعني هنا هو الخزينة العمومية خاصة إذا رجعنا إلى تصريحات الوزير الأول عند حديثه عن تسديد الأجور لشهر نوفمبر 2017.

✓ النهج النقدي لحل الأزمة والسياسة التوسعية:

إذا عدنا إلى أسباب الاعتماد على سياسات كطبع النقود والتيسير الكمي سنجد أنها سياسات حل أزمت مالية، فهناك ركود كبير في الاقتصاد ودخول في مصيدة السيولة في الجانب الأمريكي، ومن الجانب الجزائري نجد أزمة نقص تمويل في الاقتصاد ناتجة عن انخفاض عوائد البترول، والملاحظ كذلك أن هناك توافق في نوع السياسة المستخدمة لحل الأزمة، وهي السياسة النقدية، وذلك عن طريق التأثير على معدلات الاستثمار والتشغيل والنمو من خلال الأدوات النقدية، ففي الو.م.أ كانت الوسائل هي أسعار الفائدة الإسمية والعوائد على السندات المغطاة بالرهون العقارية، وكذا الاحتياطات المصرفية، وفي الجزائر يتم الاعتماد على حلول نقدية كذلك من خلال تغطية عجز الخزينة العمومية من خلال إصدارات نقدية توجه إلى زيادة النمو، غير أنه في المقابل تعمل الحكومة على تخفيض نفقات الخزينة بشكل كبير من جهة، ومحاولة إيجاد روافد أخرى للعملة الصعبة من خلال تشجيع الإنتاج المحلي من جهة أخرى لتخفيف العجز هذا بالإضافة إلى كون كلتا السياستين تدرجان في خانة الأساس النقدي في الو.م.أ، ومن السياسات النقدية التوسعية، التي تزيد من الكتلة النقدية المتداولة في الجزائر.

✓ سياسات محددة بمدة زمنية :

يلاحظ من خلال تحليل التيسير الكمي في الو.م.أ أنه تم عبر ثلاث مراحل Q1، Q2، Q3، فعلى الرغم من حجم الخسائر الكبيرة التي تكبدها الاقتصاد الأمريكي إلا أن الاحتياطي الفدرالي قسم عمليات الشراء إلى مراحل يفصل بينها فترات يقوم فيها بالمحافظة على حجم الزيادة في ميزانيته من خلال إعادة استثمار الأموال المتأتية من الأصول المستحقة في شراء أخرى (عملية استبدال)، ولعل الأمر يتعلق بمحاولة قراءة مدى استيعاب السوقين النقدي والمالي للعملية من جهة، ومن جهة أخرى تحليل نتائجها في حالة الجزائر، يتم طبع النقود بشكل استثنائي ومشروط بمدة زمنية قدرها 5 سنوات غير أن المهم هنا هو الكمية المصدرة من النقود وليس المدة التي اشترطت للعملية وعليه يمكن القول أن هناك تشابه من حيث تسقيف عملية طبع النقود في الجزائر وعمليات التيسير الكمي في الو.م.أ بفترة زمنية لا بسقف إصدار أو شراء.

ب- أوجه الاختلاف:

رغم وجود جوانب متشابهة بين سياسة التيسير الكمي والتمويل غير التقليدي في الجزائر إلا أن هناك اختلافات كبيرة تقنيا في الواقع، وهو ما يجعلنا أمام اختلاف في النتائج لا محالة، ويمكن إجمال أهم أوجه

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

الاختلاف في أربع جوانب مهمة وهي: اختلاف في هيكلية الأزمة، اختلاف في واقع الإصدار النقدي، اختلاف في الأهداف وفي الأخير اختلاف في الميكانيزمات المستخدمة وإقبال العملية.

✓ هيكلية الأزمة:

يظهر الاختلاف هنا جليا من خلال تحليل مسببات وأثار الأزمة في الحالتين والتي أدت إلى تبني مثل هذه السياسات، حيث نجد أن مراحل التيسير الكمي جاءت لإنعاش اقتصاد لا يعاني من نقص في التمويل بل في مصيدة السيولة، بمعنى أن السياسة جاءت لتحريك هذه السيولة وتنشيط الوساطة المالية لتحفيز الاستثمار والنمو، بينما في الجزائر الأمر يتعلق بأزمة سببها الأساسي هو عدم قدرة الخزينة العمومية على تمويل نفقاتها، وذلك نتيجة اعتمادها على عوائد البترول التي انخفضت بانخفاض أسعاره، وإذا كان تمويل النفقات الداخلية يمكن أن يتم ضمانه من خلال التمويل غير التقليدي، فالتساؤل الكبير هو كيفية ضمان تمويل اللواردات، خاصة في ظل في ضعف الجهاز الإنتاجي المحلي وعدم القدرة على إحلال اللواردات.

✓ واقع الإصدار النقدي:

لعل من أهم الاختلافات على الإطلاق بين السياستين هو مفهوم الإصدار النقدي من طرف البنك المركزي حيث سبق وأن أشرنا إلى أن التيسير الكمي لا ينطوي على عملية طبع للدولار بل اعتمادا على Multiplier Money، ولعل ذلك هو السبب الرئيسي لعدم تأثر معدلات التضخم بهذه السياسة على ضخامتها، غير أن الأمر في الجزائر يتعلق بطبع (فيزيائي) للنقد يتم من خلالها تغطية عجز الخزينة العمومية، وبالتالي فالتساؤل الكبير اليوم هو: كيف ستكون أثار هذه السياسة على القدرة الشرائية من جهة وعلى معدلات التضخم (باعتبارها ظاهرة نقدية) من جهة أخرى، وما يثير مخاوف الخبراء هنا هو عدم ارتباط العملية بسقف محدد، بل تبقى مفتوحة ودالة رياضية في عجز الخزينة، هذا الأخير الذي لا يمكن تخفيضه بشكل كبير في المدى المتوسط (5 سنوات) في ظل الظروف الاقتصادية الحالية.

✓ المستهدفات:

تستهدف عملية التيسير الكمي كما أشرنا زيادة احتياطات البنوك لدى الاحتياطي الفدرالي، وذلك لتركز عليها في عمليات الإقراض، وهو ما يؤدي إلى ترك مصيدة السيولة، ورغم اتجاه البنوك في المرحلة الأولى QE إلى زيادة هذه الاحتياطات إلا أن الأمر تغير خاصة بعد QE3، أما في الجزائر فالهدف من العملية هو توفير تمويل لا يحمل الخزينة العمومية أعباء أخرى، خاصة في ظل تزايد حجم الدين العمومي، ويوجه إلى جهة نفقات التيسير باحتمال كبير، وهو ما نلمسه عند الحديث عن أجور العمال، وهو ما يجعلنا أمام أموال توضع للتداول بطريقة مباشرة تقريبا، خاصة إذا علمنا أن التمويل لا يمر عبر السوق ما بين البنوك.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

✓ميكانيزمات إدارة السياسة النقدية:

من خلال تحليل فرضيات التيسير الكمي توصلنا إلى أن العملية تتم محاسبيا في ميزانية الفدرالي الأمريكي، حيث وبعد انتهاء العملية يقوم عند الاقتضاء بالبدء في العملية العكسية، وهي أن يدخل بائعا للسندات والأصول المالية التي قام بشرائها في المراحل الثلاث، وغالبا ستكون المؤسسات البائعة في بداية المراحل هي المؤسسات المشتريّة في العملية المعاكسة، وهو ما يجعلنا أمام إطفاء للقيود في الميزانية، هذا بالإضافة إلى اعتماد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي على أدوات أخرى كأسعار الفائدة على الاحتياطات البنكية، وهي الوسيلة التي تمكنه من امتصاص السيولة الزائدة من خلال رفع هذا المعدل، أو ضخ سيولة أكثر بتخفيضه، أما في الجزائر فالوسيلة الوحيدة للتمويل هي شراء سندات الخزينة العمومية بطريقة مباشرة، بفرض أن هنالك مبالغ يتم طبعها لشراء هذه السندات.

تميز الإقتصادي الجزائري خلال الفترة السابقة لآلية تطبيق التمويل غير التقليدي بعدة سماته بينتها الحالة النقدي والمالية من خلال أهم المؤشرات الإقتصادية بما يلي:¹

-انخفاض رهيب للسيولة النقدية في البنوك على مدار سنتي 2015 و 2016، 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 البينية 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 8,18 شهرا من الاستيراد، كما أنه قد يصل إلى 7,79 مليار دولار سنة 2019 بمعدل (4,18) شهر من الاستيراد) قبل أن يبلغ قيمة 2,76 مليار دولار سنة 2020 (8,17) شهر من الاستيراد؛ ثم 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 و 44.28 دولار في 2016 مقابل تحديد الحكومة لسعر مرجعي للبترول يقدر بـ 50 دولار في 2017، و 45 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؛ كما

¹ العشي وليد وصديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد السادس (جوان 2018)، جامعة أحمد دراية أدرار، الجزائر، 2018، ص 259-260.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

سجل 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.

بالإضافة إلى تدني القدرة الشرائية للدينار الجزائري الذي يعتبر من أضعف العملات في إفريقيا، وارتفاع سعر صرفه نحو قيم تاريخية مقابل أهم العملات العالمية خاصة منها اليورو، حيث واحد أورو يساوي حوالي 140 دينار جزائري في السوق الرسمي مع ضغوطات السوق الموازية على قيمة العملة الوطنية حيث وصلت قيمة وحدة واحدة من اليورو إلى 220 دينار جزائري، هذا ما حتم على بنك الجزائر على عدم اللجوء إلى حل تخفيض قيمة العملة الوطنية أكثر من أجل تخطي الأزمة المالية، وقد تم اللجوء إلى ذلك سابقا لرفع إيراداتها من صادرات النفط عند تحويلها إلى العملة الوطنية، مع إثبات العديد من الدراسات فشل مثل هذه السياسات الخاصة بسعر الصرف لاحتواء تداعيات الصدمة البترولية.

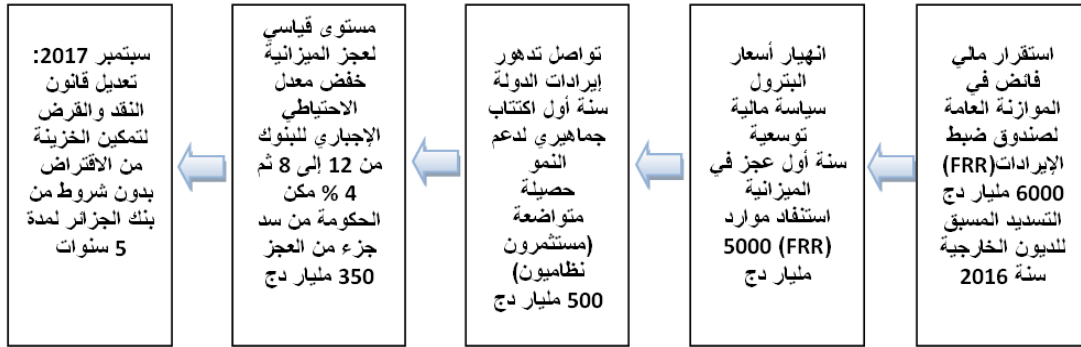
وفي عرض قدم حول الموارد من العملة الصعبة والتي تشكل بنسبة كبيرة من إيرادات المحروقات تتقلص تدريجيا منذ السداسي الثاني لـ 2014 مع التراجع المستمر لأسعار البترول التي فقدت 58 دولار للبرميل مابين نهاية ماي 2014 ونهاية جويلية 2017 ونتيجة لهذا التوجه السلبي لأسعار البترول الخام في الأسواق الدولية انتقلت قيمة الصادرات الجزائرية من المحروقات من 3,60 مليار دولار وإلى 2014 إلى 7,32 مليار دولار وإلى 2015 وإلى 1,27 مليار دولار وإلى 2016 ثم إلى 7,18 مليار دولار خلال الستة أشهر الأولى من العام الجاري.¹

❖ ويمكن تلخيص ما سبق في المخطط التالي:

تاريخ الإطلاع 11:44 2019/05/21، <http://cdesoranai.cluster021.hosting.ovh.net/document/NRPAR3.pdf>¹

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

الشكل رقم (02 - 03):



المصدر: يوم دراسي حول التمويل غير التقليدي في الجزائر، جامعة الجيلالي ليايس سيدي بلعباس، أفريل 2018.

2. موقف صندوق النقد الدولي من تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر: ¹

في بداية الامر انتقد صندوق النقد الدولي، بشدة لجوء الحكومة الجزائرية إلى التمويل غير التقليدي كحل لسد العجز في الخزينة العمومية، ولكن عندما سارت الجزائر في هذه التجربة أكد على أن التجارب العالمية أثبتت أن هذا الحل لم يكن على الإطلاق الخيار المناسب والأفضل، نظرا إلى تأثيراته الكبيرة على احتياطات البنك المركزي وارتفاع معدلات التضخم، إلا أن الجزائر أقدمت على اتخاذ جملة تدابير بعد تراجع أسعار النفط مما ساهم في تقليص العجز، واعتبر أن ما قامت به الجزائر كان أمرا جيدا ساهم في تراجع العجز في ميزانية الدولة وأوضح أيضا أن الجزائر تكيفت سريعا في الإطار الجديد لأسعار وأسواق النفط العالمية، وأدى ذلك حسه إلى تحسن في أوضاع الميزانية العامة والحساب الجاري. ²

ان التمويل غير التقليدي الذي أقرته الحكومة، اعتبر خطرا على احتياطات البنك المركزي (بنك الجزائر) واستقلالته وأيضاً مساهمته في ارتفاع معدلات التضخم. لقد ساهم لجوء السلطات النقدية إلى اعتماد التمويل غير التقليدي كآلية لسد عجز ميزانية الدولة لتفادي اللجوء إلى القيام بعملية اقتراض داخلية أو خارجية من الممكن أن تكون مع صندوق النقد الدولي، مثلما كان الحال عليه في برامج التثبيت والتعديل الهيكلي وتداعياتها سنوات التسعينات.

وعلى هذا فان كان صندوق النقد الدولي يوصي بمواصلة تنفيذ التدابير المتخذة مباشرة بعد الصدمة البترولية كترشيد النفقات وفرض معدلات ضريبية جديدة ومرتفعة والتخلي التدريجي للدعم الاجتماعي... الخ، مع الحفاظ

¹ العشي وليد وصديقي أحمد، مرجع ذكره، ص 261.

² بظاهر بختة، التمويل غير التقليدي آلية جيدة لمواجهة الأزمة أم خطر محقق باقتصاد الجزائري، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 05/العدد: 01، 2019، ص 45-46.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

على استقلالية بنك الجزائر، والأكد أنه عارض تطبيق هذه الأداة النقدية غير التقليدية نظرا وحسب توقعات خبراءه لتسببها في ارتفاع معدلات التضخم إلى أكثر من 10% مع فقدان استقلالية البنك المركزي وتدابير ذلك، إضافة إلى تأثيرات سلبية عديدة حيث توقع صندوق النقد الدولي تسجيل الجزائر لمعدل نمو اقتصادي يقدر بـ 1.5% في 2018، هذا ما يبين نظرته التشاؤمية لهذا النوع من التمويل مع أن الاستقلال المالي للدولة أهم من الاستقلال التنفيذي للبنك المركزي حسب المقاربة السيادية التي تعتمد عليها الجزائر في مختلف قراراتها الاقتصادية.

المطلب الثاني: عملية طبع النقود في الجزائر وأثره على الإقتصاد الجزائري والاصلاحات المصاحبة لها.

1.عملية طبع النقود في الجزائر.

قبل تعديل قانون النقد والقرض في 2017، بلغت كمية النقود التي تطبعها الجزائر يوميا 2 مليون مليار دينار، حيث تتكفل مطبعة الجزائر بعملية طبع العملة الوطنية، مما يجعلها 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.

وفيما يخص طبع النقود، فإن دار المالية ومنذ سنة 1965 تقوم باستعمال وسائلها الخاصة في صناعة النقود البنكية وكذا طباعة العملة المعدنية في الجزائر، وقد كان البنك المركزي يستغرق وقتا طويلا يمتد بين 6 و 7 أشهر لطباعة هذه النقود، وذلك بسبب الحذر في اختيار الصفائح والحبر والألوان المختلفة التي تغطي وجهي العملة، وتحديد نوعية الورق الذي يتميز بالصلابة كونه لا يتمزق إلا بعد تكرار عملية طيه بخمسة آلاف مرة وهي الخصوصية التي تميز الأوراق النقدية.

مما سبق الإشارة إليه ليس من الغريب أن تكون الجزائر أول بلد إفريقي عربي يتبنى سياسة التمويل غير التقليدي، كحل استعجالي لاستعادة التوازنات المالية للاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الصدمة البترولية التي بدأت بوادرها منذ صيف 2014، وعلى هذا يتم تسجيل مرحلة جديدة لمسار السياسة النقدية في الجزائر مع بداية 2018 يبقى تحليلها عبارة عن تكهنات وتنبؤات تفصل في صحتها مستجدات السنوات القادمة.

ظهرت صيغة التمويل غير التقليدي في الاقتصاد الجزائري كآلية جديدة لضمان استمرارية تمويل نموذج التنمية الاقتصادية الذي تبنته الحكومة الجزائرية منذ 2001، والذي يتركز بالأساس على تحفيز الطلب الكلي حسب المقاربة الكينزية، وهو ما يعرف بمخططات برامج الإنعاش الاقتصادي لتحفيز النمو، ومع تدني أسعار البترول منذ صيف 2014 بنسبة 50% خلال فترة 6 أشهر فقط مع استمرارية تراجع الأسعار إلى غاية

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

نهاية 2017، بالإضافة فالموارد النفطية تمثل 60% من الميزانية السنوية للدولة، ولا تقل عن 95% من إجمالي الصادرات منذ سنوات عديدة.¹

دخلت صيغة التمويل غير التقليدي حيز التطبيق " بعد تعديل قانون النقد والقرض 90-10 بموجب القانون رقم 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017 يتم الأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 والصادر في الجريدة الرسمية رقم 57 بتاريخ 12 أكتوبر 2017.²

وجوهر التعديل الذي مس قانون النقد والقرض يظهر جليا من خلال إدراج المادة 45 مكرر، والتي تنص على أنه بغض النظر عن كل حكم مخالف، يقوم بنك الجزائر ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي، ولمدة خمس سنوات بشراء مباشر عن الخزينة، للسندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في تغطية احتياجات تمويل الخزينة وتمويل الدين العمومي الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار. ووفقا لهذه المادة الجديدة، تأتي هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، التي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المحددة كأقصى حد إلى: توازنات خزينة الدولة، توازن ميزان المدفوعات، و"تحدد آلية متابعة تنفيذ هذا التمويل من طرف الخزينة وبنك الجزائر عن طريق التنظيم"، حسب ذات المادة من نص القانون ويهدف هذا التمويل إلى تغطية حاجيات تمويل الخزينة العمومية وتمويل تسديد الدين العمومي الداخلي، وعلى وجه الخصوص سندات القرض الوطني من أجل النمو التي صدرت عام 2016، وسندات الخزينة الصادرة مقابل شراء الدين البنكي لسونلغاز وسندات الخزينة الصادرة لفائدة سوناطراك كتعويض عن الفارق بين سعر الوقود المستورد وسعر مياه البحر المحلاة.

وفقا للمادة 46 من قانون "النقد والقرض"، "بنك الجزائر" يمكنه أن يقرض الخزينة العمومية، وأن يفتح لها حسابا جاريا على المكشوف، ولكن لا يتجاوز رصيدها فيه 10% من إجمالي الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية.³

إن الضوابط الاقتصادية لطباعة النقود تمكننا من معرفة المخاطر، إذ إن عملية طباعة النقود معقدة اقتصاديا إلى درجة بعيدة، ولكن لها شروط أساسية يجب أن يلتزم بها المركزي، وتتلخص هذه الشروط في أن كل وحدة نقدية مطبوعة يجب أن يقابلها، إما رصيد من احتياطي النقد الأجنبي أو رصيد ذهبي، وإما سلع وخدمات تم إنتاجها في المجتمع، وبدون هذه الشروط تصبح النقود المتداولة في السوق بدون قيمة حقيقية، بل مجرد أوراق

¹ العشي و ليد وصديقي أحمد، مرجع سابق، ص 260، 261.

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد، 57 الصادر في 12 أكتوبر 2017، ص 4.

³ العشي وليد وصديقي أحمد، مرجع سابق، ص 262.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

مطبوعة، وهذا الأمر الذي يجعل التضخم الاقتصادي ظاهرة أساسية بالدول النامية؛ لأنه يتم التجاوز عن هذه الشروط ويتم طباعة نقود بمعدلات تفوق المسموح به.¹

2. أثر عملية طبع النقود على الاقتصاد الجزائري:

إن طباعة نقود دون أن يكون لها غطاء يؤدي إلى نتيجة أساسية واحدة، هي ارتفاع الأسعار، حيث يزيد المعروض النقدي دون أن يقابله زيادة موازية في السلع والخدمات، هذه هي النتيجة الأساسية ولكن يوجد آثار سلبية أخرى على الاقتصاد ككل قد تؤدي إلى انهيار العملة كلية ومن ثم انهيار الاقتصاد ككل، وفقدان الناس ثقتهم في العملة وهذا يؤدي إلى إحداث موجة من التشاؤم تؤدي إلى أن يقوم الناس بالتخلص مما لديهم من هذه العملة وشراء عملات أجنبية، والذي يؤدي إلى مزيد من انخفاض قيمتها، وفي النهاية يؤدي إلى انهيار قيمتها ومن ثم انهيار الاقتصاد ككل، ومن جهة أخرى، فإن طباعة المزيد من النقود قد يكون أحد أدوات السياسة الاقتصادية لإنعاش الاقتصاد والحث على زيادة الإنتاج. وتستخدم هذه الأداة فقط عندما يكون الاقتصاد في حالة نمو وليس في ركود. حيث تكون النقود بمثابة دماء جديدة تضخ في شرايين الاقتصاد القومي مما تؤدي إلى انتعاشه حيث في هذه الحالة، يؤدي طباعة المزيد من النقود إلى خفض الأسعار، ومن ثم إقبال أصحاب رؤوس الأموال على الاستثمار في هذا البلد لرخص أسعاره، فيزيد الإنتاج تبعاً لذلك وبزيادة الإنتاج يزيد المعروض من السلع والخدمات، مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار مرة أخرى ومن نافلة القول، واستكمالاً للموضوع، فإن الغطاء للعملة لا يعني بالضرورة غطاء من المعادن النفيسة فقط كما كان متبع في الماضي ولكن يعني أيضاً غطاء من زيادة الإنتاج.²

وحقيقة اللجوء لاعتماد مصادر التمويل غير التقليدية للخزينة العمومية، سوف يؤثر إيجابياً على قدرتها في تغطية نفقاتها: الأجور، فواتير دعم المواد الاستهلاكية، فواتير الاستثمار العمومي... الخ، ولكن ذلك قد يتسبب في تداعيات خطيرة على المدى المتوسط والطويل في حين لم ترافق هذه العملية إستراتيجية تنمية محكمة، وترتكز على أسس علمية واقتصادية، أكثر منها على رؤية اجتماعية.³

و يمكن ملاحظة أثر سياسة طبع النقود من خلال عدة مؤشرات أهمها التضخم، القدرة الشرائية في المدى المتوسط والبطالة في المدى والطويل.

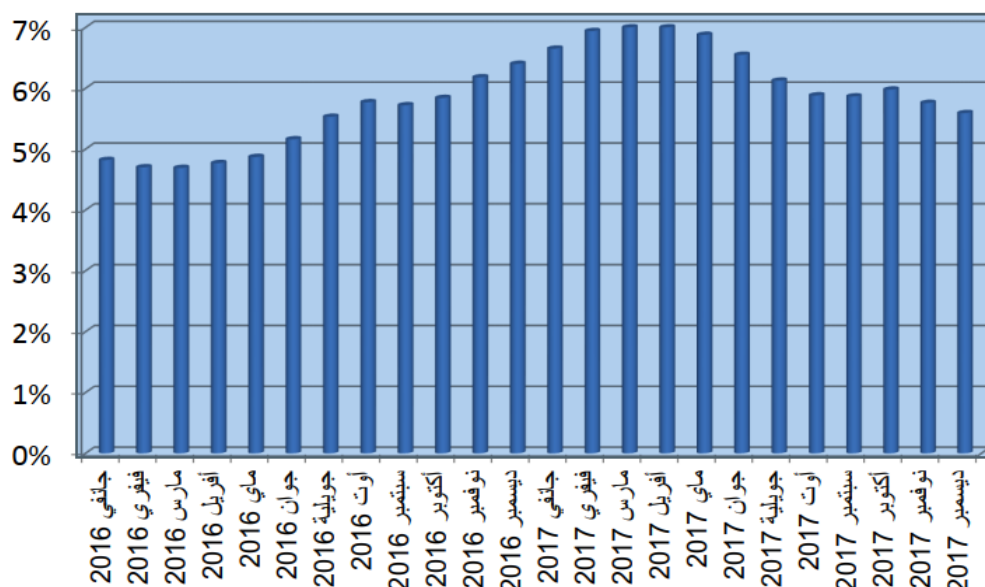
الشكل رقم : (02 - 04) :

¹ <https://www.sasapost.com/algerian-dinar-economy-print-money/>، 23:30، 29/05/2019.

² بطاهر بختة، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، جامعة مستغانم، المجلد 05 / العدد: 01 (2019)، ص 47-48.

³ الموقع الإلكتروني: <https://www.altahrironline.com/ara/articles/271591>، تاريخ التصفح، 20 مارس 2019، 20:12.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.



المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، جويلية 2018، ص 134

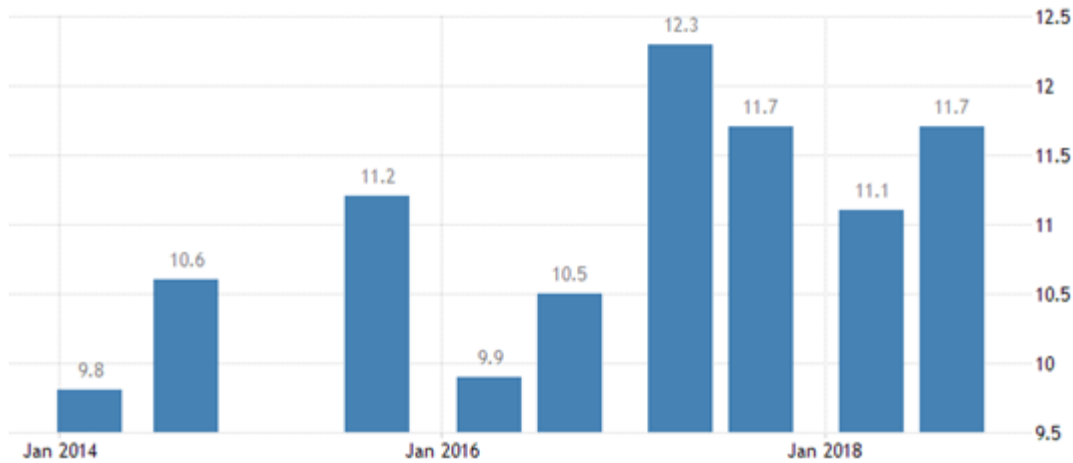
عرف التضخم تطور نحو الارتفاع لمتوسط الوتيرة السنوية للتضخم المسجل في 2016 و 2017 ليأخذ اتجاهها معاكسا في سنة 2017، لينخفض المتوسط إلى 6,5٪ مقابل 4,6٪ في 2016 ووقع هذا التباطؤ في نمو مؤشر الأسعار عند الاستهلاك، الأكثر وضوحا من حيث الانزلاق السنوي على الرغم من الارتفاع البسيط في نمو الكتلة النقدية وعرفت سنتي 2015 و 2016 تسارعا في التضخم، بينما لم يرتفع توسع الكتلة النقدية سوى بـ 13,0 ٪ و 79,0 ٪ على التوالي، على عكس ذلك ففي 2017 ترافق الارتفاع النسبي في التوسع النقدي، خصوصا ذلك المتعلق بتوسع الكتلة النقدية خارج المحروقات، مع تباطؤ التضخم، بما في ذلك التضخم الهيكلي بالمثل، وان كان ارتفاع وتيرة توسع المؤشر الكلي للأسعار عند الاستهلاك في 2016، مقروناً مع وتيرة ارتفاع مؤشر الأسعار للمنتجات ذات محتوى مستورد كبير، فلم يكن الأمر مماثل في سنة 2017، إذ تسارع التضخم الكلي بينما كان التضخم المستورد جد ضعيفا في ظرف يتسم بضعف المنافسة والتنظيم للأسواق، والتي يتميز بعضها بتواجد وضعيات مهيمنة فإن هذه التطورات «غير الاعتيادية»، بالنظر للصلة بين التوسع النقدي والتضخم المستورد من جهة، والضغطات التضخمية، من جهة أخرى، تشير إلى أن توقعات التضخم المفرطة للمتعاملين الاقتصاديين (صناع السعر) تشكل السبب الرئيسي لتسارع التضخم، وفي 2015 و 2016 فإن الارتفاع في الأسعار، خاصة أسعار السلع الاستهلاكية غير الغذائية، كالسيارات، لم يكن متناسبا مع التغيرات الفعلية أو المتوقعة لبعض محددات التضخم، لا سيما انخفاض سعر الصرف والجباية غير المباشرة، على عكس ذلك ففي 2017 كانت الانخفاضات بمعدلات سنوية للدينار مقابل الدولار والأورو والارتفاعات في أسعار

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

المحروقات والطاقة والجباية غير المباشرة (الرسم على القيمة المضافة)، بسيطة نسبيا ولا يمكن أن تكون مبررا للارتفاعات المفرطة في الأسعار المسجلة في 2015 و 2016، خاصة أسعار السلع الاستهلاكية غير الغذائية.¹ أن السيطرة على التضخم منذ سنة 2017 وحتى الآن كانت تسير جيدا وحسب المقاييس الدولية وشهدت تطور في السيطرة عليه، حيث انخفاض معدل التضخم السنوي من 5.6 بالمائة عام 2017 إلى 4.3 عام 2018 و 4.1 بالمائة في فيفري 2019.²

أما فيما يخص مؤشر البطالة خاصة وعند الرجوع لتصريحات الوزير الأول عند حديثه عن تسديد الأجور لشهر جانفي 2018/02، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة البطالة وتنتقل الأزمة من اقتصادية إلى اجتماعية.³ فقد عرف تذبذب في مستويات البطالة خاصة بعد تطبيق الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي سنة 2017 ويمكن ملاحظة هذا التذبذب من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02 - 05):



SOURCE : TRADINGECONOMICS.COM OFFICE NATIONAL DES STATISTIQUES (ONS)

بلغ معدل البطالة في الجزائر 10.5 % سنة 2016، ليصل إلى أعلى مستوياته على الإطلاق من 12.3 % في الربع الأول من عام 2017، مقارنة بشهر سبتمبر 2016 عندما كانت في حدود 10.5 %. وبالتالي فإن عدد السكان الجزائريين البطالين هو 1.508 مليون شخص، أي مع تسجيل ارتفاع يقدر بـ 1.8 % مقارنة

¹ بنك الجزائر، التقرير السنوي، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، جويلية، 2018، ص 134-135.

² بنك الجزائر، التقرير السنوي، تقييم تنفيذ التمويل غير التقليدي، أبريل 2019، ص 10.

³ أنفال نسيب، التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال المجلد 05، العدد: 01، 2019، ص 23-24.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.
بشهر سبتمبر 2016. وبلغ معدل البطالة 11.7 % في سبتمبر 2018 مقابل 11.1 % في أبريل 2018
بزيادة 0.6 نقطة خلال هذه الفترة لكنها بقيت مستقرة مقارنة بسبتمبر 2017 (11.7 بالمائة) أيضا

3. الإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر: ¹

لتحقيق أهداف سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر تم اعتماد مرسوم تنفيذي تضمن مجموعة من
التدابير الإصلاحات الهيكلية والاقتصادية والمالية وذلك من خلال أربع محاور .

أ- استعادة توازنات خزينة الدولة :ومن بين أهم الإصلاحات التي تضمنها هذا الحور نذكر مايلي:

✓ تعزيز قدرات التقدير والتيسير للنفقات العمومية للدولة.

✓ عصرنة مجموعة الأنظمة المستخدمة في تحضير وتنفيذ الميزانية وذلك من خلال استكمال وإصدار القانون
العضوي خلال سنة 2018 المتعلق بقوانين المالية.

✓ اعتماد طريقة تسيير المالية العمومية عن طرق تفويض الاختصاصات على مستوى الجماعات الحلية
والمؤسسات العمومية المقدمة للخدمة العمومية وإدراجها ضمن مشروع قانون المالية لسنة 20019.

✓ تحسين الإيرادات الجبائية العادية من خلال التعجيل ببرامج انجاز مراكز الضرائب ومكافحة الغش الجبائي
تعزيز الأحكام التنظيمية المتعلقة بنفقات التجهيز وذلك للتحكم في النفقات العمومية وترشيدها .

✓ إجراء إحصاء وطني لمداخل الأسر في 2018 تحضيرا لترشيد سياسة الإعانات العمومية والشروع تدريجيا
في سنة 2019 في مقارنة جديدة في مجال الإعانات المباشرة وغير المباشرة من الدولة لفائدة الأسر.

✓ الترشيح المتزايد خلال السنوات القادمة لسياسة التوظيف في قطاع الوظيفة العمومية وتنفيذ التشريع ف
مجال التقاعد.

ب- استعادة توازنات ميزان المدفوعات :والتي تتضمن ما يلي:

✓ ترشيح الواردات من السلع والخدمات من خلال عدة تدابير من بينها :

• إعطاء الأولوية للإنتاج المحلي للسلع والخدمات في سنة 2018 طبقا لأحكام قانون الصفقات العمومية
ومكافحة تضخيم الفواتير.

• ترقية الصادرات وحتى المحروقات.

✓ الإصلاحات الهيكلية المالية: وتتضمن ما يلي:

• وضع إطار تشريعي سنة 2019 لسياسة جبائية محلية.

¹ نفس المرجع السابق، ص:24-25.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

●تنويع العرض في مجال التمويل ودفع حركية سوق القرض خاصة من خلال تعميم وسائل الدفع العصرية.

✓الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية: والتي تشمل ما يلي:

✓اعتماد آليات تطوير الاقتصاد الرقمي وتعزيز اللامركزية وإصلاح سوق العمل وترشيد الإنفاق العمومي في

مجال الحماية الاجتماعية والسياسة الصحية.

✓عصرنة القطاع الفلاحي لتحقيق هدف الأمن الغذائي وترقية الصادرات الفلاحية ومواصلة تنويع الاقتصاد

وتفعيل النمو خارج المحروقات وتحسين مناخ العمال.

إن كل العمليات المدرجة في إطار تنفيذ سياسة التمويل غير التقليدي هي مدروسة ومتابعة من قبل لجنة

على مستوى بنك الجزائر تضم إطارات من وزارة المالية و الهيئات ذات الصلة، والتي هي مكلفة كذلك بمباشرة

الإصلاحات الاقتصادية و الهيكلية الأساسية لمرافقة هذا التمويل وإعادة التوازن إلى الميزانية .

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

خلاصة الفصل:

من خلال دراسة الفصل الثاني الذي كان بعنوان تقييم وآثار سياسة التيسير الكمي، حيث استنتجنا أن لهذه الأداة تأثيرات مالية واقتصادية، على الرغم من أنه يصعب تحديد فقاعات أسعار الأصول ، إلا أنها تكونت فقاعة أسواق السندات، في حين أن مستويات الديون مرتفعة باستمرار في العديد من البلدان، مما أدى إلى مخاطرة سلبية على السندات الحكومية. و التيسير الكمي يزيد من عدم المساواة. ويشير مبدأ القيمة الاجتماعية للأداة إلى الاستخدام الفعال للمعرفة للمساعدة في تحقيق "الاستجمام غير العنيف للمجتمع"، وبعبارة أخرى ، تدعو أداة استخدام المعرفة لدفع عملية الحياة.

وتوصلنا لنتيجة مهمة من خلال تطبيق هذه السياسة على الجزائر وهي :تؤدي سياسة التيسير الكمي لارتفاع الأسعار، حيث يزيد المعروض النقدي دون أن يقابله زيادة موازية في السلع والخدمات، أيضا تؤدي إلى انهيار العملة كليا ومن ثم انهيار الاقتصاد ككل.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

الخاتمة العامة

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

الخاتمة

عند وصولنا إلى هاته المرحلة من البحث، نستطيع القول أن التيسير الكمي يعتبر إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم في أوقات الأزمات، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة المالية التي حدثت سنة 2008، ولقد استطاعت هذه السياسة تحسين الوضع الاقتصادي بالنسبة للدول ذات العملات الصعبة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية، التي ما فتأت تستغل في الدولار كونه ذات طلب عالمي من قبل بقية الدول، أثناء تسوية المدفوعات الدولية للسلع الاستراتيجية المقومة عالميا بالدولار، ومما أعطى هذا الامتياز للدولار هي الاتفاقية العامة بريتن وودز سنة 1944 والتي انهارت سنة 1971، لكن بعد انهيارها ضل الدولار الأمريكي هو العملة الوحيدة التي تسيطر على السلع التصديرية الاستراتيجية كالنفط والغاز والذهب إلى غير ذلك، وبالتالي استطاعت الولايات المتحدة الأمريكية تحسين وانعاش أسواق الائتمان لديها وارتفاع معدلات النمو، لكن النتيجة مغايرة تماما بالنسبة للدول النامية التي شهدت انكماشاً كبيراً بعد الأزمات العالمية المتتالية وأرادت اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي، لكن على اعتبار أن وضعها الاقتصادي هش وعملائها ضعيفة، فإن أي إصدار نقدي غير عادي أو اللجوء إلى الشراء المتزايد للأصول عالية المخاطر قد فقد بشكل رهيب قيمة العملة الوطنية وينقص من عنصر ائتمائها، كما هو الحال في دول كزيمبابوي وفنزويلا والجزائر، وهناك بعض الدول الأخرى تلجأ إلى التدخل لإضعاف عملتها عمداً، ومن خلال عدة وسائل، مثل بيع العملة المحلية وشراء عملات أجنبية وطباعة المزيد من النقود لخفض قيمتها، والهدف من ذلك هو حماية اقتصادها ومؤشرات توازنه (خاصة الميزان التجاري) ودعم الصادرات وقطاع العمل كما هو الحال بالنسبة للصين التي شهدت في الآونة الأخيرة حروب تجارية متكررة مع الولايات المتحدة الأمريكية وبأقل درجة منها في الهند وجنوب أفريقيا

اختبار الفرضيات:

ومن خلال ما تم التعرض إليه في سياق البحث وقصد الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية

المطروحة في المقدمة اخترنا صحة الفرضيات من عدمها، كالتالي:

— تم إثبات صحة الفرضية الأولى نسبياً التي تضمنت "سياسة التيسير الكمي هي قيام البنك المركزي

بزيادة المعروض النقدي عن طريق شراء السندات الحكومية"، وتم تأكيدها من خلال الفصل الأول، بحيث

وجدنا أن : التيسير الكمي عبارة عن أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تستخدمها البنوك المركزية

بشكل استثنائي في فترات الأزمات المالية، وتقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من

القاعدة النقدية، والحفاظ على حجم السيولة في الاقتصاد مع التقليل من مخاطر محفظة الأصول.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

– من خلال دراستنا للموضوع ثبتت صحة الفرضية الثانية التي احتوت على أن " أدوات السياسة النقدية التقليدية نوعان وهي :عمليات السوق المفتوحة والتسهيلان الدائمان"، حيث توصلنا لصحة هذه الفرضية من خلال دراستنا للفصل الأول والتفصيل في كيفية تطبيق السياسة النقدية التقليدية.

– أما الفرضية الثالثة التي نصت على أنه هناك اختلاف في طبيعة وآليات ونتائج تطبيق سياسة التيسير الكمي بالنسبة للدول ذات العملات الصعبة عنها في الدول النامية." فتعتبر هذه الفرضية صحيحة في الأجل القصير، بالنسبة للنتائج فهي تختلف بين الدول، لكن في الأجل الطويل فإن مآل هذه السياسة إلى النتائج السلبية للجميع، أما بالنسبة للآليات فإن الفرضية صحيحة لأن طبيعة الآليات المتبعة تختلف بين الدول حسب تصنيفها التنموي، وسنحاول شرح هذا التباين في صحة الفرضية بقليل من التفصيل كما يلي:

بحسب ما تم التوصل إليه في الفصل الثاني، فإن لكل دولة اقتصاد قائم وخاص بها، فتتج عن هذه السياسة في البلدان المتقدمة تدفقات رأس المال إلى الخارج، حيث شجعت معدلات الفائدة المنخفضة في الولايات المتحدة الاقتراض والنفقات المستحدثة في هذه البلدان، نتيجة لذلك حفزوا النمو الاقتصادي، وتسبب في ارتفاع أسعار الصرف إلى جانب الطلب الكبير في الصين على صادرات السلع من إندونيسيا حيث ساهمت التسهيلات الكمية في طفرة السلع وسرعان ما حققت عائدات استثمارية عالية، مما عزز من تفاؤل المستثمرين وجذب المزيد من استثمارات المحافظ، لكن هذه الظروف لم تدم طويلا وفي ماي 2013 ومع تحسن الاقتصاد الأمريكي، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي في الحديث عن إمكانية إنهاء التيسير الكمي للسندات. كان لهذا القرار تأثير كبير على العديد من البلدان النامية بما في ذلك إندونيسيا والهند، وقد نتج عن ذلك تدفقات رأس المال الخارجة من بلدان الأسواق الناشئة إلى البلدان المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة وفي جويلية 2013 ضعفت أسعار الصرف وأصبحت أسواق الأسهم والسندات في الأسواق الناشئة بأزمة تُعرف باسم (TT) "taper tantrum" على الرغم من أن TT لم يؤدي إلى أزمة، فقد جعل صناع السياسة والشركات المالية يشعرون بالقلق من أن هناك خطر وشيك. وتمكنت الهند في السنوات الأخيرة من إدارة عجز مالي وحساب جاري أكبر بكثير من إندونيسيا و تجنبته الهند الأسوأ في الأزمة المالية الآسيوية في 1997 – 1998 – على عكس إندونيسيا – لذا كان سوقها المالي أقل تقلبًا من إندونيسيا.

أما بالنسبة للفرضية الرابعة التي ذكرنا فيها أن "الجزائر واجهت صعوبات كبيرة في إيجاد الآليات المناسبة حتى تتمكن من تطبيق سياسة التيسير الكمي " فأمرها صعب الاثبات اليوم فهي تحتاج المزيد من الوقت كي تتضح جليا معالم تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، ولو استمعنا لاعتراف مسؤول قسم الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في صندوق النقد الدولي (FMI) "جهد أزعرور"، أن الجزائر أقدمت على اتخاذ

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

جملة تدابير بعد تراجع أسعار النفط ما ساهم في تقليص العجز، وما قامت به الجزائر كان أمرا جيدا ساهم في تراجع العجز في ميزانية الدولة. وعلى هذا فكان صندوق النقد الدولي يوصي بمواصلة تنفيذ التدابير المتخذة بعد الصدمة البترولية كترشيد النفقات، لقلنا بأن هذه الفرضية خاطئة، لكن بالعودة إلى التحليل الخاص بالصعوبات التي واجهت الجزائر في تطبيقها لهذه السياسة خلال ما جاء في المبحث الثالث في الفصل الثاني فنستطيع أن نقول بأن الفرضية صحيحة.

النتائج:

من خلال ما تم التعرض له في هذه الدراسة تم التوصل إلى 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 عمل.

❖ تحتاج سياسة التيسير الكمي وجود سوق مالي نشيط في الدول التي تطبقه لضمان نجاحها.

❖ كان الهدف من تطبيق اليابان لسياسة التيسير الكمي هو القضاء على حالة الكساد التي واجهتها فقامت بشراء السندات الحكومية وضخت سيولتها لدعم الاستثمار، وتمكنت بذلك من نجاح تطبيقها، وإثر ذلك وبعد الأزمة المالية لسنة 2008 قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتطبيق هذه السياسة لعلاج المشاكل التي خلفتها الأزمة، واقتصادها بإمكانه القيام بذلك دون اشكالات هيكلية.

❖ سياسة التيسير الكمي زودت مختلف البنوك المركزية العالمية بحركية في إدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة المالية 2008، وإن اختلف أثر تطبيق هذه السياسة فهو يعود لاقتصاد كل دولة.

❖ تعتبر الجزائر من الدول النامية القليلة التي طبقت سياسة التيسير الكمي ونحن في انتظار نتائجها، على الرغم من أن التقييم الأولي لها بأنها وجدت صعوبات هيكلية كبيرة والنتائج المتوقعة سلبية.

التوصيات:

سنحاول في جملة هاته التوصيات أن نخصص جانب منها يتعلق بالجزائر كما يلي:

التوصيات العامة:

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

❖ على مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي أن يدعم القطاعات الإنتاجية، لأنه ركز فقط على ضخ الأموال في البنوك وأسواق المال، على الرغم من أن الدولار هو من ساعد في تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة.

❖ بناء نظام نقدي عالمي جديد من خلال إنشاء عملة دولية موحدة ليتم بها التبادل و التحويل المالي الدولي بين جميع الدول.

❖ مواكبة الدول للتطورات الاقتصادية المستمرة في العالم ومحاولة إيجاد سياسات أخرى تنوب عن سياسة التيسير الكمي أو تكملها وذلك لحدوث أقل مخاطر.

توصيات خاصة بالجزائر:

❖ أما ابرز التدابير والإصلاحات التي يجب على الجزائر انتهاجها في سياسة التيسير الكمي أو التمويل غير التقليدي كما عرفت في الجزائر فلنلخصها فيما يلي:

❖ ضرورة استعادة توازنات خزينة الدولة.

❖ ضرورة استعادة توازنات ميزان المدفوعات.

❖ حتمية إجراء الإصلاحات الهيكلية المالية: وتتضمن مايلي:

❖ وضع إطار تشريعي سنة 2019 لسياسة جبائية محلية.

❖ تنويع العرض في مجال التمويل ودفع حركية سوق القرض خاصة من خلال تعميم وسائل الدفع العصرية.

❖ الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية: والتي تشمل مايلي :

❖ اعتماد آليات تطوير الاقتصاد الرقمي وتعزيز اللامركزية وإصلاح سوق العمل وترشيد الإنفاق العمومي في مجال الحماية الاجتماعية والسياسة الصحية.

❖ ضرورة توفير متطلبات تطبيق الاستراتيجية في الجزائر خاصة تحديد الأهداف والإعلان العام.

❖ عصنة القطاع الفلاحي لتحقيق هدف الأمن الغذائي وترقية الصادرات الفلاحية ومواصلة تنويع الاقتصاد وتفعيل النمو خارج المحروقات وتحسين مناخ العمال.

آفاق الدراسة:

بعد التعمق في دراسة البحث نقترح بعض المواضيع التي تفتح الباب للطلبة الباحثين في المستقبل:

❖ دور سياسة التيسير الكمي في زيادة النمو الاقتصادي.

❖ صعوبات وعوائق تطبيق سياسة التيسير الكمي لأول مرة.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

❖ نتائج وآثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في ظل المشاكل التي تواجهها الجزائر والحلول المقترحة.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

المراجع باللغة العربية:

أولا :الكتب:

1. احمد ابو الفتوح على الناقه، نظرية النقود والاسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، 2001.
2. أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، ط2، الإسكندرية، مؤسسة شباب للطباعة والنشر، 2000.
3. أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، ط2، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2013.
4. أمية طوقاف، محافظ البنك المركزي الأردني، دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، مؤتمر مستجدات - العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية" 2 جويلية 2005.
5. رحيم حسين، النقد والسياسة النقدية، د ط، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
6. سامي الخليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط2، دار الكتب، الكويت، 1994.
7. سامي الخليل، نظرية الاقتصاد الكلي، ط4، دار الكتب، الكويت، 1994.
8. سمّت فخري نعمة، أهمية أسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الأزمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، - جامعة بغداد، 2002.
9. الشيخ أحمد ولد الشباني، فعالية السياسة المالية والنقدية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف 2000.
10. صاري علي، تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات، الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد5، جامعة سوق أهراس، الجزائر.
11. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، ط2، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة، مصر، 1997، ص 208 عمروش الشريف، السياسات النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة ماجستير، جامعة البليدة 2005.
12. لجلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، ط1، مكتبة حسين العصرية، للطباعة و النشر و التوزيع، بيروت، لبنان، 2001.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

13. مايكل ايدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، ترجمة محمد ابراهيم، ط1، دار النشر، بيروت، لبنان، 1989.

14. محمد ضيف الله القطايري، دور السياسة التقنية، ط1، دار غيداء، عمان، 2009.

15. محمد ضيف الله القطايري، دور السياسة التقنية، ط2، دار غيداء، عمان، الاردن، 2009.

16. محمد ناجي حسن خليفة، النمو الاقتصادي النظرية والمفهوم، دار القاهرة للنشر، مصر، 2001.

17. محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الاولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.

18. مصطفى احمد حامد رضوان، التنافسية كآلية من آليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم جهود النمو والتنمية في العالم، الدار الجامعية للنشر، مصر، القاهرة، سنة 2011.

19. موفق السيد حسن - التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية ط1 دار النشر والتوزيع، بيروت، لبنان 2009.

20. ميغاد غدير غدير، السياسة المالية والنقدية، منشورات الهيئة العامة السورية، 2010.

21. هيل عجمي بصيل، رمزي ياسث، النقود والمصارف والنظرية النقدية، ط3، دار وائل للنشر، بغداد 2009.

ثانيا: الرسائل والأطروحات الجامعية:

1. سمت فخري نعمة، أهمية أسعار الصرف ودورها في تجاوز بعض الأزمات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، - جامعة بغداد، 2002.

2. الشيخ أحمد ولد الشباني، فعالية السياسة المالية والنقدية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف 2000.

3. صاري علي، تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات، الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد5، جامعة سوق أهراس، الجزائر.

4. 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 التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2006-2007.

5. عباس كاظم حاسم الدعيمي، أثر السياسة النقدية و المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الكوفة، 2008.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

6.عباس كاظم حاسم الدعيمي، أثر السياسة النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008.

7. صالح مفتاح، النقود و السياسة النقدية، ط 2، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.

8.عبد الرحمان تاج، السياسة الشرعية والفقه الإسلامي، ط2، الطبعة دار التأليف، عمان، الأردن، 1983

9.عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

10.عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، ط2، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة، مصر، 1997، ص 208

عمروش الشريف، السياسات النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، مذكرة ماجستير، جامعة البليدة 2005

11.عطية عبد الواحد، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الإقتصادية، الاجتماعية، التوزيع العادل للدخول في ضبط التنمية

12.عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك (من هج نقدي و مصرفي)، عمان، دار ومكتبة الحامد للنشر، 1999.

13.عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، ط1، دار لردلاوي للنشر، عمان، الاردن، 1999..

14.عقيل جاسم عبد الله، مفاهيم ونظم اقتصادية، ط3، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.

15.عوض اسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، دط، دار الحكمة للطباعة والنشر، الموصل، العراق، 1990.

16.غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات ، النقود والبنوك، دار وائل للنشر، الأردن، 2002.

17.قويدري كريمة، الاستثمار الاجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد،

تلمسان، 2010-2011.

18.الشيخ أحمد ولد الشباني، فعالية السياسة المالية و النقدية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، مذكرة لنيل

شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف 2012.

ثالثا :الدوريات والمجلات:

1. أنفال نسيب، التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر، مجلة الاقتصاديات

المالية البنكية وإدارة الأعمال المجلد 05، العدد:01، 2019.

2. بطاهر بختة، التمويل غير التقليدي آلية جيدة لمواجهة الأزمة أم خطر محقق باقتصاد الجزائري، مجلة الاقتصاديات

المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 05/العدد: 01، 2019.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

3. بظاهر بختة، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال ،جامعة مستغانم، المجلد 05 / العدد: 01، 2019.

4. بودري شريف، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية, مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 16 . جامعة الشلف-الجزائر - 2017.

5. حمزة رملي، التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض هل يتعلق الأمر بالتيسير الكمي؟، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 4 العدد 1، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله، الجزائر، جوان 2018.

6. العشي وليد وصديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد السادس (جوان 2018)، جامعة أحمد دراية أدرار، الجزائر، 2018.

7. محمد بن بوزيان وسمية زيرار، انتشار عدوى الازمات، مجلة أبحاث اقتصادية، جامعة تلمسان، العدد الثامن، ديسمبر 2010

8. موفق السيد حسن، التطورات الحديثة والسياسة النقدية، مجلة جامعة دمشق مجلد 15 ، دمشق، 1999.

9. محمد الحسين الصطوف واحمد عثمان، دور السياسة النقدية في تلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصاد الوطني، دط، مجلة جامعة، دمشق، سوريا، 2014.

10. وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها" حالة الجزائر، مصر، السعودية "مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة 2014.

رابعا :المؤتمرات والملتقيات العلمية:

1. يوم دراسي حول التمويل غير التقليدي في الجزائر ، جامعة الجيلالي ليايس سيدي بلعباس، أفريل 2018.

خامسا :المحاضرات:

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

2. بنك الجزائر، التقرير السنوي، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، جويلية، 2018.

3. بنك الجزائر، التقرير السنوي، تقييم تنفيذ التمويل غير التقليدي، أفريل 2019.

سادسا :الجريدة الرسمية:

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد، 57 الصادر في 12 أكتوبر، 2017.

الفصل الثاني :تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.

سابعاً :المواقع الالكترونية:

1. <https://www.altahrironline.com/ara/articles/271591> .
2. <https://www.sasapost.com> , /algerian-dinar-economy-print-money

المراجع باللغة الفرنسية:

- 1 ANUCHA Magavi, Quantitative Easing-A Blessing or a Curse, CRISIL Younk Thought Leader 2012.
- 2 . Manufacturing in India and Indonesia: Performance and Policies’ ,Bulletin of Indonesian Economic Studies 2013‘
- 3 . Takatoshi, and Frederic S. Mishki
“Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem.” In Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim, 2006‘
4. Shirai, Sayuri. 2017. Mission Incomplete: Reflating Japan’s Economy. Asian Development Bank Institut .
- 5.Hausman, Joshua K., and Johannes F. Wieland “Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook.” Brookings Papers on Economic ActivitY.
- 6 Giovanni Dell’Ariccia‘Pau Rabanal‘Damiano Sandri .
“Unconventional Monetary Policies inthe Euro Area, Japan, and the United Kingdom.”Hutchins Center Working Paper‘october2018‘
- 7.Mark Gertler and Peter Karadi, Model of Unconventional Monetary Policy, NY University, April 2010.
8. jean pierre pattat, monnaie, institutions financières et politiques monétaires, 4em édition, Economica, paris.1987.
9. Roberto Moro ViscontiThe impact of quantitative easing (QE) on the cost of debt in project finance investments, Public Money & Management, N: 36. .
10. Esteban Pérez Caldentey, Quantitative Easing (QE), Changes in Global

Liquidity, and Financial Instability, International Journal of Political Economy, N: 46, 2017 .

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

12. John P. Watkins, Quantitative Easing as a Means of Reducing Unemployment: A New Version of Trickle-Down Economics, Journal of Economic Issues, No. 2 June 2014.

13 . Amanda A. Schaible, Quantitative Easing's Effect on Shadow Banking: Have Federal Reserve Purchases Caused a Collateral Shortage in the Repurchase Agreement Theses, Claremont Colleges, 2014.

14Ahmed, Shaghil, Brahim Coulibaly, and Andrei Zlate
2017 ,‘International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?’,Journal of International Money and Finance.

15 . M. Chatib Basri , India and Indonesia: Lessons Learned from the2013 Taper Tantrum,Bulletin of Indonesian Economic Studies, 2017, pp138-139.

الفصل الثاني: تقييم سياسة التيسير الكمي من خلال آثارها الاقتصادية.